



MAGYAR NEMZETI BANK

JELENTÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁSRÓL

2008. ÁPRILIS

Jelentés a pénzügyi stabilitásról

2008. április



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Iglódi-Csató Judit
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 képes ellenállni a gazdasági sokkoknak és zökkenőmentesen tudja 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 Jegybank-törvény, 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 kockázatokat, amelyek 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 egységének stabilitása erősödjön.

Az elemzés az MNB Pénzügyi stabilitás, a Pénzügyi elemzések, a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzforgalom és értékpapír-elszámolás szakterületek közreműködésével készült, Tabák Péter igazgató általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Nagy Márton, a pénzügyi stabilitás helyettes vezetője irányította. A publikációt Király Júlia alelnök hagyta jóvá.

A jelentés egyes részeit készítették: Antal Judit, Balás Tamás, Bodnár Katalin, Gombásné Magyar Csilla, Homolya Dániel, Jakab M. Zoltán, Kóczán Gergely, Munkácsi Zsuzsa, Nagy Márton, Páles Judit, Szabó E. Viktor, Szegedi Róbert, Szilágyi Katalin, Tamási Bálint, Tanai Eszter, Valentinyiné Endrész Marianna, Varga Lóránt, Várnai Tímea, Vásáry Zoltán és Virág Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések háttérmunkájában részt vett Gelegonya Judit, Holló Dániel, Kuruc Emese és Kucsera Henrik. A jelentés 2008. március 31-ig terjedő időszak releváns információit dolgozza fel.

A jelentés elkészítése során értékes tanácsokat kaptunk a Monetáris Tanácstól, amely 2008. március 31-i és április 14-i ülésén tárgyalta az anyagot. A jelentésben található megállapítások a közreműködő szakterületek véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Kiemelt pénzügyi stabilitási kockázatok	7
1. Makrogazdasági és pénzpiaci kockázatok	11
1.1. Nemzetközi makrogazdasági és pénzpiaci környezet	14
1.2. Régiós tendenciák	20
1.3. Várható hazai makrogazdasági alappálya	27
1.4. Kockázati pálya	30
2. A pénzügyi intézményrendszer stabilitása	33
2.1. A bankrendszer kockázatai	36
2.1.1. Likviditási kockázat	36
2.1.2. Hitelkockázat	41
2.1.3. Piaci kockázat	56
2.1.4. A bankrendszer pénzügyi helyzete	58
2.1.5. Stresszteszt	62
2.2. A nem banki pénzügyi közvetítőrendszer kockázatai	65
2.3. A fizetési és elszámolási rendszerek kockázatai	68
Melléklet: Makroprudenciális indikátorok	73

Kiemelt pénzügyi stabilitási kockázatok

Az USA jelzáloghitel-piaci válsága a hitelek értékpapírosítása és a kockázati étvágy megváltozása miatt széles kört érint negatívan

Az USA lakáspiacáról kiinduló jelzáloghitel-piaci válság által okozott veszteségek nagymértékben érintik a fejlett országok pénzügyi rendszerét. A bankok értékpapírosítási tevékenysége és a befektetők korábban történetileg magas kockázati étvágának, azaz kockázatvállalási hajlandóságának jelentős csökkenése elősegíti a fertőzés gyors terjedését és a várakozásokat meghaladó veszteségek kialakulását. A nemzetközi hatások mértéke bizonytalan, mert a közvetlen és áttételes hitelpiaci kitettségek, illetve a veszteségek mértéke és pénzügyi rendszeren belüli eloszlása továbbra sem ismert teljeskörűen.

A forinteszközökkel szemben elvárt hozam emelkedik, a hazai pénzügyi rendszer likviditása pedig szűkül

A globális kockázati étvágy csökkenése és a kockázatok újraárazása a piacok magas fokú integrációja miatt Magyarországot is érinti. Emelkedett a forinteszközöktől elvárt hozam és mérséklődött a pénzügyi rendszer likviditása. A hazai pénzügyi piacok és bankrendszer nagyfokú nemzetközi integrációja felhívja a figyelmet a pénzügyi stabilitásért felelős hatóságok határon átnyúló együttműködésének fontosságára.

Az állampapírpiac működésében is zavarok tapasztalhatók

A pénzügyi turbulenciák a korábban kevésbé érintett állampapírpiacon likviditásának csökkenését okozták több európai országban is. A magyar gazdaság kedvezőtlen növekedési kilátásai, és a külső eladósodottság magas szintje, a globális likviditás csökkenésével párhuzamosan, egyre kedvezőtlenebb helyzetbe hozzák a hazai értékpapírokat a nemzetközi befektetőkért folytatott versenyben. A hazai állampapír-piaci zavarok esetleges fennmaradása jelentős pénzügyi stabilitási kockázatnak tekintendő.

A bankok likviditásának szűkülése a kockázatkezelés fejlesztését teszi szükségessé

A bankrendszer eszközlikviditásának szűkülése mellett a forrásbevonás is megnehezült. Rövidül a külföldi devizaforrások lejárata és drágul a költségük, ennek következtében erősödhet a hazai ügyfélforrásokért folytatott verseny. A jelenlegi információk szerint a magyar piacon jelen lévő külföldi bankcsoportok érintettsége a jelzáloghitel-piaci válságban döntően alacsony, így megfelelő likviditási háttérrel nyújthatnak magyar leánybankjaiknak. A piaci turbulencia elhúzódása viszont növeli a likviditással kapcsolatos bizonytalanságot, ezért a hazai bankoknak likviditásmenedzsmentjük fejlesztésével és megfelelő likviditási szükségtervek kidolgozásával is készen kell állniuk egy esetleges likviditási zavar kivédésére.

Az USA gazdaságának lassulása az eurozónán keresztül áterjedhet Magyarországra is

A lakásárak már eddig is tapasztalható visszaesése a háztartások fogyasztási kiadásainak mérséklésén keresztül lassítja az USA gazdaságát. Ezt a hatást erősítheti, hogy az USA jelzáloghitel-piaci válsága egyes pénzügyi intézményeknek nagymértékű veszteségeket okoz. A fejlett országok bankjai szigorítják hitelezési feltételeiket, ami ugyancsak negatívan hathat a gazdasági teljesítményre. A globális gazdaság növekedésével kapcsolatos kockázatokat fokozza a kockázati étvágy csökkenése, ami főként a bankok finanszírozásának drágulásán és a hitelkamatok emelkedésén keresztül vetheti vissza a gazdasági aktivitást. Az USA és az eurozóna közötti erős pénzügyi integráció miatt a pénzügyi rendszer jelentős sérülésénél a reálgazdasági hatások az eurozónában is megjelenhetnek. Ebben az esetben Magyarország sem lesz képes kivonni magát egy esetleges világgazdasági lassulás negatív hatásai alól.

A hazai gazdasági növekedés belső okokból is tartósan alacsony ütemű maradhat

A fiskális kiigazítás miatt a fenntarthatósági kockázatok nagymértékben csökkentek hazánkban, miközben a gazdasági növekedés lassult. Pénzügyi stabilitási kockázatot jelent, ha a gazdasági növekedés a kereslet-visszaesés vezérelte lassulást követően a következő években a kedvezőtlen munkapiaci tényezők, az alacsony beruházási aktivitás és a csökkenő termelékenység következtében a potenciális kibocsátás növekedési üteme tartósan alacsonyabb szintre kerülne.

2008-ban a kedvezőtlen környezet a vállalati szektor hitelfelvételének csökkenését okozhatja...

A várakozások szerint a vállalatok a kedvezőtlen makrogazdasági környezethez és a költségsokkokhoz gyorsan alkalmazkodnak. A munkakereslet visszafogásával elkerülhetik a profitok csökkenését, így nem várható a vállalati hitelfortfólió nagymértékű romlása. Az alkalmazkodás eredményeképpen viszont alacsonyan maradhat a beruházási aktivitás és az azt finanszírozó hitelfelvétel. A vállalati hitelfelvétel csökkenése irányába hathat az is, hogy a felmérések szerint a bankrendszer a vállalati piacon várhatóan gyorsan áthárítja a megemelkedett külföldi finanszírozási költségeket 2008-ban. A hitelfelvétel lassulását mérsekelheti, hogy a külföldinél kisebb mértékben emelkedő belföldi kamatok miatt a külföldi hitelek belföldiekkel történő helyettesítése folytatódhat.

...a háztartási szektorban pedig a hitelfortfólió romlását eredményezheti

A vállalati alkalmazkodás eredményeképpen a reálbérek kismértékű növekedésének és a munkanélküliség emelkedésének eredőjeként nem javul a háztartások jövedelmi helyzete. Ennek következtében a portfólióminőség korábban tapasztalt romlása folytatódhat. Az emelkedő külföldi forrásköltségek csak részleges áthárítása miatt azonban a nettó hitelfelvétel további, de lassuló növekedése várható.

Növekszik a háztartások eladósodottsága

2007-ben tovább növekedett a háztartások eladósodottsága, részben a felzárkózási folyamat, részben a fogyasztássimítás következtében. A jövedeleमारányos adósságszolgálat tovább emelkedett, különösen az átlagos eladósodottsági szintet jóval meghaladó legszegényebb háztartásoknál. Az előbbi folyamatokban rejlő kockázatokat erősíti, hogy a háztartási hitelfelvétel nem a gazdasági folyamatokkal összhangban alakul, hanem az erős kínálat, illetve a pénzügyi intézmények korábbiaknál nagyobb kockázatok vállalásával járó (kockázatalapú) versenye mozgatja.

A hazai bankrendszer sokk-ellenállóképessége megfelelő, de a jövedelmezőség csökken és erősödik a kockázatalapú verseny

A hazai bankrendszer sokk-ellenállóképessége megfelelő. A bankrendszer jövedelmezősége és nominális profitja magas szintről azonban csökkent 2007-ben, és most már nem tekinthető kiugrónak; a régióban a középmezőnyben helyezkedik el. Bár a hazai bankok régióbeli leánybankjai jelentős jövedelmezőségi potenciállal rendelkeznek, azonban potenciális fertőzőési csatornát is jelentenek. Pénzügyi stabilitási szempontból kedvezőtlen fejlemény, hogy a piaci szereplők a profit csökkenését a korábbiaknál magasabb hitelezési kockázatok vállalásával akarják ellensúlyozni. A hazai bankok egyre több magas kockázati profillal rendelkező terméket vezetnek be a háztartási piacra és a meglévő termékek feltételeit folyamatosan enyhítik. Tipikus példa a jenalapú hitelek megjelenése, valamint a futamidő hosszabbítása és a hitel-fedezet arány (LTV) emelkedése.

Az MNB és a PSZÁF közös ajánlásának betartása minden bank számára fontos

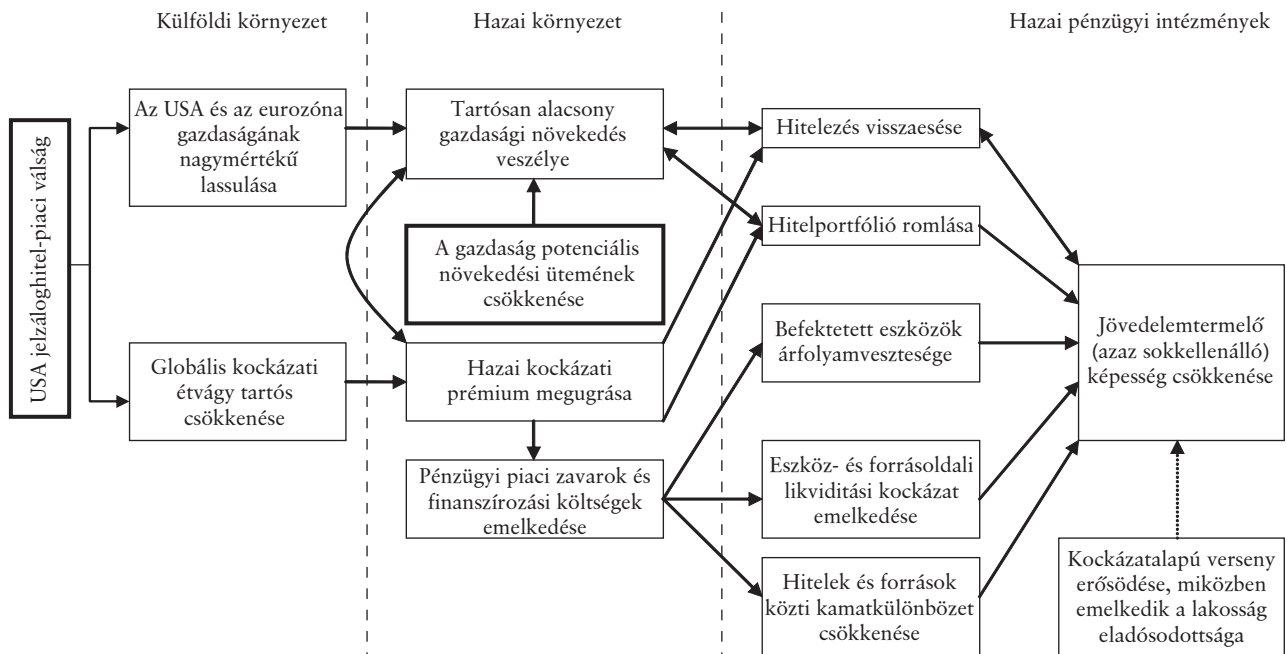
A Magyar Nemzeti Bank és a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete 2007 februárjában kiadott közös ajánlása a helyes kockázatfelmérési és -kezelési gyakorlatra, valamint a megfelelő fogyasztóvédelmi elvek (az egyre fontosabbá váló ügynökörtékesítésnél is) betartására hívta fel a piaci szereplők figyelmét. Az ajánlások követése minden külföldi devizában denominált hitelnél fontos; különösen a szokásosnál magasabb kockázatú japán jenalapú vagy egyéb, erre átváltható konstrukciók esetén. A bankoknak is érdekükben áll a felelős hitelezés alap-

elveinek betartása. A magasabb kockázatú hiteltermékek rövid távon ugyan piaci előnyt jelenthetnek, de hosszú távon ezek az előnyök elfogyhatnak, és az ügyfelek bizalmának elvesztésén keresztül jelentős költségekkel is járhatnak.

Pénzügyi stabilitási szempontból is szükség lenne pozitív lakossági adósnylvántartásra

A pénzügyi intézmények felelős hitelezői magatartásának kialakítása érdekében szükséges lenne a háztartásokra is kiterjedő pozitív, azaz a hiteleket rendben visszafizető ügyfeleket is tartalmazó, adósnylvántartás létrehozása. Az ügyfelek hiteltörténetéről szóló széles körű információk nagyban hozzájárulhatnának a pénzügyi intézmények kockázatainak megfelelő felméréséhez.

Pénzügyi stabilitási kockázati térkép



Megjegyzés: A vastag kerettel a kockázatok kiinduló okait jelöltük.

1. Makrogazdasági és pénzügyi kockázatok





A 2007. áprilisi *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* című kiadványban kiemeltük, hogy a pénzügyi stabilitás erősödött az egyensúlyi helyzet javulása következtében. Kockázatot jelentett azonban, hogy a fiskális kiigazítás miatt bekövetkező gazdasági lassulás átmeneti terhet ró a gazdaság szereplőire. Kedvezőtlen folyamat, hogy idén mind külső, mind pedig belső tényezők miatt a hazai gazdaság alacsony növekedési üteme fennmaradhat.

Az USA-ban a lakásárak visszaesése a háztartások fogyasztási kiadásának csökkenésén keresztül lassítja a gazdaságot, ami a külkereskedelmen keresztül kedvezőtlenül érintheti más fejlett gazdaságok teljesítményét. A fejlett gazdaságok lassulásának kockázatát ugyancsak növelheti, hogy az USA másodrendű jelzáloghitel-piaci¹ válsága a fejlett piacokon nagymértékű veszteségeket okoz a pénzügyi intézményeknek, ami a kockázattávallási hajlandóság csökkenésével, a hitelezési feltételek szigorodásával és így a hitelezés lassulásával/visszafogásával járhat. Kedvezőtlen továbbá, hogy a befektetők kockázati étvágya csökken, azaz a kockázat ára emelkedik. Ez főként a finanszírozás drágulásán és a kamatok emelkedésén keresztül vetheti vissza a hitelezést. Mivel Magyarország külkereskedelme és pénzügyi szektora erősen integrálódott a fejlett piacokhoz, ezért ezek a hatások itthon is gyorsan megjelenhetnek.

A külső tényezők közül a régió növekvő sérülékenységét is meg kell említeni. A Baltikumban, Bulgáriában és Romániában a túlhevültség és a túlzott hitelezés kialakulásának kockázatai miatt növekszik a régió külső sokkokra való érzékenysége. A Baltikummal ugyan alacsony a magyar külkereskedelmi és pénzügyi kapcsolat, de egy ottani hirtelen lassulás a kockázati prémiumok emelkedésén keresztül, míg Bulgária és Románia gazdaságának megtorpanása mind a magyar pénzügyi rendszerre gyakorolt közvetlen hatáson, mind a kockázati prémiumokon keresztül érintheti a magyar gazdaságot.

A hazai kockázati faktorok közül a potenciális növekedési ütem tartós lassulása emelhető ki. A fiskális kiigazítás miatt a gazdasági növekedés jelentősen mérséklődött, azonban a fenntarthatósági kockázatok nagymértékben csökkentek. Fennáll ugyanakkor a veszélye annak, hogy a gazdasági növekedés a kereslet visszaesése miatti lassulást követően a következő években a kedvezőtlen munkapiaci tényezők, alacsony beruházási aktivitás és csökkenő termelékenység következtében nem tud visszatérni korábbi pályájára.

A jelentésben bemutatott kockázati pálya mind az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válsággal, mind a belső eredetű problémákkal kapcsolatos kockázatokat és az ezek hatására bekövetkező súlyos növekedési áldozatot megjeleníti.

¹ Másodrendű (nem elsőrendű) vagy „sub-prime” hitelek esetén az ügyfelek általában átlag alatti hitelminősítéssel rendelkeznek, mivel nincs rendszeres, időben történő hiteltörlesztési teljesítéseket igazoló hiteltörténetük. (Az USA-ban általában ilyenek az alacsony jövedelműek, az idősebbek, illetve az új bevándorlók.)

1.1. Nemzetközi makrogazdasági és pénzpiaci környezet

A külső piaci környezetből fakadó kockázatok jelentős mértékben emelkednek. Az amerikai jelzáloghitel-piacról kiinduló piaci turbulencia nagy veszteségeket okoz a globális pénzügyi közvetítőrendszerben, és a globális egyensúlytalanság korrekcióján keresztül felerősíti a világgazdasági növekedés lassulásának kockázatát. A megnövekedett bizonytalanság a kockázat árának ugrásszerű emelkedéséhez, és a legtöbb eszközosztály esetében a befektetők kockázati kitettségének csökkentéséhez vezet. Eközben az élelmiszerek, nyersanyagok és energiahordozók tartós áremelkedése, valamint a globalizáció árcsökkenítő hatásainak gyengülése globális inflációs sokkot okoz.

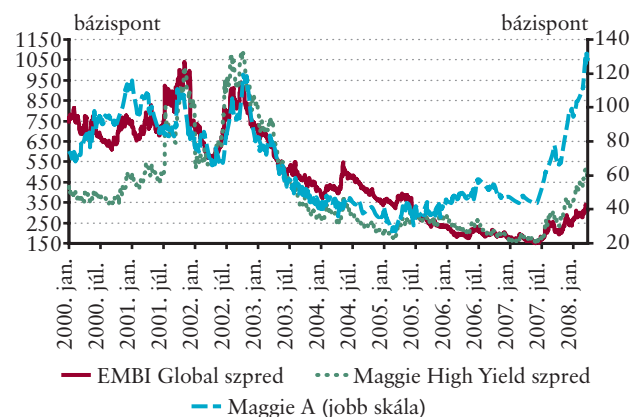
Magyarországra az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság a kockázati prémium emelkedésén keresztül gyakorol negatív hatást. Ez főként a forinthozamok emelkedésében, az árfolyam leértékelődésében, valamint a gazdaság külső devizaforrásainak drágulásában jelenik meg. Bizonytalanságot hordoz, hogy a piaci turbulencia elhúzódásával a kockázati étvágy tovább csökkenhet. Ugyancsak kedvezőtlen fejlemény, hogy a pénzügyi rendszerek erős integrációja miatt a pénzpiaci turbulencia következtében az EU gazdasága erősen lassulhat, ami negatívan érintheti hazánkat is.

1.1.1. AZ AMERIKAI MÁSODRENDŰ JELZÁLOGHITEL-PIACI VÁLSÁGHOZ VEZETŐ OKOK

Az elmúlt években a piacok alulárasták a kockázatot. A tartósan magas gazdasági növekedés és az alacsony inflációs környezet kedvező feltételeket teremtett a befektetők kockázati kitettségének globális növekedéséhez, a piaci sokkok alacsony száma pedig megváltoztatta a befektetők kockázatterzékelését, és jelentősen csökkentette a kockázati felárakat (1. ábra). Az alacsony kamatkörnyezet és a hagyományos befektetési eszközök egyre magasabb ára mellett a befektetők a pénzügyi közvetítők közreműködésével a magasabb hozamok reményében egyre újabb és kockázatosabb piacokra merészkedtek, és magasabb tőkeáttételt vállaltak fel („leverage”). Az új jövedelemforrások keresése a fejlett pénzügyi közvetítő rendszerrel rendelkező országokban kockázatalapú versenyt eredményezett. Ennek legjellemzőbb példája az amerikai jelzáloghitel-piac volt, ahol a folyamatosan enyhülő hitelezési feltételek mellett egyre több – nem vagy csak korlátozottan hitelképes (ún. „sub-prime”) – kockázatos adós jutott hitelhez. A hitelezés forrását újabb befektetők széles körének be-

1-1. ábra

A hozamfelárak alakulása



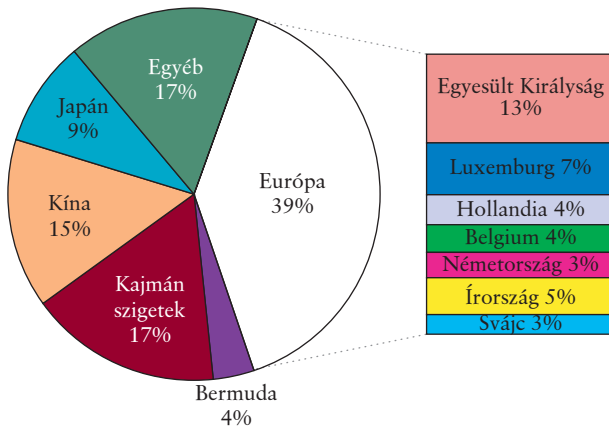
Forrás: J. P. Morgan, Datastream.

vonása jelentette, míg a hitelképességet a fedezetként szolgáló ingatlan várt további drágulása biztosította.

Az értékpapírosítás következtében jelentős pénzügyi kockázatok terjedtek szét az egész világon. A hozamkeresés hatására felgyorsult a pénzügyi innováció, azonban az egyre bonyolultabb pénzügyi termékekkel sem a kockázatkezelés, sem a befektetők tájékozottsága nem tudott lépést tartani. A hitelezési tevékenység bővülését és a kockázatok terítését nagyban támogatta az értékpapírosítás („originate and distribute” modell), amelynek során hitel-eszköz-csomagok fedezete mellett különböző hitelbesorolású (ún. strukturált) értékpapírokat bocsátottak ki, és értékesítettek a befektetőknek az egész világon (1-2. ábra). Az értékpapírosítás útján szétterített kockázatok nagyban hozzájárultak az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piac nagyságán messze túlmutató piaci turbulencia kialakulásához. Az értékpapírosítás lejáratí transzferrel is járt, a hosszú lejáratú eszközökkel szemben általában rövid lejáratú források álltak. A nagyobb bankok speciális pénzügyi konstrukciókkal mérlegén kívül helyezték ezeket az eszközöket, illetve ezek finanszírozását, jellemzően tőkeáttétel és kezesség felvállalása mellett. Az értékpapírosítás nem szándékolt információvesztéssel is járt, a végbefektetők gyakran nem tudták, hogy a többszörösen újracsomagolt és nemzetközi hitelminősítők által minősített termékek mögött valójában milyen kockázatú hitelek álltak. A hitelezők és befektetők szétválasztása érdekeltségi problémát is felvetett, a hitelezők és közvetítők

1-2. ábra

Külföldi tulajdonban lévő (1500 milliárd USD) hosszú lejáratú amerikai eszközfedeztetű értékpapírok (ABS) tulajdonosi megoszlása (2007. június)



Forrás: U.S. Treasury.

ugyanis a hitelvolumen növelésében voltak érdekeltek, tekintet nélkül a növekvő kockázatokra.

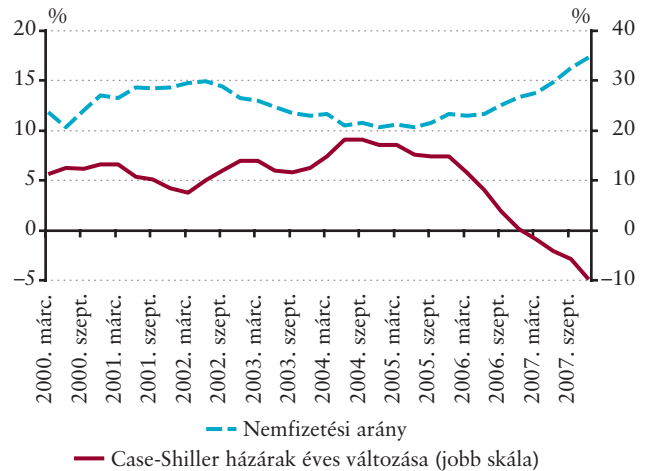
1.1.2. A FERTŐZÉS CSATORNÁI

Az amerikai jelzáloghitel-piaci problémák széles körű piaci turbulenciát okoznak. Az Egyesült Államokban a 2004 közepén elindult kamatemelési ciklus és az ingatlanpiaci áremelkedés lassulása, majd az ingatlanárak csökkenése a másodrendű jelzáloghiteleknel a nemfizetési arány fokozatos emelkedését okozta (1-3. ábra). A piacok 2007 elején szembesültek a jelzáloghitel-piaci problémákkal, miután az ingatlanárak növekedése 2006 végére megállt. Február végén a piacon eladási hullám alakult ki, amely akkor még átmenetinek bizonyult. A magas kockázati étvágy visszatérése segítette, hogy a jelzáloghitel-piaccal összefüggő veszteségek ekkor még csak a magas kockázatú, strukturált hiteltermékeknel jelentkeztek (1-4. ábra). Májustól azonban egyre több kedvezőtlen hír jelent meg (veszteségek, tőke kivonás vagy befagyasztás egyes befektetési alapoknál, strukturált hiteltermékek tömeges leminősítése, kötvénykibocsátások elhalasztása, banki veszteségek), és amikor július végén világossá vált, hogy az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság a vártnál nagyobb hatást gyakorol a bankrendszerre és a végbefektetőkre, a hitelpiaci zavarok átterjedtek a pénz- és tőkepiacok széles körére.

A bizalmatlanság növekedése egyes részpiacok kiszáradásához vezetett. A veszteségek nagyságát és koncentrációját sem a befektetők, sem a szabályozó hatóságok nem tudták pontosan felmérni. A veszteségek értékelését megne-

1-3. ábra

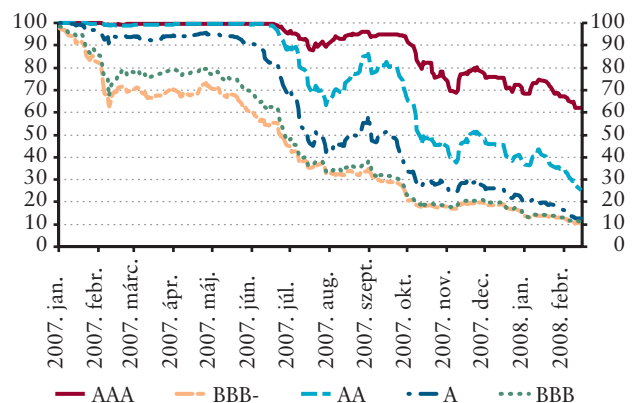
Nemfizetési arány az amerikai másodrendű jelzáloghiteleknel és a lakásárak alakulása



Forrás: Mortgage Bankers Association, S&P.

1-4. ábra

Az eltérő hitelbesorolású ABX-HE indexek alakulása, 2007. január 19. = 100



Megjegyzés: Az indexek amerikai másodrendű jelzáloghitellel fedezett értékpapírokra vonatkozó CDS-ek (nemfizetési derivatívák) értékének változását mutatják. Az ábrán az ABX-HE 7.1 sorozata szerepel.

Forrás: Reuters.

hezítette, hogy a strukturált hiteltermékek árát általában modellek segítségével becsülték meg, hiszen ezen egyedi termékek nagy része sem másodlagos piaccal, sem historikus áralakulással nem rendelkezett. A kiszámíthatatlan partnerkockázat miatt a bankok nem voltak hajlandóak hitelezni, így az euro és dollár bankközi piacok átmenetileg kiszáradtak, a befektetők állampapírokba menekültek. Ennek hatására a bankközi és az állampapír-piaci hozamok elszakadtak egymástól (1-7. ábra). A jelentős volumenű jegybanki likviditásnyújtás csillapította ugyan a bankközi piacok feszültsé-

gét (1-1. keretes írás), de a strukturált termékek piacán (ABS², CDO³) – különösen a jelzálog-fedezettű papírok esetében – tartósan lecsökkent a likviditás, egyes piacok kiszáradtak. A rövid lejáratú értékpapírok kibocsátására támaszkodó befektetők és bankok így finanszírozási nehézségekkel szembesültek, ráadásul a még elérhető források ára is megugrott

és futamideje lerövidült. Ez a meglévő befektetett eszközök kényszerértékesítésére, a tőkeáttételes pozíciók felszámolására kényszerített sok befektetőt („deleverage”), akik az amerikai másodrendű válságban közvetlenül nem érintett piacokon is próbáltak likviditáshoz jutni, áttérítve az áresést más piacokra.

1-1. keretes írás: A vezető külföldi jegybankok a pénzügyi turbulencia kezelése érdekében végzett rendkívüli multilaterális műveletei

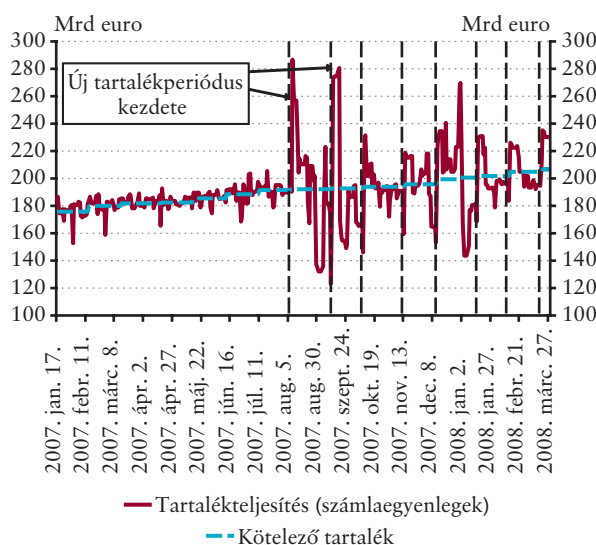
Az amerikai másodrendű jelzáloghitelek piacról kiinduló turbulenciából következő kockázatiétvágy-csökkenés és bankközi piaci bizalomvesztés hirtelen és agresszíven jelent meg a pénzügyi piacokon. A bankközi fedezetlen pénzpiac („depopiac”) és az értékpapírpiacon zavarai azonnali beavatkozásra késztették a főbb jegybankokat, akik monetáris politikai nyílt piaci eszköztáruk széles körét bevetették a piaci zavarok kezelésére. A jegybanki intézkedések három fő kategóriába sorolhatók:

Az ideiglenes likviditáshalmozás emelése

Normál időszakban a likviditás mennyiségét a jegybankok nyílt piaci műveleteikkel (naponta vagy hetente tartott hiteltenderekkel) úgy állítják be, hogy az autonóm (likviditásra ható egyéb, technikai) tényezők figyelembevételével az a bankrendszernek – egyenletes kötelezőtartalékteljesítést feltételezve – éppen elegendő legyen.⁴ Az először 2007. augusztus elején jelentkező pánik és banki viselkedésváltozás természetesen azt is jelentette, hogy egyes bankoknak, a bankrendszer egy részének nem állt rendelkezésére elegendő (általuk kívánatosnak tartott) likviditás, hiszen a bankközi piacról nem tudták azt bevonni. A jegybankok augusztusi hozamemelkedésre adott első reakciója tehát a piacnak nyújtott likviditás összegének emelése volt. A rendkívüli (autonóm tényezők által indokoltan magasabb) ideiglenes többlet-likviditáshalmozás mérete jegybankonként a kötelező tartalék és a strukturális likviditáshiány rendszerszintű nagyságának megfelelően nagyon változó volt. A jegybankok (először az EKB, majd a Fed, de végül a Bank of England, a Bank of Japan és több más jegybank is) csak a tartalékperióduson belül a likviditás lefutásának mintáját és nem annak átlagos rendszerszintű összegét változtatták meg (1-5. ábra). Ezt nem is teheték, hiszen a jegybankpénz-likviditás hosszabb távú (tartalékperiódus átlagára vonatkozó) rendszerszintű kereslete még ilyen esetekben sem nagyobb a normál időszaki keresletnél és nincs összefüggésben semmilyen egyéb a pénzügyi szektorra vagy a gazdaságra jellemző töke-

1-5. ábra

A kötelező tartalékteljesítés mintájának megváltozása az eurorendszerben



Forrás: EKB.

igénnyel vagy piaci likviditással. E lépésekkel a jegybankok egyrészt pszichológiai hatásmechanizmuson keresztül nyugtatták a piacot, másrészt tenderekkel ideiglenesen (nagyon rövid távon) helyettesítették a piac kínálati oldalát is.

A jegybanki hitelműveletek lejáratának hosszabbítása

Hasonlóan elsősorban piacnyugtató intézkedéstípus volt a mindhárom vezető jegybanknál alkalmazott lejáráthosszabbítás. Az EKB egyébként is használt 3 hónapos hitelinstrumentumának állományát emelte meg jelentősen, ezzel párhuzamosan csökkentve az irányadó 1 hetes műve-

² Eszközalapú értékpapírok (asset-backed securities, ABS) olyan értékpapírok, melyek mögött homogén adósságcsoportok (jelzálog- vagy gépjárműhitelek, hitelkártyák, diákhitelek stb.) portfóliói állnak. Az értékpapírokat külön, kizárólag erre a célra létrehozott intézmények (SPV) bocsátják ki.

³ Adósságfedezettű kötelezettségek (collateralised debt obligation, CDO) olyan speciális értékpapírok, amelyek mögött kötvények, hitelek vagy egyéb eszközök állnak fedezetként. A befektetők a CDO vásárlásával átvállalják az adott hitel-, illetve kötvényportfólió kockázatát.

⁴ A jegybanki reakciók pontos megértéséhez és mélyebb elemzéséhez fontos megérteni a jegybankok által működtetett eszköztárak alapelveit és a „likviditás” (jegybankpénz) piacának alapvető összefüggéseit is. Részletesebben erről a kérdéstről lásd Fischer Éva–Kócsán Gergely (2008): Rendkívüli hatósági intézkedések és tanulságaik a jelzálogpiaci válság kapcsán, MNB-tanulmány 72. http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_mnbtanulmanyok&ContentID=10766.

leten alakított likviditás mennyiségét. A Fed és a Bank of England a 2007. decemberi évvége-hatás miatt felerősödött banki félelmekre reagálva emelte a hosszabb lejáratokon az allokációt. Előbbi egy teljesen új, 1 hónapos fedezett hitelinstrumentummal (term auction facility, TAF), míg utóbbi az egyébként is használt 3 hónapos repoállományát emelte meg annak sokszorosára. Természetesen ezen jegybankokra is igaz, hogy a rövidebb távú műveleteik állománycsökkentése (BoE), vagy a mérleg egyéb tételeinek alkalmazkodása (a Fed esetében az állampapír-portfólió jelentős csökkentése) „adott helyet” a hosszabb lejáratú ideiglenes állományok emelésének.

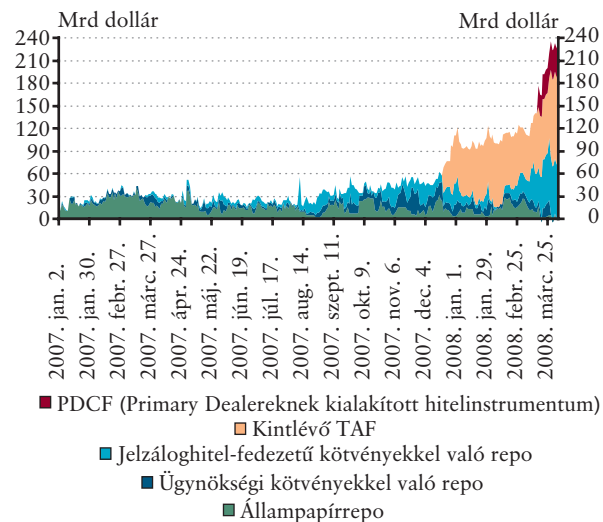
Az elfogadott fedezetek körének tágítása

A leginkább rendkívülinek minősíthető intézkedéscsoport a fedezett hitelműveletek során elfogadott fedezetek (értékpapírok és egyéb pénzügyi eszközök) körének jelentős tágítása volt (1-6. ábra). Gyakorlatilag az összes angolszász jegybank erre a lépésre kényszerült, annak érdekében, hogy az egyébként normál időszakban nagyon konzervatív (lényegében csak a legjobb minőségű állampapírokat és azokhoz hasonló minőségű eszközöket tartalmazó) fedezeti körük ne jelentsen szűk keresztmetszetet a likviditásallokációban, valamint, hogy a bankokat a likviditás könnyebb elérhetősége tekintetében önmagában is nyugtassa. Az EKB és a japán jegybank nem kényszerült ilyen lépésre mivel esetükben normál időszakban is nagyon tág az elfogadható fedezetek köre (kibocsátók nagyon széles körétől elfogadnak értékpapírokat, még a piaci turbulenciában leginkább érintett eszközfedezetű [ABS] értékpapírokat is, de ezeken túlmenően még nem értékpapírosított bankhiteleket is).

A jegybanki rendkívüli műveletek önmagukban a bankközi piacok zavarainak közvetlen (és néhol csak átmeneti) kezelésén túl nem értek el tartós sikereket az általános pénzügyi piaci turbulencia megakadályozásában. Fontos dilemma, hogy vajon ez elvárható-e a jegybankok monetáris politikai nyílt piaci műveleteitől, hiszen azokat alapvetően nem arra tervezték, hogy a bankrendszer egy részén vagy egészén tartósan segít-

1-6. ábra

A Fed repo- és hitelműveletei mögött álló értékpapír-fedezet összetételének változása



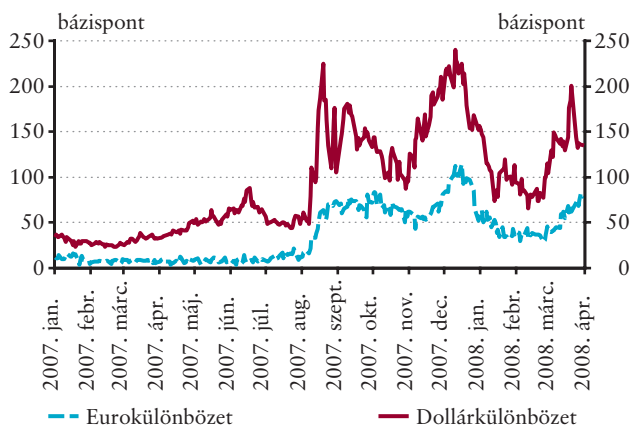
Forrás: Fed.

senek a kockázatok vagy az azokból fakadó veszteségek átvállalásával. Azt is hangsúlyozni kell, hogy a jegybanki nyílt piaci műveletek nem jelentik a monetáris kondíciók lazítását, arra nem is alkalmasak, azt a jegybankok kamatcsökkentések útján érhetik el.

Az MNB monetáris politikai eszköztára attól eltekintve, hogy az összes új EU-tagországhoz és a legtöbb feltörekvő piachoz hasonlóan rendszer-szintű likviditástöbblet jellemzi, elveit és a bevetendő eszközöket tekintve megegyezik a vezető jegybankok eszköztáráival. Ez azt jelenti, hogy természetesen az MNB is képes lenne a fenti műveletek bármelyikét elvégezni a hazai bankrendszerrel szemben, ha erre szükség lenne. Gyakorlatilag egyetlen feltörekvő piac esetében sem fordult elő azonban, hogy a fejlett piacokhoz hasonló műveletekre lett volna szükség a turbulencia alatt.

1-7. ábra

A három hónapos bankközi kamat és a három hónapos kincstárjegy hozamának különbsége

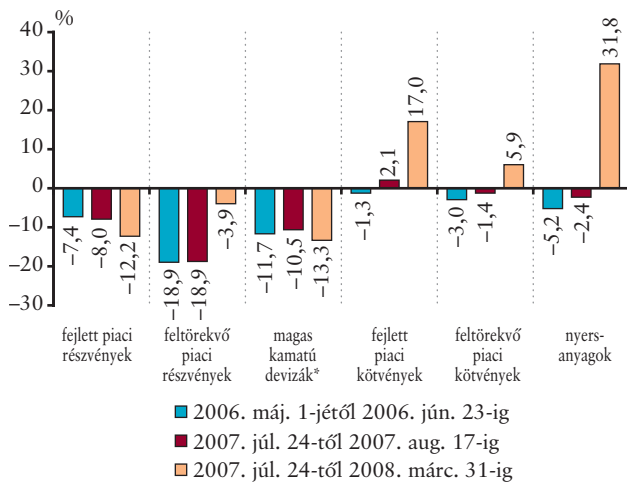


Forrás: Reuters.

