



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
A PÉNZÜGYI
STABILITÁSRÓL**

2005. OKTÓBER

Jelentés a pénzügyi stabilitásról

2005. október



Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi stabilitási főosztálya,
Közgazdasági főosztálya és a Pénzügyi elemzések főosztálya

A publikációt jóváhagyta: dr. Kálmán Tamás ügyvezető igazgató

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Missura Gábor

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1586-8044 (nyomtatott)

ISSN 1586-8346 (on-line)



A pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer ellenálló a gazdasági sokkokkal szemben és képes zökkenőmentesen ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.

A Magyar Nemzeti Banknak alapvető érdeke és – más állami intézményekkel közös – felelőssége a hazai pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartása és erősítése. A Magyar Nemzeti Bank szerepét a pénzügyi stabilitás fenntartásában egyrészt a Jegybanktörvény, másrészt a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, a Pénzügyminisztérium és a Magyar Nemzeti Bank között született háromoldalú együttműködési megállapodás rögzíti.

A Magyar Nemzeti Bank a rendelkezésére álló eszközökkel támogatja és erősíti a pénzügyi stabilitást, valamint szükség esetén kezeli a pénzügyi rendszert érő sokkok hatását. Ezen tevékenysége részeként a Magyar Nemzeti Bank átfogóan és rendszeresen elemzi a makrogazdasági környezetet, a pénzügyi piacok, a hazai pénzügyi közvetítők és a pénzügyi infrastruktúra működését, feltárja azokat a kockázatokot, melyek a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztethetik, és azonosítja a pénzügyi rendszer törekenységét okozó elemeket, folyamatokat.

A „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” című kiadvány fő célja, hogy tájékoztassa a pénzügyi rendszer működtetőit és használóit a pénzügyi stabilitást érintő aktuális kérdésekről, és ezzel növelje az érintettek kockázati tudatosságát, fenntartsa és erősítse a pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat. A Magyar Nemzeti Bank szándéka szerint ezáltal hozzájárul ahhoz, hogy a pénzügyi rendszert érintő döntésekhez a megfelelő információk az érintettek rendelkezésére álljanak, és így a pénzügyi rendszer egészének stabilitása erősödjön.

Tartalom

Kiemelt kockázatok összefoglalása	7
I. Makrogazdasági kockázatok	9
I. 1. Törékeny makrogazdasági pálya	11
I. 1. 1. A sérülékenység forrása az ikerdeficit	13
I. 2. Alternatív kockázati pályák	18
I. 2. 1. A globális konjunktúra alakulása	18
I. 2. 2. A finanszírozási költségek változása	19
II. A bankrendszer kockázatai	23
II. 1. Hitelkockázatok	27
II. 1. 1. Vállalatok	27
II. 1. 2. Háztartások	34
II. 2. Piaci kockázatok	42
II. 2. 1. Kamatkockázat	42
II. 2. 2. Árfolyamkockázat	42
II. 3. Likviditási kockázat	44
II. 4. A bankrendszer pénzügyi helyzete	45
II. 4. 1. Jövedelmezőség	45
II. 4. 2. Tőkehelyzet	50
III. Aktuális témák	53
III. 1. A háztartások pénzügyi kultúrája és a pénzügyi stabilitás	55
III. 2. A túlzott hitelnövekedés kialakulásának okai és következményei	64
III. 3. A pénzügyi piacok szerkezetének alakulása	75
III. 4. A hazai magánnyugdíjpénztárak működése	85
III. 5. A következő évek várható pénzügyi szabályozási változásaira való felkészülés áttekintése	95
IV. Tanulmányismertető	101
IV. 1. Csávás Csaba–Erhart Szilárd: Likvidek-e a magyar pénzügyi piacok? A deviza- és állampapír-piaci likviditás elméletben és gyakorlatban	103
Melléklet	107

Keretes írások

I-1. Mekkora lehet a módszertani változásból fakadó torzítás a folyó fizetési mérlegben?	13
I-2. A 2005-ös költségvetési hiányt érintő friss információkról	14
I-3. A globális egyensúlytalanság vizsgálata	18
I-4. Az állami feladatok devizafinanszírozásával kapcsolatos kockázatok	20
I-5. A külföldi portfóliótőkére való ráutaltság átmeneti mérséklődése	21
II-1. A bankok vállalatiügyfél-koncentrációs kockázatának vizsgálata a nagyadói portfólió alapján	33
II-2. Gépjármű-hitelezés	38
II-3. A ROE összetevőinek alakulása	47
II-4. A valós értékelés közvetlen banki hatásai	51

Kiemelt kockázatok összefoglalása

A magyar gazdaság pályájának kiszámíthatóságát és növekedési potenciálját jelentős mértékben korlátozza, hogy olyan mértékű egyensúlytalanság jellemzi a gazdaságot, ami hosszabb távon nem fenntartható. A sérülékenységet elsősorban abból fakad, hogy az elmúlt években tartósan magas maradt az államháztartási hiány és a fiskális politika jelentős mértékben letért a brüsszeli Európai Bizottságnak benyújtott konvergenciaprogramban vállalt pályáról. A jelenleg tárgyalás alatt álló költségvetési törvényjavaslat sem tartalmaz olyan intézkedéseket, amelyek mérsékelnék a magyar gazdaság sérülékenységét, a vállalt konvergenciapályától való eltérés értékelésünk szerint tovább nyílik.

Korábban az euro 2010-ben történő bevezetésére vonatkozó kormányzati ígéret, és az ezzel együttjáró gyors fiskális konszolidáció egyfajta garanciát jelentett a befektetők számára, hogy a gazdaság rövid időn belül visszatér az egyensúlyi pályára. A tartósan magas államháztartási hiány két csatornán keresztül is növeli a magyar gazdaság sebezhetőségét. Egyrészt az eurorégióba való belépés lehetősége egyre kevésbé képes alacsony szinten tartani a gazdaság finanszírozási költségét. Másrészt a magas államháztartási finanszírozási igény jelentős mértékű külső egyensúlytalanságot eredményez, így mind az államadósság, mind az egész gazdaság külső adóssága gyors ütemben nő. A kockázatos struktúrában növekvő eladósodottság és az euro bevezetésével kapcsolatos bizonytalanság rontja az ország kockázati megítélését és csökkenti a gazdaság sokktűrő képességét. Ezen túlmenően a gazdaság jövőbeli pályájára vonatkozó megalapozott kép kialakítását az is nehezíti, hogy a külkereskedelmi és emiatt a fizetési mérleg-adatok megbízhatósága megkérdőjelező-

dött, a nettó hibák és kihagyások egyenlege az elmúlt négy negyedévben elérte GDP 2,3 százalékát.

A globális tőkepiacokat jellemző nagyfokú kockázati étvágy miatt azonban a hazai pénz- és tőkepiacokat a tartósan magas ikerdeficit ellenére viszonylagos stabilitás jellemezte az elmúlt időszakban. Ugyanakkor a nemzetközi konjunkturális és finanszírozási környezet esetleges megváltozásának negatív hatásait a gazdaság növekvő sérülékenysége miatt a korábbinál nagyobbak ítéljük meg.

Értékelésünk szerint a globális egyensúlytalanságok esetleges korrekciója és a magas, esetlegesen tovább növekvő olajár jelent olyan kockázati tényezőt, amely kedvezőtlenül érinti a nemzetközi konjunktúra alakulását. A globális konjunktúra alakulásában bekövetkező változás főbb kereskedelmi partnereink belső keresletének csökkenésén keresztül közvetve, illetve közvetlenül is érintheti Magyarországot, tartósan lassabb növekedést eredményezve.

A jelenleg igen kedvező külső finanszírozási környezet globális és országspecifikus tényezők következtében is megváltozhat. A meglepően alacsony amerikai hosszú hozamok jelentősebb emelkedése, illetve a globális egyensúlytalanságok korrekciójának megindulása a globális kockázati étvágy visszaeséséhez vezethet. Ugyanakkor a fiskális kiigazítás elhalasztása miatt hosszabb ideig fennmaradó ikerdeficit, illetve az euro hazai bevezetésének esetleges kitolódása is a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium nagyobb mértékű emelkedését eredményezheti.

A finanszírozási környezet kedvezőtlen változása a forint gyengülésével és a hozamok emelkedésével is együttjárhat. Mivel az elmúlt években a ter-

mészetes fedezettel nem rendelkező gazdasági szereplők mérlegeiben is jelentős devizapozíciók épültek fel, a forintárfolyamban és a hozamokban bekövetkező változás jelentős mértékben visszavetheti a magyar gazdaság növekedési ütemét.

A hazai bankrendszer stabilitását egyrészt az előbbiekben említett, nem fenntartható makrogazdasági egyensúlytalanságok, ennek következtében az eurobevezetés esetleges kitolódása és a külső konjunktúra törékenysége, másrészt a hitelkockázatok folyamatos felépülése veszélyezteti. A bankrendszer számára a legfontosabb veszélyforrást a megnövekedett árfolyam-bizonytalanság jelenti, ami a továbbra is dinamikus bővülő devizahitelezés mellett a bankok sérülékenységét növeli. Ugyanakkor a jelenlegi stabil tőke- és kiemelkedő jövedelmi helyzet miatt a rendszer soktűró képessége jónak tekinthető.

A hazai bankrendszer egyre inkább a háztartási, illetve a kis- és középvállalati szektor felé fordul. Ez egyrészt a pénzügyi közvetítés mélyülését, az ügyfelek likviditási korlátjának enyhülését eredményezi, másrészt azonban növeli a banki kockázatvállalás mértékét. E szektorokra jellemző aszimmetrikus információs problémák, az élesedő verseny, valamint az enyhülő hitelezési sztyenderdek következtében felmerülhet bizonyos piaci szegmensekben a kockázatok félreárazásának veszélye. Ezt a folyamatot súlyosbíthatja, hogy az árfolyamkockázattal szemben természetes fedezettel nem rendelkező háztartások és a kis- és középvállalatok hitelezése növekvő mértékben külföldi devizában történik. A magyar gazdaságban meglévő egyensúlytalanságok által kiváltott vagy felerősített esetleges negatív árfolyam- és kamatsokk jelentős mértékben növelheti az adósságszolgálat terheit, ami elsősorban a háztartások és a kis- és középvállalatok esetében emelkedő hitelezési veszteségekkel járhat.

A makrogazdasági sokkok negatív hatásait a háztartások pénzügyi kultúrájának alacsony szintje tovább növelheti. Az ügyfelek nagy része valószínűleg nincs tisztában a devizában történő eladósodás kockázataival, ezért a nem várt veszteségek a pénzügyi közvetítőrendszerrel szembeni bizalomvesztéshez és a portfólió romlásához vezethetnek.

A fenti folyamatok mellett a kedvező konjunkturális helyzet esetleges romlása ugyancsak a bankrendszer romló portfólióminőségét és csökkenő jövedelmezőségét eredményezheti. A külső kereslet lassulása elsősorban a vállalati szektort érintené negatívan, de a munkaerő-keresleten keresztül a háztartások pénzügyi pozícióját is rontaná, növelve a bankok hitelezési veszteségeit.

A pénzügyi vállalkozások által dominált gépjárműfinanszírozás szintén fokozott kockázatokat hordoz, ami a tulajdonosi és finanszírozási kapcsolatokon keresztül a bankrendszerre is hatással lehet. A laza hitelezési feltételek mellett a devizaalapú hitelek csaknem kizárólagossá válása jellemzi ezt a piacot, ahol a portfólió minősége az eddigi stabil árfolyam- és hozamalakulás mellett is romlott. A fentiekben felvázolt makrogazdasági kockázati scenáriók megvalósulása esetén a hitelveszteségek magas szintre emelkedhetnek.

A hazai magánnyugdíjpénztárak hatékony működése és az azt elősegítő szabályozás pénzügyi stabilitási szempontból kiemelt jelentőségű kérdés. Jelenleg mindkét területen kockázatokat látunk. Ezek közé tartoznak egyrészt a pénztári működés hiányosságai a költségek és teljesítmények átláthatósága terén, másrészt az irányítási rendszerre vonatkozó nem megfelelő törvényi szabályozás és a tényleges működés ellentmondásai. A hatályos szabályozás felülvizsgálatával a második pillér hatékonysága javítható.

I. Makrogazdasági kockázatok





I. 1. Törékeny makrogazdasági pálya

A pénzügyi rendszer működése és stabilitása szempontjából fontos, hogy a gazdasági szereplők fel legyenek készülve a makrogazdasági környezetben esetlegesen bekövetkező változásokra. Ezért a pénzügyi szektor stabilitása szempontjából nemcsak a legnagyobb valószínűséggel megvalósuló gazdasági pálya hordoz információt, hanem a kisebb valószínűséggel bekövetkező, azonban a stabilitás szempontjából jelentős hatású események várható hatásait is elemezni szükséges. Jelenleg különösen fontos a potenciálisan nagy hatású kockázati tényezők azonosítása, mivel a *Jelentés az infláció alakulásáról* című 2005. augusztusi MNB-kiadványban felrajzolt makrogazdasági alappálya számos erőteljes feltételezést tartalmaz, így a szokásosnál nagyobb az alappályától való eltérés valószínűsége.

Legfrissebb makrogazdasági előrejelzésünkben¹ (I-1. táblázat) a szokásosnál sokkal nagyobb bizonytalansággal tudtuk csak előrejelezni a makrogazdaság várható folyamatait. A bizonytalanság forrása az, hogy jelenleg mind a nemzetközi pénzügyi környezetben, mind a hazai gazdaságban olyan folya-

matokat figyelhetünk meg, amelyek hosszabb távon nagy valószínűséggel nem fenntarthatók. A nemzetközi tőkepiacok bőséges likviditása következtében ugyanis történelmi mélypontra süllyedtek a kockázati felárak. Így annak ellenére, hogy a magyar gazdaság külső adósságállománya három és fél éve folyamatosan és gyorsan emelkedik, ugyanakkor rövid távon nem láthatók olyan intézkedések, amelyek e folyamatot megállítanák, az elmúlt évben egyre csökkenő kockázati felár mellett volt finanszírozható a gazdaság, és a devizapiacot is viszonylagos stabilitás jellemezte. Ebben a finanszírozási környezetben, a kedvező nemzetközi konjunktúra által támogatva a magyar gazdaság stabil 3,5-4 százalékos növekedési ütemben bővült, miközben jelentősen mérséklődött az infláció.

Azt azonban, hogy mikor következik be fordulópontra a makrogazdasági pálya alakulásában, nem lehet megbízhatóan előrejelezni. Az sem mondható meg előre, hogy mennyire „simán” lesz képes a gazdaság visszatérni egy fenntartható növekedési pályára: lassú, elhúzódó alkalmazkodás következik-e, vagy gyorsabb, de nagyobb megráz-

I-1. táblázat

A főbb makrogazdasági mutatókra adott előrejelzésünk az aktuális inflációs jelentés alapján

	Tény	Előrejelzés		
	2004	2005	2006	2007
Fogyasztóiár-index, százalék (éves átlag)	6,8	3,6	1,6	2,9
Külső kereslet növekedése, százalék	1,9	1,6	2,0	2,0
GDP-növekedés, százalék	4,0 (4,2)*	3,6 (3,4)*	3,9	3,8
Folyó fizetési mérleg hiánya (GDP százalékában)	8,9**	7,6**	8,6**	7,6**

Megjegyzés: *A GDP növekedése szökőnaphatástól megtisztított adat. Zárójelben az eredeti növekedési ütem található.

** Az időközben megjelent információk alapján a folyó fizetési mérleg adatainak megbízhatósága csökkent, mivel jelentősen, a GDP 2,3 százalékára emelkedett a nettó hibák és kihagyások soron elkönyvelt tételek (NEO) nagysága.

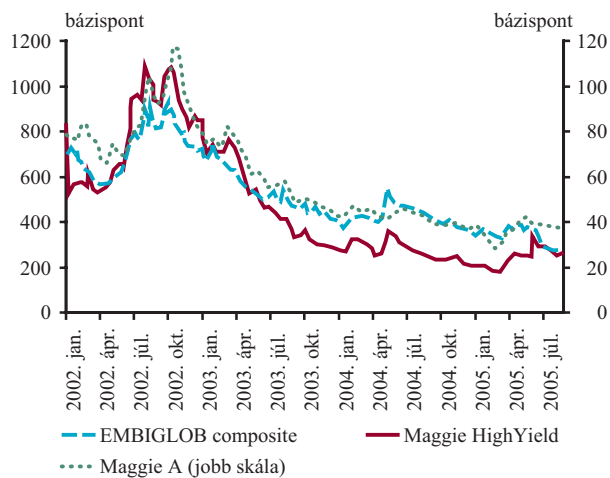
Forrás: MNB.

¹ Bővebben lásd a *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadvány 2005. augusztusi számában.

kódzatásokkal járó folyamatra kell-e számítanunk. Ezért az alábbiakban először a makrogazdasági pálya sérülékenységének forrásait próbáljuk feltárni, majd kockázati forgatókönyvek keretében mutatjuk be, hogy megítélésünk szerint mi történhet a gazdasággal akkor, ha az elmúlt időszakra jellemző viszonylagos stabilitást biztosító feltételek megbomlanak. Elemzésünkben két kockázati forgatókönyvet vizsgálunk, egy lassabb világgazdasági növekedés magyar gazdaságra gyakorolt potenciális hatásait vesszük sorba, valamint megvizsgáljuk, hogy mi történne akkor, ha a külföldi befektetők a jövőben csak a mainál kedvezőtlenebb feltételek mellett lennének hajlandók a magyar pénzügyi eszközök tartására.

I-1. ábra

A globális kockázati mutatók alakulása



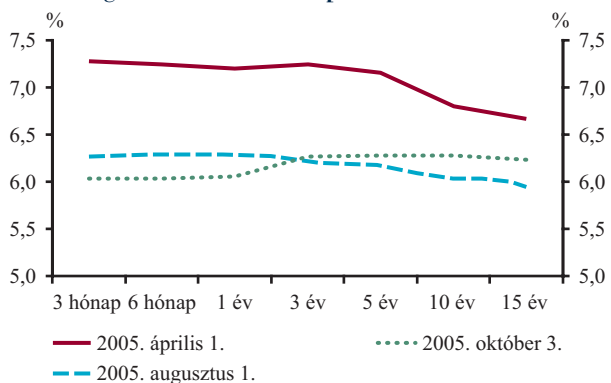
Forrás: Reuters, MNB.

Abban az esetben, ha fennmarad ez a kedvező tőkepiaci megítélés (I-1. ábra), és alacsony infláció mellett tovább folytatódik a kedvező nemzetközi konjunktúra, valamint nem merül fel nehézség a folyó fizetési mérleg finanszírozásával kapcsolatosan, akkor a magyar gazdaság továbbra is 3,5-4 százalékos ütemben bővíthet, és várhatóan megsziárdul az alacsony inflációs környezet. De még ezen „alapelőrejelzés” mellett sem számíthatunk a külső egyensúlyi helyzet számottevő javulására, tehát a magyar gazdaság külső sokkokkal szembeni sérü-

lékenységének csökkenésére. Az elkövetkező időszakban a gazdasági növekedés szerkezete kedvezőtlen irányban változhat, mivel a gazdasági növekedés élénkülésének fő hajtóerejét a részben PPP-formában finanszírozott állami beruházások, valamint a lakosság reáljövedelmét bővítő fiskális intézkedések hatására gyorsuló fogyasztás jelentheti. Az elmúlt időszakot jellemző rendkívül kedvező külső finanszírozási környezet és az inflációs kilátások javulása a hazai hozamalakulásban is tükröződött, az előző stabilitási jelentés óta eltelt időszakban a hozamgörbe egésze mintegy 50-150 bázisponttal lejjebb került, azonban szeptember közepétől 50-70 bázisponttal emelkedett. A hozamgörbe a korábbi időszakra jellemző inverz formától eltérően, enyhén pozitív meredekséget vett fel és ismét 6 százalék fölé emelkedett (I-2. ábra). A hozamgörbe jelenlegi formája arra utal, hogy a piaci szereplők közép- és hosszú távon nem számítanak további kamatcsökkentésre, valamint szeptember közepe óta a rövid távon várt kamatcsökkentés is kezd kiárazódni. Előbbiekén túl megállapítható, hogy a piaci szereplők a magyar gazdaság sérülékenysége miatt tartósan magasabb kockázati felárat várnak el, mint a régió többi országában (I-3. ábra). A tartósan magas kamatfelár egyben azt is tükrözi, hogy a piaci szereplők nagy valószínűséget tulajdonítanak a 2010-es eurobevezetés kitolódásának.

I-2. ábra

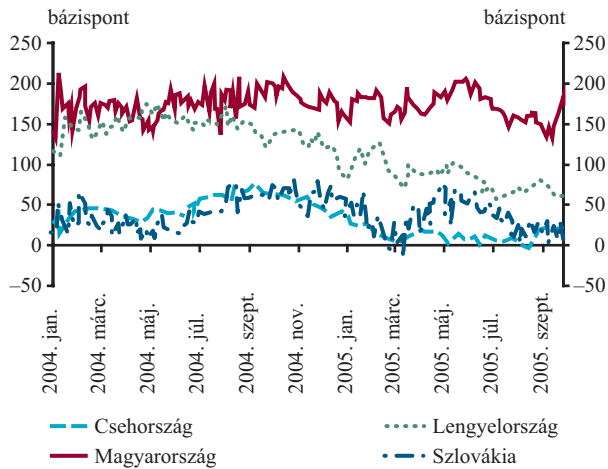
A hozamgörbe különböző időpontokban



Forrás: ÁKK, MNB.

I-3. ábra

Forward prémiumok a régióban az euróhoz viszonyítva



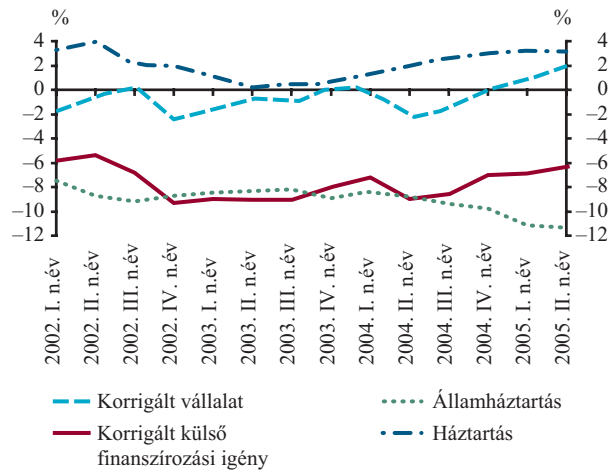
Megjegyzés: 5 év múlva kezdődő 5 éves származtatott hozamkülönbségek az euróhoz viszonyítva.
Forrás: Reuters, MNB.

I. 1. 1. A sérülékenység forrása az ikerdeficit

Ahhoz, hogy a magyar gazdaság sérülékenysége és külső sokkoknak való kitettsége érdemben mérséklődjék, arra van szükség, hogy a külső és a belső eladósodottság növekedése megálljon. Ehhez az államháztartás és a háztartások együttes finanszírozási igényének kell számottevő mértékben csökkennie, mivel a vállalati szektor beruházásait jellemzően a nem adósságeneráló tőkebeáramlás növekedése finanszírozza. A sérülékenységet tovább növeli, hogy az adósságeneráló külső finanszírozáson belül egyre magasabb a de-

I-4. ábra

A nemzetgazdasági szektorok nettó finanszírozási pozíciója



Megjegyzés: Az EU-csatlakozás miatt előrehozott import okozta eltérések és az EU-csatlakozás következtében megszűnő vámraktárak importnövelő hatásával korrigált adatok.
Forrás: MNB.

vizában denominált tételek aránya, azaz a külső finanszírozásból fakadó árfolyamkockázatot növekvő mértékben viselik a hazai gazdasági szereplők. Bár az ország külső finanszírozási igénye az első félévi adatok alapján mérséklődött, ez a javulás nem tűnik megalapozottnak és tartósnak, hiszen nem járt együtt az államháztartás és a háztartási szektor együttes finanszírozási igényének mérséklődésével (I-4. ábra). Bár 2005 első félévében a háztartások növelték megtakarításaikat, a széles értelemben vett² államháztartás finanszírozási igénye is tovább nőtt. A két szektor együttes finanszí-

I-1. keretes írás: Mekkora lehet a módszertani változásból fakadó torzítás a folyó fizetési mérlegben?

A fizetésimérleg-statisztika tételeinek részletesebb vizsgálata további információt szolgáltat a külkereskedelmi adatok megbízhatóságával kapcsolatban. Az ország nettó külső finanszírozási igénye kétféleképpen is meghatározható: „felülről”:

a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg összegeként, illetve „alulról”: a pénzügyi mérlegben szereplő tranzakciók összegeként. A két megközelítés eltéréséből származó statisztikai hiba a fizetési mérlegben a nettó tévedések és kihagyások egyenleg

² A széles értelemben vett államháztartás fogalmába az államháztartási körön kívül beleértjük a kvázi-fiskális feladatokat ellátó intézményeket (MÁV, BKV), az MNB-t, és az állam által kezdeményezett és irányított, ugyanakkor formálisan ún. PPP konstrukcióban végrehajtott beruházásokat végző intézményeket.

(NEO) soron jelenik meg. A NEO nagysága az elmúlt öt évben nem haladta meg a GDP fél százalékát, míg az elmúlt négy negyedév kumulált értéke elérte a GDP 2,3 százalékát. Azaz az

alulról összerakott külső finanszírozási igény ennyivel nagyobb. A pénzügyi számlák alakulása tehát nincs összhangban a külkereskedelmi mérleg hiányának csökkenésével.

rozási igénye 7-8 százalékos GDP-arányos szinten ingadozott. A javuló külső egyensúly háttérében tehát a vállalati szektor – közvetlenül nem megfigyelhető – finanszírozási igényének számottevő mértékű csökkenése állt, ami a gazdasági növekedés időszakában nem jellemző. Ezért valószínűnek tartjuk, hogy az EU-csatlakozást követően az adatszolgáltatásban bekövetkezett változások is komoly szerepet játszottak a vállalati szektor és az ország külső finanszírozási igényét jelző adatok mérséklődésében³, így ez legfeljebb a kimutatott hiány egyszeri csökkenéseként értékelhető, de nem jelenti azt, hogy a gazdaság a külső egyensúlytalanság további mérséklődését eredményező gazdasági pályára állt át.

Az ikerdeficit annak ellenére maradt fenn, hogy a kormány az Európai Unió számára vállalt kötele-

zettségeinket rögzítő konvergenciaprogramban, illetve az éves költségvetési törvényben célul tűzte ki az államháztartási hiány gyors és jelentős mértékű csökkentését, annak érdekében, hogy legkésőbb 2010-ben bevezetésre kerülhessen az euro Magyarországon. A kitűzött célok nem valósultak meg, a költségvetési deficit eddig rendre meghaladta a konvergenciaprogramban rögzített mértékeket, és várhatóan 2005 során még – a 2005 szeptemberében korrigált – kormányzati terv szerint is elérheti a GDP 7,4 százalékát (1-5. ábra). Mivel az államháztartás ESA⁴ alapján számolt hiánya tartósan és nagymértékben meghaladja a Stabilitási és Növekedési Paktum 3 százalékos referenciaértékét, Magyarország a 2004. májusi EU-csatlakozást követően az ún. túlzott hiány eljárás alá került.

I-2. keretes írás: A 2005-ös költségvetési hiányt érintő friss információkról

Az augusztusi *Jelentés az infláció alakulásáról* c. kiadvány közzététele óta a 2005-ös ESA-hiányt érintő fontos információk láttak napvilágot, melyek igazolják korábban többször is kifejtett kételyeinket az akkor ismert ESA-hiányszámokkal kapcsolatban és a korábban tervezettnél lényegesen magasabb ideai ESA-hiányhoz vezetnek. Az eredetileg 4,7 százalékos célnál ugyanis 2,7 százalékponttal magasabb, immár 7,4 százalékos hiányt vár a kormány 2005 végére.

A már korábban megépült autópálya-szakaszok ÁAK Rt. felé való „értékesítéséből” származó „bevétel” volt az egyik nagy, a GDP arányában közel 1 százalékos tétel, ami miatt a 2005-ös tervezett ESA-hiány nagyban eltért az állam valós finanszírozási igényétől. A terv szerint ugyanis az államháztartás a GDP arányában jelentős „bevételhez” jutott volna ebből a tranzakcióból. Ennek statisztikai megítélése mindvégig vitatott volt, az MNB megítélése szerint ugyanis nem valódi, államháztartási körön kívülről származó tervezett bevételről volt szó. Ezt az MNB – a KSH-val és a PM-mel

³ Erről részletesen lásd: *Jelentés az infláció alakulásáról*, 2005. augusztus, IV. 4. fejezetet.

⁴ European System of Accounts (1995-ös verzió), részletes módszertani információkat lásd <http://forum.europa.eu.int/irc/dsis/nfaccount/info/data/esa95/en/titelen.htm>

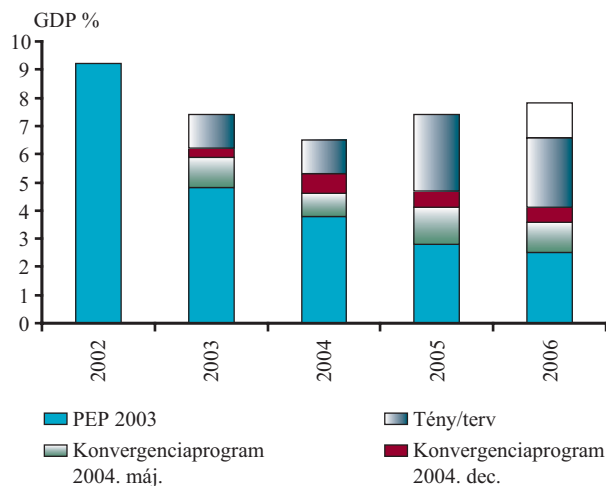
az államháztartási statisztika ESA szerinti számítása és ennek Eurostat felé való közlése végett alkotott háromoldalú szakértői bizottság részeként – időben a partnerintézmények tudomására hozta; majd véleményét a KSH által 2005 márciusában az Eurostat felé a túlzott deficit eljárás keretében küldött szokásos statisztikai jelentésben is jelezte. A módszertani bizonytalanság miatt 2005-re várható ESA-hiányt csak egy széles sávban tudtuk megadni a májusi és az augusztusi inflációs jelentésben.

Az Eurostat a Magyarországra vonatkozó ún. túlzott deficit eljárás keretében a Pénzügyminiszterek Tanácsa (Ecofin) elé terjesztendő véleményt megalapozandó, előzetesen megvizsgálta, elfogadható-e az ESA-hiányt csökkentő bevételek a jelzett tranzakció (egyéb tételek áttekintése mellett).

Az Eurostatral való konzultációt követően a magyar kormány úgy döntött, hogy a 2005-re tervezett ESA-egyenlegben nem számolja el az eredeti elképzelés szerint „bevételeként” megjelenő, a már korábban elkészült autópálya-szakaszok „értékesítéséből” származó „vételárat”. Másrészt, mivel az új autópálya-szakaszok építésének PPP-konstrukcióba kihelyezésére az év elején nem került sor, ezért várhatólag az NA Rt. ez évi autópálya-építési kiadása is része lesz az idei ESA-egyenlegnek, hiszen az autópálya-beruházásokra létrehozott NA Rt. az államháztartáshoz tartozik. Összességében, az Eurostat által kezdeményezett módszertani revízió – más, kisebb tételek hatásával együtt – a kormány által 2005-re várt ESA-hiányt a GDP 2,7 százalékával emeli.

I-5. ábra

A kormány konvergenciaprogramjai és teljesülésük
(Az ESA szerinti deficit a GDP százalékában)



Megjegyzés: 2005-re kormányzati terv; 2006-ra az Országgyűlésnek beterjesztett költségvetési törvényjavaslat alapján (a 6,1 százalékos célt kiegészítve a Gripen-kiadások és az ÁAK Rt általi autópályaépítés elszámolásához kapcsolódó módszertani kockázat hatásával; ez utóbbit jelöltük fehérrel).
Forrás: PM, MNB.

Az államháztartáshiány-cél 2005. szeptemberi nagyarányú korrekciója (emelése) részben összefügg azzal, hogy Eurostat előzetes ajánlást fogalmazott meg egyes költségvetési tételek elszámolásával kapcsolatban. Ugyanakkor a 4,7 százalékos eredeti hiánycéltól való eltérés a „módszertani” változás mintegy 2 százalékosra tehető hatásánál lényegesen, akár a GDP 1 százalékával is nagyobb lehet, amennyiben a jelenleg érzékelhető kockázatok nem szűnnek meg. Egyrészt bevételi oldalon egyre nagyobbban érzékeljük egy alacsonyabb bevételi szint kialakulásának kockázatát; másrészt kiadási oldalon is növekedtek egyes nyílt végű tételeknél a magasabb kiadásteljesülés kockázatai. Kérdéses továbbá, mekkora mértékben – és főleg milyen módon – sikerül a kormánynak a költségvetési szervek és intézmények kiadásait az év végéig visszafognia.

Az euro 2010-ben történő bevezetésének teljesítéséhez szükséges, hogy a költségvetés ESA szerinti deficitje 2008-ra – a nyugdíjreform miatti bevételkiesés pontos értékétől függően – a GDP 3,4-3,6 százaléka alá csökkenjen.⁵ A fiskális konszolidációs folyamat elmúlt három évben történő stagnálása jelentősen növeli az elkövetkező években szükséges kiigazítás mértékét, illetve csökkenti a sikeres konvergencia valószínűségét. Mivel a konvergencia-menetrendtől való eltérés negatívan érinti a befektetők megítélését, és növeli a kockázati prémiumot, a fiskális hiány negatív irányú korrekciójának ténye önmagában is növeli a kiigazítási igényt, és a kritérium jövőbeli teljesítésének költségeit.

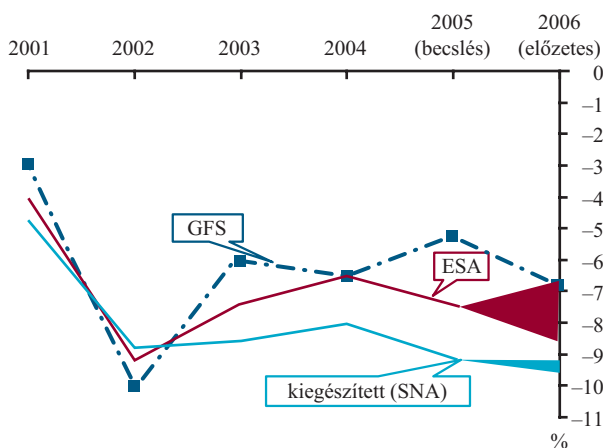
A költségvetési jövőbeli alakulásával és a gyors konszolidációval kapcsolatban jelentős kockázatok látunk. A kormányzat ugyanis számos olyan tervezett intézkedést jelentett be, amelyek több évre előre számottevő mértékben rontják a költségvetés pozícióját. A jelenleg megvitatás alatt álló 2006-os költségvetés nem tartalmaz olyan intézkedéseket, amelyek érdemben csökkentenék a költségvetési hiány mértékét. A bér- és operatív költségek tervezett szigorítása legfeljebb ellensúlyozni tudja a korábban bejelentett – az ESA-hiányt 2006-ban GDP közel 2 százalékával emelő – lazító intézkedések (például adócsökkentés, családtámogatás emelése) és egyéb determinációk (például Gripen-beszerzés) hatását. A 2005-ben, várhatóan 7 százalék alatti, 6 százalék körüli kitűzött 2006-os hiánycél elfedi, hogy a beterjesztett törvényjavaslatban sem a Gripen-beszerzésekhez kapcsolódó kiadást,

sem az ÁAK Rt által 2006-ban megvalósítandó autópálya-építés költségeit nem tünteti fel.

A kiadási tételek ilyen elszámolása módszertani kockázatot hordoz magában: a Gripen-beszerzés része az ESA-hiálynak; az ÁAK Rt. általi beruházási kiadások pedig az Eurostat későbbi döntésétől függően minősülhetnek ESA-t érintő vagy nem érintő tételnek. Az egyensúlyi helyzet szempontjából különösen kedvezőtlen, hogy a költségvetési deficit ma még kétséges csökkenése úgy valósul meg, hogy nem történik effektív keresletszűkítés, hanem csak az európai uniós szabályok szerint definiált költségvetési körön kívülre⁶ kerülnek egyes tételek. E megoldással ugyanis az állam-

I-6. ábra

Várható államháztartási egyenlegkimenetek 2006-ra (a GDP százalékában)



Megjegyzés: GFS-ben kormányzati terv; ESA-ban módszertani és végrehajtási kockázat együtt; SNA-ban az utóbbi hatása; a 2005. augusztusi Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány és az azóta beérkezett információk alapján. Kiegészített (SNA) hiány: az államháztartás pénzforgalmi hiánya megtisztítva egyes rendkívüli bevételektől és kiadásoktól, valamint kiegészítve az államháztartáson kívül elszámolt kvázi-fiskális tevékenységekkel.
Forrás: MNB.

⁵ Az Eurostat 2004-es állásfoglalása alapján az ESA-hiányt úgy kell számítani, hogy az nem csökkenthető a nyugdíjreform miatti bevételkieséssel (egyes esetekben ehhez egy kétéves, utólagos a 2006-os hiányt érintő átmeneti – felkészülési – periódussal). 2008-ban tehát a magyar ESA-hiányban is már teljes mértékben (újra) meg kell jelennie a nyugdíjreform miatti bevételkiesésnek. Ettől függetlenül, a Stabilitási és Növekedési Paktum 2004. tavaszi reformja szerint a túlzott deficit eljárás során a magánnyugdíjrendszer bevezetése, mint strukturális reform miatti hiánynövekedés időben egyre csökkenő mértékben figyelembe vehető (amennyiben a hiány egyébként is jelentős mértékben csökkent és közel van a 3 százalékos referenciaértékhez). Konkréten, 2008-ban 40 százalékban lehet a nyugdíjreform miatti bevételkiesést figyelembe venni (azaz mintegy hozzáadni a 3 százalékos maastrichti deficitlimithez). Ez 1-1,5 százalékra becsülhető nyugdíjreform miatti bevételkiesés mellett 3,4-3,6 százalékra emel(het) a teljesítendő cél (felső) értékét.

⁶ Ilyen, az effektív keresleti hatással nem bíró elszámolási változásnak tekinthetjük az állami beruházások PPP-be történő kiszervezését, az ÁAK Rt költségvetésbe való befizetését, az állami vállalatok adósságának görgetését. A részletekről lásd a Jelentés az infláció alakulásáról, 2005. augusztus, IV-2. fejezetet.

háztartás egészének valódi külső finanszírozási igénye nem csökken, a látszólagos hiánycsökkenés ezért nem segíti elő az ikerdeficit-probléma megoldását.

Az elmúlt években tapasztalt, és a költségvetési tervezetben vázolt 2006-os fiskális pálya alapján úgy ítéljük meg, hogy jelentősen nőtt annak a kockázata, hogy a második bejelentett eurobevezetési céldátum sem lesz tartható. Az euro 2010-es bevezetésére vonatkozó kormányzati ígéret több csatornán keresztül befolyásolta a hazai pénzpiaci folyamatok alakulását. Egyrészt a konvergenciára vonatkozó kötelezettségvállalás garantálja, hogy a költségvetés hiánya és ezen keresztül a folyó fizetésimérleg-hiány rövid időn belül jelentősen mérséklődik. Másrészt az euro bevezetése esetén a magyar kamatszint is közelít az eurohozamok szintjéhez. Az euro bevezetésének elhalasztása tehát ismét előtérbe állítja azt a kérdést, hogy miképp fognak a magyar gazdaság egyensúlyi problémái megoldódni, és elbizonytalanítja a befektetőket a jövőbeli kamatalakulással kapcsolatban. Ezért a céldátum kitolódása várhatóan a

hosszú lejáratú forintbefektetésektől elvárt kockázati felár emelkedésével és/vagy a forint gyengülésével fog együttjárni, ami jelentősen visszavetheti a gazdaság növekedését (lásd a finanszírozási költségek megváltozásáról szóló kockázati forgatókönyvet). Továbbá az eurobevezetés potenciális előnyeinek későbbi realizálódásából fakadóan versenyhátrányt eredményezhet az eurozónába korábban belépő régiós országokkal szemben. Végül a konvergenciapálya végpontjának újbóli módosítása a piaci szereplők bizalomvesztéséhez vezethet, ami az ország magas külső finanszírozási igénye mellett növekvő sebezhetőséget és volatilisabb tőkeáramlásokat eredményezhet.

A jelenlegi igen kedvező – azonban bizonytalan ideig fennmaradó – globális finanszírozási környezet tompíthatja a fentiek hatását, mindazonáltal a céldátum eltolása következtében a magyar gazdaság hosszabb ideig és nagyobb mértékű sebezhetőség mellett lesz kitéve a befektetői kockázati étvágy esetleges megváltozásának és a potenciálisan volatilis tőkeáramlásoknak.

I. 2. Alternatív kockázati pályák

A pénzügyi közvetítőrendszer stabilitási szempontú vizsgálata során megítélésünk szerint két alternatív makrogazdasági forgatókönyv potenciális következményeit érdemes felmérni. Az egyik ilyen kockázati forgatókönyvben a nemzetközi konjunktúra kedvezőtlen irányú fordulata miatt a magyar gazdaság az alappályában várthoz képest lassabban növekedne, a másik – következményeiben feltehetően súlyosabb – forgatókönyvben pedig jelentősen megemelkednének a magyar gazdaság finanszírozási költségei.

I. 2. 1. A globális konjunktúra alakulása

Az inflációs jelentésben bemutatott alappálya-előrejelzés azon a feltételezésen alapszik, hogy főbb kereskedelmi partnereink kereslete az elmúlt időszakra jellemző ütemben bővül tovább. Jelenleg több olyan kockázati tényezőt is azonosíthatunk, amelyek bekövetkezése jelentős lassulást okozhat a nemzetközi konjunktúrában. A legjelentősebb növekedési kockázatot továbbra is a globális egyensúlytalanságok esetleges korrekciója, valamint az erős kereslet és a szűkös kapacitások mi-

att tartósan növekvő vagy magas szinten stabilizálódó olajárak jelentik. A növekvő olajárak inflációs és növekedés-visszafogó hatása világgazdasági viszonylatban mindeddig relatíve mérsékeltnek tekinthető. Az erős keresleti nyomás, a szűkös kapacitások és geopolitikai tényezők következtében a nyersolaj ára az előző jelentés idején tapasztalt szinthez képest további 20-25 százalékkal növekedett. A globális kitermelői és finomítói kapacitások lassú alkalmazkodása, valamint egy konkrét esemény, a Katrina hurrikán pusztítása nyomán a Mexikói-öböl olajkitermelésének és finomítói tevékenységének számottevő csökkenése az olaj, illetve az üzemanyagok árának további növekedését okozhatja, amely szintén kockázatot hordoz. Az olajárak tartósan magas szinten történő stabilizálódása vagy esetleges további növekedése a globális konjunktúra visszaesését és erőteljesebb inflációs nyomást eredményezhet.

Az Egyesült Államokat sújtó természeti csapás az olajárakra gyakorolt hatásán túl közvetlenül, az eddig a világgazdasági konjunktúra egyik motorjának számító ország növekedésének lassításán keresztül is kedvezőtlenül befolyásolhatja az elkövetkező időszakban a globális növekedést.

I-3. keretes írás: A globális egyensúlytalanság vizsgálata

Míg az Egyesült Államok historikusan magas, a GDP 5 százalékát meghaladó folyó fizetésimérleg-hiányt mutat, egyes ázsiai feltörekvő országok, illetve EU-tagországok (különösen Németország) számottevő folyó fizetésimérleg-többlettel rendelkeznek. Az amerikai gazdaságot jelentős költségvetési deficit és a háztartási szektor csökkenő megtakarítási pozíciója jellemzi. Ez utóbbiért legalább részben felelőssé tehető a hosszú ideje

tartó dinamikus amerikai ingatlanpiaci fellendülés, ami vagyonhatásával többletfogyasztásra ösztönzi a háztartásokat. Az amerikai háztartások, illetve a kormányzati szektor fogyasztási kereslete jelentős növekedési impulzust eredményez az elégtelen belső kereslettel és pozitív megtakarítási-beruházási egyenleggel jellemezhető ázsiai és európai országokban. Ezen túlmenően megállapítható, hogy a szóban forgó ázsiai országok – különö-

sen Kína – valutái a dollárral szemben alulértékeltek. Az alulértékeltéget az ázsiai központi bankok folyamatos devizapiaci intervenciója tartja fenn. Az így felhalmozódó többlet dollárlikviditást a szóban forgó jegybankok jellemzően hosszú lejáratú amerikai államkötvények vásárlására fordítják, amellyel egyrészt hozzájárulnak az USA folyó fizetésimérleg-hiányának finanszírozásához, másrészt a csökkenés irányába mutató hatást fejtenek ki az amerikai hosszú hozamokra.

Ahogy a fentiek is mutatják, a globális egyensúlytalanságok hosszabb távon nagy valószínűséggel fenntarthatatlan, komp-

lex folyamatok eredőjeként alakultak ki. Mindazonáltal az egyensúlytalanságok korrekciójának megindulása már rövid távon sem zárható ki. Bár az egyensúlytalanságok korrekciója elengedhetetlenül szükséges az egészséges szerkezetű világ-gazdasági növekedéshez, az alkalmazkodás várhatóan az amerikai kereslet visszaesésével fog járni. Az erőteljes amerikai keresletből származó globális gazdaságösztönző hatás hirtelen csökkenése rövid távon akár jelentős növekedési áldozattal is járhat a külső konjunktúrától nagymértékben függő országokban és régiókban.

A főbb külkereskedelmi partnereink gazdasági konjunktúrájában esetleg bekövetkező negatív változás esetén a hazai gazdaság növekedési ütemének visszaesése várható, mivel a múltban a magyar gazdaság növekedése szorosan együttmozgott az Európai Unió bővülésével, sőt a ciklusok ingadozása meghaladta az EU-ban megfigyelhető mértéket.⁷ A külpiazi értékesítési feltételek romlása legelőször az exportra termelő hazai – jellemzően feldolgozóipari – vállalatok exportját és ezzel egy időben a cégek jövedelmezőségét csökkenti. A profit mérséklődéséhez a cégek folyó termelési költségeik csökkentésén keresztül alkalmazkodnak, ami döntően a munkabértömeg lefaragásában realizálódik. Az előbbi lépés kezdetben a ledolgozott munkaórák visszafogását, míg tartós külpiazi lassulás esetén az alkalmazotti létszám fokozatos csökkentését és a munkanélküliség emelkedését eredményezheti. Tartós konjunktúralassulás esetén a vállalatok közép- és hosszabb távú beruházási döntéseiket is újraértékelik, ami a beruházási kiadások mérséklődését eredményezheti.

Tartós külpiazi lassulás esetén a vállalati szektor munkapiaci alkalmazkodása több csatornán keresztül is módosítja a háztartások fogyasztási-

meztakarítási döntéseit. A béremelkedés csökkentése mérsékli a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének növekedését, míg a munkanélküliségi ráta emelkedése a jövőben várható jövedelempálya bizonytalanságát növeli. E két hatás eredője csökkentheti a szektor beruházási és fogyasztási hajlandóságát, amivel párhuzamosan emelkedhet a pénzügyi eszközökben realizált megtakarítás.

A konjunkturális lassulás hatására a folyó fizetésimérleg-hiány mérséklődhet, amit a vállalati szektor finanszírozási igényének csökkenése, és a lakosság finanszírozási képességének kismértékű emelkedése okozza. Fiskális alkalmazkodás hiányában azonban ez nem jelenti a külső egyensúlytalansági helyzet tartós javulását.

I. 2. 2. A finanszírozási költségek változása

Az inflációs jelentésben bemutatott alappálya-előrejelzés azon a feltételezésen nyugszik, hogy a kormányzat jelentős mértékű hiánycsökkentő intézkedéseket fog hozni annak érdekében, hogy a már bejelentett intézkedések deficitnövelő hatását ellensúlyozza, továbbá hogy az erőteljes kocká-

⁷ Lásd: Darvas Zsolt–Szapáry György: Konjunktúraciklusok együttmozgása a régi és új EU-tagállamokban, MNB Füzetek 2004/1.

zatvállalási hajlandóságnak és a lakosság devizában történő eladósodásának következtében tartósan magas külső gazdasági forrásigény a jelenlegi kedvező kondíciókkal finanszírozható legyen.

A folyó fizetési mérleg tartósan magas hiánya önmagában is kockázatot hordoz, mivel sebezhetővé teszi a hazai gazdaságot a külső finanszírozás folytonosságát megszakító sokkhatásokkal szemben. A sebezhetőséget növeli az államháztartás, illetve az

államháztartási körbe sorolható vállalatok magas, döntően adóssággeneráló külső finanszírozási igénye, valamint a gazdasági szereplők, különösen a lakosság növekvő, árfolyamkockázattal szemben nem fedezett devizaforrás-bevonása. Fenti adottságok mellett a külső finanszírozási lehetőségek esetleges beszűkülése, illetve a finanszírozás költségeinek váratlan növekedése a forint leértékelődéséhez és a hozamok emelkedéséhez vezethet.

I-4. keretes írás: Az állami feladatok devizafinanszírozásával kapcsolatos kockázatok

A forint állampapírpiac gyors fejlődésével párhuzamosan a kilencvenes évek második felétől a költségvetés a hiányát egyre nagyobb részben, majd teljes egészében forintforrásokból finanszírozta. Az államháztartás adósságán belül így gyors ütemben csökkent a devizaadósság aránya. 2004-ben ez a folyamat megtört, a költségvetés a hiány egyre nagyobb részét ismét devizában kezdte el finanszírozni.