A piacok normalizálódása elhúzódó folyamat lehet. Az amerikai másodrendű válság kitörését követő első piaci reakciók egy hagyományos kockázatiétvágy-sokkra emlékeztettek, az ármozgások a 2006 közepén bekövetkezett eladási hullámot idézték (1-8. ábra). Míg azonban korábban a kockázatok átárazódását követően a piacok volatilitása néhány hónap alatt visszatért a korábbi szintekre, addig most a bizonytalanság fél év múlva sem csökkent. Mint minden piaci sokknál, a befektetők most is diverzifikáltak a különböző eszközök között. A kockázatos eszközök áresése ilyenkor természetesnek tekinthető, azonban új jelenség, hogy az alacsonyabb kockázatú eszközök sok esetben relatíve rosszabbul teljesítettek, mint a kockázatosabb megfelelőjük. Ez a likviditás szűkülésével és drágu-

1-8. ábra

A főbb eszközcsoporthoz átváltozása



Megjegyzés: MSCI World és EM indexek, JPM GBI index, JPM EMBI index, S&P GSCI Commodity index, JPM Maggie HY index, valamint saját számítások alapján.

* Magas kamatozású devizák a forint, török líra, dél-afrikai rand, izlandi korona és új-zélandi dollár árfolyama alapján.

Forrás: Datastream.

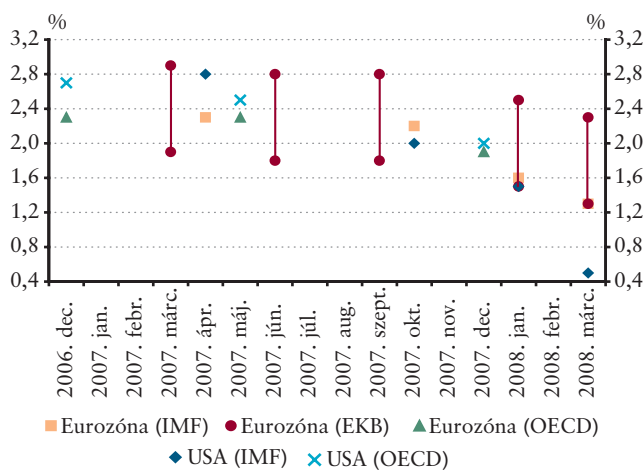
lásával magyarázható, ugyanis a mérsékeltebb ármozgású eszközöknél a befektetők magasabb tőkeáttételt vettek fel, és ennek leépítésével, a pozíciók kényszerű zárásával nagyobb árcsökkenést idéztek elő. A nagyon sok szereplőt érintő jelentős pénzügyi veszteségek, részpiacok kiszáradása, egyes pénzügyi közvetítők likviditási helyzetének romlása, valamint a globális egyensúlytalanság lassú korrekciója tartósan erodálhatja a globális kockázattávallási hajlandóságot, így a piacok megnövekedett volatilitása hosszabb távon is fennmaradhat.

1.1.3. REÁLGAZDASÁGI HATÁSOK

Megnőnek a reálgazdasági növekedést övező kockázatok. A pénzpiaci turbulencia elhúzódása fokozza az amerikai gazdasági recesszió valószínűségét. Az ingatlanpiaci árcsökkenés, a részvénypiaci turbulencia, a fogyasztói bizalom romlása és a foglalkoztatás visszaesése egyaránt a fogyasztás lassulását erősítheti. A recessziós kockázatokra az amerikai gazdaságpolitika is reagált, a Fed agresszív kamatcsökkentéseket, a kormány pedig adó-visszatérítési csomagot jelentett be. A világgazdaság növekedése szempontjából kulcsfontosságú kérdés, hogy a többi régió mennyire lesz képes függetlenedni az amerikai gazdaság lassulásától („decoupling”). Az elmúlt években elmélyült pénzügyi integráció (határokon átnyúló befektetések és tulajdonosi érdekeltségek) miatt az amerikai másodrendű válság az Egyesült Államokkal külkereskedelmileg kevésbé integrált országokra is áterjedhet („recoupling”). A pénzügyi közvetítők (bankok, biztosítók) és a befektetők kitettsége miatt a pénzügyi fertőzés kockázata Európában különösen erős lehet. Ezzel magyarázható, hogy a piaci turbulencia kitörése óta a nemzetközi intézmények nemcsak az amerikai, de az európai növekedési prognózisokat is lefelé módosították (1-9. ábra). Az európai konjunktúra gyengülése a magyar gazdaság számára kockázatot jelent.

1-9. ábra

Az IMF, az OECD és az EKB 2008-as európai és amerikai növekedési előrejelzései

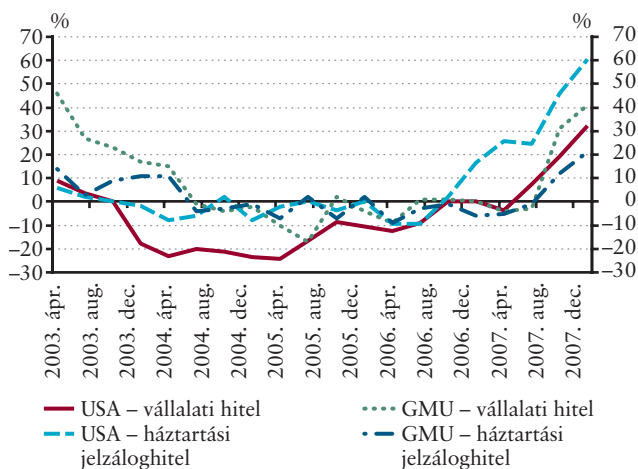


Megjegyzés: Az EKB intervallum formájában ad előrejelzést.

Forrás: IMF, OECD, EKB.

A hitelezés szigorítása visszahathat a növekedésre.

A pénzügyi veszteségek és az emelkedő forrásköltségek miatt a bankok elkezdtek szigorítani mind a lakosság, mind a vállalati szektor hitelfelvételi feltételeit (1-10. ábra). A költségnövekedést – a piaci versenytől függően részben vagy egészben – várhatóan áthárítják az ügyfelekre. A banki ügyfelek így nehezebben és drágábban juthatnak hitelekhez, miközben a vállalati forrásbevonás értékpapír-alapú formái is beszűkülhetnek.⁵ Mindez negatívan hathat a fogyasztási és beruházási aktivitásra, lassítva a gazdasági növekedést (ún. „financial accelerator” hatás⁶). Szélsőséges esetben a hitelezés olyan mértékben lassulhat, ami önmagában is gazdasági recessziót okoz.

1-10. ábra**A hitelek feltételeinek változása a jegybankok hitelezési felmérései alapján**

Megjegyzés: A pozitív értékek a szigorító bankok túlsúlyát jelzik.

Forrás: Fed, EKB.

⁵ A hitelezési feltételek szigorítása egyelőre nem tükröződik az eurozóna vállalati hitelezésének dinamikájában, míg a háztartásoknál a hitelfelvétel növekedési ütemének lassulásával jár.

⁶ A „financial accelerator” mechanizmus alatt egy, a reálgazdaság és pénzügyi rendszer között lejátszódó, egymást erősítő folyamatot értünk. A negatív irányú „accelerator” mechanizmusában a gazdaság lassul, amit a bankok hitelezési feltételeinek szigorítása követ, így a gazdaság lassulása felgyorsul.

1.2. Régiós tendenciák⁷

Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság hatására a globális kockázattűrő hajlandóság érzékelhetően mérséklődött, a fundamentumok szerepe pedig jelentősen felértékelődött az elmúlt évekhez képest. A pénz- és tőkepiacok meg-növekedett érzékenysége a fertőző kockázatok növekedése irányába hathat.

A régiós országok kockázatiétvágy-csökkenésével szembeni kitettségét növeli, hogy míg a többi feltörekvő országcsoporthoz hasonlóan jelentős fizetésimérleg-többlettel, vagy egyensúlyi külső pozícióval jellemezhető, addig a kelet-közép-európai országok mindegyikének negatív a folyó fizetési mérlege. A régióban a külső finanszírozási igény szintje jelentős részben a magán-szektor gyors eladósodásával hozható összefüggésbe. A legtöbb ország esetében ez a folyamat a felzárkózás részének tekinthető, ugyanakkor a közelmúltban elsősorban a balti államok, valamint Bulgária és Románia esetében egyre nyilvánvalóbban mutatkoznak meg a túlfűtöttség jelei. Így növekedtek a fenti országcsoporthoz hasonló folyamatokból adódó fertőző kockázatok is.

Magyarország fundamentumai régiós összehasonlításban el-lentmondásos képet mutatnak. A magánszektor eladósodásával kapcsolatos kockázatok lényegesen kisebbek a túlhevültséggel jellemezhető országokénál és a költségvetési kiigazítás hatására az egyensúlyi mutatók az elmúlt másfél évben érdemben javultak. Ugyanakkor a múltban felhalmozott feszültségek, a külső finanszírozási szerkezet és a növekedési kilátásokkal kapcsolatos kockázatok hatására a befektetők egyértelműen a sérülékenyebb országok közé sorolják Magyarországot, ami a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium magas szintjében is tükröződik.

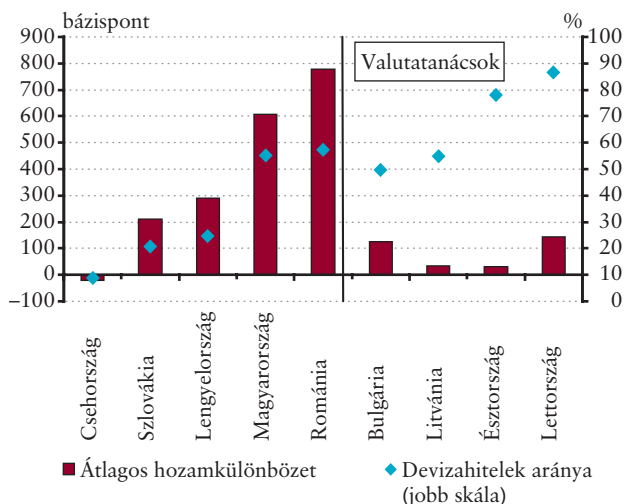
1.2.1. A GYORS HITELBŐVÜLÉS ÁLTALÁNOS JELENSÉG

A háztartások eladósodása gyorsan emelkedik. A kelet-közép-európai térségben a magánszektorban nyújtott GDP-arányos hitelállomány a 2002–2006 közötti időszakban gyakorlatilag megkétszereződött, amiben meghatározó szerepe volt a háztartásoknak nyújtott hitelek dinamikus bővülésének. A lakosság és a vállalatok lendületes eladósodása részben természetes folyamat és a felzárkózás része.

A magánszektor gyors eladósodása mind a bankok, mind a lakosság esetében új típusú pénzügyi kockázatok megjelenéséhez vezetett. Egyrészt, a banki megtakarí-

1-11. ábra

A devizahitelek aránya a teljes lakossági hitelállományon belül és a hozamkülönbözet



Megjegyzés: Hozamkülönbözet – a 3 hónapos pénzpiaci hozamok és az azonos futamidejű eurohozamok különbségének 2003–2006 közötti átlagos értéke.

Forrás: Nemzeti jegybankok.

tások növekedése nem tartott lépést a hitelbővüléssel, így a bankszektorban jelentős mértékben nőtt a külső forrásokra való ráutaltsága. Másrészt, számos régiós országban a hitelbővülés meghatározó része külföldi devizában történt. Ez elsősorban két országcsoporthoz volt jellemző: egyrészt azokban, ahol a hozamszint jelentősen meghaladja az idegen devizában denominált eszközök hozamát, azaz viszonylag magas a kamatkülönbözet (Magyarország, Románia, Lengyelország), valamint ott, ahol a rögzített, illetve kvázifix árfolyamrendszer következtében még viszonylag alacsony kamatkülönbözet mellett is „érdeemes” devizában eladósodni (balti államok és Bulgária) (1-11. ábra).

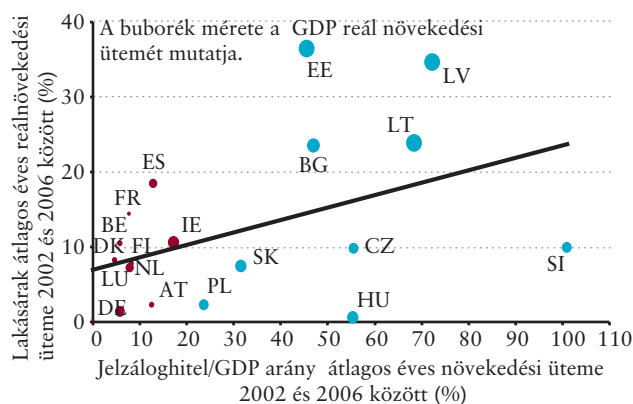
1.2.2. A RÉGIÓ EGYES ORSZÁGAI A TÚLFÜTÖTTSÉG JELEIT MUTATJÁK

A Baltikumban, valamint Bulgáriában és Romániában megnőtt a valószínűsége egy ingatlan-árbuborék kialakulásának. Míg a gyors hitelbővülés szinte a teljes régiót jellemzi, az elmúlt években egyes országokban, elsősorban a balti államokban, valamint a közelmúltban már Bulgáriában és Romániában is, egyre nyilvánvalóbban mutatkoztak meg a túlhevültség jelei. A háztartások gyors eladósodását egyrészt a fogyasztás rendkívül dinamikus bővülése, másrészt az ingatl-

⁷ Régió alatt a 10 újonnan csatlakozott kelet-közép-európai EU országot értjük.

1-12. ábra

Az ingatlanárak és a GDP-arányos jelzáloghitel-állomány növekedése a régióban



Megjegyzés: AT (Ausztria), CZ (Csehország), BE (Belgium), BG (Bulgária), DE (Németország), DK (Dánia), EE (Észtország), ES (Spanyolország), FR (Franciaország), FI (Finnország), HU (Magyarország), IE (Írország), LT (Lettország), LU (Luxemburg), LV (Litvánia), NL (Hollandia), PL (Lengyelország), SI (Szlovénia), SK (Szlovákia). Románia esetében nem állnak rendelkezésünkre adatok.

Forrás: Nemzeti jegybankok és statisztikai hivatalok.

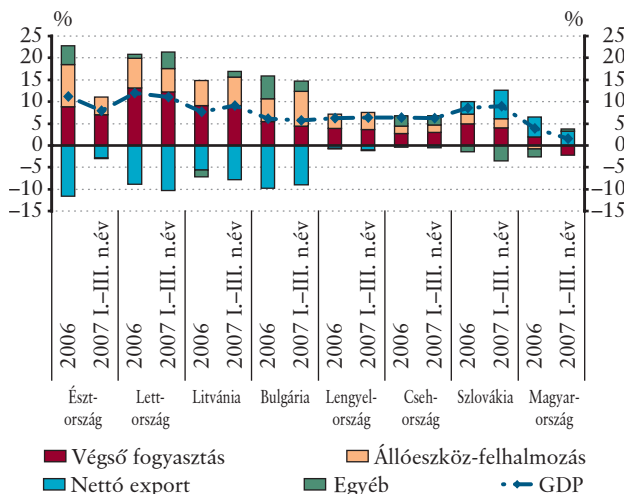
nok iránti kereslet ugrásszerű növekedése kísérte. A kereslet megugrása a lakásberuházások igen gyors növekedését és – a kínálat bővülése ellenére – az ingatlanárak számottevő emelkedését vonta maga után (1-12. ábra).

Ezekben az országokban a gyors keresletbővülés kiugróan magas fizetésimérleg-hiányhoz és az infláció felpörgéséhez vezetett. A belföldi felhasználás által hajtott gyors GDP-bővülés hatására (1-13. ábra) a foglalkoztatottság történelmi csúcsokra emelkedett. Az egyre feszebb munkaerő-piaci körülmények között pedig érdemben gyorsult a bérnövekedés. A fogyasztás és a beruházás, azaz a belföldi kereslet igen lendületes bővülése és a bérköltségek emelkedése egyre érezhetőbb nyomot hagyott mind az infláció, mind a külső egyensúly alakulásában. Az érintett országokban a 2007. IV. negyedéves infláció – Romániát és Litvániát kivéve, ahol az árnövekedés üteme 7 százalék körül volt – megközelítette, illetve meghaladta a 10 százalékot, a folyó fizetésimérleg-hiány pedig 2006–2007-ben a GDP 10–25 százaléka között szóródott.

Az érintett országokban a fenntarthatatlanságra utaló jelek szinte egyértelműek, az alkalmazkodási lehetőségek azonban mind a monetáris, mind a fiskális politika számára szűkösek. A megnövekedett infláció, a merev árfolyamrendszerek mellett jelentős mértékű reálfelértékelődés, a külső egyensúly tartós és jelentős megbomlása és az esz-

1-13. ábra

A GDP-növekedés és annak szerkezete



Megjegyzés: Románia a kiugró mértékű statisztikai hiba miatt nem szerepel az ábrán.

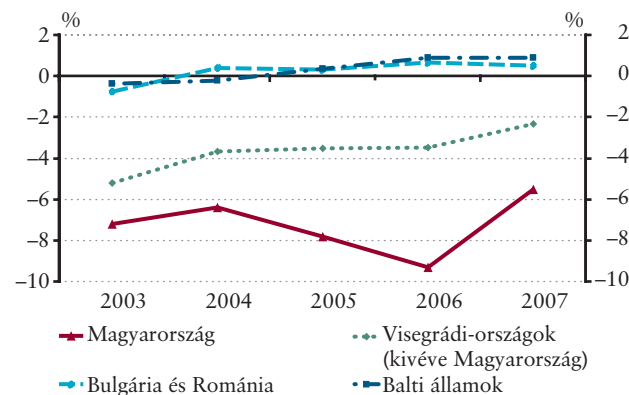
Forrás: Eurostat, MNB-számítás.

ségre utaló jelek. Miközben a fenntarthatósági kockázatok egyre nyilvánvalóbbak, az országok többségében az alkalmazkodási lehetőségek erősen limitáltak. A valutatanács adta korlátok mellett (Észtország, Litvánia és Bulgária) a monetáris politikai válaszlehetőségeket eleve szűkíti, hogy a hitelezés jellemzően nem hazai devizában történik. A fiskális politikai mozgásteret pedig az korlátozza, hogy a költségvetési hiányok – még a gazdasági ciklus elmúlt éveiben jellemző hiánycsökkentő hatását figyelembe véve is – alacsonyak, illetve többletet mutatnak (1-14. ábra).

1-14. ábra

Költségvetési egyenlegek a régiós országok egyes csoportjaiban

(a GDP arányában)



Megjegyzés: Az egyes országcsoporthoz egyszerű számtani átlaga. Ahol nem áll rendelkezésre a 2007-es adat, ott a konvergenciaprogramban szereplő értéket szerepeltettük.

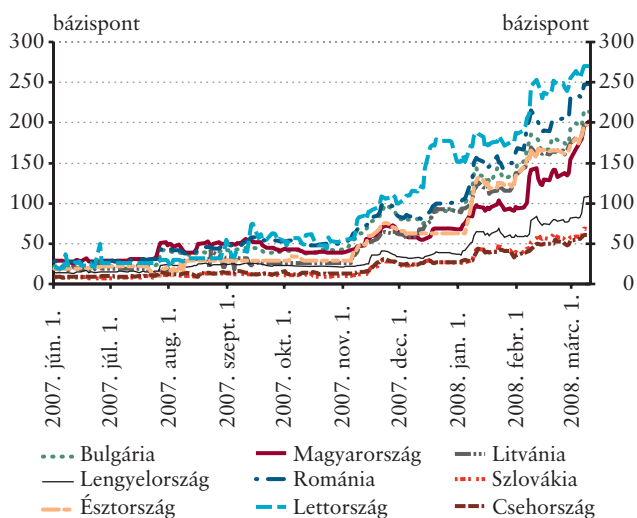
Forrás: Világbank, nemzeti statisztikai hivatalok.

1.2.3. A NÖVEKVŐ SÉRÜLÉKENYSÉG AZ ORSZÁGOK KÜLSŐ MEGÍTÉLÉSÉBEN IS TÜKRÖZÖDIK

A pénzügyi turbulencia kialakulása óta a befektetők erősen differenciálnak az egyes országok között, ami a nemfizetési kockázatok árazásában is tükröződik. A korábbi években a szinte korlátlan kockázati étvággal jellemezhető befektetők szemet hunytak a növekvő sérülékenységre.

1-15. ábra

A 10 éves CDS- felárak alakulása a régióban



Forrás: Datastream.

ség felett. Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság óta azonban egyre érezhetőbb a differenciálás. Mindhárom balti ország, valamint Románia és Bulgária esetében is a térség többi országánál lényegesen nagyobb mértékben nőttek a CDS-felárak, azaz az adott ország nemfizetési kockázatáért cserébe elvárt prémium (1-15. ábra). Románia – azaz a fenti országok közül az egyetlen, lebegő árfolyamrendszerrel jellemezhető ország – devizája jelentős mértékben gyengült, és a központi bank több lépésben 200 bázisponttal emelte irányadó kamatát.

A másodrendű jelzáloghitel-piaci válság kitörése óta a valutatanácsok hitelessége is romlott. A helyi bankközi piaci kamatok a decemberi csúcs idején Észtországban és Bulgáriában 150, Litvániában 250 bázisponttal voltak magasabbak az eurozóna bankközi kamatainál.

2008 elején a hitelminősítők is jelentősen változtattak az érintett országok adóskockázatának megítélésén. 2008. január 31-én a Fitch Ratings Észtország, Lettország, valamint Románia és Bulgária szuverén adóskockázati besorolásának kilátását az eddigi stabilról negatívra rontotta. Másnap pedig a Standard & Poors bejelentette, hogy Litvánia adósságát leminősíti és adóskockázati besorolásának kilátását negatívra rontja.⁸ Az indoklás alapvetően az említett országok rendkívül magas fizetésiméreg-hiányára, valamint arra hívta, fel a figyelmet, hogy a nemzetközi kockázati étvágy csökkenése mellett nehezebbé válhat a külső pozíció finanszírozása (1-1. táblázat).

1-1. táblázat

A régiós országok hosszú lejáratú szuverén adósságának besorolásai

Moody's	Észtország			Lettország			Litvánia			Bulgária			Románia			Csehország			Lengyelország			Szlovákia			Magyarország			S&P; Fitch
	M	SP	F	M	SP	F	M	SP	F	M	SP	F	M	SP	F	M	SP	F	M	SP	F	M	SP	F	M	SP	F	
Aaa																												AAA
Aa1																												AA+
Aa2																												AA
Aa3																												AA-
A1																												A+
A2																												A
A3																												A-
Baa1																												BBB+
Baa2																												BBB
Baa3																												BBB-

Jelmagyarázat: M – Moody's; SP – Standard and Poors; F – Fitch; + : – pozitív kilátás; (-) : – negatív kilátás; ~ : – stabil kilátás.

Forrás: Bloomberg.

⁸ 2008 márciusában az S&P Szlovákia adóskockázati besorolásának kilátását a közelgő eurozóna-csatlakozásra hivatkozva pozitívrá változtatta, a Fitch pedig elsősorban a 2008-as költségvetési reformokra hivatkozva javította Csehország szuverén adóskockázati besorolását. Az S&P eközben negatívra változtatta Magyarország adóskockázati besorolásának kilátását, amit a költségvetési kiigazítás fenntarthatóságával kapcsolatos növekvő kockázatokkal indokolt.

1.2.4. A LEHETSÉGES ALKALMAZKODÁSI FOLYAMAT

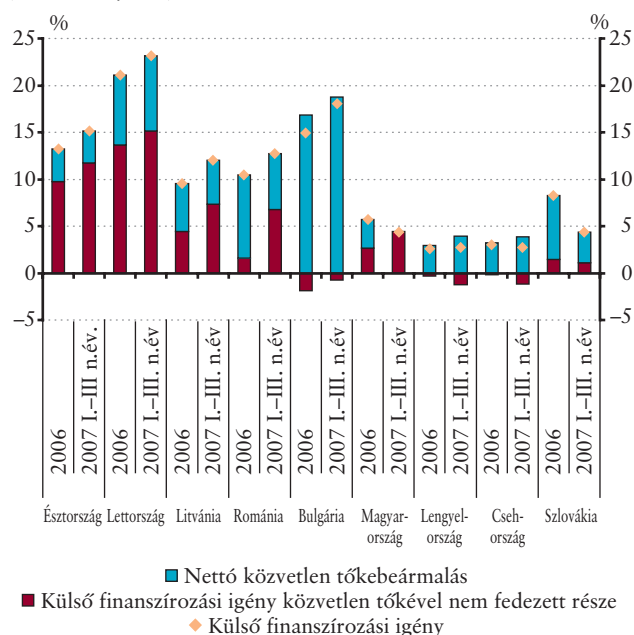
A Baltikumban, valamint Romániában és Bulgáriában gyakorlatilag elkerülhetetlen alkalmazkodás nem feltétlenül csak jelentős korrekció formájában valósulhat meg. Miközben az érintett országokban egyértelműen növekedett egy akár jelentősebb reálgazdasági áldozatokkal járó alkalmazkodás valószínűsége, nem zárható ki az sem, hogy az elkerülhetetlen lassulás „kevésbé fájdalmasan” következik be („soft landing”). A balti országokban, ezen belül is elsősorban Észtországban 2007 elejétől a hiteldinamika egyértelműen lassult és ennek hatása mind a fogyasztásbővülésben, mind a külső egyensúlyi folyamatokban érzékelhető volt. Az érintett országok esetében általánosságban is elmondható, hogy 2007-ben a növekedés szerkezete már kedvező irányba mozgult el: a legtöbb országban a fogyasztás növekedéséhez való hozzájárulása enyhén csökkent.

A finanszírozási lehetőségek jelentős szűkülésének kockázatát mérsékli, hogy számos országban magas a közvetlentőke-beáramlás és az adósság jelentős része az anyabankoktól származik. A folyamatosan rendkívül magas külső finanszírozási igény fenntarthatósági szempontból magas kockázatot jelent. A tőkebeáramlás hirtelen lefékezésének, azaz egy „sudden stop” kialakulásának esélyét ugyanakkor mérsékli, hogy a Baltikumban, de elsősorban Romániában és Bulgáriában⁹ a működőtőke-beáramlás az elmúlt években a finanszírozási igény jelentős részét fedezte (1-16. ábra). A nettó működőtőke-beáramlás külső finanszírozásban betöltött szerepe Magyarország esetében a legkisebb: 2007-ben – jelentős részben egyedi tételek hatására – a külső finanszírozási igényt teljes mértékben adósságjellegű források fe-

1-16. ábra

Külső finanszírozási igény és annak közvetlen tőkebeáramlással nem fedezett része

(a GDP arányában)



Forrás: Eurostat.

dezték (1-2. keretes írás). A finanszírozási problémák kialakulásának valószínűségét a teljes régióban mérsékli, hogy az adósságtípusú források számottevő része az anyabankoktól származik. A magas külföldi tulajdoni arány mellett a bankrendszer sebezhetősége is alacsonyabb. Az anyabankok ugyanis többségében fejlett országbeli, jó tőkeellátottságú bankok. A reputációs kockázatok miatt kisebb a valószínűsége annak, hogy az anyabank „cserbenhagyja” a leányát.

1-2. keretes írás: A külső finanszírozási szerkezet Magyarországon

A költségvetési egyensúlyjavító intézkedések hatására 2007-ben számottevően csökkent a külső egyensúlytalanság. A nettó külső adósság ugyanakkor rekordszintre emelkedett: a GDP-arányos adósságráta mintegy 8 százalékpontos bővülés mellett meghaladta a GDP 40 százalékát.

A dinamikus adósságbővülés hátterében a nem adóssággeneráló források, azaz a működőtőke-befektetés és az egyéb részvények nettó értelemben vett kiáramlása állt (1-17. ábra). A folyamat részben egyedi tényezőkre vezethető vissza: a MOL felvásárlás elleni védekezése és ezzel kapcsolatos saját részvény-felvásárlása következtében a külföldiek jelentős mennyiségben adtak el részvényeket. A külföldiek közvetlentő-

ke-befektetését pedig számottevően csökkentette, hogy a Budapest Airport Zrt. tulajdonosváltása kapcsán megváltozott a cég finanszírozási szerkezete: a korábbi közvetlen tőkén keresztüli finanszírozást adósságtípusú források váltották fel. E két egyedi tétel összességében megközelítőleg a GDP 4 százalékával csökkentette a nem adóssággeneráló tőkebeáramlást.

A külső finanszírozás szerkezetében érzékelhető elmozdulásban ugyanakkor tartósabbnak tekinthető folyamatok is szerepet játszottak: a 2006-ban tapasztalt historikus csúcs után ismét igen magas, régiós viszonylatban pedig kiemelkedő volt a rezidens vállalatok működőtőke-

⁹ Érdemes megemlíteni, hogy az érintett országokban megnövekedett működőtőke-beáramlás részben ingatlanpiaci befektetések formájában valósult meg és hozzájárulhatott az ingatlanpiaci árbuborék kialakulásához.

kivitele. Emellett az elmúlt évek tendenciáinak megfelelően tovább növekedett a hazai intézményi befektetők külföldi részvénybefektetése, amelyet a magánnyugdíjpénztárakra vonatkozó választható portfóliós rendszer bevezetése is ösztönöz.

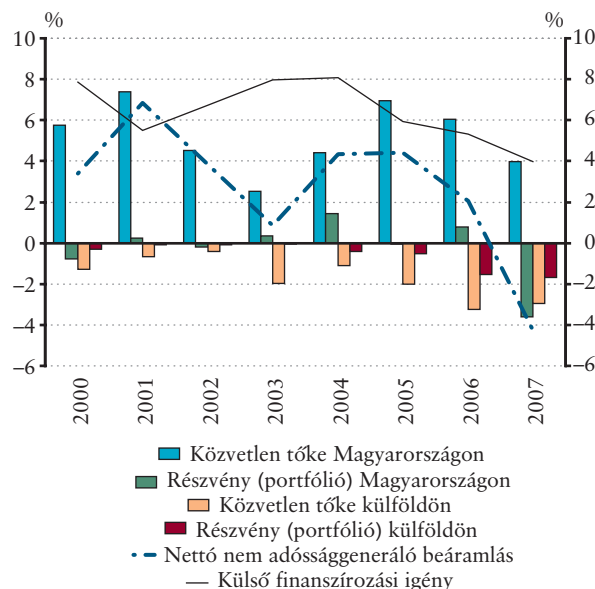
A fenti folyamatok arra utalnak, hogy a külső finanszírozás szerkezete tartósan megváltozhat. A hazai vállalatok külföldre történő közvetlentőke-kivitele és az intézményi befektetők külföldi részvényvásárlása magasabb szinten stabilizálódhat, valamint elképzelhető, hogy a vállalatok finanszírozásában is hangsúlyosabb szerepet kapnak az adósságtípusú források. A nettó nem adóssággeneráló forrásbeáramlás alacsonyabb szintje a csökkenő külső finanszírozási szükséglet következtében összességében a külső adósságdinamika lassulásához vezethet, ugyanakkor késleltetheti a külső adósságráta mérséklődését. Ennek a jelenségnek a befektetői megítélés szempontjából átmenetileg kedvezőtlen hatása lehet, ám a hosszú távú fenntarthatóság szempontjából nem feltétlenül jelent problémát, és bizonyos tekintetben természetesnek is tekinthető.¹⁰

Egyrészt a növekvő tőke kivétel hosszabb távon hozzájárulhat a jövedelemegyenleg hiányának csökkenéséhez és ezzel a teljes gazdaság rendelkezésre álló jövedelmének (GNDI) növekedéséhez. Másrészt a közvetlentőke-beáramlás csökkenése természetes jelenség, hiszen a gazdasági átalakulás előrehaladtával és a privatizációs folyamat lezárultával az ország közvetlen know-how és technológiatranszfer iránti igénye egyre kisebb. Sőt amint ezt már a közelmúltban tapasztaltuk, Magyarország az ilyen jellegű működő tőke kiindulópontjává válhat a még kevésbé fejlett országok irányába (például Ukrajna, Románia, Bulgária). Ennek köszönhetően a gazdaság külső finanszírozási szerkezete is a fejlettebb országokéhoz konvergálhat, ahol általában az adóssággeneráló forrásokkal történő finanszírozás szerepe a meghatározó. Az államháztartás hiányának és ezzel párhuzamosan a teljes nemzetgazdaság külső forrásigényének jelentős csökkenése esetén tehát az

1-17. ábra

A külső finanszírozási igény és a nem adóssággeneráló forrásbeáramlás

(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

adósságjellegű finanszírozás arányának növekedése önmagában nem tekinthető károsnak.

Fenntarthatósági szempontból ugyanakkor kockázatot jelenthet, hogy a gyors adósságbővülést nem kíséri a vállalati beruházások emelkedése. A magas kapacitáskihasználtság mellett a vállalatok tartósan alacsony GDP-arányos beruházási kiadásai hosszabb távon lassabb növekedést valószínűsítene. A növekedés lassulása emeli az adósságdinamikát, valamint kedvezőtlenül hathat az adósságteher-fizető képességre.

1.2.5. FERTŐZÉSI CSATORNÁK

A legfontosabb fertőzési csatornát a kockázati prémium emelkedése jelentheti. Bár egyes országokban az alkalmazkodás jelentős korrekció nélkül is megvalósulhat, a fundamentumok romlása és a gazdaságokban végbemenő szükséges változás sérülékenyebbé teszi a régiót és növeli a fertőzési kockázatokat. A legfontosabb fertőzési csatornát a kockázati prémium lehetséges megemelkedése és a külső finanszírozási források beszűkülése jelentheti.

A régiós bankrendszer növekvő integrációja is új fertőzési csatornákat nyithat. A kockázati prémium mellett fontos kiemelni a különböző országokban működő bankok közös anyabanki kapcsolatait, valamint a magyar bankok leánybankjain keresztül történő fertőzés lehetőségét. A balti országok esetében a külföldi tulajdonosokon belül a skandináv anyabankoknak van meghatározó szerepe és a bankok a külső forrásokat is jellemzően ezekről a piacokról vonják be. Ugyanakkor Románia és Bulgária viszonylatában egyrészt a közös anyabankok és a külső forrásszerzési piacok átfedése

¹⁰ A témáról bővebben lásd a 2008. április 29-én megjelent MNB-szemle tanulmányát.

következtében,¹¹ másrészt a hazai bankok leányain keresztül kitettsége miatt nagyobb egy potenciális sokk áterjedésének kockázata.

1.2.6. MAGYARORSZÁG RÉGIÓS VISZONYLATBAN

A költségvetési kiigazítás hatására az egyensúlytalanság jelentős mértékben csökkent, ugyanakkor a múltban felhalmozott feszültségek, a lassú növekedés, valamint a külső adósság gyors emelkedése következtében a befektetők Magyarországot továbbra is a sérülékenyebb országok közé sorolják. Magyarország fundamentumait tekintve igen összetett képet mutat és nem sorolható be egyetlen régiós országcsoportba sem (1-2. táblázat). A költségvetési intézkedések hatására 2007-ben jelentősen csökkent az államháztartási hiány és számottevően javult a külső egyensúlyi helyzet. A kedvező dinamika ellenére azonban a költségvetési hiány és az államadósság szintje régiós összehasonlításban továbbra is a legmagasabb. A külső finanszírozási igény¹² számottevő, a GDP 1,3 százalékpontját kitevő csökkenése mellett a finanszírozás szerkezete befektetői megítélés szempontjából kedvezőtlen irányba mozdult el. A nem adóssággeneráló források esetében (közvetlen tő-

ke és részvény) nettó kiáramlás volt megfigyelhető, így a külső finanszírozási igény közvetlentől ke-beáramlással nem fedezett része régiós viszonylatban magas szintre emelkedett (1-16. ábra). Ezzel összefüggésben az ország nemzetközi összehasonlításban magas külső adóssága gyors ütemben növekedett. A finanszírozási szerkezet elmozdulása azonban jelentős részben egyedi tételekre vezethető vissza. Így előretekinve, tovább mérséklődő külső finanszírozási igény mellett a külső adósságdinamika a közeljövőben már érdemben lassulhat.

A hitelexpanzióval kapcsolatos kockázatok ugyanakkor mérsékeltebbek, mint a balti országokban, valamint Romániában és Bulgáriában. Befektetői megítélés szempontjából régiós viszonylatban kedvezőnek tekinthető, hogy a magánszektorban nyújtott hitelek bővülése lényegesen lassabb a túlhevültséggel jellemezhető országokban tapasztaltánál.¹³ Ugyanakkor a teljes magánszektor szintjén visszafogottabb hitelexpanzió gyors lakossági és igen visszafogott vállalati eladósodás eredője. A lakossági hitelbővüléssel kapcsolatos kockázatokat jelentős mértékben csökkenti, hogy az ingatlanárak az elmúlt években reálértékben csökkentek, azaz nem növekedett egy ingatlanpiaci buborék kialakulásának valószínűsége.

1-2. táblázat

Régiós fundamentumok összehasonlítása

		Balti országok	Románia és Bulgária	CE-3	Magyarország
Hitelbővülés	Egyensúlyi hitelbővülés	Nem		Igen	Teljes magánszektorban igen, háztartások esetében kockázatok
	FX-hitelek aránya	Magas		Alacsony (kivéve PL)	Magas
	Ingatlanár-növekedés	Gyors		Nincs feszültség	
Egyensúly és adósságdinamika	Infláció	Magas		Alacsony (kivéve CZ)	Középmagas
	Költségvetési hiány	Alacsony		3% közelében	Csökkenő, de legmagasabb
	Külső egyensúlytalanság	Probléma		5 százalék alatti külső finanszírozási igény	
	Nem adósság típusú finanszírozás	Magas	Rendkívül magas	Magas	Alacsony
Növekedés	Adósságdinamika	Gyors	Lassú	Lassú	Gyors
	Növekedés	Rendkívül gyors		Gyors	Tartósan lassabb
	Beruházás	Gyors		Gyors	Lassú
	Reál munkaerőköltség	Gyors emelkedés		Visszafogottabb emelkedés	

Forrás: MNB.

¹¹ A külföldi forrásokra való ráutaltságról bővebben lásd később a Likviditási kockázat fejezetben.

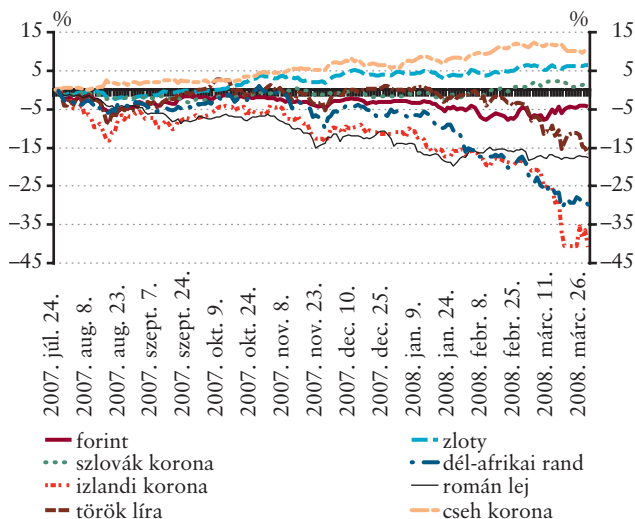
¹² A külső finanszírozási igény a folyó fizetési mérleg és a tőke mérleg egyenlegének összegével egyezik meg.

¹³ A túlzott hitelbővekedés identifikációjáról bővebben lásd az Elemzés a konvergenciafolyamatokról (2008) című kiadványban. http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_konvergenciajelentes&ContentID=10822

1-18. ábra

Egyes feltörekvő piaci devizák euróval szembeni árfolyamának kumulált alakulása

(2007. július 24. = 0)



Forrás: Datastream.

A régióban egyedülálló, tartósan alacsony beruházási hajlandóság strukturális problémákra utalhat. A belső és külső egyensúlyi problémák fokozatos oldódásából eredő pozitív képet árnyalják a gazdaság versenyképességével és a növekedési kilátásokkal kapcsolatos kérdések. A magas kapacitáskihasználtság mellett már huzamosabb ideje lassú beruházásbővülés a gazdaság mélyebb strukturális problémáira utal és a térségben várhatóan tartósan lassabb növekedést

vetít előre. A hosszú távú növekedési problémák pedig veszélyeztethetik a költségvetési kiigazítás tartósságát¹⁴, illetve óvatossabbá tehetik a külföldi befektetőket.

Az emelkedő kockázati felárak azt mutatják, hogy a javuló fundamentumok helyett a magas adósságráták és a növekedési problémák kerülnek a befektetők fókuszába. Összességében az elmúlt másfél évben az egyensúlyi dinamikák egyértelműen kedvező irányba mozdultak el, ami hosszabb távon növeli a magyar gazdaság sokktűrő képességét. Ugyanakkor az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság hatására a befektetők kockázatvállalási hajlandósága jelentős mértékben csökkent. Míg az elmúlt években a nagyon kedvező nemzetközi befektetői környezetben a piacok nem „büntették” a kedvezőtlen magyar gazdasági fundamentumokat, addig a kockázati étvágy csökkenése a javuló külső egyensúly ellenére is az elvárt prémium megugrását okozta. Ebben a környezetben a múltbeli egyensúlyi problémák miatt felhalmozódó magas adósságráták, a külső finanszírozási szerkezet adósságtípusú eszközök irányába történő eltolódása és a növekedési kilátásokkal kapcsolatos kockázatok nagyobb súllyal estek latba. Ez a CDS-felár (1-15. ábra) és a forintárfolyam alakulásában is tükröződik (1-18. ábra). A magyar befektetések nemfizetési kockázatáért cserébe – a befektetők által – elvárt prémiuma az elmúlt hónapokban megközelítette a régió legsérülékenyebb országai esetében jellemző értékeket. A jelenlegi helyzet rávilágít annak fontosságára, hogy a fiskális konszolidáció a kijelölt pályán haladjon és előtérbe kerüljenek azok a strukturális intézkedések, amelyek kedvezőbb feltételeket teremtenek a hosszú távú növekedés tekintetében.

¹⁴ Bővebben lásd *Elemzés a konvergenciafolyamatokról* (2008) című kiadványban.

1.3. Várható hazai makrogazdasági alappálya

A fiskális kiigazítás következtében az ország külső finanszírozási igénye tovább csökken, mérsékelve ezzel a gazdaság sérülékenységét. A gazdaság teljesítménye azonban lassul és a kilátások is kedvezőtlenek. Az exportszektor jövőbeli aktivitását a fejlett világ növekedési kilátásaival kapcsolatos kockázatok negatívan érintik. Ehhez társul a belső kereslet, főként a kiskereskedelem és a beruházás további gyengélkedése. A kedvezőtlen konjunktúrális helyzetre, valamint a költségsokkokra a vállalati szektor reagál 2008-ban. Az alkalmazkodás főként bérben és létszámban történhet meg, mely kedvezőtlenül érintheti a háztartások jövedelmi helyzetét.

2007-ben fokozatosan kedvezőtlenebbé váltak a magyar gazdaság növekedési és inflációs kilátásai. Az előző jelentés makrogazdasági alappályája szerint a 2007-et követő években a fiskális egyensúlyjavító intézkedés egyszeri, elsődleges hatásainak kifutásával a gazdasági növekedés újból dinamizálódik és az infláció markánsan csökken. Az elmúlt egy év tapasztalatai és újonnan beérkező információi e tekintetben némileg módosították az alappályát. A hazai gazdaság tartósan lassabban növekszik, és a jegybank középtávú inflációs célját meghaladó fogyasztóiár-emelkedés várható a teljes előrejelzési horizonton (1-3. táblázat).

A lassulás első jelei már a hazai konjunktúrális folyamatokban is tetten érhetőek, ám mértéke egyelőre moderáltnak tekinthető. A legfrissebb konjunktúrafelmérések szerint a vállalatok konjunktúrális kilátásai egyre bizonytalanabbá válnak. Ennek oka nagyrészt, hogy fokozatosan növekszik az esélye, hogy az amerikai másodrendű jelzőloghitel-piacról kiinduló pénzügyi turbulencia erőteljesen visszavetheti

az Egyesült Államok és azon keresztül az egész világ növekedését. A gazdaság növekedési ütemének lassulása főbb exportpartnereinknél egyelőre nem számottevő, bár az ezzel kapcsolatos kockázatok tovább nőttek. Emellett fontos kiemelni, hogy a magyar gazdaság exportszerkezetében az elmúlt években megfigyelt átrendeződés aktuálisan még a globális lassulás hazai gazdasági hatásait is tompíthatja (1-3. keletes írás).

A külföldi tényezők mellett a belföldi hatások is csak mérsékelt keresletbővülést valószínűsítene a vállalatok számára 2008-ban. A hazai fogyasztás főbb indikátorai (fogyasztási kiadások, kiskereskedelmi értékesítések, lakossági bizalmi indexek) nem tapasztalható érdemi trendváltás. Ez a belföldi kereslet vártnál lassabb és kisebb mértékű felívelését eredményezheti a jövőben. Kockázatot jelent, hogy a korábbi várakozásokkal szemben a költségvetési kiigazítás keresleti hatásai tartósabbak lehetnek.

A növekvő termelési költségek felerősíthetik a lassuló kereslethez történő alkalmazkodást. A keresleti komponensek mellett a vállalatok költségtényezői is jelentősen megváltoztak. Ezt részben a nemzetközi nyersanyagárak jelentős növekedése, részben a kormányzati intézkedések miatt megemelkedő adó- és járulékfizetések, részben pedig a hazai szabályozói környezet (villamos energia) megváltozásából adódó áremelések indokolják. 2008-ban további költségnövelő tényező lehet a szakképzett munkaerő minimálbérének emelése is. A keresleti kilátások romlása, illetve a költségek növekedésének tartóssá válása fokozódó alkalmazkodási kényszert jelenthet a vállalatok számára.

1-3. táblázat

A főbb makrogazdasági mutatókra adott előrejelzésünk a 2008. februári Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány alapján

	Tény		Tény/Becslés	Előrejelzés	
	2005	2006	2007	2008	2009
Fogyasztóiár-index, százalék (éves átlag)	3,6	3,9	8,0	5,9	3,6
Külső kereslet növekedése, százalék (GDP-alapon)	2,1	3,9	3,5	2,5	2,5
GDP-növekedés, százalék	4,1 (4,3)*	3,9 (4,0)*	1,3	2,0	3,0
Külső finanszírozási igény – Folyó fizetésimérleg-statisztika (a GDP százalékában)**	6,0	5,7	↓	↓	↓

Megjegyzés: * Zárójelben a munkanaphatással korrigált adatok szerepelnek. ** A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-től kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet.

↓ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2007. novemberi Jelentés az infláció alakulásáról című kiadványhoz képest alacsonyabb előrejelzés irányába mutat.

Forrás: MNB.

A lassabb dezinfláció és a munkaerő-piaci alkalmazkodás különösen az alacsony jövedelmű társadalmi rétegek jövedelmi helyzetét érintheti érzékenyen. A vállalati alkalmazkodás alapvetően két fő csatornán keresztül érinti a lakosságot. Egyrészt a vállalati ár- és nominálbér-alkalmazkodás – tartósan magasabb infláció és lassabban emelkedő nominálbérek – következtében az alkalmazottak reálbére tartósan alacsonyabb ütemben emelkedhet. Ez várhatóan aszimmetrikusan befolyásolhatja a lakosság eltérő jövedelmi kategóriába eső rétegeit, és a legérzékenyebben az alacsonyabb jövedelemszintűeket érintheti. Másrészt – a romló vállalati profitabilitás következtében – a vállalatok feltételezhetően létszám-alkalmazkodásra kényszerülnek, s így csökkenhet a nemzetgazdasági foglalkoztatottság. Az alappálya mentén a foglalkoztatottság csökkenése várható 2008-ban mind a verseny-, mind az állami szféra esetében. A nemzetgazdasági foglalkoztatottság csökkenése felerősítheti a reáljövedelmeknél említett aszimmetrikus hatást, hiszen a leépítések jobban sújtják a kevésbé képzett, alacsonyabb jövedelmű rétegeket, mivel dekonjunkció idején a létszám-alkalmazkodást a képzetlenebb munkaerő elbocsátásával kezdik meg a cégek.

Az elmúlt években megfigyelhető vállalati beruházások elmaradása, illetve a romló munkapiaci feltételek nemcsak a rövid távú növekedési kilátásokat, hanem a gazdaság potenciális növekedését is negatívan befolyásolhatja. A nagyobb munkanélküliség és a reálbérek visszafogott növekedése korlátozza a lakossági fogyasztás felívelését 2008-ban. A magánszféra kedvezőtlen kilátásai pedig ronthatják a középtávú beruházási kilátásokat. Emellett a ha-

zai fogyasztási és beruházási keresletet negatívan érintheti a hitelköltségek emelkedése is. Az említett hatások összességében a belső kereslet lassabb bővülését valószínűsítik, ami mellett a külső kereslet visszafogottabb növekedése az exportsektor középtávú kilátásait is rontja. Összességében a gazdasági növekedés az elmúlt évi mélypontot követően várhatóan csak lassú ütemben élénkülhet 2008-ban. Eközben a vállalati beruházások több éve megfigyelhető alacsony bővülése, illetve a foglalkoztatottak létszámának stagnálás közeli helyzete a magyar gazdaság hosszabb távú növekedési képességét is negatívan érinti.

A magyar gazdaság külső finanszírozási igénye teljes előrejelzési horizontunkon fokozatosan tovább mérséklődhet. A külső egyensúlytalanság 2007-ben várakozásunkat meghaladó mértékben csökkent. A külső finanszírozási igény számottevő mérséklődése elsősorban az államháztartás hiányának meredek csökkenéséhez, és a részben ezzel összefüggésben álló alacsony belföldi felhasználáshoz köthető. Ezen folyamatok egy része tartós, így a 2009-ig terjedő időszakban a GDP-arányos külső egyensúlyi pozíció tovább javulhat. A hosszú távú fenntarthatóság tekintetében ugyanakkor a potenciális növekedés lassulásával kapcsolatos kockázatot jelenthet, hogy a külső egyensúly javulása továbbra is mérsékelt beruházási dinamika, így a vállalatok finanszírozási igényének érdemi növekedése nélkül következhet be, ami a gazdaság jövedelemtermelő képességének romlásához vezethet. Így annak ellenére, hogy a nemzetgazdaság külső adósságának növekedése csak 2009-ben állhat meg, a fenntarthatósági problémák hosszabb távon ismét előtérbe kerülhetnek.¹⁵

1-3. keretes írás: Magyarország exportszerkezetének változása

Magyarország kis, nyitott gazdaság, melynek növekedési kilátásait a nemzetközi konjunkció alakulása nagymértékben befolyásolja. Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság hatásának megítélésénél fontos megvizsgálni Magyarország exportszerkezetét.

Számos jele van annak, hogy az Egyesült Államokban megkezdődött a gazdasági növekedés erőteljes lassulása, és ez már Európában is érezhető hatását, ugyanis 2007 negyedik negyedévében az euroövezet legtöbb tagállamában a GDP növekedési üteme mérséklődött. A lassulást az euroövezeti és német ipari termelési adatok mérséklődő dinamikája is alátámasztja. A konjunkturális folyamatokat jól előrejelző euroövezeti Business Climate Indicator és a német IFO-indexek 2007 közepe óta fokozatosan romlottak és az utóbbi hónapokban sem mutattak érdemi javulást.

Az amerikai és az európai gazdaság lassulása az elmúlt év utolsó harmadában tehát minden bizonnyal megkezdődött. Ugyanakkor az

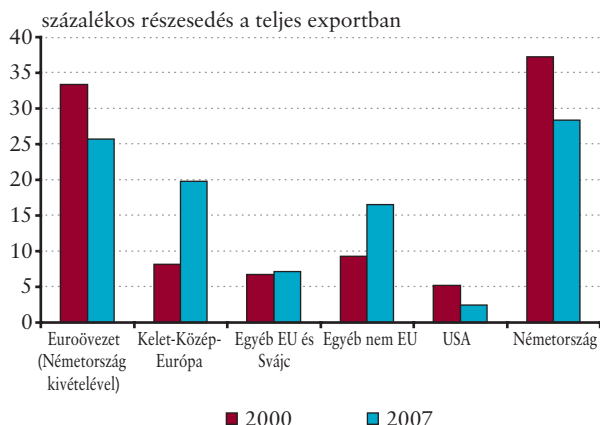
amerikai gazdaság lassulásának mértéke és annak tovagyűrűző hatásai egyértelműen még nem megítélhetőek. A nemzetközi konjunkcióra lassulása miatt a magyar exporttermékek és szolgáltatások iránt megnyilvánuló kereslet gyengülhet. A magyar exportszerkezet elmúlt időszakban bekövetkezett markáns megváltozása azonban tomphatja az amerikai piacról kiinduló globális lassulás hazai gazdasági hatásait.

A magyar gazdaság erőteljesen integrálódott az Európai Unióba, áruexportunk (a továbbiakban export alatt áruexportot értünk) mintegy 80 százaléka az unió tagországaival bonyolódik (1-19. ábra). Ezen belül Németország képviseli a legnagyobb súlyt, a magyar export mintegy 30 százaléka irányul Németországba. Ez eredményezhette, hogy a magyar ipari termelés lassulása időben megelőzte a német ipari termelés, illetve GDP-növekedési ütemek mérséklődését, mivel hazánk elsősorban beszállítója a német gazdaságnak.

¹⁵ Bővebben lásd a Kockázati pálya fejezetben.

1-19. ábra

Magyarország áruexportszerkezete országbontásban

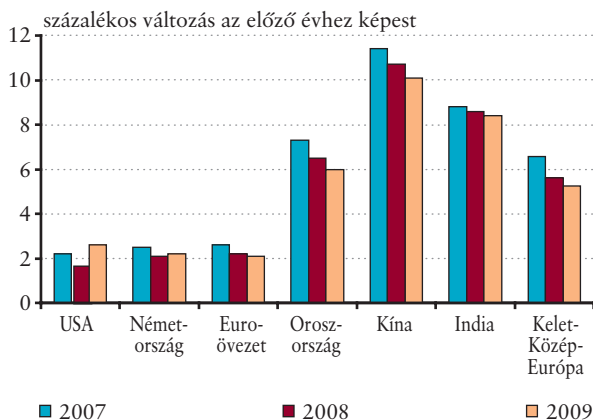


Forrás: KSH külkereskedelmi termékforgalmi statisztika.

Ugyanakkor az elmúlt években fokozatosan csökkent Németország, az USA és az euroövezet részaránya a magyar exportban és előtérbe kerültek Kelet-Közép-Európa és Ázsia fejlődő, felzárkózó gazdaságai. Oroszország és Kína jelentősége nagymértékben nőtt, de a szomszédos országokba irányuló export is számottevően emelkedett. Az ezen ország-csoportokba irányuló exportunkat az elmúlt években régiós összehasonlításban is kiemelkedő mértékben növeltük. Mivel a felzárkózó országok növekedése várhatóan a jövőben is jóval meghaladja a fejlett országok növekedését, potenciálisan erőteljesen bővülő keresletet támaszthatnak a magyar export iránt (1-20. ábra).

1-20. ábra

Főbb exportpartnereink GDP-növekedésének prognózisa



Megjegyzés: Az USA, Németország, az eurozóna és Kelet-Közép-Európa adatainak forrása az Eurostat. Oroszország, Kína és India adatainak forrása az OECD 2007. decemberi Economic Outlookja. Kelet-Közép-Európa GDP-növekedése Csehország, Lengyelország és Szlovákia gazdasági növekedési ütemeinek a folyó áras GDP-vel vett súlyozott átlaga.

Összességében elmondható, hogy az amerikai és európai gazdaság lassulását némileg ellensúlyozhatja Ázsia és Kelet-Közép-Európa továbbra is dinamikus bővülése, melynek eredményeképpen az Egyesült Államokból kiinduló lassulás a fejlett országokhoz képest hazánkat kisebb mértékben érintené.

1.4. Kockázati pálya¹⁶

Releváns kockázati pálya definiálása azért fontos, hogy stressz-tesztek segítségével mérjük a pénzügyi rendszer sokk-ellenálló-képességét.¹⁷ A makrogazdasági és pénzügyi környezet megváltozása a pénzügyi rendszerre nézve akkor veszélyes, ha a pénzügyi rendszer ügyfeleit tartós negatív jövedelemsokkok érik, hiteltörlesztéseik jelentősen megnövekednek, hitelkeresletük pedig jelentősen visszaesik. A fenti szempontok – összekapcsolva a pénzügyi rendszer aktuális működési környezetéből eredő kockázatokkal – megjelennek a kockázati forgatókönyvekben. A külső kockázatok az amerikai másodrendű jelzáloghitel-válsággal kapcsolatosak, míg a belső eredetű problémák a tartós lassuláshoz kötődnek. A kockázatok együttes bekövetkezése súlyos növekedési áldozattal jár.¹⁸

1.4.1. KÜLSŐ EREDETŰ KOCKÁZATOK

A globális lassulás az exportkereslet jelentős visszaesésével járhat. A külső eredetű kockázatok többféle csatornán keresztül érintik a kis és nyitott magyar gazdaságot. Kockázatot hordozhat az, hogy a házárok esése¹⁹ és a tőkeköltségek emelkedése²⁰ miatt a világ gazdaság növekedési üteme csökkenhet. Hazai szempontból ez a termékeink iránti exportkereslet (ezzel együtt a termelés és a GDP) számottevő visszaesésének veszélyét rejt magában. A globális lassulás negatív hatását némiképp enyhíti azonban, hogy a világpiaci kereslet összehúzódásával csökkenhetnek a világpiaci árak (így a magyar importárak is).

Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-válság hatására emelkedhet a hazai eszközök kockázati prémiuma. A globális kockázati étvágy csökkenése a hazai eszközök kockázati prémiumát megemelheti. Ez elsősorban a forint árfolyamának gyengüléshez vezethet, ami monetáris reakciót (kamatemelést) válthat ki. Ráadásul a leértékelődés hatására növekednek a termelési költségek (az importált termelési tényezők drágulása miatt), ami a kibocsátást visszafogja, az inflációt pedig emeli.

Nehezebbé válhat a hitelhez jutás, emelkedhetnek a tőkeköltségek. A hazai gazdasági szereplők rendelkezésére álló hitellehetőségek beszűkülnek. Ez tovább rontja a növeke-

dési kilátásokat: a beruházási aktivitás visszafogásán keresztül rövid távon keresleti oldalról csökkenti a gazdasági teljesítményt, míg hosszú távon a kieső tőkefelhalmozás a termelés tartós visszaeséséhez vezethet (a módszertanról lásd a 1-4. keletes írás).

1.4.2. BELSŐ EREDETŰ KOCKÁZATOK²¹

Kockázatot jelent, ha a gazdasági növekedés a kiigazítás után nem tér vissza az eredeti pályájára. A tartósan alacsonyabb növekedési pálya három tényező eredőjeként alakulhat ki. Egyrészt a már 2001 óta megfigyelhető kedvezőtlen munkaerő-piaci folyamatok, az ösztönzők hiánya és az adóterhelés növelése nem segíti az aktivitás és a foglalkoztatottság emelkedését. Másrészt a nehezen kiszámítható adó-környezet és a versenyképesség csökkenése miatt 2003–2004 óta csak visszafogott növekedést mutat a vállalati beruházás. Végül a termelékenység növekedési ütemének gazdasági növekedéshez való alacsonyabb hozzájárulása ugyancsak fékezheti a reálkonvergencia folyamatát, főként a nem versenyző szektorokban. A kedvezőtlen kilátásokat jól mutatja, hogy az üzleti szféra és a lakossági várakozásai szerint a gazdaság szereplői egyre lassabb fellendülésre számítanak. Emellett a régióban, sőt az EU régi tagországaival összehasonlítva alacsonyabb növekedést mutat a hazai gazdaság.

A GDP és a legfontosabb belső felhasználási tételek (fogyasztás, beruházás) tartósan és számottevően csökkenhetnek. A belső eredetű veszélyeket megjelenítő kockázati tényezők a termelés tartós és jelentős csökkenését valószínűsítik. Mivel a lassulás tartós lehet, minden olyan felhasználási tétel azonnali és erőteljesen csökkenésére számítani kell, amely a gazdasági szereplők várakozásait tükrözi (fogyasztás, beruházás). A fogyasztás a hosszú távon kedvezőtlen jövedelmi kilátásokra jelentős eséssel reagálhat. Hasonlóképpen, a jövedelmezőség permanens visszaesése hosszú távon is jóval alacsonyabb beruházási keresletet jelenthet. Mindkét tényező a hitelkereslet számottevő csökkenését okozná. A kevésbé hatékonyan működő termelőszektor a hazai árak emelkedéséhez (így az alappályához képest magasabb inflációhoz) és az árfolyam gyengüléséhez is vezetne.

¹⁶ A 2007. novemberi *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadvány és annak 2008. februári frissítése az alappálya mellett számos kockázati forgatókönyv reálgazdasági és inflációs folyamatokra gyakorolt hatását vizsgálja. A *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* című kiadványban ezek közül azokat a pályákat elemezzük részletesen, amelyek – bár bekövetkezésük valószínűsége adott esetben alacsony – pénzügyi stabilitási szempontból nagy hatással járhatnak.

¹⁷ A makrogazdasági kockázatok bankrendszerre gyakorolt hatását bővebben lásd a Stresszteszt című fejezetben.

¹⁸ Az itt bemutatott veszélyek az alappálya mentén bekövetkező kockázatokot jelenítenek meg, így az elemzett hatások az alappályához képest halmozottan jelentkezhetnek.

¹⁹ A háztartások fogyasztására jelentős negatív hatást gyakorol a házárok csökkenése.

²⁰ A tőkeköltség emelkedése miatt jelentősen megdrágul a vállalatok finanszírozása.

²¹ A témáról bővebben lásd az *Elemzés a konvergenciafolyamatokról* (2008) című kiadványt.

1.4.3. A KÜLSŐ ÉS BELSŐ KOCKÁZATOK EGYÜTTES HATÁSA

A kockázatok együttes bekövetkezése súlyos növekedési következménnyel járhat. A külső és belső eredetű kockázatok eredőjeként előálló pálya mentén a gazdasági növekedésre gyakorolt sokféle háttérű negatív hatások összeadódnak, és az alappályához képest igen markáns visszaeséshez vezethetnek. A felhasználási tételek közül a beruházás csökkenése lehet a

legerősebb, de (elsősorban a hazai potenciális jövedelem tartós visszaesése miatt) a fogyasztás is markánsan alacsonyabb. A külső egyensúly romlását az import visszaesése mérsékelheti. A külső és belső eredetű kockázatok inflációra gyakorolt hatása közel semleges. Az árfolyam elsősorban a magasabb kockázati prémium hatására gyengül. A jövedelmek csökkenése a viszonylag enyhe létszámbeli és erős reálbércsökkenés eredőjeként áll elő: hatása a rövid távon rugalmatlan bérek miatt elsősorban a második évtől számottevő.

1-4. keretes írás: A kockázati pálya módszertani leírása

A kockázatok szimulálását a magyar gazdaság ciklikus tulajdonságainak megjelenítését szolgáló Puskas-modellben végeztük el.²² A kockázatok a gazdaságot érő különböző kedvezőtlen sokkok jelenítik meg, és a kockázati pálya ezek modellbeli hatásait tükrözi. A következő sokkokkal számoltunk:

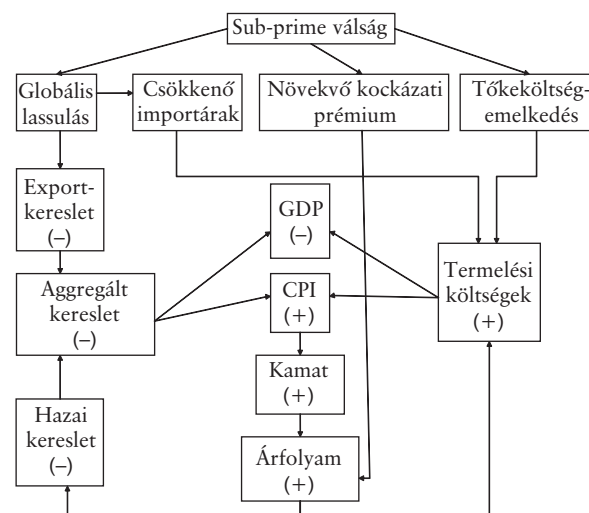
- 20 százalékos lakásárcsökkenés az USA-ban, az Egyesült Királyságban, Franciaországban, Spanyolországban, Hollandiában és Írországban;
- 2 százalékpontos tőke költség-emelkedés az USA-ban, az Egyesült Királyságban, Franciaországban, Németországban, Hollandiában és Olaszországban;
- 200 bázispontos emelkedés a magyar kockázati prémiumban;
- 1 százalékos termelékenységsökkenés Magyarországon;
- 20 százalékos részvényárcsökkenés Magyarországon.

A sokkokat két csoportba oszthatjuk: az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válságra visszavezethető, külső eredetű sokkokra (1-21. ábra) és a termelékenység tartós lassulását megjelenítő, hazai eredetű sokkokra (1-22. ábra). Feltevéseink szerint a magyar gazdaságot az amerikai másodrendű jelzáloghitel-válsággal kapcsolatos fejlemények a következőképpen érintik:

- a hazai termékek iránti külső kereslet csökken;
- a hazai importárak csökkennek;
- a hazai eszközök kockázati prémiuma emelkedik;
- a hazai hitelkamatok emelkednek.

1-21. ábra

Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-válsággal összefüggő sokkok főbb működési mechanizmusai a modellben²³



A globális lassulással összefüggő kockázatok (azaz a külső kereslet és a világpiaci árak csökkenésének mértékét) a NIGEM-modellből kapott szimulációk alapján számítottuk ki. Eszerint az exportkereslet 1,2 százalékkal alacsonyabb, mint az alappálya mentén, míg az importárak 0,2 százalékkal alacsonyabbak. A piaci turbulenciával összefüggő további kockázati tényezőket (amelyek elsősorban a globális kockázati étvág csökkenésével és a hitelfeltételek szigorodásával kapcsolatosak) úgy jelenítettük meg, hogy a forintalapú vállalati kamatok 2 százalékponttal emelkednek az alappályához képest.

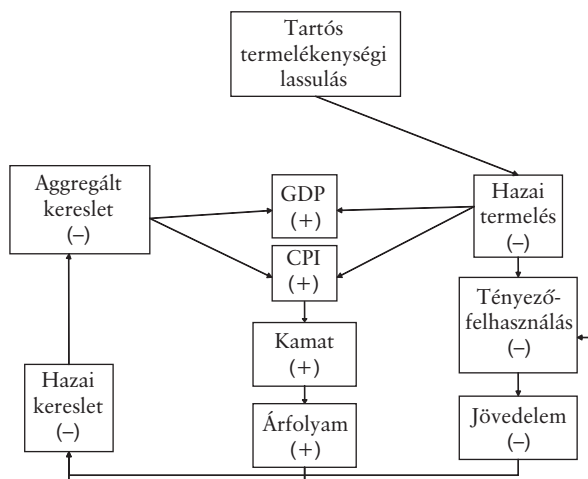
Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-válság által kiváltott, külső eredetű sokkok összesített hatására a magyar GDP a következő két évben

²² A modell leírását I. Jakab M. Zotán–Világi Balázs (2007): An Estimated DSGE Model of Hungarian Economy, Magyar Közgazdaságtudományi Egyesület Konferenciája, Budapest, 2007. december, <http://www.mktudegy.hu/?q=konferencia/program2007>.

²³ A modellben szinte minden változó mindegyik másikkal összefügg. A fenti ábrában azonban – a szemléltetés megkönnyítése miatt – csak a legfontosabb hatásokat szerepeltettük. A zárójelben szereplő előjelek a sokféle, gyakran ellentétes irányba húzó hatások eredőjét (növekedés: +, csökkenés: -) mutatják.

1-22. ábra

A tartós termelékenységi lassulás főbb működési mechanizmusai a modellben



1,1 százalékkal lehet alacsonyabb az alappályához képest. A háttérben leginkább az exportteljesítmény külső kereslet miatti visszaesése áll. A kockázati prémium megugrása leértékelődéshez vezet. Az inflációban ellentétes hatások érvényesülnek: a hatások eredőjeként az infláció enyhén csökken.

A hazai termelékenység lassulását a szimulációk során úgy jelenítjük meg, hogy a hazai termelés hatékonysága tartósan csökken a modellben. Ez visszaveti a magyar gazdaság hosszú távú (potenciális) növekedését. A modellel végzett szimulációk során úgy kalkuláltunk, hogy a termelékenység tartósan 1 százalékkal alacsonyabb, mint az alappálya mentén. A hazai lassulás miatt a GDP közel 2 százalékkal lesz alacsonyabb az elkövetkezendő két évben, ami elsősorban a fogyasztás és a beruházás jelentős visszaesésére vezethető vissza (1-4. táblázat).

1-4. táblázat

A kockázati pálya mentén a legfontosabb változók szintbeli eltérése az alappályához képest

Százalék	Amerikai „sub-prime” válság				Termelékenységi lassulás		Összesen	
	Világpiaci lassulás		Tőkeköltség-emelkedés					
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Infláció	−0,2	−0,4	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1	−0,3
Árfolyam (+, leértékelődés)	−1,8	−1,9	4,1	3,5	0,2	0,5	2,5	2,0
GDP	−0,8	−0,8	−0,3	−0,3	−1,7	−2,1	−2,8	−3,2
Külföldi hitelkamat							1,0	1,0

Megjegyzés: A táblázatban szereplő értékek az alappálya adott időszaki szintjétől vett százalékos eltérést mutatják (a kamat és az infláció esetében pedig a százalékpontos eltérést). A tőkeköltség-sokk két sokk együttese: a tőkeköltség és forint kamatprémiumának együttes emelkedése. A külföldi hitelkamat a magyar gazdasági szereplők külső finanszírozási költségét mutatja.

Forrás: MNB.

2. A pénzügyi intézményrendszer stabilitása

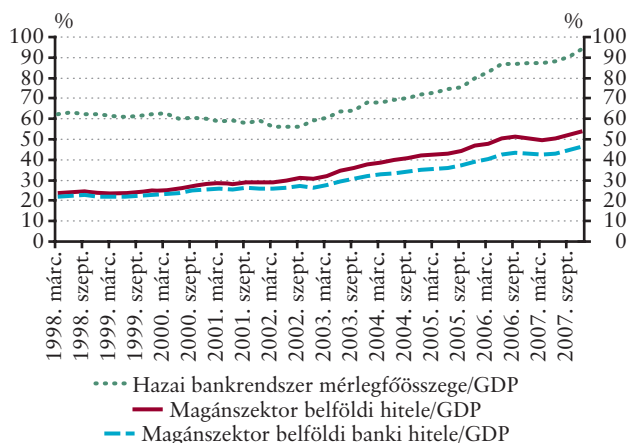




A hazai pénzügyi közvetítőrendszer mélyülése a 2006. év végi és 2007. év eleji lassulást követően a vállalati hitelezés újbóli felfutása és a továbbra is erős háztartási hitelfelvétel miatt újra felgyorsult. A mérlegfőösszeg GDP-hez viszonyított aránya már megközelítette a 100 százalékot (2-1. ábra).

2-1. ábra

A pénzügyi rendszer mélységének mutatói



Forrás: MNB.

A hazai pénzügyi rendszerek stabilitása komoly erőpróbának néz elébe. Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság jelentős negatív hatást gyakorol a befektetők kocká-

zati étvágára, a világgazdaságra és ezeken keresztül az európai bankrendszer likviditási és szolvenciahelyzetére. Mivel Magyarország pénzügyi szektora (tulajdonosi, finanszírozási és befektetési tekintetben) és külkereskedelme szoros kapcsolatban van az Európai Unióval, ezért a hazai pénzügyi intézmények sem tudják a kedvezőtlen nemzetközi folyamatok alól kivonni magukat. Az előbbieken említett kockázati tényezőket erősíti a kelet-európai régió egyes országainak növekvő sérülékenysége és a hazai növekedés tartós lassulásának veszélye.

A kedvezőtlennek váló működési környezetben a fő kockázatot²⁴ az jelenti, hogy a kockázati étvág jelentős csökkenése miatt a bankrendszer eszköz- és forrásoldali likviditása tartósan beszűkülhet. Emellett ugyancsak kedvezőtlen, hogy a lassú hazai gazdasági növekedés következtében csökkenhet a vállalatok hitelfelvétele és romolhat a magánszektor, elsősorban a háztartási portfólió minősége. Ez utóbbi folyamatot erősítheti, hogy a növekvő háztartási eladósodottság mellett élesedik a kockázatalapú hitelverseny.

A kockázatokat mérsékli ugyanakkor, hogy a hazai pénzügyi rendszer erős tulajdonosi bázissal rendelkezik, tőkehelyzete kiegyensúlyozott, jövedelemtermelő képessége fokozatosan mérséklődik, de továbbra is kielégítő. A kockázati pályával összhangban lévő stresszteszt is azt mutatja, hogy a működési környezetből eredő lehetséges sokkok hatásait a pénzügyi rendszer nagyobb zavarok nélkül képes elnyelni.

²⁴ A kockázati tényezők azonosítása során nagyban támaszkodtunk az MNB 2008. márciusi hitelezési felmérésére, a piaci szereplőkkel folytatott „Market Intelligence” találkozókra és a kidolgozásra kerülő makroprudenciális indikátorokra. A 2008 februárjában a „Market Intelligence” keretében az MNB bilaterálisan találkozott több piaci szereplővel és megvitatta az aktuális pénzügyi stabilitási kockázatokat. A makroprudenciális indikátorokat bővebben lásd a Mellékletben.

2.1. A bankrendszer kockázatai²⁵

2.1.1. LIKVIDITÁSI KOCKÁZAT

A hazai pénzpiacok likviditásának bővülése az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság negatív hatásai és a hazai állampapír-piaci zavarok következtében nem folytatódik. A likviditási feszültség elsősorban az ár jellegű tényezőkben, és kevésbé a volumenekben mutatkozik meg. A pénzügyi intézmények működése, illetve eszközoldali likviditása szempontjából a releváns pénzpiacok, főként az állampapírpiacon a likviditásának jelentős ingadozása kedvezőtlen fejlemény.

A magyar bankrendszer forrásoldali likviditási kockázata számottevően növekszik a dinamikus hitelezés hatására romló hitel-betét arány és az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság miatt kifeszülő nemzetközi piaci likviditás következtében. A bankrendszer a külföldi finanszírozási forrásokhoz egyre kedvezőtlenebb lejáratú szerkezetben és drágábban jut hozzá, ami növeli a megújítási kockázatot és negatívan hat a jövődelmezőségre.

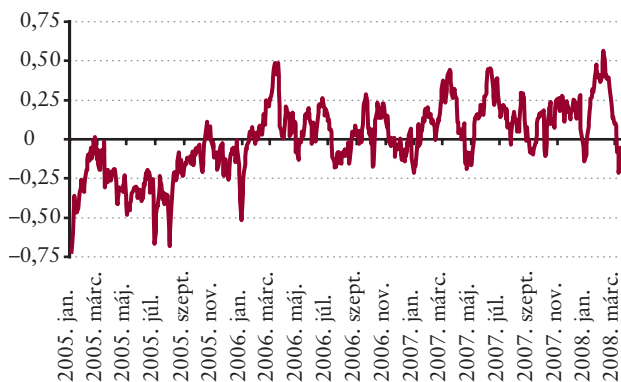
Piaci likviditás

Nem folytatódik a hazai pénzügyi piacok likviditásának töretlen emelkedése. 2005 közepétől 2006 második negyedévéig az aggregált likviditási mutató²⁶ egyértelműen növekvő trendet követett (2-2. ábra). Ebben az időszakban egyrészt a globálisan megfigyelhető magas kockázatvállalási hajlandóság és likviditáshűség, illetve ehhez kapcsolódóan a külföldi befektetők, hedge fundok fokozódó aktivitása, másrészt a hazai intézményi befektetők által kezelt vagyon folyamatos növekedése, valamint a magyar hitelintézetek és vállalatok növekvő pénzpiaci aktivitása biztosította a hazai pénzügyi piacok likviditásának emelkedését. Ezt a növekedést elsősorban a bid-ask szpredek szűkülésében, valamint az átlagos ügyletméretetek emelkedésében lehetett tetten érni, vagyis a piacok feszesebbé és mélyebbé is váltak egyszerre. 2006 második negyedévéitől kezdve a likviditási index általában a hosszú távú átlaga fölött ingadozott, azonban többször is a piaci likviditás hirtelen csökkenéséről tanúskodik.

2-2. ábra

Aggregált likviditási mutató

(exponenciális mozgóátlag)



Megjegyzés: Az aggregált likviditási mutató emelkedése a pénzügyi piacok likviditásának növekedésére utal.

Forrás: MNB, KELER, Reuters, DrKW.

A másodrendű jelzáloghitel-piaci válsághoz kapcsolódó piaci periódusokban többször is hirtelen, de eltérő mértékben csökkent a likviditás. Mind a Bank of England, mind az Európai Központi Bank likviditási indexe korábban nem látott mértékű és gyorsaságú csökkenést mutatott 2007 augusztusában, miközben az MNB likviditási mutatójának visszaesése ugyanebben az időpontban nem nevezhető kiugrónak az index korábbi ingadozásaihoz képest.²⁷ A 2008. március eleji hazai és nemzetközi államkötvény-piaci likviditási problémák időszakában azonban már rövid idő alatt jelentős mértékben csökkent a hazai likviditási mutató értéke, ennek ellenére a piaci likviditás ekkor sem esett vissza a historikus minimumot jelentő 2005 közepi szintjére. Ez annak köszönhető, hogy 2008. február végén a pénzügyi piacok likviditása historikus csúcson állt.

A turbulens időszakok közös jellemzője, hogy a magyar pénzügyi piacok likviditásának visszaesése elsősorban a feszeségben (a kereskedés költségeinek

²⁵ A bankrendszer Eximbank MFB és KELER nélkül értendő.

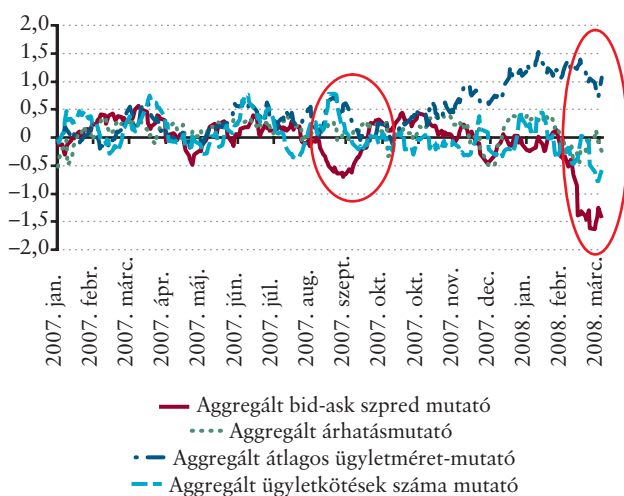
²⁶ A hazai pénzügyi piacok likviditásának alakulása egy aggregált likviditási index segítségével mérhető. A likviditási index a pénzügyi intézmények működése szempontjából a négy legfontosabb hazai pénzügyi piacra vonatkozik (forint/euro spot devizapiac, forint/dollár FX-swappiac, a magyar államkötvények másodpiaca, bankközi fedezetlen pénzpiac). Az index a likviditás különböző dimenzióit megragadó négy mutató normált napi idősorainak aggregálásával (súlyozatlan átlagolásával) áll elő. A pénzügyi piacok feszeségét a legjobb vételi és eladási árfolyam közötti különbséggel (bid-ask szpred), a piaci mélységet és rugalmasságot pedig az árhatásmutatóval (árváltozás/forgalom), az átlagos ügyletmérettel és az ügyletkötések számával ragadjuk meg. Mivel normált idősorok aggregálásával áll elő, a likviditási mutatóknak nincs mértékegysége, átlagos értéke a vizsgált periódusban nulla, emelkedése pedig a piaci likviditás növekedésére utal. A témáról bővebben lásd a 2008. április 29-én megjelent MNB-szemle tanulmányát.

²⁷ Bővebben lásd erről Bank of England (2007): Financial Stability Report, October 2007, és a European Central Bank (2007): Financial Stability Review, December 2007.

2-3. ábra

Aggregált likviditási részindexek

(exponenciális mozgóátlagok)



Megjegyzés: Az aggregált likviditási mutatóhoz hasonlóan, a likviditási részindexek emelkedése a likviditás adott dimenziójának növekedésére utal.

Forrás: MNB, KELER, Reuters, DrKW.

emelkedésében) jelentkezett, miközben a piac mélysége nem csökkent jelentős mértékben. A likviditási részindexek idősorai alapján a likviditás 2007. augusztus–szeptemberi,

és 2008. március eleji visszaesésének közös vonása, hogy a bid-ask szpred mutató mindkét esetben historikusan alacsony szintre süllyedt (2-3. ábra). Ez a magyar pénzügyi piacokon jellemző bid-ask szpredek jelentős tágulására, vagyis a piaci feszesség kedvezőtlenebbé válására utal. 2007. augusztus–szeptemberben a feszesség romlását azonban ellensúlyozta a piac mélyülése, hiszen ebben az időszakban mind az átlagos ügyletméret, mind az ügyletkötések száma emelkedett. 2008. március elején a feszesség mellett már az ügyletkötések száma is kedvezőtlen irányba változott. A historikusan magas szinten stabilizálódó átlagos ügyletméret következtében azonban a hazai pénzügyi piacok forgalma ekkor sem csökkent számottevően.

A 2008. márciusi államkötvény-piaci likviditási problémák idején a piaci feszesség romlása több piaci szegmensben is megfigyelhető volt. Az aggregált likviditási mutató trendszerű emelkedése 2008. március elején tört meg újra. Ekkor az államkötvény-piaci likviditási problémák hatása elsősorban a bid-ask szpredek korábban nem tapasztalt mértékű tágulásában, valamint az árhátsámutató és az ügyletkötések számának csökkenésében jelentkezett (2-1. keretes írás). Ugyan kisebb mértékben, de ez a folyamat az általános piaci hangulat, valamint a piaci szereplők várakozása és összetett pozíciói következtében az államkötvénypiac mellett a többi fontos hazai pénzügyi piacon is megjelent.

2-1. keretes írás: Likviditási problémák az államkötvénypiacon 2008. március elején

A forint államkötvény- és kamatswappiac működése

A magyar államkötvénypiac és a forint kamatswappiac erősen szegmentált²⁸. A forintban denominált magyar államkötvények másodpíacán az elsődleges állampapír-forgalmazók a fő árjegyzők; ők azok a piaci szereplők, akik az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) által szervezett állampapír-aukciókon részt vehetnek vételi ajánlataikkal. Az újonnan kibocsátott államkötvények tehát először mindig hozzájuk kerülnek, és a többi piaci szereplő (például a hazai és külföldi intézményi befektetők) rajtuk keresztül tud magyar államkötvényeket vásárolni. A kamatswappiacon ezzel szemben egyértelműen londoni befektetési bankok töltik be az árjegyző szerepét, és ők bonyolítják a forint kamatswapforgalom döntő részét. A magyar állampapírok elsődleges forgalmazói között jelenleg nem található külföldi bank (a potenciális külföldi piaci szereplők többsége nehezen teljesíthetőnek találja az ehhez szükséges, nemzetközi összehasonlításban szigorú belépési feltételeket), aminek következtében a forint államkötvény- és kamatswappiac közötti kapcsolat viszonylag gyenge, hiszen a fej-

lett pénzügyi piacokkal szemben a két piac eltérő árjegyzői körrel rendelkezik.

A hazai államkötvény- és kamatswap-piaci események március elején

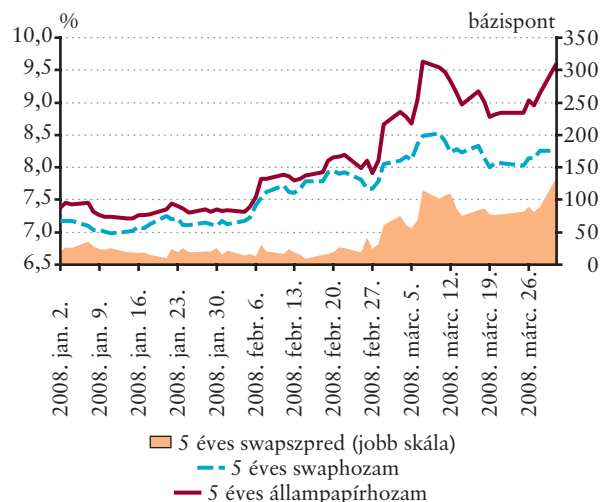
2008. február utolsó napján és március első hetében az államkötvény-piaci hozamok jelentősen emelkedtek, valamint az államkötvény- és a kamatswaphozamok különbözete (a swapszpred) szokatlan mértékben nőtt (2-4. ábra). Az előzmények között megemlítendő, hogy 2007 elejétől kezdődően a swaphozamok jellemzően meghaladták az államkötvényhozamokat (negatív swapszpred), azonban 2007. szeptember végén–október elején ez a reláció megváltozott, és 2008. januárjában az államkötvényhozamok már 20–30 bázisponttal magasabbak voltak a swaphozamoknál. A swapszpred 20–30 bázispontos nagysága önmagában nem biztosít arbitrázslehetőséget, hiszen a két piac közötti gyenge kapcsolat, a tranzakciós költségek és a mindkét piacon egyaránt aktív szereplők szűk köre következtében nem feltétlenül létezik olyan mechanizmus, ami automatikusan szűkebb szintre szorítaná a swapszpredet.