A költségvetés és a kvázi-fiskális tevékenységek finanszírozásából származó deviza döntő részét az MNB váltja át. Ennek hatására azonban az MNB-vel konszolidált, széles értelemben vett államháztartás árfolyamkockázata nem nő, és a konszolidált állam forintkötelezettségeinek az állománya sem változik a forintfinanszírozáshoz képest: amennyivel csökken az állampapír-kibocsátás, annyival nő a kereskedelmi bankok

jegybanknál elhelyezett kéthetes betéteinek állománya. Mindez ugyanakkor azzal a következménnyel jár, hogy a konszolidált államháztartás forintkötelezettségeinek átlagos futamideje csökken, és számottevő mértékben nő az éven belül átárazódó kötelezettségek állománya.

Mindez stabilitási szempontból kétféle kockázatot jelent. Egyrészt a forint államkötvények kínálata elszakad az állam tényleges finanszírozási igényétől, ami rövid távon túllövést generálhat azok hozamában. Másrészt számottevő mértékben megnő az állam rövid távon átárazódó kötelezettségeinek az állománya, ami jelentősen növeli a szektor kamatkockázatát: egy esetleges hozamemelkedés azonnal és jelentős mértékben megemeli az államháztartás kamatterheit.

A külső finanszírozással kapcsolatos kockázatok esetleges realizálódásának háttérben több tényező is állhat. Egyrészt fennáll a kockázata, hogy ha a kormány csak részben, vagy csak látszólagos intézkedésekkel semlegesíti a jelenlegi költségvetési determinációk hatását, akkor nem csupán folytatódik az ország nettó külföldi adósságának emelkedése, de a külső egyensúlyi helyzet lassú javulását követően ismét a folyó fizetési mérleg hiányának növekedésére kerülhet sor. Mindez

nemcsak a növekvő egyensúlytalanság miatt, hanem a kormány által bejelentett eurobevezetési dátum hitelességének csökkenésén keresztül is a befektetők által elvárt kockázati prémium növekedését okozhatja.

A külső finanszírozással kapcsolatos kockázatokat ugyancsak növelheti a belföldi gazdasági szereplők forint iránti keresletének csökkenése. A magánszektor és az állami vállalatok devizában történő eladósodása folyamatos forintkeresletet gene-

rál, és rövid távon mérsékli a leértékelődés kockázatát, csökkentve a gazdaság ráutaltságát a portfóliótőke-beáramlásra. Ugyanakkor fontos rámutatni, hogy a kockázati prémium jelenlegi szintje a nemzetközi tőkepiaci szereplők számára már kevésbé tűnik vonzóknak, a külföldiek nettó forintkitettsége hosszabb ideje nem nő, annak ellenére, hogy a régió egésze még továbbra is kedvelt tőkepiaci célpontnak számít. Előbbiekből következően, ha a belföldi szereplők forintkeresletének bármely okból bekövetkező csökkenése a külföldi portfóliótőkére való ráutaltság növekedését eredményezi, az valószínűleg csak egy magasabb prémium mellett valósulhat meg. Ez a mechanizmus önmagában valószínűleg nem lesz kiváltója egy prémiumsokknak, de egy más okból bekövet-

kező leértékelődés hatását jelentősen felerősítheti. Ezen túlmenően a finanszírozás költségeinek növekedését külső, a hazai folyamatoktól független események is kiválthatják. A jelenlegi alacsony amerikai hosszú hozamok esetleges korrekciója a feltörekvő piaci eszközöktől elvárt prémium emelkedésén keresztül csökkenheti a nemzetközi kockázati étvágyat. A globális kockázati étvágy csökkenése a feltörekvő piaci eszközök iránti befektetői kereslet visszaesését eredményezheti, ami a magas folyó fizetésimérleg-hiánnyal rendelkező országok esetében jelentős hozamemelkedéshez, illetve végső soron a külső egyensúlytalanság számottevő reálgazdasági áldozattal együttjáró korrekciójához vezethet. Fenti folyamatot egy potenciális feltörekvő piaci fertőzés jelentősen felerősítheti.⁸

I-5. keretes írás: A külföldi portfóliótőkére való ráutaltság átmeneti mérséklődése

Az állam és a háztartási szektor devizában történő eladósódása miatt Magyarország rövid távon kevésbé van ráutalva a forintban denominált portfóliótőke-beáramlásra, ami támogatja a forint stabilitását. A háztartások devizahitel-felvételének dinamikus bővülése következtében a gazdaság külföldi forintszköz-befektetések iránti igénye az elmúlt évekhez képest számottevő mértékben csökkent. Míg 2003-ban 2,5 milliárd értékű külföldi forintszköz vásárlása volt szükséges a külső finanszírozási igény fedezéséhez, mára nagyobb részben a lakossági devizahitel-felvétel és kisebb részben a növekvő nettó működőtőke-beáramlás miatt a portfóliótőkére való ráutaltság nulla közeli szintre csökkent. Mindez nagy valószínűséggel hozzájárult a forint elmúlt időszakban megfigyelt stabilitásához és a hozamok csökkenéséhez. Ezt a hatást tovább erősítette, hogy

az állam a költségvetés és a kvázi-fiskális kiadások (pl. autópálya-építés) finanszírozásában a korábbi időszakoknál nagyobb mértékben támaszkodott devizaforrás bevonásra.

A devizahitel-felvétel dinamikájának esetleges visszaesése ugyanakkor középtávon ismét jelentőssé teheti a portfóliótőke-beáramlásra való ráutaltságot, és így az árfolyam és a hozamok stabilitása szempontjából kockázatot jelent. Ha a forint árfolyama valamilyen okból hirtelen jelentős mértékben gyengülne, akkor a növekvő hiteltörlesztő részletekre a lakosság nagy valószínűséggel a devizahitel-felvétel visszafogásával reagálna, amit a lengyelországi tapasztalatok is alátámasztanak.⁹ Továbbá, a devizahitel-felvétel dinamikájának mérséklődése a lakosság eladósodottságának és kamatterheinek gyors növekedése miatt is bekövetkezhet. Mivel a külső finanszíro-

⁸ Bővebben lásd a *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2004. június, VI. 4. fejezet.

⁹ Bővebben lásd a *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2004. december.

zási igényben nem következett be tartós és jelentős mérséklődés, a devizahitelekből származó forintkereslet kiesése esetén Magyarország portfóliótőkére való ráutaltsága ismét számot-

tevő lehet, ami azzal a következménnyel járhat, hogy a piac egy gyengébb árfolyam és magasabb hozamszint mellett kerül egyensúlyba.

A forintárfolyam esetleges kedvezőtlen irányú megváltozására és a bizonytalanság emelkedésére a gazdaság szereplői eltérően reagálhatnak. Fontos rámutatni, hogy az árfolyamgyengülés hatása az egyes szektorokra nem feltétlenül eredményezi az export, illetve a teljes gazdasági aktivitás élénkülését. Az esetleges rövid távú ár-versenyképességi hatásokat ugyanis a növekvő nyitott devizapozíciókból fakadó mérleghatások ellensúlyozhatják, sőt meg is haladhatják.

Nemzetközi tapasztalatok és a hazai szektorális reakciókra vonatkozó becsléseink alapján arra számítunk, hogy ilyen forgatókönyv esetén a fedezetlen árfolyamkitettséggel rendelkező gazdasági szereplők fizetőképessége megrendülhet, a negatív mérleghatások következtében a gazdasági növekedés jelentősen lelassulhat. A magyar gazdaságra gyakorolt hatások tehát ebben az esetben vélhetően erőteljesebbek lehetnek, mint a külső konjunktúra lelassulása esetén, vagyis a finanszírozási költségek emelkedése súlyosabb következményekkel járó forgatókönyvnek tekinthető.

Egy jelentősebb mértékű árfolyamgyengülés csak korlátozott mértékben javítaná a vállalati szektor jövedelmezőségét, mivel a költségeik között nagy súllyal szerepelnek az importált jószágok, és a vál-

lati szektor hiteleinek 60 százaléka devizahitel, aminek szintén emelkednének a forintban számolt terhei. Ez a természetes árfolyam-fedezettséggel nem rendelkező, devizában eladósodott kis- és közepes vállalkozásokat érintené a leginkább hátrányosan.

A lakosságra több csatornán keresztül gyakorolna hatást a forint leértékelődése. Egyrészt a korábbi devizahitelek törlesztőrészletének emelkedése és az óvatossági motívum a megtakarítások növekedése és a beruházási kereslet mérséklése irányába hatna, ugyanakkor a gazdasági visszaesés hatását megpróbálnák valamelyest simítani. Az államháztartás helyzetében beálló változás nehezen előrejelezhető, mivel az árfolyam államháztartási egyenlegre gyakorolt hatása jelentős mértékben attól függ, hogy milyen gyorsan alkalmazkodik az állami kiadási oldal, illetve a magánszféra. Abban az esetben, ha a leértékelődés lassabb növekedést okoz, és nem jár együtt az infláció jelentős emelkedésével, a költségvetés pozíciója előreláthatóan romlik. Továbbá az államháztartás devizaforrás-bevonásának közelmúltbeli növekedése következtében egy esetleges forintgyengülés az államadósság esetében is kamatteher-növekedést és kedvezőtlen átértékelődési hatásokat eredményezhet.¹⁰

¹⁰ A leértékelődés reálgazdasági szereplőkre gyakorolt potenciális hatásairól lásd Kovács Mihály András: *Hogyan hat az árfolyam?* – Az 1995-ös stabilizáció tanulságai és jelenlegi ismereteink, MNB Háttér tanulmányok 2005/6.

II. A bankrendszer kockázatai

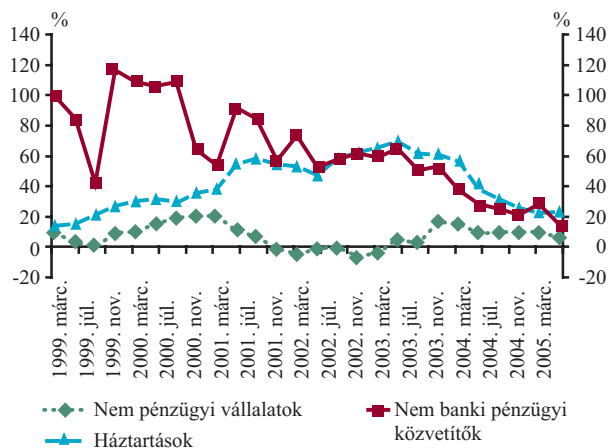




A magánszektor belföldi bankhitelei mintegy 16 százalékkal emelkedtek az elmúlt 12 hónapban, míg a háztartások hitelei 27 százalékkal, a nem pénzügyi vállalatok hitelei 9,5 százalékkal és a nem banki pénzügyi közvetítők hitelei 18 százalékkal bővültek. A korábbi években tapasztalat kiugró mértékű hitelezési dinamika mérséklődése ellenére tehát továbbra is számottevően növekedett a háztartási hitel-állomány (II-1. ábra) és ezen belül is kiemelkedő a devizahitelezés tényerése (II-2. ábra). Hasonló jelenség figyelhető meg a kis- és középvállalati szektorban is, így ezen új piaci szegmensek részaránya egyre növekszik a bankok mérlegében.

II-1. ábra

A magánszektor hazai banki hitelállományának éves reálnövekedési üteme

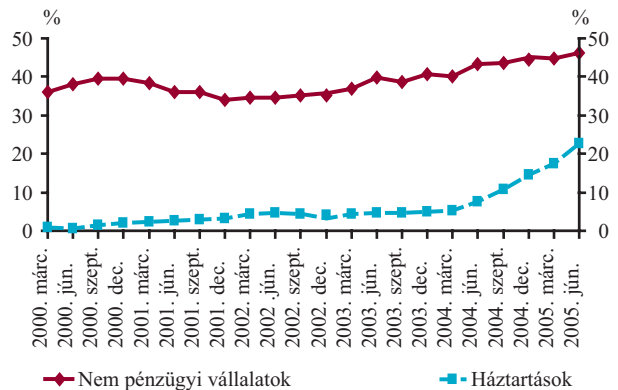


Megjegyzés: A reálitem kiszámításánál GDP-deflátort használtunk.
Forrás: MNB.

Mivel ezeken a piacokon az átlagosnál magasabb a realizált marzs, ezért az új piaci szegmensek felé fordulás jelentősen hozzájárul a magyar bankrendszer nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő jövedelmezőségéhez. A kedvező jövedelmezőségi képet azonban számos egyedi tényező is magyarázza, melyek eredménynövelő

II-2. ábra

A magánszektor hazai banki devizahiteleinek aránya a teljes vállalati és háztartási hitelportfólión belül



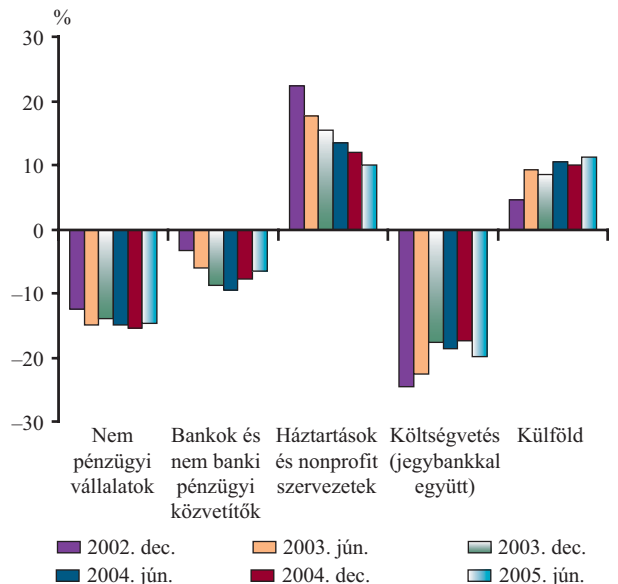
Forrás: MNB.

hatására hosszabb távon már nem számíthat a bankrendszer.

A belföldi gazdasági szereplők hitelezését egyre növekvő mértékben külföldi, főleg hosszú lejáratú forrásból finanszírozzák a bankok (II-3. ábra). A

II-3. ábra

A gazdasági szektorok bankokkal szembeni nettó pénzügyi pozíciója¹¹



Forrás: MNB.

¹¹ Figyelman kívül hagytuk a nettó pénzügyi pozíció kiszámításánál a tőke szerepét, valamint azon mérlegtételeket, ahol nem rendelkezünk szektorbontással. A hazai bankok által kibocsátott értékpapírok tulajdonosi megoszlása nem elérhető, azonban az állomány nagy részét kitevő jelzáloglevelek esetén rendelkezünk szektorbontással. Ezt figyelembe véve elmondható, hogy a külföldi finanszírozáson belüli szerepe az ábrán található értéknél magasabb, a bankok és nem banki pénzügyi közvetítők nettó hitelfelvői pozíciója pedig alacsonyabb lenne, míg a nem pénzügyi vállalatok és háztartások nettó pénzügyi pozíciója érdemben nem változna.

külföldi forrásokra való növekvő ráutaltságot az anyabankok domináns finanszírozói szerepe és a bankrendszer erős integrációja miatt nem tekintjük túlzottan kockázatosnak a hazai leánybankok számára. Mindemellett a következő években a háztartási szektor bankrendszerrel szembeni nettó finanszírozói pozíciója tovább csökkenhet, ami hosszabb távon a finanszírozási költségek növekedésén keresztül negatív hatással lehet a bankrendszer jövedelmezőségére.

Az új piaci szegmensekbe való belépés és a devizahitelezésből eredő árfolyamkockázat ügyfelekre

történő áthárítása a hitelezési kockázatok fokozatos felépüléséhez vezetnek. Mindez az erősödő versennyel, fokozatosan csökkenő marzsokkal és enyhülő hitelezési standardokkal párosulva a jelenleg kedvező képet hosszabb távon negatív irányba befolyásolja. A veszteségek lehetséges mértéke és megjelenésének időpontja jelentős mértékben függ a makrogazdasági körülmények jövőbeli alakulásától, mivel mind a vállalati, mind a háztartási szektor jövedelmi helyzete és hitelképessége külső adottságként jelenik meg a bankrendszer számára.

II. 1. Hitelkockázatok

A hazai bankok hitelkockázatának jövőbeli megítélését a korábbiaknál nagyobb bizonytalanság jellemezi. Elemzésünkben a *Jelentés az infláció alakulásáról* című MNB-kiadványban megfogalmazott makrogazdasági alappályából indulunk ki, azonban annak törékenysége és a stabilitási szempontú elemzés jellegéből adódóan hangsúlyosan kezeljük a kockázati szempontból releváns alternatív makrogazdasági pályákat is. A makrogazdasági alappálya, mely csak számos feltétel együttes fennállása esetén tartható, a vállalati és a háztartási szektor korábbi jelentésekben már hangsúlyozott kockázati tényezőit érdemben nem változtatja meg. A hitelportfólió kockázatainak felépülése az alappálya megvalósulása esetén rövid távon csak mérsékelten növeli a pénzügyi intézményrendszer sérülékenységét, és ebben az esetben inkább a hosszabb távú kockázatok dominálnak.

Az alappályától való eltérés valószínűsége viszont a korábbiakhoz képest növekedett. A konjunkturális helyzet esetleges romlása közvetlenül emeli a hitelkockázatot a vállalati szektorban, és a vállalati alkalmazkodás mértékétől és sebességétől függően a háztartások jövedelmi pozícióját is rontja, növelve a bankok hitelezési veszteségeit. Az esetleges külső finanszírozási problémák által generált kockázatok ugyanakkor még jelentősebbnek ítéljük, mivel a közvetlen hatásokon túlmenően az árfolyam- és kamatkorrektió áttételesen, a devizahitelek és a forint-hitelek átárazódásán keresztül is negatívan érinti az ügyfelek hitelképességét és ezáltal a pénzügyi rendszer stabilitását. Mindezek mellett fontos kiemelni, hogy jelentősen megnehezíti a vállalati és lakossági hitelkockázatok megítélését a fiskális politikával kapcsolatos bizonytalanság.

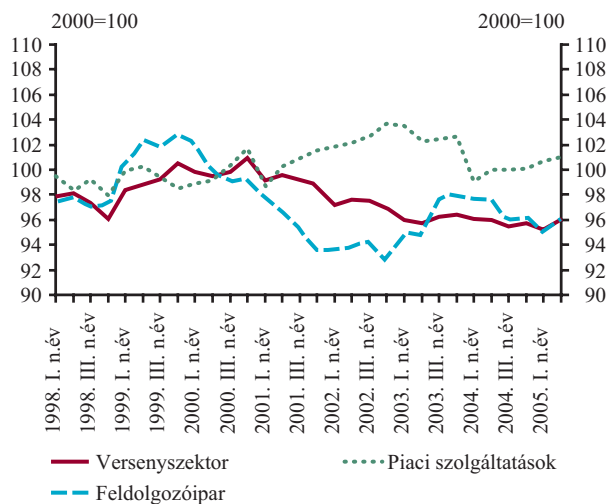
II. 1. 1. Vállalatok

Bizonytalan jövedelmezőségi kilátások

A nem pénzügyi szektor profitabilitásának 2005. évi alakulását pozitívan befolyásolja a konjunktúra egyenletes növekedése, és a korábbi várakozásainknál kedvezőbben teljesítő hazai export (II-4. ábra). A külső kereslet az elmúlt évi végi fékeződést követően ez év elején ismét enyhén erősödni kezdett, a jelenlegi várakozások alapján azonban jelentős további fellendülésre nem számíthatunk; várakozásunknak egy lassan, de stabilan bővülő pálya felel meg.¹²

II-4. ábra

Nem pénzügyi vállalatok profitabilitásának alakulása



Megjegyzés: A profitabilitás alakulását a reál-fajlagos munkaköltség indexével közelítjük.

Forrás: KSH, MNB.

A konjunkturális folyamatok és a munkakereslet – a munka tőkével való helyettesítése miatt bekövetkező – stagnálása a feldolgozóipari vállalatok termelékenységének továbbra is dinamikus növekedését eredményezi. Ez főleg a gépiparban érhető

¹² A növekedési kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanságot növelheti a németországi választások eredménye.

tetten, ahol a foglalkoztatottak létszámának fokozatos csökkenése mellett a kibocsátás jelentősen emelkedik. Bár az alacsonyabb inflációs környezethez való alkalmazkodás a bérinfláció további lassulását okozza, a gyors termelékenységnövekedés ellenére markáns profitabilitásnövekedésre rövid távon nem számítunk az értékesítési árak esése miatt.

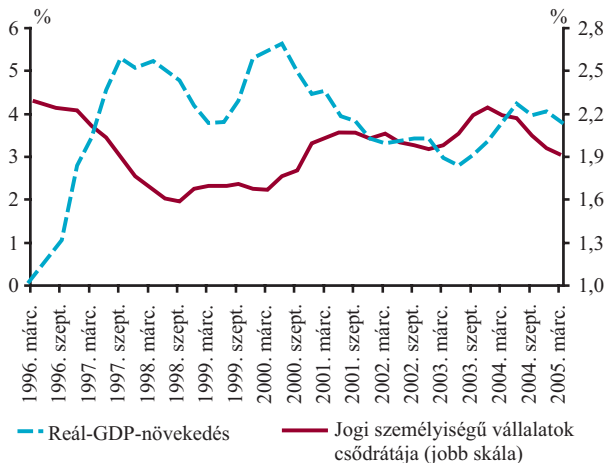
A feldolgozóiparral ellentétben a piaci szolgáltatások területén a munkaerő-felhasználás gyors növekedése és a kibocsátás lassú emelkedése alacsony ütemű termelékenységbővülést eredményez. A bérinfláció mérséklődése, valamint a szolgáltatászektor értékesítési árainak magas növekedési üteme miatt azonban ebben a szektorban is stabil jövedelmezőségre számítunk rövid távon. Fontos megemlíteni, hogy a piaci szolgáltatásokon belül a kibocsátást tekintve kettős tendencia figyelhető meg. Az erősödő külpiazi kereslet miatt lendületesnek tekinthető a szállítás, távközlés, gazdasági szolgáltatások termelésének növekedése, míg a háztartások fogyasztási kiadásainak visszafogott emelkedése következtében a kereskedelmi szolgáltatások kibocsátása csak mérsékelt ütemben emelkedik.

A tavalyi évben felfutó, majd 4 százalék körül stagnáló gazdasági növekedés a vállalati szektor jövedelmi helyzetének folyamatos javulását eredményezi. Ez főleg a nagyvállalatok esetén járul hozzá a csődráta folyamatos csökkenéséhez (II-5. ábra).

A makrogazdasági alappálya szerint mind a külső, mind a belső kereslet 2006–2007-ben az ideinél erősebb lehet. Ez a feldolgozóipar esetén tartósan magas, míg a munkaintenzív piaci szolgáltatások esetén a foglalkoztatottak létszámának további emelkedése miatt tartósan alacsony termelékenységnövekedést eredményezhet. Tágabb kitekintésben ugyanakkor a versenyszektor várható jövedelmezőségét a szokásosnál is nagyobb bizony-

II-5. ábra

Jogi személyiséggel rendelkező társaságok éves csődrátája és a reál GDP növekedése



Megjegyzés: Az éves csődráta alatt az elmúlt 12 hónapban újonnan bejelentett csőd- és felszámolási eljárások számának a működő vállalatok számára vetített arányát értjük. A GDP éves, szezonálisan kiigazított reálnövekedési ütemének alakulását ábrázoltuk.

Forrás: Opten Kft., KSH, MNB.

talanság jellemzi. 2006-ban a minimálbéremelés költségnövelő, míg 2007-ben a tb-járadékulcsok mérséklése költségcsökkentő irányú sokkot jelentenek. Azt, hogy ezek mennyiben és összességében milyen irányban befolyásolják a vállalati szektor jövedelmezőségét, elsősorban a munkapiaci alkupozíciók jellegétől függ.

Fontos kiemelni, hogy az előzőekben a vállalati szektor jövedelmi helyzetének várható alakulását egy korábbiaknál törékenyebb makrogazdasági alappálya mellett tárgyaltuk. Az alappálya bizonytalanságát okozó tényezők közül a vállalati szektor jövedelmi helyzete és ennek megfelelően a hazai bankok vállalati portfólióminőségének alakulása szempontjából fontos kiemelnünk a korábban tárgyalt kockázati scenáriókat. A külső kereslet esetleges lassulása a vállalati szektor romló jövedelmezőségén keresztül a hazai bankok hitelportfóliójának romlásához vezetne. A külső finanszírozási kondíciók esetleges romlása pedig a forint árfolyamának gyengülésén és a hozamok emelkedésén keresztül növelné, főleg a kis- és középvállalati szektorban az árfolyamkockázat ellen fede-

zetlen devizahitelek és a forintbitelek adósságtörlesztési terheit.

Jelentős bizonytalansági faktort jelentenek továbbá a kormányzat következő kétévi fiskális politikájának vállalati szektorra gyakorolt hatásai. Jelenleg nem ismert, hogy a költségvetésen belül a bevételi oldal csökkenését ellensúlyozó kiadás-visszafogás milyen mértéket ölt és milyen formában valósul meg. Bár pénzügyi stabilitás szempontjából kívánatos a költségvetési korrekció, azonban az állami beruházások és támogatások esetleges visszafogása rövid távon egyes ágazatokat kedvezőtlenül érinthet.

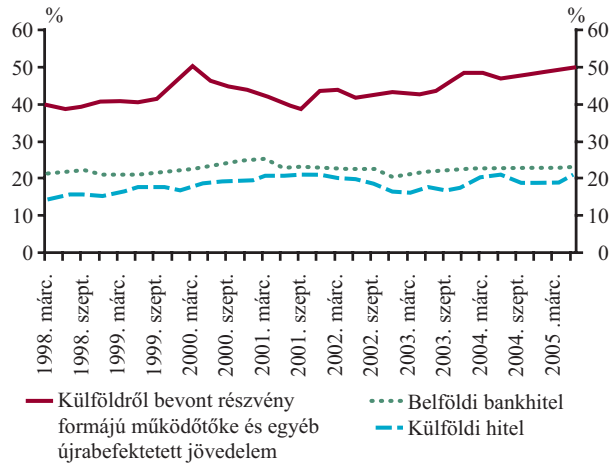
Lassuló hitelezés

A vállalati hitelkeresletet főleg a konjunkturális tényezők, nevesítve a bruttó állóeszköz felhalmozásának változása, valamint a külkereskedelem alakulása befolyásolják, így a következőkben ezeket a tényezőket vizsgáljuk meg. A vizsgálatot jelenleg nagymértékben megnehezíti azonban, hogy egyszeri hatások vagy statisztikai jellegű változások eredményeként¹³ 2005 első félévében jelentősen csökkent a vállalati szektor kimutatott finanszírozási igénye, ami nem tükrözi feltétlenül a valós konjunkturális folyamatokat.

A statisztikai adatok azt mutatják, hogy a 2005 első félévében a vállalati szektor állóeszköz-felhalmozása kiugró mértékben bővült. A vállalati beruházások és az exportértékesítés jelentősen növekedtek, miközben a készletek állománya tovább csökkent. A beruházások felfutása főleg a szállítás, távközlés, gazdasági ágazatokban érhető tetten, míg a feldolgozóipar nem mutatott különösebben élénk beruházási aktivitást. Mindebből úgy tűnik, hogy a beruházások idei évi megugrása inkább az állami infrastrukturális fejlesztésekhez (autópálya-

II-6. ábra

Nem pénzügyi vállalatok hitelállományának és közvetlentőke-befektetések GDP-hez viszonyított aránya



Megjegyzés: A külföldi hitelfelvétel tartalmazza a közvetlen külföldi hiteleket és a tulajdonosi hiteleket.

Forrás: MNB.

építéshez) köthető. Dinamikusan bővült ugyanakkor a feldolgozóipari vállalatok exportértékesítése. Mindezen folyamatok mellett a nemzetgazdaság importigénye elmaradt attól, amit a korábbi években intenzív beruházási és exportnövekedés idején tapasztalhattunk.¹⁴

A vállalati szektor továbbra is magas forrásbevonását jelzi, hogy bár lassul, de éves szinten még mindig a nominális GDP-vel közel azonos mértékben, 9,5 százalékkal nő a vállalatok belföldi banki hitelállománya, miközben lendületesen, 14 százalékkal emelkedik a külföldi hitelfelvétele (II-6. ábra). A külföldi hitelkeresletet főleg olyan ágazatok (gépipar), illetve olyan külföldi tulajdonú multinacionális cégek generálják, akik dominálják a vállalati szektor exportkibocsátását. Ezzel ellentétben a belföldi banki hitelkereslet alakulása mögött jelentős részben a piaci szolgáltatásokat nyújtó, többségében kis- és közepes méretű vállalatok állnak. A konjunktúra felszálló ágában, illetve a potenciálisan magasabb GDP-növekedés esetén ezért természetesen mondható, hogy a vállalatok belföldi

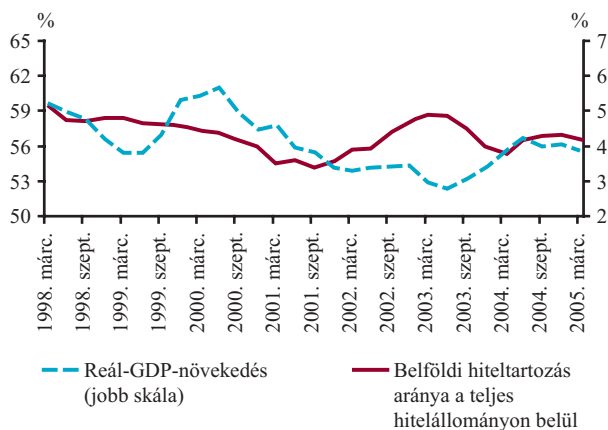
¹³ Bővebben lásd az I-1. keretes írást.

¹⁴ Az importadatok vizsgálatával kapcsolatban részletesebben lásd a *Jelentés az infláció alakulásáról*, 2005. augusztus, IV-5. keretes írását.

banki hiteleinek növekedési üteme elmarad a külföldi hitelek bővüléstől (II-7. ábra), valamint a devizahitelek emelkedésének mértéke (15 százalékos) meghaladja a forint-hitelek növekedési ütemét (3 százalékos). Az adósságállomány emelkedése ellenére a vállalati szektor tőkeáttétele viszont nem növekszik, mivel a saját tőke gyorsabban emelkedik, mint az idegen forrás állománya. A saját tőke emelkedését nagyrészt a külföldről bevont részvény formájú működő tőke és a visszaforgatott jövedelem tartós, 15 százalékos feletti éves növekedése okozza.

II-7. ábra

A vállalatok belföldi és külföldi hiteltartozásainak megoszlása, valamint a reál GDP alakulása



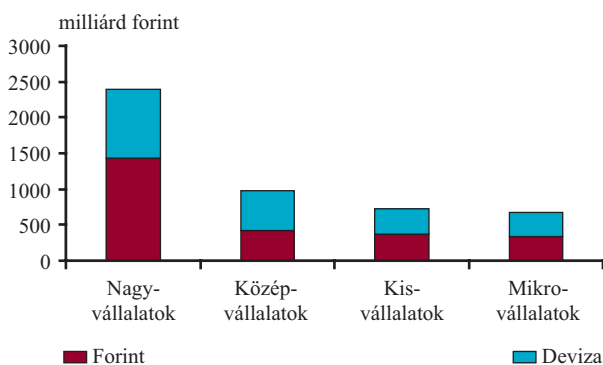
Forrás: MNB.

A hitelkeresletet a vállalati szektor strukturális változása ugyancsak befolyásolja. A vállalati szektoron belül a beszállítással, bér munkával, valamint a piaci szolgáltatásokkal foglalkozó kis- és középvállalatok jövedelmezősége folyamatosan javul. A tőkebevonási lehetőségek szűkösége miatt azonban a szektor továbbra is főleg csak hitelből tudja finanszírozni magát, ami tartósan erős hitelkeresletet eredményez. Fokozottan kockázatosnak ítéljük azonban, hogy a jelenlegi sérülékeny makrogazdasági környezetben a kis- és középvállalati szektor

banki finanszírozásának egyre nagyobb része deviza- (a belföldi banki hitállomány 52 százaléka devizahitel), ezen belül is főként fedezetlen svájci frank alapú hitelek formájában valósul meg, ami az ügyfelek árfolyamkockázatának emelkedésén keresztül növeli a bankok hitelkockázatát (II-8. ábra). A hitelkínálati oldalon, főleg a kis- és középvállalati szegmensben a hazai bankok továbbra is növekvő hitelezési hajlandóságot mutatnak. A Hitelezési felmérés¹⁵ eredményei alapján elmondható, hogy az egyre agresszívebb versenyhelyzet miatt a bankok a hitelezési standardokat és folyósítási feltételeket fokozatosan enyhítik, miközben a megnövekedett kockázatokat megpróbálják a kamatokban érvényesíteni.

II-8. ábra

A vállalati hitelek denominációs összetétele méretkategóriánként



Forrás: MNB által a 10 legnagyobb bank körében 2005. augusztusában készített felmérése alapján.

Stagnáló portfólióminőség, ágazatok között emelkedő szóródás

A hazai bankrendszer vállalati szektorral szemben fennálló hiteleinek minősége összességében nem romlik¹⁶, a jelenlegi folyamatokat értékelve azonban megállapítható, hogy az ágazatok között és egyes ágazatokon belül növekvő a szóródás mind

¹⁵ Hitelezési felmérés (2005. augusztus).

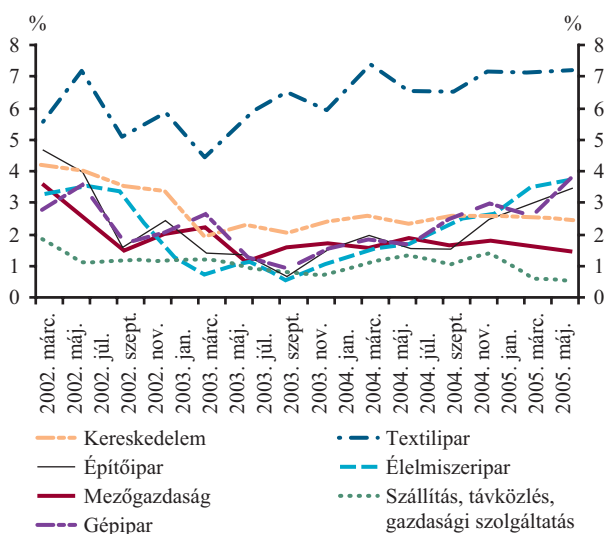
¹⁶ A nem teljesítő hitelek vállalalkozói hitelekben belüli kismértékű csökkenése a bankok jelentős portfóliótisztításának volt köszönhető. A hitelállomány 0,6 százaléka került hitelkövetelés formájában eladásra, illetve leírásra.

a vállalatok megítélése, mind banki hitelveszteségek szempontjából (II-9. ábra).

A 2,1 százalékos átlagnál nagyobb hitelezési veszteséget mutató gazdasági ágazatok közül az építőiparon belül a lakásépítéssel foglalkozó vállalatok csődjének növekedése és a körbetartozások magas állománya miatt a nem fizető vállalkozások portfólióján belüli arányának további emelkedése tapasztalható. Az infrastrukturális fejlesztésekkel foglalkozó vállalatok fejlődését azonban egyelőre pozitív irányba befolyásolja az állami és önkormányzati beruházások nagymértékű emelkedése, ezen belül is kiemelten az autópálya-építésekkel összefüggő megrendelések, valamint az uniós pénzügyi támogatásai. Az építőipar jövőbeli kilátásainak megítélését megnehezíti a fiskális politikával kapcsolatos bizonytalanság. A lakossági és állami beruházások alakulását nagyban befolyásolja az, hogy a kormány a háztartások jövedelmi helyzetét javító, bejelentett fiskális lépéseket milyen formában és milyen mértékben ellentételezi.

II-9. ábra

Fontosabb gazdasági ágazatok hazai banki hitel-veszteségrátájának alakulása



Forrás: MNB.

Az élelmiszer-ipari és textilipari ágazatok jövedelmességének megítélését rövid távon továbbra is negatívan érinti az erős termékpiaci verseny és

ennek következtében a piac folytatódó tisztulása, melynek pozitív hatásai inkább középtávon realizálódnak. A kereskedelmen belül is megfigyelhető a differenciálódás, számos kiskereskedelmi üzlet kiszelektálódik, miközben a fogyasztás a nagyobb kereskedelmi üzletláncok felé tolódik el. A kereskedelemben a fogyasztói kultúra megváltozása és az erős piaci verseny az ágazati koncentráció további növekedést eredményezi.

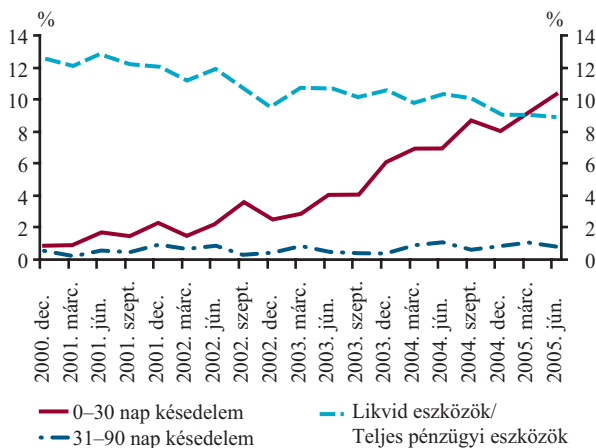
Az átlagnál kisebb hitelezési veszteséget mutató gazdasági ágazatokat vizsgálva elmondható, hogy a külső keresletre érzékeny szolgáltatási ágazatok jövedelmi helyzete és hitelportfóliójának minősége továbbra is kedvező. A feldolgozóiparon belül a gépiparban a termelékenység felfutása a vállalatok javuló profitabilitáshoz vezet. Ennek ellenére a hazai bankok gépipari vállalatoknak nyújtott hitelportfóliója romlást mutat, ami a magas ügyfél-koncentráció miatt egy-egy nagy céghez köthető. A globális konjunktúra folytatódása esetén a külső keresletre érzékeny szektorok hitelportfóliójának romlása a jövőben nem várható. Hosszú idő után először a mezőgazdasági vállalatok hitelportfóliójának minősége ugyancsak javulást mutat a termelés volumenének növekedése és az elmaradt támogatások kifizetése miatt. A termelési struktúra racionalizálása és az uniós támogatások növekedése a szektor javuló megítélését eredményezi.

A hitelportfólió jövőbeli megítélését ugyancsak befolyásolhatja a fizetési késedelembe eső ügyfelek hitelállományának alakulása. Minél nagyobb és idejét tekintve minél hosszabb fizetési késedelembe esik egy adós, annál nagyobb a nem teljesítés valószínűsége és a hitelportfólió várható romlása. A 0 és 30 napos fizetési késedelembe eső vállalatok aránya a teljes hitelportfólióban 2002 eleje óta folyamatosan növekszik, 2005 első félévének végére elérte a 10 százalékot. Mivel a vállalatok nagy része azonban a banki adóságát 30 napon belül

törleszti, ezért a 31 és 90 napos fizetési késedelembe eső cégek aránya csak kismértékben emelkedik. Az előbbieken felvázolt tendenciából azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a késedelembe eső vállalatok nagy része jelenleg likviditási gondokkal küzd, ami egyenlőre nem vezet a hitelportfólió romlásához. Ezt az állítást az is alátámasztja, hogy a vállalati szektor likvid eszközeinek (főleg készpénz és betéteinek állománya) összes eszközhöz viszonyított aránya 2000 vége óta folyamatos csökkenést mutat (II-10. ábra).

II-10. ábra

A vállalatok likviditási pozíciója és fizetési késedelmes banki hiteleinek részesedése a teljes portfólióból



Forrás: MNB.

A vállalatok likvid eszközeinek aránycsökkenését több tényező együttesen magyarázza. A 2003 májusától év végéig, majd 2004 utolsó negyedében, valamint 2005 első negyedében a költségvetés lassította a vállalatok áfa-visszatérítését, ami negatív hatást gyakorolt a szektor likviditási

pozíciójára. Mivel a hazai bankrendszer portfóliójában jelentős szerepet játszanak a sokszor a működésből adódóan likviditási gondokkal küzdő kis- és középvállalatok, ezért a hitelportfólió minősége, a késedelmes fizetések száma különösen érzékeny az adóztatás kiszámíthatóságára. A fizetési késedelembe eső vállalatok emelkedő számát okozta továbbá az is, hogy egyes szektorokban (építőipar, turizmus) a cégek között jelentős körbetartozás alakult ki az elmúlt időszakban, valamint jelentősen megemelkedett az állami cégeknek és költségvetési intézményeknek nyújtott szállítói hitelek állománya.

A vállalati szektor hitelkockázatának jövőbeli megítélésével kapcsolatos bizonytalanság növekedése a forintkockázati felár emelése irányába mutat. Az elmúlt időszakban az újonnan folyósított állományon számított kamatfelár¹⁷ a folyószámlahiteleken 2 százalékpont fölé növekedett, miközben az éven belüli kamatfixálású hiteleken 1,3 százalékpontra csökkent és az éven túli kamatfixálású hiteleken 3 százalékpont körül stagnált. Bár a kamatfelár összességében 1,6 százalékpontra emelkedett, szintje nemzetközi összehasonlításban és historikusan továbbra sem tekinthető magasnak. A Hitelezési felmérés alapján a bankok nagy része a jövőben tovább akarja emelni a kockázati felár mértékét, az ügyfelekért folytatott verseny, illetve a piaci részesedés növelése viszont jelentősen limitálja a tervezett szigorítást. Az élesedő verseny miatt a kockázatok alulárzásának növekvő esélye pénzügyi stabilitási szempontból veszélyeket hordoz.

¹⁷ Hitelkamat és BUBOR közötti különbség.

II-1. keretes írás: A bankok vállalatiügyfél-koncentrációs kockázatának vizsgálata a nagyadói portfólió alapján¹⁸

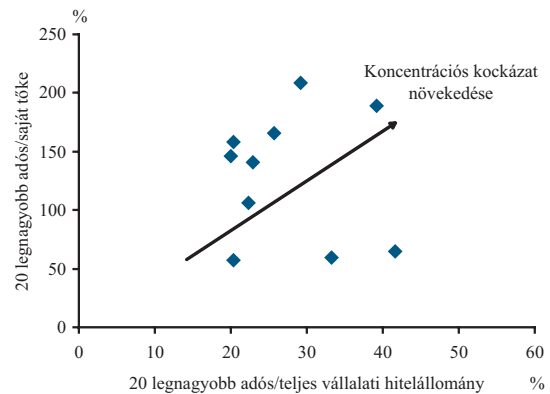
A nagyadói portfólió vizsgálata a vállalatiügyfél-koncentráció szempontjából több tényező miatt releváns. Nagyvállalati ügyfelek esetén a csőd bekövetkezésének valószínűsége ugyan lényegesen alacsonyabb egy kisvállalattal összehasonlítva, ugyanakkor a hitelkivettség nagysága a méretből adódóan számottevően magasabb. Emellett egy nagyvállalat csődje jelentős fertőzősi hatást indíthat el, mivel az üzleti kapcsolatok megszűnése miatt jelentősen megemelkedhet a beszállítói és szolgáltatói vállalatok fizetéképtelenségének valószínűsége. Erre különösen azon szektoroknál (építőipar, kereskedelem, turizmus stb.) számíthatunk, ahol a szállítói hitelek finanszírozáson belül betöltött jelentős szerepe miatt körbetartozások alakulhatnak ki. Egy ügyfél fizetéképtelensége esetén a bank tehát akkor vállalja a legkisebb kockázatot, ha a hitelportfóliója alacsony koncentrációjú¹⁹, azaz az ügyfelek száma nagy és a hitelkivettségek nagyságának szórása kicsi, valamint alacsony azon nagy- és kisvállalatok aránya, melyek üzleti vagy pénzügyi kapcsolatban állnak egymással. Ennek szellemében a 20 legnagyobb adós hitelportfóliójának nagyságából és a teljes vállalati hitelportfólió ágazati megoszlásából kiindulva a következőkben megvizsgáljuk a tíz legnagyobb bank vállalatiügyfél-koncentrációját.

A vállalati hitelállomány 90 százalékát lefedő tíz legnagyobb hazai bank nagyadósait vizsgálva elmondható, hogy 2005 júniusában a 20 legnagyobb adós hiteltartozásának a teljes vállalati hitelportfólióhoz viszonyított aránya ezeknél a bankoknál átlagosan 26 százalék volt, ami viszonylag magasnak tekinthető (II-11. ábra). Kedvező ugyanakkor, hogy az elmúlt 3 évben a koncentrációs mutató folyamatos mérséklődés mellett 8 százalékpontot esett. További 3 százalékponttal csökken a muta-

tó értéke, ha figyelembe vesszük azon fedezeteket, melyek csak szuverén kockázatot hordoznak, mivel ebben az esetben a tényleges kivettség jóval alacsonyabb.

II-11. ábra

Az első tíz legnagyobb bank portfóliójának koncentrációja (2005. június)



Forrás: PSZÁF, MNB.

A koncentrációs mutatókat emellett érdemes összevetni a saját tőke nagyságával. Kockázati szempontból az tekinthető kedvezőbbnek, ha a legnagyobb húsz adóssal szembeni kivettség saját tőkéhez viszonyított értéke minél kisebb. A II-11. ábra azt mutatja, hogy a három legnagyobb koncentrációs mutatóval rendelkező bank közül kettőnél a saját tőke olyan mértékű, hogy akár több vállalat csődje sem növelné érdemben a bankrendszer stabilitási kockázatát.

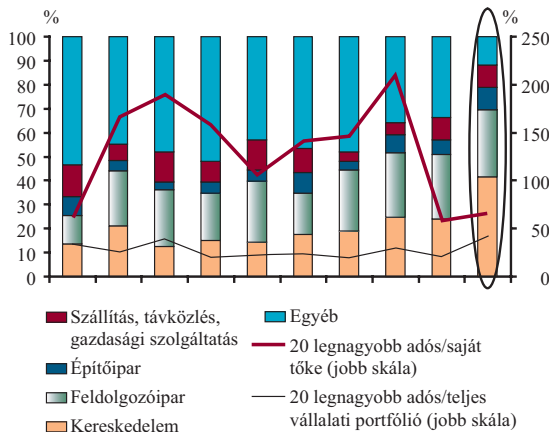
Végül vizsgáljuk meg, hogy mekkora lehet a vállalati hitelportfólión belül az ágazati koncentráció mértéke. Mivel nem rendelkezünk közvetlen információkkal arra vonatkozóan, hogy a vállalati ügyfelek hogyan és milyen mértékben kapcsolódnak össze, ezért azzal a közelítéssel élünk, hogy az egyes

¹⁸ A bankok nagyadói portfóliójába az 50 legnagyobb ügyfél tartozik. Kiszűrve a magánszemélyeket és az állami cégeket, a teljes nagyadói portfólióból származtattuk az 20 legnagyobb adósként nyilvántartott nem pénzügyi vállalatok nagyadói portfólióját.

¹⁹ A koncentráció nagyságát a HHI-nak feleltetjük meg, ami az ügyfelek számának és a kivettség szórásának függvénye. Adatok hiányában a HHI értékét pontosan nem tudjuk kiszámolni, azonban különböző tényezők segítségével meghatározzuk, hogy a koncentráció nagysága magasnak vagy alacsonynak tekinthető.

II-12. ábra

A tíz legnagyobb bank vállalati hitelportfóliójának ágazati megoszlása (2005. június)



Forrás: PSZÁF, MNB.

bankok teljes vállalati hitelportfóliójának ágazati megoszlása tükrözi a fertőzés kockázatát. Feltételezhető, hogy a kereskedelem, az építőiparban, a gépészetben, valamint a turizmus, a logisztika és a távközlés területén magas az egymással

üzleti vagy pénzügyi kapcsolatban álló vállalatok aránya.²⁰

Azon bankok esetében, ahol nagymértékű a fenn említett ágazatokkal szembeni kitettség, ott magasabb lehet egy cég fizetési képzetlensége esetén az azonos hitelportfólión belüli fertőzés veszélye.

A II-12. ábrán azt bankot karikáztuk be, mely magas ágazati koncentrációt mutat. Ennél a banknál az ágazati diverzifikáció hiánya, az egy ágazattól való nagyobb függés növelheti a vállalatok közötti azonos portfólió belüli fertőzés veszélyét, valamint a vizsgált bankok között egyébként is legmagasabb koncentrációs kockázat nagyságát. A többi banknál a teljes vállalati és nagyadós portfólió ágazati kitettségét összehasonlítva nem mutatható ki jelentős eltérés. Összességében tehát elmondható, hogy a nagyadós és nagyvállalati portfólió alapján a vállalati hitelpiac tíz legnagyobb bankja ügyfélportfóliójának koncentrációja összességében magasnak tekinthető, a bankok döntő részénél az ágazati diverzifikáció viszont csökkenti a vállalati fertőzés veszélyét.

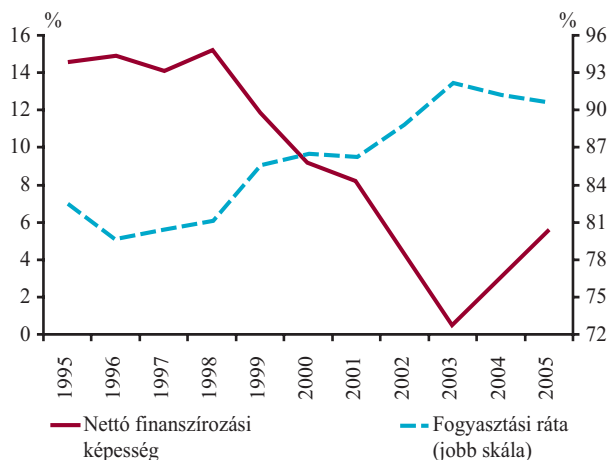
II. 1. 2. Háztartások

A fizetőképesség kockázatai növekednek

A háztartások viselkedését vizsgálva láthatólag folytatódik a tavalyi évben meginduló fenntarthatóbb fogyasztási-eladósodási pálya felé történő elmozdulás. Az előbbi tendencia, kiegészülve a háztartási beruházások mérséklődő dinamikájával, a pénzügyi megtakarítások emelkedését eredményezi (II-13. ábra). Azonban a GfK felmérése alapján a szektor szintű megtakarítások emelkedése még csak kis mértékben jelent meg a hitelkockázati szempontból fontos megtakarítás nélküli adósok arányában, ami valamelyest 60 százalék alá csökkent. A megtakarítás nélküli adósok jöve-

II-13. ábra

A fogyasztási kiadások és a nettó finanszírozási képesség alakulása a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének arányában



Megjegyzés: 2004/2005 MNB-becslés.