²⁸ Az államkötvény- és kamatswappiac működéséről és kapcsolatáról bővebben lásd Csávás Csaba–Kóczán Gergely–Varga Lóránt: (2006): A főbb hazai pénzügyi piacok meghatározó szereplői és jellemző kereskedési stratégiái, MNB-tanulmányok 54. http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_mnbtanulmanyok&ContentID=8765 és Csávás Csaba–Varga Lóránt–Balogh Csaba (2007): A forint kamatswappiac jellemzői és a swapszpredek mozgatórugói, MNB-tanulmányok 64. http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_mnbtanulmanyok&ContentID=10028.

2-4. ábra

A swapszpred alakulása 2007 elejétől

(államkötvényhozam – swaphozam)



Forrás: Reuters, ÁKK, MNB.

Március elején a kötvényhozamok és a swapszpredek napon belüli alakulása kiugró volatilitást mutatott minden lejáraton. Ebben az időszakban az elsődleges állampapír-forgalmazók több kereskedési napon keresztül az államkötvények iránti vételi érdeklődés teljes hiányát tapasztalták a piacon, és ők maguk sem jegyezték árakat, vagy ha mégis, akkor nagyon széles bid-ask szpreddel (20-30 bázispont, a normális üzleti napokon megszokott 6-8 bázisponttal szemben). A rendelkezésünkre álló forgalmi adatok szerint ezzel szemben március első felében csaknem minden kereskedési napon a szokásosnál jóval nagyobb volt a kereskedés volumene (többször 400 milliárd forint fölötti, ami csaknem kétszerese a 2008. februárban megfigyelt átlagos napi forgalomnak). A forgalmi adatok tehát ellentmondásban vannak a piaci likviditás drasztikus csökkenésére utaló jelekkel. Az ellentmondás azonban csak látszólagos, amit alapvetően három tényező magyaráz. Egyrészt, ebben a turbulens időszakban valószínűleg a szokásost jelentősen meghaladó forgalmat bonyolítottak egymás között a külföldi piaci szereplők. Másrészt, a hazai ügyletkötések számának jelentős csökkenését részben kompenzálhatta a szokásosnál nagyobb átlagos ügyletméret. Végül, ahogyan a Piaci likviditás fejezetben is utaltunk rá, a nagy forgalom önmagában nem biztosítja egy piac likviditását. A bid-ask szpred index márciusi meredek csökkenése jól mutatja, hogy a magas átlagos napi forgalom ellenére ebben az időszakban az államkötvénypiacon komoly likviditási problémák jelentkeztek.

A hozamemelkedés és a swapszpred kitágulásának kiváltó okai

A hazai államkötvénypiac normális működésének március eleji leállásában és a szokatlan mértékű hozamemelkedésben technikai és fundamentális tényezők egyaránt szerepet játszottak.

1. Március elején a hitelintézeti szektor (amerikai jelzáloghitel-piaci válsághoz kapcsolódó) globális likviditási problémái miatt a nemzetközi pénzpiacokon általánosan jellemző volt, hogy minden kockázatosabb eszköz felára növekedett és az állampapírpiacok likviditása jelentősen csökkent. Bár a jelenség megfigyelhető volt az eurozóna kockázatosabb országaiban, és néhány feltörekvő országban is, a magyar hosszú hozamok emelkedése meghaladta a többi piacon tapasztalt mértéket. A nemzetközi folyamatok tehát önmagukban nem magyarázzák a hazai államkötvény-piaci hozamemelkedés és likviditáscsökkenés mértékét.

2. A nyugdíjpénztárak jogszabályváltozás miatti portfólióátalakításuk (állampapírból részvénybe történő átcsoportosítás) következtében ezúttal még magasabb hozamszintek mellett sem jelentek meg a vételi oldalon, míg korábban magas hozamszintek mellett jellemzően vásárlásokkal stabilizálták az államkötvények áralakulását.

3. Ebben az időszakban a külföldiek nem voltak jelen aktívan sem vevőként, sem eladóként az állampapírpiacra. Ezt támasztják alá a letétkezelőktől származó jelentések is, melyek szerint a külföldiek állampapír-állománya nem csökkent számottevően 2008. február 29-ét követően. A külföldi bankok, alapok a már megemelkedett hozamszint mellett sem jelentek meg érdemben a piac keresleti oldalán, mert nem akarták/tudták mérlegüket állampapír-vásárlással terhelni (a swapügylettel ellentétben a kötvény vásárlása mérlegben szereplő és finanszírozást igénylő tétel).

4. Az elsődleges állampapír-forgalmazók és hazai hitelintézetek 2007 végétől kezdve államkötvény-vásárlásaik során részben a swappiacon fedezték kamatláb-pozíciójukat, védekezve a hozamok emelkedése ellen. A márciust megelőző hónapokban ugyanis folyamatos eladói nyomással szembesültek mind a külföldiek, mind a nyugdíjpénztárak irányából, ami a hozamszint emelkedése mellett állampapír-portfóliójuk növekedéséhez vezetett. Az általuk kötött fedezeti ügyletek miatt a kötvénypiaci hozamemelkedést a swappiaci hozamok emelkedése kísérte (2-4. ábra). A pozíció azonban veszteséget okoz a swapszpred tágulása esetén, és egy bizonyos veszteség szint (stop-loss) elérése után a befektető a pozíció zárására kényszerül (kötvény eladása és fordított swapügylet kötése). Ez azonban a kötvénypiaci kereslet hiányában a kötvényhozamok további nagymértékű emelkedését, és a swapszpred további tágulását eredményezte.

5. 2008. január–februárban a piaci szereplők egy része a swapszpred szűkülésére számított, és spekulatív célból is felvett a szpredszűkülés esetén nyereséges, az előző pontban bemutatotthoz hasonló pozíciókat (államkötvény vásárlása és hozzá igazított kamatswap-ügylet kötése). A 2005-től kezdődő időszakban a swapszpred historikus maximuma 20-30 bázispont volt, és talán ez a múltbeli tapasztalat volt az, ami alapján néhány piaci szereplő a szpred szűkülésére számított.

6. Ugyan a hosszú hozamok emelkedésének mértékét számos technikai tényező is felerősítette, fontos megemlíteni, hogy az ország iránti töretlen befektetői bizalom fennállása esetén ilyen mértékű hozamemelkedés és drasztikus likviditáscsökkenés nem következett volna be. Az emelkedő hozamszintek mellett ugyanis lett volna olyan szereplő, aki a vételi oldalon belépett volna a piacra. Az a tény, hogy a számottevően megemelkedett hozamok mellett sem jelent meg érdemi vételi érdeklődés sem a hazai intézményi befektetők,

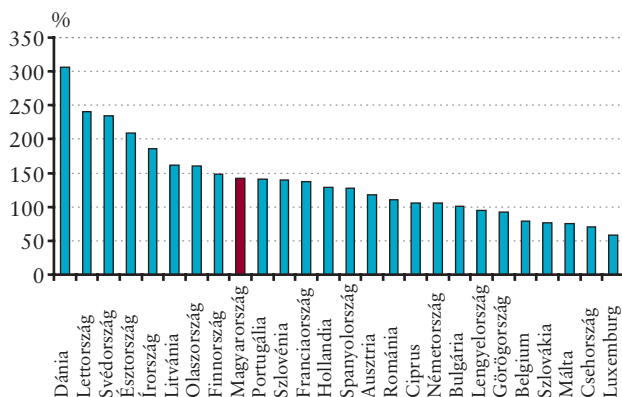
sem a külföldi „real money” befektetők, illetve hedge fundok részéről, arra utal, hogy a piaci szereplők túlnyomó többsége jelentős kockázatonövekedést érzékelt a forintbefektetésekkel kapcsolatban. Összességében elmondhatjuk, hogy a hazai gazdaság kedvezőtlen növekedési kilátásai és a külső eladósodottság magas szintje a globális likviditás csökkenésével párhuzamosan egyre kedvezőtlenebb helyzetbe hozták a hazai értékpapírokat a nemzetközi befektetőkért folytatott versenyben.

Bankrendszeri likviditás

A bankrendszer eszközoldali likviditási pozíciója gyengül. A korábban stabilan a mérlegfőösszeg 20-22 százalékára alakuló likvid eszközök aránya az év végére 16 százalékra mérséklődött. A csökkenés alapvetően a forint likvid eszközöknél következett be, ami a strukturális likviditásfelesleg csökkenését mutatja (Melléklet 46. ábra). Emellett ugyan csak kedvezőtlen fejlemény, hogy a pénzügyi intézmények működése, illetve eszközoldali likviditása szempontjából a releváns pénzpiacok, főként az állampapírpiac likviditása jelentősen ingadozik.

2-5. ábra

A hitel/betét arány nemzetközi összehasonlításban (2007)



Megjegyzés: Hitel/betét arány megegyezik az összes ügyfélhitel/összes ügyfélforrás arányával.

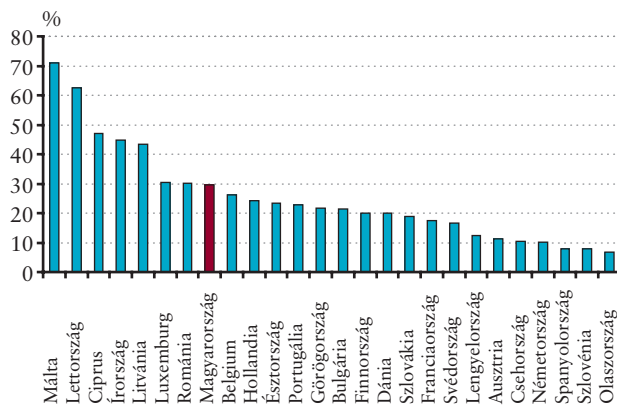
Forrás: EKB.

A gyors hiteldinamika miatt romló hitel/betét arány következtében a külföldi forrásokra való ráutaltság tovább növekszik. A felgyorsuló hiteldinamika több szempontból is kedvezőtlen elmozdulást okoz. A hitelezés bővülé-

se a hitel/betét arány romlásával és a finanszírozási rés²⁹ erőteljes nyílásával jár. A háztartási betétek csekély bővülését a befektetési alapok által visszacsatornázott források csak kis mértékben ellensúlyozzák.³⁰ A 142 százalékos hitel/betét mutató nemzetközi összehasonlításban közepes nagyságú, de folyamatosan növekszik (2-5. ábra). A hitelezés finanszírozását a bankrendszer emiatt növekvő mértékben külföldi forrásbevonással oldja meg, az idegen források mintegy 30 százaléka származik külföldről, amelynek szintje nem kiugró, de relatíve magas (2-6. ábra).

2-6. ábra

Az EU-tagországok külföldi forrásai az idegen források arányában (2007)



Forrás: EKB.

Az euroövezeti bankoknál növekszik a rövid lejáratú források bevonása. A fejlett piacokon jelentős differenciálódás figyelhető meg a rövid és hosszú külföldi források kockázati felárában. A 3 hónapos TED szpred (a 3 hónapos bankközi és a 3 hónapos kockázatmentes kamatláb különbsége) jelenleg 50-60, míg az 1 éves CDS-felárak 120-130 bázisponttal haladják meg az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság kitörése előtti szintet (1-7. és 2-7. ábrák).

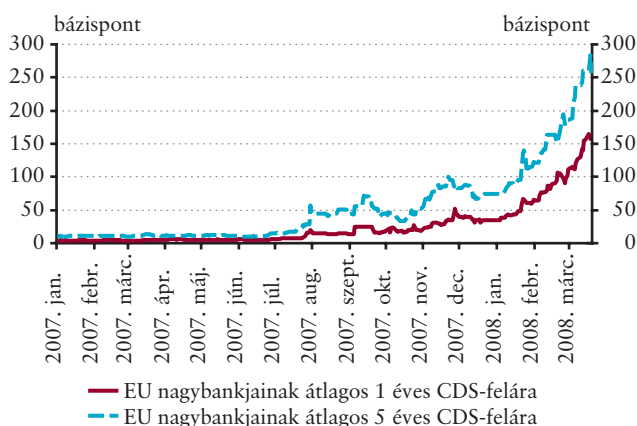
²⁹ Finanszírozási rés: (Ügyfélhitelek – ügyfélbetétek) / ügyfélhitelek. Azt mutatja meg, az ügyfélhitelek hány százalékát nem finanszírozzák az ügyfélbetétek.

³⁰ Bővebben lásd A nem banki pénzügyi közvetítőrendszer kockázatai fejezetben.

A hosszú lejáratú források árának közelítésére használt 5 éves CDS-felárak ezzel szemben 2007. július óta 250-260 bázispontos növekedést mutatnak.³¹ A CDS-felárak nagymértékű emelkedése egyrészt a hitelkockázatok növekedésének, másrészt a hitelminősítő intézetek hitelderivatívákra vonatkozó kockázati besorolásába vetett bizalom gyengülésének a következménye (2-7. ábra). A rövid és hosszú lejáratú források költségeinek elszakadására, azaz a különböző időtávon megfigyelhető eltérő likviditási helyzetre az euroövezeti bankrendszer – félve a hosszú lejáratú likviditás árának magas szinten történő berögzülésétől – a rövid lejáratú értékpapírok kibocsátásának erőteljes növelésével, illetve a hosszú lejáratú értékpapír-kibocsátás visszafogásával reagál (2-8. ábra).

2-7. ábra

Rövid és hosszú lejáratú külföldi források költségei



Megjegyzés: az EU nagybankok közé tartozik az ABN Amro, Deutsche Bank, Commerzbank, Dexia, Dresdner Bank, Fortis, Unicredit, ING, HSBC és az UBS.

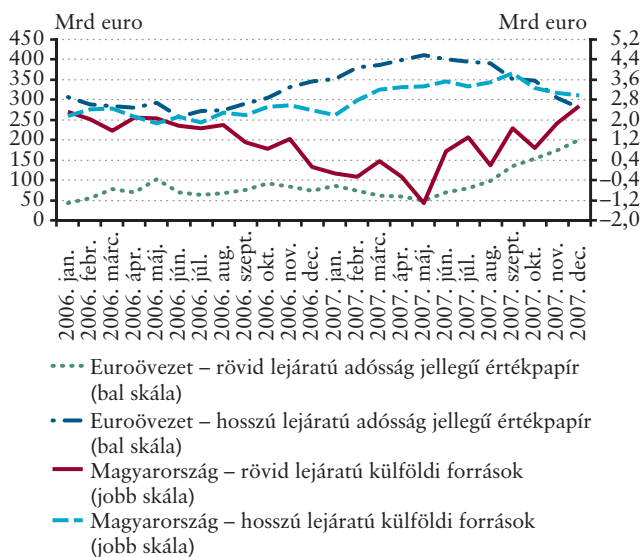
Forrás: Datastream.

A külföldi, illetve anyabanki finanszírozás magas ára miatt a magyar bankrendszer is követni kényszerül a kedvezőtlen nemzetközi folyamatokat. 2006-ban kedvező fejleményként értékeltük a külföldi források átlagos lejáratának hosszabbodását, 2007 májusától azonban ismét emelkedett a rövid külföldi források súlya (a május végi 32 százalékról év végére 38 százalékra) (Mellélet 47. ábra). Így amellett, hogy a legstabilabb forrástípusnak tekinthető ügyfélbetétek helyettesítése külföldi, ill. pénzügyi forrásokkal önmagában is kockázattövelő tényező, a rövid lejáratok feltolódása a lejáratok összhangját is kedvezőtlenül érinti.

A külföldi forrás ára idáig 150-180, míg a teljes forrásköltség 40-50 bázisponttal emelkedhetett főként a piaci turbulencia miatt. A források lejáratok szerinti struktúrájának romlása mellett ugyancsak kedvezőtlen, hogy a külföldi bank-

2-8. ábra

Rövid és hosszú lejáratú források állományának 12 havi változása



Forrás: EKB, MNB.

közi források árának növekedése a magyar bankok forrásköltségében azonnal megjelenik. A rövid, jellemzően 90 nap alatti átárazási idő következtében a meglévő külföldi forrásállomány is gyorsan átárazódik. A rövid bankközi kamatok és CDS-felárak alapján 2007 eleje óta a külföldi forrásköltségek kisebb részben az EKB és svájci jegybank irányadó kamatának (50-75 bázispont) köszönhetően, és nagyobb részben a kockázati felárak emelkedése miatt (100-130 bázispont) mintegy 150-180 bázisponttal emelkedhetett, amely azonban bankonként – a rendelkezésre álló ügyfélforrások volumene, illetve az anyabanki árazási stratégia függvényében – számottevően különbözhet. A bankrendszer teljes forrásköltsége a külföldi források 30 százalékos súlya miatt 40-50 bázisponttal növekedhetett.

A forintforrás-ellátottságnál gyengébb a devizaforrás-ellátottság. A kevésbé stabil források súlyának emelkedése abban az esetben jelentene komolyabb kockázatot, ha az illikvid eszközök finanszírozására a stabil forráselemek nem lennének elegendőek. A stabil forrás/illikvid eszköz arány 2007-ben kissé csökkent, de továbbra is magas – 107 százalékos – értéket mutat. Míg azonban forintban jelentős a stabil forrás többlet (114 százalékos a mutató), addig a növekvő devizahitelezéssel szemben a devizaforrás-ellátottság tovább gyengült, az illikvid devizaeszközöknek csak 63 százalékát fedezik a stabil devizaforrások. Ezen túlmenően, a lejáratok rövidülése miatt a megújítási kockázat is növekszik, és a nemzetközi piaci zavarok enyhüléséig nem várható lényeges javu-

³¹ CDS-felárak változásából levont következtetésekkel óvatosan kell bánni, mivel a bizalmi válság miatt a strukturált hitelderivatívák és a mögöttes termékek átlagos ára elszakadt egymásától. Ebből adódóan a CDS-felárak a kockázatok felső becslésének tekinthetők.

lás a lejárat és forrásköltség szempontjából kedvezőtlen finanszírozási szerkezetben.³² Az ily módon kifizetettebbé váló likviditási pozíció miatt különösen fontos kérdés, hogy a források biztosításában kiemelt szerepet játszó külföldi anyabankok (a külföldi források mintegy 50 százaléka származik a tulajdonosoktól) likviditási helyzete hogyan alakul és a hazai bankok rendelkeznek-e megfelelő likviditási szükségtervvel. Bár a jelenlegi információk szerint a magyar piacon jelen lévő külföldi bankcsoportok másodrendű jelzáloghitel-piaci válság általi érintettsége döntően alacsony, így likviditási háttérrel nyújthatnak a leánybankoknak, a piaci turbulencia elhúzódása azonban növeli a bizonytalanságot. Ebben a helyzetben kiemelten fontos, hogy a hazai bankok megfelelő likviditási szükségtervvel rendelkezzenek. Ennek érdekében szükséges a likviditási tervek rendszeres felülvizsgálata, tesztelése, a jelen piaci turbulencia hatásainak figyelembevétele és a csoport-szintű koordináció megteremtése.

2.1.2. HITELKOCKÁZAT³³

A vállalatok teljesítményét a mérséklődő belföldi és az erős külföldi kereslet határozza meg. A keresleti és költségsokkok kapcsán mérséklődnek a vállalati profitok, csökken a beruházás, és emelkedik a vállalati sérülékenységi. Az eladósodottság a gazdasági növekedés mérséklődése ellenére növekszik mind a belföldi, mind a külföldi finanszírozók felé. A belföldi bankok devizahitel-állománya dinamikusán bővül, ami közvetetten a hitelkockázatok emelkedéséhez vezethet. A portfólió minősége az építőiparban és a mikrovállalati körben jelentősen romlik, ami ezen szektorok belföldi folyamatokra való érzékenységi tükrözi. A kedvezőtlen makrogazdasági kilátások és az emelkedő forrásköltségek áthárítása gyengítheti a jövőbeli hitelkeresletet, azonban a vállalatok gyors, munkakeresletben való alkalmazkodása miatt a portfólióromlás csak mérsékelt lehet.

A háztartások kevésbé csökkentik fogyasztásukat, mint amilyen mértékben a jövedelmi pozíciójuk romlik, amit a megtakarítási rátájuk mérséklése, korábbi megtakarításainak felélése, valamint a jelentős összegű nettó hitelfelvétel tesz lehetővé. A fogyasztáscsökkentés következtében a nettó hitelfelvétel a korábbi várakozásokat is meghaladó mértékben bővül. Ezt segíti elő az erősödő kockázati verseny, ami termékinnovációban (japán jel hitelek), valamint a kondíciók enyhítésében (hosszabb lejárat, magasabb LTV) jelentkezik. Az eladósodottság növekedésével a jövedelemarányos törlesztési teher is emelkedik, mely a legszegényebb, szinte semmilyen megtakarítással nem rendelkező háztartások esetében a kritikus szint-

hez közelít. A háztartási hitelportfólió minősége mérsékelt romlik, ami növekvő értékvesztés-elszámolást tesz szükségessé. A jövőben a reálberek javulása ellenére a vállalatok kedvezőtlen makrogazdasági feltételekhez való gyors alkalmazkodása a munkanélküliség emelkedésén keresztül kedvezőtlenül érinti a háztartási szektor jövedelmi helyzetét, portfólióminőségét és hitelkeresletét. A hitelezés visszaesése ellen hat azonban az erős hitelkínálati nyomás, ami a kockázatalapú verseny mellett abban is megnyilvánulhat, hogy az emelkedő forrásköltségek a háztartási hitelpiacon várhatóan csak lassan és részben kerülnek áthárításra.

Vállalatok

Lassuló növekedés, emelkedő költségek

A vállalati szektor folyamatait alapvetően a visszaeső belföldi és a jelenleg még erős külföldi kereslet határozza meg. A várakozásoknak megfelelően, a kiigazító csomag által kiváltott költség- és keresleti sokkok leginkább a belföldi piacra termelő vállalatokat sújtják. A még mindig erős, de mérséklődő külső kereslet és az exportverseny erősödése azonban már a feldolgozóiparban is mérsékli a korábbi optimizmust. A belföldi piacra termelő ágazatok közül különösen az építőiparban és a mezőgazdaságban emelkednek a nemfizetési kockázatok, de a piaci szolgáltatások esetében is mérsékelt növekszik a kockázatoság.

A hazai vállalatok profitja csökken, a beruházások növekedési üteme alacsony. A munkaerőköltség-alapú profit leginkább a piaci szolgáltatásoknál mérséklődött 2007 elején, amire a szektor a lassan meginduló munkaerő-piaci alkalmazkodással reagált, kezdetben a prémiumkifizetéseken, a ledolgozott munkaórán, majd a létszámon keresztül. A kockázati prémiumok pénzügyi turbulencia miatti emelkedése ugyanakkor valószínűleg elsősorban a külföldi hitelek nagyobb mértékben támaszkodó feldolgozóipari vállalatok jövedelmezőségét érintheti negatívan, mivel az a külföldi források árában a hazainál korábban jelent meg. A hitelezés és hitelkockázat szempontjából kiemelt jelentőségű magánszektorbeli beruházások negatívan reagáltak a 2006-os kiigazító csomag és az egyéb költségsokkok hatására: az elmúlt év során nem emelkedtek jelentősen a vállalati beruházások, illetve a bővülés koncentráltan valósult meg. A profit és beruházás alakulása a vállalatok finanszírozási igényének mérséklődéséhez vezet, így a hitelkereslet elsősorban likviditási céllal jelentkezik.

³² Egyes bankok számára a fedezett jelzálogkötvény-kibocsátás növelése jelenthet kedvezőbb alternatívát a forrásgyűjtésre a jelenlegi piaci körülmények között csak lényegesen magasabb felárral kibocsátható fedezetlen kötvénykibocsátással szemben, ugyanakkor a fedezett kötvények iránti külföldi kereslet alakulása is bizonytalan.

³³ A hitelkockázati részben kizárólag a mérlegen belüli tételekkel foglalkozunk. A mérlegen kívüli tételek, a határidős ügyletektől eltekintve, a mérlegfőösszeg arányában folyamatosan csökkennek, jelenleg 25 százalékot tesznek ki. Ennek közel fele azonnal, feltétel nélkül felmondható hitelkeret.

A sérülékenység növekedése ellenére az ágazati csődráták egyelőre nem reagálnak a makrogazdasági folyamatokra. A csődráta az építőiparban magas szinten stabilizálódik, miközben a szolgáltató ágazatokban némileg mérséklődik (Melléklet 12. ábra). Vagyis a 2006-os sokkokra emelkedett a csődráta, majd csak egy lassú korrekció indult meg. (A csődráta sokkokra való érzékenységét lásd a 2-2. keretes írásban.)

A makrogazdasági folyamatok és a sérülékenység várhatóan továbbra is kedvezőtlenül alakulnak. A vállala-

tok oldaláról 2008-ban a korábbinál erőteljesebb munkaerőpiaci alkalmazkodás következhet be, azonban az alappálya mentén a vállalati profitok jelentős emelkedése ennek ellenére sem várható. A mérsékeltén bővülő lakossági fogyasztás elsősorban a belföldi piacra termelő szektorokat, az energia- és gázáremelkedés pedig minden ágazatot egységesen negatívan fog érinteni. A külföldi kereslet várható mérséklődése ugyanakkor a feldolgozóipari termelésre és beruházásra gyakorolhat negatív hatást.

2-2. keretes írás: A vállalati csődráta és a makrogazdasági környezet kölcsönhatása

A magyar bankok eszközportfóliójában a vállalatoknak nyújtott hitelek jelentős súlyt képviselnek, ezért a vállalati hitelportfólió minőségének változása számottevő hatással van a bankok jövedelmezőségére és tőkehelyzetére, ezáltal pedig a pénzügyi rendszer stabilitására. Az itt bemutatott elemzés³⁴ a bankrendszer vállalati hitelkockázatok alakulásából származó sérülékenységét vizsgálta.

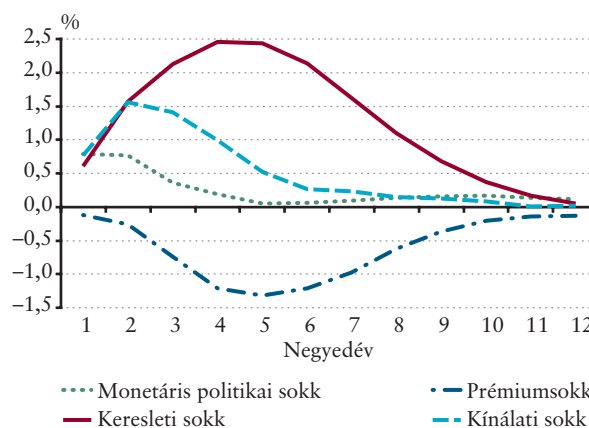
Az elemzéshez egy strukturális vektor autoregresszív (SVAR) modellt alkalmaztunk. Ebben a keretrendszerben választ kaphatunk arra a kérdésre, hogy egy adott változót ért sokknak milyen a dinamikus lefutása, illetve milyen interakciók mutatkoznak a változók között a sokkot követő periódusokban. Az így generált függvényeket nevezzük impulzus válaszfüggvényeknek. Ezek azt mutatják meg, hogy mennyivel térnek el a változók az alappályájuktól az adott sokk hatására.

Az elemzéshez minden esetben négyváltozós modelleket futtattunk. Minden modell három makrogazdasági és egy olyan változót tartalmazott, amellyel az aggregált portfólióminőséget mértük. A modell alapját formáló makrováltozók a következők: a három hónapos bankközi (BUBOR) kamat, a spot euro/HUF árfolyam, a fogyasztóiár-index és a GDP. A hitelportfólió kockázatát az aggregált szintű vállalati csődrátákkal mérjük. Az elemzéshez használt idősor az 1995–2006 közötti időszak negyedéves megfigyeléseit tartalmazta. Összesen négy forgatókönyvet azonosítottunk; két pénzügyit és két reált. Pénzügyi oldalról azt vizsgáltuk meg, milyen hatása van egy monetáris szigorításnak, illetve a forint kockázati prémium növekedésének. Az első esetben tehát egy váratlan rövid kamatemelkedést néztünk, ami a forintárfolyam felértékelődését eredményezi. A második esetben viszont a prémium növekedése miatt a forint leértékelődése tapasztalható, amit a jegybank kamatemeléssel próbál megállítani. A két reálsokk a keresleti, illetve kínálati oldalról származó GDP-visszaesést tartalmazza. E két sokkot úgy különböztettük meg, hogy míg az előző lefelé irányuló nyomást okoz az árszintre, az utóbbinak pont ellentétes a hatása.

Mind a négy esetben a sokk nagysága megegyezett a sokkolt változó hitatagjának egy szórásával. Ez a reálsokkoknál megközelítőleg 0,15 szá-

2-9. ábra

A csődráták impulzus válaszfüggvénye a négy, egységnyi sokkot követően



Megjegyzés: A függvény értékei az alappályától való százalékos eltérést mutatják.

Forrás: MNB.

zalékos GDP-visszaesésnek, prémiumsokk esetében 0,9 százalékos leértékelődésnek, míg a monetáris politikai sokk esetében 35 bázispontos kamatemelésnek felelt meg³⁵.

A keresleti, illetve kínálati sokkok azonnali hatása nagyjából hasonló (2-9. ábra), ám míg a maximális hatást tekintve a keresleti sokk mellett lényegesen magasabb szintre, nagyjából 2,5 százalékkal az alappálya fölé emelkedik a csődráta, addig a kínálati sokknál ez mindössze 1,5 százalékkal van. Ezentúl lényeges különbség a két reálsokk között, hogy míg a kínálati sokk hatása viszonylag hamar lecseng, a keresleti sokkot követően a rátának mintegy 11 negyedévbe telik, amíg visszatér az alappályához. A kínálati sokk esetében ez mindössze 6 negyedév.

Egy váratlan monetáris szigorítást követően a csődráta azonnal 0,8 százalékkal magasabb szintre ugrik. Bár a reakció igen gyors, a megemelkedett kamatláb hatása meglehetősen rövid ideig tart, már az első év végére

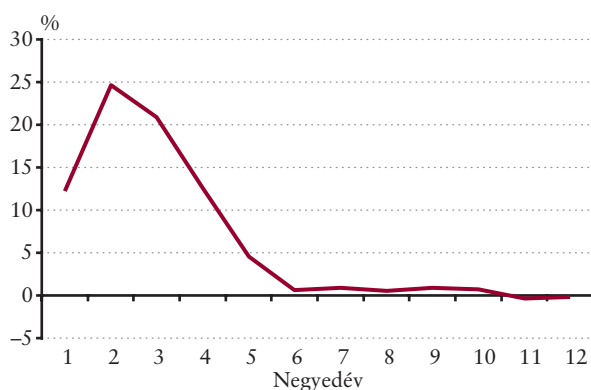
³⁴ Vásáry Zoltán (2008): Pénzügyi stabilitás és makrokörnyezet, MNB Füzetek, előkészületben.

³⁵ Mivel az impulzus válaszfüggvények egy lineáris kapcsolatból vannak levezetve, nagyobb sokkok hatását ezen eredmények felszorozásával lehet kiszámolni.

visszatér az alappályához. A kockázati prémiumot ért sokkot követően a csődráta lassú csökkenést mutat, a maximális impulzusértéket az ötödik negyedben elérve, 1,2 százalékkal az alappálya alatt. Az impulzus összesen 10 negyedben keresztül érezteti hatását. Egy negatív prémium sokk tehát – vélhetően az exportpiacra gyártó cégek jövedelmezőségének javulása miatt – csökkenti a csődrátát, azaz a portfólióminőség javulását eredményezi középtávon. Fontos azonban kiemelni, hogy az eredmény a vizsgált időszak egészére, nem pedig a jelenlegi helyzetre igaz. Mivel csak a vizsgált periódus második felében kezdett növekedni a devizahitelek adósságon belüli részaránya, ezért a teljes időszakot tekintve az árfolyam exporton keresztül kifejtett pozitív hatása még dominálja az árfolyamnak a nyitott nettó devizapozíciók keresztül kifejtett negatív hatását.

2-10. ábra

A csődráta impulzus válaszfüggvénye a kockázati pálya mentén



Megjegyzés: A függvény értékei az alappályától való százalékos eltérést mutatják.

Forrás: MNB.

Az eddig említetteken túl még megvizsgáltuk, az itt leírt modell mekkora csődrátát jelez előre, ha a már korábban leírt (1-4. táblázat) kockázati pálya által implikált sokkokat végigvezetjük a modellen. Ezt úgy értük el, hogy kiszámoltuk, ha az impulzusválasz-függvény a sokkot követő első periódusban olyan mértékben esne vissza, mint ahogy az a 1-4. táblázatban szerepel, a csődráta impulzusválasz-függvénye hogyan alakulna. Ezt a számítást elvégeztük a GDP-visszaeséssel – 2,8 százalékos visszaesés az alappályához képest –, majd a forint leértékelődésével – 2,5 százalékos leértékelődés az alappályától –, és az így kapott csődrátákat összeadtuk. Bár a SVAR-ban ilyen módon bármekkora sokk hatását meg lehet vizsgálni, érdemes megemlíteni, hogy minél nagyobbak ezek, annál valószínűbb, hogy a kapott eredmények torzítottak lesznek. Véleményünk szerint a kockázati pálya mentén az így nyert eredmény elfogadható közelítést ad a sokk hatására megváltozó csődrátára.

A kombinált kockázati pálya mentén realizálódó csődráta (2-10. ábra) a sokkot követő periódusban 12 százalékkal, a másodikban pedig maximális értékét elérve közel 25 százalékkal az alappálya fölé emelkedik, majd ezt követően a második év közepére tér vissza a sokk előtti szintre. A sokk hatására tehát az aggregált csődráta mintegy negyedével megnő. A két sokk közül egyértelműen a termelékenységi okozta GDP-visszaesés a dominánsabb. Bár a forint leértékelődése ez esetben is csökkenti a csődök számát, ez csak kismértékben ellensúlyozza a GDP visszaeséséből származó negatív hatást.

Az eredmények összegzéseként tehát megállapíthatjuk, hogy a reálszektoroknak lényegesen nagyobb – negatív – hatásuk van a vállalati csődrátára, mint a pénzügyieknek. Ezen belül is egy negatív keresleti sokknak van a leglényegesebb hatása, mind az impulzusválasz maximális értékét, mind pedig annak hosszát tekintve.

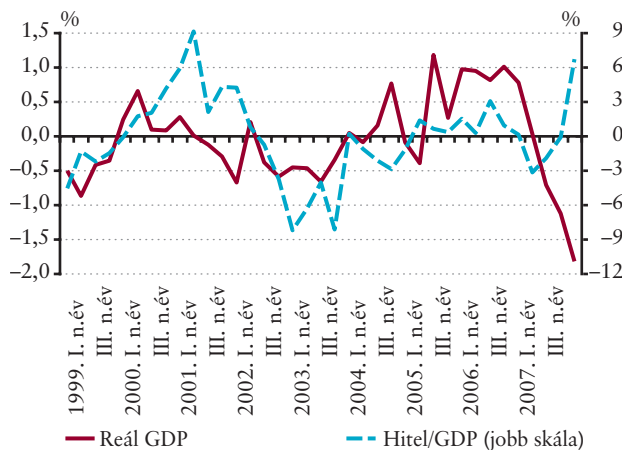
Tovább növekvő eladósodottság

A vállalati szektor eladósodottsága emelkedik. A vállalati eladósodás, a korábbiakkal ellentétben, kontraciklikusan alakul, elszakadva a GDP növekedésétől (2-11. ábra), a GDP-arányos hitelállomány már eléri a 65 százalékot. A GDP-növekedés és a GDP-arányos hitelezés elszakadásának egyik oka az, hogy a GDP növekedési ütemének csökkenése elsősorban az államhoz és nem a vállalati szektorhoz kötődik. A jelentős növekedés ellenére a GDP-arányos hitelállomány még mindig elmarad az eurozóna átlagától (80 százalék), ugyanakkor azonban jóval meghaladja számos kelet-közép-európai ország szintjét.

Az idegen források aránya az összes kötelezettségen belül emelkedik, nemzetközi összehasonlításban azonban még mindig alacsony (2-12. ábra). A nem adósságeneráló külső forrásokra más európai országoknál jobban támaszkodnak a hazai vállalatok. Ugyanakkor meg kell említe-

2-11. ábra

A vállalati hitel/GDP-arány és a GDP trendtől való eltérésének alakulása

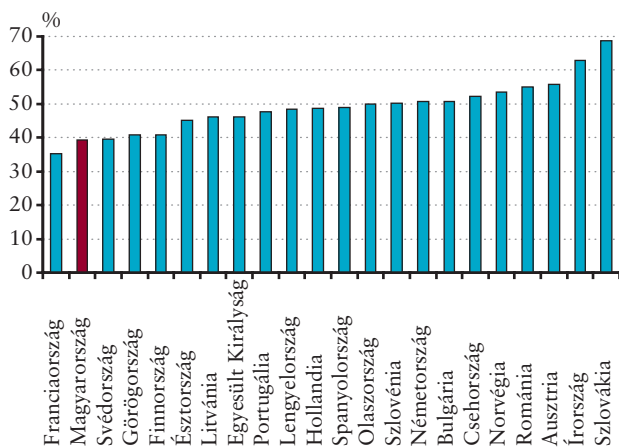


Megjegyzés: A trendtől való eltérést szezonálisan igazított adatokból számoltuk. Ily módon az ábra az idősorok ciklikus komponenseit jeleníti meg.

Forrás: KSH, MNB.

2-12. ábra

Az idegen források aránya a kötelezettségeken belül az EU-országokban (2006)



Forrás: Eurostat.

nünk, hogy ez az arány változik: az adósságállomány emelkedésével párhuzamosan a nem adósságjellegű külső kötelezettségek aránya mérséklődik. Ez a vállalatok külső finanszírozási szerkezetének tartós megváltozását is jelentheti egy, a fejlett országokéhoz közelebbi finanszírozási struktúra felé.³⁶

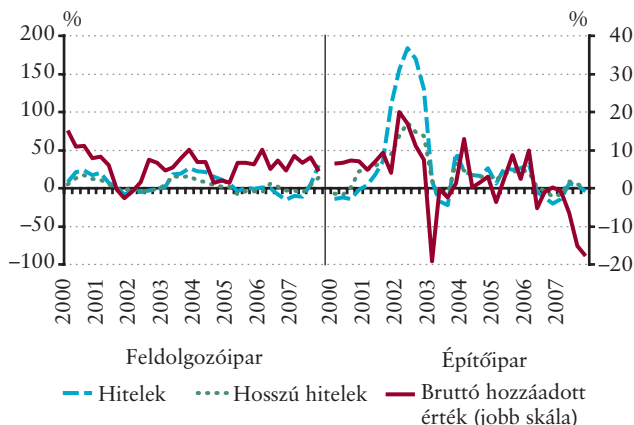
A várakozásokat meghaladó hitelfelvétel

A vállalatok jelentősen növelik hitelfelvételüket mind belföldről, mind külföldről. 2007 során a vállalatok hitelállománya az árfolyamhatástól eltekintve 21 százalékkal bővült, ezen belül a külföldről felvett hitelek 29 százalékkal emelkedtek. A belföldi bankoktól felvett hitelek 2007 első negyedében visszaestek, korábbi várakozásnak megfelelően, majd az év további részében ezt jelentős mértékű korrekció követte. Az év során az árfolyammal korrigált állomány 14 százalékkal emelkedett, míg az árfolyamkorrigált éves nettó hitelfelvétel 28 százalékkal volt magasabb, mint 2006 egészében. A belföldi bankoktól felvett hitelek esetében egyértelműen megfigyelhető az olcsóbb devizaforrások előtérbe kerülése, leginkább a hosszú lejáratú hitelek esetében: a hosszú forinthitel állománya csökken, míg az euro- és svájcifrank-hitelek felvétele kiugróan magas. A devizahitelezéstől hajtott hitelállomány-bővülés elszakad a gazdasági növekedéstől és beruházási dinamikától mind a nemzetgazdaság, mind néhány ágazat tekintetében (2-13. ábra).

A belföldi hitelek várakozásainkat meghaladó növekedését magyarázhatja, hogy a vállalatok a külföldi hitelek részben belföldi hitelekkel helyettesíthetik. A feldolgozóiparban a reálgazdasági mutatók és a belföldi banki

2-13. ábra

A hozzáadott érték bővülése és a belföldi banki hitelek reálnövekedése a feldolgozóiparban és az építőiparban



Megjegyzés: hitelek ipari árindexszel deflálva, az építőipari hitelek korrigálva a 2002. decemberi, központi költségvetés általi hitelkiváltással.

Forrás: MNB, KSH.

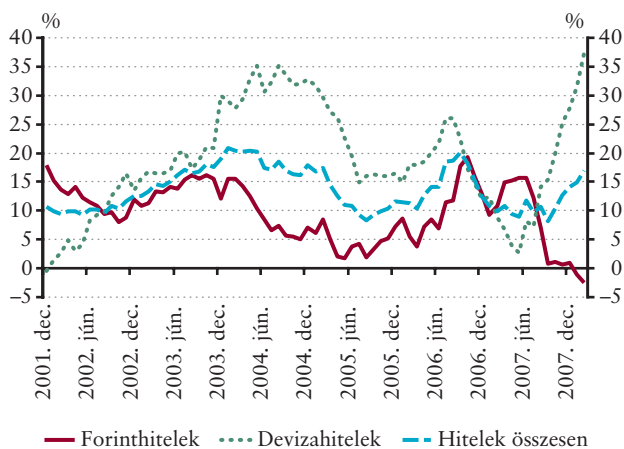
hitelnövekedés közötti rés záródni látszik, tehát a feldolgozóipari vállalatok a termelést, beruházást nagyobb hányadban finanszírozzák belföldi banki forrásokból, mint korábban. Ezek a hitelek azonban nem feltétlenül hazai tevékenységet finanszíroznak: nemzetközi vállalatok is vehettek fel magyarországi hiteleket magyarországi leányaikon keresztül, más országban található leányok működésének finanszírozására. Továbbá, a belföldi hitelek kamatfelára mind a bankközi kamatokhoz, mind az eurozóna hasonló hiteleihez képest jelentősen csökken, ami arra utal, hogy a bankok egyelőre nem hárítják át az emelkedő forrásköltségeket, s a belföldi banki finanszírozás relatíve olcsóbbá válik a külföldi forrásokkal szemben. A 2008. januári MNB hitelezési felmérés szerint a kamatok emelése megtörténhet 2008 során mind az új, mind a már meglévő ügyfelek esetében. Amennyiben ez továbbra is csak részlegesen történik meg, azaz a belföldi vállalati hitelek relatíve kevésbé drágulnak, mint a külföldiek, a belföldi hitelkereslet mérséklődése nem várható.