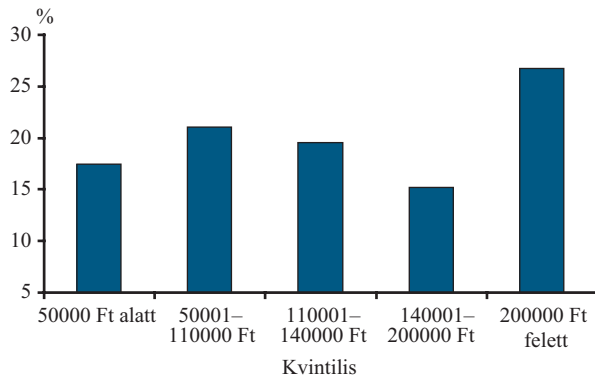
Forrás: KSH, MNB.

²⁰ Részletesebben lásd *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2005. április

delem szerinti megoszlásában szintén nem történt érdemi változás (II-14. ábra).

II-14. ábra

A megtakarítás nélküli adósság megoszlása jövedelemkvintilisek között



Megjegyzés: a teljes 15 éves és annál idősebb lakosság körében, a háztartás összjövedelmének egy főre jutó része alapján.

Forrás: GfK.

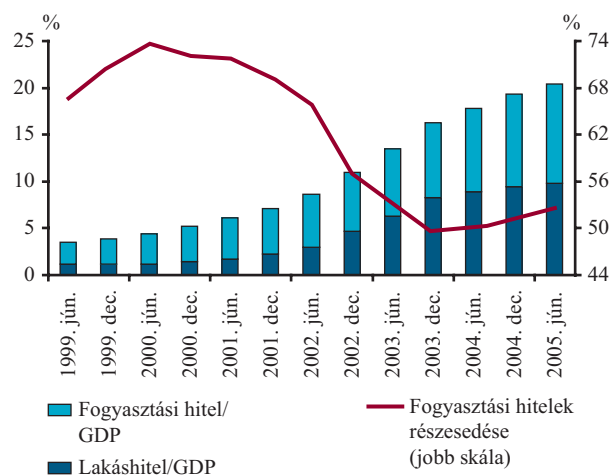
A szektor a növekvő áru-, lakás- és hitelpiaci kínálat ellenére²¹ – óvatossági megfontolásból – a jövedelemnövekedésnél kisebb ütemben emeli a fogyasztási kiadásait és beruházásait, melynek következtében a fogyasztási és beruházási rátája csökken. Az óvatossági motívum erősödésének hátterében két tényező áll: a 2005-ben már 7 százalék fölé növekvő munkanélküliség ráta, illetve az elmúlt évek hitelnövekedésének következtében nyugat-európai összehasonlításban sem alacsony adósságteher áll.²²

Az eladósodás növekedési üteme összességében tovább mérséklődött, szintje a GDP arányában valamivel meghaladta a 20 százalékot (II-15. ábra). Az eladósodás döntően már devizában történik, melynek következtében a forint-hitelállományok stagnálnak. A növekvő hitelkínálatnak és a változatlan fogyasztási növekedési ütemnek köszönhetően a fogyasztási célú hitelezés még lendületesnek tekinthető. A hitelnövekedés a pénzügyi vállal-

kozások felől a hitelintézetek felé tolódott. Azonban a bankrendszer magas, 17 százalékos fél-éves növekedési mutatójában 2005 első félévében egy technikai tényező is megjelent.²³ A növekedés motorját a szabad felhasználású jelzáloghiteltek adják. A devizadenomináció, a hosszabb lejárat és a jelzálogfedezet következtében más nagyobb összegű fogyasztásihitel-típusokhoz képest alacsonyabb törlesztőrészetet eredményeznek. A szabad felhasználású jelzáloghiteltek mellett még a kártyahitelek is gyorsan növekednek. A háztartási beruházások és a lakáshitelezés fél-éves növekedési üteme a korábbi lakástámogatási rendszernek köszönhető kiugróan magas szintről egy hosszú távon fenntarthatóbb értékre, 8 százalékra csökkent. A fentiek alapján a hitelezésen belül a fogyasztási célú hitelek felé történő enyhe eltolódást tapasztalunk (II-15. ábra).

II-15. ábra

A háztartási hitelek hitelcél szerinti összetétele



Forrás: KSH, MNB.

A makrogazdasági alappálya szerint a háztartások jövedelmi kilátásai várhatóan javulnak. Ennek hátterében elsősorban a 2006-ra szeptember közepéig bejelentett fiskális intézkedések állnak,

²¹ Az áruipiaci kínálat erősödése miatt a tartós fogyasztási cikkek vásárlási feltételei egyre kedvezőbbé válnak. Ez az MNB Hitelezési felmérés alapján összekapcsolódik a bankok növekvő hitelezési hajlandóságával és az enyhülő hitelezési feltételekkel.

²² Az adósságteherrel lásd *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2005. április, 48. o., II-2. keretes írás.

²³ Az egyik bank magába olvasztotta a jelentős fogyasztásihitel-portfólióval rendelkező pénzügyi vállalkozását.

amelyek összességében a háztartások számára egy élénkítő csomagnak tekinthetők. Az áfa-csökkentés és a családtámogatás-emelés a jövedelmek reálértékét növeli. A minimálbér végzettséghez kötött differenciált emelése a teljes szektor jövedelmi helyzetére valószínűleg semleges hatású lesz.²⁴ A munkanélküliség emelkedésének mértéke pedig még nem éri el azt a szintet, amely érezhetően rontaná a szektor pénzügyi pozícióját. Azonban a fentiekben vázolt fiskális lépéseket nem tartjuk konzisztensek egy hosszabb távon is fenntartható gazdasági pályával, ezért további fiskális szigorítások válhatnak szükségessé a makrogazdasági egyensúly megteremtése érdekében. Úgy véljük azonban, hogy egy esetleges kisebb fiskális megszorítás – a juttatások más formában történő visszavétele – nem érintené lényegesen a szektor fizetőképességét. Viszont minél később történik a fiskális korrekció, az annál nagyobb mértékű és erősebb hatású lehet, ami a kiigazítást követően átmenetileg ronthatja a szektor fizetőképességét.

Abban az esetben azonban, ha nem kerülne sor a fiskális politika finanszírozási igényének kiigazítására, jelentősen növekedne az alternatív forgatókönyvben bemutatott, a hozamok emelkedésével és az árfolyam leértékelődésével jellemezhető pálya bekövetkezésének valószínűsége. Az előbbi megvalósulása már rövid távon is a törlesztőteher emelkedésén keresztül számos háztartás pénzügyi pozícióját negatívan érintené. A negatív feltételek hosszabb távú fennállása esetén már szektorszinten is jelentősen emelkedne a törlesztési teher, ami a bankok portfóliójának nagymértékű romlásához vezetne.²⁵ A negatív árfolyam és kamatsokk az elinfláló dó bérek, és az óvatossági motívum erősödése miatt a fogyasztás és beruhá-

zás visszaesését, valamint a hitelkereslet jelentős mértékű gyengülését ugyancsak kiváltaná.

A másik kockázati tényező, a külpiazi feltételek romlásának bekövetkezése szintén rontaná – a vállalatok munkaerő-piaci alkalmazkodásán keresztül – a háztartási szektor jövedelemkilátásait. A tartós dekonjunktúra pedig már nagy mértékben növelné a munkanélküliséget.

Összességében a felvázolt makrogazdasági alap-pálya háztartásijövedelem-alakulása és fogyasztási-eladósodási magatartása a szektor fizetőképessége szempontjából kedvező hatású. A fizetőképességre vonatkozó kilátásokat azonban növekvő kockázatok veszik körül, amelyek a fiskális bizonytalanságból, illetve az ehhez szorosan kapcsolódó külső finanszírozási kockázatból, valamint a külpiazi feltételekben rejlő kockázatból erednek. A bemutatott kockázatok bekövetkezése egyrészt a háztartások fogyasztási és lakáscélú hitelkeresletének visszaesésén, másrészt a nem vagy csak késedelmesen teljesítő háztartások részarányának érdemi emelkedésén keresztül érintheti érzékenyen a bankszektort.

Lakáspiaci bizonytalanság

A lakástámogatás szigorítását követően a devizahitelezés elterjedése jelentősen, a Fészekrakó program kismértékben (körülbelül 10 százalékát teszi ki az új folyósításoknak) járul hozzá a lakáshitelezés növekedéséhez.

Az elmúlt évek folyamatainak köszönhetően a bankrendszer lakáspiaci szembeni kitétsége ma már jelentősnek mondható (II-16. ábra). A magánszférának (háztartások és nem pénzügyi vállalatok) nyújtott – jelenleg 7660 milliárd forint – hitelállományának közel 30 százalékát teszi ki a la-

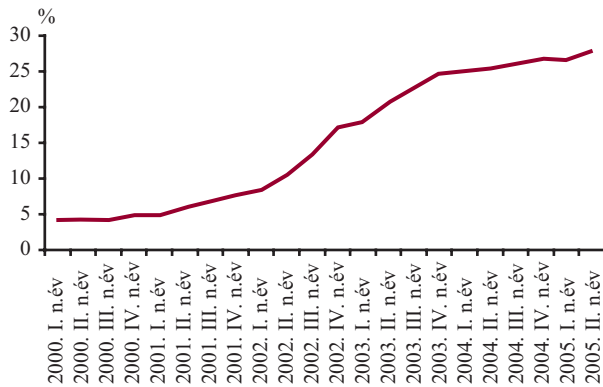
²⁴ A fenti intézkedés az önfoglalkoztatónál adóemelésnek tekinthető. A közigazgatás jelentős részében a – már jelenleg is érvényben lévő diploma-minimálbér miatt – hatása mérsékelt. A magánszféra alkalmazottai körében járhat jövedelememelkedéssel.

²⁵ Az adósságteher rövid távú érzékenységére vonatkozó vizsgálatot lásd a *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2005. április, 48. o., II-2. keretes írás.

kásépítési- és vásárlási hitelek aránya. Az előbbi arány a bankok közel egy negyedénél – köztük több nagybanknál – 20-50 százalék közötti.

II-16. ábra

A magánszféra hitelein belül a lakásépítési és -vásárlási hitelek részaránya



Megjegyzés: A lakásépítési és -vásárlási hitelek a vállalkozói lakásépítési hiteleket is magukban foglalják.

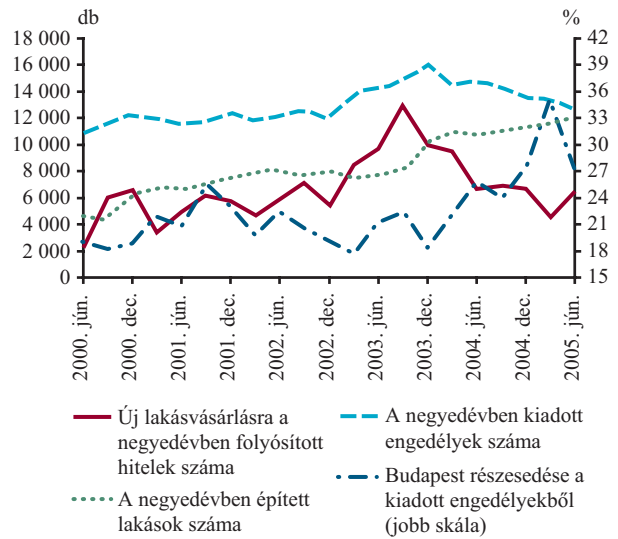
Forrás: MNB.

A KSH adatai alapján a lakásépítés területén igen erős kettős tendencia figyelhető meg. A vidéki lakásépítésre már erős dekonjunkció a jellemző, míg Budapesten továbbra is élénk az aktivitás (II-17. ábra). A lakásépítésre egyre inkább értékesítési célú, építőipari kivitelezés a jellemző, mely növeli a banki finanszírozás iránti keresletet. 2005-ben a budapesti dinamikus növekedésnek köszönhetően – a vidéki visszaesés ellenére – a használatba vett lakások száma összességében várhatóan nem nagyon csökken. Azonban 2006-ban a kiadott lakásépítési engedélyek alapján már országosan is visszaesés várható az elkészült lakások számában.

A továbbra is dinamikus budapesti lakásépítés a háztartások beruházási aktivitásának stagnálásával értékesítési nehézségekbe ütközik, ami a használt lakások piacára is átgyűrűzik. Ez előbbieket már látszanak. A túlkínálat nemcsak mennyiségben, hanem minőségben is jelen van (túl sok garzonlakás épült az utóbbi időben), ami tovább nehezíti a felszívódását. Kockázatot hordoz, hogy a 2005-ös csökkenő lakásvásárlási aktivitás hatá-

II-17. ábra

A lakáspiac mutatói



Megjegyzés: Az új lakás vásárlására felvett hitelek nem tartalmazzák a devizaalapú hiteltermékeket. Azonban ebben a kategóriában a devizahelyettesítés valószínűleg alacsonyabb.

Forrás: KSH, DEM.

sát a két forrásból táplálkozó lakossági kivárás is felerősítheti: a jövő évi áfacsökkentés egyszeri lakásármérséklő hatása, amely akár a 4 százalékot is elérheti; illetve a potenciális vevők, látva a túlkínálatot, kivárhatnak, bízva a további árcsökkenésben. Az előbbieket megindíthatnak egy nominális lakásárcsökkenést. A háztartási lakáshitelek jellemző magas hitelfedezettség miatt nem teljesítés esetén a banki veszteségek ezen a téren még viszonylag jelentősebb árcsökkenés esetén is alacsonyak. A potenciális vevők kivárása miatt az ingatlanfejlesztők és építőipari cégek romló pénzügyi helyzetének nagyobb hatása lehet a bankok hitelezési veszteségeire.

Várakozásaink szerint a közeljövőben a háztartási beruházások mérsékelt dinamikája a lakáscélú hitelezés visszafogott növekedésével párosul. A Fészekrakó program jelentősége a tervezett enyhítéssel – igénybevétel korhatárának emelése – növekedni fog. Hosszabb távon a háztartási hitelezésen belül a lakáshitelek térnyerését várjuk, ami az előzőekben kifejtett lakáspiaci bizonytalanságokat enyhítheti.

Növekvő árfolyam-bizonytalanság miatt emelkedő kockázatok a devizahitelezésben

A pénzügyileg járatlan háztartások devizahitelezése többletkockázatot hordoz a pénzügyi stabilitásra. A makrogazdaságban fennálló egyensúlytalanságok által kiváltott vagy felerősített árfolyamgyengülés a háztartások növekvő nem teljesítését okozhatja. Az árfolyamkockázat ismeretének hiánya, valamint a nem várt veszteségek realizálása miatt meginoghat bizalmuk a pénzügyi közvetítőkkel szemben, ami tovább növelheti egy esetleges árfolyamsokknak a pénzügyi közvetítésre gyakorolt negatív hatását. (Lásd a *Háztartási pénzügyi kultúra és a pénzügyi stabilitás kapcsolata* című írást az aktuális témák fejezetben.)

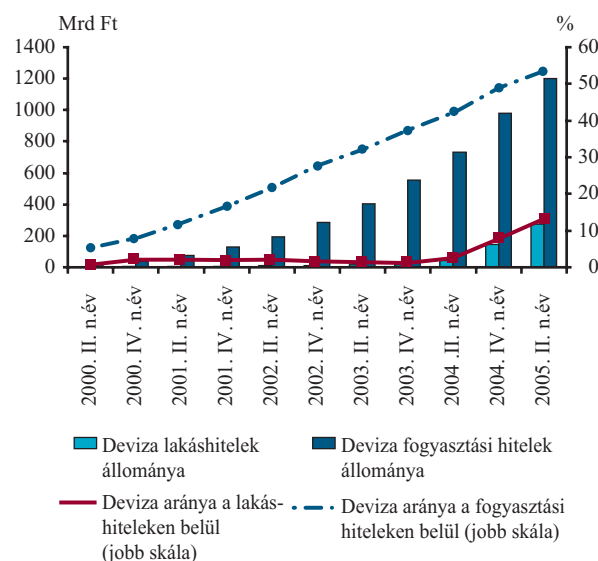
2005-ben a hitelintézeti hitelek új folyósításán belül mind a fogyasztási, mind a lakáshitelek esetében tovább emelkedett a devizahitelek aránya (60 százalék fölé). A pénzügyi vállalkozások már korábban is döntően (80-90 százalékban) devizában hiteleztek. Az előbbieket követve a devizahitelek állományon belüli részesedése dinamikusan növekszik (II-18. ábra.) A devizahitelezés hátterében a kamatkülönbözet mellett a háztartások alacsony kockázati tudatossága, illetve a hitelezői kínálati nyomás áll.²⁶

Az agresszívebbé váló verseny nemcsak a devizahitelezés elterjedéséhez, hanem más hitelezési fel-

tételek tartós enyhüléséhez is vezet, a bankokat egyre kockázatosabb szegmensekbe kényszerítve. A fenti folyamatokat támasztja alá, hogy a nem teljesítő hitelek aránya az elmúlt időszakban emelkedett. Szintén a teljes háztartási portfólió romlását mutatja a késedelmes fizetők arányának emelkedése is (11 százalékra). A háztartási hiteleken belül a lakáshiteleknél is már megjelentek a portfólióérés jelei, növekedésnek indult – 1 százalék fölé emelkedett – a nem teljesítő hitelek aránya. A fogyasztási hitelek közül, az állomány közel felét adó autofinanszírozási hitelek portfólióminősége már számottevő romlást mutat.

II-18. ábra

A devizahitelezés mutatói



Forrás: MNB.

II-2. keretes írás: Gépjármű-hitelezés

Az elmúlt három év során a háztartási hitelek részpiacai közül a legtöbb aggodalomra okot adó folyamat a pénzügyi vállalkozások által dominált, ma már az 1000 milliárd forint megközelítő állományú gépjárműhitelek piacán volt tapasztalható. E piac meghatározó szereplői tulajdonosi és finanszírozói kap-

csolatokon keresztül nagymértékben függnek a bankrendszer-től, ezért a gépjármű-hitelezésben tapasztalható problémák a bankrendszer működésére, stabilitására is hatással lehetnek. 2003-tól kezdve az MNB stabilitási jelentései rendszeresen azonosítják azokat a fokozódó kockázati tényezőket, amelyek a

²⁶ Részletesebben lásd Bethlendi és szerzőtársai (2005): *A magánszektor devizahitelezésének mozgatórugói*. MNB háttér tanulmányok 2005/2.

szektor működését veszélyeztették és jelenleg is veszélyeztetik. Az agresszív expanzió, a hitelezési feltételek lazítása, és a verseny hatására eszkendő marzsok egyértelműen a hitelezési kockázat növekedését eredményezték. A devizaalapú hitelezés kizárólagossá válása a természetes fedezettel nem rendelkező és pénzügyi kérdésekben járatlan hitelfelvevők sokaságát tette ki a törlesztőrészlet alakulására jelentős hatással bíró devizaárfolyam- és kamatkockázatnak. A portfólió eddigi romlása nem köthető a denominációból eredő magasabb kockázatokhoz (az árfolyam- és hozamalakulások ez ideig kedvezően érintették a hitelfelvevőket), az egyéb feltételek lazításának tudható be. 2004-ben a gépjárműeladások mérséklődése mellett tovább erősödött a piaci verseny, terjedt a magasabb kockázatú (pl. önrész nélküli) termékek értékesítése, amely olyan ügyfeleket is vonzott, akik hitelképessége már a hitelnyújtás pillanatában is kérdéses volt. 2004-ben a portfólió romlása és a visszavett gépjárművek számának emelkedése mellett több finanszírozó csoport esetében jelentős visszaesés következett be az eredmény tekintetében is. 2005-re egyértelművé vált, hogy a gépjármű-eladási és -finanszírozási piac telítődött, a hitelállomány növekedési üteme

mérséklődött. Az első félév végéig rendelkezésre álló adatok a portfólió számottevő romlását mutatják (II-1. tábla). Ez egyrészt az expanziós szakaszban folyósított, magas kockázatot hordozó jelentős volumenű hitelállomány minőségromlására vezethető vissza, másrészt az új követelések első féléves lassuló növekedése már nem volt elegendő a kedvezőtlen tendencia ellensúlyozására.

2005-re lényegében a legtöbb finanszírozónál felépült az a portfólió, mely jelentékeny arányban tartalmaz potenciálisan problémássá váló hiteleket. Az elkövetkező években ezek a hitelek várhatóan tovább fogják emelni a rossz minőségű követelések arányát, néhány vállalkozás esetében akár drasztikus mértékben is. Az, hogy hosszabb távon hogyan alakul a rosszabb minőségű hitelek portfólión belüli aránya, nagyban függ attól, hogy a piaci szereplők a verseny hatására tovább lazítanak-e hitelezési feltételeiken, vagy a növekedési ütem lassulásával párhuzamosan a minőségi követelményekre nagyobb hangsúlyt helyeznek a mennyiségekkel szemben. Pénzügyi stabilitási szempontból ez utóbbi lenne kívánatos.

II-1. táblázat

A pénzügyi vállalatok portfólióminőségének változása
(százalék)

	Késedelmes fizetők aránya a hitelportfólión belül		Értékvesztés aránya a hitelállományhoz képest	
	2004. II. f.év	2005. I. f.év	2004. II. f.év	2005. I. f.év
Banki háttérű gépjármű-finanszírozók	2,9	5,1	2,3	3,3
Nemzetközi háttérű (captive) gépjármű-finanszírozók	3,9	4,5	2,1	1,9
Gépjármű-finanszírozók összesen	3,0	5,0	2,3	3,0

Megjegyzés: A „captive finance” kifejezést a gépjármű-finanszírozásra specializálódó, nem banki háttérű nemzetközi pénzügyi intézményekre szokták használni.

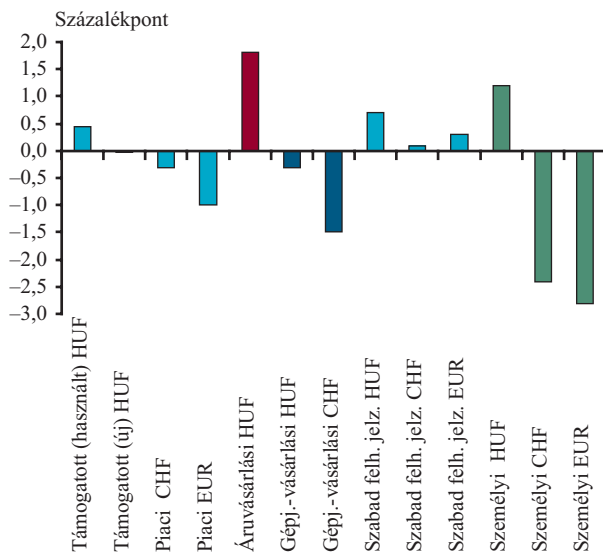
Forrás: MNB.

Árjellegű verseny megjelenése

Az utóbbi három Hitelezési felmérés alapján azt látjuk, hogy a nem árjellegű tényezők folyamatos, és összességében jelentős lazítása mellett az árjellegű verseny is megjelent a háztartási hitelezésben. 2004 végéig ezt a kvantitatív adatok nem támasztották alá²⁷ (II-19. ábra, II-20. ábra).

II-19. ábra

Az egyes hiteltermékek kamatfelárának változása a 2005. január–június közötti időszakban



Megjegyzés: Az ábrán az új folyósítású változó kamatozású, vagy legfeljebb 1 éves kamatfixálású hitelek állománnyal súlyozott THM kamatfelára látható. A támogatott lakáshitelek esetében a kínálati árak súlyozatlan számtani átlagát használjuk. A három deviza közül, amelyekben az adott terméknek nem történik folyósítás, vagy csak nagyon kismértékben, azt nem szerepeltettük.

Forrás: Banki ajánlati hirdetések, MNB.

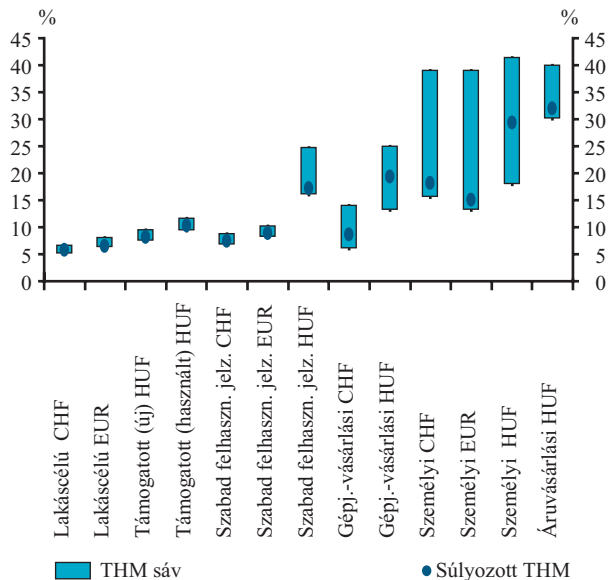
2005-ben a forint fogyasztási hiteleknél – korábbi hozamcsökkenésekhez hasonlóan – a BUBOR csökkenése csak késleltetve jelenik meg a teljes hiteldíjmutató (THM) mérséklődésében, aminek következtében a banki kamatfelár enyhén emelkedik. A piaci hozamcsökkenést legkevésbé az áruhitel követi, amelyeknél feltételezhetően a növekvő kereskedői jutalék gyakorlatilag nem tette

lehetővé a hitelköltség-csökkentést. Az áruhitel-állomány stagnálásában valószínűleg az is szerepet játszott²⁸, hogy ez a fogyasztó számára a legköltségesebb hiteltípus. A kamatfelárak változása alapján a forint fogyasztási hitelek esetén az árverseny még nem jelent meg. Azonban a kamatfelárakban a hitelek összetételének változása is szerepel, amely az árversennyel ellentétes hatást vált ki. Az újonnan folyósított forinthitelek átlagos összegének csökkenése (a nagyobb összegű hiteleket többségében devizában nyújtják) következtében a fajlagos banki költség növekedett, ami a banki kamatrés növekedésének irányába hat.

A deviza fogyasztási hiteltermékeknél az árverseny erősödését jelzi a személyi és autóvásárlási hiteleknél tapasztalt jelentős kamatfelár-csökke-

II-20. ábra

Az ajánlati THM-ek sávja hiteltermékenként, illetve az új folyósítással súlyozott THM 2005 júniusában



Megjegyzés: új folyósítású, változó kamatozású, vagy legfeljebb 1 éves kamatfixálású hitelek. A támogatott lakáshitelek esetében a kínálati árak súlyozatlan számtani átlagát használtuk, míg a többi esetben a júniusi havi új folyósításokkal súlyozott THM-ek szerepelnek. A három deviza közül azt, amelyikben az adott terméknek nem történik folyósítás vagy csak nagyon kismértékben, nem szerepeltettük.

Forrás: Banki ajánlati hirdetések, MNB.

²⁷ A kamatstatisztika aggregátsági foka, illetve a devizahitelekre vonatkozó adatgyűjtés hiánya miatt. 2005-től a kamatstatisztika kiegészült termék- és deviza szerinti bontással, ami megkönnyíti az árverseny alakulásának pontosabb megítélését.

²⁸ Az áruhitelzés megtorpanásában más tényezők is szerepet játszhattak: 2005-ben a bankok szektorszinten sokkal nagyobb hangsúlyt fektettek hitelkártya- és személyi kölcsön-termékek értékesítésére.

nés. A szabad felhasználású jelzáloggal fedezett devizahitelek – legalacsonyabb THM-ű fogyasztási hitelek – kamatfelára gyakorlatilag változatlan maradt.

A lakáshiteleknél feltételezhetően a verseny különböző foka miatt a támogatott és piaci devizahitel részpiacán a kamatfelár eltérően alakult. A támogatott hiteleknél a kamatfelár enyhén növekedett, míg a devizakonstrukciónál csökkenést tapasztalunk.²⁹ Ezt a devizahiteleknél a támogatott konstrukcióval és más szolgáltatók termékével szembeni erősebb versenynek tulajdonítjuk. Az eltérő versenykörnyezetet illusztrálja a koncentrációs mutató, amely mind az új folyósítások, mind a meglévő állományok esetén sokkal alacsonyabb a devizahitelek piacán. A devizahitelek közül elsősorban az eurohiteleknél volt jelentős a kamatfelár-csökkenés, melynek következtében az eurohitelek THM-je megközelíti a svájci frank hitel költségét. Ennek hátterében az áll, hogy több bank kockázatkezelési megfontolásból a svájci frank hitelektől az általuk valamivel kevésbé kockázatosnak ítélt

eurohitelek felé kívánják eltolni a devizában történő lakáshitelezést.

Az árjellegű verseny erősödésének tekintjük a meglévő hitelek kedvezőbb kondíciókkal történő újrafinanszírozását szolgáló konstrukciók megjelenését is. Ezek a konstrukciók – deviza, hosszabb futamidő és pótlólagos fedezetek bevonása mellett – az árázással alacsonyabb havi törlesztőrészlet elérését célozzák. Az ilyen ügyfélszerzési magatartás a már meglévő hitelállomány újraelosztására irányul. Eddig elsősorban a nem elsőrendű adósokat célzó – például adósságrendező – konstrukciók terjedtek el. A szolgáltatók közötti verseny erősödésével azonban az általános újrafinanszírozási konstrukciók is terjedésnek indulhatnak. A más bankoknál pozitív hiteltörténettel rendelkező ügyfelek elcsábítása csökkenti az információs aszimmetria mértékét, ami alacsonyabb banki árakat tesz lehetővé. A fenti folyamatok bankrendszeri szinten a kockázattal korrigált jövedelmezőség csökkenése irányába hatnak.

²⁹ A támogatott hiteleknél a kamatfelárat a következőképpen számoltuk: a THM-hez hozzáadtuk az állami támogatást, majd csökkentettük a támogatás alapjául szolgáló referenciahozamokkal.

II. 2. Piaci kockázatok

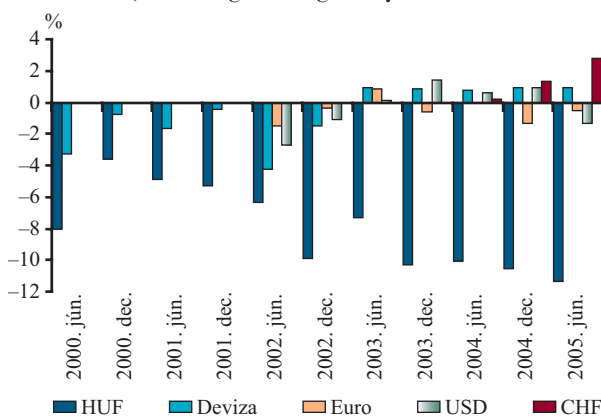
A bankrendszer piaci kockázati kitétsége az elmúlt félév során nem változott lényegesen. Mind a teljes – banki és kereskedési könyvben megjelenő – árfolyam, mind a kereskedési könyvi egyéb piaci kockázati kitétség alacsony szinten van. A banki könyv átárazási szerkezete és az ebből fakadó kamatkockázati kitétség sem változott érdemben. Az árfolyamkitétségben annyi elmozdulás történt, hogy a teljes pozíció változatlansága mellett a bankok külföldi források bevonásával szűkítették a tavaly jelentősen kinyílt mérlegen belüli pozícióikat. A piaci kockázati környezetet csökkenő forintkamatok és kiegyenesedő hozamgörbe, az árfolyam március–májusban kissé megugró volatilitása és átmeneti leértékelődése jellemezte.

II. 2. 1. Kamatkockázat

A kereskedési könyvekben megjelenő piaci kockázatok után képzett tőke nagysága töredékét teszi ki a bankok szavatoló tőkéjének – 2005. június végén mindössze 2,5 százalékát, ugyanez az adat 2004 végén 2,3 százalék volt. A banki könyvek forintkamatkockázati kitétsége a 90 napos kumulált átárazódási rések alapján nem változott érdemben (II-21. ábra). A svájci frank esetében a nyíló rés mögött a rövid átárazású devizahitelek növekedése áll, amit csak részben ellensúlyoznak a bankok CHF-betétbevonásával és mérleg alatti tételekkel. A jelenlegi helyzetben a forintkamatok változása három csatornán keresztül fejt ki jövedelmi hatást. A kamatok csökkenése forrásoldalon gyorsabban jelentkezik, mint eszközoldalon (átárazási kockázat), ami pozitívan hat a banki jövedelmekre. Ezt a hatást azonban korlátozhatja az, hogy forrásoldalon bizonyos betéteknél, azok alacsony kamata miatt, e csökkenés korlátozott (báziskockázat). Az

II-21. ábra

A bankrendszer 90 napos kumulált átárazódási rései valutánként, a mérlegfőösszeg arányában



Forrás: MNB.

ellaposodó hozamgörbének szintén jótékony hatása van a banki jövedelmekre. Ennek oka az, hogy a rövidebb átlagos átárazási idejű források kamata nagyobb mértékben csökken, mint a hosszabb átárazási idejű eszközöké. Összességében a bankok negatív résük miatt nyertek az elmúlt félév alatt a kamatkörnyezetben bekövetkezett változásokból.

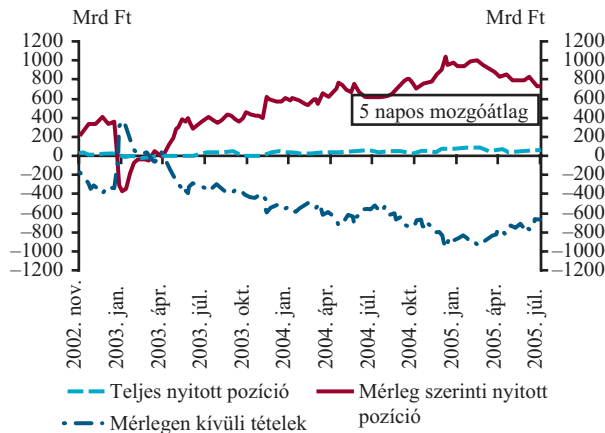
A leértékeléssel és hozamnövekedéssel járó negatív forgatókönyv elvileg a bankoknak jelentős veszteséget okozna kamatkockázati kitétségükön keresztül. A korábbi tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy a bankok az alapkamat változásának késleltetett és eszköz-, illetve forrásoldalon nem azonos mértékű érvényesítésével jelentős mértékben képesek kivédeni a kamatnövelések hatását.

II. 2. 2. Árfolyamkockázat

A bankrendszer teljes devizapozíciója továbbra is alacsony. Ellenben a 2004 végi csúcs után jelentősen csökkent a mérleg szerinti nyitott pozíció (II-22. ábra), a mérlegfőösszeg arányában kifejezve 6,3 százalékról 4,9 százalékra.

II-22. ábra

A bankrendszer deviza nyitott pozíciója



Megjegyzés: A pozitív érték deviza hosszú pozíciót jelöl.
Forrás: MNB.

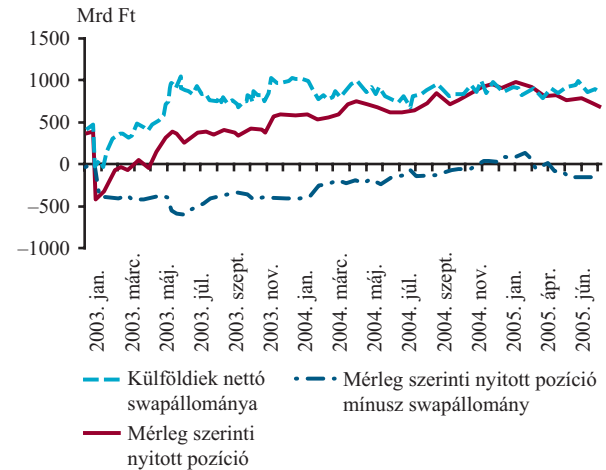
Ennek oka, hogy a (belföldi) devizakihelyezések további növekedését – aminek motorja 2004 közepétől a lakossági devizahitelezés – a bankok mérlegen belül, elsősorban külföldről származó forrásokkal fedezték. Sőt a külföldi forrásbevonás mértéke meghaladta a devizakihelyezések növekményét, ami csökkenő mérlegen belüli nyitott pozíciót eredményezett. Kedvezőnek ítéljük, hogy a bevont külföldi devizaforrások zöme hosszabb lejáratú betét és hitel, valamint külföldről kapott alárendelt kölcsöntőke. Nem elhanyagolható azonban az egyéb, rövid lejáratú bankközi források növekedése sem. Új jelenségnek tekinthető továbbá a devizaértékpapír-kibocsátások megjelenése – utóbbi azonban néhány nagybankra és a jelzálogbankokra korlátozódik.

A mérleg szerinti nyitott pozíció, illetve az általa teremtett fedezési igény nagyságát jelentősen torzíja a külföldiek bankrendszerrel szembeni nettó swapállománya, amely az elmúlt két évben 800-1000 milliárd forint között ingadozott (II-23. ábra). A swapügylet spotlába megjelenik a mérlegben, ezáltal nyitva a bankok mérlegen belüli pozícióját,

míg a terminálba mérleg alatt automatikusan fedezi is azt. Az ügylet lejártakor pedig mindkét pozíció megszűnik. Ha módosítjuk a mérleg szerinti nyitott pozíciót a külföldiek nettó FX-swapállományával³⁰, akkor a következő idősort kapjuk.

II-23. ábra

Korrigált mérleg szerinti nyitott pozíció



Forrás: MNB.

A korrigált adatok alapján csak 2004 végére válik pozitívvá a mérlegen belüli pozíció, amire a bankok devizaforrások bevonásával reagáltak. Ez nem meglepő, hiszen a külföldi és belföldi banki kamatok közötti különbség miatt a bankok számára nem kedvező a pozitív mérlegen belüli nyitott pozíció. Ez ugyanis azt jelenti, hogy forintforrásokból finanszíroznak devizaeszközöket.

Az így számított mérlegen belüli pozíció záródása azt is jelenti, hogy csökkent a bankok fedezési igénye, ami tipikusan belföldi vállalatokkal kötött határidős ügyletekkel történik.

A magasabb hozamokkal és gyengébb árfolyammal leírt negatív makro forgatókönyv közvetlen, árfolyamkitettségen keresztüli hatása nem lenne jelentős. A teljes deviza hosszú/rövid pozícióval rendelkezők egyszeri nyereséget/veszteséget könyvelnének el, ennek nagysága azonban a pozíció mérete miatt nem jelentős.

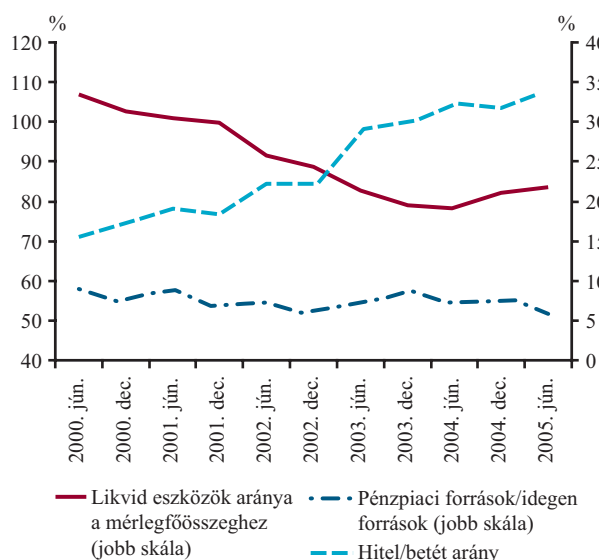
³⁰ A bankok más piaci szereplőkkel szembeni nettó FX-swappozíciói elhanyagolhatóak.

II. 3. Likviditási kockázat

A likviditás mérésére számos, a mérleg struktúráját leíró mutatót használunk.³¹ Természetesen a likviditást külső tényezők is befolyásolják – mint a bankok mérlegeiben tartott eszközök piacának likviditása, a pénzpiacokhoz való hozzáférés, illetve ezek változása. A bankrendszer likviditási helyzetéről eltérő képet mutatnak az egyes aggregált mutatók (II-24. ábra).

II-24. ábra

A bankrendszer likviditási mutatói



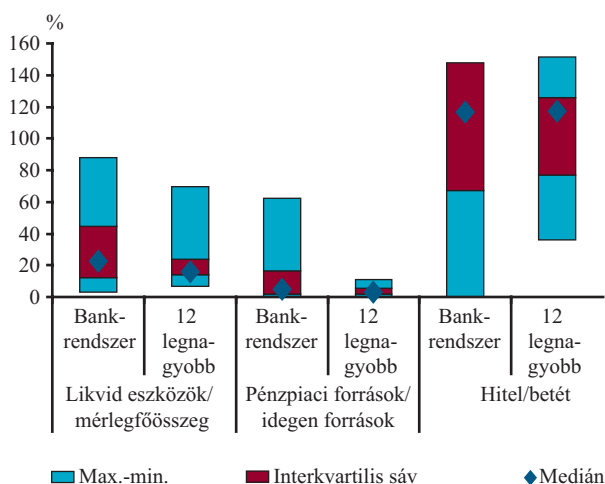
Forrás: MNB.

Egyrészt magas és kissé még emelkedett is a likvid eszközök részaránya, alacsony és csökkenő a pénzpiaci (rövid lejáratú) kitettség. E kedvező képet azonban beárnyékolja a hitel/betét mutató további növekedése, ami 2004-ben lépte át az általánosan elfogadott hüvelykujj szabály szerinti kritikus 100 százalékot.

Az egyes mutatók értéke erősen szóródik a bankok között. A kisebb bankok – amelyek például betétekkel alig rendelkeznek – egyes mutatói gyakran nagyon szélsőséges értéket vesznek fel³², ezért külön vizsgáltuk a 12 legnagyobb bankot (ezek piaci részesedése 86,1 százalék).

II-25. ábra

A likviditási mutatók értékének bankok közötti megoszlása



Forrás: MNB.

A II-25. ábrából látható, hogy a bankrendszer egészében különösen, de a nagybankok csoportján belül is a legtöbb mutatónál erős a szóródás.

Rövid távon a bankrendszer egészének likviditási helyzete nem ad aggodalomra okot. A hitel/betét mutató magas értéke sejteti, hogy a további hitel-növekedést volatilisabb és drágább forrásokból lesznek kénytelenek a bankok finanszírozni.

³¹ Ideális esetben a mérleg alatti tételeket is figyelembe kellene venni, pl. a kapott, illetve nyújtott hitelkereteket.

³² Ezért nem szerepel a II-25. ábrában a hitel/betét mutatónál a bankrendszeri maximum.

II. 4. A bankrendszer pénzügyi helyzete

A hazai bankrendszer pénzügyi helyzete kedvezőnek tekinthető, a minden eddigi értéket meghaladó jövedelmezőség és a stabil tőkehelyzet mellett a bankok közötti különbségek csökkenése is a rendszerstabilitást növeli. A bankrendszeri nyereség oroslánrészét továbbra is a kamateredmény teszi ki. A nyereségnövekedés nagy része azonban a csökkenő hozamok következtében az értékpapírokon realizált árfolyamnyereség emelkedésének, a nem realizált eredmény valós értékelés miatti számbavételének, és a mérrethatékonyság természetes javulásának köszönhető.

Előretekintve elmondható, hogy a makrogazdasági alappálya körüli kockázatok emelkedésével nő a hitelezés várható dinamikája és a hitelkockázat körüli bizonytalanság, és így a jövedelmezőség alakulása is kevésbé kiszámítható. A jövedelmezőség és a tőkehelyzet jövőbeli alakulásának megítélését a számviteli sztenderdekre és a tőke-megfelelésre vonatkozó nemzetközi szabályok változása ugyancsak megnehezíti.

II. 4. 1. Jövedelmezőség

Magas jövedelmezőség, bankok közötti mérséklődő különbségek

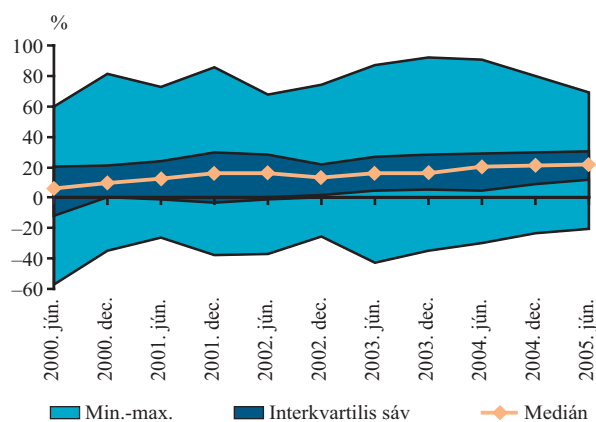
A bankrendszer jövedelmezőségi mutatói 2005 első félévé során tovább emelkedtek.³³ A bankrendszeri ROE 2004 első féléve óta 26,4 százalékról 31,4 százalékra nőtt, a ROA 2 százalékról 2,5 százalékra

emelkedett. A kiemelkedő profit miatt a banki különadó 2005 első félévében csak mérsékelt hatást gyakorolt a bankrendszer eredményére.³⁴

Stabilitási szempontból pozitív fejleményként értékelhető, hogy fokozatosan csökkennek a bankok közötti jövedelmezőségi különbségek oly módon, hogy a közel átlagos vagy annál magasabb profitabilitási mutatóval rendelkező intézmények piaci részesedése emelkedik (II-26. ábra). Eközben a veszteséges bankok száma (3) és mérlegfőösszegének aránya elhanyagolható szintre csökkent, ami hozzájárul a bankrendszeri jövedelmezőségi mutatók javulásához.

II-26. ábra

A hazai bankok ROE-mutatóinak eloszlása



Megjegyzés: Az interkvartilis sáv a bankok középső 50 százalékát tartalmazza a ROE-mutatók alapján. A medián az az érték, amelytől fölfelé és lefelé is az elemek 50 százaléka található.

Forrás: MNB.

Az adózás előtti eredmény legnagyobb részét, akárcsak korábban, most is a kamateredmény teszi ki. A kamatmarzs³⁵ az elmúlt két évben 4 szá-

³³ A jövedelmezőségi mutatók számítása: ROE = adózás előtti eredmény/(saját tőke – mérleg szerinti eredmény); ROA = adózás előtti eredmény / mérlegfőösszeg.

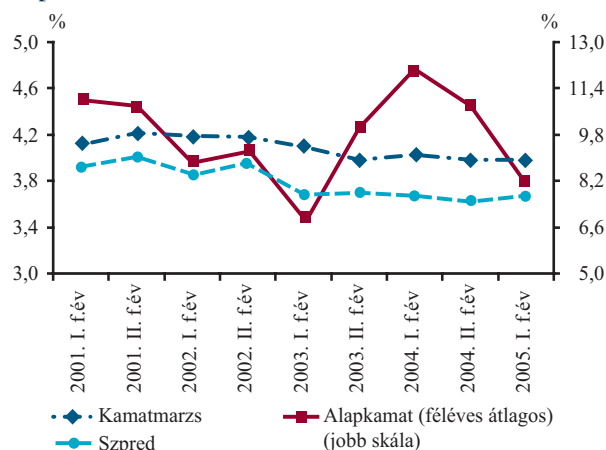
³⁴ A banki különadó mértéke 2005 első félévében 14 milliárd forint, az adózás előtti eredmény 6,7 százaléka volt. Számításaink szerint a vizsgált időszakban a különadó bevezetése nélkül a ROE-mutató egy, a ROA egy tized százalékponttal magasabb lett volna.

³⁵ Kamatmarzs alatt értjük a kamateredmény és a mérlegfőösszeg arányát. Szprednek nevezzük a kamatozó eszközök átlagos kamatbevétele és a kamatozó források átlagos kamatfordítása közötti különbséget. A hitel kamatfelárat a hitelkamatok és a referenciának tekinthető pénzügyi kamatok különbségeként, a betéti kamatfelárat a pénzügyi kamatok és a betéti kamatok különbségeként határozzuk meg. A kamatmarzs és a szpred szorosan együtt mozog, mivel a kamatozó eszközök, illetve kamatozó források mérlegfőösszeghez viszonyított aránya viszonylag stabil, bár a kamatozó források aránya inkább csökkenő trendet mutat.

zalék körüli szinten stabilizálódott és a jegybanki alapkamat változására kevésbé reagált, mint azt megelőzően (II-27. ábra). Az átlagon felüli kamatmarzssal rendelkező bankok továbbra is jellemzően háztartási hitelezéssel foglalkozó intézmények. A bankrendszer kamateredményét egymással ellentétes ár- és volumenhatások befolyásolták. A csökkenő kamatok és a hozamgörbe laposodása az eszközök és a források lejárat/átárazási struktúrájának eltérése miatt pozitív, a hiteloldali erősebb verseny és bizonyos betéti kamatok alsó korlátja miatt negatív hatást gyakorolnak a kamatjövedelemre.³⁶ A volumenhatások közül kiemelhető, hogy a jórészt öt éves átárazódású lakáshitel-állományon stabil, magas jövedelmet realizálnak az intézmények, az új ügyleteken belül pedig nő a retail szektornak, magasabb kamatfelár mellett nyújtott hitelek aránya. Néhány részterületen, elsősorban a lakossági hitelezési részpiacon a gyenge árverseny is növeli a bankok mozgásterét. Mindez a magasabb kamatmarzs irányába hat.³⁷ Megfigyelhető ugyanakkor az új folyósítású devizahitelek marzsának jelentős csökkenése, miközben ezen hitelek részaránya emelkedik. A forrásoldalon az alacsony kamatozású látra szóló betétek és az olcsó devizaforrások részarányának viszonylagos stabilitása alig befolyásolta a betéti kamatfelárat. Az ár és volumentényezőik eredőjeként stabil maradt a kamatmarzs, középtávon azonban ennek csökkenésére számítunk az alacsonyabb infláció és az ezzel járó alacsony kamatkörnyezet, a verseny erősödése és a hitelkereslet növekedésének esetleges lassulása miatt. A kamatjellelű jövedelem aránya a működési eredményen³⁸ belül folyamatosan csökken.

II-27. ábra

A kamatmarzs és a szpred alakulása a jegybanki alapkamat változása mellett

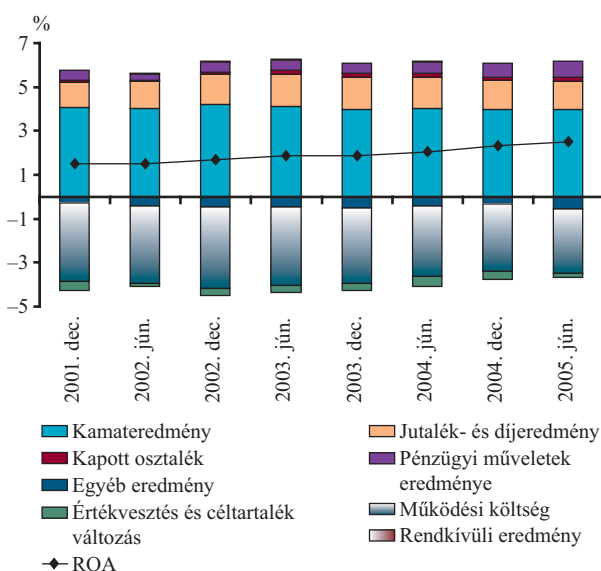


Forrás: MNB.

A nem kamatjellelű jövedelemen belül azonban tovább emelkedik a volatilis komponensnek számító pénzügyi műveletek eredményének aránya, ez a tétel már a nem kamatjellelű jövedelem harmadát adja. A pénzügyi műveletek eredm-

II-28. ábra

Az adózás előtti eredmény összetevőinek alakulása az összes eszköz arányában



Forrás: MNB.

³⁶ A kamatváltozás hatásáról lásd *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2005. április, 56–57. oldal

³⁷ A lakossági hitelezésben a pozitív adósnylivántartás bevezetése hozzájárulna az aszimmetrikus információs problémák csökkenéséhez, ezáltal lehetővé téve a hitelezési feltételek, köztük esetleg a kamatok jobb differenciálását.

³⁸ Működési eredményen értjük a kamatjövedelem, a kapott osztalék, a jutalék- és díjeredmény és a pénzügyi műveletek eredményének összegét.

nyének jelentős, másfélszeres emelkedése nagyrészt a forgatási célú értékpapírokból származó realizált (kamatcsökkenés miatti árfolyam-emelkedés) vagy valós értékelés miatt elkönvelhető, nem realizált bevétel növekedésének köszönhető.

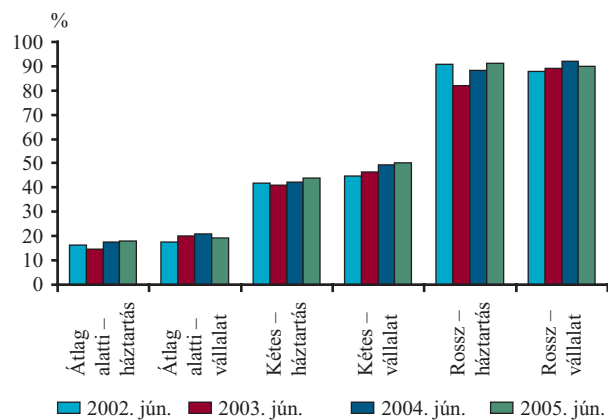
A ROA összetevőinek felbontásából jól látszik, hogy a növekedést a negatív eredmény-összetevők (működési költségek, értékvesztés és céltartalék-változás) csökkenése, valamint a pénzügyi műveletek eredményének növekedése okozza (II-28. ábra). Ezt ellentételezi valamelyest az egyéb eredmény romlása, amely azonban egyedi tényezők hatása. Igen látványos a működési költségek mérlegfőösszeghez viszonyított arányának csökkenése, ugyanis a hitelezés dinamikus növekedése a mérlehatékonyság természetes javulását okozza.³⁹ Ez főleg az adott költségekhez képesti nagyobb méretből eredt. Végül, az eredmény javulásához ugyancsak hozzájárult az előző évi magas bázis miatt a nettó érték-

vesztés és kockázati céltartalékképzés visszaesése.⁴⁰

Az értékvesztés és céltartalékképzés csökkenése ellenére a nem teljesítő hitelek értékvesztéssel való fedezettsége az elmúlt másfél év során kismértékben emelkedett. Leginkább a háztartási hitelek értékvesztéssel való fedezettsége nőtt (II-29. ábra), miközben a háztartási portfólió minősége romlott.

II-29. ábra

A minősített hitelek értékvesztéssel való fedezettsége



Forrás: MNB.

II-3. keretes írás: A ROE összetevőinek alakulása

A tőkearányos jövedelmezőség (ROE) stabilitási szempontú felbontása rendszeresen alkalmazott elemzési eszközként jelenik meg több jegybank stabilitási jelentésében is, hiszen növekedésében stabilitási szempontból pozitív, stabilitást javító és negatív, magasabb kockázatvállalásra utaló hatások egyaránt szerepet játszhatnak.⁴¹ A keretes írásban bemutatjuk a hasonló elemzések módszertanát és a hazai bankrendszeri

ROE-mutató összetevőinek alakulását. A ROE-t négy tényező szorzataként állítjuk elő, amelyek közül az első kettő emelkedése stabilitási szempontból pozitív, a második kettő negatív, ugyanis magasabb kockázatvállalásra utaló folyamatokat tükröz. Az egyes összetevők elmozdulásának irányán túl azok szintje és a változás oka is befolyásolja a folyamatok kockázatoságának megítélését.

³⁹ A hatékonyság természetes javulásának okairól lásd *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2005. április, 64–65. oldal

⁴⁰ A 2004 első félévi értékvesztés magas volt, egy bank rendkívüli, vagyoni érdekeltségre elszámolt értékvesztésének megugrása miatt. E tranzakció nélkül a bankrendszer 2004-es jövedelmezősége még magasabb, az ideji javulás pedig kevésbé látványos lett volna.

⁴¹ A ROE hasonló felbontását végezte el a Bank of England 2003. decemberi, illetve a svéd Sveriges Riksbank 2004. júniusi és 2005. májusi stabilitási jelentésében.

A ROE a következő tényezők szorzataként áll elő:

$$ROE = \frac{\text{Adózás előtti profitmarzs}}{\text{Adózás előtti eredmény}} * \frac{\text{Korrigált mérlegfőösszeg megtérülése}}{\text{Működési eredmény}} * \frac{\text{Kockázatvállalás}}{\text{Korrigált mérlegfőösszeg}} * \frac{\text{Tőkeáttétel}}{\text{Összes eszköz}}$$

$$ROE = \frac{\text{Adózás előtti eredmény}}{\text{Működési eredmény}} * \frac{\text{Működési eredmény}}{\text{Korrigált mérlegfőösszeg}} * \frac{\text{Korrigált mérlegfőösszeg}}{\text{Összes eszköz}} * \frac{\text{Összes eszköz}}{\text{Saját tőke – mérleg szerinti eredmény}}$$

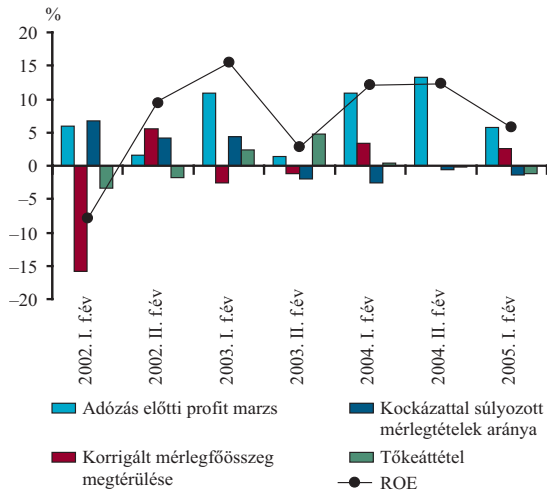
Az adózás előtti profitmarzs a költségek és az értékvesztés hatását szűri ki, és a következőképpen kifejezve látható, hogy egy-fajta hatékonysági mutatóként értelmezhető:

$$\text{Adózás előtti profitmarzs} = \frac{\text{Adózás előtti eredmény}}{\text{Működési eredmény}} = \frac{\text{Működési eredmény} - (\text{működési költségek} + \text{értékvesztés és céltartalékolás} + \text{rendkívüli és egyéb eredmény})}{\text{Működési eredmény}} = 1 - \frac{\text{Eredményt csökkentő tételek}}{\text{Működési eredmény}}$$

A hazai bankrendszer jövedelmezőségének alakulásában a profitmarzs játszott a legnagyobb szerepet az elmúlt három évben (II-30. ábra). A másik három tényező kisebb szerepet játszott és kisebb volatilitást mutatott.

II-30. ábra

A ROE változásának összetevői



Megjegyzés: 12 havi, gördülő bázison számított növekedési ütemek.
Forrás: MNB.

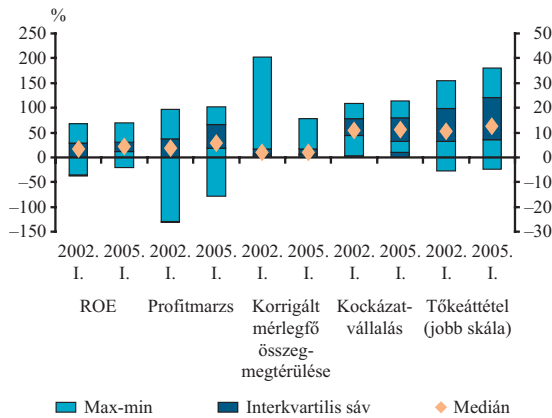
A ROE második összetevője a korrigált mérlegfőösszeg megtérülése, amely az elmúlt időszakban stabilan 8-9 százalék körül alakult a hazai bankrendszerben, kevésbé befolyásolva a profitabilitás alakulását.

A szorzat következő tagja, a korrigált mérlegfőösszeg összes eszközhöz viszonyított aránya a hitelkockázati étvágyat szándékozik mérni. Ez a mutató 2001 és 2003 között 68 százalékról 74 százalékra emelkedett, azóta lassan csökken. A mutató értelmezésével kapcsolatban azonban több módszertani probléma merül fel. A mutató csökkenő értéke ugyanis ellentmond annak a ténynek, hogy a bankrendszer hitelein belül egyre nagyobb az új piaci szegmensek részese-dése, amelyeken belül is elsősorban a devizahitelek dominálnak, így emelkedik a kockázatosnak tekintett tételek aránya. Az ebből eredő kockázatokat azonban a korrigált mérlegfőösszeg a rögzített kockázati súlyok miatt nem tükrözi. Az új szegmensek felé fordulás ugyanakkor stabilitási szempontból pozitív hatással is bír, a pénzügyi közvetítés mélyülése, a diverzifikáció növekedése miatt. Ezen túlmenően a jelenlegi szabályozás szerint a kockázati súlyok időben állandóak, így megítélésünk szerint ez a tényező összességében alulbecsli a növekvő kockázatvállalásból adódó veszélyeket.

A tőkeáttétel mutatója a külső forrásokra való ráutaltságot méri. A mutató növekedése a saját tőke csökkenését, a bankok stressztűrő képességének romlását jelenti. Aránya 2002 során lecsökkent, majd a retail hitelezés felfutásával párhuzamosan újra megnőtt és 2003 óta 12,5-12,8 között ingadozik

II-31. ábra

A ROE és összetevőinek eloszlása



Megjegyzés: az interkvartilis sáv a bankok középső 50 százalékát tartalmazza az adott mutató alapján.
 Forrás: MNB.

az értéke, ami nem számít kiemelkedően magasnak, az emelkedés a pénzügyi közvetítés mélyülésének természetes velejárója.

Összességében a felbontás alapján úgy tűnik, a ROE emelkedésében az elmúlt években elsősorban stabilitási szempontból kedvező tényező, az adózás előtti profitmarzs játszott szerepet, a jövedelmezőség megítélését azonban megnehezítik a kockázatvállalási mutató számításával kapcsolatos problémák. Amennyiben a korrigált mérlegfőösszeg valóban tükrözné a kockázatos ügyletek felé fordulást, emelkedő trendet mutatna, emiatt a ROE harmadik összetevője, a kockázatvállalási mutató is emelkedne. Ezzel párhuzamosan a szorzat második tagja, a korrigált mérlegfőösszeg megtérülése csökkenne, mivel e mutatónak a nevezőjében szerepel a korrigált mérlegfőösszeg növekvő értéke.

Növekvő bizonytalanság a jövedelmezőség alakulásában

A jövedelmezőségi mutatók jövőbeli alakulása körüli bizonytalanság emelkedik. A makrogazdasági pályával kapcsolatos kockázatok és a jövedelemstruktúra, valamint a szabályozás változása megnehezíti a profitabilitás megítélését. Stabilitási szempontból pozitív tényező, hogy a meglévő hitelállományokon realizálható magas kamatmarzs csökkenti az esetleges sokkok negatív hatásait.

A növekedési kockázatok realizálódása a hitelezési dinamikát jelentősen visszavetheti minden részpiacon, amely a jutalék- és díjeredmények visszaeséséhez, illetve a fokozódó árverseny révén alacsonyabb kamatjövedelemhez vezethet. A fizetési mérleg finanszírozási kockázatainak megvalósulása több csatornán keresztül befolyásolja a jövedelmezőséget. Az árfolyam leértékelődése a fedezetlen devizahitelek nagy aránya

miatt negatív hatást gyakorolhat a bankrendszerre, amennyiben rövid távon a hitelezési veszteségek emelkedéséhez vezet mind a lakossági, mind a vállalati hitelek terén. A hozamemelkedés elsősorban a forintban eladósodott ügyfelek hiteleinek minőségét ronthatja, illetve visszavetheti a hitelezést.

A fentiek mellett a volatilisabb jövedelemkomponensek irányába történő elmozdulás, illetve a valós értékelésre való áttérés is növelheti a profitabilitás körüli bizonytalanságot. Néhány intézmény esetében a hitelezési tevékenység kiterjesztése a környező országok piacaira diverzifikációs és jövedelemstabilizáló hatással bírhat. A hazai bankrendszerben a külföldi, nem monetáris szférának nyújtott hitelek aránya az összes hitelben belül jelenleg alacsony, de növekvő tendenciát mutat. Végül megemlíthető, hogy a külföldi leánybankokon keresztül szerzett jövedelem a bankrendszeri eredmény kis hányadát teszi ki, de a jövőben emelkedhet.

II. 4. 2. Tőkehelyzet

Változatlan tőkemegfelelés, magas belső tőkeakkumuláció

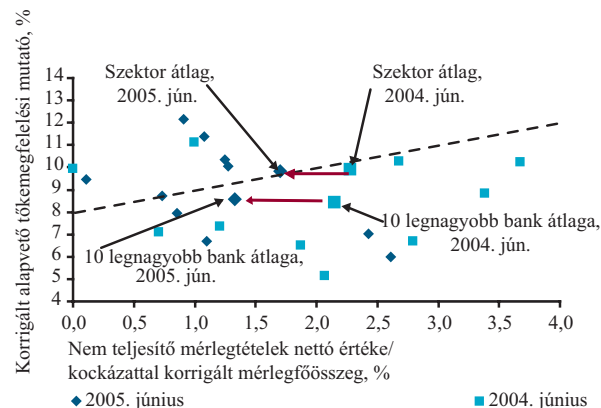
A bankrendszeri átlagos tőkemegfelelési⁴² mutató 2005 első félévében valamivel az egy évvel ezelőtti szintje alá, 11,4 százalékra csökkent, miközben minden bank tőkemegfelelési mutatója (TMM) továbbra is meghaladta a 8 százalékos szintet. A stressz-TMM azonban valamelyest emelkedett az egy évvel ezelőtti szintjéhez képest, amelyet részben az alapvető tőke emelkedése, részben a nem teljesítő hitelek nettó értékének visszaesése okozott. A nem teljesítő hitelek nettó értékének jelentős emelkedését 2004 első felében elsősorban a vállalati hitelek állománynövekedése eredményezte, a mostani csökkenés ezen állomány visszaesésének köszönhető.

A bankok tőkemegfelelésbeli különbségeinek csökkenésére utal, hogy a 10 százaléknál alacsonyabb TMM-mel rendelkező bankok száma felére csökkent, és már csak két nagybank van ebben a kategóriában. A szavatoló tőke növekedése jelentős részben a járulékos tőke emelkedésének köszönhető, ami a feszített tőkemegfeleléssel működő bankok alárendelt kölcsöntőke-bevonása miatt történik. Ezt ellentételezte a limittúlépés miatti levonás emelkedése, amely azonban zömében egy banknál jelentkezik.

A tíz legnagyobb bank stressztűrő képessége fokozatosan javul (II-32. ábra). A feltételezett maximális veszteség elszenvedése esetére számolt alapvető tőkealapú stressz-TMM hat banknál éri el vagy haladja meg a 8 százalékos szintet, miközben egyik nagybank mutatója sem tekinthető kritikusan alacsonynak.

II-32. ábra

A tíz legnagyobb mérlegfőösszegű bank tőkehelyzete és a nem teljesítő követeléseken elérhető maximális veszteségen mért kockázata



Forrás: MNB.

A belső tőkeakkumuláció 2004-ben is magas volt.⁴³

A jövedelmezőség hasonló ütemű javulása és a belső tőkeakkumuláció magas szintje az idei évben továbbra is stabil tőkehelyzetet eredményez.

A jövedelmezőség és a tőkehelyzet középtávú alakulását alapvetően befolyásolja majd az új bázeli tőkemegfelelési egyezmény alapján készülő EU-irányelv (CRD) 2007-től való hazai bevezetése, valamint a nemzetközi számviteli sztenderdek (IFRS) alkalmazására vonatkozó, 2005-től hatályos EU-rendeletben foglalt előírások hazai alkalmazási köréről hozott döntés.⁴⁴

Az IFRS bevezetésének várható hatásai között a jövedelmezőséget növelő és csökkentő tényezők egyaránt vannak, de mindenképpen jelentős átrendeződést fognak okozni mind a mérleg, mind az eredmény szerkezetében. A tőkehelyzet változására az IFRS kisebb mértékben fog hatni, mert a szabályozók a szavatoló tőke számításában néhány változást semlegesíteni kívánnak. A keretes írás a valós értékelés hatásait foglalja össze.

⁴² 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.

⁴³ Az eredmény-visszaforgatás aránya 2003-hoz képest valamelyest csökkent, de még így is az előző jelentésünkben óvatos becslésként feltételezett 70 százaléknál magasabb, 74,5 százalékos volt.

⁴⁴ A rendelet előírásait a magyar tőzsdei társaságként működő bankoknak egyelőre csak a publikus konszolidált jelentésekben kötelező alkalmazni, az egyedi és konszolidált felügyeleti jelentéseket a magyar számviteli szabványok alapján kell összeállítani.

II-4. keretes írás: A valós értékelés közvetlen banki hatásai

Az egységes számviteli és nyilvánosságra hozatali szabályok a transzparencia és a piaci fegyelem növekedése révén a pénzügyi stabilitás biztosításának fontos tényezői. Ennek érdekében az EU-ban 2005. január 1-jétől – kevés kivételtől eltekintve – minden tőzsdén jegyzett cég köteles konszolidált beszámolóját a nemzetközi számviteli standardalkotók bizottsága, az IASB által létrehozott IAS/IFRS standardok szerint elkészíteni. A tagállamok megengedhetik vagy előírhatják az IAS/IFRS alapú beszámolóképzést az egyedi beszámolók, illetve a tőzsdén nem jegyzett társaságok számára is.

A bankok szavatoló tőkéjének számítása szempontjából kiemelt jelentőségűek azok a szabványok, amelyek megkövetelik vagy megengedik az eszközök valós értékelését. Közülük a hatályos IAS 39 standard a pénzügyi instrumentumok nyilvántartásának és értékelésének szabályait írja le. Előírásai szerint a kereskedési céllal tartott eszközöket, a derivatív eszközöket és az értékesíthető portfólióba sorolt eszközöket kötelezően valós értéken kell értékelni, és az átértékelésből fakadó nem realizált nyereséget a kereskedési célú eszközöknél közvetlenül az eredményben, az értékesíthető eszközök esetében pedig a saját tőkében értékelési tartalékként kell kimutatni. A hiteleket és követeléseket, valamint a lejáratig tartott eszközöket alapesetben amortizált bekerülési értéken kell értékelni, de az eredeti szabvány alkalmazói számára az ún. „valós értékelés opció” révén jelenleg korlátozás nélkül lehetséges bármelyik pénzügyi instrumentumot valós értéken megjeleníteni a kimutatásokban.

A „valós értékelés opció” alkalmazásával szemben felügyeleti és pénzügyi stabilitási területen tevékenykedő szakemberek és szervezetek kezdettől fogva komoly aggályokat vetettek fel. Ezek közül kettőt kell kiemelni. Egyfelől a lejáratig tartott eszközök valós értékelése nyomán az eredmény és a saját tőke volatilitásának indokolatlan és mesterséges növekedése felerősítheti a bankok működésének prociklikusságát, másfelől a saját kötelezettségek leértékelődése – amelyet nemcsak a piaci kamatlábak változása okozhat, ha-

nem a saját hitel-kockázat (own credit risk) növekedése, pl. a saját kibocsátású értékpapírok hitelminősítésének romlása is – paradox módon növeli a bankok saját tőkéjét. Ez a helyzet lehetőséget, és egyben túlzott ösztönzöt jelenthet a pénzügyi szempontból gyengébb bankok számára a kockázatvállalás kiterjesztésére.

Az IASB az erősödő kritikák nyomán 2004-ben kibocsátott egy vitairatot, amelyben tételes szabályokat kívánt bevezetni a valós érték opció alkalmazásának korlátozására. A vitákkal párhuzamosan az EU kezdetben egyáltalán nem, később pedig részlegesen – ún. „carved-out” változatban – a valós értékelés opció nélkül adaptálta az IAS 39 szabványt.

A könyvvizsgálók és felügyelők közötti elhúzódó vita végül eredményesnek tűnő kompromisszummal zárult. Az IASB 2005. júniusi ülésén olyan alapelveket fogadott el, amelyek alapján 2006. január 1-jétől a valós értékelés opciót csak az alábbi esetekben lehet alkalmazni:

- összetartozó instrumentumok számviteli inkonzisztenciáinak („accounting mismatch”) csökkentésére vagy megszüntetésére,
- olyan eszközökre, illetve kötelezettségekre, amelyeket dokumentált befektetési vagy kockázatkezelési stratégiának megfelelően valós értékelés alapján menedzselnek,
- bizonyos feltételeknek megfelelő beágyazott származékos terméket tartalmazó instrumentumok esetén.

Ezt a változtatást az EU szabályozói is támogatják, így elfogadás esetén 2006. január 1-jével a közösség országaiban is bevezetésre kerülhet a teljes szabvány. Ugyanakkor a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (BCBS) egy útmutató kiadását tervezi a valós értékelés opció prudens alkalmazásáról, melynek munkaverzióját 2005 júliusában bocsátotta vitára.

A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság még 2004-ben több alkalommal tett javaslatot arra, hogy a saját tőke növekvő volatilitását milyen esetekben kell az illetékes hatóságoknak szabályozói korrekciókkal semlegesíteni. E javaslatok nyo-

mán az európai bankfelügyelők bizottsága, a CEBS ún. prudenciális filtereket dolgozott ki, amelyek alkalmazásáról a tagállamok saját hatáskörben döntenek. A legfontosabb elemek az alábbiak:

- Nem lehet tőkeelemként elismerni az amortizált költségen nyilvántartott instrumentumok cash-flow-fedezeti ügyleteinek eredményét.
- Nem lehet tőkeelemként elismerni saját hitel-kockázat változásából fakadó eredményt.

Ettől eltekintve a bizottság a kereskedési célú eszközökön elért nyereséget/veszteséget a jelenlegi szabályozással azonos módon kezeli, azaz az évközi nem auditált nyereség harmadlagos tőkeelemként, piaci kockázatok fedezésére alkalmazható. Az értékesíthető portfólióba sorolt eszközök közül azon-

ban a hitelek és a követelések valós értékeléséből fakadó realizált nyereséget egyáltalán nem lehet a bankok szavatoló tőkéjébe beszámítani, míg a részvények nyereségét részlegesen, a járulékos tőkében figyelembe lehet venni. Az egyéb értékesíthető eszközökre, pl. a kötvényekre bármelyik említett módszer alkalmazható.

A valós értékelés ugyan megjelenik a jelenlegi magyar számviteli szabályozásban is, de csak lehetőségként. Álláspontunk szerint fontos lenne, hogy a magyar jogrendbe mielőbb beépüljenek az uniós szabályozás implementációjára, illetve a prudenciális jelentési kötelezettségekre, filterekre vonatkozó szabályok, hiszen így az új tőkemegfelelési direktívára (az ún. CRD-re) történő felkészülés mellett a bankok már tekintettel lehetnének a hazai számviteli környezet jövőben bekövetkező változásaira is.

III. Aktuális témák





III. 1. A háztartások pénzügyi kultúrája és a pénzügyi stabilitás⁴⁵

Nemzetközi tapasztalatok alapján a demográfia, a gazdaság és a pénzügyi közvetítőrendszer változásai következtében a háztartások pénzügyi jellemző kockázatokkal szembeni kitettsége folyamatosan növekszik. A leggyengébb kockázatkezelési ismerettel rendelkező szektor egyre közvetlenebbül a pénz- és tőkepiaci sokkok végső elnyelőjvé válik. Magyarországon az utóbbi években fennálló háztartási hitelezés – elsősorban a devizahitelezés – értékelése során merült fel kérdésként, hogy vajon a háztartások rendelkeznek-e a megváltozott kockázatviselésükhöz igazodó, azaz a döntéseik kockázatainak felméréséhez szükséges pénzügyi ismeretekkel.

Az alacsony pénzügyi kultúra a rossz pénzügyi döntések jóléti veszteségén túl a pénzügyi közvetítőkkel, illetve szolgáltatók bizonyos csoportjával szembeni bizalom csökkenését is okozhatja. Szélsőséges esetekben sérülhet a pénzügyi közvetítés hatékonysága, illetve az állami szerepvállalás megerősödéséhez vezethet. Ezt felismerve a pénzügyi kultúra növelése – a pénzügyi intézmények szabályozása és a fogyasztóvédelem mellett – annak a keretrendszernek a részévé válik, mely a gazdasági növekedést és stabilitást kívánja szolgálni (OECD [2005]).

Megállapítható, hogy a háztartások önmaguktól nem képesek a növekvő és változó kockázataik felmérésére és kezelésére. Előrelépést jelentene az iskolai pénzügyi oktatás bevezetése. Az előbbi kiegészülve a magánszféra aktív részvételével kialakított célzott képzésekkel, színvonalas és független háztartási pénzügyi tanácsadás révén sokat segíthetne a háztartások pénzügyi kultúrájának javításában. Egy hatékony, jól koordinált – pénzügyi kultúra növelését

célzó – program nem elhanyagolható társadalmi költségekkel jár, azonban jelentős jóléti haszonnal is kecsegtet.

Az utóbbi években a háztartások pénzügyi jártaságának növelésére tett hazai lépéseket nem tartjuk megfelelőnek. További intézkedések hiányában az elégtelen pénzügyi kultúrából fakadó pénzügyi stabilitási kockázatok növekedésére számítunk. Emiatt időszerűnek tartjuk az említett tényezőkől fakadó pénzügyi stabilitási többletkockázatok, valamint a pénzügyi kultúra növelésére szolgáló lehetséges eszközök bemutatását.

III. 1. 1. A pénzügyi kultúra növelése a stabilitási eszközrendszer új eleme

A háztartások végső pénz- és tőkepiaci sokkelnyelő szerepének erősödése

A különböző pénzügyi szolgáltatók, illetve az állam mind az eszköz, mind a forrás oldalon a fellépő kockázatokat egyre inkább közvetlenül áthárítják a leggyengébb kockázatkezelési tapasztalatokkal rendelkező szektorra, a háztartásokra, csökkentve saját mérlegük és eredményük ingadozását. Ennek hátterében az alábbiak állnak:

- A demográfiai változások (alacsony születési ráta, megnövekedett várható életkor), elodázhatatlanná teszik a felosztó-kirovó nyugdíjrendszerek reformját. Az átalakuló nyugdíjrendszerek egyre inkább öngondoskodásra épülnek, a tőkepiaci befektetések előtérbe kerülnek. Következésképpen az egyén viseli a megtakarítási (elégtelen hosszú távú megtakarítások, igényekhez nem megfelelő eszköz választása) kockázatot, illetve a megtakarítással

⁴⁵ A fentiekben tárgyaljuk az általunk kiemelten fontosnak tartott kérdéseket, illetve az éves rendszerességgel megjelent elemzéseket.

kapcsolatos piaci (kifizetések volatilisabbá válhatnak) és inflációs kockázatot (kifizetések nem indexáltak).

- Az új gazdasági környezet okozta kihívások, például alacsony infláció (amely eszközár-buborékkal és túlzott eladósodással járhat), kibővült fogyasztói mozgáster stb. szintén növelik a kockázatot.
- A pénzügyi közvetítőrendszerben bekövetkező változások:
 - A bankokkal szembeni tulajdonosi elvárások megváltozása (az állami szféra kivonulása a pénzügyi közvetítésből, szolgáltatók nemzetköziesedése), a dereguláció és liberalizáció, illetve a dezintermediáció következtében erősödik a verseny. Az erősebb verseny és a növekvő profitelvárások csökkentik a bankok hagyományos időbeli simító magatartását, a hosszú távú szolgáltató-ügyfél kapcsolatnál megjelenő kockázatmegosztást és növelik a piaci áringerőzést kitett termékek részesedését.
 - A felgyorsult termékinnováció, marketing, értékesítési és kommunikációs eszközök fejlődése eredményeként már az átlagos háztartás is nagyszámú, komplex és gyorsan változó termékpalettával néz szembe. Ezeket az eszközöket az értékesítés növelése céljából úgy is fel lehet használni, hogy eredményeként a háztartás olyan szolgáltatást vásárol meg, amelyre nincs is igazán szüksége, illetve nem a legmegfelelőbb számára (miss selling).

Az elégtelen háztartási alkalmazkodás mögött alapvetően három tényező áll.

- Pénzügyi ismeret hiánya, amely sokszor vezet hibás pénzügyi döntésekhez.
- Gyenge piaci erő, amely a pénz- és tőkepiac legkiszolgáltatottabb szereplőjévé teszi a háztartást.

- A magánszemélyek viselkedési korlátai, melyek még teljes informáltság, magas pénzügyi kultúra esetén is vezethetnek kockázatos és hibás döntésekhez.⁴⁶

Az előbbi három tényező közül a viselkedési korlátokat egy keretként foghatjuk fel, melyen belül a pénzügyi kultúra növelésével, illetve a fogyasztóvédelemmel a háztartásoknál jelentkező kockázatok kontrollálhatóbbá válnak.

A pénzügyi kultúra növelése és a fogyasztóvédelem

A klasszikus fogyasztóvédelem elsősorban jogi és szabályozási eszközök alkalmazásával kívánja a háztartást informáltabbá tenni, továbbá igyekszik meggátolni a szolgáltatók erőfölénnyel való visszaélését is. Ugyanakkor a fogyasztóvédelem jogi eszközei jellemzően korlátozzák a pénzügyi szolgáltatások spektrumát, csökkentve ezzel a háztartások választási szabadságát és mozgásterét is.

A pénzügyi kultúra növelésének célja az, hogy a háztartások a tágabb, de kockázatosabb mozgáster előnyeit ki tudják használni, azaz képesek legyenek a kockázatok felismerésére és kezelésére. A pénzügyileg képzettebb háztartások ugyanis élni tudnak a kibővült mozgásterrel, mely a jólét növekedéséhez vezethet. A pénzügyi közvetítőket a tájékozott, felkészült fogyasztó nagyobb versenyre készíti, ugyanakkor a fogyasztó – kockázattudatosabb viselkedése révén – alacsonyabb hitelezési veszteségeket okoz a szektornak. Jól működő, hatékony pénzügyi képzési programmal tehát jóléti többlet lehetőségek használhatók ki, szemben a szigorúbb szabályozással, illetve fogyasztóvédelemmel.

A fogyasztóvédelem és a pénzügyi kultúra növelése egymást kölcsönösen erősítő eszközökké is

⁴⁶ Ezeket a jelenségeket a viselkedési közgazdaságtan igyekszik feltárni. Az emberi problémamegoldás, információfeldolgozás korlátjai miatt a háztartások racionalitása is korlátozott.

válhatnak. A pénzügyileg műveltebb háztartás jobban képes fogyasztói jogaival élni, míg például a megfelelő tájékoztatási kötelezettség előírása és betartatása hozzájárul a háztartás pénzügyi ismereteinek bővüléséhez.

A pénzügyi kultúra és a pénzügyi stabilitás

A nem megfelelő pénzügyi kultúrával rendelkező fogyasztók két módon jobban veszélyeztetik a pénzügyi stabilitást a pénzügyileg jártasabb társaihoz képest:

- Ismeretek hiánya következtében kockázatosabb pénzügyi pozíciót vehetnek fel (túlzott eladósodás, elégtelen és nem diverzifikált megtakarítás stb.), mint amennyit a kockázatviselési hajlandóságuk indokolna. Ilyenkor negatív (pl.: piaci) események ennek a háztartási csoportnak a nettó vagyonában és cash flow-jában nagyobb csökkenést válthatnak ki.
- A háztartások számára váratlan negatív esemény akár túlzott háztartási reakciót válthat ki. A háztartások erősen csökkenthetik fogyasztásukat, illetve a pénzügyi szolgáltatások (hitelek és szofisztikáltabb megtakarítások) iránti keresletüket. A korrekció keretében bizalmatlanság alakulhat ki a szolgáltatókkal, illetve szolgáltató és terméktípusokkal szemben.

Amennyiben a háztartások jelentős részénél a pénzügyi kultúra fejlődése nem tart lépést a háztartásokra nehezedő kockázatokkal, a pénzügyi szektor közvetítő funkciója sérülhet az alábbi mechanizmusokon keresztül:

- A fent említett negatív események közvetlen módon, a kockázatok fogyasztóra történő áthárítása következtében, a pénzügyi közvetítő-

rendszerre inkább csak a hitelezési oldalon hathatnak. A háztartások megrendült pénzügyi helyzetükből kifolyólag nem képesek az adósságaikat törleszteni. Jelentősebb hitelezési veszteségek esetén a pénzügyi közvetítők pénzügyi helyzete meggyengülhet.⁴⁷

- Közvetett hatások egyrészt a visszaeső fogyasztás által indukált gazdasági visszaesésen⁴⁸, másrészt bizalmi válságon keresztül érhetik a pénzügyi szektort. Ezek a közvetett hatások egyedül a háztartások megtakarítási pozícióját érintő sokkok esetén is megjelenhetnek. Sőt a szakértők többsége egyetért abban, hogy az alacsony pénzügyi műveltségből adódó rossz adósságkezelésnél sokkal kockázatosabbak – nagyobb makrogazdasági hatással járhatnak – a nem megfelelő hosszú távú megtakarítási döntések (IMF [2005], 84. o.).⁴⁹

A pénzügyi közvetítés sérülése az állami szerepvállalás megerősödésével járhat: a felmerülő költségek egy részének átvállalásán, szigorúbb szabályozáson, illetve közvetlen ellenőrzésen keresztül. Ezért az alacsony pénzügyi kultúrából fakadó kockázatok csökkentésében az állami és a magánszféra egyaránt érdekelt.

III. 1. 2. A pénzügyi kultúra fejlesztésének eszközei

Az OECD (2005) tágra határozza meg a pénzügyi nevelés fogalmát. „Olyan folyamat, mely során a fogyasztó/befektető – információ, oktatás és/vagy független tanácsadás révén – egyre jobban megérti a pénzügyi termékeket, koncepciókat és kockázatokat. Képességeket és bizalmat alakít ki a fogyasztóban, mely segít a pénzügyi kockázatok és

⁴⁷ A meggyengült tőkehelyzet, illetve a negatív tapasztalatok a bankokat hitelezésük visszafogására készíthetik, a pénzügyi közvetítés sérülhet.

⁴⁸ A gazdasági dekonjunktúra a vállalati hitelportfólión keresztül, illetve a vállalati szektor munkaerő-piaci alkalmazkodásával a háztartási hitelportfólió további romlásával emelheti a hitelezési veszteségeket.

⁴⁹ Például a magánnyugdíjrendszerben az alacsony megtakarítások, rossz befektetési stratégiák, illetve a nyugdíjalapok általánosan gyenge teljesítményének hatása.

lehetőségek jobb megértésében, megfelelő információk alapján a döntéshozásban. A fogyasztó ismerje, hogy kitől lehet segítséget kérni, illetve tudjon más hatékony eszközöket alkalmazni az anyagi jólét növelése céljából.”

Az információnyújtás, az oktatás és a tanácsadás alkotja a pénzügyi nevelés három pillérét. Ezenkívül hangsúlyozni szükséges a nevelés folyamatjellegét, ugyanis az egyszer megszerzett tudás egyrészt elfelejtődik, másrészt a pénzügyi szolgáltatások gyors fejlődésével hamar elavulttá is válik.

Információnyújtás

A háztartások pénzügyi helyzetüket hosszú évekre befolyásoló döntéseinél elengedhetetlen, hogy megfelelő információkkal rendelkezzenek. Megfelelőnek ítéelhetjük azt az információt, amely széleskörű, könnyen és olcsón hozzáférhető, valamint közérthető. A széleskörűsége és hozzáférhetősége vonatkozó kívánalmak már több országban teljesülnek, sőt bizonyos esetekben már információbőségről beszélhetünk.

Az egyesült államokbeli tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy önmagában a háztartásoknak jutott növekvő információhalmaz nem elegendő a háztartások pénzügyi menedzselésének javításához (Hilgert–Hogarth [2003]). Az információk közvetítése csak akkor hatékony, ha az közérthető. Mindezen túl azonban ezen szakmai jellegű tájékoztatók feldolgozásához elengedhetetlen bizonyos szintű pénzügyi ismeret, mely az oktatás/képzés szerepére világít rá.

Oktatás, képzés

A pénzügyi oktatás célja, hogy a háztartások képessé váljanak a pénzügyi fogalmak és koncepciók megértésére.

A tárgya szerint háromféle képzést különböztethetünk meg:

- Általános monetáris ismeretek (pénz értéke, infláció, kamat, árfolyam stb.),
- magánszemélyek általános pénzügyei (hitelek, megtakarítások, háztartási költségvetés összeállítása, hosszú távú célok kellő figyelembevétele stb.),
- célzott programok: előre meghatározott célcsoportnak (pl.: fiatal házaspárok) és pénzügyi célnak (pl.: lakásvásárlás) megfelelő oktatás.

Az alacsony pénzügyi kultúra lehetséges következményei miatt a pénzügyi képzésben mind az állami, mind a magánszféra érdekelt. Az általános pénzügyi ismeretek (monetáris, magánszemélyek pénzügyei) oktatása – más alapismeretek oktatásához hasonlóan, közjóság jellegük miatt – az állami szervekhez jobban köthetőek. A szakértők egyetértenek abban, hogy az oktatás politikával karöltve létrehozott általános programok az iskolai oktatás részévé kell hogy váljanak (OECD [2005]). Az általános szintű képzések szakmai koordinációját is – a már gyakorlattal rendelkező országok többségében – állami szervek végzik. A felügyeleti funkciót is ellátó jegybank mindkét típusú általános oktatást szakmailag koordinálja. Szétválasztott felügyeleti és monetáris funkciók esetén általában a szakmai koordináció is megoszlik: az általános monetáris típusú képzés szakmai koordinációja a jegybanknál, míg a magánszemélyek általános pénzügyeire vonatkozó képzés a felügyelethez kerül. Azonban arra is találunk példát, hogy már az általános képzéstípusok koordinálásánál is bevonásra kerül a magánszféra.⁵⁰

A harmadik típus, a célzott képzési program, közelebb áll a magánszféra érdekeihez, így ezekben nagyobb részvételükre – mind a szakmai koordinálásban, mind a finanszírozásban – lehet töre-

⁵⁰ Németországban a német jegybank a pénzügyi szférával létrehozott egy szövetség a pénzügyi kultúra növelésére.

kedni. Az egyedi pénzügyi szolgáltató elsősorban hosszú távú ügyfélkapcsolat esetén tekinti magát érdekeltnek a képzésben. Azonban éles versenyhelyzetben, rövid távú profitszemlélet mellett az ún. „potyautas” jelenség léphet fel. Ez gyakorlatilag azt jelenti, hogy az egyik pénzügyi szolgáltató által finanszírozott képzésből egy másik szolgáltató profitálhat (azáltal, végül vele szerződik az ügyfél). Ellentmondáshoz vezethet, hogy míg a szektor egésze érdekelt a képzés eredményességében, addig egyedi szinten nem biztos, hogy megtérül a befektetés. Ez a pénzügyi szolgáltatók szövetségeinek szerepére hívja fel a figyelmet.

A pénzügyi közvetítők mellett a vállalatok is érdekeltté válhatnak a pénzügyi képzésben. A hosszabb távú munkáltató-munkavállaló kapcsolat következtében a potyautas jelenség gyengébb lehet.⁵¹ A '90-es évek végétől számos egyesült államokbeli nagyvállalat felismerte, hogy a pénzügyi nehézségekkel küzdő alkalmazottak teljesítményére erősen kihat a megrendült anyagi helyzetük. Ezért elterjedőben vannak az átfogóbb jellegű vállalati képzési programok (Garman–Tech [1998]).

A fentiekben felsorolt képzéstípusok a legtöbb országban még hiányoznak, illetve nem állnak össze egységes programmá. Az elmúlt években – felismerve a képzés hiányából fakadó kockázatokat – a jelentős pénzügyi piacokkal rendelkező országokban (Egyesült Államok, Nagy-Britannia, Japán, Franciaország) több kezdeményezés történt a pénzügyi képzés erősítésére. A képzések többsége állami forrásból táplálkozik (IMF [2005]). A nemzetközi intézmények közül az OECD (2005) ajánlást dolgozott ki a pénzügyi oktatás alapelveiről és a követendő gyakorlatról. Az ajánlás a nemzeti sajátosságoknak megfelelő pénzügyi képzési programok kidolgozását javasolja és fontosnak tartja a program egyes pillérei közötti hatékony koordinációt.

Az egyes képzési típusok hatékonyságáról elsősorban egyesült államokbeli tapasztalatok állnak rendelkezésre. A különböző képzések hatékonyságáról megoszlanak a vélemények, azonban a következő általános megállapítások tehetőek (Braunstein–Welch [2002]):

- A nagyon szűk és speciális pénzügyi ismeret kis hatással van a viselkedésre, a pénzügyek szélesebb megértése sokkal sikeresebb háztartási magatartáshoz vezet;
- A háztartások legjobban a gyakorlat által tanulnak, a saját pénzügyi nehézségeikből szerzett tapasztalat a legmeghatározóbb;
- Az absztrakt ismeretek oktatása nem hatékony, csak a gyakorlati központú oktatás vezet eredményre;
- A munkahely hatékony hely a felnőttek képzésére;
- Ezen a területen is szükséges az „élethosszig” tartó tanulás.

A fentiekből következik, hogy az iskolai oktatás, bár nagyon fontos, önmagában nem elegendő. Egyrészt azért, mert a pénzügyi oktatás iskolai intézményesülésének előnyeiből csak a fiatalabb generáció részesül. Másrészt a felnőttek többségének sem motivációja, sem ideje nincs a tanulásra, illetve az iskolában megszerzett tudásuk frissítésére. Ugyanakkor ma már a pénzügyek, illetve a kezelésével kapcsolatos kockázatok a fiataltól a nyugdíjasig minden korosztályt érintenek. Az előbbieket miatt a magánszféra szerepe nagy, hiszen a pénzügyi döntési helyzetben – elsősorban szolgáltatóként – ezek az intézmények találkoznak a fogyasztóval. Így nem véletlen, hogy a szakértők és a nemzetközi szervezetek (IMF, OECD) véleménye szerint szükség lenne a magánszféra nagyobb hozzájárulására a pénzügyi oktatás finanszírozásában, illetve részvételére a képzésben.

⁵¹ Az egyesült államokbeli magánnyugdíjrendszer egyik fontos pillére a munkáltató által fizetett, támogatott nyugdíjalap. A vállalati nyugdíjprogramokból kifolyólag a vállalati oktatási programok elsősorban szűken a megtakarítási és befektetési kérdésekre irányulnak.

Ennek van is tere, csak összehasonlítóképpen: a teljes (állami és magán) pénzügyi oktatásra fordított kiadások elenyészők a pénzügyi szektor marketingkiadásaihoz képest.

Tanácsadás

A fejlett pénzügyi közvetítéssel rendelkező országokban növekszik a háztartási pénzügyi tanácsadással foglalkozó profit és nonprofit cégek jelentősége. A pénzügyi tanácsadás az aktuális általános pénzügyi folyamatokat figyelembe véve termékeket javasol, segíti a fogyasztót abban, hogy a már megszerzett ismereteit a legjobban hasznosítsa.

Az ilyen jellegű tanácsadás legnagyobb problémája a finanszírozásában rejlik. A háztartások általában nem, vagy csak kismértékben hajlandóak fizetni az ilyen jellegű szolgáltatásokért. Ezért a különböző szolgáltatók általában tranzakció alapú tanácsadási díjat kötnek ki, amely azzal a kockázattal járhat, hogy az értékesítési, önfenntartási cél felülkerekedik a tényleges tanácsadáson.

Ezért nagyon fontos, hogy a tanácsadó független legyen, azaz ne függjön a háztartás döntésének következményétől, így biztosítható ugyanis leginkább az ügyfél érdeke. Az IMF (2005) felvetette, annak érdekében, hogy a pénzügyi tanácsadók jobban szolgálják a háztartások érdekeit, preferált állami kezelést (pl.: adózási, szabályozási) is lehetne alkalmazni. A könnyítések ellentételezéseként a tanácsadást mentessé kell tenni a potenciális érdekkonfliktusoktól, hogy ily módon (például költségeiben) átlátható tevékenységgé váljon.

A pénzügyi szolgáltatók esetében a függetlenség fenntartása nehezebb. Ugyanakkor egyre több pénzügyi szolgáltató ismeri fel, hogy a hosszú távú ügyfélkapcsolat, ügyfél fizetőképességének fenntartása érdekében a háztartásokat segítenie kell a

pénzügyeikkel kapcsolatos kockázatok kezelésében, és megfelelő tanácsadásban kell részesíteni őket pénzügyi döntéseikről, illetve ezek lehetséges következményeiről. Az OECD (2005) is kiemeli ajánlásában, hogy a pénzügyi intézményeknek hangsúlyozottabb pénzügyi oktatási és információnyújtási tevékenységet kellene folytatniuk, illetve ezeket egyértelműen el kellene választaniuk a kereskedelmi célú pénzügyi tanácsadásuktól (pl.: private bankingtől).

III. 1. 3. Hazai helyzet

Alacsony pénzügyi ismeretek

Az első fejezetben leírt tényezők Magyarországon is a háztartások végső pénz- és tőkepiaci sokkelnyelő szerepének erősödéséhez vezetnek. A fejlett országokhoz hasonlóan széles pénzügyi mozgástér áll a hazai háztartások rendelkezésére. A hazai háztartások pénzügyi kultúrájának pontos számbavételét célzó átfogó felmérés ez ideig nem készült. Ezért csak különböző pénzügyi eseményekből és más célra készülő felmérésekből következtethetünk a háztartások elégtelen pénzügyi kultúrájára.

A legfontosabb probléma, hogy a társadalom döntő része semmilyen pénzügyi, illetve gazdasági oktatásban nem részesült. Megfelelő alapok hiányában az új ismereteket nehezen, illetve nem nagyon fogadják be. Ennek az is a következménye, hogy következő generációnak sem adnak tovább megfelelő pénzügyi ismeretet.

Az elmúlt években több olyan pénzügyi esemény is történt, amely a háztartások nem megfelelő pénzügyi műveltségét mutatja.

- Az ingatlanszövetkezeti botrány⁵², főleg nyugdíjasok általi befektetések jól példázzák a kockázat-hozam kapcsolat ismeretének hiányát.

⁵² Egyes szövetkezeteknél büntetőjogi felelősség is felmerült.

- Pénzkölcsönzők terjedése, melyek nagyon magas kamatra, rövid futamidőre, gyorsan, viszonylag kis összegű kölcsönöket nyújtanak. Azonban a hitelfelvevők nem minden esetben számolnak a későbbi terhekkkel, mely könnyen adósságcsapdába kényszeríthetik őket (PSZÁF [2005]).

Az előbbi inkább sajtóvisszhangot kiváltó, de háztartások kis körét érintő ügyekkel szemben pénzügyi stabilitási szempontból a szektor egészére domináns pénzügyi kultúra meghatározó. Több példát is bemutatunk olyan eladósodási és megtakarítási gyakorlatról, mely a szektor nem megfelelő pénzügyi kultúrát példázza.