A devizahitelek megugrása elsősorban a törlesztőrészek különbségével magyarázható, kevésbé játszik szerepet a természetes fedezés szándéka. Amennyiben természetes fedezettséggel rendelkező vállalkozások veszik fel a devizahiteleket, akkor ez az árfolyamkockázat csökkenését eredményezi. A devizabevétel nélküli, illetve alacsony árfolyamkockázati tudatossággal rendelkező ügyfelek számának emelkedése azonban növeli a hitelkockázatot. A devizahitel-állomány növekedése (2-14. ábra) és az árfolyamváltozás közötti kapcsolat

³⁶ A témáról bővebben lásd a 2008. április 29-én megjelent MNB-szemle tanulmányát.

2-14. ábra

A belföldi banki forint- és devizahitelek éves növekedési üteme



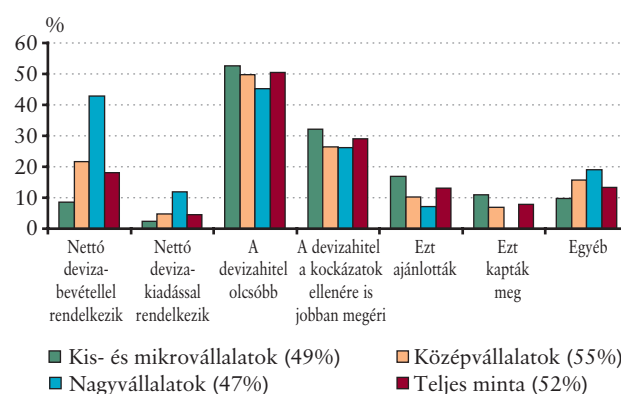
Megjegyzés: árfolyamszűrt (2000. decemberi, hó végi árfolyamra átszámítva), a Magyar Autópálya Rt., a MÁV és a BKV hiteleinek 2002. decemberi központi költségvetés általi kiváltásával korrigálva.

Forrás: MNB.

alapján³⁷ arra következtetünk, hogy a vállalatok jelentős része nem természetes fedezésre használja a devizahiteleket, hanem a kamatkülönbözet miatt fordul ehhez a forráshoz. A magasabb árfolyamvolatilitás azonban rövid távon csökkenti a devizahitelek iránti keresletet. A vállalatok körében 2007 során az MNB megbízásából elvégzett kérdőíves felmérés³⁸ alapján többségben vannak azok a vállalatok, amelyek természetes fedezettség nélkül adósodnak el devizában. A devizahitel-felvétel elsődleges motívuma annak olcsósága: a devizaadós vállalatok fele a törlesztőrészeket különbsége miatt dönt a devizahitel mellett, és csak 25-30 százalék veszi figyelembe a kockázatokat és a költségeket egyszerre (2-15. ábra). Meg kell említeni, hogy nem elhanyagolható azon vállalkozások aránya, amelyek a devizakiadásait finanszírozására adósodnak el külföldi devizában. Emellett elmondható a kérdőív alapján, hogy a vállalatok többsége úgy látja, nincs megfelelő, általa alkalmazható módszer az árfolyamkockázat kiküszöbölésére, az elérhető eszközöket költségesnek, illetve bonyolultnak tartják. Végül, nem számítanak olyan árfolyam-elmozdulásra, ami jelentős veszteséget okozna számukra, vagyis egy jelentősebb árfolyam-volatilitás meglepetésszerű sokként jelentkezne.

2-15. ábra

A devizahitel-felvétel motívumai kérdőíves felmérés alapján



Megjegyzés: a kérdőívben a megkérdezettek több motívumot is megjelölhettek a devizahitel felvételére, így az egyes oszlopok összege nem adja ki a 100 százalékot. A válaszokat szabadon fogalmazhatták meg, ezeket utólag soroltuk kategóriákba. A méretkategóriákat kizárólag a vállalati létszám alapján képeztük. A zárójelben szereplő számok a devizahittel rendelkező vállalatok arányát mutatják az adott méretkategórián belül.

Forrás: MNB kérdőíves felmérés.

A hitelfelvétel várhatóan mérséklődik 2008-ban. Az emelkedő forrásköltségek várható áthárítása a hitelkamatokba az alacsony marzsú termékeknél, azaz a vállalati piacon jelenhet meg elsőként.³⁹ A makrogazdasági környezet és a megemelkedő hitelkamatok miatt így a feldolgozóiparban csökkenhet a hitelfelvétel. Az építőiparban az ágazatspecifikus problémák miatt a hitelezés jelentősebb visszafogása valószínűsíthető, míg a szolgáltatóágazatokban mérsékelt és likviditást finanszírozó maradhat a hitelkereslet. Ugyanakkor azonban a belföldi hitelek iránti kereslet mérséklődését ellensúlyozhatja, amennyiben a kamatok emelkedése kisebb mértékben valósul meg a belföldi, mint a külföldi források esetében, tehát folytatódik a helyettesítés.

Kereskedelmiingatlan-finanszírozás

A belföldi banki hitelnövekedés szempontjából egyre nagyobb az ingatlanágazat jelentősége⁴⁰. A nettó hitelállomány-növekedés domináns része, a hitelállománynak pedig 35 százaléka tartozik az ingatlanszektorban működő vállalko-

³⁷ A 2006-os árfolyamgyengülést a devizahitelek növekedési ütemének csökkenése követte, a devizahiteleket forinthitelekkel helyettesítették a vállalatok. Az árfolyam visszaerősödését követően a devizahitelek növekedési üteme újra emelkedett.

³⁸ A felmérés 2007. július és október között készült el a nem pénzügyi vállalatok körében, eladósodottságuk, árfolyamkitettségek és a kereskedelmi hitelezés témakörében. Összesen 681 vállalat adott választ minden kérdésre. A felmérés előkészítését a Derive Kft.-vel közösen végeztük el, a lekérdezéseket az MKIK-GVI folytatta le. A kérdőíves felmérés részletes eredményei feldolgozás alatt állnak.

³⁹ Az okokról bővebben lásd A bankrendszer pénzügyi helyzete fejezetet.

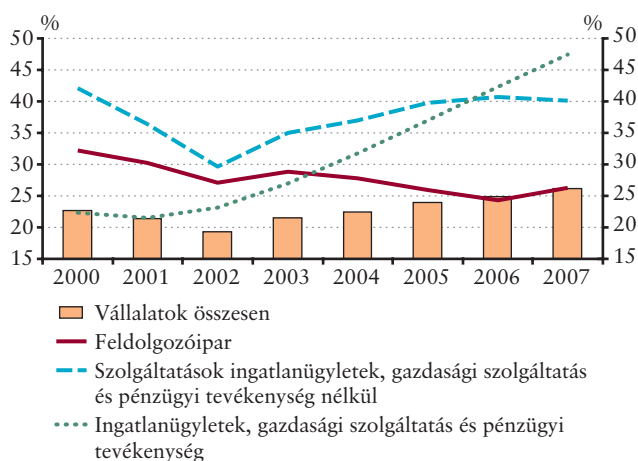
⁴⁰ Ingatlanágazat alatt értjük a TEÁOR-kód alapján az Ingatlanügyek, gazdasági szolgáltatások ágazatba sorolt vállalatokat. Ide tartoznak az ingatlanberuházással, -értékesítéssel, -forgalmazással; ingatlan-bérbeadással, -üzemeltetéssel; ingatlanügynöki-kezelési szolgáltatással, valamint gazdasági szolgáltatásokkal (kölcsonzés, számítástechnikai tevékenység, kutatás, fejlesztés, gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatás) foglalkozó vállalatok. Az építőiparba ugyanakkor az építési munkák kivitelezői tartoznak. Figyelemre méltó, hogy az építőipar és az ingatlanügyek, gazdasági szolgáltatások ágazatok mutatói között egyelőre nincs kapcsolat, ez részben annak tudható be, hogy az építőipari problémák jelentős része az állami finanszírozású projektekből származtatható, részben pedig annak, hogy az építőipari cégek nem fertőzik jelentős mértékben az ingatlanágazat vállalatait.

zásokhoz. A hitelpiac némileg koncentráltabb, mint más ágazatok hitelezése, és mivel igen nagy összegű hitelekről van szó, az egyes banki hitelfortfóliókon belül is kiemelt kockázatokat jelentenek az ingatlanszektorban nyújtott hitelek. Az ágazati hitel/bruttó hozzáadott érték arány az elmúlt 5 év alatt megduplázódott és a legmagasabb arányt képviseli (2-16. ábra). Tehát az ebben az ágazatban működő vállalkozások nagyobb mértékben támaszkodnak a hazai bankszektorra, mint mások. Mindezek miatt az ingatlanszektor fejleményei igen nagy hatást gyakorolnak a bankrendszerre.

Az ingatlanágazat hitelezésének kockázatai nehezen felmérhetők. Az ágazat mutatói (csődráta, portfólióminőség) igen jók, és az üzletiingatlan-piacon csak a lakóingatlanok építésében látható a kockázatok egyértelmű emelkedése. Az üzletiingatlan-hitelek jelentős részét adó irodapiacon a gyorsan bővülő ingatlanállomány ellenére sem következett be az üresedési ráta várt emelkedése. A logisztikai ingatlanok és bevásárlóközpontok piacát mérsékelt növekedés és kockázatok jellemzik. Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság a hazai gazdaságra az üzletiingatlan-piacon is hatást gyakorolhat (a hozamvárásokon és az ágazatban működő vállalatok külföldi anyavállalatainak keresztül). Ez az ingatlanszektor hiteleinek jelentős súlyán és koncentráltágán keresztül negatívan érintheti a legnagyobb bankokat.

2-16. ábra

A belföldi banki hitelállomány és a bruttó hozzáadott érték aránya ágazatonként



Forrás: MNB, KSH.

Jelentősen romló portfólióminőség az építőiparban és a mikrovállalati körben

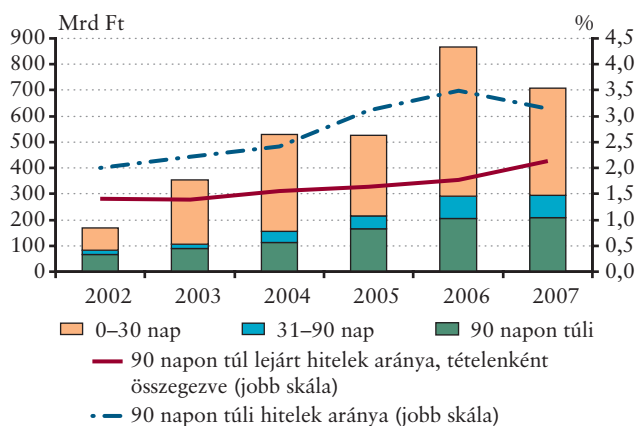
A belföldi banki hitelek portfólióminősége nem változott jelentősen. A 90 napon túl lejárt hitelek aránya emelkedett 2007 során, de a nem teljesítő adósokkal szembeni kö-

vetelések aránya a 2006-os emelkedést követően most mérséklődött (2-17. ábra). Ez az ellentmondásos folyamat arra utal, hogy bár összességében kisebb a rossz ügyfelek felé a kitettség, ezen ügyfelek hiteleinek minősége romlik. Ez vélhetően azzal jár, hogy a rossz követelések megtérülésének valószínűsége csökken.

Az építőipari, illetve a mikrovállalati hitelek portfólióminősége kiugróan rossz. Az építőiparban tovább folytatódott a megképzett értékvesztés bruttó hitelállományhoz viszonyított arányának meredek emelkedése (2-3. keretes írás). A mikrovállalati hitelfortfólió jelentős romlása ugyanakkor új jelenség. Az értékvesztés-állomány gyors növekedése összefüggésben lehet a korábban e kategóriában tapasztalt kínálati nyomással, valamint azzal, hogy az egyes vállalatkategóriák közül a mikrovállalatok a leginkább sérülékenyek, így a fiskális kiigazító csomag valószínűleg őket sújtja leginkább.

2-17. ábra

Lejárt követelések állománya és aránya a vállalati portfólión belül



Megjegyzés: a tételenkénti összegzésnél csak a késedelmes tételeket összegezzük, az ügyfelenkénti összegzésnél azon ügyfelekkel szembeni összes követelést, akiknek legalább egy tartozásuk esetében késedelem áll fenn.

Forrás: MNB.

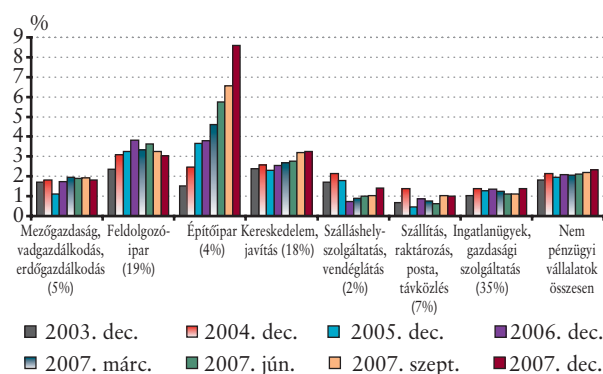
A vállalatok kedvezőtlen makrogazdasági környezet-hez való gyors alkalmazkodása miatt a hitelkockázatok 2008-ban csak mérsékeltten emelkedhetnek. Az idén a feldolgozóiparban nem romlik a portfólió minősége, míg az építőiparban továbbra is a kockázatok magas szintje várható. A szolgáltatóágazatokban az eddigiekben a profitszökkenés hatása csak mérsékeltten jelentkezett, és amennyiben a megindult létszám-alkalmazkodás folytatódik, akkor a kedvezőtlen makrogazdasági folyamatok a jövőben is leginkább a lakossági szektor hitelfortfóliójára gyakorolnak hatást. A mezőgazdaságban a dekonjunktúra ellenére nem várható a hitelkockázat emelkedése, mivel az európai uniós támogatások kiszámíthatóbbá teszik az itt működő vállalatok bevételeit.

2-3. keretes írás: Az építőipar hitelkockázata

Az építőipar súlya a hazai termelésben és a vállalati hitelezésben egyaránt kicsi⁴¹, ennek ellenére az elmúlt időszakban tapasztalt problémái mind a makrogazdasági folyamatokban, mind a bankrendszeri hitelkockázatban erőteljesen tükröződnek. Ez az ágazat a leginkább érzékeny a makrogazdasági sokkokra, melynek oka egyrészt az államtól való függés, másrészt az alvállalkozók magas száma, amely bármilyen sokk esetén gyorsabb fertőzést idéz elő, mint más ágazatokban. Bár az építőipari termelés csak 2006 óta mutat visszaesést, az ágazat csődrátája évek óta kiemelkedően magas és trendje emelkedő, ami a portfólióminőségben is megjelenik (2-18. ábra). Amennyiben a gazdasági növekedés alacsony ütemű marad, a kockázatok a jövőben sem mérséklődnek, és így a portfólióminőség nem javul. A meredeken emelkedő értékvesztésképzés a kockázatokra való felkészülést tükrözi, azonban nem tartjuk kizártnak, hogy így is további jelentős veszteségek jelennek meg.

2-18. ábra

Ágazati értékvesztés-állomány a bruttó hitelállomány arányában



Megjegyzés: zárójelben az ágazat 2007. IV. negyedévi részesedése található a vállalati hitelekben belül.

Forrás: MNB.

A portfólió minőségének látványos romlása mellett a hitelállomány növekedési üteme nem csökkent jelentősen, annak ellenére, hogy mind a hitelkereslet, mind a hitelkínálat oldaláról visszafogást valószínűsíthetünk. Ebben szerepe lehet a magánszektor által finanszírozott projekteken részt vevő építőipari vállalatoknak. Piaci információk alapján ugyanis a csődök és körbetartozások elsősorban az államilag finanszírozott projektek esetében jellemzőek, a magánszektor által finanszírozott projektek esetében vélhetően kisebb a hitelkockázat, nagyobb a hitelbővülés. Másrészt okozhatják ezt a banki garanciavállalások, amelyek megakadályozzák a bankokat abban, hogy rövid távon kivonják a finanszírozást a vállalatokból.

2007 során kérdőíves felmérést végeztünk a vállalatok körében, amely többek között kitért a kereskedelmi hitelezésre is. A felmérés megerősítette az építőipari körbetartozási problémák jelentőségét. Az építőiparban a belföldi vevők fizetési határideje jelentősen meghaladja a vállalati átlagot, és a belföldi szállítóknak történő fizetési határidők is magasabbak, mint más ágazatokban (2-19. ábra). A hosszabb fizetési határidők egyértelműen növelik a kereskedelmi hitelek állományát, illetve azok kockázatosságát az ágazatban.

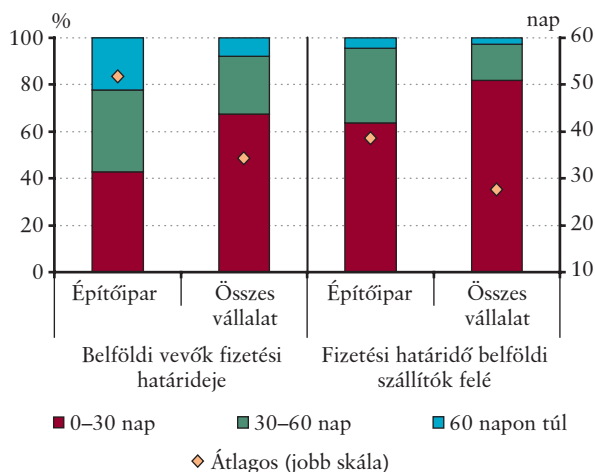
A kérdőíves felmérés megerősítette az építőipari alacsony fizetési fegyelemre vonatkozó információkat is. Ebben az ágazatban volt a legmagasabb azon vállalatok aránya, akik a felmérést megelőző 2 év során rendszeresen szembesültek belföldi vevők késedelmes vagy nemfizetésével, illetve akik vevőik késedelme miatt maguk is késedelembe estek a szállítók felé (2-20. ábra). Ugyancsak magas azon vállalatok aránya, akik a kérdőív lefolytatását megelőző egy év során a késedelmes fizetések gyakoribbá válását tapasztalták: az építőiparban a vállalatok 82 százaléka tapasztalta ezt, míg a minta egészében 57 százalék.⁴² Emellett azonban a vevő késedelmének vagy nemfizetésének megakadályozására az építőipari vállalatok közül jóval többen alkalmaznak faktorálást, mint a minta egészében, amit hitelkockázati szempontból pozitívnak ítéltünk meg, hiszen a további veszteségeket mérsékelheti az ágazatban.

⁴¹ Az építőipar makrogazdasági teljesítményéről lásd a Jelentés az infláció alakulásáról, 2007. november, 1-1. keretes írást.

⁴² A fenti információkat más források is megerősítették. Az MKIK GVI – Volksbank: KKV Körkép – 2007. július A kis- és közepes vállalkozások üzleti helyzete és tartozásai című felmérésében szintén azt tapasztalta, hogy a legnagyobb átlagos követeléssel, illetve tartozással rendelkező vállalatok aránya és a legnagyobb átlagos követelés más vállalatokkal szemben ebben az ágazatban a legnagyobb, és 2007-ben emelkedett.

2-19. ábra

Fizetési határidők az építőiparban és a vállalati szektorban

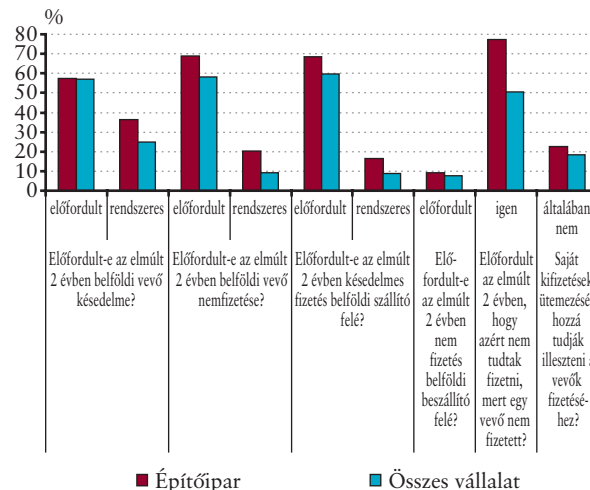


Megjegyzés: Az oszlopok a válaszadók arányát mutatják az egyes kategóriákban. A felmérést 681 vállalat töltötte ki, ezen belül az építőipari vállalatok száma 59 volt.

Forrás: MNB kérdőíves felmérés.

2-20. ábra

Fizetési fegyelem az építőiparban és a vállalati szektorban



Megjegyzés: Az oszlopok a válaszadók arányát mutatják az egyes kategóriákban. A felmérést 681 vállalat töltötte ki, ezen belül az építőipari vállalatok száma 59 volt.

Forrás: MNB kérdőíves felmérés.

Háztartások

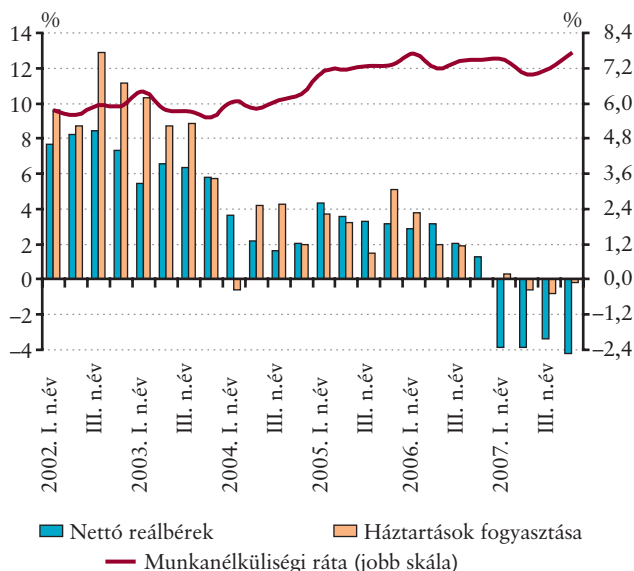
Csökkenő reáljövedelem, romló munkapiaci környezet

A reáljövedelmek csökkenése a várakozásokkal szemben a lakosság szegényebb rétegeit is jelentősen érinti. A fiskális csomag aszimmetrikus hatást gyakorolt a különböző jövedelmi csoportokra, ezért az alacsonyabb jövedelmi csoportokba tartozó háztartások rendelkezésre álló reáljövedelme lényegesen kisebb mértékben csökkent, mint a felső jövedelmi csoportokba tartozó háztartásoké. Ugyanakkor az előrejelzéseknél magasabb infláció az eltérő fogyasztási kosár miatt jelentősebben érintette az alacsonyabb jövedelemmel rendelkező háztartásokat, különösen az átlagot lényegesen meghaladó drágulást mutató élelmiszerárak miatt.

A gyengülő vállalati profitkilátások romló foglalkoztatási feltételeket teremtenek. Míg a vállalatok jövedelmi pozíciójuk romlására a III. negyedévig inkább a prémiumok és a munkaórák csökkentésével reagáltak, az utolsó negyedévben már megjelentek a létszámban történő alkalmazkodás jelei is (2-21. ábra). Decembertől emelkedni kezdett a munkanélküliségi ráta, majd januárra a munkanélküliek aránya

2-21. ábra

A nettó reálkeresetek, a munkanélküliség és a fogyasztás alakulása az előző év azonos időszakához képest



Forrás: KSH, MNB.

már meghaladta a 8 százalékot. Ez stabilitási szempontból kedvezőtlen fejlemény, mivel a háztartások törlesztési képessége a munkanélküliségre nagyon érzékeny, ami visszaigazolnak a stresszteszt vizsgálatok.

A háztartások jövedelmi helyzete kedvezőtlen marad.

A várakozások szerint szerény mértékben, de emelkedhet a reálbér 2008-ban. A vállalatoknak a kedvezőtlen makrogazdasági feltételekhez való gyors alkalmazkodása viszont a munkanélküliség számának további bővülését eredményezheti. Ez a két ellentétes hatás összességében nem javítja a szektor jövedelmi helyzetét.

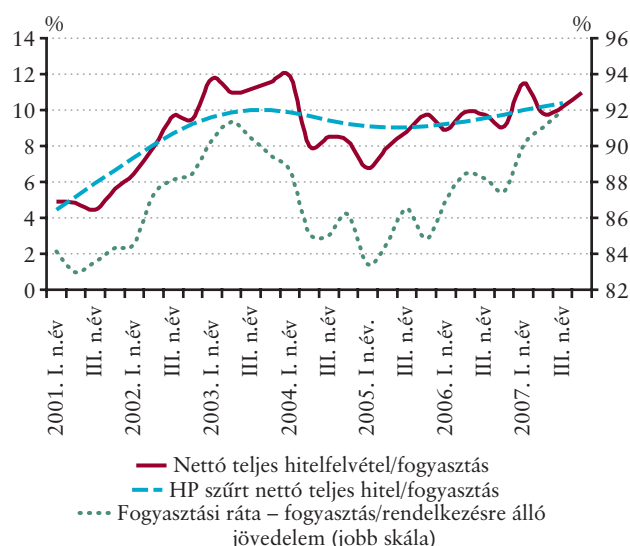
Gyorsuló hitelkereslet, erősödő kockázati verseny – a jénhitel megjelenése

A fogyasztási rátával párhuzamban emelkedik a hitelből történő fogyasztás.

A nettó hitelfelvétel/fogyasztás arányának növekedése természetes jelenségnek tekinthető, ami alapvetően a felzárkózási folyamattal hozható összefüggésbe (2-22. ábra). Ezt a folyamatot szakította meg a 2002-ben bekövetkező jelentős reáljövedelem-bővülés késleltetett hatása, hiszen ekkor a háztartások kevésbé voltak ráutalva hitelfelvételre fogyasztásuk fenntartása, illetve növelése érdekében. A reáljövedelem mérsékeltebb ütemű növekedésével, majd a

2-22. ábra

A háztartások fogyasztásának, nettó hitelfelvételének kapcsolata, valamint a fogyasztási ráta alakulása



Forrás: KSH, MNB.

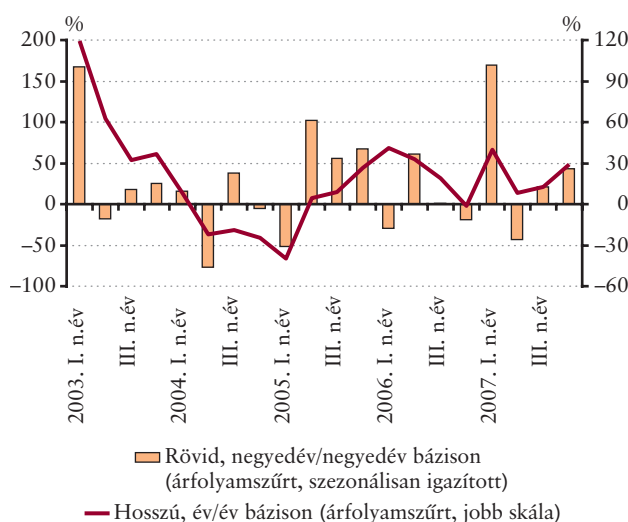
fiskális konszolidáció következményeként megvalósuló csökkenésével párhuzamosan a fogyasztási ráta is újra emelkedni kezdett, ebben azonban már a hitelből történő fogyasztássimítás is jelentős szerepet játszott.

A teljes nettó hitelfelvétel jelentősen növekszik.

A nettó hitelfelvétel növekedési üteme a várakozásoktól eltérően mind rövid, mind hosszú bázison gyorsul (2-23. ábra). Ez döntően a várakozásokat lényegesen meghaladó reálbérnövekedéssel, valamint az erős hitelkínálati nyomással hozható összefüggésbe. A hitelezésen belül egyértelmű a fogyasztási célú devizahitelezés dominanciája. A bankrendszeri új hiteleknek több mint 80 százaléka devizaalapú, miközben a pénzügyi vállalkozások esetében ez az érték még magasabb. A fogyasztássimítás következtében a hitelkereslet növekedése döntően a szabad felhasználású deviza-jelzáloghiteleknel jelentkezik⁴³.

2-23. ábra

A háztartások nettó hitelfelvételének növekedési üteme



Forrás: MNB.

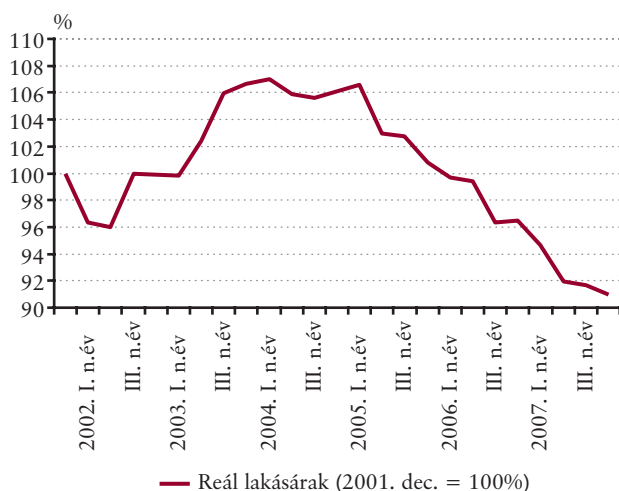
A jelzálog fedezetű hitelek arányának bővülése kockázatmérséklő lehet.

Az ingatlanfedezetek léte veszteségcsökkentő funkciót tölt be a pénzügyi rendszer szempontjából. Ezzel szemben az ingatlanpiaccal szembeni koncentráció felépülése miatt a pénzügyi közvetítőrendszer érzékenyebbé válhat a lakásárak alakulására. Az ingatlanpiaci kitettség ugyanakkor továbbra sem hordoz jelentős kockázatot. Ennek fő oka, hogy a lakásárak szintje és alakulása egyáltalán nem mutatja az árbuborék kialakulásának jelét (2-24. ábra).

⁴³ A fogyasztási, illetve lakáshitel-besorolás a magyar gyakorlatban sok esetben nem a tényleges felhasználás alapján történik. Míg a 2002-től elérhető államilag támogatott lakáshitelek egy részét a lakosság, addig a devizaalapú szabad felhasználású hitelek egy részét a vállalkozások használják fel, mivel a felvételhez, illetve a felhasználáshoz kapcsolódó adminisztráció lényegesen egyszerűbb, miközben az árázásban egyre kisebb az eltérés a lakáshiteltől.

2-24. ábra

A reál lakásárak alakulása

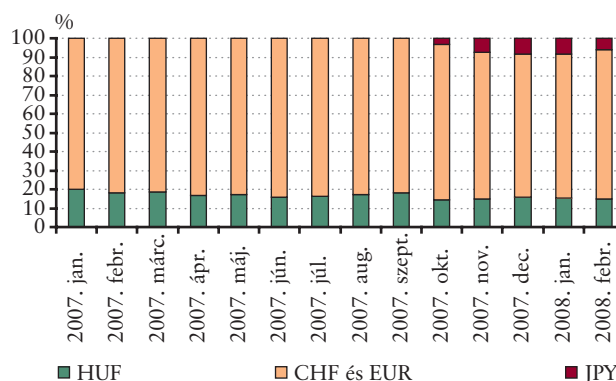


Forrás: Origo.

Jelentősen növekszik a magyar hitelintézetek kockázattvállalási hajlandósága. A hazai bankok egyre több magas kockázati profillal rendelkező terméket vezetnek be a piacra és a meglévő termékek kondícióját folyamatosan enyhítik. Ezen két tendencia a kockázatalapú verseny éleledésére utal. A kockázatalapú versenyben a bankok a piaci részarányt próbálják növelni, emelkedő hitelkockázatok árán.

2-25. ábra

A bankrendszer háztartásokkal kötött új hitelszerződéseinek denominációs összetétele



Forrás: MNB.

A termékinnováció legfontosabb fejleménye a japán jen alapú hitelek megjelenése a bankok kínálatában. Eddig a lakosság széles körének két banknál váltak hozzáférhetővé a japán jen alapú hitelek. Az új termék népszerűségét jelzi, hogy jelenleg az új banki hitelszerződéseken belül már elérte a 8-10 százalékot, miközben a lakás- és a szabad felhasználású hiteleknel ez az arány még magasabb (2-25. ábra). Az állományból ugyanakkor még „csak” 1 százalék körüli a részesedése. Kockázatot hordoz, hogy a verseny miatt több bank is megjelenhet hasonló konstrukcióval, elősegítve a jen-hitelek további térnyerését (2-4. keretes írás).

2-4. keretes írás: A japán jen alapú hitelek kockázatai

A jen alapú hitelek megjelenését egyértelműen az alacsonyabb nominális kamatszintnek tulajdoníthatjuk, amellyel az ügyfelek alacsonyabb törlesztőrészletet érhetnek el, miközben a bankok kamatmarzsa sem csökken. Korábban az eurohiteleket ugyanezen ok miatt szorították ki a svájci frank alapú hitelek. A japán jen alapú hitelek szerepének növekedésére láthattunk példát Ausztriában az ezredforduló körül, de ott az ügyfelek 2004-re szinte teljesen átváltották jenhiteleiket svájci frankra és jelenleg nem haladja meg a jen részaránya az egy százalékot a portfólión belül.

Az elmúlt években a japán jen forinttal szembeni árfolyama a svájci frankhoz és az euróhoz képest lényegesen nagyobb árfolyamvolatilitást mutatott. Ez főként azzal magyarázható, hogy a japán és az európai gazdaságok fundamentumai között nincs szoros kapcsolat, valamint a japán jen a devizák közötti kamatkülönbözetre alapozott „carry trade” ügyletek egyik fontos finanszírozó devizája. A japán jen árfolyama változékonyságának szemléltetésére az 1999. január és 2008. január közötti időszak napi árfolyamadataiból számított feltételes (GARCH) volatilitást használjuk.

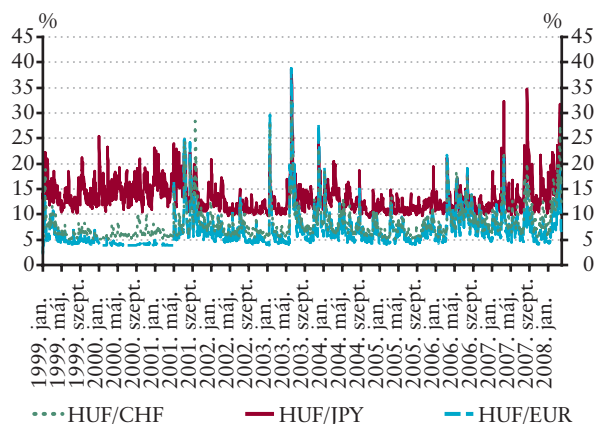
A GARCH-volatilitás alapján elmondható, hogy a jen árfolyamát az elmúlt kilenc év egészében magasabb szintű változékonyság jellemezte, mint a svájci frank vagy az euro árfolyamát (2-26. ábra). Ez azt sugallja, hogy lényegesen nagyobb árfolyamkockázat kapcsolódik a jen alapú hitelekhez, így azok törlesztőrészleteinek jövőbeli alakulásához.

Az egyes devizákban folyósított hiteleknel az árfolyamok és a kamatok volatilitásának hatását a belső kamatra egy szimulációval próbáltuk meghatározni. Ennek keretében 1990. január 1. és 1998. február 1. között havonta induló, 10 éves lejáratú, háromhavonta átárazódó, LIBOR+3,5 százalék kamatozású, annuitásos hitelek belső kamatát (IRR) hasonlítottuk össze. A belső kamat egy olyan ex-post teljeshiteldíj-mutatónak fogható fel, mely a kamatváltozások mellett az árfolyamváltozás múltbeli hatását is tartalmazza.

Az eredmények alapján elmondható, hogy a japán jen alapú hitelek a múltban nem mindig rendelkeztek alacsonyabb belső kamattal az euróban denominált hitelekkel szemben, sőt a svájci frank alapú hitelekkel összevetve többször bizonyult a drágább választásnak a japán jen

2-26. ábra

Egyes devizák GARCH-volatilitása



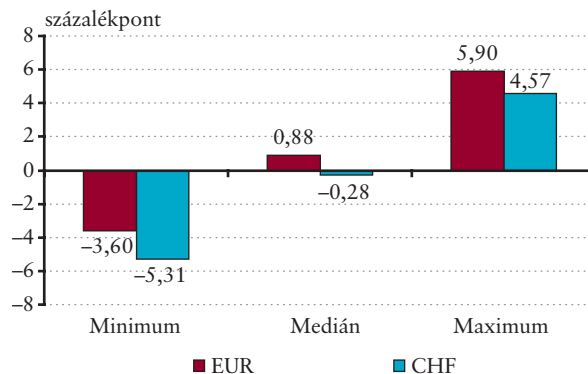
Forrás: MNB.

alapú hitel (2-27. ábra). Különösen szembetűnők a szélső értékek, amelyek nagy szórásról és akár dupla mértékű belső kamatról árulkodnak.

A PSZÁF és az MNB közös ajánlásban⁴⁴ hívta fel a pénzügyi intézmények figyelmét a japán jen alapú hitelek magasabb rendszerszintű kockázataira. Az ajánlásban a japán jen fokozott kockázatának ismertetése mel-

2-27. ábra

1990. január 1. és 1998. február 1. között induló japán jen alapú hitelek éves kamatelőnye az euróban és svájci frankban denominált hitelekhez képest



Forrás: MNB.

lett, az ezen kockázatok felméréséhez és kezeléséhez kapcsolódó követelményekre is javaslatot tett a két felügyeleti intézmény. A fentiek mellett az ajánlás fontos részét képezte a fogyasztóvédelmi szempontok érvényre juttatása, ami a felelős hitelezési gyakorlat használatának és elterjesztésének jelentőségét hangsúlyozza.

A kombinált termékek elterjedése a piacon a stabilitási kockázatokat növeli. A háztartási piacon megjelent kombinált termékek többnyire unit-linked, illetve lakás-takarékpénztári megtakarításokkal összekapcsolt konstrukciók. Ezek közös jellemzője, hogy az ügyfél a banknak csak a kamatokat fizeti, míg a tőkét a kapcsolt terméken gyűjti. A devizahitelek esetében mind a két konstrukciónál megnövekszik az árfolyamkockázat, mivel az annuitásos hitelekkel szemben a lejáratkor érvényes árfolyam a teljes hitelösszegre vonatkozik. A unit-linked termék esetében emellett a kapcsolt befektetésen realizált hozamok alakulása is addicionális kockázati tényezőt jelent.

A termékinnováció mellett a kockázati verseny másik megnyilvánulási formája a kondíciók, illetve a hitelezési feltételek folyamatos enyhítése. Az amerikai másodrendű válság kapcsán a tengerentúlon, illetve több európai országban ár-, illetve nem árjellegű szigorítást vezettek be. Ez alatt az MNB hitelezési felmérésének eredményei alapján a hazai bankok jellemzően lazítanak hitelezési sztenderdjeiken. A lazuló kondíciók (növekvő LTV, hosszabb futamidő) miatt az alacsony pénzügyi kultúrával rendelkező ügyfelek tényele-

ges teherviselő képességüknel magasabb kockázatot vállalhatnak. Az egyes háztartások túlzott eladósodottságának elkerülése érdekében szükséges lenne egy olyan pozitív adósnilyán-tartás létrehozása, amely a hiteleket rendben visszafizető lakossági ügyfeleket összesíti.

A nettó hitelfelvétel további, de lassuló növekedése várható 2008-ban. A makrogazdasági alappálya mentén a reálkeresetek kismértékű javulása és a fogyasztás változatlan szintje mellett elméletileg csökkenhet a hitelre való ráutaltság. Fontos kiemelni azonban, hogy a növekvő munkanélküliség és a lakosság jövedelmi kilátásaival kapcsolatos várakozások jelentős bizonytalanságot hordoznak. Az erős hitelkínálat, azaz a kockázat alapú verseny és az emelkedő forrásköltségek lassú és részbeni áthárítása a háztartási piacon azonban a nettó hitelfelvételt növeli.⁴⁵ A keresleti és kínálati tényezők eredőjeként a nettó hitelfelvétel mérsékelt ütemű, de további növekedése valószínű. Ezt erősítheti, hogy a magyar háztartások nemzetközi szinten is magas ingatlanulajdonlási hányaddal rendelkeznek, bőséges teret engedve jelzálog típusú hitelek további bővülésének.

⁴⁴ Az MNB és PSZÁF közös ajánlása megtalálható: http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbbhu_ajanlas_jen_hitelezesrol.

⁴⁵ Az okokról bővebben lásd A bankrendszer pénzügyi helyzete fejezetet.

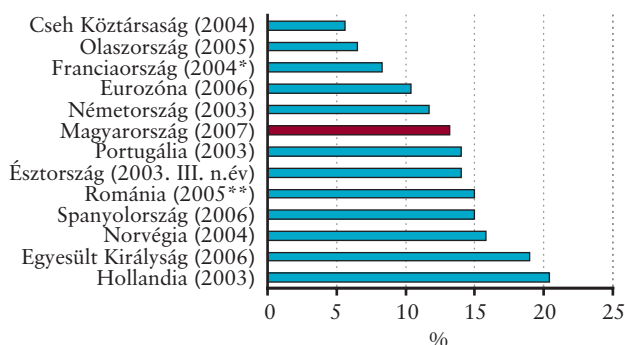
Növekvő eladósodottság, különösen az alsó jövedelmi szegmensben

Az erős nettó hitelfelvétel következtében növekszik a háztartások eladósodottsága. A GDP arányában a magyar háztartások hiteleinek 28 százalékos aránya továbbra is jelentősen elmarad az euroövezetben jellemző 55 százalékos szinttől. A pénzügyi kötelezettségeknek a pénzügyi vagyonhoz viszonyított 33 százalékos aránya viszont már meghaladja a 27 százalékos referenciaszintet.

A látványos hiteldinamikával párhuzamosan a teljes háztartási szektor jövedelemarányos törlesztési terhe is jelentősen emelkedik. A 2007. december végi 13 százalékos mutató⁴⁶ már magasabb érték az euroövezet 10-11 százalékos szintjénél⁴⁷. Meg kell ugyanakkor jegyezni, hogy az átlagos mérték mellett az egyes tagországok között jelentős eltérések tapasztalhatók, így van olyan ország, amelynél a jövedelemarányos törlesztési terhe közel duplája a hazai adatnak (2-28. ábra). A jövedelemarányos törlesztési terhe mérsékeltebb ütemű bővülését eredményezi a jellemzően alacsonyabb törlesztőrészek miatt a devizahitelek térnyerése, illetve a hosszú lejáratú jelzáloghitelek elterjedése, valamint az, hogy az erősödő verseny miatt a bankok eddig korlátozottan hárították át a meglévő ügyfelekre a jelenlegi pénzpiaci turbulenciával kapcsolatos forrásköltség növekedést. Amennyiben az utóbbinak a mértéke emelkedik, úgy a jövedelemarányos törlesztési terhe növekedése is gyorsulhat.

2-28. ábra

A háztartások jövedelemarányos törlesztési terhe nemzetközi összehasonlításban



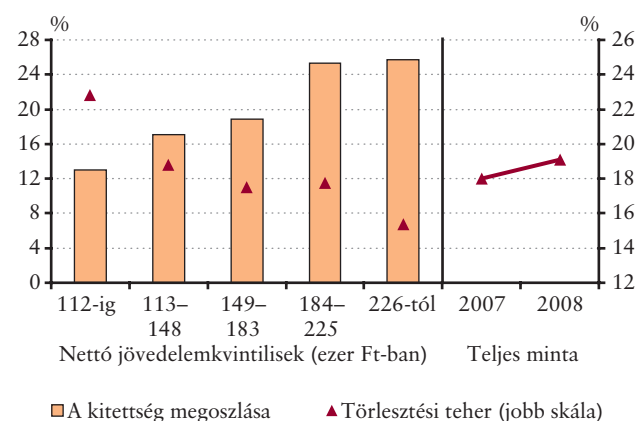
Forrás: Nemzeti jegybankok, EKB, BIS, OECD, MNB.

* Csak jelzáloghitel. ** Éves bérhez viszonyítva.

A hitellel rendelkezők körében is növekszik az adósságteher. Az aggregált mutatókhoz képest pontosabb kép kapható az eladósodottság szerkezetének elemzésével.⁴⁸ A törlesztőösszegnek a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított arányában közel azonos dinamikájú növekedés tapasztalható, mint a teljes háztartási szektor aggregált adatánál. A rendelkezésre álló jövedelemre vetített törlesztési terhe a hitellel rendelkező háztartásoknál 18 százalékról 19,1 százalékra változott (2-29. ábra).⁴⁹

2-29. ábra

A hitelállomány megoszlása és a különböző jövedelmi ötödökbe tartozó háztartások jövedelemarányos törlesztési terhe a kérdőíves felmérés alapján



Forrás: MNB kérdőíves felmérés.

A jövedelemarányos törlesztési terhe a legszegényebb háztartások esetében magas szinten áll. A pénzügyi szektor háztartásokkal szembeni kitettsége továbbra is a magas jövedelmi kategóriába tartozó háztartásoknál koncentrálódik, mely strukturális szempontból kedvezőnek tekinthető, mivel a jövedelemarányos törlesztési terhe ezen háztartások esetében a legalacsonyabb. Ugyanakkor fontos kiemelni, hogy a legszegényebb háztartásoknál a jövedelemarányos törlesztési terhe messze a legmagasabb.

A kedvezőtlen jövedelmi pozícióval párhuzamosan jelentősen csökken a háztartások soktűró képessége. A veszélyeztetettnek és kockázatosnak tekintett háztartásoknál a megélhetési költségek és a hitelek törlesztésére fordítan-

⁴⁶ A mutató értékeléséhez ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy a hitelkiváltások miatti előtörlesztések számottevően befolyásolhatják a mutató értékét, jellemzően annak felülbecslését eredményezik. 2008-tól az adatszolgáltatásokban ilyen típusú információk is rendelkezésre fognak állni, így annak felhasználásával új becsléseket végezhetünk.

⁴⁷ Az összehasonlítást az eltérő időpontra való vonatkozás mellett nehezíti, hogy az egyes adatok jellemzően különböző módszerrel számított becslések, miközben a mutató értékét jelentősen befolyásolhatja például a lakhatás országoként eltérő jellemző megoldása (lakástulajdon szerzése hitellel vagy lakásbérlettel).

⁴⁸ Tavaly első alkalommal elvégzett kérdőíves felméréssel a hitellel rendelkező háztartásokat vizsgáltuk meg. A változások nyomon követése érdekében 2008 elején az adatfelvétel megismétlődött. Az eladósodottság szerkezeti alakulásának ismerete jelentősen megkönnyíti a háztartások hitelkockázatainak megítélését.

⁴⁹ A háztartások eladósodottságának szerkezetéről szóló kérdőíves felmérést az MNB megrendelésére a GfK Hungária végezte el 2008 januárjában.

2-1. táblázat

A veszélyeztetett háztartások és hitelállomány aránya a kérdőíves felmérés alapján

	Veszélyeztetett háztartások aránya		Veszélyeztetett hitelállomány aránya	
	2007	2008	2007	2008
Korrigálatlan negatív sokktűrő képességgel	4,7	8,1	12,9	18,7
12 havi kumulált negatív margin > 2 havi törlesztőrészlet	2,6	6,1	6,2	15,1
10%-kal növelt jövedelemmel korrigált negatív sokktűrő képességgel	2,2	5,0	5,7	14,3

Forrás: MNB kérdőíves felmérés.

dó összegek meghaladják a háztartás összjövedelmét, így negatív sokktűrő képességgel⁵⁰ rendelkeznek. A korábbi felmérésnél a háztartások kevesebb mint 5 százaléka volt veszélyeztetetnek tekinthető, és ezek a háztartások birtokolták a hitelek közel 13 százalékát. A 2008-as felmérés szerint a kockázatos háztartások aránya 8 százalék fölé emelkedett, míg a hitelek közül való részesedésük megközelíti a 19 százalékot (2-1. táblázat és 2-30. ábra).

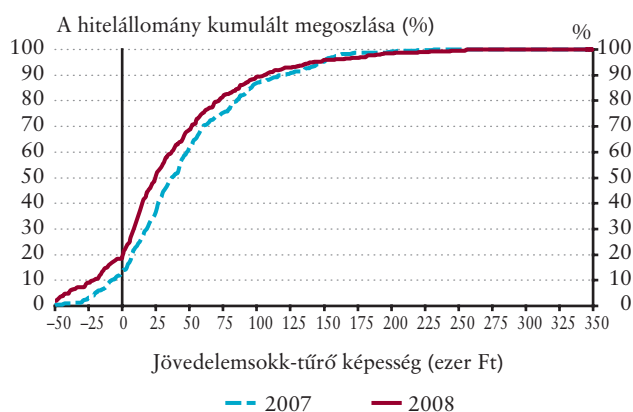
Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a negatív jövedelemsokk-tűrő képesség nem feltétlenül jelent automatikus nem fizetést. Amennyiben kockázatosnak csak azokat a háztartásokat nevezzük, melyeknél a 12 hónap kumulált negatív marginja meghaladja a havi törlesztőösszeg kétszeresét⁵¹, úgy lényegesen kedvezőbb képet kapunk. Tovább csökken a veszélyeztetett háztartások és a hozzájuk kapcsolódó hiteláll-

omány aránya, ha a jövedelmeket 10 százalékkal megnöveljük. Ez alapvetően azzal indokolható, hogy a felmérésben bevallott jövedelmeknél jelentős lefelé történő torzítottság valószínűsíthető⁵².

A hitellel rendelkező háztartások csökkenő megtakarítással rendelkeznek. A romló jövedelmi pozícióval hozható összefüggésbe az is, hogy az eladósodott háztartások egyre kisebb hányada rendelkezik egyre alacsonyabb megtakarítással. Míg a korábbi felmérésben még a háztartások 19 százaléka rendelkezett megtakarítással, addig idén mindössze 12 százaléka (2-31. ábra). Ez egyben azt is jelenti, hogy a hitellel rendelkező háztartások döntő részének nincs semmilyen tartaléka, amit jövedelmi sokk esetén felhasználhatna. Külön kiemelés érdemel, hogy a legszegényebb háztartásoknak mindössze 4 százaléka rendelkezik valamilyen pénzügyi megtakarí-

2-30. ábra

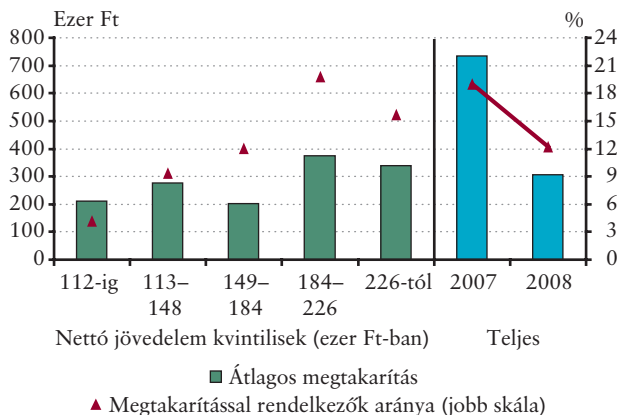
A hitelállomány kumulált megoszlása a különböző jövedelemsokk-tűrő képességgel rendelkező háztartásoknál a kérdőíves felmérés alapján



Forrás: MNB kérdőíves felmérés.

2-31. ábra

A hitellel és megtakarítással rendelkező háztartások aránya és átlagos megtakarítása a kérdőíves felmérés alapján



Forrás: MNB kérdőíves felmérés.

⁵⁰ Jövedelemsokk-tűrő képességen a törlesztőrészlet emelkedésére fordítható – a megélhetési és az induló törlesztőrészlet levonásával kapott – jövedelmet (margin) értjük.

⁵¹ A pusztán a negatív margin szerinti besorolás nem veszi figyelembe, hogy annak nagysága milyen kapcsolatban van a törlesztési összeggel. Ennek megoldására lehet alkalmas a veszélyeztetett háztartásokat a jellemző banki gyakorlattal összhangban úgy kezelni, hogy egy törlesztőrészlet elmaradása még nem tekinthető nem teljesítésnek.

⁵² Erre utalhat, hogy a megkérdezett háztartások jelentős részében alacsonyabb törlesztőrészlet/jövedelem arányt feltételeztek a válaszadók, mint amire a megadott jövedelem alapján számítani lehetett.

2-2. táblázat

A hitellel rendelkező háztartások jövedelemarányos törlesztési terhének érzékenysége

	Mértékek	Árfolyam-leértékelődés (EUR/HUF)			
		0%	10%	20%	30%
Devizakamatok emelkedése	0 bp	19,1%	20,1%	21,1%	22,1%
	100 bp	19,5%	20,6%	21,6%	22,7%
	200 bp	20,0%	21,1%	22,2%	23,3%
	300 bp	20,5%	21,6%	22,7%	23,9%

Forrás: MNB.

tással. Szembetűnő emellett az is, hogy a megtakarítással rendelkezők átlagos pénzügyi vagyona kevesebb, mint a felére esett vissza az előző évhez képest.

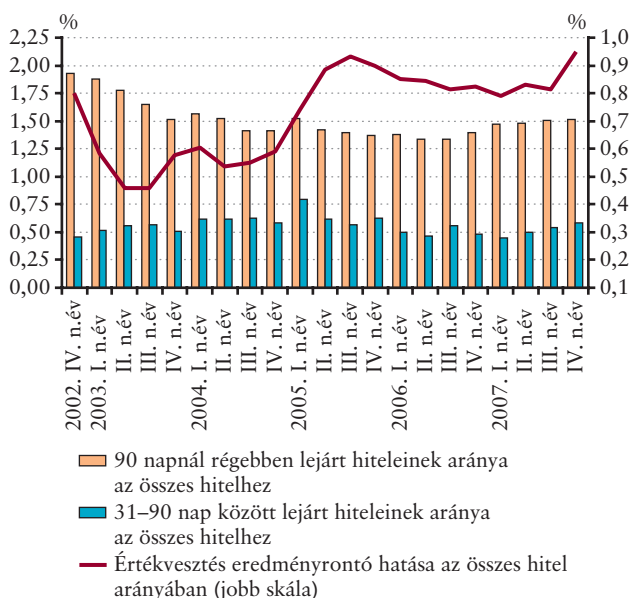
A háztartások jövedelemarányos törlesztési terhe számottevően érzékenyebb az árfolyamváltozásra, mint a devizakamatok elmozdulására. A kérdőíves felmérés adatainak felhasználásával készített érzékenységvizsgálat azt mutatja, hogy a devizakamatok nagyobb elmozdulása is lényegesen kisebb jövedelemarányos törlesztőtéher-növekedést okoz, mint az árfolyam negatív irányú elmozdulása esetén (2-2. táblázat). A háztartások által felvállalt árfolyamkockázat veszélyét növeli, hogy az azonnal megjelenik a törlesztőrészletben, míg a kamatok emelkedése csak a többségében 3 hónapos átárazódási periódust követően. Emellett a bankoknak mérlegelési lehetőségük van a növekvő forrásköltségek hitelkamatokban való áthárításának gyorsasága és mértéke tekintetében.

A belföldi banki háztartási hitelportfólió minősége

A háztartások hitelportfóliójának minősége mérsékelten tovább romlik. A megnövekedett értékvesztésre a beépített kockázati felárak jelenleg még bőséges fedezetet nyújtanak. A dinamikus hitelbővülés ellenére a 90 napnál régebben lejárt hitelek aránya egymást követő öt negyedév óta emelkedik (2-32. ábra). Tovább rontja a portfólióról alkotott képet, hogy egyre több bank esetében bevett gyakorlat a 90 napnál régebben lejárt hitelek automatikus értékesítése követeléskezelő cégek felé, ami nélkül az arányok még magasabbak lennének. Míg a III. negyedévig a háztartások jövedelmi pozíciójának romlása nem emelte érdemben az elszámolt értékvesztés hitelekhez viszonyított arányát, addig a látványosan

2-32. ábra

A belföldi banki hitelportfólió főbb minőségi mutatói



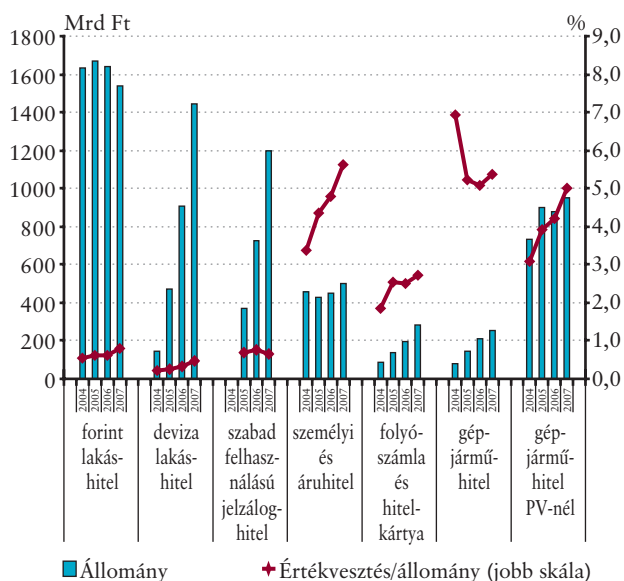
Forrás: MNB.

san bővülő hitelállományok ellenére a negyedik negyedévben a mutató az elmúlt öt év legmagasabb szintjét érte el.

Számottevően növekednek az új mulasztások a hitelre-gisztrterben. A 90 napnál régebben lejárt hitelek növekedésével párhuzamosan a KHR-ben (Központi Hitelinformációs Rendszer, korábban BAR) rögzített mulasztások is látványosan, több mint 50 százalékkal bővültek. Ez annak ellenére következett be, hogy a KHR-be történő bekerülést szigorították,

2-33. ábra

A háztartások hiteleinek értékvesztéssel való fedezettsége a főbb termékek bontásában



Forrás: MNB.

így kevesebb ügyfél van a rendszerben, mint amennyi a korábbi szabályok alkalmazásával lenne.

A bővülő állományok ellenére az értékvesztéssel való fedezettség növekszik. A legnagyobb mértékű értékvesztés a fedezet nélküli hiteleknel válik szükségessé, de már a lakáshitelek esetében is jelentős növekedést figyelhetünk meg az év végére (2-33. ábra). A szabad felhasználású hitelek esetén nem emelkedett az értékvesztéssel való fedezettség.

A portfólió minősége tovább romolhat 2008-ban. A makrogazdasági alappálya kedvezőtlené válása, a hitelportfólió természetes öregedése és az alacsonyabb jövedelemmel rendelkező háztartások magas eladósodottsági szintje a portfólió további romlását valószínűsíti 2008-ban. A növekedési elvárások érdekében a bankok egyre kockázatosabb ügyfeleknek hajlandóak hitelezni egyre kedvezőbb feltételek mellett, ami automatikusan nagyobb értékvesztési igényt feltételez.

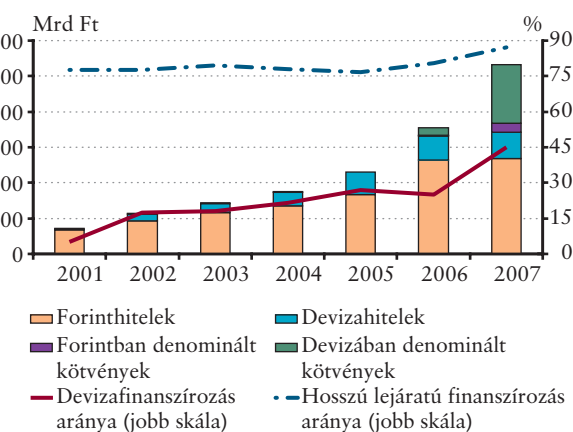
2-5. keretes írás: Az önkormányzati hitelkockázatok

A bankrendszer helyi önkormányzatokkal szembeni kitettsége meredeken nőtt 2007-ben, bár az összbanki mérlegen belül még mindig kis arányt képvisel. A hitel- és kötvényállomány az év során összesen 50 százalékkal bővült, azonban a növekmény kizárólag a helyi önkormányzatok által kibocsátott kötvényekhez kapcsolódik. Ebben a szegmensben a bankok által felvállalt kitettség egy év alatt megnyolcsorozódott (2-34. ábra). A jelentős dinamika és a kapcsolódó kockázatok megítélése miatt érdemes külön foglalkozni a témával.

A finanszírozási igény emelkedésének legfontosabb mozgatórugója a kötvénykibocsátással kapcsolatos szabályok megszigorításától való félelem volt. Ez arra készítette az önkormányzatokat, hogy jövőbeli kiadásaira, valamint az Európai Unió támogatásaira is felkészülve jelentősen növeljék a kötvényfinanszírozás iránti igényüket. A kereslet azért fordult a hitelek felől a kötvények felé, mert a kötvénykibocsátás nem tartozik a Közbiztosítási törvény hatálya alá. Ezzel összefüggésben, a kötvényből történő finanszírozás esetében jóval szabadabban felhasználható a finanszírozási összeg, mint a hitelből történő finanszírozás esetében. Az MNB 2008 januárjában lefolytatott hitelezési felmérése⁵³ alapján ugyanakkor elmondható, hogy az önkormányzatok a jellemzően devizalapú (elsősorban svájci frankban denominált), hosszú lejáratú köt-

2-34. ábra

A belföldi bankok önkormányzati kitettségének alakulása



Forrás: MNB.

vényfinanszírozásból szerzett forrásokat forintbetétekben helyezik el. Így egyrészt alapot képeznek a jövőben várható kiadásokra, másrészt a forint és a svájci frank kamatkülönbözetet is realizálják.

⁵³ Bővebben lásd az MNB 2008 márciusában megjelent hitelezési felméréseiben: http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbbu_hitelezesi_felmeres&ContentID=10803

A hitelkockázat ebben az üzletágban megítélésünk szerint mérsékelt, de emelkedik. Jelentős hitelkockázatot növelő tényezőnek tekintjük, hogy az elmúlt időszakban kibocsátott svájci frank kötvények hosszú távra árfolyamkockázatnak teszik ki az önkormányzatokat, akik erre valószínűleg nincsenek felkészülve. Emellett a beruházási terv nélkül biztosított kötvényfinanszírozás bizonytalanná teszi a bankok számára kihelyezett összeg megtérülését, nem garantálja azt, hogy az önkormányzatok ne napi működésüket finanszírozzák vele. Hitelkockázatot növelő tényezőnek tekintjük az önkormányzati finanszírozási piac magas koncentrátságát⁵⁴, amely arra készteti az új belépőket, hogy nagyon enyhe feltételekkel is hajlandók legyenek finanszírozást biztosítani. Mindennek köszönhetően az önkormányzati finanszírozáson realizált profit elhanyagolható, sőt mivel a bank szempontjából a hitelek és a források közötti marzs negatív, önmagában vizsgálva az üzletágat, rövid távon akár veszteséges is lehet. Ugyanakkor azonban a bankok számos egyéb szolgáltatást nyújtanak az önkormányzatoknak, amellyel jövedelmezőségüket növelhetik.

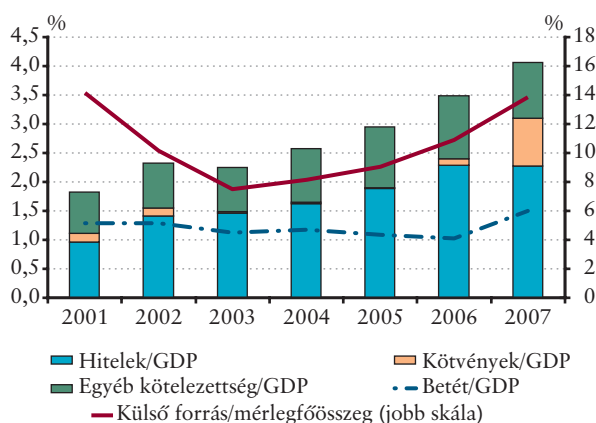
A bankok ugyanakkor az önkormányzati finanszírozást biztonságos és jövedelmező kihelyezésként kezelik. Ennek egyik oka, hogy a nemteljesítés kockázata elhanyagolható, mivel fizetési késedelem esetén számíthatnak az állam, a központi költségvetés segítségére. Emellett hitelkockázatot csökkentő tényező a bevonható fedezetek széles köre. Bár a piaci szereplők elmondása szerint a forgalomképes ingatlanok eléggé terheltek ebben a szegmensben, az önkormányzati bevételek fedezetére történő hitelezés nemteljesítés esetén a megtérülést biztosíthatja. Azonban az adósságrendezési eljárás alatt álló önkormányzat esetében is el kell látni az alapvető feladatokat, ami késleltetheti a hitelezők kielégítését.

A hitelkockázatot csökkenti, hogy az önkormányzati eladósodottság, bár emelkedik, de még nem túlzottan magas (2-35. ábra). Az önkormányzati törvény szabályozza az önkormányzatok éves finanszírozási

korlátját. Ez alapján az önkormányzatok adósságot keletkeztető éves kötelezettségvállalásának felső határa a rövid lejáratú kötelezettségek adott évre eső részével csökkentett saját bevétel éves előirányzatának 70 százaléka, amit még messze nem érnek el. Azonban torzítja a képet, hogy nem tudjuk figyelembe venni az önkormányzati tulajdonú vállalatok hitelfelvételét is, mivel ilyen módon konszolidált adatok nem állnak rendelkezésre.

2-35. ábra

Az önkormányzatok eladósodottságának mutatói és a betétek alakulása



Forrás: MNB.

Összességében úgy ítéljük meg, hogy az önkormányzati hitelezés jelenlegi tendenciái a kockázatok felépüléséhez vezetnek. Bár historikus adatok alapján a nemfizetésből származó potenciális veszteségek szintje alacsony, a jövőben problémát okozhat az önkormányzatok jelentős nyitott pozíciója, valamint az, hogy a nemfizetések számának emelkedése esetén a veszteségek megtérülése bizonytalanná válik.

2.1.3. PIACI KOCKÁZAT

A bankrendszer árfolyam- és kamatkockázatai alacsonyak. Az árfolyamkockázat fedezésében azonban egyre nagyobb szerepet játszik a forint/deviza swappiac, amelynek súrlódásmentes és hatékony működése elengedhetetlen a bankrendszer stabilitása szempontjából.

Az árfolyamkockázat fedezésében jelentős szerepet játszik a forint/deviza swappiac

A bankrendszer teljes nyitott devizapozíciója stabilan alacsony. A bankrendszer mérleg szerinti nyitott devizapozí-

ciója 2007 második negyedétől kezdve látványosan bővül. A bankrendszer egésze jellemzően forint- és euroforrásokat konvertált svájci frankban denominált kihelyezésekké. A bankrendszer mérleg szerinti forint elleni pozícióját külföldiekkel kötött devizaswap⁵⁵ ügyletekkel és a hazai vállalatokkal kötött ügyletekkel azonban nagyrészt semlegesíti (2-36. ábra).

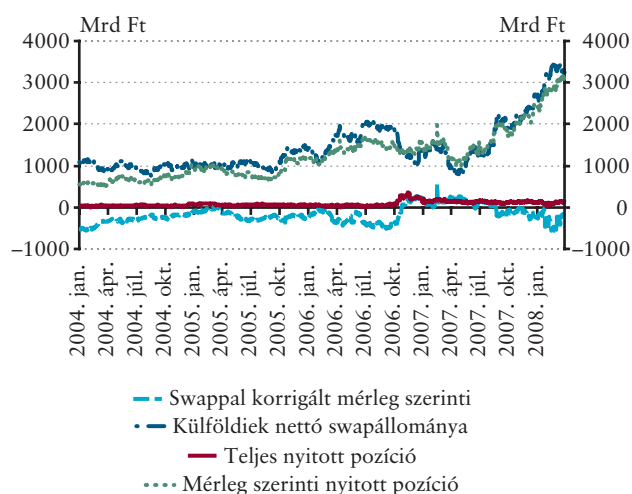
Az árfolyamkockázat fedezésében jelentős szerepet játszik a forint/deviza swappiac. A külföldi szereplők hazai hitelintézetekkel kötött nettó forint/deviza swapállománya jelentősen növekszik. A külföldiek részéről a nettó swapállomány felfutásának hátterében a forint melletti pozíciófelvétel irányváltása és a globális kockázatvállalási kedv csökkenése állhatnak. A devizaswapok segítségével előállítható szin-

⁵⁴ A hitel- és kötvényállományt is figyelembe véve a legnagyobb kitettséggel rendelkező öt szereplő részesedése 91 százalékos, az önkormányzati kötvénykibocsátás tekintetében pedig 97,5 százalékos.

⁵⁵ Az állomány növekedése forint melletti spot lábbal rendelkező swapkötést mutat a külföldiek szempontjából.

2-36. ábra

A bankrendszer deviza nyitott pozíciójának alakulása



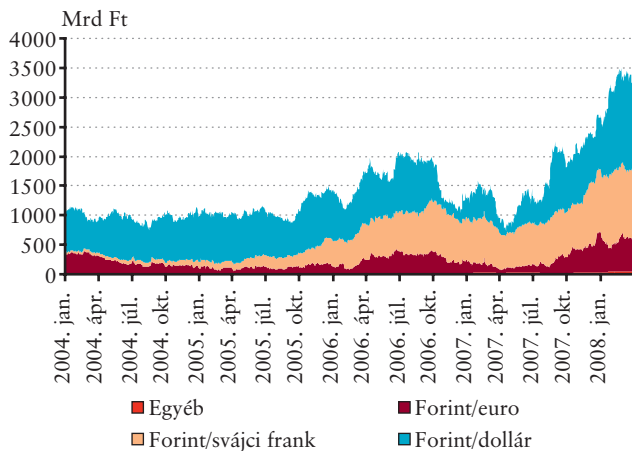
Forrás: MNB.

tikus határidős ügyletek (spot+swap) révén a külföldi szereplők egyrészt rövid forintpozíciókat vesznek fel, másrészt csökkentik az állampapírtartásból származó árfolyamkockázatuk korábban le nem fedezett részét. A rövid lejáratú devizaswap-ügyletek továbbgörgetésével finanszírozott és fedezett állampapír-vásárlás egyben a hozamok csökkenésére játszó kamatpozíció felvételét jelenti.

A swapállományt a forint/svájci frank és a forint/dollár swapok dominálják. A külföldiek spekulatív célú és likviditáskézelési műveleteiket elsősorban a likvid forint/dollár

2-37. ábra

A külföldiek nettó devizaswap-állományának devizanemenkénti megoszlása



Forrás: MNB.

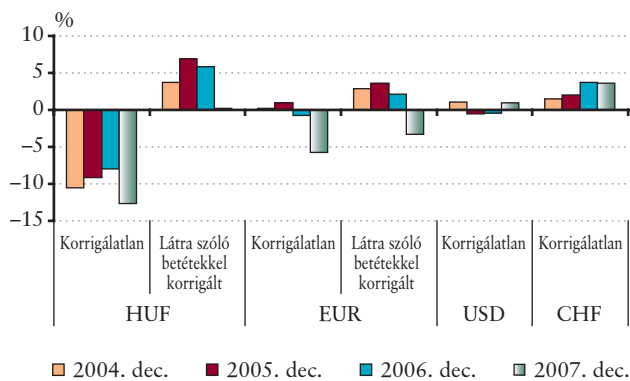
piacon bonyolítják le (2-37. ábra). A bankrendszer forint/dollár swappiacon való részvételét a külföldi ügyfelek kiszolgálása mellett a forintforrások nettó dollárkihelyezésekké konvertálása is indokolhatja. Emellett a bankrendszer a svájci frank alapú hitelezésből eredő árfolyamkockázatát hosszabb lejáratú forint/svájci frank swapműveletekkel, illetve forint/dollár és dollár/svájci frank swapügyletek együttes alkalmazásával előállított ügyletek segítségével mérsékli. Ennek megfelelően a forint/svájci frank nettó swap állomány is jelentősen bővül.

Alacsony szintű kamatkockázat

A bankrendszer kamatkockázata⁵⁶ kismértékben növekszik, de szintje továbbra sem tekinthető magasnak.⁵⁷ Nagy összegű, rövid lejáratú betételhelyezések miatt a forint és az euro esetében az átárazódási rés jelentős mértékben tágul a negatív tartományban (2-38. ábra). Ebből adódóan a kamatrugalmatlan látra szóló betétekkel való korrigálás után a forintátárazódási rés alacsony, de már pozitív tartományba esik. A 3 havi kumulált eurórés alacsony, negatív, míg a dollár átárazódási rése alacsony, pozitív értéket vesznek fel a nettó dollárkihelyezések növekedése miatt.

2-38. ábra

A bankrendszer 3 hónapos átárazódási rése



Forrás: MNB.

Tőkepiaci kitettség kockázatai növekednek

A pénzpiaci turbulencia, főként az állampapír-portfólión veszteséget eredményezhet. A bankrendszer tőkepiaci kitettsége, vagyis a forgatási és befektetési célú állampapírok, a tőzsdére bevezetett részvények és a befektetési jegyek együttes állománya az aggregált mérlegfőösszeg 7-10 százalékát éri el. Ennek meghatározó részét az állampapírok állomá-

⁵⁶ A kamatkockázat tartalmazza a mérlegen belüli és azon kívüli tételeket is.

⁵⁷ A pozitív rés kamatcsökkentés esetén jövedelmezőséget mérséklő, míg kamatemelés esetén eredményt növelő hatással bír.

nya teszi ki. Figyelembe véve, hogy a forintban denominált állampapír-portfólió átlagos hátralévő futamideje több mint két év⁵⁸, egy tartós és jelentős forinthozam-emelkedés esetén a bankrendszer az állampapír-állományon jelentős mértékű veszteséget szenvedhet el attól függően, hogy a bankok a kitettség mekkora részét fedezi (kamatswappal vagy más származtatott termékkel), illetve milyen számviteli eljárásokat alkalmaznak. Rendszerszinten nagy veszteség akkor alakulhat ki, ha a külföldi kötvényeladás megindul, a kockázati prímium jelentősen emelkedik, továbbá tartós és számottevő árváltozást okozó piaci turbulencia esetén a befektetési célú portfólióban is megjelenik a veszteség.

2.1.4. A BANKRENDSZER PÉNZÜGYI HELYZETE

A bankrendszer jövedelmezősége számottevően mérséklődik, azonban annak szintje elegendő ahhoz, hogy a bankrendszer megfelelő mennyiségű tőkét tudjon akumulálni tőke megfelelésének biztosításához. Az eredmény visszaesésében meghatározó szerepe van a forrásköltség emelkedésének, az erősödő verseny miatti szpred szűkülésének, a működési költségek dinamikus emelkedésének és az értékvesztés jövedelemcsökkentő hatásának.

A bankrendszer jövőbeli jövedelmezőségi kilátásait több tényező rontja. Ezek közül kiemelendők a makrogazdasági hatások, az erős kockázatalapú verseny és a forrásköltségek alakulása, illetve áthárítása. A várhatóan tartósan alacsony dinamikus gazdasági növekedés a vállalatoknál a hitelkereslet csökkenését és kismértékű portfólióromlást eredményezhet. A vállalatok kedvezőtlen makrogazdasági környezethez való létszámalkalmazkodása és a bankok kockázatalapú versenye a háztartásoknál portfólióromlást okozhat, miközben a hitelezés erős marad. Az emelkedő forrásköltségek áthárításának lefutása a vállalatoknál várhatóan gyors lesz, tovább csökkentve a hitelkeresletet, miközben a háztartásoknál az áthárítás lassú és részleges marad, ami szűkítheti a szpredet.

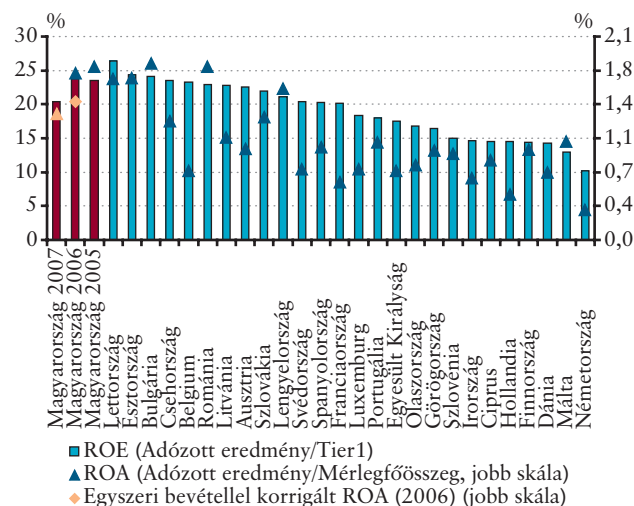
Trendforduló a jövedelmezőségben

A jövedelmezőségi mutatók csökkennek, azonban szintjük továbbra is kielégítő.⁵⁹ A ROE-mutató már elmarad a régió országainak jellemző értékeitől, és egyes fejlett bankszektorral rendelkező országok szintjén áll (2-39. ábra). A ROA-mutató tekintetében még jelentős a hazai bankrendszer előnye a fejlett országokhoz viszonyítva, miközben a feltörekvő országokhoz képest egyes esetekben számottevő a le-

maradás. A jövedelmezőségi mutatók visszaesése nem kizárólag az elmúlt egy év eseménye, mivel a 2006-os évben a hazai bankrendszer jövedelmezőségi mutatóit segítette néhány jelentős nagyságrendű egyszeri bevétel. Ezekkel kikorrigálva az idősort, már 2006-ban is jelentősen csökkenő mutatószámokat figyelhetünk volna meg.

2-39. ábra

A ROE- és ROA-mutatók nemzetközi összehasonlításban (2006)



Forrás: EKB, MNB.

A bankok többségénél mérséklődik vagy stagnál a ROE-mutató. A ROE-mutatók eloszlása alapján a bankok egyedi teljesítménye piaci súlyuk alapján döntően a 20-30 százalékos sávba esik és csökkenő extremitásokat mutat⁶⁰. A bankok közel kétharmadának mérséklődik vagy stagnál a ROE-mutatója, a számottevő javulást felmutató bankok között mind kisebb specializált, mind univerzális bank található. A jövedelem nominálisan is csökken, a bevételi oldal növekedési ütemét kétszeresen meghaladja a költségelemek növekedési üteme (2-40. ábra). Bevételi oldalon egyedül a pénzügyi műveletek eredménye emelkedik számottevően, elsősorban a befektetési szolgáltatási tevékenységből származó eredménynek köszönhetően.

Továbbra is a kamatjövedelem a bevételek fő forrása, ennek következtében a jövedelmezőség sérülékeny. A hazai bankrendszer bevételi szerkezete európai viszonylatban alacsony diverzifikáltságú, a kamatjövedelem adja a bevételek közel kétharmadát, miközben a jutalék- és díjbevételek aránya alacsony. Ennek következtében a kamatjövedelem stagnálása érzékenyen érintette a bankrendszer jövedelmi pozíció-

⁵⁸ Ezen belül a forgatási célú portfólió átlagos hátralévő futamideje 1 év, a befektetési célú portfólióé 2,5 év.

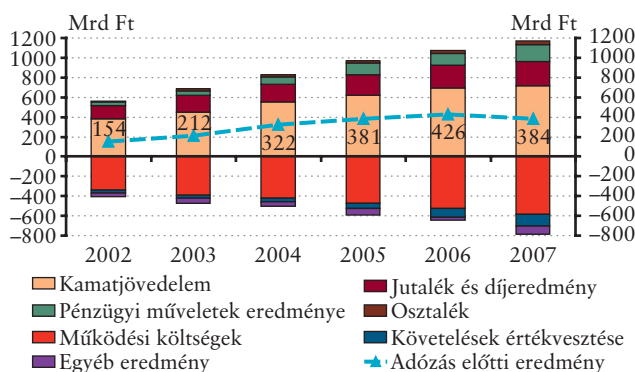
⁵⁹ A jövedelmezőségi mutatók számítási módja nemzetközileg harmonizált, azonban az összehasonlíthatóságot torzíthatja, hogy a hazai adatok előzetes, nem konszolidált egyedi banki adatokon alapulnak.

⁶⁰ A bankok ROE megoszlását lásd a Melléklet 50. ábráján.

ját. A szpred mind a kiadási, mind a bevételi oldalról nyomás alá került. A hazai bankrendszer forrásszerkezete romlik, növekszik a drágább külföldi – jellemzően anyabanki és egyéb hitelintézeti –, valamint a hazai hitelintézeti forrásokra való ráutaltság, miközben a háztartási és a vállalati szektor finanszírozási szerepe csökken. Ezen előnytelen adottság miatt a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság által is hajtott általános külföldi bankközi kamatonövekedés, valamint a forintesközökkel szemben elvárta, a kockázati prémium emelkedése miatt megemelkedő forinthozamszint növeli a kamatköltségeket. A költségnövekedés nagy részét a bankrendszer nem, vagy csak kisebb arányban hárítja át az ügyfelekre, amiatt a kamatfelárak csökkennek. A háztartási hitelezés eredményét tovább mérsékli, hogy a hitelközvetítők szerepe – így a számukra fizetett jutalékok összege – növekszik, bizonyos termékeknél az új folyósítások fele már ezen az értékesítési csatornán történik. A fiskális kiigazítás egyik következményeként a háztartások eladósodottsága a fogyasztásimítás következtében emelkedik, azonban jellemzővé vált, hogy a magasabb banki jövedelmet biztosító hiteltermékeket a háztartások jellemzően devizaalapú szabad felhasználású jelzáloghitelekkel váltják ki, további nyomás alá helyezve a kamatbevételeket.

2-40. ábra

Az adózás előtti eredmény és főbb összetevőinek alakulása



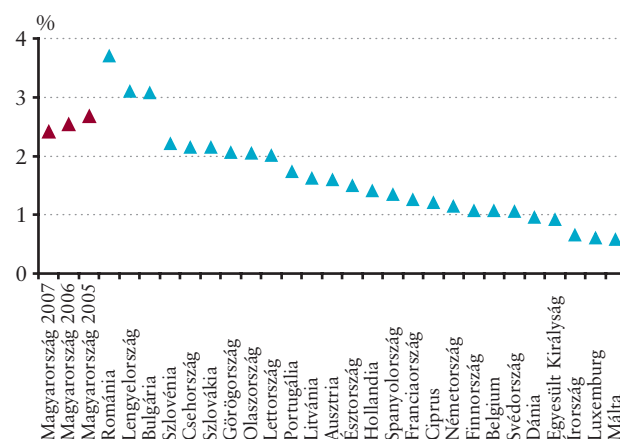
Forrás: MNB.

A bankrendszer a hatékonyságnövelés helyett a kockázatalapú versenyt fokozza. A hazai bankrendszer költség/mérlegfőösszeg mutatója javul ugyan, azonban annak szintje nemzetközi összehasonlításban továbbra is magas (2-41. ábra). A mutató javulása főként annak köszönhető, hogy a továbbra is jelentős költségnövekedési dinamikát meghaladta a hitelállomány bővülésének üteme, a pénzügyi közvetítés mélyülése. Az elmúlt évek kiemelkedő jövedelmezősége nem ösztönözte a bankrendszert jelentősebb hatékonyságnövelő intézkedések megtételére. A bankrendszer

hatékonyságának javítása helyett úgy próbálja fenntartani jövedelmezőségét, hogy erős kínálati nyomást gyakorol az ügyfelekre. A háztartási hitelezési piacon erősödő verseny miatt a bankok intenzív hálózatépítést folytatnak⁶¹, ezzel összefüggésben növekszik az alkalmazottak száma és az ügyfelek megszerzése érdekében egyre többet költenek marketingcélokra (2-42. ábra). A kockázatalapú verseny is erősödik a bankok között, ami főként az egyre kockázatosabb termékek fejlesztésében és a hitelezési feltételek enyhítésben ölt testet. A kockázatalapú verseny erősödése, és az erő hitelportfólió

2-41. ábra

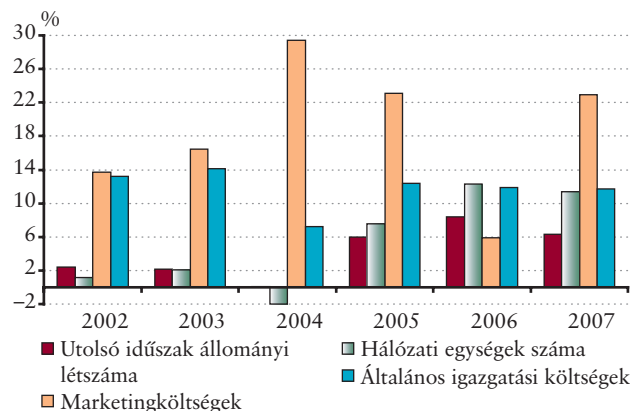
A bankrendszer hatékonyságának (általános igazgatási költségek/mérlegfőösszeg) nemzetközi összehasonlítása⁶² (2006)



Forrás: EKB, MNB.