- A GfK háztartások körében végzett rendszeres felmérései⁵³ azt mutatják, hogy a háztartások bank- és termékválasztási viselkedése meglehetősen passzív, ami a szektor gyenge pénzügyi jártasságra utal.
- Az elmúlt években elsősorban a hiteloldalon, kiváltképpen a devizahitelezés kapcsán merültek fel a nem megfelelő pénzügyi kultúrából származó kockázatok. A háztartások jelentős része a kockázatok mérlegelése nélkül – nagyobb árfolyamgyengülés eshetőségével nem számolva – a legkisebb törlesztőrészlettel járó hitelkonstrukciót választja. Adicionális kockázatként jelenik meg, hogy a likviditáskorlátos ügyfelek közül a devizahitelezéssel az is forráshoz jut, aki a forintfinanszírozásból kizorul (MNB [2005]).
- Az orosz válságot megelőző átmeneti kockázati profil-emelkedés – részvénybefektetés növelés⁵⁴ – kivételével a háztartások pénzügyi megtakarítási formáit tradicionális, kockázatkerülő kép jellemzi: banki betétek és állampapírok, illetve kincstárjegyek – közvetlenül⁵⁵, illetve közvetve – több mint 90 százalékát adják a piaci ármozgásnak kitett pénzügyi megtakarításoknak. Ebből három következtetés vonható le:
 - A háztartások részvénybefektetéseinek alakulása jó példája a pénzügyi járatlanságból kialakuló bizalmi válságnak. A tőzsdei sokk után a veszteséget okozó részvényekkel szembeni tartós bizalmi válság alakult ki. A hazai háztartások, az időközben bekövetkező tartós tőzsdei hossz ellenére, kerültek ezeket a befektetéseket, a tranzakciók folyamatosan csökkentik a meglévő állományokat (III-1. ábra).
 - A hosszú távú megtakarítások szerkezete túlságosan az állampapírra támaszkodik. Mindez alacsony inflációs környezetben – az alacsony hozamon keresztül – elégtelen megtakarításhoz vezethet. Ezért – nemzetközi tapasztalatok alapján – a kockázatosabb részvénybefektetés magasabb aránya szükségeltetne.
 - Nem elég diverzifikált a portfóliójuk, amely részben a nagyon alacsony részvénybefektetésekből, illetve a külföldi befektetések marginális arányából fakad.
- A 2003-as forintpiaci spekulációs támadáskor – a megugró hozamszint következtében – a háztartások az eddig általuk kockázatmentesnek tekintett állampapíron vesztek. A likvid befektetési jegyeiktől alacsony árfolyamon megváltak és rövid eszközökbe (forintbankbetétbe, illetve kincstárjegyekbe) fektettek. A jelzett időszakban a tőzsdei árak emelkedtek, mely azt mutatja, hogy egy diverzifikáltabb portfólió valószínűleg alacsonyabb veszteséggel járt volna. A befektetési alapok javuló teljesítményét látva a háztartások újból keresni

⁵³ Pénzügyi piaci adatszolgáltatás.

⁵⁴ A háztartások direkt módon birtokolt részvényrészese mellett megbecsültük az indirekt – pénztárakon, befektetési alapokon keresztül – tulajdonukat. Ez 1998 elején a piaci áringadozásnak kitett pénzügyi eszközökön belül megközelítőleg 9 százalékot ért el, amely 2-3 százalékra csökkent.

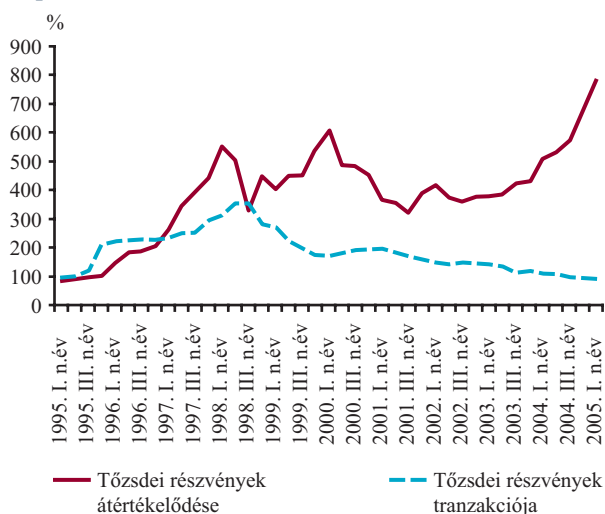
⁵⁵ A közvetlenül birtokolt papírok mellett a háztartások nyugdíjpénztári, befektetési alapban, illetve életbiztosítási díjtartalékban tartott megtakarítása döntően állampapír.

kezdték ezeket az eszközöket. Bizalmi válság nem alakult ki, viszont a háztartások – a veszteségek után – kockázatkerülővé váltak, alacsony ár mellett lecsökkentették a veszteséget okozó eszközzel szembeni kitettséget.

- A nyugdíjrendszer átalakulásával jelentőssé vált a háztartások által viselt elégtelen megtakarítás kockázata. A jelenlegi folyamatok alapján Magyarországon nagyon jelentősnek mondható az a kör, amely várhatóan csak a minimális nyugellátásban fog részesedni.⁵⁶

III-1. ábra

A háztartások által birtokolt tőzsdei részvényekkel kapcsolatos tranzakciók és átértékelődések indexei



Megjegyzés: a tranzakció a szektor nettó adásvételi pozíciója, amely az osztalékjövadalmat is tartalmazza, a tranzakciók szezonálisan igazítottak. A mutatók bázisa 1994. év vége.

Forrás: MNB.

A pénzügyi kultúra növelésére tett eddigi lépések

A pénzügyi kultúra növelésének pillérei közül a pénzügyi oktatás területén már történtek lépések. A hazai felügyelet készítettett középiskolák számára általános háztartási pénzügyekről szóló oktatóanyagokat, amelyek letölthetőek a felügyelet honlapjáról, illetve oktatófilmeket küldött ki az iskolák számára. Azonban országos oktatási prog-

ram még nem indult be. Az MNB a Látogatóközponttal, újságírókon keresztül a Jegybankunk című folyóirattal kívánja a háztartások általános monetáris ismereteit növelni. A *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* című kiadvány megállapításainak kommunikálásával szintén a szélesebb közönséget kívánja elérni.

A '90-es években a szükséges pénzügyi információkra vonatkozó kritériumok (széleskörűség, hozzáférhetőség, közérthetőség) csak korlátozottan teljesültek. Az elmúlt években az információforrások bővültek, számos termékismertetési, összehasonlítási forrás (gazdasági szaklapok, illetve internetes oldalak) lelhető fel. Több szabályozási lépés is történt a háztartások jobb informálására, például lakáshitel-THM és kockázatfeltáró nyilatkozat bevezetése. Azonban az internethasználat korlátozott elterjedéséből, illetve a nem megfelelő szintű pénzügyi kultúrából fakadóan a társadalom nagy részéhez a szükséges információk nem jutnak el, illetve nem képesek az információk megfelelő feldolgozására. Azonban az érdekelt pénzügyi szféra csak a szűken vett értékesítést ösztönző marketingre költ, míg az ügyfelek jobb tájékoztatásával kevésbé törődik.

Független, a háztartások pénzügyi tanácsadására szakosodott cégek nem alakultak még ki. A különböző pénzügyi brókercégek, bár magukat függetlennek vallják, tranzakció alapú díjazásuk révén erősen érdekeltek az értékesítésben.

Összességében a fenti lépéseket a megnövekedett kockázatokkal és a hazai háztartások alacsony pénzügyi kultúrájával összevetve nem tartjuk elegendőnek. Megfelelő további intézkedések hiányában és a pénzügyi kultúra alacsony foka következtében hosszú távon a pénzügyi stabilitási kockázatok folyamatos növekedésére számíthatunk.

⁵⁶ 2004-ben az önfoglalkoztatottak, illetve az intézményi körön kívül esők – döntő részük minimálbéren bejelentve, vagy feketén dolgozik – az MNB becslése alapján megközelítően 30 százalékát teszik ki a teljes foglalkoztatotti létszámnak.

Irodalomjegyzék

- Braunstein, S. and Welch, C.**, 2002, "Financial literacy: an overview of practice, research and policy", Federal Reserve Bulletin.
- Garman, T. and Tech, V.**, 1998, "Consumer Educators, Now Is The Time For A Paradigm Shift Toward Employee Financial Education", Consumer Interests Annual, Vo. 4.
- Hilgert, M. and Hogarth, J.**, 2003, "Household financial management: the connection between knowledge and behavior", Federal Reserve Bulletin.
- IMF, 2005, "Global Financial Stability Report", Household Balance Sheets.
- MNB, 2005, „Jelentés a pénzügy stabilitásról”, <http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhustabil>.
- OECD, 2005, "Recommendation on principles and good practices for financial education and awareness"
- PSZÁF, 2005, „Beszámoló a felügyelt szektorok 2004. évi működéséről”, Éves Jelentés 2004, <http://www.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafhu publikaciok>.

III. 2. A túlzott hitelnövekedés kialakulásának okai és következményei

A fundamentális okokkal nem magyarázható, túlzott hitelnövekedés kialakulása stabilitási szempontból számos kockázatot hordozhat. Az egyensúlyi ütemet tartósan és nagymértékben meghaladó hitelexpanzió hozzájárulhat a gazdaság túlhevülésének és eszközár-buborékoknak a kialakulásához, a külső egyensúly romlásához és az inflációs nyomás erősödéséhez, valamint a bankrendszer hitelezési kockázatainak felépüléséhez. A hitelbuborék kidurranása ezzel ellentétes irányú folyamatokat válthat ki. A gazdaság teljesítménye jelentősen visszaeshet, ami az adósok hitelképességének romlásán keresztül a hitelezés jelentős lelassulását okozhatja, s ezáltal a pénzügyi közvetítőrendszer jövedelmezőségének csökkenéséhez vezethet. Ez a folyamat akár a hitelcsatorna elakadását is eredményezheti, ami tovább erősítheti a reálgazdasági ciklus negatív kilengését. A túlzott hitelnövekedés jelenségének vizsgálata a sokszor súlyos makrogazdasági és pénzügyi stabilitási következmények miatt tehát kiemelt jelentőséggel bír a jegybank számára.

A jelen tanulmány fő célja, hogy felhívja a figyelmet a téma fontosságára. Az alábbiakban ismertetjük a szakirodalom legfontosabb elméleti megállapításait és empirikus eredményeit, majd leíró jelleggel elemezzük régióink tapasztalatait és végül általánosságban tárgyaljuk azokat a lehetséges gazdaságpolitikai eszközöket, melyek a túlzott hitelexpanzió kialakulásának megelőzését segíthetik. Fontos megemlítenünk, hogy a jelen értekezés egy, a Magyar Nemzeti Bankban indított szélesebb kutatás része, mely az EU tapasztalatait felhasználva a hitelezés egyensúlyi pályájának

meghatározása révén vizsgálja és minősíti a hitelezés dinamikáját Magyarországon, valamint előretekintő jelleggel tárgyalja egy potenciális hitelrobbanás kialakulásának okait és körülményeit. A kutatás részletes eredményeit a későbbi jelentésekben ismertetjük.

III. 2. 1. Elméleti áttekintés

A közgazdasági irodalom alapján három komponensre lehet bontani a hitelnövekedést: trendre, ciklusra és „boomra”⁵⁷. Az akadémiai irodalom elméleti modelljei elsősorban a ciklikus komponenst magyarázzák. Ezek a modellek két nagy csoportra oszthatók aszerint, hogy a ciklikusság a reál- vagy a banki szféra viselkedéséből ered. A pénzügyi modellek az aszimmetrikus információkból és a reálszféra vagyonának mint hitelfedezeti értéknek az üzleti ciklussal összefüggő ingadozásaiból indulnak ki (Bernanke és Gertler [1989], Kiyotaki és Moore [1997], Calvo és Mendoza [2000]). A banki viselkedési modellek ezzel szemben a bankok hitelpolitikájában megfigyelhető – üzleti ciklus által kiváltott – ingadozásait (pl. prociklikusság) vizsgálják (Asea és Blomberg [1997], Lown és Morgan [2001]).

Az empirikus elemzésekben nagyobb szerepet kap a cikluson túli komponensek vizsgálata. Ennek megfelelően az alábbiakban a nemzetközi tapasztalatokra alapozva áttekintést adunk arról, hogy milyen tényezők vezethetnek a túlzott mértékű hitelexpanzió kialakulásához, illetve milyen makrogazdasági és pénzügyi stabilitási következményekkel járhat a túlzott hitelexpanzió.

⁵⁷ A feltörekvő országoknál a tartósan alacsony mélységű pénzügyi közvetítésnek az egyensúlyi szinthez való gyors felzárkózása megnehezíti a hitelnövekedés felbontását. A trendben bekövetkező strukturális törés kezelése jelentős kihívást jelent a túlzott hitelnövekedés azonosítása során.

A túlzott hitelnövekedés okai

A fundamentálisan nem magyarázható hitelexpanzió kialakulását kiváltó tényezők csoportosíthatók aszerint, hogy a banki hitelkínálat vagy a magánszektor hitelkeresletének „túlzott” növekedését okozzák. A kínálati oldalon a *pénzügyi liberalizáció* tekinthető az egyik legfontosabb tényezőnek. A pénzügyi liberalizációt követő gyors hitelexpanzió különösen akkor válhat túlzottá (és veszélyessé), ha azt nem kíséri a prudenciális szabályozás ezzel összhangban lévő alakítása. Ugyancsak túlzott hitelexpanzióhoz vezethet a *tőkebeáramlás* külső tényezők (pl. alacsony nemzetközi kamatlábak) miatti hirtelen növekedése. A banki viselkedés oldaláról túlzott hitelnövekedéshez járulhat hozzá a bankok közötti *verseny erősödése* is. Az erős verseny a marzsok szűkülése irányába hat, amelynek negatív jövedelmezőségi hatását a bankok a hitelállomány növelésével próbálják ellensúlyozni. Ez túlzott mértékű hitelexpanzióhoz vezethet, ha a verseny erősödése a bankok kockázatvállalási hajlandóságának jelentős növekedésével jár együtt.

A magánszektor hitelkeresletének túlzott növekedését okozhatják *pozitív* (technológiai és egyéb) *kínálati sokkok*, ha a hitelkereslet és a gazdasági ciklus között szoros az együttmozgás, vagyis ha a hitelkereslet output szerinti rugalmassága erősen prociklikus. Ugyancsak ilyen hatással járhatnak a gazdasági szereplők *vagyon*i helyzetében bekövetkező *pozitív sokkok* is, amelyek jelentős beruházási vagy fogyasztási keresletet generálnak.⁵⁸ További fontos tényező lehet a tartós jövedelemvárakozások javulása, illetve az infláció csökkenése miatt az alacsonyabb nominális kamatszint, ami a likviditási korlát oldódását okozza, elsősorban a háztartások számára.

A hitelkeresleti és kínálati oldalt is erősítheti a gazdasági kilátásokkal kapcsolatos *túlzottan optimista várakozások* kialakulása. Az „új környezet hipotézis”⁵⁹ szerint ennek forrása lehet az alacsony inflációs környezet. Hasonlóan egy gazdasági struktúraváltás hatásaihoz (pl. az információtechnológia-alapú gazdaság), a jegybankok sikeres inflációleszorító politikája és az árstabilitás megteremtése egyrészt számos csatornán keresztül erősítheti a pénzügyi stabilitást (pl. a befektetések kiszámíthatóbb megtérülése), másrészt viszont hozzájárulhat a megalapozottnál optimistább gazdasági kilátások kialakulásához, ami növekvő költekedéshez és az alacsony kamatok miatt emelkedő eladósodottsághoz vezethet. Ezen a hatásmechanizmuson keresztül a túlzottan optimista várakozások pénzügyi egyensúlytalanságokat – eszközár-buborékot és túlzott hitelexpanziót – válthatnak ki. A gazdasági szereplők túlzott optimizmusa mellett a gazdasági szereplőknek nyújtott *implicit vagy explicit állami garanciák* is elősegíthetik túlzott hitelexpanzió kialakulását. Számos feltörekvő ország esetében pl. implicit garanciának volt tekinthető az árfolyamok rögzítése, ami jelentősen ösztönözte a devizában való eladósodást.

A túlzott hitelnövekedés potenciális következményei

A túlzott hitelnövekedés a pénzügyi intézményrendszer és a reálszféra közötti szoros kapcsolat következtében mind negatív makrogazdasági, mind pedig negatív pénzügyi stabilitási következményekkel járhat. A negatív hatások mértékét azonban nagyban befolyásolhatja a gazdaság és a pénzügyi infrastruktúra fejlettségi foka. A legfontosabb makrokockázatot a valutaválság, a legfontosabb stabilitási kockázatot pedig a bankválság

⁵⁸ Gourinchas et al. (2001) ezek lehetséges forrásaként említi pl. az új természeti erőforrások felfedezését, eszközárak emelkedését vagy a gazdaságban végrehajtott strukturális reformokat.

⁵⁹ Leírását lásd pl.: Issing (2003).

jelenti. Az elmúlt évtizedek példái azt mutatják, hogy e két fő kockázat között szoros a kapcsolat, sőt igen gyakran egyszerre jelentkeznek.

A túlzott hitelexpanzió *makrogazdasági hatásait* tekintve elmondható, hogy a fejlődő és fejlett országok esetén a túlzott hitelexpanzió és az ezt követő visszaesés növelte a GDP-növekedés és az eszközárak volatilitását, a nem versenyzői áruk árának relatív változékonyságát, rontotta a bankok hitelportfólióját és emelte a pénzügyi rendszer külső finanszírozási költségeit. A makrogazdasági megrázkódtatás mértéke jelentősen szóródott az országok között, a gazdaság és pénzügyi rendszer fejlettségi fokának függvényében. A vizsgálatok alapján a döntően beruházásokhoz köthető hitelexpanzió a nyitott országok esetén nem gyakorolt jelentős hatást az infláció alakulására (Gourinchas et al. [2001], IMF [2004]).

A túlzott hitelexpanzió és az ezt követő visszaesés gazdasági szektorokra gyakorolt hatását vizsgálva (Tornell és Westermann [2002]) kiemelendő, hogy a közepes jövedelmű országokban a bankok a túlzott hitelnövekedés alatt döntően külföldről finanszírozták magukat, miközben a nem versenyző szektorral és háztartással szemben jelentős, árfolyamkockázat ellen fedezetlen hitelki-tetés épült fel. Ennek következtében a hitelexpanzió a reálárfolyam felértékelődésével és a nem versenyző szektor versenyzőinél gyorsabb növekedésével járt együtt. A hitelezés jelentős visszaesését követően a krízist viszont ellenkező folyamatok jellemezték, a reálárfolyam leértékelődött, a hitel és betéti kamatok közötti szpred jelentősen megemelkedett, a nem versenyzői szektor kibocsátása jelentősen lassult, míg a versenyzői szektor termelése gyorsult. A túlzott hitelnövekedés alatt a versenyzői és nem versenyzői szektor

rok kibocsátásának eltérő alakulását a szerzők a finanszírozási lehetőségek és a felvállalt árfolyamkockázat szektorális különbözőségével magyarázzák.

A közvetlen *pénzügyi stabilitási hatásokat* illetően számos empirikus tanulmány mutatta ki, hogy a túlzott hitelexpanzió növeli a bankválságok kialakulásának valószínűségét.⁶⁰ A fejlődő országok a túlzott hitelnövekedés következményeit tekintve viszont jelentős eltérést mutatnak a fejlett régiókhoz képest. A fejlődő országokban az 1970–2002 időszakban az IMF tanulmánya 18 esetben azonosított túlzott hitelexpanziót, ez az esetek 85 százalékában bankválsághoz, míg 75 százalékában valutaválsághoz vezetett (IMF [2004]). A fejlett országok esetén a legtöbb hitelrobbanás emelte a bankválság kialakulásának valószínűségét, de nem okozott pénzügyi válságot, hanem „fokozatos lehúléssel” végződött⁶¹ (Gourinchas et al. [2001], Tornell és Westermann [2002]).

Fontos különbséget tenni tehát a fejlett és feltörekvő országok sebezhetősége között. A fejlett országokban a túlzott hitelnövekedés főleg makrogazdasági megrázkódtatást okozott, míg a feltörekvő országokban, és különösen Latin-Amerikában, a gyors hitelexpanziót követő makrogazdasági instabilitás jóval gyakrabban járt együtt bankválsággal. Emellett a fejlődő országokban a pénzügyi közvetítés csatornáinak elakadása nagymértékben növelte a gazdaság teljesítményének visszaesését, a pénzügyi válság elmélyülését.

A túlzott hitelnövekedés azonosítása

A túlzott hitelexpanzióval kapcsolatos kutatómunka kezdeti szakaszát jól mutatja, hogy a közgazdászok körében a „boomnak” még nincs egysé-

⁶⁰ Lásd például Demirgüç-Kunt és Detragiache (1997), Eichengreen és Arteta (2000), Kaminsky és Reinhart (1999) és Borio és Lowe (2002), ill. Ottens és Lambregts (2005) munkáit.

⁶¹ A fejlett országok között is több példa van azonban arra, hogy a túlzott hitelexpanziót bankválság követte, lásd skandináv országok.

gesen elfogadott definíciója és a jelenség azonosításának módszertana sem kiforrott. Az empirikus irodalomban legtöbbször meghatároznak egy referenciaértéket és a hitelnövekedésnek az ettől való tartós és nagymértékű pozitív eltérését tekintik túlzott hitelnövekedésnek. Az irodalom két nagy csoportra osztható annak alapján, hogy a kutatók milyen módszert használnak a referencia vagy egyensúlyi érték meghatározására.

Az irodalomban legelterjedtebb módszer a referenciaérték meghatározására a Hodrick–Prescott filter alkalmazása, a hitelezés változójaként a reálnövekedési ütemet vagy a közvetítés mélységét (hitel/GDP arány) felhasználva.⁶² A növekedési ütem alkalmazásának hátránya, hogy elvonatkoztat a hitelezés szintjétől, így pl. túlzottnak minősülhet egy hitelnövekedés, amikor egy túlzott visszaesés után a hitelezés visszatér a normál szintjére. A hitel/GDP alkalmazásának problémája lehet, hogy a hitelállomány és a GDP alakulását nem választja külön, így pl. nem feltétlenül azonosít olyan epizódot, amikor a túlzott hitelexpanzió gyors gazdasági növekedéssel is társul. Végül, a túlzott hitelnövekedést jellemzően az aggregált hitelállományra próbálják azonosítani, bár van példa szektorális hiteltörténetek vizsgálatára is.⁶³

Gourinchas et al. (2001) a hitel/GDP trendtől való relatív (százalékos), ill. abszolút (százalékpontos) eltérés alapján határozza meg a küszöbértéket („relatív vs. abszolút boom”). A szerzők 6-6 küszöbértéket adtak meg, a relatív esetén 12 és 42 százalék, az abszolút esetén pedig 3 és 8 százalékpont között. Tornell és Westermann (2002) akkor tekintett egy hitelezést túlzottnak, ha a reálhitelállomány növekedési üteme az előző két év átlagában meghaladta a 10 százalékot. Az IMF (2004) akként definiálja a túlzott hitelnövekedést,

hogy a hitel reálnövekedési ütemének a trendtől való eltérése 1,75 szórással legyen nagyobb egy adott évben.⁶⁴ Valderrama (2005) az előbbi módszereket kombinálja, változóként a hitel/GDP arányt, ill. a reál hitelállományt alkalmazva és megvizsgálva a relatív és abszolút eltéréseket is. A túlzott hitelnövekedésként azonosított epizódok száma/aránya jelentősen eltérhet egyes tanulmányok között az alkalmazott definíció „szigorúsága” szerint.

A túlzott hitelexpanzió azonosításának másik lehetséges módja a hitelnövekedés vagy a pénzügyi mélység egyensúlyi szintjének becslése. A becslés módszertani kiindulópontjának tekinthető Calza et al. (2001, 2003) tanulmánya, amely az eurozóna egészére becsül hitelkeresleti modellt, vektor hibakorrekciós modell (VECM) segítségével. A túlzott hitelnövekedést a reál hitelállomány egyensúlyi növekedésének azonosítását segíti a reál hitelállomány, a nominális hitelkamat, a reál GDP és az infláció hosszú távú kapcsolatából származtatott. Hofmann (2001) ugyancsak az elsők között alkalmazta ezt a módszert 16 fejlett OECD-oroszagra. A túlzottnak tekinthető hitelexpanziót Calza et al. (2001, 2003)-tól eltérően a pénzügyi közvetítés mélyülésének egyensúlyi üteme által azonosította, melyet a hitel/GDP, a reálkamat, a reál GDP és az ingatlanpiaci árindex hosszú távú kapcsolatából számolt ki.

Az empirikus irodalomban eddig csak néhány próbálkozás történt a KKE-országok hitelrobbanásainak azonosítására. Schadler et al. (2004) az eurozónát elemzi azzal a céllal, hogy azonosítsa a KKE-országok múltbeli hitelrobbanásait és meghatározza a jövőbeli túlzott hitelexpanzió kialakulásának valószínűségét. Azzal a feltételezéssel élnek, hogy a KKE-országok bankszektorai egyre in-

⁶² Emellett van példa a reál hitelállomány alkalmazására is.

⁶³ Bővebben lásd Cottarelli et al. (2003).

⁶⁴ A küszöbérték megválasztását az motiválta, hogy a trendtől való eltérések normális eloszlását feltételezve 5 százalék valószínűsége lenne ezen szélsőséges értékek előfordulásának. Az eredmények robusztusak voltak 1,5-ös és 2-es szorzó használatára is.

kább az eurozóna bankrendszeréhez konvergálnak majd, illetve ex ante nehéz meghatározni, melyik GMU-ország tapasztalata lehet irányadó a KKE-országok jövőbeli fejlődése szempontjából. Egy másik, hasonló módszert alkalmazó tanulmány (Brzoza–Brzezina [2005]) viszont a vizsgált KKE-3 országra becsli a modellt, azzal érvelve, hogy nem reális az a várakozás, hogy az eurozónához való csatlakozás a jelenlegi GMU-tagországokhoz hasonló pénzügyi mélyülést váltana ki az új EU-tagországokban.⁶⁵ A szerző az egyensúlyi hitel/GDP arány meghatározása után feltételezésekkel él az exogénnek tekintett reálkamat jövőbeli alakulására és ezt a becsült modellbe helyettesítve származtatja a hitelezés jövőbeli várható pályáját.

A KKE-országok esetén az identifikáció során jelentős nehézséget okoz, hogy a pénzügyi közvetítés mélysége egy tartósan alacsony szintről indulva még nem érte el az egyensúlyi szintet. Jelentős kihívást jelent a hitelrobbanások azonosításánál a pénzügyi közvetítés strukturális változásának meghatározása.

III. 2. 2. A kevésbé fejlett GMU-országok és a KKE-országok tapasztalatai

A következőkben a hazai bankrendszer szempontjából releváns országokból képzett referenciacsoportokat vizsgálunk meg részletesebben, mivel a GMU-tagországok múltbeli tapasztalatai fontos tanulságokkal szolgálhatnak az eurozónához való csatlakozás előtt álló országok számára a hitelnövekedés várható pályáját, ill. a gyors hitelexpánzió várható hatásait illetően. Szükséges to-

vábbá összehasonlítani a hazai hitelexpanziót a hasonló pénzügyi fejlődési pályát bejáró más KKE-országokéval, ill. felmérni, melyek a túlzott hitelexpanzió kialakulásának valószínűségét befolyásoló tényezők a régióban.

A kevésbé fejlett GMU-országok

Néhány kevésbé fejlett eurozóna tagországban a GMU-csatlakozás előtti és utáni években gyors hitelexpanzió zajlott le⁶⁶, melyek lényegében egy új egyensúlyhoz való alkalmazkodási folyamatnak tekinthetők. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy az új egyensúlyi szinthez vezető hitelnövekedés gyors üteme önmagában is számos pénzügyi stabilitási kockázatot rejthet. A hitelexpanzió üteme országonként változó volt, a hitel/GDP arány Portugáliában és Írországban nőtt a legnagyobb mértékben. A vizsgált négy ország közül a hitelnövekedés üteme egyedül Portugáliában esett vissza nagymértékben a hitelexpanziós szakaszt követően. Igaz, ez nem járt együtt a hitel/GDP arány csökkenésével, mert a hitelnövekedés lassulása kismértékben elmaradt a GDP-növekedés visszaesésétől.

Ezen országokban a gyors hitelexpanzió kialakulásához makrogazdasági és strukturális tényezők egyaránt hozzájárultak. Az egyik meghatározó faktor a reálkamatok jelentős csökkenése volt, ami a csatlakozás után is folytatódott.⁶⁷ Fontos szerepe volt a fejlettebb tagországok felé való reálkonvergenciának, a növekedési és jövedelmi kilátások eurocsatlakozás miatti javulásának is. Emellett több országban a '90-es években lezajlott pénzügyi liberalizációs lépések is segítették a gyors hitelnövekedést (Honohan [1999])⁶⁸, valamint a hitelkínálati oldalt erősítette a banki verseny fokozódá-

⁶⁵ A KKE-3 csoportot Csehország, Lengyelország és Magyarország alkotja.

⁶⁶ Portugália, Spanyolország, Írország és Görögország.

⁶⁷ Mindez az élénkülő belföldi kereslet és a Balassa-Samuelsontól miatti nagyobb inflációnak köszönhető.

⁶⁸ Elsősorban Görögországban és Portugáliában volt ennek jelentős hatása. Írországban a nagyobb léptékű liberalizációs lépések lezajlottak a '90-es évek elejéig.

sa is. Végül, egyes országokban fiskális ösztönzők is támogatták a hitelexpanziót (pl. lakáshitel kamattámogatás Portugáliában).⁶⁹

A gyors hitelexpanzió egyedül Portugáliában gyakorolt jelentős negatív hatást a makrostabilitásra, és ezen keresztül a pénzügyi stabilitásra. A gyors hitelexpanzió egyrészt a külső egyensúly nagymértékű romlásával járt együtt, a folyó fizetési mérleg deficitje 1995 és 2000 között 0-ról 10 százalékra nőtt. Komoly reálgazdasági költséget jelent, hogy az eurocsatlakozás előtti évekre jellemző stabil növekedést követően jelentősen emelkedett a GDP volatilitása is. A GDP növekedési üteme az 1999. évi kiugró 8,5 százalékról 2001-ben 1,6 százalékra lassult, sőt 2003-ban recesszióba süllyedt a gazdaság (–1,4 százalék). A GDP nagyobb volatilitása ugyanakkor nem társult magasabb átlagos növekedéssel. Az 1995–2004-es időszakban ugyanis, a vizsgált országok közül Portugáliában volt a legalacsonyabb az átlagos éves GDP-növekedés (2,7 százalék).

A többi országban a hitelexpanziót követően nem figyelhető meg számottevő kedvezőtlen mellékhatás a pénzügyi stabilitásra:

- Írországból az 1990-es évek második felének rendkívüli mértékű fellendülése után „fokozatos lehűlés” következett be és viszonylag magas szinten stabilizálódott a növekedés. Emellett kedvezőnek tekinthető, hogy a hitelrobbanás nem járt a külső egyensúlyi helyzet romlásával sem. Stabilitási kockázatot hordozhat viszont a lakáshitel-expanzióval együttjáró gyors lakásár-emelkedés.
- Görögországban a gyors hitelexpanzió a külső egyensúlyi helyzet jelentős romlásával járt együtt, bár kisebb mértékben, mint Portugália esetében. A folyó fizetési mérleg deficitje 2000-ben érte el maximumát, a GDP 7 százalékával. A

vizsgált országok közül az 1995–2004-es időszakban Görögországban volt viszont a legkisebb a GDP-növekedés volatilitása és a GDP átlagos éves növekedése a spanyolhoz és portugálhoz képest is magasabb volt.

- Spanyolországban a hitelexpanzió gyors szakasza később kezdődött a többi országhoz képest, mivel a pénzügyi közvetítés induló mélysége jóval magasabb volt. Az eurocsatlakozást követően és főleg 2003–2004-ben azonban gyors hitelbővülés volt megfigyelhető, elsősorban a lakáshitelezés dinamikus növekedése nyomán. Az íresethez hasonlóan ez a fundamentálistól elszakadó lakásár-növekedéssel járt együtt, ami még stabilitási kockázatokkal járhat.

A kevésbé fejlett GMU-országok korábbi hitelrobbanásainak fő tanulságai a következőképpen összegezhetők (Schadler et al [2004] és Brzoza–Brezina [2005]):

- A túlzott hitelexpanziók 3-5 évvel az eurocsatlakozás előtt kezdődtek és a hitel növekedési üteme a csatlakozás évében érte el a csúcspontot. Egyes országokban azonban az utóbbi években újra megfigyelhető a hitelezés gyorsulása.
- A hitelrobbanások fő motorja jellemzően a lakáshitelek gyors expanziója volt, bár egyes országokban a vállalati hitelezés dinamikus növekedése is megfigyelhető volt.
- A pénzügyi közvetítés mélysége jelentősen növekedett az eurocsatlakozás előtt. A hitelezés robbanásszerű emelkedése nyomán Portugáliában és Írországból a közvetítés mélysége meghaladta az eurozóna átlagát.
- A hitelrobbanásoknak nem volt számottevő közvetlen negatív mellékhatásuk a bankrendszer stabilitására, még Portugáliában sem, ahol jelentős egyensúlyi problémák és output volatilitás

⁶⁹ Ennek indirekt bizonyítékául szolgál Martins és Villanueva (2003) elemzése, mely kimutatta, hogy a kamattámogatás megszüntetése nagymértékben csökkentette az új hitelfelvétel valószínűségét.

követte a hitelrobbanást. A bankrendszerek jó-
vedelmezősége és tőkehelyzete stabil maradt, a
hitelportfólió minősége jellemzően javult. Több
országban viszont jelentős lakásár-inflációval
járt együtt a túlzott hitelnövekedés.

Az, hogy a gyors hitelexpanzió nem járt a hitel-
portfólió minőségének romlásával, részben annak
köszönhető, hogy a nem teljesítő hitelek aránya a
portfólióminőség alakulásának késleltetett indiká-
tora. A nagy tömegű új hitel ugyanis „automatiku-
san” javítja a portfólióminőség-mutatókat és csak
a gazdasági környezet romlása nyomán kerülnek
felszínre a fizetési problémák. Meg kell jegyezni

azonban, hogy a portfólióminőség romlása Portu-
gália esetében sem volt megfigyelhető, ahol a hi-
telrobbanás lecsengését a gazdasági növekedés
jelentős lassulása (ill. recesszió) követte.

A portfólióminőség kedvező alakulásához hozzájá-
rult, hogy a hitelexpanzió jelentős hányada a lakás-
célú jelzáloghiteleknél valósult meg, ahol a nemfize-
tési valószínűség viszonylag alacsonynak tekinthető.
Ugyancsak fontos tényező lehet a bankok kockázat-
kezelési technikáinak fejlődése, illetve a hitelkocká-
zat transzferálására rendelkezésre álló lehetőségek
(értékpapírosítás, hitelderivatívák) gyors bővülése is.
A jó portfólióminőség fennmaradásában szintén

III-1. táblázat

A gyors hitelnövekedés kezelésére hozott felügyeleti, szabályozói lépések az EMU-4 országokban

Görögország	<ul style="list-style-type: none"> Hitelek mennyiségi korlátozása 1999 közepétől 2000 áprilisáig. Amennyiben a hitelnövekedés meghaladott egy bizonyos mértéket, az előlotti összegnek megfelelő mértékben a bankoknak nem kamatozó betétet kellett elhelyezniük. Szigorú tartalékráta-szabályozás a GMU-csatlakozás után. Annak érdekében, hogy a tartalékráta eurozóna szintjére (2 százalék) való csökkentésekor ne alakuljon ki túlzott likviditásbőség, a felszabaduló tartalékot zárolt jegybanki kamatozó betétre konvertálták. Ezt 2001 végéig fokozatosan felszabadították. A banki kockázatkezelés minőségének fokozottabb monitoringja, stresszteszték és scenárióelemzés erősítése. Emellett nagyobb hangsúlyt kapott a piaci fegyelmző erejének növelése a közzétételi követelmények erősítésével, a felügyeleti hatóságok közötti koordináció erősítése, illetve a felügyeleti függetlenség erősítése.
Írország	<ul style="list-style-type: none"> Morális ráhatás a jegybank részéről. Minden hitelintézet kötelezése egy független vizsgálat megtartására arról, hogy a kockázatkezelési rendszerek megfelelnek-e a legjobb nemzetközi gyakorlatnak. A jelzálog-hitelezéssel és üzleti ingatlanok finanszírozásával foglalkozó intézmények ellenőrzése annak vizsgálatára, hogy a hitelezési standardok megfelelők-e. Egységes pénzügyi felügyeleti hatóság létrehozása.
Portugália	<ul style="list-style-type: none"> Szabályozási környezet erősítése az általános kockázati céltartalékolásra, nagykockázati kitettségre, kapcsolt hitelezésre és a tőke megfelelésre vonatkozó szabályok terén. Tőke megfelelési követelmény szigorítása a 75 százalék fölötti LTV-jű lakáshitelekre, illetve a fogyasztási hitelek céltartalékolásának szigorítása 1999 elején. Jelentési és közzétételi kötelezettségek növelése a bankok kockázatkezelési gyakorlatával, illetve likviditási helyzetével kapcsolatban. Stresszteszték és scenárióelemzés annak érdekében, hogy azonosítsák a kockázatosabb hitelezési profilú bankokat és ehhez igazítsák a céltartalékolási és tőke megfelelési követelményeket. A pénzügyi szektort ellenőrző felügyeleti hatóságok közötti koordináció erősítése, Felügyeleti Tanács létrehozása 2000-ben.
Spanyolország	<ul style="list-style-type: none"> Dinamikus céltartalékolás (statisztikai céltartalék) bevezetése 2000 júliusában, amely a céltartalékolás ciklusokon keresztül való simítását szolgálta. A dinamikus céltartalékolást az IAS 39 szabvánnyal való inkompatibilitása miatt 2004 októberében megszüntették. A háztartások adósság-visszafizetési képességének alapos monitoringja, illetve morális ráhatás a bankok prudens hitelezési gyakorlatának elérése/fenntartása érdekében.

Forrás: Hilbers et al. (2005), Brzoza–Brzezina (2004).

szerepet játszhattak a hitelexpanzió prudens keretek között tartását célzó szabályozói, felügyeleti erőfeszítések is. Ezek közé tartozik a céltartalékolási és tőke megfelelési szabályok szigorítása, a bankok kockázati tudatosságának növelését célzó morális ráhatás, ill. egyes esetekben adminisztratív korlátozások alkalmazása (III-1. táblázat).

Az új EU-tagországok

Az elmúlt években számos KKE-országban volt megfigyelhető gyors hitelexpanzió, elsősorban a háztartások hitelezésében. Jelentős különbségek vannak azonban a magánszektorban nyújtott hitelek növekedési ütemében, így a KKE-8 két nagyobb csoportra osztható. A balti országokban, Szlovéniában és Magyarországon viszonylag gyors pénzügyi mélyülés következett be az elmúlt időszakban. Egyes országokban, 2003–2004-ben a hitel/GDP arány éves növekedése elért vagy megközelített egy olyan mértéket, amely a kevésbé fejlett GMU-országok hitelrobbanásai idején volt megfigyelhető. Szlovénia kivételével a hitelexpanzió motorjává egyre inkább a lakáshitelezés vált az elmúlt néhány évben. Magyarországon – a balti országoktól eltérően – viszonylag magas piaci forintreálkamatok ellenére zajlott le gyors hitelexpanzió, ami elsősorban a lakáshitel kamattámogatása formájában megjelenő állami transzfer és 2004-ben az olcsó devizahitelek térnyerésének köszönhető.

A KKE-országok másik csoportjában (Csehország, Szlovákia, Lengyelország) a pénzügyi közvetítés mélységében visszaesés vagy csak mérsékeltebb növekedés volt megfigyelhető, elsősorban a vállalati hitelkereslet gyengesége miatt. Utóbbi években azonban ezen országokban is tapasztalható a lakossági hitelezés fellendülése.

Több tanulmány mérlegeli annak lehetőségét, ill. kockázatát, hogy az eurocsatlakozásig tartó időszakban és az azt követő években kialakulhat-e

túlzott hitelexpanzió a KKE-országokban. A gyors hitel növekedés folytatódásához (vagy kialakulásához) a következő tényezők járulhatnak hozzá:

- Nominális kamatkonvergencia folytatódása.
 - GMU-csatlakozás miatt javuló növekedési, jövedelmi kilátások.
 - A Balassa–Samuelson hatás miatt az euro bevezetését követően jelenlegi GMU-országokhoz képest tartósan alacsonyabb reálkamat szint alakulhat ki.
 - A közvetítés kezdeti alacsony mélysége miatt nagy a felzárkózási potenciál.
 - Magas növekedési elvárások a külföldi tulajdonosok részéről, részben a hazai (home) piacok mérsékeltebb növekedési potenciálja miatt.
- Bizonyos tényezők viszont az egyes GMU-tagországokban megfigyelt túlzottnak tekinthető hitelexpanzióhoz képest mérsékeltebb hitel növekedést valószínűsítene:
- Az előrehaladottabb kamatkonvergencia miatt, a legtöbb KKE-országban a reálkamatok csökkenésének kisebb tere van, mint a kevésbé fejlett GMU-országok esetében volt.
 - A tartós működőtőke-beáramlás részben helyettesítheti a vállalati szektor hitel iránti keresletét.
 - Strukturális tényezők, pl. a bankok közötti erősödő verseny már az elmúlt években is a hitelkamatok csökkenése irányába hatottak.
 - Fiskális ösztönzők (pl. kamattámogatás, lakáshiteladó-kedvezmények) egyes országokban erősítették a hitelexpanziót már az elmúlt időszakban is, főleg a lakáshitelezés területén.

A gyors hitelexpanzióval jellemezhető új EU-tagországokban a pénzügyi stabilitásért felelős hatóságok több lépést tettek a hitelezés robbanásának kordában tartására. A kevésbé fejlett GMU-országokkal összehasonlítva egyelőre az „enyhébb” eszközök alkalmazása dominált (pl. morális ráhatás). E lépéseknek egyes országokban (Észt-

ország, Lettország) mindaddig csak korlátozott hatása volt, és a hitelnövekedés gyors ütemét nem sikerült számottevő mértékben fékezni.

III. 2. 3. Lehetséges gazdaságpolitikai, szabályozói válaszok

Bár a jelenlegi elemzésnek nem célja konkrét szabályozási javaslatok megfogalmazása, fontosnak tartjuk a lehetséges gazdaságpolitikai-szabályozói válaszok azonosítását.

A bankválságokat magyarázó empirikus irodalom szerint a túlzott hitelexpanzió a bankválság egyik legjobb korai indikátora. Mivel egy esetleges jövőbeli túlzott hitelexpanzióknak lehetnek komoly negatív következményei a pénzügyi stabilitásra, fontos áttekinteni, milyen gazdaságpolitikai eszközök állnak rendelkezésre az instabilitás megelőzésére vagy a nemkívánatos hatások mérséklésére. A jegybankok és felügyeleti hatóságok a túl gyorsnak ítélt hitelexpanzió ellen élhetnek úgynevezett „puha” eszközökkel (kommunikáció és morális ráhatás), és eredménytelenség esetén használhatnak hatékonyabb eszközöket. Az eszközök kiválasztásánál fontos mérlegelni az alkalmazás korlátait és potenciális költségeit⁷⁰:

- *Prudenciális eszközök*: bizonyos esetekben a szabályozás (pl. céltartalékolás, tőkekövetelmény, fedezeti követelmény, LTV-arány) szigorítása lehet az egyik adekvát válasz a túlzott hitel növekedésre.
- *Monetáris politika*: egyes javaslatok szerint monetáris szigorítással hatékonyan lehet lassítani a túl gyorsá váló hitelexpanziót. A monetáris politika mozgásterét azonban korlátozott lehet a tőkeáramlások nagyfokú kamaterzékenysége esetén (Cottarelli et al. [2003]).
- *Fiskális politika*: a monetáris politika korlátozott mozgásterét esetén a fiskális politika lehet alkalmas a gazdaság túlfűtöttségének elkerülésére.

A konvergencia miatt szükséges fiskális szűkítés ebbe az irányba hathat.

- *Tőkeáramlások korlátozása*: az EU- (ill. OECD) tagság nem zárja ki a tőkeáramlások átmeneti korlátozását. Kérdéses lehet azonban e korlátozások hatásossága, ill. reputációs hatása.
- *Hitel mennyiségi korlátozása*: elvileg nem kizárható hitelplafonok átmeneti alkalmazása. Negatívuma, hogy torzítja a piaci versenyt, a banki közvetítés hatékonyságát.

A „non-core” GMU-országok hitelrobbanásai és a balti országok jelenleg is tartó gyors hitelexpanziói esetében a hatóságok – a morális ráhatáson túl – a következő eszközöket alkalmazták leggyakrabban a hitelnövekedés lassítására és/vagy az esetleges negatív hatások elkerülésére:

- *Prudenciális szabályok*: céltartalékolási szabályok szigorítása a nem teljesítő hitelekre (Görögország), tőkekövetelmény növelése a 75 százaléknál nagyobb LTV-jű lakáshitelekre (Portugália) stb.
- *Monetáris politika*: kötelező tartalékolás átmeneti szigorítása (Görögország) vagy a tartalék-ráta tervezettnél lassabb csökkentése (Észtország, Litvánia), ill. kamatemelés (Lettország).
- *Hitel mennyiségi korlátozása*: Görögország átmeneti korlátozásokat vezetett be 1999-ben az erős tőkebeáramlás nyomán.

Az empirikus tapasztalatokból jól látható, hogy a túlzott hitelexpanzió kezelésére több megoldás létezhet annak függvényében, hogy melyek az elérhető eszközök, mik az alkalmazás korlátai és költségei. A döntéshozók számára az optimális megoldás kiválasztása jelentős kihívást jelenthet, főleg egy olyan országban, ahol a pénzügyi közvetítés mélysége egy tartósan alacsony szintről gyorsan és nagymértékben zárkózik fel az egyensúlyi pályához. Ennek a témának a részletesebb vizsgálata azonban további kutatást igényel.

⁷⁰ Lehetséges eszközök áttekintését lásd Cottarelli et al. (2003).

Hivatkozás

- Asea and Blomberg**, 1997, "Lending cycles", NBER Working Paper No. 5951.
- Bernanke and Gertler**: "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations", The American Economic Review, vol. 79, No. 1 (Mar. 1989) 14–31.
- Borio and Lowe, 2002, "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", BIS Working Paper No. 114.
- Brzoza-Brzezina**, 2005, "Lending Booms in Europe's Periphery: South-Western Lessons for Central-Eastern Members" ECB Background Paper.
- Calvo and Mendoza**, 2000, "Capital-Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictions Approach" American Economic Review, Vol. 90, No. 2, pp. 59–64.
- Calza, Gartner and Sousa**, 2001, "Modeling the Demand for Loans to the Private Sector in the Euro Area", ECB Working Paper No. 55.
- Calza, Manrique and Sousa**, 2003, "Aggregate Loans to the Euro Area Private Sector" ECB Working paper No. 2002.
- Cottarelli, Dell'Ariceia and Vladkova-Hollar**, 2003, "Early birds, late risers and sleeping beauties: bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and the Balkans", IMF Working Paper No. 03/213.
- Demirgüç-Kunt and Detragiache**, 1997, "The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries", World Bank Working Paper No. 1828.
- Eichengreen and Arteta**, 2000, "Banking crises in Emerging Markets: presumptions and evidence" Centre for International and Development Economics, Working Paper C00-115.
- Gourinchas, Valdes and Landerretche**, 2001, "Lending Booms: Latin America and the World", NBER Working Paper No. 8249
- Helpman**, 1981, "An Exploration in the Theory of Exchange-Rate Regimes", The Journal of Political Economy, Vol. 89, No. 5, pp. 865-890.
- Hilbers, Inci Otker-Robe, Pazarbasioglu and Johnsen**, 2005, "Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies", IMF Working Paper No. 05/151.
- Hofmann**, 2001, "The determinants of private sector credit in industrialized countries: do property prices matter?" BIS Working Papers, No 108
- Honohan**, 1999. "How Interest Rates Changed under Financial Liberalization: A Cross-Country Review", 2313, The World Bank.
- IMF World Economic Outlook, April 2004, "Are credit booms in emerging markets a concern?"
- Issing**, 2003, "Monetary and financial stability – is there a trade-off?", Conference on Monetary stability, financial stability and business cycle, BIS, 28–29 Mar.
- Kaminsky and Reinhart**, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems" American Economic Review, Vol. 89 (June), pp. 473–500.
- Kiyotaki and Moore**, 1997, "Credit Cycles", The Journal of Political Economy, Vol. 105, No.2 pp. 211–248.
- Lown and Morgan**, 2001, "The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Survey of Senior Loan Officers", Federal Reserve Bank of New York Working Paper
- Ottens and Lambregts**, 2005, "Credit Booms in Emerging Market Economies: A Recipe for Banking Crises?", DNB Working Paper No. 46.
- Rajan**, 1994, "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence", Quarterly Journal of Economics, Vol. CIX, pp. 399–441.
- Schadler et al.**, 2004, "Euro Adoption in Central and Eastern Europe Opportunities and Challenges", IMF.

Magyar Nemzeti Bank

Tornell and Westermann (2002) "Boom-Bust Expansions in South Korea and Thailand", FRBSF Economic Review.
Cycles in Middle Income Countries: Facts and Explanations", NBER Working Paper No. 9219.

Villanueva and Martins, 2003, "The Impact of Interest-rate Subsidies on Long-term Household Debt: Evidence from a Large Program", UPF Working Paper No. 713.

Valderrama, 2005, "Fiscal Sustainability and Contingent Liabilities from Recent Credit

III. 3. A pénzügyi piacok szerkezetének alakulása

A pénzügyi piacok működési hatékonyságának és szerkezeti elmozdulásainak ismerete jelentős mértékben hozzájárul a pénzügyi közvetítőrendszer kockázatainak értékeléséhez. A piacok hatékonysága, likviditása nagyban befolyásolja az eszközárak volatilitását és ezáltal a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitását. Ezek miatt a stabilitási szempontból lényeges pénzügyi piacok (devizapiac, pénzpiac, adósságpapírok piaca) szerkezetében bekövetkezett elmozdulásokat az MNB éves rendszerességgel bemutatja.

Az elmúlt egy évben mindhárom piac egyes szegmensein azonosíthatók voltak olyan események, illetve sajátosságok, amelyek lényegesek stabilitási szempontból. A devizapiacon belül elsősorban az amúgy is domináns FX-swap piacon volt tapasztalható további dinamikus forgalombővülés. Ebben szerepet játszott az FX-swap felhasználásának rövid távú kamatspekulációhoz és az állampapír-tranzakciókhoz kötődő funkciója is. Az azonnali devizapiacon a külföldi szereplők viselkedésében két stabilitási szempontból lényeges kereskedési minta közül a „pozitív visszacsatolású” stratégia volt megfigyelhető, míg a szélsőségesen egyirányú pozíciófelvétel („csordaszerű” viselkedés) érvényesülése kevésbé volt jellemző. A pénzpiacon jelentős mértékben fejlődött a repopiac, melyben az ÁKK repoügyleteinek volt meghatározó szerepe. Ugyanakkor már jelentkeznek az ehhez kapcsolódó infrastruktúrafejlesztésnek a kedvező piaci hatásai is, mivel a többi piaci szereplő egymás közötti repoforgalma is emelkedett. Az adósságpapírok közül az euroforint-kötvények állománya futott fel látványosan, amelyekkel kapcsolatban valószínűsíthető, hogy a hazai állampapírpiacra

inkább keresletösztönző, semmint elszívó hatásuk van. A forint-állampapírpiacon lényeges változás, hogy elindult egy elektronikus kereskedési rendszer.

III. 3. 1. Devizapiac

A hazai bankrendszeren keresztül működő forint-deviza piac szegmenseit a gazdaság nyitottságából fakadóan a külföldi szereplőkkel kötött ügyletek dominálják. A magyar bankok a külföldiekkel kötik ügyleteik többségét az azonnali, az opciós és az FX-swap szegmensben, míg az egyszerű („outright”) határidős ügyletek esetében a belföldi nem banki szereplők az aktívak. A külföldiek jelentős forgalmának és nettó keresletének az árfolyamra gyakorolt, feltételezhetően lényeges hatása miatt a piac stabilitása szempontjából fontos, hogy milyen viselkedési mintákat fedezhetünk fel a külföldi szereplők devizapiaci magatartásában. Mivel a külföldi szereplők majdnem kizárólag a spotügyleteket használják forint árfolyam-kitettséggel vállalására (akár FX-swappal kombinálva, akár önmagában), így elegendő a spotpiaci pozícióik alakulását vizsgálni.

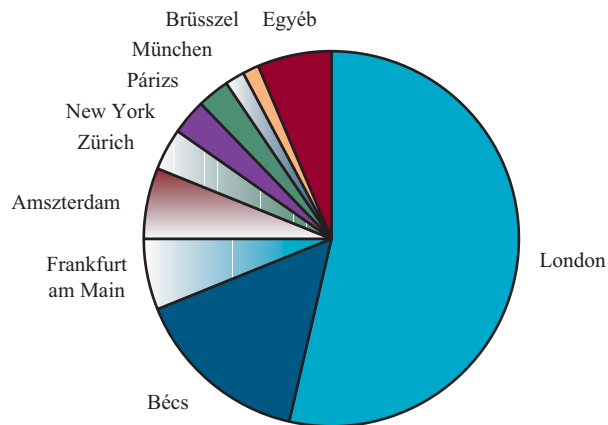
A belföldi nem hitelintézeti és a külföldi szereplők devizapiaci stratégiái

A hazai hitelintézetek nem rezidensekkel szembeni azonnali forint-deviza forgalmából a nem banki szereplők részesedése igen alacsony, 7-8 százalékos körülményben mozog. A forgalom fennmaradó 92-93 százalékát tehát professzionálisnak tekinthető banki ügyfelek teszik ki. A földrajzi megoszlást vizsgálva a külföldi banki ügyfelek forgalmának több mint felét nemzetközi szinten ismert londoni

befektetési bankházak⁷¹ adják, de jelentős a bécsi, frankfurti, valamint amszterdami partnerekkel folytatott forgalom aránya is (III-2. ábra).

III-2. ábra

A magyar bankrendszer külföldi partnerekkel bonyolított azonnali forint-deviza forgalmának megoszlása a külföldi partner székhelye szerint 2003–2004-ben



Forrás: MNB.

A külföldi szereplők piaci viselkedésének vizsgálatakor az árfolyamra való hatáson keresztül a stabilitási szempontból fontos ún. momentum vagy pozitív visszacsatolású kereskedési minták jelenlétét, valamint a csordaként való (*herding*) viselkedést vizsgáltuk.⁷² Mindkét magatartásforma túlzott jelenléte az árfolyam káros ingadozásaihoz, fundamentumok alapján indokolatlan túllövésekhez vezethet. 2003–2004 napi adatai alapján kapott eredményeink azt mutatják, hogy a forgalom 80 százalékát kitevő 25 legnagyobb külföldi szereplő összevont nettó pozíciónyitásainak átlaga szignifikánsan a forintvásárlás irányába mutat a megelőző napi árfolyam-erősödés esetén, és a forinteladás irányába, amennyiben az árfolyam a megelőző napon gyengült. Ez arra utal, hogy a nagy

külföldi szereplők hajlamosak a momentumkereskedésre a magyar bankrendszerrel kötött devizaügyleteik során. A külföldi szereplőkön belül az angolszász székhelyű (a mintában londoni és New York-i) intézmények kicsit hajlamosabbak a momentumkereskedésre nem angolszász társaiknál. A csordaként való viselkedés viszont normál időszakokban általában nem volt jellemző a külföldi szereplők egyik csoportjára sem, amire abból következtettünk, hogy a fenti 25 legnagyobb szereplő napi nettó forint-deviza ügyleteinek előjel szerinti megoszlása kiegyensúlyozottnak bizonyult, a vizsgált szereplők adatai nem mutatták, hogy tendenciaszerűen egységesen egy irányba mozdítanák el a hazai bankokkal szembeni nettó forintkitettséget. A turbulens, hirtelen árfolyamgyengüléssel (illetve erősödéssel) járó devizapiaci időszakokban azonban megfigyelhető, hogy a külföldi szereplők döntő többsége a nettó eladói (illetve vevői) oldalon volt, ezen esetekben a vizsgált szereplők legalább 75 százaléka nettó eladónak (vevőnek) bizonyult. Az összefüggés a másik irányban nem igaz, tehát a külföldiek egyirányú pozícióelmozdulásai nem jelentik automatikusan hirtelen árfolyammozgás bekövetkezését.

Miután a magyar bankok jellemzően nem vállalnak fel jelentős nyitott devizapozíciót, ezért a külföldi szektor velük szembeni nettó pozíciónyításait általában belföldi nem banki szereplők felé közvetítik. A jelentős elmozdulások esetén a belföldiek jellemzően határidős ügyleteken keresztül vásárolnak vagy adnak el forintot. A külföldiek pozitív visszacsatolásos és így inkább az instabilitás felé mutató tevékenységével ezért a belföldi nem banki (általában nem pénzügyi vállalati) szereplők ne-

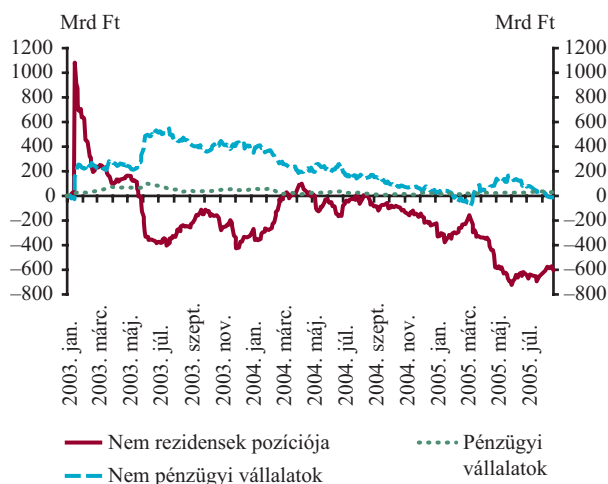
⁷¹ Különálló szereplőként számba vett „külföldi bank” alatt itt külön „branch”-et, vagy külön „trading desk”-et kell érteni, melyek tartozhatnak ugyanazon globális bankházhoz, de kereskedési tevékenységük valószínűleg nagyrészt független.

⁷² Momentum- vagy pozitív visszacsatolású kereskedésnek („positive feedback trading”) nevezi a szakirodalom azt a jellemzően rövid időhorizontú, magas tőkeáttétellel rendelkező piaci szereplők esetében feltételezett piaci magatartást, mikor az adott szereplő a piaci ár (árfolyam) emelkedésének hatására azonnal vesz, míg csökkenésének hatására azonnal elad. Csordaként viselkedés („herding”) akkor áll fenn, amikor az egyes szereplők egymást követik pozíciófelvételeik során, azaz akkor adnak el, amikor a többiek is ezt teszik.

gatív visszacsatolású viselkedése áll szemben. Ez utóbbi azt jelenti, hogy a belföldi szereplők az árfolyam gyengülése nyomán jellemzően forintot vásárolnak, vagyis az árfolyam stabilitása irányába hatnak. E minta a 2003-as nagyobb piaci turbulenciák idején volt különösen jól megfigyelhető (III-3. ábra). Ezen nem pénzügyi vállalati kört jellemzően export-, illetve importorientált közép- és nagyvállalatok alkotják. E piaci szereplők némelyike igen aktív, napi rendszerességgel menedzseli kitétséget. A pénzügyi vállalati ügyfelekkel kötött ügyletek teljes volumene lényegesen kisebb, ezeket döntően brókercégek, illetve a mögöttük lévő ügyfelek alkotják. A magánszemélyek bankrendszerrel szembeni spekulatív pozíciófelvételeit tehát ez utóbbi forgalom tartalmazza.

III-3. ábra

A magyar bankrendszerrel szemben a külföldiek által felvett forintpozíció, valamint a belföldi nem pénzügyi és pénzügyi vállalatok által a határidős ügyleteken keresztül vállalt árfolyamkitétség változása 2003 januárjától (felfelé hosszú forintpozíció)



Forrás: MNB.

FX-swap piac folytatódó forgalmonövekedése

A forint-deviza FX-swap szegmensben jelentős forgalomemelkedés volt tapasztalható 2004 II. és 2005 I. félévében, a napi átlagos bruttó forgalom 400-ról 500 milliárd forint fölé emelkedett. A forgalomemelkedés az egy hónapos és annál rövidebb lejáratú ügyleteknél jelentkezett, ennek ellenére sem a külföldi szereplők teljes forgalomból való 90 százalékos feletti részesedése, sem a lejárat megoszlás nem változott jelentősen. Utóbbi változatlanul az egy héten belüli (jellemzően tom/next vagy overnight típusú⁷³) ügyletek túlsúlyát mutatja, mind az ügyletek számát, mind forgalmát tekintve, a forgalomból ezen rövid ügyletek részesedése meghaladja a 84 százalékot.

Az FX-swap piaci forgalom növekedéséhez az FX-swapsok használatának különböző funkciói járulhattak hozzá, mely funkciókat legkönnyebben egy nagyméretű treasury feladatmegosztásával lehet illusztrálni. Itt külön szervezeti egységek felelősek az árfolyam-pozíció vállalásért („FX desk”), az éven belüli („Pénzpiaci desk”) és éven túli („kötvény, FI desk”) kamatpozíció-nyitásért, valamint a likviditásmenedzselésért.⁷⁴ Az FX-swapsokat ezen egységek közül kettő alkalmazza: a likviditásmenedzser jellemzően a rövid (egy hónapon belüli, de leginkább overnight vagy tom-next lejáratú) FX-swapsokat használja⁷⁵ a különböző devizák közötti likviditáskezelésre, míg a pénzpiaci üzletkötők jellemzően 1 hónap és 1 év közötti lejáratú FX-swapsok segítségével éven belüli kamatpozíciót vehetnek fel különböző devizapárokból (III-4. ábra).

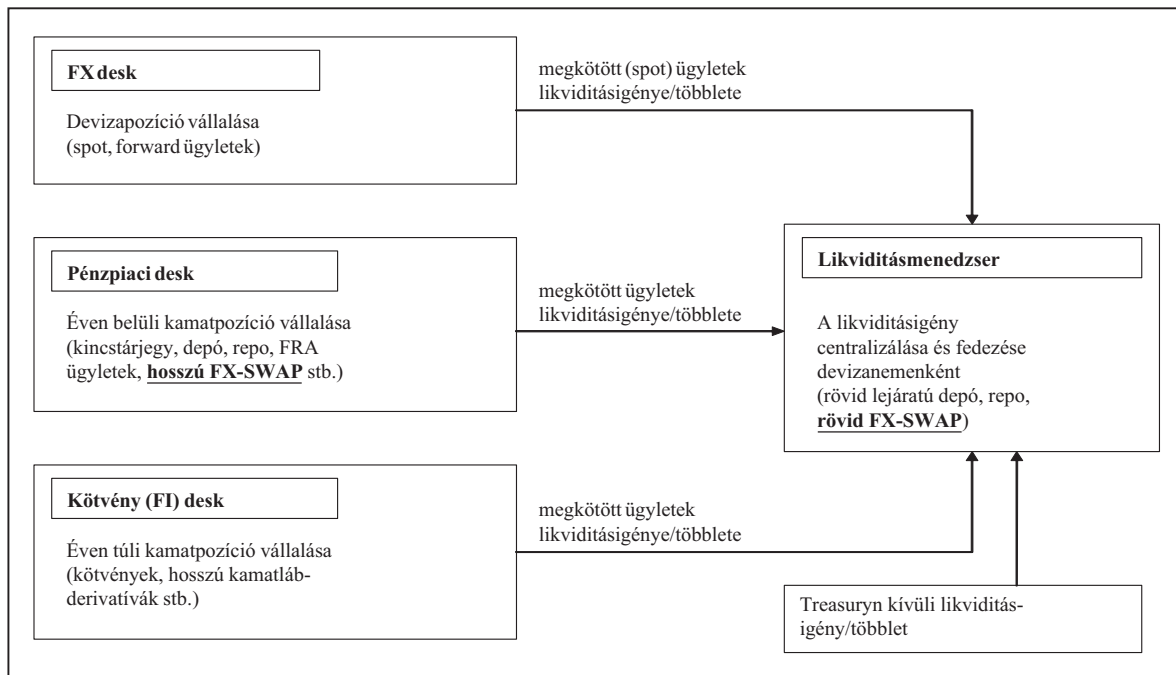
⁷³ A két típus közötti megoszlás a forgalom alapján 3/4–1/4 a tom/next ügyletek javára.

⁷⁴ Ez a nagy treasurykben leginkább jellemző elkülönítés, de természetesen gyakran további „egységek” is lehetnek (pl. „részvény desk”), illetve a kisebb kereskedési szervezettel rendelkező intézmények esetén természetesen a fenti funkciókból többet egyazon személy, illetve egység is véggezhet. Mindazonáltal igaz, hogy a funkciókat és felelősségeket igyekeznek minden esetben elkülönülten kezelni, és azt megakadályozni, hogy a két saját dealer egymást valamilyen szempontból kioltó pozíciófelvétele a piacon hajtódjon végre (feleslegesen kétszer kifizetve a tranzakciós költségeket), ahelyett, hogy intézményen belül találkozik.

⁷⁵ Természetesen egyéb instrumentumok mellett, mint pl. bankközi depó, repoügyletek. A likviditásmenedzser feladata az összes desk által kötött ügyletek finanszírozási igényének, illetve a bank egyéb szervezeteinek (pl. ügyfélpénzforgalom) likviditási igényének centralizált kielégítése.

III-4. ábra

A professzionális treasury funkciói és a likviditásmenedzsment kapcsolata sematikusan



A hosszabb lejáratú swapok ilyen, pénzpiaci célú használatát a forintpiacon több tényező is magyarázza. Egyrészt az éven belüli állampapírok, kincstárjegyek piaca a nagy pozíciónyitásokhoz nem eléggé likvid, a fedezetlen bankközi depóügyletekkel szemben pedig az FX-swapok fedezettsége jelent előnyt. Az FX-swapok mellett komoly alternatívát éven belüli hozamspekulációra a határidős kamatláb-megállapodások (FRA) jelentenek, ezek forgalma a hazai piacon azonban nem éri el az egy hónapon túli FX-swap piacét.

A külföldi és a belföldi szektor közötti nettó lejáratonkénti FX-swap kötések vizsgálata alapján megállapítható, hogy a hazai pénzpiacon is használják az FX-swapokat a fent leírt funkciójukban, tehát a bankközi pénzpiaci kereskedés nagyrészt ebben a szegmensben zajlik. Az ilyen kamatpozíciók felvételére a partnerek inkább az 1 hónapos lejáratú swapokat használják, bár a forgalom viszonylag egyenletesen oszlik el a 1 hónaptól 1 évig terjedő horizonton. Effajta kamatspekulációra jó példa az, hogy a 2003-as devizapiaci turbulenciák idején a

külföldiek jól érzékelhetően az azonnali forint-eladások mellett egy hónapos és egy napos (overnight vagy tom-next) FX-swapok segítségével az éven belüli hozamgörbe-elmozdulás esetén nyereséges kamatpozíciót is felvállaltak.

A bruttó FX-swap piaci forgalom 2004 végi, 2005 eleji emelkedése a lejárat megoszlást vizsgálva a rövid és az egy hónapos lejáratú ügyletek forgalomemelkedésének köszönhető, ami arra utal, hogy vélhetően a fenti, a pénzpiaci üzletkötők által az FX-swap piacon keresztül történő intenzívebb kamatspekuláció is az okok között említhető. A felutást a rövid távú kamatspekulációra való felhasználás mellett az állampapír-tranzakciók is okozhatták (FX-swapon keresztüli állampapír-vásárlás esetén), ugyanis az állampapír-piaci forgalom 2004 utolsó negyedévében szintén emelkedett, és a korábbinál magasabb (100 milliárd forint közeli) szinten stabilizálódott. Ennek hatását tovább fokozhatta az a tényező, hogy az FX-swap piacon domináns külföldiek 2004 végén erőteljesen növelték az államkötvény-állományon belüli részese-

désüket (ezzel párhuzamosan a másodpiaci forgalomban is nőtt a részesedésük), majd 2005 elején a növekményt gyorsan leépítették. Ehhez a pozícióváltáshoz kapcsolódó swapügyletek jelentősen növelhették a swappiac forgalmát.

A hazai piacon kötött FX-swap ügyletek implikált forinthatárait vizsgálva megállapítható, hogy az adott napon kötött ügyletek (kötésnagysággal súlyozott) implikált forinthatárai szorosán kötődnek az egyéb pénzügyi szegmensek hozamaihoz, tehát az overnight esetben gyakorlatilag megegyeznek a fedezetlen bankközi ügyletek átlagos hozamával, illetve a hosszabb lejáratokon is megfelelnek az azonos lejáratú kincstárjegyhozamoknak. Az ügyletek irányi bontásban vizsgálva az átlagos hozamokat az tűnik ki, hogy az 1 hónap alatti – inkább a likviditáskezelésre használt – ügyletek esetében a külföldi szereplők által a magyar bankoktól a swappiacon keresztül felvett hitelek hozamai szisztematikusan magasabbak a külföldiek forintbetét irányú ügyleteinek hozamánál.⁷⁶ Ez arra utalhat, hogy a forintlikviditás-kezelés esetében fontos 1 hónapon belüli lejáratokon jellemzően a magyar bankok az árjegyzők, és a külföldiek kezdeményezik az ügyleteket („market user”-ek). Az 1 hónapnál hosszabb lejáratok esetén már nem ilyen egyértelmű a kép, ott váltakozó előjelű különbözeteket kaptunk, tehát vélhetően e lejáratokon a külföldiek is árjegyzőként viselkednek.

A bid-ask szpredek abszolút szintjét vizsgálva elmondható, hogy az átlagos különbözet a legnagyobb forgalmú tom-next lejárat esetében a legalacsonyabb, 10 bázispont körüli. A többi lejárat esetében az átlagos napi szpred 20 és 50 bázispont körül alakul.⁷⁷

III. 3. 2. Pénzpiac

A bankközi pénzpiac legfontosabb feladata a teljes bankrendszer rendelkezésre álló likviditásának hatékony elosztása. Ebből a szempontból a megfelelő futamidejű fedezetlen pénzügyi és repoügyletek egymás helyettesítői, emiatt az együttes forgalmuk alakulása lényeges. A pénzügyi közvetítőrendszer stabilitása szempontjából azonban a fedezett ügyletek elterjedése, így a repopiac fejlődése önmagában is kedvezőnek tekinthető. A fedezett követelések ugyanis nagyobb biztonságot jelentenek a piac szereplőinek, vagyis a bankok egymással szembeni limitjei magasabbak lehetnek a fedezetlen piacénál, és ebből kifolyólag ezen a piacon elméletileg hatékonyabban lehet jelentősebb likviditási sokkokat kezelni.

Amikor a 2004. decemberi stabilitási jelentésben megvizsgáltuk a repopiac forgalmának alakulását, akkor arra a következtetésre jutottunk, hogy az Államadósság-kezelő Központ (ÁKK) által a Kincstári Egységes Számla (KESZ) állományának simítása céljából bevezetett repoügyletek jelentősen megemelték a teljes repopiac forgalmát. Viszont az abszolút forgalom egyrészt még így is csak töredéke volt a fedezetlen piac forgalmának, másrészt az ÁKK ügyletei kizorító hatással lehettek a bankok egymással kötött ügyleteire. Az azóta eltelt egy évben több tekintetben is lényeges változások történtek a repopiacon.

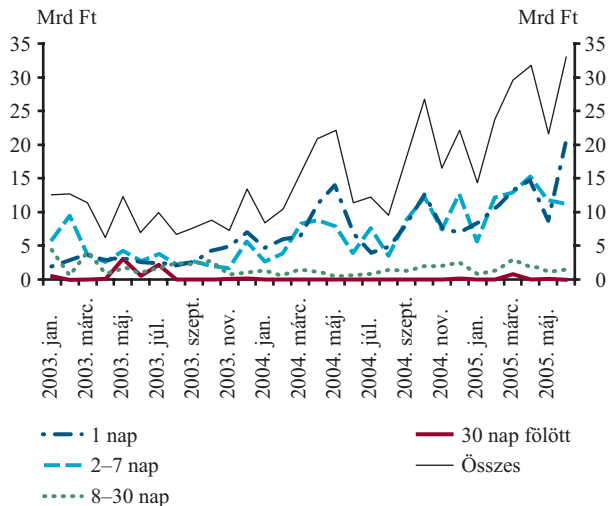
A repopiac forgalmának 2004-ben kezdődött dinamikus emelkedése 2005 eddig eltelt időszakában is folytatódott. Az átlagos napi forgalom 2005

⁷⁶ A külföldi szereplők kisebb hozamot kapnak a magyar bankoktól forintbetétek esetében, mint amit azoknak fizetnek forinthiteleikre.

⁷⁷ Ezt a hozamkülönbözetet az adott napon kötött egyedi ügyletek átlagának különbségével becsültük, amennyiben napon belül jelentős hozammozdulás van, úgy a becslés torzított.

III-5. ábra

A repopiac átlagos napi forgalmának havi alakulása (futamidő szerint)



Forrás: MNB.

első félévében meghaladta a 25 milliárd forintot, ami 73 százalékos növekedést jelent egy év alatt, két évre visszatekintve pedig két és félszeres volt az emelkedés. Az adatok alapján a repopiac forgalmi szempontból gyorsabban fejlődött a fedezetlen bankközi piacnál, ahol az átlagos napi forgalom kissé visszaesett az elmúlt egy évben. Bár a repopiaci forgalom így már megközelítette a fedezetlen piac forgalmának egynegyedét, a pénzügyi szegmensek közül még így is az utóbbi a meghatározó (III-5. ábra).

Ugyanúgy, mint a 2004-es növekedés esetén, a forgalom bővülése az elmúlt egy évben is elsősorban az ÁKK repotevékenységének volt köszönhető. Erre utal, hogy továbbra is csak azon rövid futamidejű repoügyletek forgalma növekedett, amely futamidőkön az ÁKK aktív (ezek az egynapos és egyhetes lejáratok), az ennél hosszabb futamidejű repoügyletek forgalma 2004 eleje óta nem emelkedett, a 2003-as adatokhoz viszonyítva pedig csökkent. Az ÁKK az elmúlt egy évben is jellemzően szállítási repoügyleteket kötött partnereivel, ami szintén vissza- tükröződik a teljes repopiac forgalmának alakulá-

sában. 2004 első félévéhez viszonyítva a szállítási repoügyletek átlagos napi forgalma 93 százalékkal emelkedett, míg az óvadéki típusú ügyletek átlagos napi forgalmának növekedési üteme ettől számottevően elmaradt, 36 százalékos volt.

Jelentős változás ugyanakkor, hogy az ÁKK-val kötött tranzakciókat figyelmen kívül hagyva, a piaci szereplők egymás között bonyolított repoügyleteinek átlagos napi forgalma a – korábbi folyamatokkal ellentétben – 2004 második félévében nem csökkent tovább, 2005 első félévében pedig már némileg emelkedett is. Ez az emelkedés ugyan csekély volt (a piaci szereplők egymással bonyolított forgalma most érte el újra 2003-as értékét), és az ÁKK-val kötött ügyletek aránya tovább növekedett a teljes repoforgalmon belül, de ez lehet az első jele annak, hogy az ÁKK repotevékenysége és repo-keretegyezményének kialakítása hosszú távon a bankközi repopiac fejlődését is segítheti. Erre utalhat az is, hogy a teljes pénzpiac átlagos napi forgalma az elmúlt három félévben gyakorlatilag változatlan volt, miközben a teljes forgalmon belül folyamatos eltolódás volt megfigyelhető a repoügyletek javára, aminek következtében e tranzakciók részesedése egy év alatt 12 százalékról 23 százalékra emelkedett. A piac fejlődése szempontjából szintén kedvező, hogy az elmúlt egy évben tovább bővült az ÁKK repotevékenységének aktív partnerköre, és az ÁKK a lehetséges repoügyleteinek a körét is bővítette. Ezek a változások csökkenthetik a koncentrációt és növelhetik a versenyt a repopiacon. Az elmúlt egy évben tehát összességében pozitív változások kezdődtek el a magyar repopiacon, de azt a kérdést csak az elkövetkező néhány félév után tudjuk majd véglegesen megválaszolni, hogy az ÁKK megjelenése a repopiacon hozzá tud-e járulni a bankközi piac dinamikus fejlődéséhez.

III. 3. 3. Adósságpapírok piaca

Az adósságpapírok piacának két szegmensében stabilitási szempontból is fontosnak tekinthető változások történtek. Az állampapírpiacra elindult egy elektronikus kereskedési rendszer, amely a piac átláthatóságára fejthet ki kedvező hatást, az euroforint kötvények piacát pedig az elmúlt években látványos felfutás jellemezte, amelynek hatása a hazai piacokra így már nem elhanyagolható.

Elektronikus kereskedés indult a hazai állampapírpiacra

A 2004. decemberi stabilitási jelentés óta eltelt időszakban az állampapírpiacra lényeges változás, hogy 2005 februárjában elindult egy elektronikus kereskedési rendszer (Bloomberg Bondtrader, BBT). Ebben a rendszerben a hazai elsődleges forgalmazókra kívül néhány külföldi állampapírpiaci szereplő is aktív kétoldali árjegyző. A változás legfontosabb hatása, hogy mindenképpen növeli a piac átláthatóságát, és a szereplők aszimmetrikus informáltságát is mérsékelheti. A piaci szereplők folyamatosan tudnak tájékozódni a piaci árfolyamok alakulásáról, így számukra is csökkent a félreárazás kockázata.

Ugyanakkor a rendszer működésének jelenlegi fázisában korlátozott forgalmat bonyolít le, piaci szereplők szerint a teljes állampapír-piaci forgalomnak (mintegy napi 100 milliárd forint) töredék részét, kevesebb mint napi 1 milliárd forintot. Bár a teljes állampapír-piaci forgalom több mint 10 százalékkal emelkedett 2005 első félévében az előző hat hónaphoz képest, ez a növekedés már 2004 végén megindult, tehát eddig valóban nem fejtett ki egyértelmű forgalomnövelő hatást az új kereskedési rendszer. Ennek egyik oka, hogy az árjegyzők korlátozhatják, hogy melyik szereplőkkel hajlandók ügyletet kötni a jegyzett árakon, és az in-

duláskor a jelentősebb állampapírpiaci szereplők (így az elsődleges forgalmazók) egymásnak nem adták meg ezt a lehetőséget, mivel elsősorban a végbefektetőket akarják ezen a csatornán kiszolgálni.

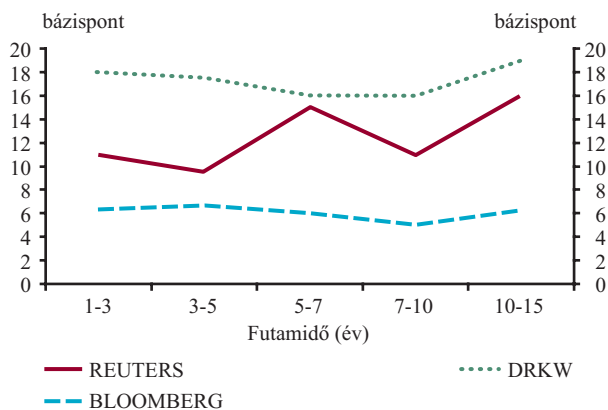
Az új rendszer egy ún. multi-dealer (más néven dealer-to-customer) rendszer, amelynek lényege, hogy az árjegyzők által nyilvánosan feltett árak alapján lehet ajánlatot kérni, tehát a partnereknek közvetlenül velük kell kapcsolatba lépniük (ettől kezdve bilaterálissá válik a rendszer működése). Ezzel szemben az ún. interdealer kereskedési rendszerek (ide tartozik a lengyel állampapírpiacra működő MTS is), lényegében egy ajánlati könyvként működnek, minden szereplő beadja a vételi/eladási szándékát, majd a rendszer párosítja a párosítható ügyleteket (hasonlóan a limitáras tőzsdei kereskedéshez). Ezek miatt a nagyobb ügyletkötéseket az utóbbi kereskedési rendszerek jobban tudják közvetíteni, a partnereknek nem kell előre felfedniük a pozíciójukat (viszont a partnerkockázat-kezelés érdekében az anonim rendszerek működtetőjének szüksége van a csatlakozó szereplők partnerlimit listájára, amelyet folyamatosan vezetve tudja megakadályozni a limittúllépést).

Az új rendszer a jegybank számára is többletinformációt tud nyújtani, amely alapján az állampapírpiaci likviditást pontosabban lehet becsülni. Az itt szereplő jegyzések szűk vételi/eladási hozamkülönbséget mutatnak (mindössze 5-8 bázispont), amelyek lényegesen alacsonyabbak az elsődleges forgalmazók kötelező árjegyzéseként vállalt 50 bázispontnál. A valós kereskedési rendszerek likviditást és átláthatóságot növelő hatását mutatja, hogy a Reuters (HUBEST) adatai esetében, amelyek csak nem kötelező érvényű árjegyzéseket tartalmaznak, ennél valamennyivel nagyobbak a hozamkülönbségek (10-16 bázispont). Egy harmadik adatforrás, a Dresdner Kleinwort Wasserstein által

bevezetett CEBI (Central European Bond Index) alapján valamennyi futamidőre megközelítőleg 16-18 bázispont körüli a vételi és eladási megbízások hozamban kifejezett különbözete. Bár az új kereskedési rendszerben a szűkebb különbözet fenntartásában a kisebb ügyletméret (500 millió forint körüli tételek) is szerepet játszhatnak, a folyamatosan vállalt árjegyzések biztosítják, hogy a rendszerben szereplő árák a valós piaci körülményeket közvetítsék (III-6. ábra).

III-6. ábra

Az állampapír-piaci különbözete az elérhető adatforrások alapján futamidőnként, hozamban kifejezve (2005. július)



*Megjegyzés: A DRKW CEBI hozamkülönbséget az árfolyam alapon számított eredeti adatokból becsléssel lett megállapítva.
Forrás: DRKW, Reuters, Bloomberg.*

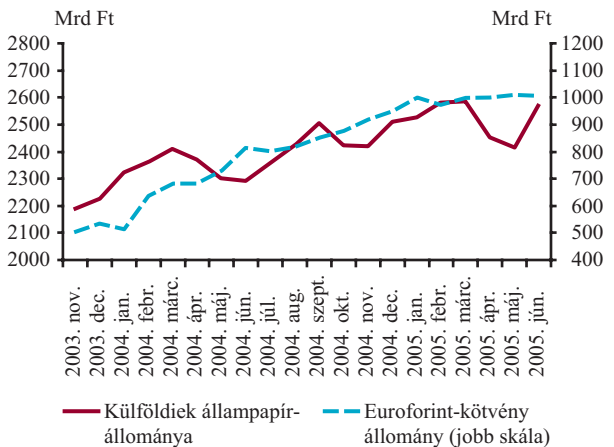
Dinamikus növekedés az euroforint kötvények piacán

Az euroforint kötvények⁷⁸ piacának elemzése azért vált stabilitási szempontból is aktuálissá, mert az elmúlt években bekövetkezett gyors emelkedés következtében a kibocsátott – jellemzően külföldi intézményi befektetők által tartott – kötvények állománya már nem elhanyagolható (III-7. ábra). Az 1000 milliárd forintot meghaladó állomány már a külföldiek által preferált fix kamatozású forint államkötvény-állománynak a hatodát teszi ki, ezért

fontos annak vizsgálata, hogy milyen hatása van a kibocsátásoknak a hazai kötvény- és azon belül az állampapírpiacokra, valamint a devizapiacra.

III-7. ábra

A külföldiek által tartott hó végi állampapír-állomány és az euroforint kötvényállomány alakulása



Forrás: Reuters, Euroclear, MNB.

Az első euroforint kötvénykibocsátásra elsősorban a hazai és a külföldi bankrendszer közötti korlátozott elszámolási kapcsolat miatt a régió más devizáihoz képest több évvel később – csak a 2001 közepén befejeződött devizaliberalizációt követően – került sor. (A lengyel, cseh és szlovák piacokon ezzel szemben már 1995–96-ban megtörténtek az első kibocsátások.) Az indulást követően a forintkibocsátások eleinte fokozatos, majd 2004 folyamán dinamikus növekedésének köszönhetően GDP-arányosan felzárkóztak a többi régióbeli devizában denominált eurokötvény-állományhoz (2004-ben a régióban 4,5 százalék körül alakult a GDP-arányos állomány, egyedül a cseh piacon közelítette meg a 7 százalékot). A hazai piac növekedése 2005 elején viszont újra megtorpant, ezzel elvált a többi régióbeli eurokötvény-piacok továbbra is növekvő trendjétől. A 2004-ben tapasztalt állománynövekedések összhangban vannak a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság emelke-

⁷⁸ Euroforint kötvények alatt a rezidens vagy nem rezidens adósok forintban denominált, a fizetéseket forintban lebonyolító külföldi kötvénykibocsátásait értjük.

désével. Az euroforint piac 2005 eleji szeparálódása pedig kapcsolatban lehet a hazai állampapírpiacon is megfigyelt jelenséggel: míg a többi visegrádi országban a külföldiek állampapír-állománya folyamatosan emelkedik, a magyar piacon 2005 eleje óta nem nőtt a kötvénybefektetésük. Ezt a kedvező nemzetközi környezet és a csökkenő forinthatározások mellett számottevően nem mérséklődő hazai fundamentális kockázatok együttese eredményezhette.

Az euroforint kötvények piacának likviditása lényegesen alacsonyabb az állampapírpiaconál, amelynek fő magyarázata a viszonylag kis sorozatnagyságú kibocsátások. Az euroforint kötvények piacán a kibocsátók a fix kamatozású és rövidebb lejáratú papírokat preferálják. Ez összefüggésben lehet azzal, hogy a befektetők ezen a piacon jellemzően tartásra vásárolják a papírokat, ezért hosszú lejáratú fix kamatozású papírokat a magas kamatkockázat és az illikvid másodpiac miatt nem szívesen vásárolnának. A forint-állampapíroknál többségében jobb minőségű euroforint papírok elsősorban azokat az intézményi befektetőket vonzzák, amelyek hitelkockázati kitétségére szigorú belső vagy külső szabályok vonatkoznak. Mivel a hazai kötvénypiacon a legjobb (AAA) minőségű papírok hiányoznak a kínálatból, így a keresletvezérelt piacon a befektetők valószínűleg hajlandók alacsonyabb hozam mellett is megvásárolni a jó minőségű euroforint kötvényeket.

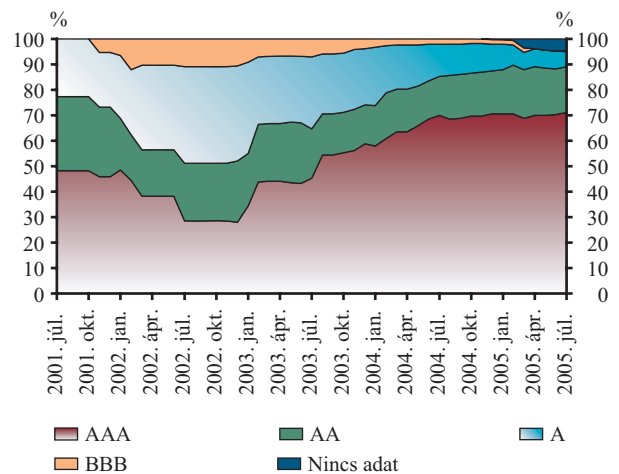
A kibocsátókat derivatív ügyleteken keresztül elérhető alacsonyabb költségű forrásszerzés és/vagy forintban felmerülő finanszírozási igényük ösztönözheti euroforint papírok kibocsátására. A kibocsátók három elkülönülő csoportját a nemzetközi intézmények, a vállalatok/hitelintézetek és a szuverén vagy speciális célú kibocsátók alkotják. Az első két csoportnál (amely az összes állomány kétharmadát bocsátotta ki) inkább a forintfinanszírozási szükséglet jelenti a motivációt, míg a szu-

rén vagy speciális célú kibocsátókat az alacsonyabb finanszírozási költség ösztönzi piacra lépésre (ők devizaswap ügyletekkel saját devizájú kibocsátássá alakítják a forintforrásukat).

A kibocsátók és befektetők motivációi alapján valószínűsíthető, hogy az euroforint kibocsátásoknak az állampapírpiacon inkább kiegészítő, mintsem helyettesítő hatása lehet. Ezt támasztja alá egyrészt, hogy a külföldi befektetők állampapír-állománya és az euroforint kötvények állománya jellemzően egy irányban mozgott. Másrészt az euroforint kibocsátásból megszerzett forrás több közvetítőn keresztül forinteszközökben, köztük részben állampapírban csapódik ki. Harmadrészt a befektetők gyakran törekednek diverzifikált portfólió kiépítésére, ezért a hitelminősítés, illetve szektor szerint szélesebb választékú forint adósságpapírok piacának megteremtésén keresztül az euroforint kibocsátások növelhetik a forintállampapírok iránti keresletet is. A vállalati és hitelintézeti euroforint kötvények piacán viszont a hazai kibocsátókat helyettesítik az anyavállalatok, ezen keresztül gátolhatják a hazai vállalati kötvénypiac megerősödését.

III-8. ábra

Az euroforint kötvények fennálló állományának minőség szerinti megoszlása



Forrás: Reuters, Bloomberg, Euroclear.

Az euroforint papírokba fektető szereplők finanszírozási és a kibocsátók kihelyezési döntéseit együttesen figyelembe véve határozhatjuk meg, hogy miképpen hatnak a kibocsátások a hazai devizapiacra. Az állampapír-piaci hatásoknál elmondottak szerint nem valószínű, hogy a befektetők más források (pl. állampapír) értékesítésével teremtenék elő a szükséges forintforrást. A befektetők hosszú távú tartási motivációja miatt pedig feltételezhető, hogy az azonnali devizapiacra keresztül, árfolyamkockázat vállalásával vásárolják meg a papírokat.

A kibocsátók nagyobb része feltételezhetően forint hitel-nyújtásra használja a megszerzett forrást (árfolyamkockázat vállalása nélkül). A másik kibocsátói típus saját devizájában szeretne alacso-

nyabb finanszírozási költséget elérni, árfolyamkockázat vállalása nélkül. Ez utóbbiak devizawapokon keresztül továbbadják a forintot, amely végül valamelyik külföldi szereplőnek fog nyitott forintpozíciót jelenteni (akár azonnali ügyletté transzformálva, akár forintállampapír vásárlásával vagy forint hitel nyújtásával). Ezek miatt az euroforint kibocsátások megjelennek a forintkeresletben is, és egyben valamilyen forint eszközben csapódnak le. Emiatt az esetleges turbulens időszakok kockázatának elemzésénél, a külföldi befektetők potenciális árfolyamgyengítő hatású forint eszköz-kivonásának becslésekor, nem kell a hazai forint eszközök mennyiségéhez hozzászámítani az euroforint kötvények fennálló állományát.

III. 4. A hazai magánnyugdíjpénztárak működése⁷⁹

A hazai pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából a pénzügyi közvetítés egyik legfontosabb szegmensét jelentő nyugdíjpénztári rendszer hatékony működése, valamint a nyugdíjpénztári rendszerbe vetett bizalom hosszú távú fenntartása kiemelt jelentőségű. A pénztárak működése hosszú távon hatással van a hazai banki és biztosítói piac meghatározó szereplőire kapcsolódó alapítói/támogató csoportok reputációjára. A szektor stabilitási szempontú vizsgálatának fontosságát növeli, hogy a magánpénztári rendszer kötelező jellegéből fakadóan a tagok nagyrészt kiszolgáltatottak az esetleges negatív hatásokkal szemben, amelyek érdekeik potenciális sérülése mellett egyrészt az időskori egzisztenciális kockázatokon keresztül a háztartások pénzügyi pozícióját, másrészt a jelenlegi rendszer hosszú távú működését is hátrányosan befolyásolhatják. A tagok pénzügyi kultúrájának szintje nagyban befolyásolja a tagok pénztárválasztási döntéseinek megalapozottságát. A pénzügyi kultúra növelésének támogatását az MNB kiemelt céljának tekinti. Az elemzés a jelenlegi intézményi struktúra hatékonyságát vizsgálja, a jelenlegi hárompilléres nyugdíjrendszer kereteit adottnak veszi.⁸⁰

III. 4. 1. Nemzetközi tapasztalatok

A magyar magánpénztárakhoz hasonló szolgáltatást nyújtó nyugdíjalapok Latin-Amerikában és Kelet-Európában működnek. Az alapokat kezelő társaságok rendszerint részvénytársasági formában, felügyeleti engedély alapján kezdenek meg tevé-

kenységüket. Az alapkezelők jellemzően banki vagy biztosítói csoportok részei. A magyar önkormányzati alapon működő irányítási formára más országban a második pillérben nem találtunk példát. Latin-Amerikában klasszikus hárompilléres rendszer csak három országban valósult meg. A többi országban vagy kizárólagosan privatizált rendszer működik, minimális állami szerepvállalással, első pillér nélkül (magánrendszer), vagy a munkavállaló választhat az állami és a magánrendszer között (párhuzamos rendszer). A nyújtott szolgáltatások különbözősége, az eltérő jövedelmi viszonyok és munkaerő-piaci struktúra, valamint az eltérő gazdasági fejlettség nem teszi lehetővé, hogy a latin-amerikai országok bevételi és költségmutatóit megfelelő összehasonlítási alapként használjuk.

A kelet-európai nyugdíjrendszerek reformjai jórészt az 1998-as magyar reformot követően indultak. A hazával közel egy időben kezdték meg működésüket a lengyel nyugdíjalapok (1999). A lengyel reform hárompilléres nyugdíjrendszert alakított ki, a második pillér paramétereiben igen hasonló a magyarhoz, ezért a lengyel alapkezelők bevételi, költség- és profitabilitási mutatói támpontot adnak a magyar pénztárak működésének elemzéséhez. A hasonlóságok mellett a lengyel második pillér kialakításában jelentős különbségeket is találunk. A lengyel nyugdíjalapokat banki és biztosítói tulajdonban lévő alapkezelők kezelik, profitérdekeltség mellett. Az alapkezelő végzi a vagyonkezelést és nyújtja az adminisztrációs szolgáltatásokat. Ezzel szemben a magyar pénztárak

⁷⁹ Az elemzésben tett megállapítások az MNB által készített, a pénztárak működésének egyes kérdéseit elemző tanulmányon alapulnak, melynek megjelenése az év végére várható.

⁸⁰ Az első pillért a társadalombiztosítás által folyósított nyugdíj, a második pillért a munkabérek arányában megállapított hozzájárulásokból felépített magánnyugdíjpénztáraktól származó nyugdíjhányad, a harmadik pillért az önkéntes alapon, a biztosított vagy munkáltatója által fizetett pénztári tagdíjak vagy biztosítási díjak fejében megszerezhető nyugdíjkiegészítés jelenti.

nonprofit alapon működnek. A magyar rendszerben az alapítói háttérrel működő pénztárak részére a vagyonkezelést jellemzően az alapító alapkezelője, az adminisztrációt pedig szintén az alapítói csoport tulajdonában álló pénztárkezelő társaság végzi. A lengyel nyugdíjalapok magas beruházási költségek mellett indultak, mert az első években igen jelentősek voltak a marketing- és ügynöki tevékenységre fordított kiadásai (több mint 50 százalék). A kezdeti beruházások megtérülése hosszabb időt vesz igénybe, a megtérülésre hatással van a lengyel szabályozás is. A lengyel jogalkotó maximalta a bevételek forrását jelentő díjakat⁸¹, amely a kezelt vagyon mértékében csökken. A tagdíjakból levont, működést finanszírozó díjak maximális mértéke szintén rögzített. Lengyelországban az alapkezelők kockázati étvágya magasabb, mint a magyar pénztárak igazgatótanácsainak. A lengyel alapok befektetési portfóliójában a részvények aránya 2004 végén 34 százalék volt. A nemzetközi tapasztalatok hasznos tanulsággal szolgálnak a nyugdíjalapok piacának struktúrájára vonatkozóan. A lengyel és a latin-amerikai tapasztalatok alapján a nyugdíjalap-kezelők piaca erősen koncentrált, a legnagyobb öt szolgáltató átlagosan 70-80 százalékos piaci részesedést ér el. A tagokért folyó verseny elsősorban az ügynökök akvizíciós tevékenységen keresztül zajlik, az önkéntes fogyasztói döntések száma alacsony. Összességében e jellegzetességek oligopol piaci szerkezetet valószínűsítenek, ahol a magas koncentráció és az alacsony fogyasztói tudatosság a versenyhelyzetet csökkentheti.

Kiemelten fontos kérdés a nyugdíjalapok portfóliójának összetétele és az igen hasonló portfóliók kialakulásának okai. A legtöbb fejlődő országban az igen magas állampapírhányad, ezért nincs lehetőség magasabb kockázatú befektetések választására. A tapasztalatok szerint a portfólió

összetételére erősen hat a helyi értékpapírpiacon fejlettsége, de fontos az egyes szabályozási ösztönzők szerepe is, így az alapok hozammérésének időtávja. A hosszú távú hozammérés az alapkezelők befektetési időhorizontját növelheti. Az erőteljesen a versenytársak teljesítményétől függő (relatív teljesítménymérés) minimális hozamelvárás a hasonló portfóliók kialakítására ösztönöz.

III. 4. 2. A hazai magánnyugdíjpénztárak teljesítménye

A magánpénztári piac mérete

Az elmúlt években a magánpénztári taglétszám és vagyon folyamatos emelkedése ellenére a piaci szereplők számának csökkenése volt megfigyelhető, a pénztárak száma tevékenységük megkezdése óta – döntően fúziók és beolvadások következtében – 38-ról 2005 első félév végéig 18-ra csökkent. A lezajlott fúziók a banki és biztosítói alapítású pénztárak piaci részarányának fokozatos emelkedését eredményezték, amelynek hátterében az alapító intézmények széles körű ismertsége, valamint a háttérintézmény által kialakított marketing- és értékesítési csatornák nyugdíjpénztári taglétszám-növelést célzó igénybevétele húzódik meg. Mivel a munkáltatói alapítású kasszák tagsága elsődlegesen az alapító vállalkozás munkavállalói közül kerül ki, a taglétszám számottevő növekedése az elmúlt években nem következett be. A hazai magánpénztárak 2004. évi összesített taglétszáma 2,4 millió fő volt. A szektor hatékonysági kérdéseinek vizsgálatokor a 2004 végén taglétszám alapján 92 százalékos, a felhalmozott vagyon alapján pedig 91 százalékos piaci részesedéssel rendelkező tíz banki és biztosítói alapítású pénztárra fókuszálunk, így a megállapítások is elsődlegesen erre a pénztári körre vonatkoznak.

⁸¹ A díjak szabályozása számos országban gyakorlat (Egyesült Királyság, Svédország, Bulgária, Horvátország).

Irányítási és szervezeti kérdések

A pénztár a szabályozói szándékok szerint önkormányzati alapon működő sajátos nonprofit intézmény, amelyben a tagok aktív szerepvállalásán keresztül érvényesül az öngondoskodás elve. A magánpénztárak legfőbb döntéshozatali szerve a közgyűlés, melyen a tagok közvetlenül, vagy küldötteken keresztül érvényesíthetik döntéshozatali jogaikat. A pénztár irányítását az igazgatótanács végzi, amelyben a pénztártagok képviselőjét is biztosítani kell. Az igazgatótanács határozatainak végrehajtásáért és a pénztár eredményes működéséért az ügyvezető felelős. Az igazgatótanács mellett ellenőrző bizottság is működik, melyben a pénztártagoknak kell többségben lenniük. Az ellenőrző bizottság feladata a pénztár gazdálkodásának folyamatos vizsgálata, ellenőrzése.