2-42. ábra

Az állományi létszám, a hálózati egységek száma, a marketingköltségek és az általános igazgatási költségek éves növekedési üteme



Forrás: MNB.

⁶¹ Részben árnyalja a képet, hogy az EU 27 egy bankfiókra eső lakosságmutatója (2006: 2216 fő) kisebb a hazainál (2007: 2979 fő), országunk ezen mutató alapján a közepes mértékben helyezkedik el.

⁶² A hazai mutatók előzetes, nem konszolidált egyedi banki adatokból számítottak.

következményeként az értékvesztés-elszámolások nettó eredményrontó hatása dinamikusan emelkedik a bankrendszerben. A kockázatalapú verseny erősödését stabilitási szempontból negatív jelenségnek tartjuk, mivel az ebből származó rövid távú jövedelmezőségi előnyök a kockázatok realizálódásával hosszabb távon eltűnhetnek, sőt a hitelezés jelentős lassulásával ellentétes irányban befolyásolhatják a bankok jövedelmezőségét és tőkehelyzetét, azaz a pénzügyi rendszer sokk-ellenállóképességét.

A bankrendszer jövedelmezősége⁶³ az alappálya mentén is tovább csökkenhet 2008-ban⁶⁴. A kedvezőtlen makrogazdasági és pénzpiaci környezet, a háztartások növekvő sérülékenysége és a kockázatalapú verseny erősödése miatt a hazai bankrendszer jövedelemtermelő képessége várhatóan tovább romlik. A hazai bankok leánybankjai jelentős hitelezési potenciállal rendelkeznek, melyek pozitívan hathatnak a hazai bankrendszer jövedelemtermelő képességére. Ugyanakkor egyes leánybanki fertőzési csatornák⁶⁵ sérülékenyebbé tehetik a hazai bankrendszert a külső sokkokra.

A lassuló gazdaság miatt a vállalati hitelezés visszaeshet, miközben a bankok kínálati nyomása a háztartási hiteldinamikát fenntarthatja. A romló nemzetközi és hazai gazdasági növekedési kilátások visszahatnak a bankrendszeri folyamatokra. A lassuló növekedésű külpiacon és az ennek hatására is lassuló, tartósan alacsony növekedésűvé váló hazai gazdaság visszavetheti a vállalatok hitelkeresletét a beruházások alacsony bővülésén keresztül. A reálbérek kismértékű korrekciója mellett a lassuló gazdaság következménye lehet a növekvő munkanélküliség, ami a háztartások jövedelmi pozícióját összességében kedvezőtlenül érintheti, rontva a hitelportfólió minőségét. A háztartási szegmensben a bankok erős kínálati nyomása várhatóan azt eredményezi, hogy a hitelezési dinamika magas marad, azonban a kockázatalapú verseny erősödésével a hitelezési kockázat emelkedik, ami tovább ronthatja a portfólió minőségét.

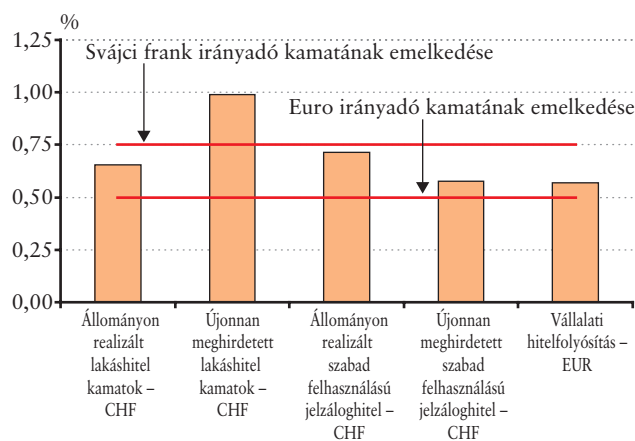
A kockázati felárak növekedése pénzügyi veszteségekhez vezethet. Miközben a hazai bankrendszernek közvetlen kitétsége nincs a másodrendű jelzáloghitel-piaci válsággal kapcsolatban, annak közvetett hatásai érvényesülnek. Ilyen hazai hatás a kockázati felárak, a volatilitás növekedése. A kockázati felárak emelkedése egyes fedezetlen banki pozíciókon pénzügyi veszteségekhez vezethet. 2008. márciusban a hazai állampapír-piacon a likviditás szűkülésének jelei mutatkoztak, melyet jelentős hozamemelkedés és szokatlan mérték-

ben kitáguló swapszpred kísért⁶⁶. Ennek következtében egyes bankok jelentős veszteséget realizálhattak.

Az emelkedő forrásköltségek a vállalatoknál nagymértékben, a háztartásoknál azonban csak részben kerülhetnek áthárításra 2008-ban. Az elhúzódó, mélyülő amerikai jelzáloghitel-piaci válság magasabb szinten tartja mind a külföldi, mind a belföldi források árát, emiatt a bankrendszer forrásköltségei is tovább emelkedhetnek. A növekvő forrásköltség nagyrészt a kockázati prémiumok emelkedésének, kisebbrészt pedig az EKB és svájci jegybank növekvő referenciakamatainak eredménye. Egyes anyabankok leánybankjainak esetében a forrásköltségek emelkedése határozottabb lehet, illetve az anyabanki források megújításának kockázata is növekedhet. A források hiánya miatt növekvő betétgyűjtési verseny és a forintszeközökkel szemben elvárt kockázati felár emelkedése a betéti kamatok növekedésében is lecsapódik. Amennyiben a várhatóan hosszabb távon is fennmaradó magasabb forrásköltségeket a bankok piaci részarányt megtartó vagy növelő stratégiájuk miatt nem, vagy csak részlegesen hárítják át az ügyfelekre, szpredjük csökkenni fog. Ha a forrásköltségek növekedését áthárítják, a mértéktől és az ügyféltől függően kihat a jövedelmezőségen kívül a portfólióminőségre és a hitelkereslet alakulására is. A kamattisztika jelenleg csak korlátozott mértékű forrásköltség-áthárítást mutat (2-43. ábra). A forrásköltség további növekedése mellett az áthárítás mértékének emelkedése valószínűsíthető. A vállalati hiteleknel az erős verseny és az emiatt ala-

2-43. ábra

A háztartási és vállalati hitelek kamatának változása 2007. január és 2008. január között



Forrás: EKB, MNB.

⁶³ Az egyedi hatásoktól tisztítva.

⁶⁴ A felsorolt csatornák egy része az MNB 2008. márciusi hitelezési felmérése és a piaci szereplőkkel történt egyeztetéseken – úgynevezett „piactudáson” („Market Intelligence”) – alapul.

⁶⁵ Ezen csatornákat részletesen lásd: MNB *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* (2007. április) 2-4. keretes írás.

http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_stabil&ContentID=9554

⁶⁶ Az állampapír-piaci eseményekről és azok háttéréről bővebben lásd a 2-1. keretes írást.

csony marzsok következtében az átárazódás gyors és nagymértékű lehet, míg a háztartási piacon a kisebb verseny miatt kialakuló magasabb marzsok és a bankok piacirészarány-növelő stratégiáinak eredményeként az áthárítás csak lassú és részleges maradhat.

Csökken a háztartások sokktűrő képessége, emiatt növekszik a hitelezési kockázat. A portfólió minőségére az árfolyam/kamat volatilitás megnövekedése közvetlenül is hat, mivel a döntően természetes fedezet nélküli háztartási hitelek devizarészaránya magas, és egyre több háztartás, főként a szegényebb rétegekben éri el az eladósodottság azon szintjét, amely mellett egy árfolyam- vagy kamatsokk a hitelek bedőléséhez vezethet⁶⁷.

Folytatódik a háztartási hitelportfólió átrendeződése a magasabb jövedelmet biztosító termékek rovására. Az elmúlt évben tipikussá vált, és várhatóan 2008-ban is jellemző lesz, hogy a háztartások a magasabb marzsú, így nagyobb törlesztőrészlettel rendelkező hiteleiket kiváltják, jellemzően hosszabb lejáratú, a bankoknak alacsonyabb marzsot biztosító szabad felhasználású deviza-jelzáloghitelre. A bankoknak korábban magas marzsot biztosító támogatott jelzáloglevél alapú forintbitelek egy része 2008-ban át fog árazódni. Amennyiben a növekvő kamatkörnyezet következtében ezen biteleknél a háztartások növekvő törlesztőrészletekkel fognak szembesülni, elképzelhető, hogy ezen bitelek egy részét is átváltják szabad felhasználású deviza-jelzáloghitelre.

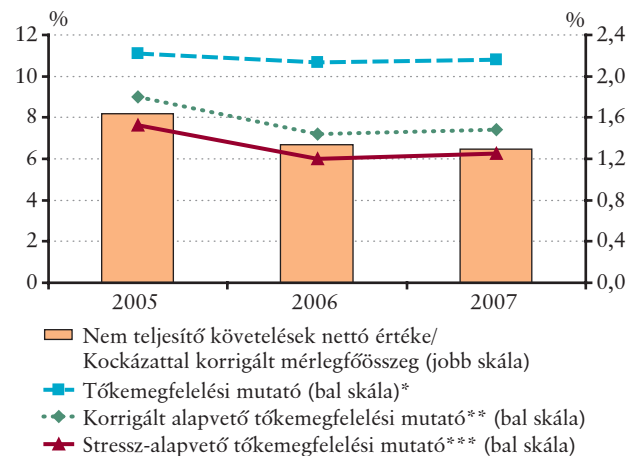
A külföldi leánybankok magas növekedési potenciállal rendelkeznek, azonban fertőzhetik a hazai bankrendszert. A hazai bankok leánybankjai jellemzően nagy hitel-növekedési és -jövedelmezőségi potenciállal bírnak, ami stabilizálhatja a hazai bankrendszert. A régióban bizonyos országokban azonban érzékelhető a gazdaság túlhevülése, melynek esetleges korrekciója visszahathat a hazai bankokra, ha leányai jövedelmezőségi sokkot szenvednek el saját piacikon.

Stabil tőkehelyzet

Továbbra is stabil a bankrendszer tőkeellátottsága. A bankrendszer tőkeegyelelési mutatója, a várhatóan visszaforgatásra kerülő eredmény⁶⁸ is figyelembe véve csak kismértékben csökken és továbbra is biztonságos szinten áll. A bankok sikeresen pótolják tőkeszükségletüket az eredményből történő belföldi tőkeakkumuláción keresztül. A korrigált alapvető tőkeegyelelési mutató és a stressz-tőkeegyelelési mutató kis mértékkel javul (2-44. ábra).

2-44. ábra

A tőkeegyelelési mutató (TMM), a korrigált alapvető TMM és stressz-TMM alakulása (becsült eredmény visszaforgatással korrigálva)



Megjegyzések:

* Kockázatok fedezésére figyelembe vehető szavatoló tőke / (Kockázatok fedezéséhez szükséges minimális szavatoló tőke * 12,5)

** (Alapvető tőke - levonások) / (Kockázatok fedezéséhez szükséges minimális szavatoló tőke * 12,5)

*** (Alapvető tőke - levonások - nem teljesítő mérlegtételek nettó értéke) / (Kockázatok fedezéséhez szükséges minimális szavatoló tőke * 12,5 - nem teljesítő mérlegtételek nettó értéke)

Forrás: MNB.

A bankok aktívan menedzselik tőkepozíciójukat.

A várható eredmény visszaforgatásával nem korrigált egyedi tőkeegyelelési mutatók minden esetben meghaladják a minimális 8 százalékos szintet. Azon bankok piaci súlya növekszik, melyek jellemzően 8-10 százalék körüli mutatót tartanak. A nagyobb hitelintézetek aktívan menedzselik tőkéjüket, azt tudatosan tartják 1-2 százalékponttal a törvényi minimum fölött. A törvényi minimumot lényegesen meghaladó mutató azon kisebb bankokat jellemzi, melyeknél a nagyhitel-korlát karbantartása miatt tőketöbblet tartása szükséges.

A tőkeallokációs pozíció kedvezőtlené válhat. A jövőben problémaként merülhet fel, hogy a hazai bankrendszer hátrébb sorolódik a tulajdonos bankok tőkeallokációs döntései során. Ennek fő oka a tartósan lassúvá váló gazdasági növekedés, a hiteldinamika visszaesése és a jövedelmezőség csökkenése lehet. A pénzpiaci turbulencia a hazai bankok tőkehelyzetére nem hatott közvetlenül, és az anyabankok fizetőképessége sem került veszélybe.

⁶⁷ Bővebben lásd Hitelkockázatok fejezet Háztartási alfejezetét.

⁶⁸ A bankok eltérő stratégiát folytatnak a visszaforgatás során. Egyes bankok eredménytartálékba helyezik az adózott eredményt, mások osztalékként kifizetik, majd a tulajdonos jegyzett tőke vagy alárendelt kölcsöntőke formájában bocsátja azt a leánycég rendelkezésére.

2.1.5. STRESSZTESZT

A makrogazdasági kockázati pálya bankszektorra gyakorolt hatásainak elemzéséhez stresszteszt használható. Ezek eredménye szerint az alternatív kockázati pálya a teljes bankrendszer szintjén nem okozna komoly veszteségeket, a bankszektor tő-

kemegfelelése a stressz-forgatókönyv mellett is kielégítő maradna. Az egyedi banki eredmények ugyanakkor rámutatnak arra, hogy bizonyos bankok esetében a sokk hatására elszenvedett veszteség jelentős lehet. A legnagyobb veszteségek a vállalati és lakossági hitelezésből származnának. (A stresszteszt módszertanáról bővebben lásd a 2-6. keretes írást.)

2-6. keretes írás: A stressztesztek módszertana

A stresszteszt során számszerűsítettük, hogy a makrogazdasági környezetről szóló fejezetben bemutatott alap- és sokkforgatókönyv mellett mekkora veszteséget/nyereséget szenvednének el az egyes bankok, illetve a bankszektor egésze. A sokk hatásait úgy értelmeztük, mint az alap forgatókönyvhöz képest elszenvedett addicionális veszteségeket/nyereségeket. Az eredmények értékeléséhez a számított veszteségek nagyságát a bankok szavatoló tőkéjére vetítettük, hiszen a tőke az, ami a szélsőséges sokkok hatását hivatott fedezni. A stressztesztet integrált keretben végeztük, amennyiben ugyanazoknak a forgatókönyveknek a hatását vezettük végig az általunk legfontosabbnak tartott csatornákon keresztül. Az ezek közötti esetleges kölcsönhatásokat azonban nem tudtuk figyelembe venni. A gyakorlat statikus, a 2007 végi kitettségeket és tőkenagyságot változatlanul vettük a teljes 2 éves időhorizonton. Így nem számoltunk azzal, hogy változhat a portfóliók összetétele és nagysága; hogy a jövedelmezőség alakulása hatással lehet a tőke nagyságára; hogy megváltozhat az átárazási szerkezet vagy a deviza nyitott pozíció stb. A következő csatornákon keresztüli hatásokat vettük figyelembe a számítások során:

– A vállalati és lakossági hitelportfólió értékének változása a sokkforgatókönyv hatására. Itt a veszteséget a szokásos módon, a kitettség, a nemteljesítés valószínűsége és a nemteljesítéskori feltételes veszteségráta szorzataként számítjuk ($EAD \cdot PD \cdot LGD$). A PD-becslésekhez két korábbi tanulmány eredményeit hasznosítottuk. A vállalati PD-számításhoz felhasznált modell⁶⁹ az ágazati, valamint aggregált csódráták és a makrokörnyezet közötti kölcsönhatásokat becsli. Az eredmények alapján a GDP, az árfolyam, annak volatilitása, a külföldi kamat és a vállalati eladósodottság van jelentős hatással a hitelkockázatokra. A lakossági PD-becslésekhez egy lakossági felmérésből származó információkon becsült modellt alkalmaztunk.⁷⁰ Ez a modell a lakosság ren-

delkezésre álló jövedelmének, a munkanélküliségnek, az árfolyamnak és a kamatoknak a hatásait tudja megmutatni.

- A banki könyvi kamatkockázatok számításához duration alapú megközelítést alkalmaztunk, külön a forint- és a devizakamat-kitettségekre. A hozamgörbe párhuzamos eltolódását tettük fel, azonnali és teljes átárazódást feltételeztünk és eltekintettünk az opciós kockázatoktól.
- Az árfolyamváltozás hatásait a banki deviza nyitott pozíciókon vizsgáltuk. Emellett az árfolyamváltozás hatása megjelenik a hitelkockázati modellekben is.
- A 2 éves időhorizont nem teszi lehetővé, hogy a kereskedési könyvi piaci kockázatokat is bevonjuk az elemzésbe – ahol 1-2 hetes időhorizonton van csak értelme a hatásokat vizsgálni.

A megközelítés további hiányossága, hogy nem tudunk kvantitatív előrejelzéseket adni a jövőbeli várható nyereségekre – hiszen a tőke mellett a nyereség is jelentős pufferként szolgálhat a sokkok hatásának elnyelésére. Továbbá bizonyos paraméterekre csak közelítő feltevéseket tudunk tenni. Mint később látható, az eredmények érzékenyek ezekre a feltevésekre, különösen arra, hogy mit gondolunk az LGD (loss given default) nagyságáról pontosabban annak sokk miatti változásáról.

A számításokhoz alapesetben a lakossági portfóliónál a jövedelemtartálék-számításon alapuló modellt, a vállalatinál az ágazat specifikus modelleket használtuk. Mindkettőnél feltettük, hogy az LGD 10 százalékponttal nő az alap forgatókönyvhöz képest. A kamat- és árfolyamkockázatnál a banki könyv értékében bekövetkezett változást vettük.

⁶⁹ Bővebben lásd a Valentinyiné Endrész Marianna–Vásáry Zoltán (2008): Makro stresszteszt ágazatspecifikus csódráta-modellekkel, MNB Füzetek 2008/2. http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_mnbfuzetek&ContentID=10828

⁷⁰ Bővebben lásd Holló Dániel–Papp Mónika (2007): A háztartási hitel-kockázat becslése: egy kérdőíves felmérés tanulságai, MNB-tanulmányok 70. http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_mnbtanulmanyok&ContentID=10496

A kockázati pálya⁷¹ mentén feltételezett sokk két év alatt a bankok tőkéjének több mint 15 százalékát emésztene fel (2-45. ábra).⁷² Ennek következtében a bank-szektor tőke megfelelési mutatója⁷³ 9,9 százalékról (2007 végi állapot) 9,1, ill. 8,4 százalékra csökkenne 2008, ill. 2009 végére. Ez azt jelenti, hogy a sokk ellenére is a minimum, vagyis 8 százalék fölött marad az aggregált TMM, de mint később látni fogjuk, a bankonkénti hatások széles skálán mozognak.

A sokk elsősorban a hitelezési veszteségeken keresztül hat a bankokra, a banki könyvi kamat- és az árfolyam-kockázat hatása elhanyagolható. A hazai bankszektornak továbbra is a hitelkockázatok jelentik a legnagyobb veszteséforrást. Ami a piaci kockázatokot illeti, a forint enyhe leértékelődése a hosszú devizapozíciók miatt ugyan kicsi, de pozitív

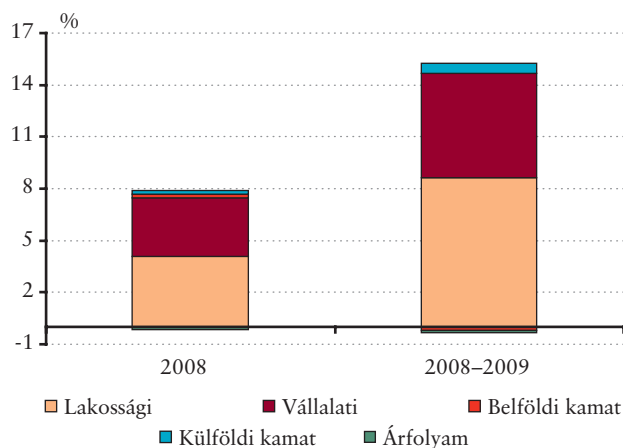
hatást fejt ki. A külföldi kamatváltozás okozta átárazási veszteség azért alacsony, mert a mérleg devizatételeinél kicsi az átárazási rés (az eszközök ugyan hosszú lejáratúak, de rövid átárazásúak). A forinttételknél ugyan nagyobb a kitettség, de ott igen kicsi a különbség a két forgatókönyv kamat-előrejelzése között.

Az eredmények igen érzékenyek az LGD alakulására.

Több tanulmány kimutatta, hogy nemcsak a csődválószínűség, hanem az LGD⁷⁴ is együtt mozog az üzleti ciklussal. Ezért a kockázati forgatókönyv szerinti jelentős GDP-visszaesés miatt a sokk esetében várhatóan megnövekszik a veszteségráta. A modellünkben az LGD 10 százalékponttal változik, ami megfelel a hozzáférhető nemzetközi tapasztalatoknak. Az LGD változatlansága esetén a sokk teljes hatása mintegy harmadára csökkenne.

2-45. ábra

Kockázati pálya mentén realizált veszteségek kockázattípusonként, a szavatoló tőke arányában



Megjegyzés: A 2008 az egyéves, a 2008–2009 pedig a kétéves kumulált hatásokat mutatja.

Forrás: MNB.

A kockázati pályából adódó veszteségek nagysága jelentősen szóródik a bankok között. A sokk forgatókönyvek alappályához képesti hatása két éves időhorizonton kerül megvizsgálásra. A piac jelentős százalékát képviselő bankok jellemzően a szavatoló tőkéjük 10-20, illetve 20-30 százalékának megfelelő veszteséget szenvednek el a sokk hatására (2-3. táblázat). A szavatoló tőke 30 százalékát meghaladó veszteséget két, a piac 5,8 százalékát képviselő bank könyveli el. A legkisebb tőkearányos veszteséget a bankoknak viszonylag nagyszámú, ám relatíve kis súlyú csoportja szenved el. Ezek jellemzően elhanyagolható hitelezési tevékenységet végző és/vagy túltőkésített bankok.

A bankok nagy részének a sokk hatására sem csökken a tőke megfelelési rátája 8 százalék alá.

A piac közel harmadát képviselő hat bank tőke megfelelési rátája csak kismértékben csökken 8 százalék alá a két éves időhorizonton elszenvedett veszteségek hatására, míg további két bank tőke megfelelése valamelyest nagyobb mértékben, 6 és 7 százalék közötti

2-3. táblázat

A bankok számának és piaci részesedésének megoszlása a szavatoló tőkére vetített veszteség szerint

	Tőkearányos veszteség			
	0–10%	10–20%	20–30%	30%–
Db	14	12	7	2
Részesedés (%)	30,8	49,2	14,1	5,8

Megjegyzés: Kétéves kumulált hatások.

Forrás: MNB.

⁷¹ A kockázati pályában foglaltnál nagyobb leértékelődés hatását a háztartási hitelkockázatokra bővebben lásd a 2-2. táblázatban.

⁷² Ez a vállalati hitelkockázat esetén nem ragadja meg a teljes hatást, mert a makrofolyamatok perzisztenciája miatt még legalább egy év kell, hogy a sokk hatása lecsengjen.

⁷³ A hagyományos, Basel 1 szerinti tőke megfelelésen alapuló elemzést az indokolja, hogy ugyan 2008-tól már az új uniós tokekovetelmény-szabályok (CRD) lesznek érvényben, az ennek megfelelő adatok még nem állnak rendelkezésre.

⁷⁴ Alapesetben a következő LGD-értékekkel számoltunk: vállalati hitelek: 50 százalék; lakossági jelzáloghitelek: 10 százalék, gépjárműhitelek: 30 százalék; fedezetlen lakossági hitelek: 70 százalék.

2-4. táblázat**A bankok tőke megfelelési mutatójának⁷⁵ megoszlása a kockázati pálya mentén**

	Tőke megfelelés				
	0-4	4-6	6-7	7-8	8-
Db	1	3	2	6	24
Részesedés (%)	5,1	3,2	3,4	33,1	55,0

Megjegyzés: Kétéves kumulált hatások. Az értékek a tőke megfelelési mutató százalékban értendő.

Forrás: MNB.

sintre romlik (2-4. táblázat). Ennél radikálisabban négy, viszonylag kis eszközállománnyal rendelkező, együttesen 8 százalékos piaci részesedésű bank mutatója csökken. Ez azt mutatja, hogy a bankok többsége rendelkezik olyan nagyságú tőkepufferrel, ami elegendő a sokkok hatásainak elnyelésére. Ugyanakkor lehetnek a piacnak olyan, akár viszonylag nagy szereplői is, akik érzékenyen reagálnak a kedvezőtlen változásokra.

Az eredmények értékelésénél két tényezőt érdemes figyelembe venni. Egyrészt a veszteségek tőkét érintő mértékét csökkentheti, hogy a megtermelt éves nyereség is jelentős pufferként szolgál. Mivel a jövedelemre nincs megbízható előrejelzés, ennek hatása nem lett figyelembe véve. Másrészt a hazai bankrendszer erős tulajdonosi bázissal rendelkezik, ami a pótlólagos tőkebevonást megkönnyítheti.

⁷⁵ A modell statikus, vagyis a két év alatt elszenvedett veszteséggel csökkentett szavatoló tőkét a 2007 év végi kockázattal súlyozott eszközállományra vetítjük.

2.2. A nem banki pénzügyi közvetítőrendszer kockázatai

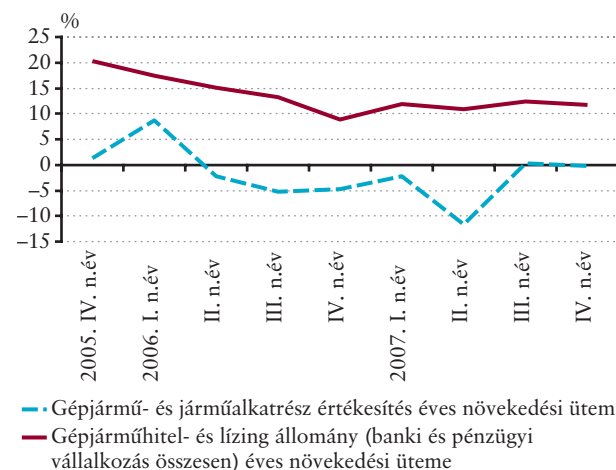
A nem banki pénzügyi közvetítők 2007. évi tevékenységében három fő folyamat emelhető ki: a pénzügyi vállalkozások tevékenységében rejlő kockázatok fennmaradtak, a növekedési kilátásokat a lassú gazdasági növekedés gyengíti, a banki forrásoktól való erős függés következtében a bankrendszer likviditási kockázatának növekedése a pénzügyi vállalkozásokat is közvetlenül érinti. Ugyanakkor pozitívum, hogy a kihelyezési struktúra az egyoldalú gépjármű-finanszírozás felől egy egészségesebb, diverzifikáltabb portfólió irányába mozdul. Az intézményi befektetőknél elhelyezett megtakarítások szerepe tovább erősödik, a befektetési alapok által a bankrendszerbe visszacsatornázott források jelentősége a kiélezett nemzetközi piaci likviditás következtében még inkább megemelkedik. Az intézményi befektetések, elsősorban a magánnyugdíjpénztárak portfólióátrendezése a magyar állampapírok iránti keresletük csökkenésével jár, de a keresletcsökkenésnek a piaci hozamokra és az árfolyamra gyakorolt hatása várhatóan nem jelentős.

2.2.1. ROMLÓ PORTFÓLIÓMINŐSÉG, DE KEDVEZŐ IRÁNYBA MOZDULÓ TERMÉKSZERKEZET A PÉNZÜGYI VÁLLALKOZÁSOK TEVÉKENYSÉGÉBEN

Folytatódik a pénzügyi vállalkozások tevékenységének lassú átstrukturálódása. A portfólió több mint felét kitevő háztartási kihelyezésekben a gépjármű-finanszírozás mérsékelt növekedésével szemben a szabad felhasználású jelzáloghitel- és lakáslízing-állomány dinamikus emelkedése tapasztalható. A szabad felhasználású jelzáloghitel-állomány (árfolyamhatástól megtisztítva) közel 28 százalékkal emelkedett 2007-ben. A 2005 végén bevezetett lakáslízing konstrukciót a speciális adózási kedvezmények (áfa-visszaigénylés lehetősége, ingatlanátruházási illetékmentesség) teszik vonzóvá, melyek fennmaradása esetén stabil növekedéssel lehet számolni a jövőben is. A vállalati kihelyezésekben kiugró emelkedést mutatott az ingatlanfinanszírozás, emellett a gépek, berendezések finanszírozása is folyamatosan növekvő részarányt képvisel. A faktoringkövetelések viszont a várakozásokkal ellentétben csak mérsékelten emelkedtek. A lízing részaránya a vállalati kihelyezésekben változatlanul közel 70 százalék. 2008-ra a visszafogott gazdasági növekedés és az újautó-értékesítések számának várható további visszaesése következtében a pénzügyi vállalkozások kihelyezéseinek lassulása, és a gépjármű-finanszírozás arányának további csökkenése valószínűsíthető.

2-46. ábra

A gépjármű- és járműalkatrész-értékesítés, valamint a bankok és pénzügyi vállalkozások által nyújtott háztartási gépjármű-finanszírozás éves reálnövekedési üteme



Forrás: MNB.

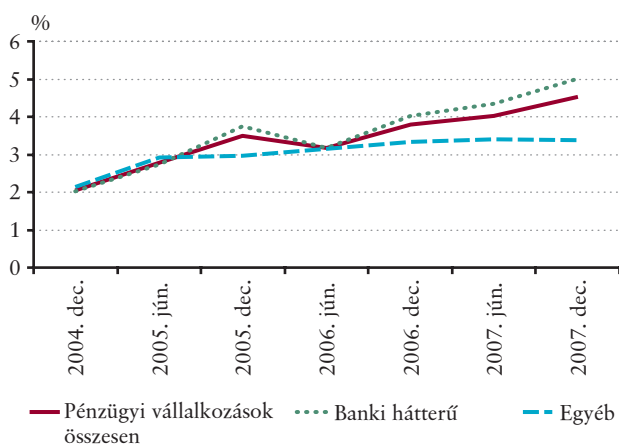
A személygépjármű-hitelezést mérsékelt növekedés és változatlan kockázatok jellemzik. A gépjármű-finanszírozás alakulásában meghatározó gépjármű-értékesítések stagnálást mutatnak. A pénzügyi közvetítőrendszer által nyújtott háztartási gépjármű-finanszírozás ugyanakkor a tavalyi mélypont után reálértéken közel 12 százalékkal emelkedik (2-46. ábra). Az újgépjármű-értékesítések csökkenő számát kompenzálja a használtgépjármű-finanszírozás részarányának emelkedése, illetve az új értékesítésekben a nagyobb értékű gépjárművek finanszírozásának növekvő súlya. A pénzügyi vállalkozások által nyújtott gépjármű-finanszírozás összességében az árfolyamhatástól megtisztítva mintegy 18 százalékkal emelkedik, köszönhetően a vállalati flotta-, illetve haszongépjármű-finanszírozás számottevő növekedésének.

A portfólióminőség romlása ellenére a pénzügyi vállalkozások viszonylag kedvező jövedelmezőséget mutatnak. A portfólió minősége tovább romlik, különösen a háztartási kihelyezéseket jellemzi a késedelmes fizetések növekedése (2-47. ábra). A 90 napon túl lejárt hitelek aránya, és ezzel párhuzamosan az elszámolt értékvesztés is emelkedik. Mindazonáltal a portfólióromlás nem érhető tetten a pénzügyi vállalkozások eredményében. A szektorsztintú adózás előtti eredmény közel 55 milliárd forint, amely jelentős, 27

százalékos növekedést jelent az előző évhez képest. A kedvező eredményadatok arra engednek következtetni, hogy egyrészt a konstrukciók árazása megfelelő, és biztosítja a növekvő nem teljesítési veszteségek fedezetét, másrészt a vállalkozások jelentős része elérte a jövedelmező működéshez szükséges mérhetőkonysági szintet. Ugyanakkor viszont a tényleges veszteségek egy része vélhetően nem tükröződik az eredményadatokban a rossz követelések értékesítése, és a reális mértékű értékvesztés megképzésében való ellenérdekeltség következtében.

2-47. ábra

A 90 napon túl lejárt követelések alakulása a pénzügyi vállalkozások hitelfortfóliójában



Forrás: MNB.

A pénzügyi vállalkozások likviditási kockázata a forrásokat biztosító bankrendszerrel függ. A pénzügyi vállalkozások tevékenységét döntő részben a magyar bankrendszer finanszírozza – a szektor forrásainak 75 százaléka származik a hazai hitelintézetektől –, emellett különösen a nemzetközi finanszírozó társaságokhoz tartozó vállalkozások esetében, a külföldi források súlya is számottevő. A hazai bankok, illetve a nemzetközi pénzpiac likviditásának alakulása tehát alapvetően meghatározza a pénzügyi vállalkozások növekedési lehetőségeit. A forrásköltség növekedését a bankok továbbhárítják a finanszírozott pénzügyi vállalkozásokra, ami a marzs csökkenését vagy az ügyfélkamatok emelkedését eredményezheti. Lejárat szempontjából az eszközök és források lejáratú összhangja biztosított, így a megújítási kockázat alacsony.

A tulajdonosi és finanszírozási kapcsolaton keresztül néhány bankcsoportnál a pénzügyi vállalkozások kockázata a csoport hitelkockázatát számottevően növelheti; bankrendszeri szinten a kockáztnövekedés mérsékelte. A pénzügyi vállalkozások kapcsolata a magyar bankrendszerrel igen szoros, az ügyfélkövetelések közel 65 százalékát hazai bankcsoportok érdeklési körébe tartozó pénzügyi vállalkozások nyújtják. A szektor a háztartások finanszí-

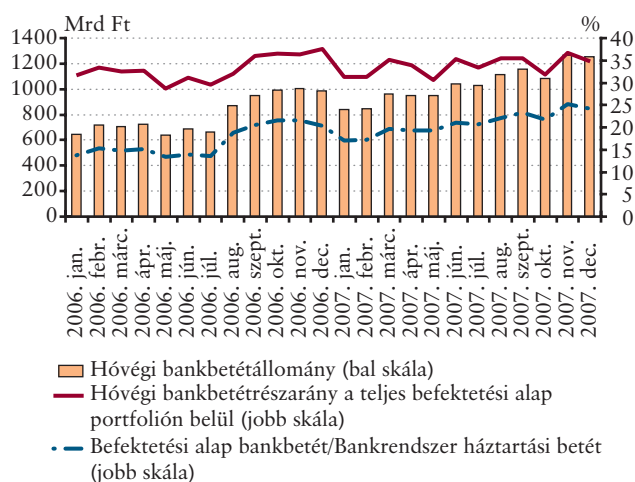
rozálásában tölt be nagyobb szerepet: a pénzügyi vállalkozások adják a hazai pénzügyi közvetítőrendszer háztartási kihelyezéseinek mintegy 17 százalékát, míg a nem pénzügyi vállalati finanszírozásban kevesebb, mint 4 százalékos a részarányuk. Az egyes bankcsoportokon belüli súlyuk változó, néhány csoport esetében a csoport pénzügyi vállalkozásai által nyújtott háztartási finanszírozás megközelíti a bankcsoporti háztartási portfólió 50 százalékát.

2.2.2. A BANKRENDSZERI VISSZACSATORNÁZÁS NÖVEKVŐ SZEREPE AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐKNÉL

A megtakarítások visszacsatornázása különösen fontos tényezővé válhat a bankrendszeri likviditásmenedzselésben. A nem banki pénzügyi közvetítőknél elhelyezett megtakarítások súlya tovább növekszik a háztartások pénzügyi eszközeiben, meghaladva a bankbetétek részesedését. Ez a folyamat egyrészt kihat a háztartások vagyonának és nettó finanszírozási képességének alakulására; a jelenlegi volatilis piaci viszonyok közepette e megtakarítások hozama és piaci értéke is hektikusan alakul. Másrészt a bankrendszer a legolcsóbb és legstabilabb forrásbázisból, azaz a háztartási betétekből veszít. Ennek egy része a befektetési alapok betételhelyezési révén visszacsatornázódik a bankrendszerbe, amelynek kihasználása érdekében az univerzális nagybankok folyamatosan növelik saját befektetési alap-kínálatukat. A banki tulajdonban lévő befektetési alap-kezelők alapjainak kezelt vagyon alapú piaci részaránya 90 százalék fölött van. 2007. december végén az alapok mintegy 1200 milliárd forintot helyeztek el bankbetétként a hitelintézeteknél, ami a teljes portfóliójuk 35 százalékát adta (2-48. ábra). A befektetési alapok bankbetét-

2-48. ábra

Befektetési alapok bankbetétállományai és aránya a portfólión belül



Forrás: MNB.

elhelyezése az utóbbi néhány évben magas szinten stabilizálódott, nagyságrendje a bankrendszer háztartásoktól származó forrásainak mintegy 24 százalékát jelenti. A legnépszerűbbek és a jelenlegi helyzetben várhatóan még inkább előtérbe kerülnek a tőkegarantált, illetve hozambiztosított befektetési alapok. Az így összegyűjtött teljes vagyont a csoport bankjához csatornázzák vissza. Emellett a pénzpiaci és ingatlanalapok is jelentős betételhelyezők.

Az intézményi befektetők aktivitásának erősödése a bankrendszer jutaléktípusú bevételeit növeli. A befektetési alapoktól származó források relatíve stabilak, és a háztartási betéteknél magasabb, ám a külföldi forrásoknál alacsonyabb a költségük. Az intézményi megtakarítások bankrendszeri jövedelmezőségi hatása más tényezőkön keresztül is megjelenik: egyrészt a garantált befektetési konstrukciók kockázatot jelenthetnek a garantőr bankok számára. Másrészt viszont a kezelt vagyon növekedése a kapcsolódó vagyon- és letétkezelési, illetve egyéb díjakon és jutalékokon keresztül jövedelmet generál a bankok számára.

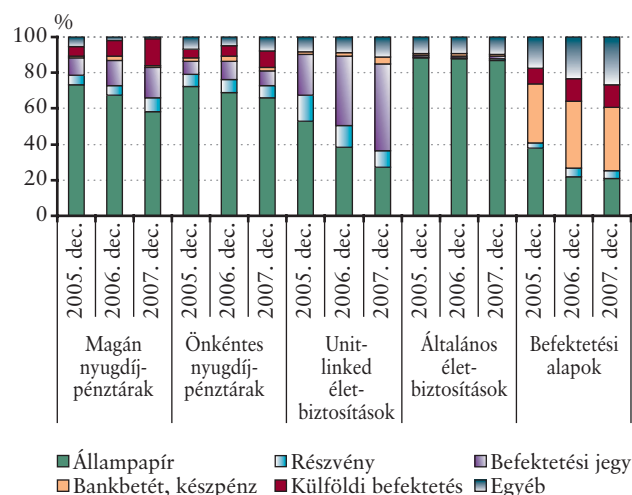
2.2.3. PORTFÓLIÓÁTRENDÉZŐDÉS A NYUGDÍJPÉNZTÁRAKNÁL AZ ÁLLAMPAPÍROK ROVÁSÁRA

A magánnyugdíjpénztárak állampapír-kereslete csökken, de az átállás hosszabb távon várhatóan csak marginális hatással lesz a hozamokra. Az intézményi befektetők portfólióösszetételében általánosan megfigyelhető egy átrendeződési folyamat az állampapírok felől a részvénytípusú, illetve külföldi befektetések irányába (2-49. ábra). E tekintetben legfontosabb változással a magánnyugdíjpénztárak esetében kell számolnunk. A jogszabály-módosítás szerint⁷⁶ ugyanis 2007-től lehetővé válik, 2009. június 30-tól pedig kötelező

lesz a magán ágban a jelenleg egyportfóliós modell helyett választható kockázatos befektetési portfóliók kialakítása, ami várhatóan az állampapírarány csökkenésével, míg a részvények és külföldi befektetések növekedésével jár. Már most is megfigyelhető az állampapír-állomány részarányának számottevő mérséklődése, amely az átállásra való felkészülésre utal, de a pénztárak döntő része csak a következő negyedévekben áll át az új rendszerre. Megítélésünk szerint a portfólióátrendeződéskis valószínűséggel és legfeljebb átmenetileg gyakorolhat hatást a hozamok és az árfolyam alakulására, mivel a portfólióátalakítás egy része már megtörtént, a szélsőségesen gyors átállás valószínűsége alacsony, és a várható hozamhatást a piaci szereplők már a bejelentéskor beárazhatták. Emellett a teljes állampapír-kínálat hosszabb távon a nyugdíjpénztári kereslet visszaesését meghaladó mértékben csökken.

2-49. ábra

Az intézményi befektetők portfóliójának összetétele



Forrás: MNB.

⁷⁶ Lásd az egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2006. évi LXI. törvényt, illetve a 234/2006-os kormányrendelet.

2.3. A fizetési és elszámolási rendszerek kockázatai⁷⁷

A pénzügyi piacokon tapasztalt turbulencia nem gyakorolt hatást a hazai fizetési és elszámolási rendszerekre. A hazai pénzügyi piaci tranzakciók pénzügyi teljesítését biztosító VIBER a működtetők becslése alapján jelentős többletkapacitással bír egy esetlegesen megnövekedő forgalom lebonyolításához. Fontos azonban kiemelni, hogy növekszik a VIBER működési kockázata. Az MNB a VIBER-ben a központi kiesések tapasztalatai és a romló rendelkezésre állási mutató miatt belső intézkedési tervet fogalmaz meg. Pozitív fejlemény a KELER Zrt. által működtetett értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési infrastruktúra szempontjából, hogy megvalósul a hitelkockázatot hordozó központi szerződő fél funkció leválasztása.