A vezető testületek (IT, EB) személyi összetételével kapcsolatban megállapítható, hogy a vizsgált pénztárak jelentős részénél az alapítói csoportnál munkaviszonnyal rendelkező tagok többségben vannak az igazgatótanácsokban és jelentős az alapítói képviselet az ellenőrző bizottságokban is. Nyilvános adatok alapján a pénztáraknál az igazgatótanácsban jellemzően az alapítói csoport felső vezetése is képviselve van. Ennek alapján a pénztárak vezető testületeiben erőteljes alapítói befolyás valószínűsíthető.

A magánpénztárak többségének gyakorlatában a közgyűléseken a tagok közvetlenül nem vesznek részt, helyettük szavazati joggal felruházott területi vagy munkáltatói képviselők járnak el, akiket ötéves időtartamra a pénztár küldöttválasztó gyűlése választ meg. A gyűlések részvételi aránya alacsony, ami a pénztárak tagságának inaktivitására utal. A magánpénztári törvény értelmében a küldöttek választásának rendjét a pénztár

szervezeti és működési szabályzata határozza meg, ezek azonban nem minden esetben adnak iránymutatást arra vonatkozóan, hogy egy küldött hány tag szavazata alapján választható meg. A megvizsgált szabályzatok alapesetben előírják ugyan a tagság több mint felének közvetlen, vagy meghatalmazott képviselő általi jelenlétét, a határozatképtelenség esetére összehívott, megismételt közgyűlés azonban már a jelenlévők számától függetlenül határozatképes, így a pénztári tagságok töredékének is lehetősége nyílik a küldöttek megválasztására.

A tagi érdekek képviseletét tovább csorbítja, hogy a közgyűlési jegyzőkönyvek tanúsága szerint a tagság létszámának a küldöttek általi képviselete sem teljes. A közgyűléseken megjelent képviselők a tagságnak az elmúlt három év átlagában mindössze alig több mint kétharmadát képviselték, ami a közgyűlés határozatképességét biztosítja ugyan, de szektorszinten a tagság jelentős része érdemi képviselet nélkül marad. A közgyűlési határozatok 99 százaléka az elmúlt 5 évben teljesen egyhangúan, érdemi hozzászólások nélkül került elfogadásra. A pénztárak tényleges irányítási gyakorlatának áttekintése alapján összességében megállapítható, hogy a tagi érdekek képviselete alacsony szinten valósul meg.

Díjterhelés

A magánpénztárak tagjai által havi rendszerességgel teljesített azonosított befizetéseknek a pénztárak által egyedileg meghatározott hányada nem kerül a tagok egyéni számláján jóváírásra, ezen levonások a pénztár működési és likviditási tartalmát növelik. A pénztári megtakarítások díjterhelését alapvetően a tagdíjakból levont működés fedezetét biztosító díjak és a vagyonkezelésért járó díjak határozzák meg.

III-2. táblázat

Az átlagos díjterhelés alakulása az éves átlagos vagyonszázalékában⁸²

	2000	2001	2002	2003	2004
Vagyonkezelési díjak					
Magánpénztárak	1,07	1,04	0,99	0,97	0,96
– éves minimum	0,65	0,54	0,59	0,59	0,55
– éves maximum	1,95	1,92	2,00	1,57	1,43
Önkéntes pénztárak	0,58	0,67	0,78	0,70	0,73
Lengyel nyugdíjalapok	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Tagdíjat terhelő levonások					
Magánpénztárak	3,71	2,85	2,34	2,38	2,11
Önkéntes pénztárak	1,06	0,92	0,86	0,74	0,62
Lengyel nyugdíjalapok	11,31	5,02	2,49	1,73	1,30
Teljes díjterhelés					
Magánpénztárak	4,77	3,89	3,32	3,35	3,07
Önkéntes pénztárak	1,64	1,59	1,64	1,44	1,36
Lengyel nyugdíjalapok	11,87	5,59	3,09	2,33	1,83

Forrás: KNUIFE (Lengyelország), PSZÁF.

Az elmúlt évek során szektorszinten a tagdíjakat terhelő vagyonarányos levonások lassú csökkenése figyelhető meg.

A pénztárak alapítását közvetlenül követő időszakban az intézményi és infrastrukturális háttér megteremtése céljából jelentősebb működési célú levonásokra volt szükség, melynek szintjét a pénztárak működtetési feltételeinek kialakítását követően mérsékeltek. A magánpénztári kötelező tagdíjak mértékét az elmúlt két évben 6 százalékról 8 százalékra emelték. Ennek hatása a tagdíjbevételek növekedésére önmagában 30 százalékot meghaladó volt; ez a pénztárak többségénél a működési költségszint ettől elmaradó növekedési dinamikája

ellenére ez ideig nem járt együtt a tagdíjakat terhelő levonások érdemi csökkentésével.

A díjterhelésen belül – a pénztári megtakarítások emelkedésének függvényében – a vagyonkezelői díjak részaránya folyamatosan növekszik, hosszú távon pedig enne mértéke válik a díjterhelésen belül meghatározóvá.

A magyarországi vagyonkezelők többsége által felszámított vagyonkezelési költségek nagyságrendje jelentősen meghaladja mind a lengyelországi, mind pedig a hazai önkéntes kasszák által alkalmazott szintet. A 2000–2004 közötti időszakban a banki és biztosítói alapítású magánpénztárak vagyonkezelését valamennyi esetben az alapí-

⁸² A magán- és önkéntes pénztári ág összevetését nehezíti, hogy az önkéntes kasszák többsége a magánpénztáraknál négy évvel korábban, jellemzően munkáltatói háttérrel, jelentős alapítói támogatás mellett jött létre, amely részben magyarázza az önkéntes ág alacsonyabb díjterhelését.

III-3. táblázat

A levonások aránya a tagdíjbefizetések százalékában

	2000	2001	2002	2003	2004
Magánpénztárak	5,74	6,39	6,71	6,71	6,46
Önkéntes pénztárak	4,37	4,05	4,03	3,80	3,50
Lengyel nyugdíjalapok	9,00*	8,35	6,54	6,23	6,22

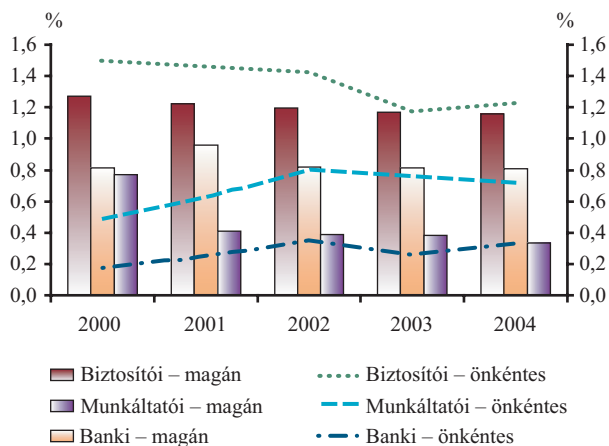
Megjegyzés: * becslés alapján.

Forrás: KNUIFE (Lengyelország), PSZÁF.

tó érdekeltségébe tartozó szervezet látta el, amelynek leváltása mindössze egyetlen pénztár esetében történt meg, de ebben az esetben a pénztár és az alapító csoport kapcsolata is megszűnt.

III-9. ábra

Vagyonkezelési díjak alapítói háttér szerint



Forrás: PSZÁF.

A banki-biztosítói háttérű magánpénztárak esetében a díjak mértékének háttérében elsődlegesen jövedelmezőségi szempontok húzódnak meg. Az alapító pénzügyi csoport a pénztár működtetéséhez szükséges jelentős nagyságrendű beruházások mielőbbi megtérülését és a csoport szintjén nyereséges működést vár el, ami a tagdíjakat terhelő levonások, valamint az alkalmazott vagyonkezelői díjak megállapításakor jelentősen befolyásolja a díjszinteket. Mivel az alapító pénzügyi csoportok célja a mielőbbi megtérülés, véleményünk sze-

rint a vagyonkezelés tekintetében tényleges piaci verseny a hazai magánpénztárak esetében nem alakult ki. A kezdeti beruházások megtérülésének biztosítása érdekében az alapítók a pénzügyi csoporthoz tartozó vagyonkezelő és pénztár közti, hosszú távra megkötött szerződések megkötésében voltak érdekelték. A csoportszinten mért profitabilitás mielőbbi biztosítása a működési bevételek meghatározó hányadát kitevő adminisztrációs költségek, valamint a kezelt vagyon volumenével csaknem párhuzamosan növekvő vagyonkezelési díjak pénzügyi csoporton belül tartásán keresztül valósítható meg, így 2004-ben a tagdíjakat terhelő levonásoknak átlagosan csaknem 60 százaléka áramlott az alapító pénzügyi csoporthoz vagyonkezelői és adminisztrációs díjak formájában.

A munkáltatói háttérű pénztárak esetében a jóval alacsonyabb vagyonkezelési díjakat az magyarázza, hogy ezen kasszák esetében a kezdeti költségek szintje vélhetően jóval alacsonyabb volt, így a pályáztatás útján kiválasztott vagyonkezelők díjtételei csak a vagyonkezelés költségeit tartalmazzák.

Költségszerkezet és profitabilitás

Az alapítói csoporthoz kötődő pénztáraknál a csoportszintű költségek és ebből adódóan a profitabilitás igen nehezen becsülhető. Ennek oka, hogy a hazai gyakorlatban az adminisztrációs,

valamint marketing- és akvizíciós kiadások meghatározó hányada sok esetben nem közvetlenül a pénztáraknál, hanem az alapítói csoporthoz tartozó, jellemzően pénztárszolgáltatással foglalkozó leánycégeknél jelenik meg. A pénztárak költség-szintjét érintő általános probléma az infrastruktúrális háttér fejletlensége, a pénztárak jelentős részében modernizálásra szoruló számítástechnikai rendszer működik.

A pénztárak eredménykimutatásából a nonprofit jellegnek megfelelően nem jelenik meg nyereség. Jelentős tétel az adminisztrációs feladatok elvégzéséért kifizetett díj, amely a pénztárszolgáltató társaság bevételeinek legfőbb forrása. Nem szerepel a működési célú eredménykimutatásban a vagyonkezelésért járó díj, mivel az a hatályos szabályozás szerint közvetlenül a pénztári vagyont terheli. A nyereséget így az utóbbi díjak tartalmazzák, amely a pénztárszolgáltatóknál és a vagyonkezelőknél jelentkezik – jóval kevésbé transzparens formában. A pénztárszolgáltató társaságok gazdálkodásáról rendelkezésre álló nyilvános információk általános számviteli elvek alapján készülnek, ezért e kimutatásokban

a költségek más szerkezetben jelennek meg, mint a pénztárak elszámolásaiban. A vagyonkezelő társaságok eredménykimutatásaiból a pénztári vagyonkezelés pontos költségei és profitabilitása nem becsülhető, mivel azok keverednek más tevékenységek kiadásaival és eredményességével.

Mindezek következtében a költségek szintjére és a nyereségességre csoportszinten csak becslés adható. A becslések szerint csoportszinten a pénztári tevékenység 2001–2002 között vált nyereségessé és a tevékenységen 2003–2004-ben már magas profitabilitás volt elérhető.

A pénztárak portfóliójának alakulása

A hazai magánpénztárak befektetési magatartását a magasabb kockázatú és ezáltal magasabb hozamok elérését lehetővé tevő alternatívák mellőzése jellemzi. A pénztári megtakarítások több mint 70 százaléka állampapírokba került befektetésre, melynek részaránya 2004-ben tovább emelkedett.⁸³

III-4. táblázat

A nyugdíjpénztárak befektetéseinek összetétele

%	Magánnyugdíjpénztárak			Önkéntes nyugdíjpénztárak		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Állampapír	69,6	71,6	77,9	68,7	70,2	76,5
Értékpapír típusú befektetések (befektetési alapok, jelzáloglevelek, vállalati kötvények)	19,3	19,1	15,1	17,5	19,1	14,0
Hazai részvény	9,0	7,2	3,1	8,1	7,1	5,2
Egyéb (folyószámla, bankbetét, külföldi befektetések)	2,1	2,1	3,9	5,7	3,7	4,3
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Forrás: PSZÁF.

⁸³ A hazai magánpénztárakban 2004 végéig felhalmozott nyugdíjcélú megtakarítások értéke 804 milliárd Ft volt, ami a GDP 4 százalékát tette ki.

Az állampapírok portfólión belüli túlsúlya, illetve a lengyel nyugdíjalapokétól jelentősen elmaradó részvényarány mögött több tényező együttes hatása húzódik meg.

A jelenlegi alacsony részvényhányad kialakulásában meghatározó szerepet játszott a hazai és nemzetközi tőzsdék teljesítményének 1998–2001 közötti időszakra jellemző nagymértékű ingadozása, melynek következtében a pénztárak mérsékeltek a részvények portfólión belüli részarányát. A tőzsdeindexek 2001 második felére jellemző gyengülése a részvényhányad általános csökkentéséhez vezetett, melyben további érdemi változás azóta sem következett be. Az említett folyamatok eredőjeként 2002-től a pénztárak hozamára az állampapír-piaci tendenciák voltak elsődleges hatással, ahol a kockázatmentes hozamok átmenetileg jelentősen megnövekedtek.

A rövid távú hozammérés jelenlegi gyakorlata kockázatkerülésre ösztönöz, valamint a versenytársak portfóliójának összetételétől való jelentős eltérés ellen hat. Az igazgatótanácsok eszközallokációs döntéseit vélhetően befolyásolja az, hogy a vagyonkezelésből származó jövedelmek részei a csoportszintű megtérülésnek. Ez fokozhatja a kockázatkerülésre és óvatosságra való ösztönözöttséget, mivel a magas kockázatú befektetési stratégia veszélyeztethetné a vagyonkezelő pozícióját.

A pénztárak befektetési politikájukban meghatározzák a különböző kockázati szintet megtestesítő eszközelemekbe történő befektetések minimális és maximális arányát. Ezek alapján megállapítható, hogy a pénztárak többsége az állampapír-befektetések esetében minimálisan 60–70 százalékos arányt határoz meg, ebben lényegi elmozdulás az elmúlt években nem figyelhető meg. Az állampapír-befektetések maximális arányára vonatkozóan ugyanakkor felső limit jellemzően nem kerül meghatározásra. A részvények

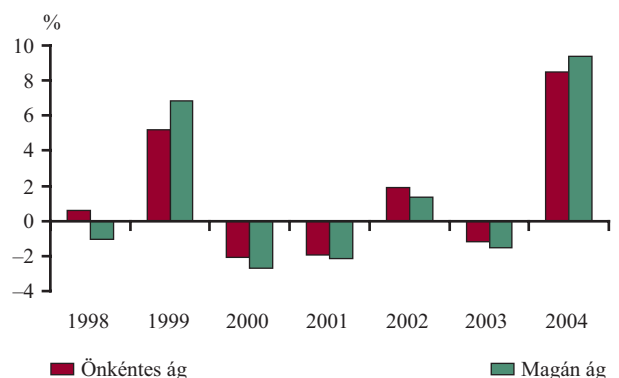
re vonatkozó minimális részarányt 0–10 százalék, a maximális limitet pedig 15–40 százalék között határozzák meg, ami elvileg lehetővé tenné az eddigieknél jóval magasabb részvényarány tartását is.

Pénztári hozamok

A hazai magánpénztárak alapítása óta eltelt időszakban elért éves hozamok jelentős ingadozást mutatnak. A hazai magánpénztárak működésének eddig eltelt hét teljes évét (1998–2004) alapul véve a magánpénztárak átlagos nettó, egy tagra eső vagyonnal súlyozott reálhozama 2,8 százalék volt, ami elsődlegesen a 2004. évi kiemelkedő hozamtendenciáknak köszönhető. Amennyiben az átlagos nettó reálhozamok számításakor a vagyonkezeléssel kapcsolatos költségek mellett a működési célú levonásokat is figyelembe vesszük, a magánpénztári szektor hétéves átlagos nettó, egy tagra eső vagyonnal súlyozott reálhozama 0,2 százalékot tett ki. (Az önkéntes pénztáriak ugyanezen időszakra számított, szektorszinten mért súlyozott nettó reálhozama 1,8 százalék, a működési célú levonásokat is figyelembe véve pedig 1,2 százalék volt).

III-10. ábra

A nyugdíjpénztárak tagdíjakat terhelő levonások nélküli számított reálhozamának alakulása



Forrás: PSZÁF.

III-11. ábra

A nyugdíjpénztárak tagdíjakat terhelő levonásokkal korrigált reálhozamának alakulása



Forrás: PSZÁF.

A pénztárak befektetési teljesítménye az elmúlt években elsődlegesen az állampapír-befektetések hozamtendenciáinak alakulásától függött, az alacsony részvényhányad még kedvező tőzsdei klíma esetén sem volt képes ellensúlyozni az állampapír-árfolyamokat befolyásoló piaci hatásokat.

III. 4. 3. Szabályozási kérdések

Véleményünk szerint a magánnyugdíjpénztárak működési tapasztalatai alapján három területen merülnek fel szabályozási kérdések.

Elsőként a magánnyugdíjpénztárak működésének legfontosabb kihívásaként a rendkívül konzervatív befektetési politikát azonosítottuk. A magyar pénztárak portfóliójának 80 százaléka a magyar költségvetést finanszírozza, a részvények aránya tartósan 10 százalék alatt van. Ilyen magas állampapír-állomány mellett kérdéses, hogy az 1997-es reform elérheti-e a célját. A hosszú távon várható állampapír-reálhozamok ugyanis vélhetően nem képesek azt a költségekkel korrigált megtérülést biztosítani a pénztárak számára, amellyel a reformtervekben szereplő nyugdíjszint elérhető. A jelenlegi portfólió összetétele azért is aggályos, mivel az a gyakorlatban alapvetően állampapír-alapú finanszírozásnak feleltethető

meg, igen költséges intézményrendszer mellett. A portfólió várható hosszú távú hozama azért kiemelten fontos kérdés, mivel az igen erősen hat a második pillérből származó megtakarítások értékére.

Az elmúlt hét év tőkepiaci folyamatai részben magyarázzák a portfólió összetételének alakulását, középtávon azonban már a jelenlegi magas állampapír-állomány csökkenése prognosztizálható, de kérdéses, hogy ez milyen ütemben valósul meg. Ezért fontos szabályozási kérdés, hogy miképpen támogatható a hosszabb távú befektetési időhorizont kialakítása. Közvetlen beavatkozás a portfólió összetételébe veszélyeket rejt magában és ezért nem kívánatos. A beavatkozás feltételezné azt is, hogy a szabályozó hatóságnak van elképzelése az optimális portfólió összetételéről. A szabályozás ezért csak indirekt eszközökkel tud hatni a vagyongazdálkodók ösztönzési rendszerére.

A teljesítménymérésneként a magyar szabályozásban jelenleg a pénztári befektetések tárgyévi és az azt megelőző négy év éves hozamát kell közléni. A jelenlegi szabályozási megoldás révén már hosszabb távon látható az eredmények alakulása, azonban az öt (egy)éves hozam összevétele az átlagos fogyasztó számára nem egyértelmű. Egyszerűbb és egyúttal könnyebben értelmezhető megoldást jelentene a pénztári teljesítmény hosszabb időhorizonton való mérése. A lengyel szabályozó azt a megoldást választotta, hogy az alapkezelőknek évente kétszer közzé kell tenniük a 3 éves kumulált hozamukat. A magyar szabályozásban is megfontolandó, hogy a kumulált hozamok (3 vagy 5 év) alapján történjen a teljesítmények közzététele, mivel ilyen időtávon az egyes eszközosztályok közötti várható hozamokban meglévő különbségek erőteljesebben megjelennek. Külön ösztönzést jelentene, ha az időhorizont növelése fokozatosan, előre meghatározott ütemben történne.

Hosszabb távon a portfólió összetételére hatást gyakorolhatna, ha a pénztártagok választhatnának különböző kockázatú portfóliók között. A választás lehetőséget kínál az egyéni kockázatvállalási preferenciák megjelenítésére. Ezt a megoldást már ismeri a magyar pénzügyi szabályozás: az önkéntes nyugdíjpénztárak kínálhatnak többfajta portfóliót a tagjaik számára. A választani nem akaró tagok részére lehetséges szabályozási megoldás az életpályának megfelelő portfólió létrehozása, amely az életkor függvényében határozná meg az eszközallokációt.⁸⁴ E megoldás feltétele a magasabb fogyasztói tudatosság és pénzügyi ismeret a pénztártagok részéről. A választás lehetősége a pénztári befektetési portfólió eszközosztályai között relatíve gyors változásokat indukálhatna, amely hatást gyakorolhatna az egyes eszközpiacokra. Ezért szükséges annak körültekintő vizsgálata, hogy lehetséges-e az euro magyarországi bevezetésének idejénél korábban a választható portfóliós rendszer bevezetése. Az euro bevezetése után a várható portfólióátrendeződés a magyar állampapírpiacra kisebb hatást gyakorolna és árfolyamkockázatok nélkül elérhetővé válna a teljes európai részvényt piac.

A következő szabályozási probléma véleményünk szerint a pénzügyi csoportok által alapított pénztárak nem megfelelő működési formája. A pénzügyi csoportok a szabályozási környezethez alkalmazkodva igyekeztek olyan működési modellt alkalmazni, ahol az üzleti érdekeik biztosítva vannak. A jelenlegi szabályozás azonban reputációs és jogi kockázatokkal jár az alapítói csoport számára, mivel az alapító de facto irányító státusa és üzleti érdekei a tagszervezésen (közgyűlés lebonyolítása) és egyes szolgáltatási szerződéseken alapulnak. A pénztárak működésében esetlegesen felmerülő

jelentősebb probléma kihat az alapító csoport reputációjára is.

A fenti problémák a hazai szabályozás hiányosságaiból fakadnak. A jogalkotó 1997-ben a nyugdíj-megtakarítások piacán olyan modellt vezetett be, amely nem veszi figyelembe azt, hogy jelentős taglétszámú pénztárak irányítására nem alkalmas az önkormányzati forma. A nonprofit társulási szervezeteknél hiányzik az a tőke és szakértelem, amely jelentős méretű szervezeteknél – különösen az indulás éveiben – szükséges.

Az önkormányzati rendszer szabályozásának javítása csak igen kétséges eredménnyel járhatna. A gyakorlatban nem, vagy csak igen nagy nehézségek által megoldható a tagság aktivitásának érdemi növelése. Amennyiben erre létezne optimális megoldás, akkor is kétséges, hogy a megtakarítók képesek-e a pénztár és a vezető testületek működésének átfogó értékelésére és az önkormányzati jellegnek megfelelő, független, kellő szakértelemmel rendelkező vezető testületek megválasztására. Végezetül a pénzügyi csoport alapítókkal működő pénztárak esetében – mint korábban azt megállapítottuk – nem biztosított a költségtranszparencia a pénztári, pénztárkezelői és vagyionkezelő társaságok eltérő szerkezetű eredménykimutatásai következtében. Nem látható pontosan a csoporton belüli transzferek nagysága és a mögöttes költségek tartalma. A csoportszintű profitabilitás csak becslésekkel közelíthető.

A tagok szempontjából a pénztárak költségeinek áttekintése és összehasonlítása jelentős nehézségekkel jár. A pénztári nettó hozamráták csak a befektetések költségeit tartalmazzák, a tagdíjakat terhelő levonások nem jelennek meg a mutatóban. A magyar szabályozásban nincs olyan egységes költségmutató, amely a pénztárak közötti különbségeket egyszerűen áttekinthető formában tartalmazná.

⁸⁴ Ennek alternatívája, hogy az eszközallokációt e portfólióra az igazgatótanács határozza meg.

Magyar Nemzeti Bank

Az elemzés megállapításai és a szabályozási kérdések áttekintése alapján megfontolandó, hogy a pénztárak számára a tényleges működésüknek megfelelő szervezeti formát alakítson ki a jogalkotó, mivel a transzparencia alacsony foka hosszú távon igen nagy költségekkel járhat a megtakarítók számára. A nemzetközi legjobb gyakorlatok-

ban a nyugdíjalap és az alapkezelő társaság számít elfogadott működési formának. A szervezeti forma kialakításán túlmenően az átláthatóbb működés legfontosabb garanciáinak megteremtése jelent prioritást, így véleményünk szerint fokozott hangsúlyt kell helyezni a költségek és teljesítmények transzparenciájának további növelésére.

III. 5. A következő évek várható pénzügyi szabályozási változásaira való felkészülés áttekintése

Az alábbi rövid összefoglaló azt mutatja be, hogy a következő évek hazai pénzügyi szabályozási munkáját milyen európai folyamatok határozzák majd meg. A közelmúlt fejleményei ugyanis új feladatokat, új hozzáállást és új felkészülési időzítést jelentenek a hazai szabályozói munkában részt vevők számára. A változást három esemény szinte egyidejű bekövetkezése kényszeríti ki. Az európai szabályozási mechanizmus megváltozása (Lámfalussy-eljárás), csatlakozásunk az Európai Unióhoz és az európai banki prudenciális és számviteli szabályok teljes átalakítása alapjaiban írja át a hazai szabályozási mechanizmusokat. A változások legfontosabb következménye, hogy a közös európai szabályozói felkészülés lényegében keretet ad és ütemezi a hazai szabályozói felkészülést. Az EU-n belül összehangolt szabályozói felkészülés csökkenti az új szabályok bevezetésével járó szabályozói kockázatot. Az új struktúrára emellett a még meg nem hozott európai szabályok várható következményeinek, megvalósítási problémák korábbi felmérésére ösztönöz.

A többi tagország számára is újdonságnak számító szoros szabályozói együttműködés első gyakorlati tesztje az új tőkekövetelmény-direktívához (Capital Requirements Directive) kapcsolódik. A továbbiakban az ehhez kapcsolódó európai szabályozói lépéseket mutatjuk be, amelyek egyben a következő évek hazai pénzügyi szabályozási feladatai között is a legfőbb prioritást jelentik.

A 2001-ben hivatalos szabályozói mechanizmussá emelt Lámfalussy-eljárás egyik nagy újítása, hogy az egységes piac – egységes szabályozás alapelveit kiegészítette az egységes felügyeleti jog-

szabályértelmezés feladatával. A Lámfalussy Sándor által vezetett bizottság (Committee of Wise Men) felismerte, hogy az egységes piac kialakulásának támogatásához nem elég a közös jogszabály. Ennek egyik oka, hogy ugyanazt az uniós jogszabályt különbözőképpen kérték számon az egyes felügyeletet. Így az eredetileg egyformának gondolt jogszabályok a piaci szereplők felé tagállamonként különböző jogszabályként jelentek meg és eltérő viselkedésre ösztönözték a piaci szereplőket.

A banki és befektetési vállalkozói piacokon az egységes felügyeleti követelményrendszer kialakítását célzó szervezett és intenzív munka a Committee of European Banking Supervisors (CEBS) megalakulásával kezdődött el.⁸⁵ A közös jogszabály-értelmezés és annak felügyeleti gyakorlatba történő beépülése jelentős változásokkal jár a már eddig kiépült felügyeleti rendszerben. Egyértelmű előnye – a felügyeleti konvergencia megteremtése mellett –, hogy költségként és az új, bizonyos tekintetben nem tesztelt rendszer bevezetésével járó sokként jelenhet meg a pénzügyi piacokon.

A CEBS létrehozását követően a közös munka nem kisebb horderejű kérdések kapcsán indult meg, mint a banki prudenciális és számviteli szabályok egy időben történő radikális megreformálása. Mivel az új tőkekövetelmény- és beszámolási szabályokra való felkészülés teljesen új rendszereket és eljárásokat igényel, ezért a szabályozó hatóságok és felügyeletet ezek egységes előkészítésével soha vissza nem térő lehetőséget kaptak a felügyeleti konvergencia elérésére.

⁸⁵ A CEBS az összes felügyeletet és nem felügyeleti jegybankot magában foglaló decentralizált európai intézmény, amely tevékenységét lényegében magukból a tagállami képviselőkől álló bizottságokban és munkacsoportokban végzi www.c-ebs.org.

Az új tagállamok abban a fázisban kapcsolódhattak be az uniós munkába, amikor a tőkekövetelmény-rendszer kidolgozásához kapcsolódó jogszabályi szövegek már többé-kevésbé elkészültek (Capital Requirements Directive tervezete), de az értelmezési, felügyeleti felkészülést összehangoló munka még nem kezdődött el. A megfigyelői státusból teljes jogú, azaz véleményt kifejtő taggá tehát akkor váltunk, amikor a jogszabályi tervezeteken érdemi változást elérni már nem lehetett. Ellenben a gyakorlatban megfigyelhetővé vált, hogy egy adott jogszabály hányféleképpen értelmezhető, és a nemzeti érdekek figyelembevételére még ebben a fázisban is mekkora lehetőségek adóttak. Az új tagállamok számára tanulságos volt azt is megtapasztalni, hogy a csatlakozás feltételül szabott jogszabályi harmonizáció során kőbe vésettek tartott uniós direktívaszabályok, tulajdonképpen nem kőbe vésettek. Azok rugalmasan igazíthatók nemzeti piacainkhoz és érdekeinkhez, ha van ilyen. A szabadabb értelmezési lehetőséget erősítette fel az egyre erőteljesebben érvényesülő új szabályozási filozófia is, amely szerint a jogszabályoknak elsősorban az alapelveket kell rögzítenie. A kelet-közép-európai (KKE) országokban azonban csak korlátozottan beszélhetünk nemzeti piacokról és érdekekről. A pénzügyi közvetítő rendszereknek régiós szinten alapvető fontosságú jellemzője a 70-80 százalék körüli külföldi (régi tagállami) tulajdonosi hányad, és a pénzügyi piac rövid, 15 éves megéléte. A KKE-intézmények többsége leányvállalat, és része egy másik EU-tagállamban bejegyzett bankcsoportnak, pénzügyi holdingnak vagy pénzügyi konglomerátumnak. A jelenlegi banki és befektetési vállalkozási prudenciális szabályok nemcsak egyedileg, hanem csoportszinten is érvényesek. A leányvállalatok működését ezért kétféle felügyeleti elvárásrendszer befolyásolja: a hazai közvetlen felügyeletének elvárásai és az anyavállalatán keresztül az anyavállalat felügyeletéi. Ez a környezet dön-

tően meghatározza a magyar és KKE-szabályozók és -felügyeletek mozgásterét. Túl sok egyedi szabályunk nem lehet, mert azt a jelenlegi piac nem igényli, illetve akár a jelenlegi struktúrák megváltozásához vezethet, pl. fiókosodás formájában.

Tagállami szabályozásunk ezért jelentős mértékben adaptív marad, a fontosabb döntések az európai munkacsoportokban születnek meg. Az uniós szinten eldöntött szabályokhoz és értelmezésekhez csak annyi egyedi szabályt és értelmezést célszerű hozzatennünk, amennyi feltétlenül indokolt. Ez természetesen önmagában már a csatlakozási felkészülés megkezdése óta igaz. A jelenlegi változás egyrészt abban jelenik meg, hogy az európai munkacsoportokban hozott döntésekre a csatlakozás óta befolyásunk van, másrészt abban, hogy az európai közös munkát kiterjesztették a felügyeleti jogszabály-értelmezésre is. Ennek a két jelentős változásnak az időpontja az új tagállamok számára egybeesik.

A munka menetrendjét is a nemzeti szabályozásról az európai döntéshozatal felé történő elmozdulás határozza meg. Saját szabályrendszerünket csak akkor érdemes kialakítanunk és véglegesítenünk, amikor az európai szabályok már körvonalazódtak. A tervezett szabályozás következményeit, a várható megvalósítási problémákat azonban már a legelső lépéseknél, az európai szabályok kialakításánál azonosítanunk kell. Ha valamely szabályt nem tudunk a magyar piaci környezetben alkalmazni, vagy valamely hazai piaci intézményre, instrumentumra nem terjed ki az európai szabályozás, akkor a szükséges változások megjelenítését 4 szinten érhetjük el: 1. az uniós jogszabály szövegezésben (bizottsági, tanácsi és parlamenti szinten), 2. az uniós jogszabály-értelmezésekben, 3. a hazai, tagállami jogalkotásban és a 4. hazai, felügyeleti jogszabály-értelmezésben. A játéktér természetesen egyre kisebb, hiszen minden szintet köt az előtte lévő szinten meghozott döntések sora. A hazai szabályozási munkák ütemezése ezzel

időben sokkal korábbra tolódott ki. A jövőben a hatósági egyeztetéseknek, hatósági-piaci párbeszédnek a 3.–4. pontokban megjelenő feladatoknál évekkal korábban meg kell kezdődnie, amikor az 1. és 2. pontbeli munkák elindulnak.

A következőkben áttekintjük, hogy az új tőkekövetelmény-számítási és -jelentési szabályok kapcsán (CRD), milyen jogszabály-értelmezési kérdésekben születtek uniós útmutatások. Melyek azok a kérdéskörök, amelyet a CEBS munkacsoportjában megvizsgáltak, amelyekhez szabályozói és felügyeleti álláspontot alakítottak ki a tagállamok, és amelyek alapjául szolgálnak a hazai jogszabályoknak és felügyeleti útmutatóknak is. Az ajánlások betartása jogilag nem kötelező, de az a tény, hogy a felügyelet és jegybankok közösen fogadták el az ajánlást és minden tagállami felügyelet/szabályozó részt vett a megalkotásában, bizonyos mértékig garantálja a tagállami gyakorlatba történő beépülését.

Az útmutatások mind pénzügyi stabilitáshoz kapcsolódó kérdéseket, mind felügyeleti gyakorlati eljárási és együttműködési kérdéseket érintenek. Az olyan értelmezési példákat, amelyek a pénzügyi rendszer minden tagját érintik, és így rendszerstabilitási következménnyel járnak, a pénzügyi stabilitási szempontból fontos kérdések közé sorolhatjuk. Ilyen kérdéseket az összes ajánlás tárgyal, azonban témától függően a gyakorlati felügyeleti engedélyezési, együttműködési, illetve dokumentációs feladatok is szerepet kapnak. A következő összefoglalásban ilyen szempontból nem teszünk különbséget, és az eddig elért eredményeket együtt mutatjuk be.

Az új tőkekövetelmény-direktíva (CRD) implementálásához közvetlenül négy dokumentum kapcsolódik:

- a) fejlett módszerek és kockázatkezelési rendszerek elfogadása és implementálása,
- b) külső minősítő cégek elismerése,

c) felügyeleti ellenőrzés gyakorlata,

d) közös adatszolgáltatási követelmények.

A fejlett módszerek elfogadása és implementálása esetén a cím önmagáért beszél, az ajánlás a fejlett módszerekhez kapcsolódó legfontosabb direktívaértelmezési kérdéseket járja körbe. A külső minősítő cégek elismerése és minősítéseik figyelembevétele a standard módszer központi problémája, míg a felügyeleti ellenőrzés gyakorlata a direktíva II pillérének megvalósítására ad útmutatást. Nagy előrelépést jelent a negyedik pont, a közös adatszolgáltatási követelmények kidolgozása, ahol a felügyeleti szakértők uniós szinten egységes felügyeleti adatszolgáltatási táblákat (COREP) állítottak össze a tőkekövetelmény-előírásoknak való megfelelés jelentésére. A következő fejezetben részletesen is ismertetjük a négy dokumentum eredményeit.

A CRD-t is magában foglalja, de annál általánosabb a másik két téma, amelyben saját tevékenységük összehangolására jelentettek meg útmutatást az európai bankfelügyelők:

e) home-host együttműködés,

f) felügyeleti nyilvánosságra hozatal.

Előbbi az ugyanazt a bankcsoportot felügyelő „home-host” felügyeleti együttműködésének kereteire kiadott útmutatást érinti. A home-host felügyeleti együttműködésének intenzitása ezenkívül a leányvállalatok és fiókok szignifikáns voltától függ. Szignifikáns csoporttagok esetében a két vagy több felügyelet sokkal aktívabban működik majd együtt. Ez az együttműködés az információk megosztásától kezdve a felügyeleti munka megosztásáig és közös döntések meghozataláig terjedhet. Az ajánlás meghatározza a szignifikáns méret kritériumait, illetve mintát ad arra, hogy milyen kérdésekben célszerű együttműködni a felügyeletnek, ezt hogyan szervezzék meg, és hogyan dokumentálják az elszámolhatóság érdekében.

Komoly előrelépést jelent a felügyeletök önmagukról nyilvánosságra hozott adatainak meghatározása. Ez azt jelenti, hogy a tagállami jogszabályok, felügyeleti útmutatások közötti különbségeket összegyűjtik és egységes rendszerben kezelve összehasonlíthatóvá teszik, illetve egy központi honlapon nyilvánosságra is hozzák. Ez több szempontból is hasznos, egyrészt fegyelmező erőként hat a felügyeletre, hogy uniószerre konzisztensen implementálják a banki direktíva változásait, másrészt feltárhatja, hogy bizonyos kérdéseket mennyire hasonlóan kezelnek az egyes tagállamok, annak ellenére, hogy nincs rá közös jogszabály.

A fenti hat ajánlás olyan szabályozói/felügyeleti lépéseket támogat, amelyek szerves részei a tagállami szabályozók és felügyeletök felkészülési munkáinak. Összeállításuk megkönnyíti és ütemezi az egyes felügyeletök munkáit, így ezek a lépések mind csökkentik a radikálisan új szabályok bevezetésével járó szabályozói kockázatot.

Fejlett módszerek (IRB, AMA) és kockázatkezelési rendszerek jóváhagyása és implementálása⁸⁶

Az ajánlás összefoglalja és értelmezi azokat a követelményeket, amelyeket a felügyeletöknek a fejlett módszerek jóváhagyásánál és későbbi folyamatos ellenőrzésénél figyelembe kell vennie. Az ajánlás támpontot nyújt arra vonatkozóan, hogy milyen pályázati csomagot kell összeállítaniuk a bankoknak, és hogyan, milyen szempontok alapján értékeljék a felügyeletök az engedélyezési kérelmeket. Ezen túlmenően pedig egy egységes keretbe illesztve értelmezi a direktíva jogszabályi szerkezete miatt nem eléggé kifejtett és nehezen értelmezhető pontjait. Piaci szereplők számára különösen fontos, hogy az uniós felügyeletök össze-

hangolják jóváhagyási szempontjaikat, hiszen az engedélykérelmet több tagállamban jelen lévő bankcsoport esetén is, központilag az anyabank kezdeményezi a saját (bankcsoport egészének felügyeletéért is felelős, ún. konszolidált) felügyelete felé. A konszolidált felügyelő ezután a leányintézmények felügyeletével együtt hozza meg döntését az engedélyekről.

Az értelmezési kérdések közül hazai szinten kiemelendő a kis- és középvállalkozások definiálásának egyértelműsítése, a lakossági, illetve vállalati kategóriába történő besorolásuk tisztázása. Az ajánlásban leírt javaslatok Magyarországon is megakadályozzák, hogy a vállalati hitelportfólió kétharmad részét lakossági hitelportfólióba sorolt kis- és középvállalkozásként kezeljék a bankok.

Ugyancsak fontos eredmény a külső, és a bankok által akár bankcsoporton belül, akár az azonos piacon versengő bankok között létrehozott központi adatbázisok felhasználási feltételeinek tisztázása. A direktíva erre nem ad egyértelmű útmutatást, bizonyos szabályok szigorúbb értelmezése akár meg is akadályozhatta volna, hogy az adathianyul küzdő bankok a belső kockázatkezelésükre építő fejlett módszert válasszák.

Külső minősítő cégek elismerése

Amennyiben egy intézmény nem belső módszereit használja tőkekövetelmény-számításra, a külső hitelminősítő cégek minősítései alapján határozza meg ügyfelei hitelkockázatát és a szükséges tőkekövetelményt. Az ajánlás értelmezi a direktívában a hitelminősítő cégek elismeréséhez kapcsolódó kritériumokat. Útmutatást ad arra vonatkozóan is, hogy a különböző minősítések hogyan feleltethetők meg egymásnak, és hogyan rendelhetők hozzá a direktíva kockázati súlyaihoz. Ezeket a szabá-

⁸⁶ IRB (Internal Ratings Based) – belső minősítéseken alapuló, hitelkockázat számszerűsítésére szolgáló módszerek. AMA (Advanced Measurement Approaches) – fejlett mérési módszerek, amelyek a működési kockázat mértékének kimutatására szolgálnak.

lyokat, illetve a kritériumok értelmezését a direktíva a tagállamok felügyeleteire bízta, azonban gyakorlati piaci és felügyeleti igénynek felelt meg a CEBS azzal, hogy az unión belül közös útmutatást készített.

A külső hitelminősítő cégek kiválasztásához a CEBS meghatározott egy egységes folyamatot, segítve ezzel a több országban jelen lévő minősítő cégek egy lépéssel történő elismerését. A közös döntéshozatali eljárás a több országot érintő kérdésben nem egy országra hagyja az elismerés felelősségét, hanem megosztja az érintett felügyelet között.

Felügyeleti ellenőrzés gyakorlata

A tőke megfelelési szabályok felügyeleti ellenőrzésének összehangolása teljesen új fejlemény az unióban. Az egyes felügyeleti filozófiák meglehetősen eltérőek, példaként említhető a helyszíni és helyszínen kívüli vizsgálatok tagállamonként különböző fontossága. A felügyeleti értékelés szempontjainak kialakítása mindig is a tagállamokra volt bízva, így egészen eltérő megközelítések alakulhattak ki az unió országaiban.

A CEBS tagjai által közösen kialakított ajánlás megadja azokat a szempontokat és minimális elvárásokat, amelyek mentén a direktíva II. pillérében előírt felügyeleti felülvizsgálatot el kell végezni. Az ajánlás első fele a banki belső kockázatértékeléshez támaszt figyelembe veendő szempontokat és követelményeket. Ehhez kapcsolódóan az intézményeknek legalább évente egyszer formálisan is át kell tekinteniük a kockázatvállalások és a tőkeképzés összhangját, maga a felügyeleti mechanizmus is ebből a belső banki értékelésből indul majd ki. Az ajánlás második részében kifejtett

felügyeleti értékelési eljárás a bank tőkeképzéséveti össze saját kockázat-felmérésének eredményével, továbbá a szavatoló tőke elégségességének megítélésén túl formálisan ellenőrzi a direktívában meghatározott feltételek betartását is.

Az ajánlás eltérő felügyeleti követelményeket támaszt a felügyelt intézmény komplexitása és a pénzügyi közvetítőrendszerben betöltött szerepe alapján. Ezzel könnyíti a kisebb és egyszerűbb tevékenységet végző intézmények szabályozási megfelelési terheit.

Közös adatszolgáltatási követelmények

Az ajánlás a tőkekövetelmények számításához kapcsolódó fizetőképességi mutatóhoz, illetve a konszolidált adatokhoz kapcsolódó felügyeleti jelentésszolgálat egységesítésére tesz javaslatot. Komoly piaci igényre válaszoltak ezzel a felügyeleti hatóságok, mert a többszörös adatszolgáltatást az egyik legjelentősebb szabályozói költségként azonosították az európai bankok. Az ajánlás értelmében a két jelentés elkészítéséhez egységes adattáblákat és egységes protokollnyelvet használhatnak majd a bankok, de minden tagállam maga dönthet arról, hogy milyen további részletesebb információkat kér a piaci szereplőktől. Az adatok részletezettsége így továbbra is eltérő lesz, de ugyanaz az adat ugyanazon a soron és tartalommal jelenik majd meg az összes tagállamban.

Az Európai Bizottság középtávú szabályozáspolitikai programterve

A Lámfalussy-jelentés alapján megalkotott és a CRD, valamint az IFRS⁸⁷ bevezetésével leteremtett új felügyeleti együttműködési és közös jogsza-

⁸⁷ IFRS (International Financial Reporting System) – nemzetközi pénzügyi beszámolás rendszere, mely az összes tőzsdén jegyzett vállalat esetében kötelezővé teszi a valós értékelés alkalmazását. (Részletesebben lásd a II-4. keretes írásban.)

bály-értelmezési mechanizmus működőképessége az új módszerek banki alkalmazásának megindulásával, leghamarabb 2007 vége felé lesz megítélhető. Ebből kiindulva az uniós szintű jogalkotásért felelős Európai Bizottság 2005–2009-re szóló szabályozáspolitikai stratégiájában a piaci nyomás ellenére sem tervezi a fennálló felügyeleti struktúra megváltoztatását. A bizottság álláspontja szerint a több ország területén működő pénzügyi csoportok felügyelete megfelelően ellátható a székhely szerinti ország felügyeletének fő felelősségével (home country control) és a többi érintett felügyeleti hatóság helyi csoporttagokra vonatkozó felelősségével. A bizottság a többszintű felügyeleti struktúra hatékonyságának növelésére a direktívákban korábban elfogadott kivételezési eljárások csökkentésével, valamint az egyes felügyeleti hatóságok válságszituációkban betöltött szerepének világosabb meghatározásával lát lehetőséget.

Mindemellett a bizottság komoly erőfeszítéseket kíván tenni a meglévő előírások konzisztens betartatása és a hatékonyabb felügyeleti eszközök biztosítása érdekében. A felügyeleti konvergencia elérése különösen a kelet-közép-európai országok nemzeti piaci szempontjából létfontosságú, hiszen az itteni magas külföldi banki tulajdonosi hányad miatt a különböző országokban székelő anyavállalatok felügyeleteinek eltérő elvárásai indokolatlan különbségeket indukálhatnak az egyes bankok gyakorlatában és így a nemzeti piacokon erős versenytorzító hatások jelentkezhetnek.

A bizottság a következő években nemcsak a szabályozás betartatása, hanem a jogszabályi elvárások megfogalmazása szintjén is kiemelt prioritásként kezeli az európai pénzügyi szektor integrációjának fokozását. Erre a szabályozás egyszerűsítésével, az inkonzisztenciák felszámolásával és egy egységes, az elvárásokat egy kódexbe rendező pénzügyi szolgáltatási szabálykönyv megal-

kotásával készül. A meglévő szabályozás hatékonyságának felülvizsgálata, illetve az új tőke-megfelelési szabályokkal való összehangolása kapcsán már megszületett az elhatározás többek között a szavatoló tőke fogalmának, a nagykockázati kitétségek kimutatásának, a konglomerátum-szabályozás előírásainak az aktualizálásra. A munka során a korábbiaknál nagyobb hangsúlyt kap majd a piaci és felügyeleti szervekkel való folyamatos konzultáció, a piaci szereplők adminisztratív terheinek csökkentése, a szabályozás hatásainak előzetes felmérése, valamint rendszeres utólagos ellenőrzése.

A bizottság új jogszabály-alkotási javaslatot csak akkor fog tenni, ha az új szabályozás bizonyítottan jelentős hatékonysági, illetve stabilitási előnyökkel jár. Az egységes tagállami implementációt pedig az átvétel során nyújtott intenzív szakértői támogatással, realisabb átvételi határidőkkel, a korábbiaknál szigorúbb utólagos ellenőrzéssel, illetve nyilvánosságra hozatali kötelezettségekkel kívánja elérni. Ha a bizottsági elképzelések tagállami szinten is megkapják a kellő támogatást és minden ország elkötelezi magát a feni célok elérése mellett, akkor a következő években megvalósulhat a pénzügyi közvetítés költségeinek csökkenése és a nemzeti piacok európaivá való tényleges integráltsága. A szolgáltatók piaci megjelenési lehetőségei bővülnek, a prudenciális elvárások kockázattervényebbek lesznek, ami egyúttal a felügyeleti és a belső kockázatkezelési szempontrendszer közeledését is maga után vonja, és így további hatékonyságnövekedést eredményez. A szolgáltatások nyújtásának hatékonysága azonban egy határon túl csak szofisztikáltabb fogyasztói magatartás, racionális és költségérzékeny termékválasztás mellett érvényesül. A bizottság véleménye szerint az ügyfelek pénzügyi kultúrájának növelése, a fogyasztói érdekek felismerésének segítése szintén fontos tagállami feladat lesz a következő években.

IV. Tanulmányismertető





IV. 1. Csávás Csaba–Erhart Szilárd: Likvidek-e a magyar pénzügyi piacok? A deviza- és állampapír-piaci likviditás elméletben és gyakorlatban (MNB-tanulmány, megjelenés alatt)

Tanulmányunk a pénzügyi piacok likviditásával foglalkozik. A piaci szegmensek közül a hazai forint-euro azonnali (spot) devizapiacot és a forintban kibocsátott államkötvények piacát vizsgáltuk. Elemzéseink során elsősorban arra kerestünk válaszokat, hogy melyek azok a legfontosabb tényezők, amelyek befolyásolják a hazai pénzügyi piacok likviditását. Ezen túlmenően azt is megvizsgáltuk, hogy a hazai piacok likviditása milyenek tekinthető regionális, illetve nemzetközi összehasonlításban. Ebben az ismertetőben a likviditás fogalmát és a legfontosabb likviditási mutatókat ismeretjük röviden, és bemutatjuk empirikus vizsgálataink legfontosabb eredményeit.

A piaci likviditásnak bár nincs általánosan elfogadott definíciója, az egyik legátfogóbb és legelterjedtebb meghatározásnak a következő tekinthető: „A likvid piac egy olyan piac, ahol nagy volumenű tranzakciók hajthatók végre azonnal, vagy rövid időn belül úgy, hogy azok minimális hatást gyakorolnak a piaci árakra”.⁸⁸

A piacok megfelelő likviditása nemcsak a piaci szereplők, hanem a jegybank szemszögéből is kiemelt jelentőséggel bír. A likviditás kérdése a jegybankok számára többek között pénzügyi stabilitási szempontból fontos. A pénzügyi piacok stabilitása, integritása a piaci likviditás drasztikus csökkenésekor veszélybe kerülhet. A likviditás csökkenése turbulens piaci helyzetekben felerősítheti a fundamentális sokkok eszközárakra gyakorolt hatását, és kedvezőtlen továbbgyűrűző hatásokat generálhat. A piacoktól ezért azt is elvárhat-

juk, hogy likviditásuk mértéke viszonylag állandó legyen.

A piaci likviditás mérésével foglalkozó irodalom áttekintéséből levonhatjuk azt a fontos tanulságot, hogy a likviditás csak több mutató együttes információtartalmára támaszkodva ítéltethető meg. Mivel a piaci likviditás összefügg a kereskedés lebonyolításának költségeivel, azaz a tranzakciós költségekkel, a likviditás méréséhez az egyik jellemző mutató a legjobb vételi és eladási árak különbsége, a bid-ask szpred. A piaci likviditás másik gyakran használt indikátora a piaci forgalom, amely a piaci likviditás egyik fontos összetevőjét, az ún. piaci mélység alakulását tükrözheti. (A mélység azt jelenti, hogy mekkora mértékű az a legnagyobb volumenű ajánlat, amit még a piaci ár elmozdítása nélkül végre lehet hajtani.) Egy további likviditási mutató a piaci koncentráció. Az árjegyzőkkel üzletelő piaci szereplők koncentrációjának csökkenése a likviditás növekedésére utalhat: amennyiben csökken a nagy súllyal rendelkező szereplők részaránya, csökken annak az esélye is, hogy nagy volumenű ügyleteikkel elmozdíthatják az árakat.

A hazai forint-euro azonnali piac likviditását egy ún. bid-ask szpred modell segítségével vizsgáltuk. A bid-ask szpred modellek egy adott pénzügyi termék piacán a vételi és eladási árak közti különbséget bontják fel különböző tényezőkre. A szpredet a forgalom, a volatilitás, a koncentráció, és egyéb tényezők is befolyásolhatják.

A forint-euro bid-ask szpred átlagos értéke az utóbbi két évben közel 20 fillér volt, ami az árfolyam százalékában kifejezve 0,085 százalék, azaz 8,5 bázispont. Bár ez az érték önmagában igen alacsonynak tekinthető, forintban kifejezve ez azt jelenti, hogy az éves átlagos forgalommal számolva a bid-ask szpred léte évente közel 15 milliárd forintos összesített költséget jelent a befektetők-

⁸⁸ BIS (1999): „Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications”.

nek, és ugyanekkor bevételt a hazai árjegyző bankoknak.

A bid-ask szpredet az egyik legnagyobb mértékben befolyásoló tényező az árfolyam volatilitása. Az árjegyzők tevékenységükből eredően piaci kockázatot vállalnak fel. A piaci likviditás biztosítása számukra azt a kockázatot hordozza, hogy a vételi és eladási jegyzések „megütése” között eltelt időszakban átmenetileg nyitott pozíciót vállalnak fel. Az esetleges kedvezőtlen irányú árfolyam-elmozdulások potenciális költsége emiatt a bid-ask szpredben jelenik meg, a volatilitás növekedése általában a szpred emelkedésével jár.

A bid-ask szpred és volatilitás idősorából arra is következtethetünk, hogy az árjegyzők a volatilitás emelkedésétől tartva óvatosan viselkednek a szpred alakításakor. A volatilitás nagymértékű ugrásait legtöbbször azonnal követi a szpred emelkedése, míg a volatilitás csökkenését többnyire kisebb késéssel követi a szpred fokozatos mérséklődése. Az árjegyző bankok a volatilitás hirtelen megugrásától tartva csak akkor csökkentik le érezhető mértékben a szpredet, amikor már tartósabbnak tűnik a volatilitás mérséklődése. Ez az óvatosság érthető is, mivel a volatilitásra általában az jellemző, hogy az emelkedések gyorsak és nagymértékűek, míg a csökkenések inkább fokozatosak. Másrészt az is megfigyelhető, hogy az árjegyzők a szpredet nagyobb mértékben növelik meg akkor, ha a volatilitás megugrása árfolyamgyengülés mellett következik be.

Az azonnali piaci forgalom és a koncentráció vizsgálatából arra jutottunk, hogy a külföldi befektetők likviditást meghatározó szerepe jelentősebb lehet a belföldiekénél. Ezt megerősítette a tesztelt bid-ask szpred modell is, a külföldiek aktivitását tükröző mutatók szignifikánsabbak lettek, mint a piac egészét lefedő indikátorok. A vizsgált modellben a piaci forgalom növekedése a vártan megfelelően a bid-ask szpred csökkenésével jár, míg a piaci

koncentráció emelkedése, a verseny csökkenése más tényezők változatlansága mellett növeli a szpredet.

Modellünkben azt a következtetést is levonhatjuk, hogy az utóbbi egy-két évben a piaci likviditás folyamatosan, kismértékben javult. A likviditás trendszerű növekedésének egy lehetséges oka, hogy anekdotikus információk alapján a devizapiaci elektronikus kereskedési rendszereken keresztül lebonyolított forgalom részesedése a teljes forgalomból az utóbbi években növekedett. Másrészt azt találtuk, hogy hétfőnként a piac likviditása magasabb, mint más napokon, melyet esetleg a jegybanki kamatdöntő ülések időzítése, vagy a magyar és az amerikai kereskedés közti időeltolódás magyarázhat, illetve tükrözhet egyfajta hétvége hatást: a hétvégén történő, piacot befolyásoló hírek, bejelentések hatása hétfőn koncentráltan jelenhet meg a piacon.

Azt is megvizsgáltuk, hogy a devizapiaci forgalomban volt-e havi szezonális az 1999–2005-ös időszakban. A nyári hónapok közül egyedül augusztusban volt jellemző, hogy a forgalom szignifikánsan alacsonyabb, mint máskor. Az eltérés viszont nem túlságosan nagy, az átlagos forgalom 10-20 százaléka. Adataink tehát nem támasztják alá azt a hipotézist, hogy nyáron a devizapiaci aktivitás számottevően lecsökkenne, így e tekintetben nem beszélhetünk devizapiaci „uborkaszezonról”.

A bid-ask szpred vizsgálatát elvégeztük nemzetközi összehasonlításban is, 25 ország devizapiaci adatait tartalmazó keresztmetszeti mintán. A forgalom növekedése csökkenti, míg a volatilitás emelkedése növeli a bid-ask szpredet, és e két tényező szpredre gyakorolt hatása egyformán fontos. Az egyes devizák szpredjei közti különbséget az alkalmazott árfolyamrendszer is befolyásolhatja, a szűk sávú árfolyamrendszert alkalmazó országokban a szpred alacsonyabb. A szpred és a forga-

lom alapján a forint ugyan kevésbé likvid, mint a lengyel zloty, a cseh korona likviditása viszont a forintéhoz hasonló mértékű. A forintpiaci forgalom ugyanakkor GDP-arányosan a legmagasabb a régió 4 fő devizája közül. A forgalmak nemzetközi összehasonlítása alapján azt is megállapíthatjuk, hogy az egyik legfontosabb tényező, ami a piaci forgalmat alakíthatja, az a GDP nominális értéke. A forgalom növekedésével tehát hosszú távon még van tere a forintpiaci likviditás javulásának.

Az államkötvénypiac likviditásának vizsgálatát a bid-ask szpred és a forgalom alapján végeztük el. A szpredek között azonban adatforrásonként jelentős különbségek mutathatóak ki. A legszűkebb hozamban számított szpred a Bloomberg kereskedési rendszerében figyelhető meg (5-8 bázispont), ami arra vezethető vissza, hogy ebben a rendszerben áttételesen kereskedés is történik. A Reuters adatai alapján, amelyek ezzel szemben csak indikatív árjegyzéseket jelentenek, ennél valamivel szélesebbek a szpredek (10-16 bázispont). A Dresdner Kleinwort Wasserstein által bevezetett CEBI (Central European Bond Index) alapján valamennyi futamidőre megközelítőleg 16-18 bázispont körüli volt a vételi és eladási hozamok különbözete 2005 júliusában.

A hozamban számított szpredek futamidőnként nem mutatnak jelentős különbséget. Ennek következtében azonban az árfolyamban kifejezett szpred minden adatforrás esetében emelkedő a futamidő függvényében. Ugyanis minél hosszabb az értékpapír futamideje, annál érzékenyebben reagál a kötvényárfolyam a hozamok egységnyi megváltozására.

Az államkötvény-piaci szpredek stabilnak mutatkoztak az elmúlt időszakokban, egyedül a 2003 végi pénzügyi zavarokat követően azonosítható a szpred jelentősebb emelkedése. Bár az emelkedés a volatilitás átmeneti növekedésével párhuzamosan ment végbe, a szpredek magasabb szín-

ten történő stabilizálódása arra utal, hogy a likviditás tartósan csökkenhetett. A szpred tartós emelkedése a pénzügyi turbulenciákat követően különösen a hosszabb futamidők esetében egyértelmű. Az államkötvénypiac elemzése alapján azt is megállapíthatjuk, hogy a különböző futamidejű instrumentumok bid-ask szpredjére és forgalmára erős együttmozgás jellemző, ami az instrumentumok likviditásának összefüggését jelezheti.

Az állampapírok forgalmának alakulása alapján azt találtuk, hogy a likviditás a hátralévő futamidő függvényében csökkenő. Másrészt szezonális hatások is jellemzőek a piaci forgalomra, az aukciós napokon a másodpiaci forgalom szignifikáns emelkedést mutat. Ez azt jelzi, hogy olyan szereplők forgalma is az aukciók elszámolási napjára koncentrálódhat, akik közvetlenül a kibocsátást megelőzően, illetve az után az aukciós kibocsátás és a másodpiaci árak különbségére spekulálva vállalnak fel pozíciókat.

A bid-ask szpred alapján a magyar állampapírpiac nemzetközi összehasonlításban alacsony likviditásúnak mondható. Az euro bevezetése azonban várakozásaink szerint jelentősen csökkentheti az államkötvényekkel történő kereskedés költségeit, ami a piaci likviditás kedvező alakulásához is hozzájárulhat.

Közép-Európában a legnagyobb állampapírpiaccal – részben az ország méretéből fakadóan – Lengyelország rendelkezik. A kötvénypiac napi átlagos forgalma 2004-ben 3 milliárd euro körüli volt, ami megközelítőleg tízszerese a magyar államkötvénypiac forgalmának. A forint-államkötvénypiac alacsonyabb likviditását tükrözi az is, hogy a CEBI adatok alapján a szpredek valamennyi futamidő esetében 2-3-szor nagyobbak a magyar piacon a lengyelhez képest. A forgalom jelentős részét mindkét országban bilaterális bankközi ügyletkötések adják, s bár a működő elektronikus kereskedési rendszerek jelenlegi súlya alacsony, azok elterje-

dése középtávon hozzájárulhat a kereskedési aktivitás és az állampapír-piaci likviditás javulásához. Találtunk arra utaló jeleket is, hogy az állampapír-piac és a devizapiac likviditása egy irányba mozog, ami leginkább a turbulens időszakokban volt

jellemző. Ez arra utal, hogy ugyanazon szereplők biztosíthatják a likviditást a két piacon, így szélsőséges piaci helyzetekben az egyik részpiac likviditásának esetleges csökkenése a másikat is negatívan érintheti.

Melléklet

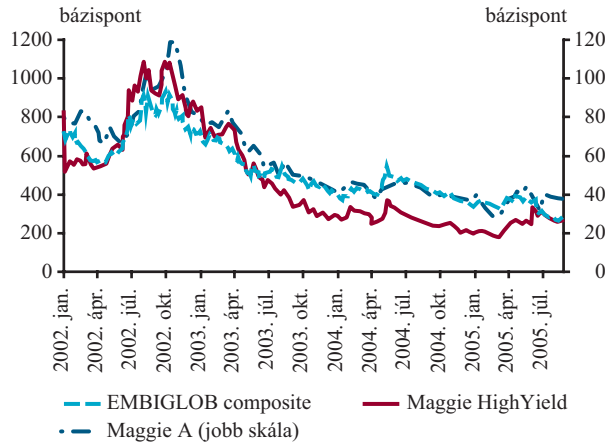




Makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet

1. ábra

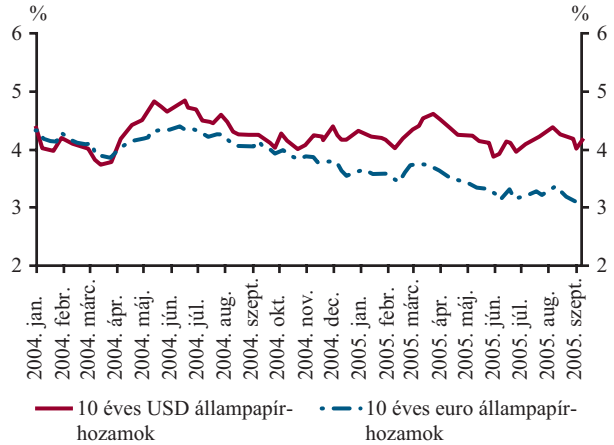
Globális kockázati mutatók



Forrás: J.P. Morgan-Chase, Thomson Financial Datastream.

2. ábra

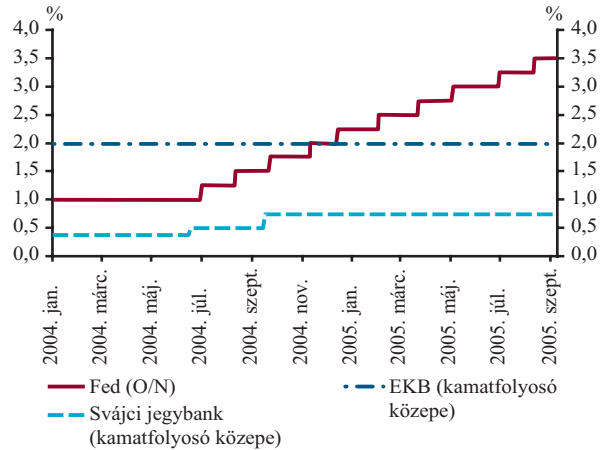
Hosszú lejáratú kötvények hozama az USA-ban és az euroövezetben



Forrás: Reuters.

3. ábra

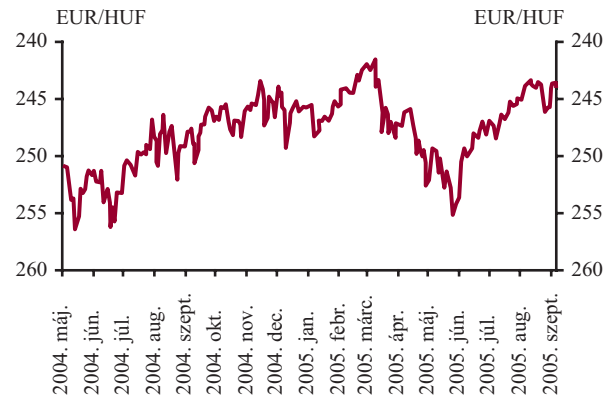
Az EKB, a Fed és a svájci jegybank irányadó kamatai



Forrás: Reuters.

4. ábra

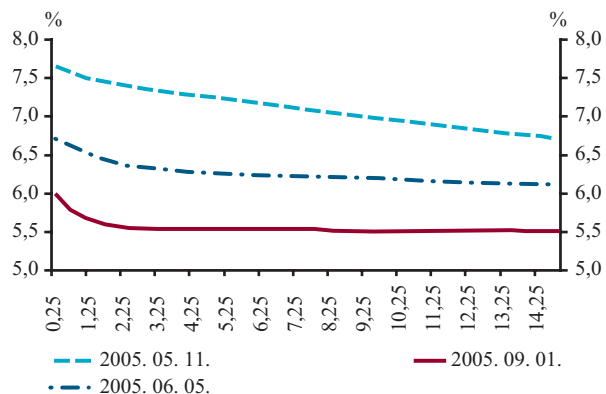
A forint euróval szembeni árfolyama



Forrás: MNB.

5. ábra

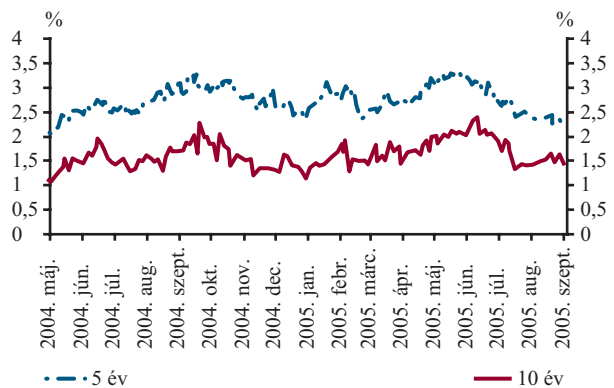
A zérókupon hozamgörbe különböző időpontokban



Forrás: Reuters, MNB.

6. ábra

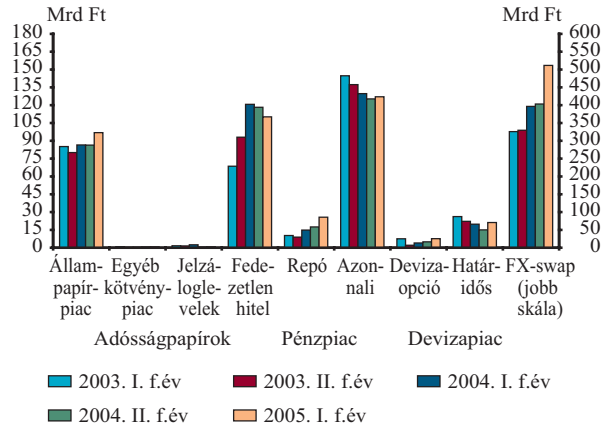
3 hónapos származtatott forwardkülönbsétek alakulása



Forrás: MNB.

7. ábra

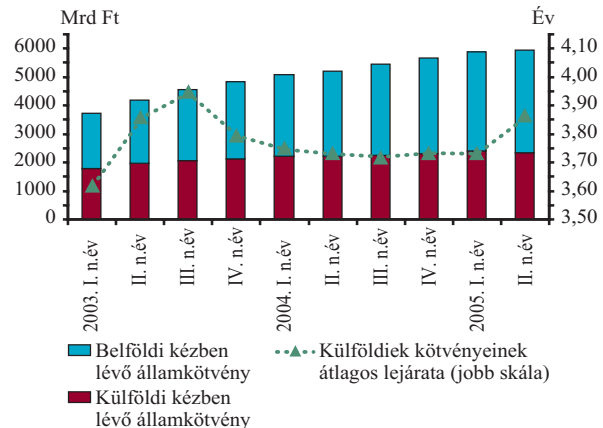
A hazai pénzügyi piacok egyes szegmenseinek átlagos napi forgalmának alakulása



Forrás: MNB.

9. ábra

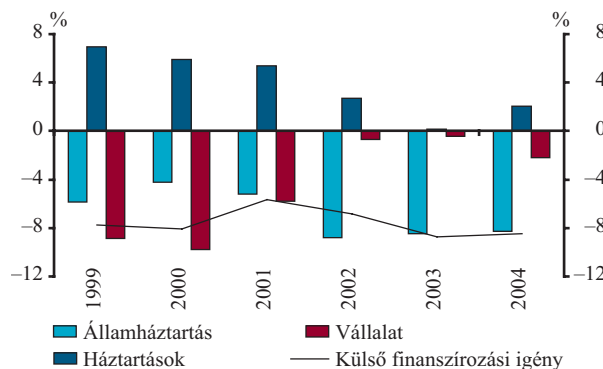
Külföldi és belföldi szereplők részesedése a forint állam-papír-állományból és a külföldi portfólió átlagos lejáratára



Forrás: MNB.

11. ábra

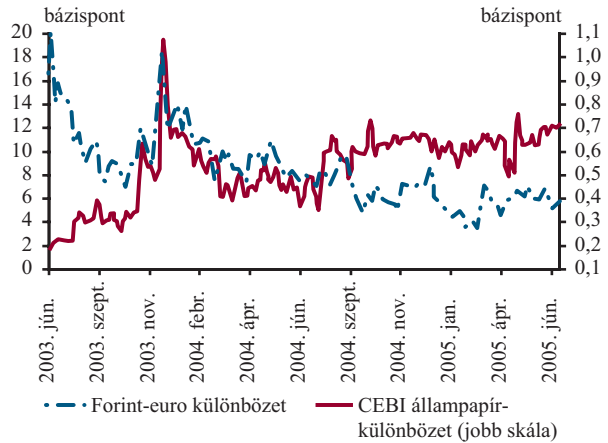
A gazdasági szektorok GDP-arányos finanszírozási pozíciója



Forrás: MNB.

8. ábra

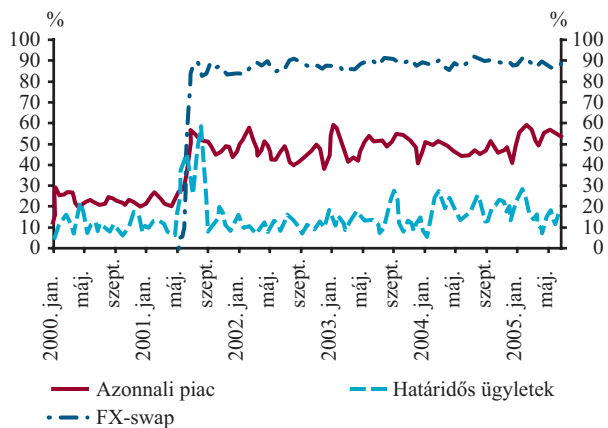
Az azonnali devizapiaci és az állampapírpia- ci veteli/el- adási különbözet alakulása (ötnapos mozgóátlag)



Forrás: Reuters, DKRW.

10. ábra

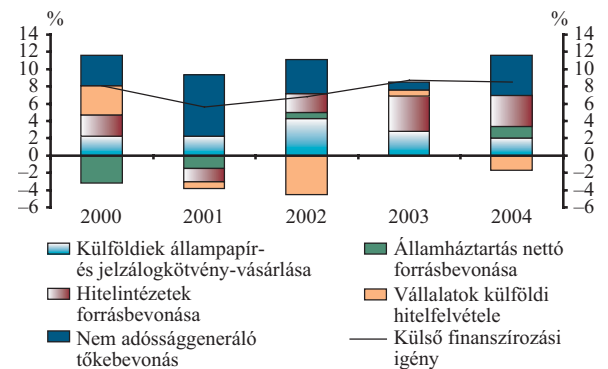
A külföldi szereplők részesedése a hazai piaci forgalomból



Forrás: ÁKK, MNB.

12. ábra

A GDP-arányos külső finanszírozási igény és a finanszírozás szerkezet

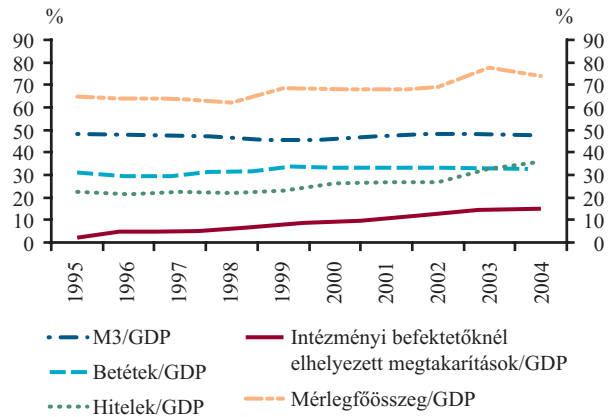


Forrás: MNB.

A bankok pénzügyi stabilitási indikátorai

13. ábra

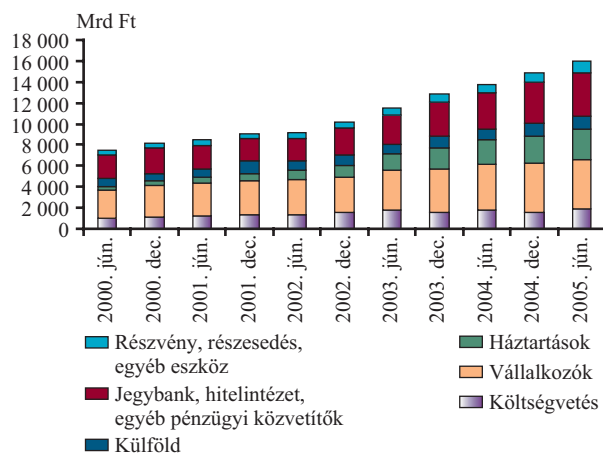
A pénzügyi közvetítés mélységének mutatói



Forrás: KSH, MNB.

15. ábra

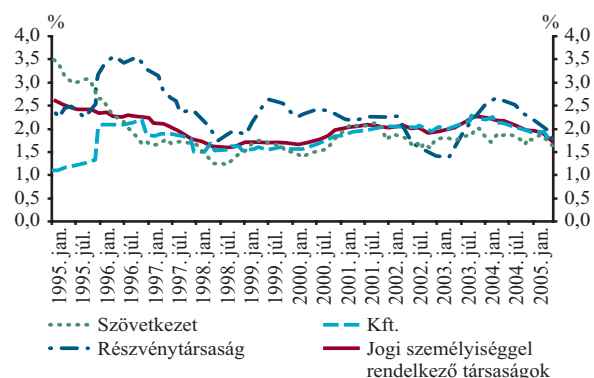
A bankok eszközei



Forrás: MNB.

17. ábra

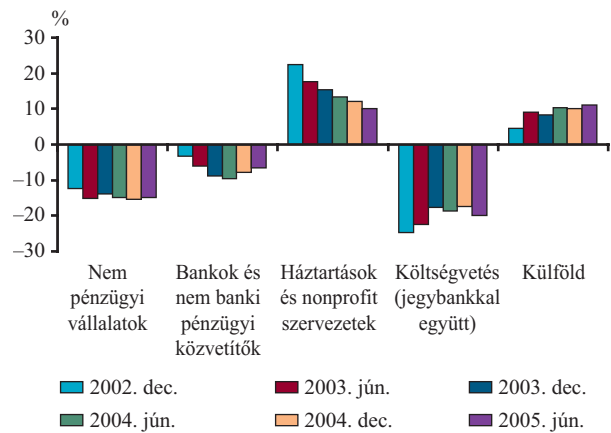
A jogi személyiséggel rendelkező nem pénzügyi vállalatok éves esődrátái



Forrás: Opten Kft.

14. ábra

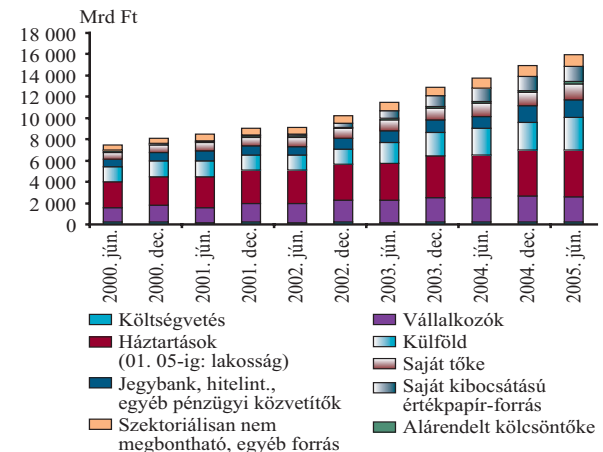
A gazdasági szektorok bankokkal szembeni nettó pénzügyi pozíciója



Forrás: MNB.

16. ábra

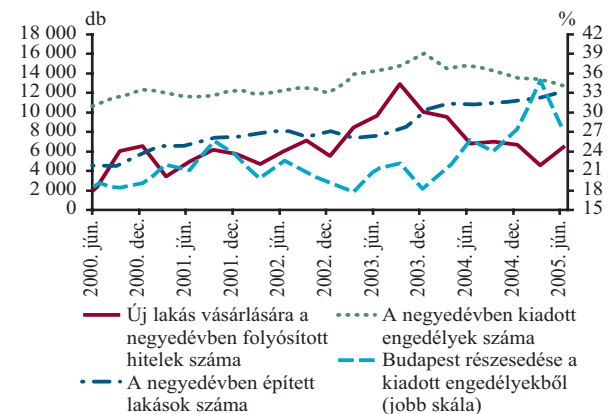
A bankok forrásai



Forrás: MNB.

18. ábra

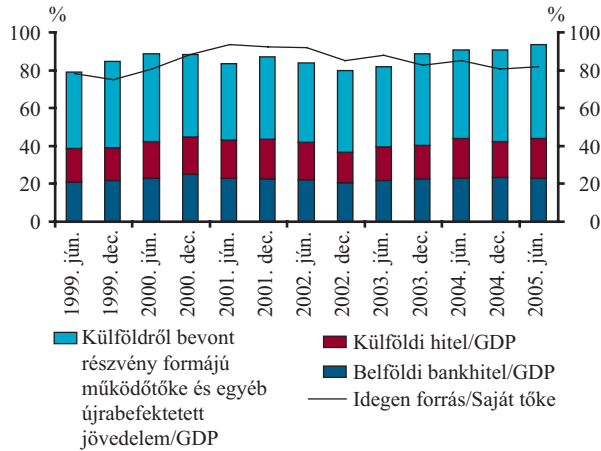
A lakáspiac mutatói



Forrás: KSH, DEM.

19. ábra

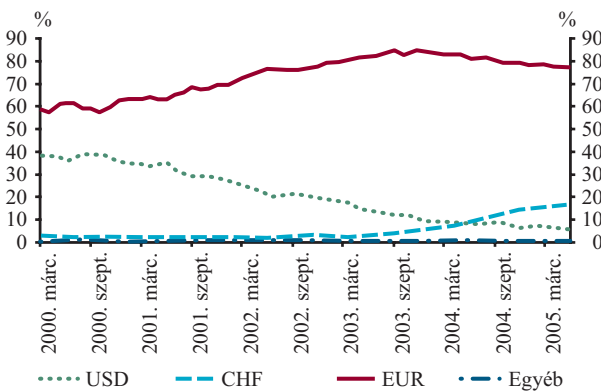
A nem pénzügyi vállalatok eladósodottsága



Forrás: MNB.

21. ábra

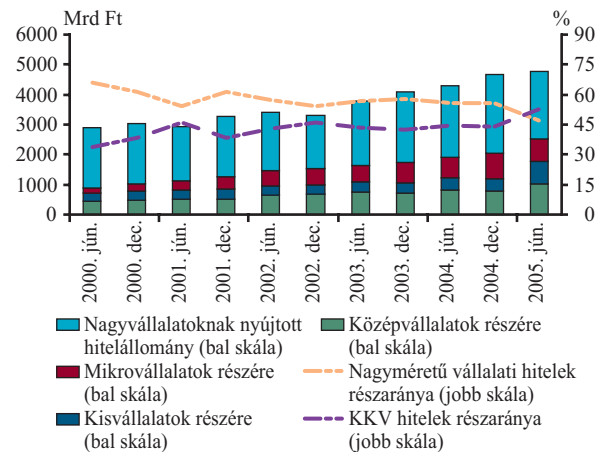
A nem pénzügyi vállalatok belföldi devizahiteleinek denominációs összetétele



Forrás: MNB.

23. ábra

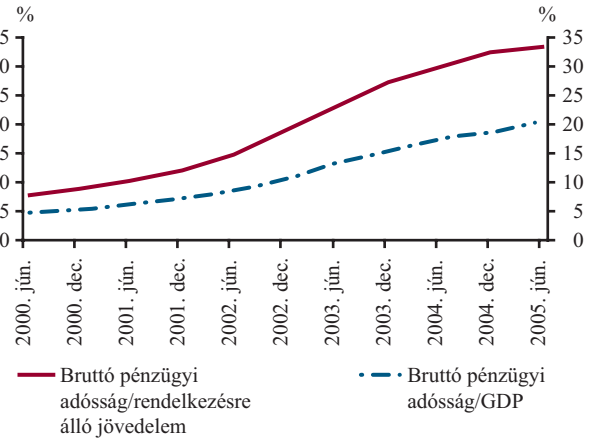
A nem pénzügyi vállalatok hitelei méretkategóriáinként



Forrás: MNB.

20. ábra

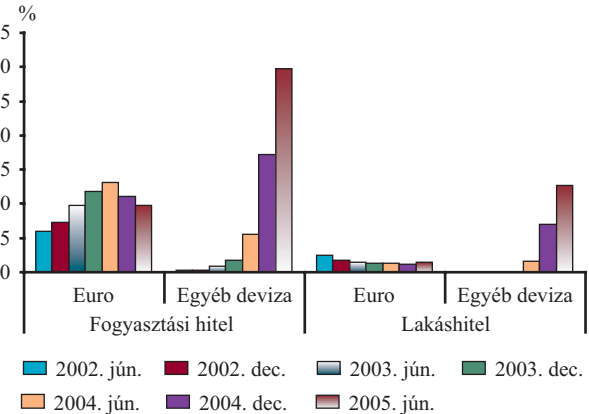
A háztartások eladósodottsága



Forrás: KSH, MNB.

22. ábra

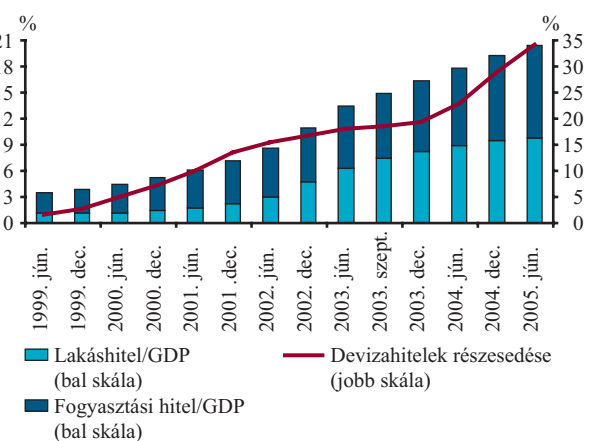
A bankok háztartási devizahiteleinek denominációs összetétele és aránya



Forrás: MNB.

24. ábra

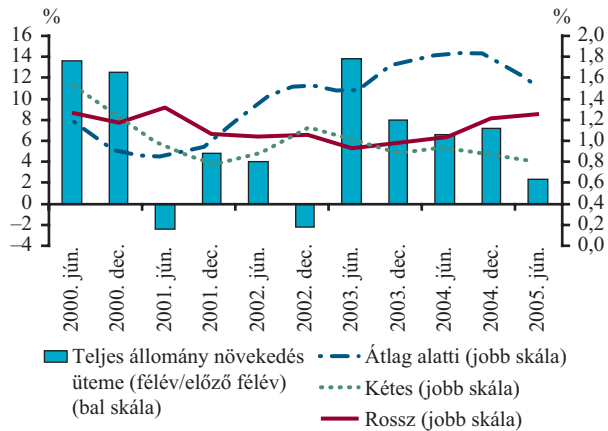
A háztartási hitelek növekedése és összetétele



Forrás: KSH, MNB.

25. ábra

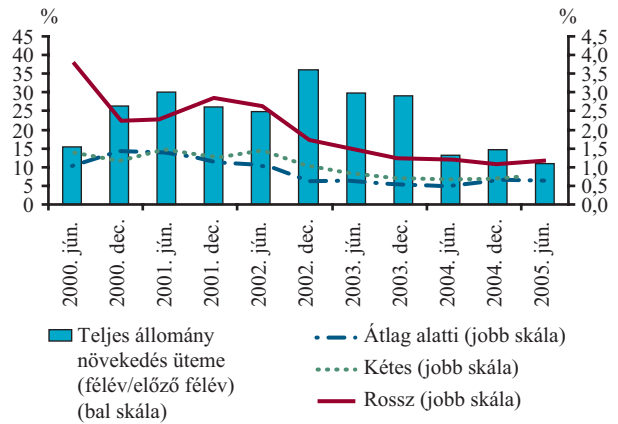
A nem pénzügyi vállalatok hiteleinek portfólióminősége



Forrás: MNB.

26. ábra

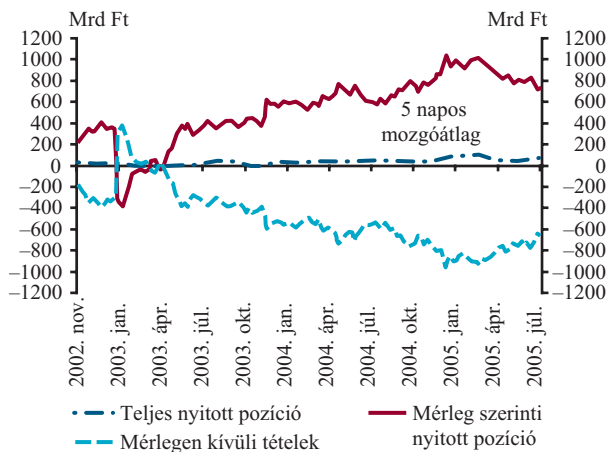
A háztartások hiteleinek portfólióminősége



Forrás: MNB.

27. ábra

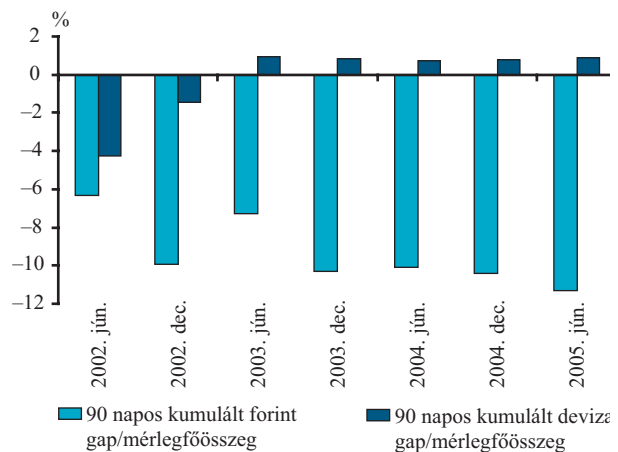
A bankok devizapozíciója



Forrás: MNB.

28. ábra

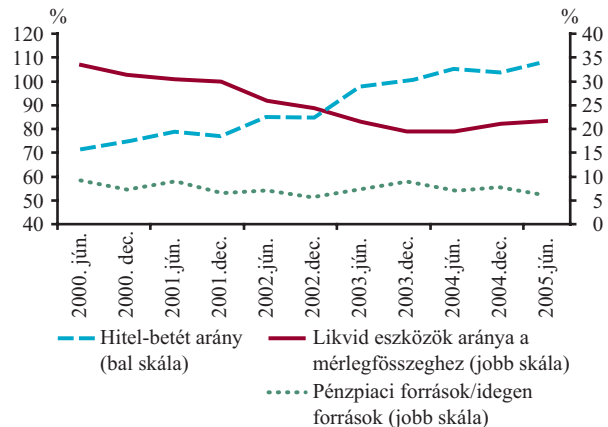
A bankok kamatkockázata



Forrás: MNB.

29. ábra

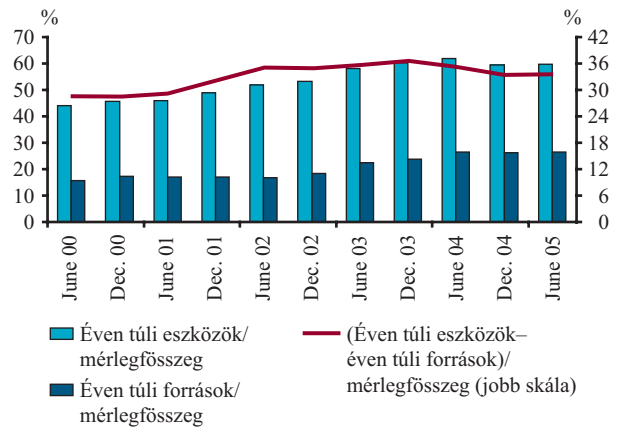
A bankok likviditási mutatói



Forrás: MNB.

30. ábra

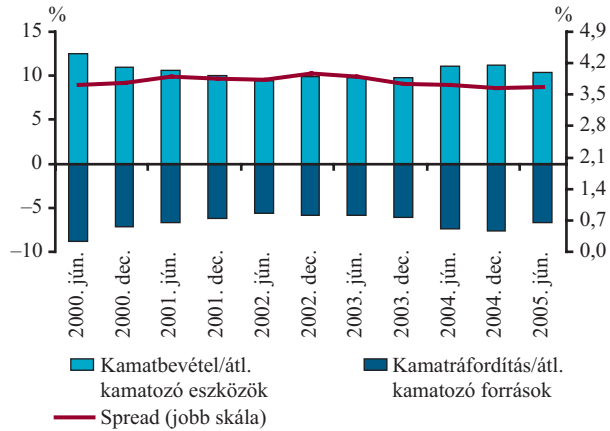
A bankok éven túli eszközei és forrásai



Forrás: MNB.

31. ábra

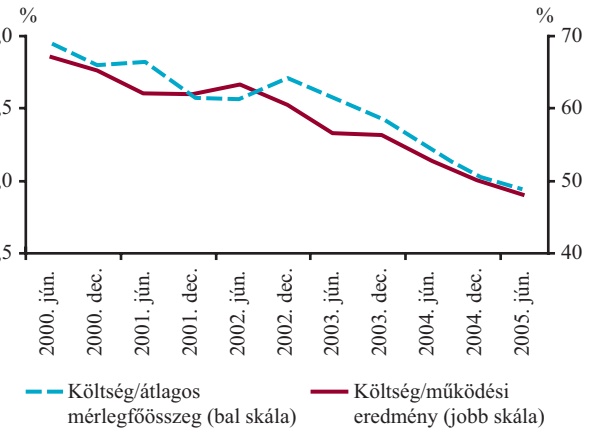
A szpred összetevői



Forrás: MNB.

32. ábra

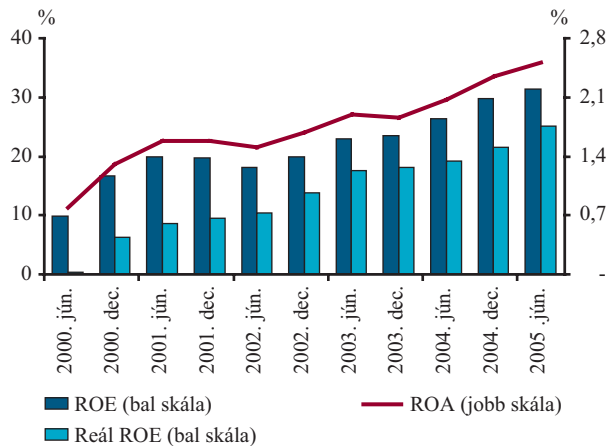
A bankok költséghatékonysági mutatói



Forrás: MNB.

33. ábra

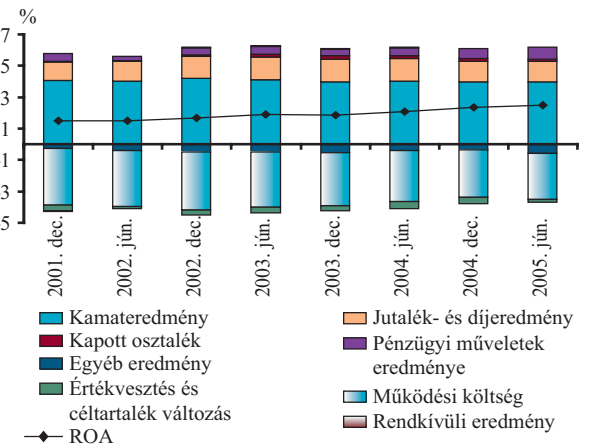
A bankok eszköz- és tőkearányos jövedelmezősége



Forrás: MNB.

34. ábra

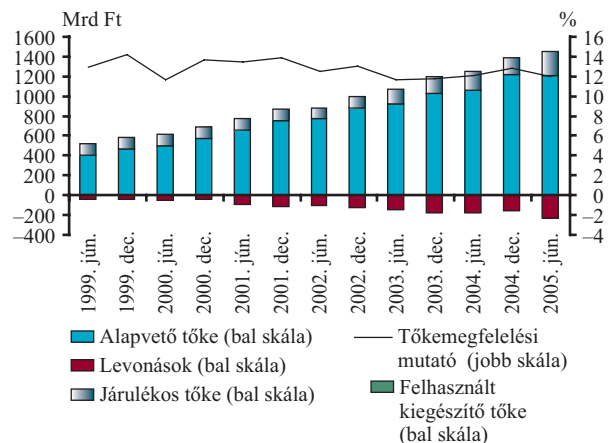
A ROA összetevőinek alakulása



Forrás: MNB.

35. ábra

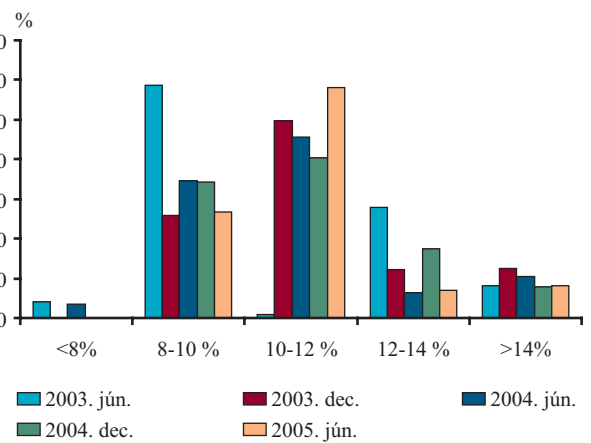
A bankok szavatoló tőkéje és tőkemegfelelése



Forrás: MNB.

36. ábra

A bankok tőkemegfelelési mutatóinak megoszlása



Forrás: MNB.

Jegyzetek a mellékletehez

- 1. ábra:** EMBI Global Composite – A J.P. Morgan-Chase által számolt, szuverén és kvázi-szuverén kibocsátók dollárban denominált kötvényeinek kamatfelár-indexe. Maggie – A J.P. Morgan-Chase által számolt, euróban denominált vállalati és államkötvények, jelzálogkötvények kamatfelárainak indexe.
- 8. ábra:** A forint-euro különbség a Reuters elektronikus kereskedési rendszerébe beadott legjobb vételi és eladási ajánlatok árfolyamainak különbségéből került meghatározásra. Az állampapírci különbség a Dresdner Kleinwort Wasserstein (DRKW) által bevezetett Central European Bond Index (CEBI) különbségek magyar állampapírcsokra vonatkozó adata.
- 9. ábra:** Napi állományokból számított átlag.
- 13. ábra:** M3: Az EKB szerinti definíciónak megfelelően: M2 + Repo + Pénzpiaci alapok befektetési jegye + Legfeljebb két éves lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok. Hitelek, betétek és intézményi befektetőknél elhelyezett megtakarítások: nem pénzügyi vállalatok(nak/tól) és háztartások(nak/tól). Intézményi befektetőknél elhelyezett megtakarítások: életbiztosítás, befektetési alap, nyugdíjpénztár.
- 14. ábra:** A mérlegfőösszeg arányában.
- 15. ábra:** Az egyéni vállalkozókat 2001 májusáig a vállalkozói szektor, 2001 júniusától a háztartási szektor tartalmazza. A háztartási szektor 2001 májusáig csak a lakosságot tartalmazza.
- 16. ábra:** Az egyéni vállalkozókat 2001 májusáig a vállalkozói szektor, 2001 júniusától a háztartási szektor tartalmazza. A háztartási szektor 2001 májusáig csak a lakosságot tartalmazza.
- 17. ábra:** A megelőző 12 hónap során újonnan indított csőd- és felszámolási eljárás alá volt vállalatok száma a csoport összes vállalatának százalékában.
- 18. ábra:** Az újjakás-vásárlásra felvett hitelek nem tartalmazzák a devizaalapú hiteltermékeket. Azonban ebben a kategóriában a devizahelyettesítés valószínűleg alacsonyabb.
- 22. ábra:** Az egyéb sor döntően svájci frank hitelt tartalmaz.
- 23. ábra:** A kis-, közép- és mikrovállalatok definíciójának megváltozása miatt a 2005. évi adatok csak korlátozottan összehasonlíthatóak a korábbi adatokkal.
- 24. ábra:** Fogyasztási hitelek: folyószámla- és értékpapír-vásárlásra nyújtott hitelekkel együtt. A pénzügyi vállalkozások hiteleinek denominációs összetétele MNB-becslés.
- 25. ábra:** A minősítendő hitelállomány százalékában.
- 26. ábra:** A minősítendő hitelállomány százalékában.
- 27. ábra:** Pozitív érték: deviza hosszú pozíció.
- 29. ábra:** Likvid eszközök: pénztár és elszámolási számlák, állampapírok, jegybanki kötvény, rövid jegybanki és külföldi bankközi kihelyezések. Pénzpiaci források: hitelintézetektől származó rövid lejáratú betét és hitel.
- 30. ábra:** Éven túli források: saját tőke és céltartalék nélkül.
- 31. ábra:** Szpred: Kamatbevétel/átlagos kamatozó eszközök – Kamatráfordítás/ átlagos kamatozó források. Annualizált adatok.
- 32. ábra:** Működési eredmény: a nettó kamatjövedelem, a nettó jutalék- és díjeredmény, a pénzügyi műveletek eredménye és a kapott osztalék összege. Annualizált adatok.
- 33. ábra:** ROE: Adózás előtti eredmény/(átlagos saját tőke – eredmény). Annualizált adatok.
ROA: Adózás előtti eredmény/átlagos mérlegfőösszeg. Annualizált adatok.
- 35. ábra:** 2001 májusáig a pénzügyi intézménybe, befektetési vállalkozásba és biztosítóba történt

Magyar Nemzeti Bank

befektetés és nyújtott alárendelt kölcsöntőke miatt levonások az alapvető tőkét csökkentették.

36. ábra: A sávba tartozó bankok részesedése a kockázattal súlyozott eszközökből.

Jelentés a pénzügyi stabilitásról
2005. október

Nyomda: D-Plus
H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.