2.3.1. VIBER

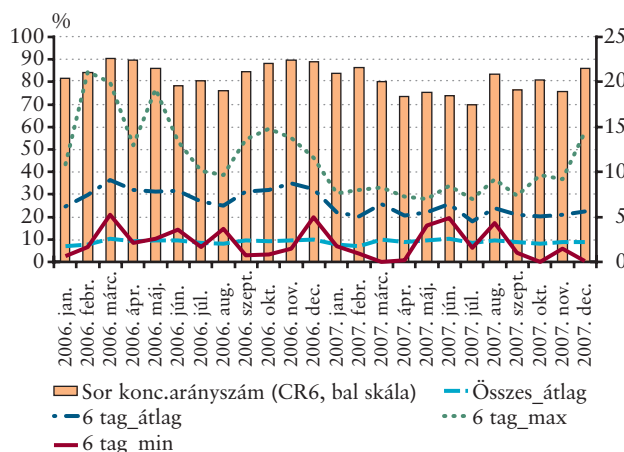
Likviditási kockázat⁷⁸

Az átlagos likviditás forgási sebessége⁷⁹ stabil. A VIBER-t mind a tartozik és a követel forgalom szempontjából évek óta nagyfokú koncentráció jellemzi. A tartozik és a követel forgalomból ugyanazon hitelintézetek részesednek a legnagyobb mértékben, a hat legnagyobb forgalmú bank listája évek óta változatlanul tekinthető. A jelentős forgalmat lebonyolító VIBER-tagok a likviditásból való részesedés szerinti rangsorban már hátrébb helyezkednek el. 2006-hoz képest a VIBER-ben enyhén magasabb volt a lebonyolított forgalom, de ezzel párhuzamosan emelkedett a rendszertagok átlagos likviditása is. A hat legnagyobb forgalmú bankra (éves átlagban az összes tartozik forgalom közel 68 százaléka) számított forgási sebesség mutatójának alakulása az előző évekhez képest stabilizálódást jelez (2-50. ábra).

2006. évvel ellentétben likviditáshiány miatt a nap végén visszautasított tétel nem fordult elő 2007-ben⁸⁰. Az MNB áttért irányadó instrumentumának értékpapír formában való kibocsátására. A korábbi kéthetes betéttel ellentétben a kéthetes kötvényt a hitelintézetek felhasználhatják napon belüli és egy napos jegybanki hitelek fedezetűl (2-51. ábra). A fent említett 6 nagy forgalmú bank közül többen él-

2-50. ábra

Az első hat legnagyobb VIBER-forgalmat lebonyolító résztvevő sorból való részesedése, likviditási forgási sebességük (átlag, minimum, maximum), valamint az összes tag átlagos likviditási forgási sebessége



Megjegyzés: A számítások során a napeleji egyenleg-rendező (START-) tételeket és az MNB-t kiszűrtük. A sorok értékét a sorkezdő tételek alapján számítottuk.

Forrás: MNB.

tek ezzel a lehetőséggel, ez a napközbeni likviditásukat jelentősen emelte. Vélhetően részben ennek is köszönhető, hogy 2006-hoz viszonyítva csökkent a VIBER-ben tapasztalt sorok átlagos értéke, és nem volt a nap végén visszautasított tétel.

Működési kockázat

Növekszik a működési kockázat. A VIBER éves átlagos rendelkezésre állási mutatója 99,39 százalékot mutatott 2007-ben, ami jelentős romlás a 2006. évi 99,77 százalékos szinthez képest. Összesen 7 hónapban süllyedt 99,7 százalék alá a havi rendelkezésre állási ráta (2-52. ábra). Kétszer fordult elő két órát meghaladó üzemidő-kiesés (márciusban és októberben). A kieséseket vizsgálva kiderül, hogy nemcsak több az incidensek száma, de az incidensek elhárításának idő-

⁷⁷ Jelenleg a rendszerek közül kiemelt (felvigyázói) figyelmet kapnak az MNB által működtetett VIBER, a GIRO Zrt. által működtetett Bankközi Klíringrendszer (BKR) és a KELER Zrt. által működtetett értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési infrastruktúra. Emellett az MNB természetesen az egyéb (többször – pl. a kiegyenlítés tekintetében – kapcsolódó) rendszerekben lebonyolított pénzforgalmat (pl. kártyafizetések) is nyomon követi.

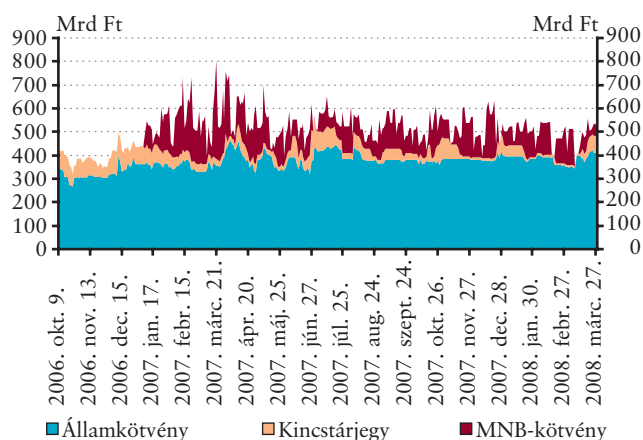
⁷⁸ A VIBER a bruttó elv alapján csak azon tranzakciókat egyenlíti ki, amelyekre a fedezet megvan. Így a rendszer normál működése során hitelkockázat nem, azonban likviditási kockázat felmerülhet.

⁷⁹ A VIBER-ben a likviditás forgási sebessége a VIBER-ben lebonyolított forgalom aránya a rendszertagok számára rendelkezésre álló likviditáshoz (nyitó számlaegyenleg és napközbeni hitelkeret összesen) képest.

⁸⁰ Az MNB belső elemzése alapján kiderült, hogy a 2006-os visszautasításokat elsősorban a napvégi, résztvevők közötti koordinációs mechanizmusok, valamint a VIBER-funkcionalitások használatának hiánya okozta.

2-51. ábra

Az MNB javára a bankrendszer által zároltatott fedezetek összmenysége és összetétele 2007-ben

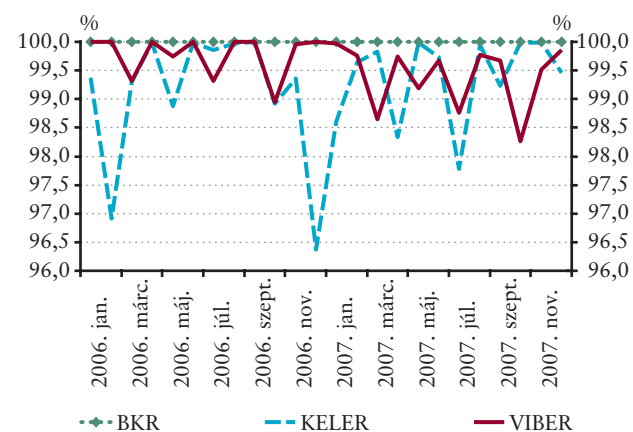


Forrás: MNB.

pontja sokszor a délutáni üzemidőre (zárás előtti időszakra) nyúlt. Ezzel egybecseng az is, hogy az incidensek felmerülésének időpontja szintén későbbre tolódott. Mindezzel párhuzamosan a bekövetkezett incidensek számának a kiesések hossza szerinti megoszlása a hosszabb incidensek felé tolódott el.

2-52. ábra

A hazai felvigyázott rendszerek rendelkezésre állása



Megjegyzés: A rendszerek közötti összehasonlítás a rendszerek eltérő jellege és a számítási módszertan eltérései miatt nem célszerű.

Forrás: MNB.

A működési kockázat csökkentése érdekében az MNB intézkedési tervet dolgoz ki. A közeljövőben a VIBER-tagok és az MNB közös munkájának eredményeképpen várhatóan létrejön az a már régóta igényelt önkéntes bankközi megállapodás, amely szerződéses alapra helyezi az ügyfél-üzemidőn túli, bankközi üzenetszabvánnyal küldött ügyféltelekkel kapcsolatos kompenzációs szabályokat. Ezenkívül az

MNB a VIBER-ben a központi kiesések tapasztalatai és a romló rendelkezésre állási mutató miatt (belső) intézkedési tervet fogalmaz meg a rendelkezésre állás javítása érdekében. A projekt többek között a VIBER üzemeltetésének felülvizsgálatát, a változásmenedzsment és az incidenskezelés során alkalmazott minőségbiztosítási elemek erősítését, a tesztelési folyamatok újragondolását tűzi ki célul. Ezenkívül tervbe van véve a VIBER hardver, szoftver és hálózati környezetének átvilágítása, valamint a belső és külső szolgáltatási szerződések felülvizsgálata.

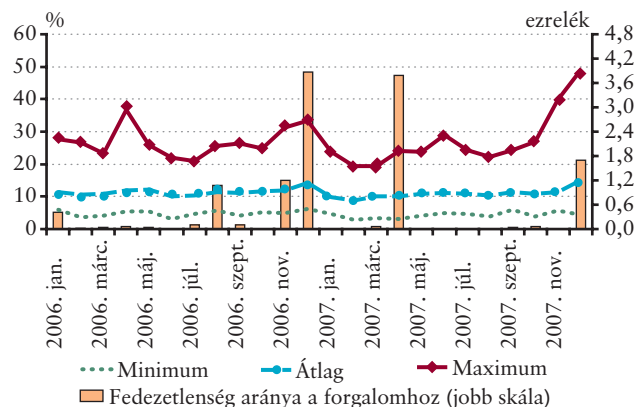
2.3.2. BKR

Likviditási kockázat

A likviditási kockázat alacsony. A BKR-ben a fedezetlenség következtében sorban maradt tételek nagysága alacsony, illetve a forgalom átlagosan jelentősen kisebb, mint a rendelkezésre álló likviditás (2-53. ábra). A BKR-ben tapasztalható túlfedezettség egyrészt annak köszönhető, hogy a hitelintézetek a kötelező tartalékolás miatt kötelesek egy előírt havi átlagos egyenleget tartani, a napi záróegyenleg pedig a BKR-ben rendelkezésre álló likviditás részét képezi. Másrészt lehetőségük van az egyenlegen felül hitelkeretet képezni, amelynek fedezetét a jegybank által meghatározott értékpapírok közül maguk választhatják ki. Az értékpapírok zárolását a sze-

2-53. ábra

A BKR-elszámoláshoz szükséges fedezet aránya a kerethez viszonyítva (átlag, maximum, minimum), valamint a fedezetlenség miatt sorban maradt tranzakciók összege



Forrás: MNB.

replők többnyire napon túl is fenntartják. A hitelintézetek likviditásmenedzsmentjében a legnagyobb változást az jelentheti a jövőben, hogy az InterGiro projekt kapcsán tervezett napközbeni kiegyenlítés kialakításával megszűnik a BKR és a VIBER működésének időbeni elkülönülése.

Működési kockázat

A működési kockázat alacsony. A BKR rendszer igen magas műszaki megbízhatósággal rendelkezik. A duplikált hardverelemek és kommunikációs csatornák miatt az esetlegesen bekövetkező műszaki meghibásodások, vonalkiesések a rendszer rendelkezésre állását nem befolyásolják.

2.3.3. KELER

Hitel- és likviditási kockázat

Hatósági beavatkozás miatt csökken a fertőzésveszély. A KELER Zrt. által működtetett értékpapír-elszámolási és kiegyenlítési rendszer a VIBER szempontjából kapcsolódó rendszer. Így a VIBER-ben keletkező likviditási problémák könnyen áterjedhetnek a KELER Zrt. által működtetett infrastruktúrára, illetve a fertőzés (értékpapír oldali nemteljesítés esetén) fordított irányban is működhet. A 2006-ban és 2007-ben előforduló értékpapíroldali nem teljesítések miatt a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete és az MNB (mint felvigyázó) kiemelten kezelte ezt a problémakört. A hatóságok kezdeményezésére a KELER Zrt. úgy módosította üzletszabályzatát, hogy az most már nagyobb visszatartó erővel bír a klíringtagok felé.

Megvalósul a hitelkockázatot hordozó központi szerződő fél funkció leválasztása. A likviditási kockázaton túl a KELER Zrt. az általa működtetett infrastruktúra integráltságából fakadóan, mint központi szerződő fél hitelkockázattal is szembesül. A központi szerződő fél funkcióból fakadó hitelkockázatok központi értéktári tevékenységről történő leválasztását tűzte ki célul az a nemzetközi és hazai ajánlások nyomán elindult projekt, ami előreláthatólag 2009. január 1-jén befejeződik (2-7. keretes írás).

Működési kockázat

Stabilitási szempontból megfelelő a rendelkezésre állás. A KELER Zrt. rendszerének működése során a tavalyi évhez képest közel azonos gyakorisággal fordulnak elő az ügyfelek számára közvetlenül érzékelhető szolgáltatáskiesések, ezek időtartama azonban jelentős csökkenést mutatott. Mindezek következtében az ügyfelek számára közvetlenül érzékelhető szolgáltatáskiesést jelző rendelkezésre állási mutató az előző évi szinthez (99,1 százalék) képest javult és 99,4 százalékot tett ki. Ez stabilitási szempontból még elfogadható szintű rendelkezésre állást jelent. Az előző években tapasztalt negatív tendencia visszafordítása érdekében 2007-ben folytatódott a KELER Zrt. működési megbízhatóságát erősítő intézkedések végrehajtása.

2-7. keretes írás: A központi szerződő fél funkció leválasztása

Az értékpapír-tranzakciókkal kapcsolatos szolgáltatói tér sokszereplős. A szolgáltatók között szerepelnek kereskedési platformok (tőzsdék) vagy egyéb (nem szervezett) piacok (2-54. ábra). Ezenkívül egyes piacokon jelen vannak a központi szerződő felek, akik az ügyletet kötő felek közé állva mindkét partner felé átvállalják a teljesítést. Az értékpapír-tranzakciókkal kapcsolatos szolgáltatások közé tartozik még az ügyletek elszámolása és kiegyenlítése, valamint a birtokba vett értékpapírokhoz köthető egyéb (pl. társasági események kapcsán) szolgáltatások nyújtása. Az értékpapírpiacon szempontjából fontos funkció a jegyzés (azaz az értékpapír-kibocsátás). Az elszámoláshoz és kiegyenlítéshez kapcsolódhatnak kiegészítő banki szolgáltatások (pl. értékpapír-kölcsönzés). Külföldön számos, a felsorolt funkciókat vagy azok egy részét integráltan ellátó intézmény található (pl. nemzetközi elszámolóházak, mint a Euroclear vagy a Clearstream, illetve nemzeti elszámolóházak és értéktárak: a nemzeti elszámolóházak és értéktárak között nincsen olyan, amely központi szerződő fél funkciót ellátja). Az említett funkciók közül a központi szerződő fél funkció az, ami hitelkockázat vállalását feltételezi, ami adott esetben kiszámíthatatlan és előre nem látható mértékű lehet.

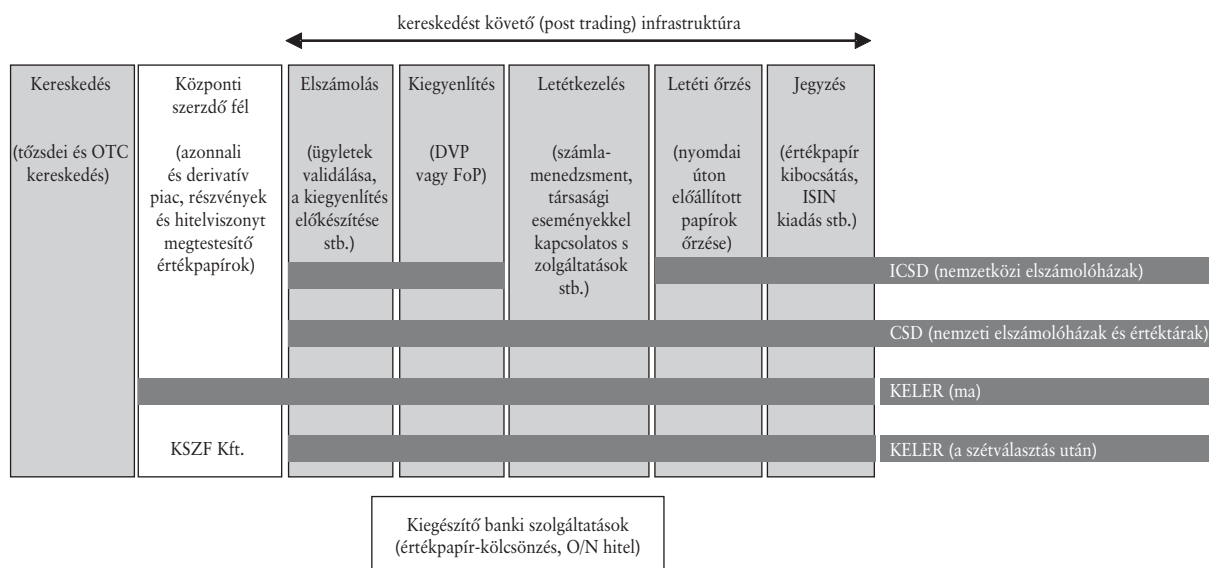
A KELER Zrt. jelenleg központi szerződő félként, valamint egyidejűleg elszámolóházként, központi értéktárként és értékpapírszámla-vezető-

ként működik szakosított hitelintézeti formában. Az elmúlt években dinamikus bővülő forgalmat regisztráló tőzsdei azonnali értékpapírpiacon ügyletek, valamint a származékos ügyletek tekintetében mint központi szerződő fél jár el, saját tőkéjével a teljesítés garanciáját vállalva az ügyletet kötő partnerek felé.

Az EU- és a későbbi eurocsatlakozás okán az Európai Központi Bank (EKB) 2002 és 2003 folyamán a többi az EU-hoz 2004-ben csatlakozó ország értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszerével együtt átfogóan értékelte a KELER Zrt. tevékenységét, amelynek során túlzottan kockázatosnak ítélte meg az értéktár, valamint a központi szerződő fél jogilag egy társaság keretében való működését. Az értékelés alapján, amennyiben a központi szerződő félnek saját tőkéjét elérő, vagy azt meghaladó mértékű helytállási kötelezettsége keletkezik, akkor – a saját tőke teljes mértékű felhasználása, illetve a társaság fizetéseképtelensége folytán – a központi értéktári tevékenysége is ellehetetlenül. Az EKB 2002. évi javaslata az elszámolóház és a központi értéktár jogilag elkülönült társaságként való szétválasztása volt, majd a 2003. évi, az értékelést lezáró jelentésében megfelelő kockázatkezelési módszerek alkalmazására tett javaslatot. A legjobbnak ítélt megoldás kiválasztását, valamint a végrehajtás ellenőrzését az MNB felelősségi körébe utalta.

2-54. ábra

Az értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési infrastruktúra áttekintése



Megjegyzés: *fehér: hitelkockázatot hordozó funkció, szürke: ügynöki tevékenység, fekete: nemzetközi és hazai példák.*

Forrás: Deutsche Börse Group: *The European Post-Trade Market. An introduction.*

Az MNB ezután kezdte meg az egyeztetéseket, amelyek eredményeképpen az a szakmai vélemény alakult ki, hogy kockázati szempontból indokolt a KELER Zrt. központi szerződő fél és központi értéktári funkciójának jogilag elkülönült gazdasági társaságokba (Központi Szerződő Fél – KSZF Kft. – és KELER Zrt.) való szétválasztása. Mindezt a KELER Zrt. 2005–2006-os átfogó felvigyázói értékelése is megerősítette. A jegybank 2005-ben kezdeményezte a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX törvény (Tpt.) módosítását annak érdekében, hogy a szabályozás kellően támogassa a szétválasztási koncepció megvalósítását. A szétválasztás megvalósításának véghatárideje 2009. január 1-je.

A központi szerződő fél funkció ellátására alakuló önálló gazdasági társaság létrehozására irányuló javaslat került elfogadásra. A megoldás

szerint az elszámolóházi és a központi értéktári tevékenység végzése a KELER Zrt.-nél marad. A szétválasztás költségeinek minimalizálása érdekében a garanciavállaláshoz kapcsolódó üzemeltetést továbbra is a KELER Zrt. végzi. A KSZF Kft. tőkeerejét (pénzügyi háttérét) egy a KELER Zrt. által nyújtott készfizető kezesség biztosítja. A készfizető kezesség szerződésben rögzített korlátozott összegre szól, amely a KELER Zrt. éves beszámolójában megállapított saját tőkéje alapján minden évben felülvizsgálatra kerül úgy, hogy a központi értéktár működéséhez szükséges tőke értéke minden esetben biztosított legyen. A KSZF Kft. által a KELER Zrt. saját tőkéjének terhére kapott készfizető kezesség természetesen csak a védelem „utolsó vonala” a partnerkockázatok kezelésére, hiszen arra elsődlegesen az egyéni biztosítékok, másodlagosan a klíringtagok által finanszírozott kollektív garanciaalapok szolgálnak.

Melléklet: Makroprudenciális indikátorok

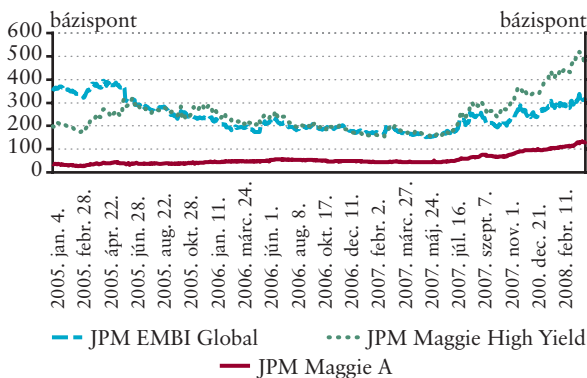




1. Kockázati étvágy

1. ábra

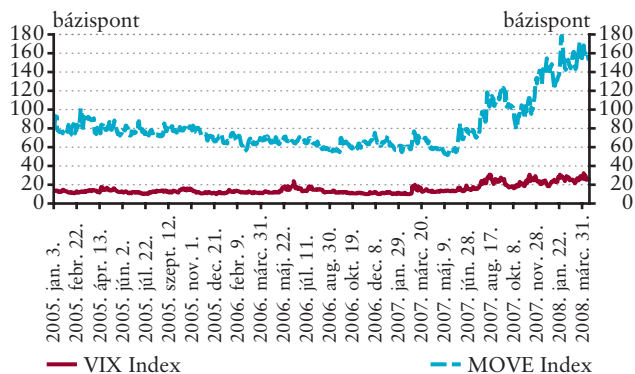
Főbb kockázati indexek alakulása



Forrás: Datastream, JP Morgan.

2. ábra

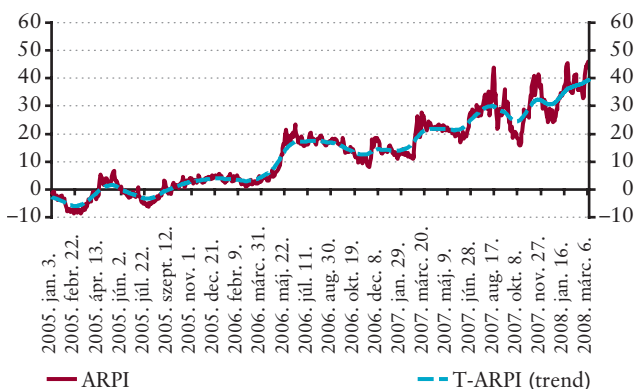
A főbb piacok implikált volatilitása



Forrás: Datastream, Bloomberg.

3. ábra

Dresdner Kleinwort-indikátor

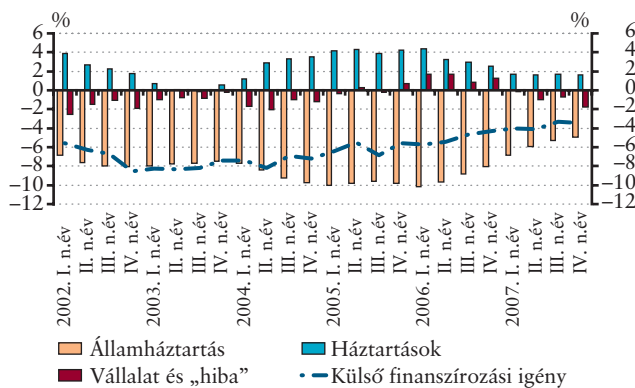


Forrás: DrKW.

2. Külső egyensúly és sebezhetőség

4. ábra

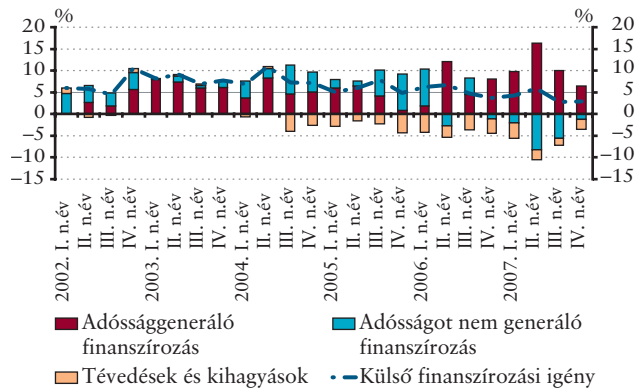
Az egyes szektorok GDP-arányos finanszírozási igénye és a külső egyensúly alakulása



Forrás: MNB.

5. ábra

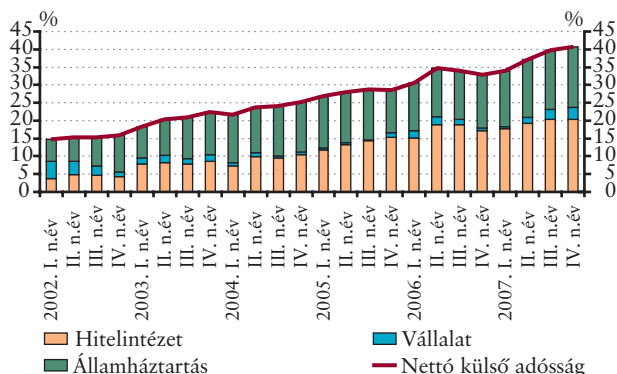
A GDP-arányos külső finanszírozási igény és a finanszírozás szerkezete



Forrás: MNB.

6. ábra

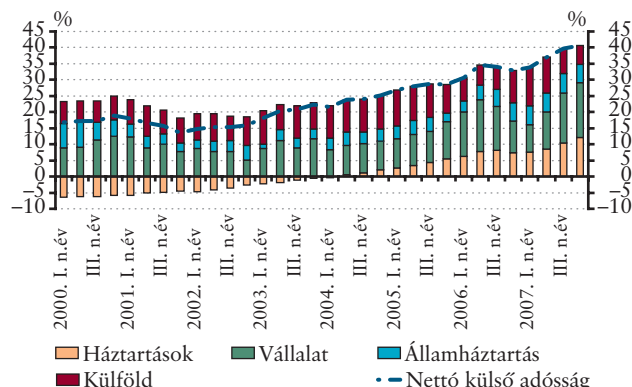
GDP-arányos nettó külső adósság



Forrás: MNB.

7. ábra

Az egyes szektorok GDP-arányos nyitott árfolyam-pozíciója



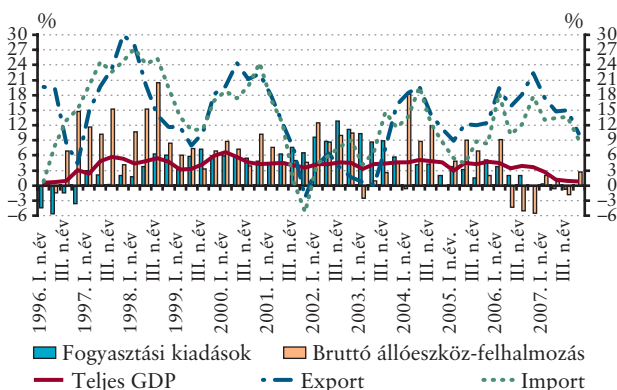
Forrás: MNB.

3. Makrogazdaság teljesítménye

8. ábra

A GDP és komponenseinek növekedése

(az előző év azonos időszakához képest)

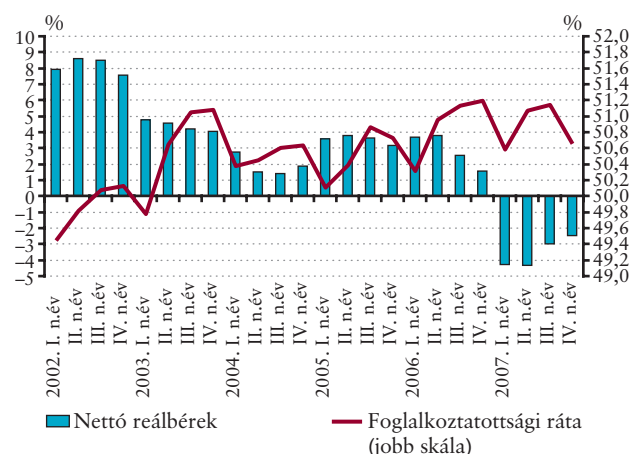


Forrás: KSH.

9. ábra

A foglalkoztatottsági ráta és a nettó reálkeresetek alakulása

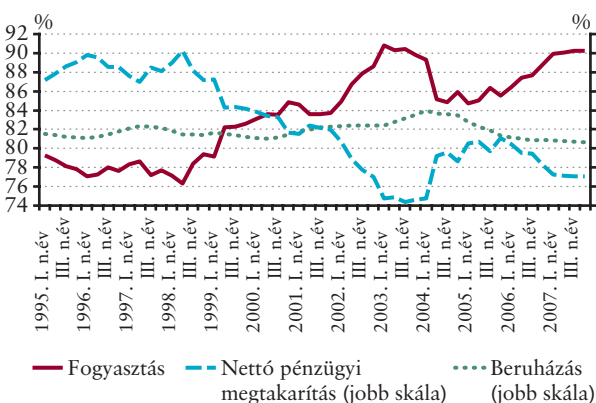
(az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH.

10. ábra

A lakossági felhasználás a rendelkezésre álló jövedelem arányában

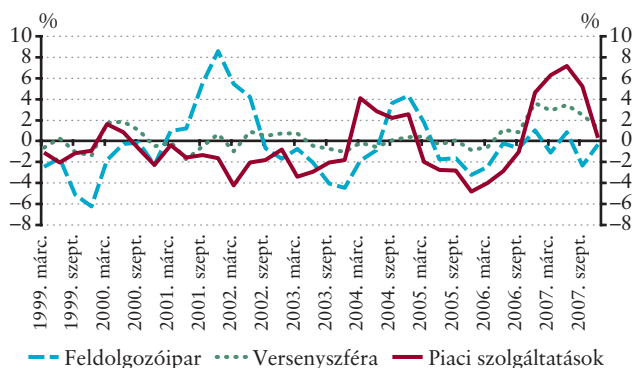


Forrás: KSH, MNB.

11. ábra

A versenyszektor vállalati reál ULC-változása

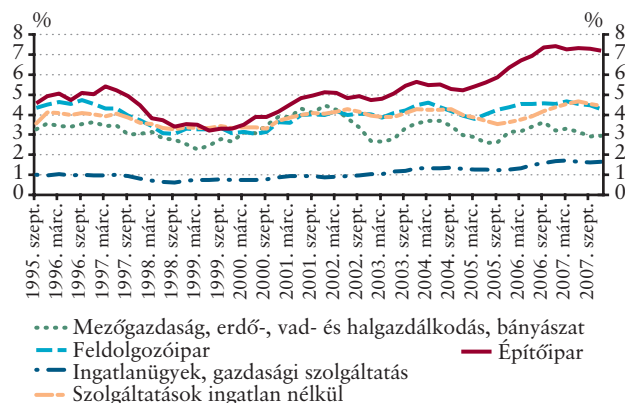
(az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH, MNB.

12. ábra

Ágazati csődráták

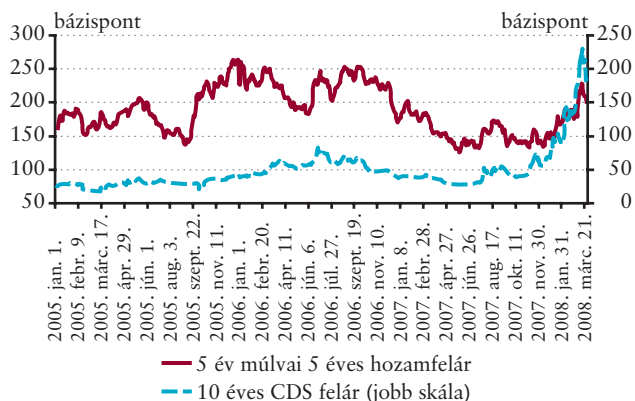


Forrás: Opten, MNB, KSH.

4. Monetáris és pénzügyi kondíciók

13. ábra

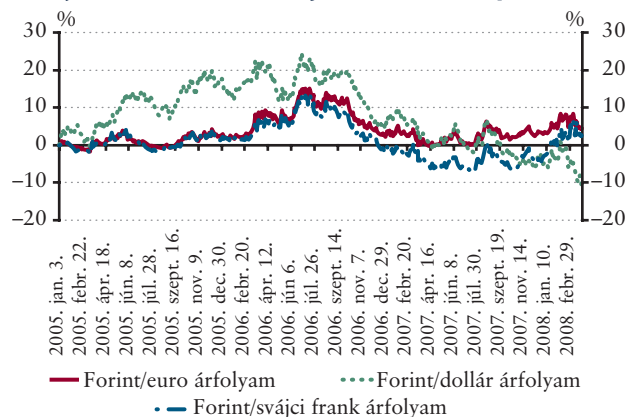
A magyar állam hosszú távú nemfizetési kockázata és forwardfelára



Forrás: Datastream, Reuters.

15. ábra

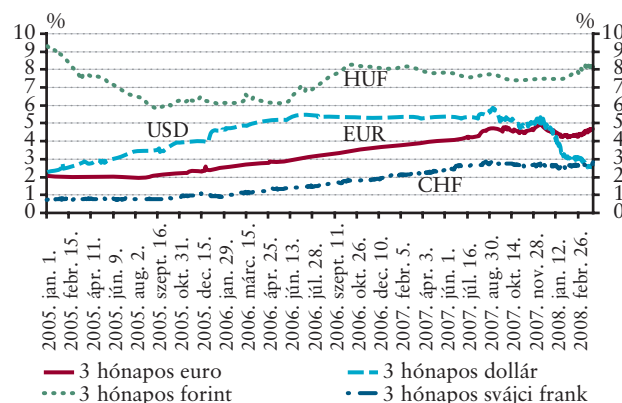
Forint/euro, forint/dollár és forint/svájci frank árfolyam változása 2005. január 3-hoz képest



Forrás: Reuters.

14. ábra

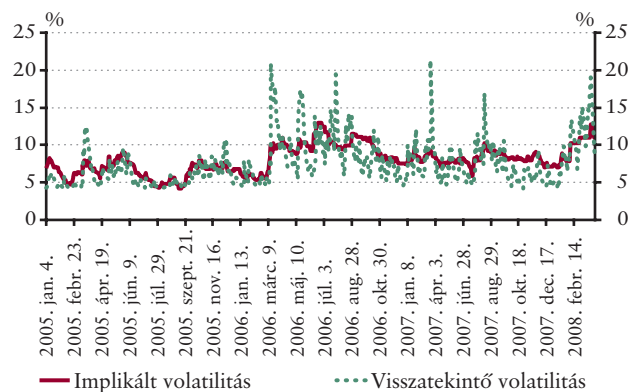
Három hónapos euro, dollár, svájci frank és forint pénzügyi kamatlábak (LIBOR és BUBOR fixing)



Forrás: Reuters.

16. ábra

Forint/euro árfolyam volatilitása

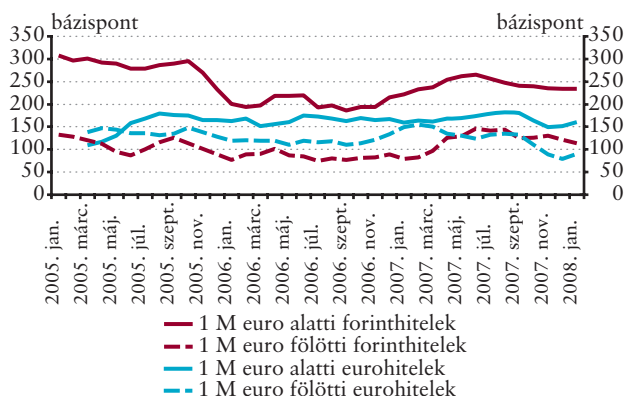


Forrás: MNB, Reuters.

17. ábra

Új vállalati hitelek kamatfelára

(BUBOR, illetve EURIBOR felett, 3 havi mozgóátlag)

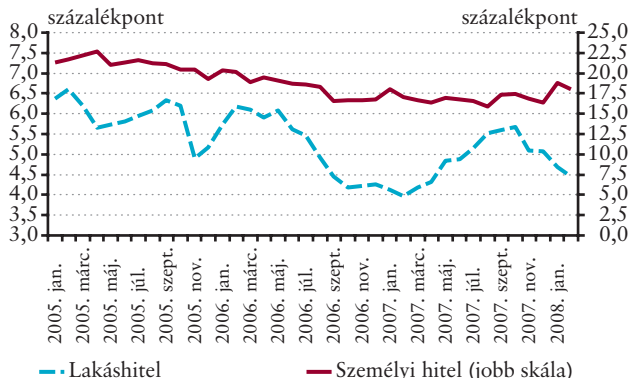


Forrás: MNB, EURIBOR.

18. ábra

Új háztartási forint hitelek kamatfelára

(3 hónapos BUBOR-kamat felett)

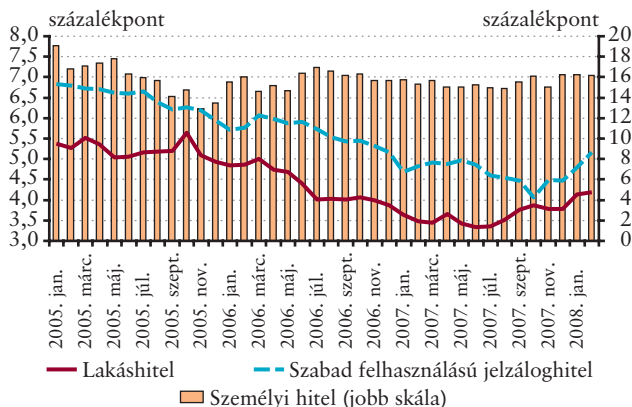


Forrás: MNB.

19. ábra

Új háztartási CHF-hitelek kamatfelára

(3 hónapos CHF-kamat felett)

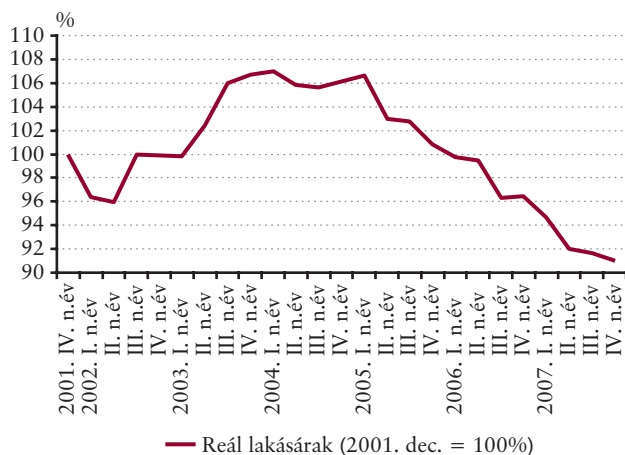


Forrás: MNB.

5. Eszközárak

20. ábra

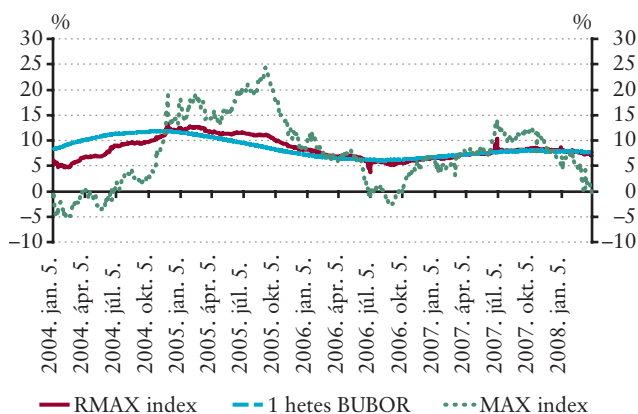
A lakásárak alakulása



Forrás: Origo.

21. ábra

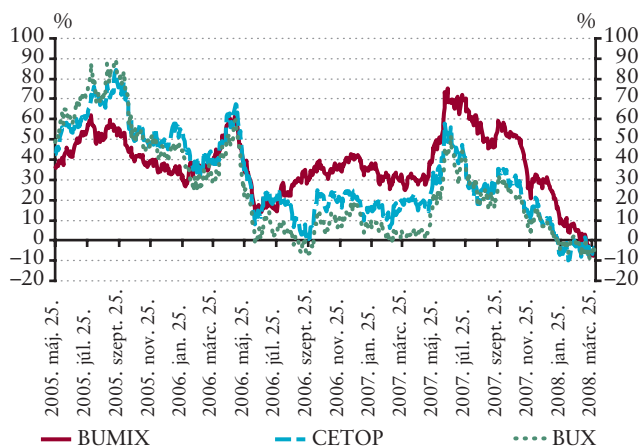
Állampapírindexeken és a pénzpiacon realizált évesített hozamok alakulása



Forrás: ÁKK, MNB, portfolio.hu.

22. ábra

Főbb magyar és kelet-európai tőzsdeindexek éves hozamának alakulása

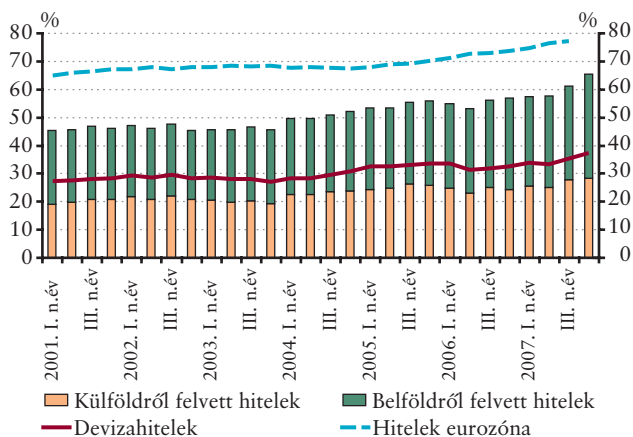


Forrás: BÉT, portfolio.hu.

6. Pénzügyi közvetítőrendszer kockázatainak mutatói

23. ábra

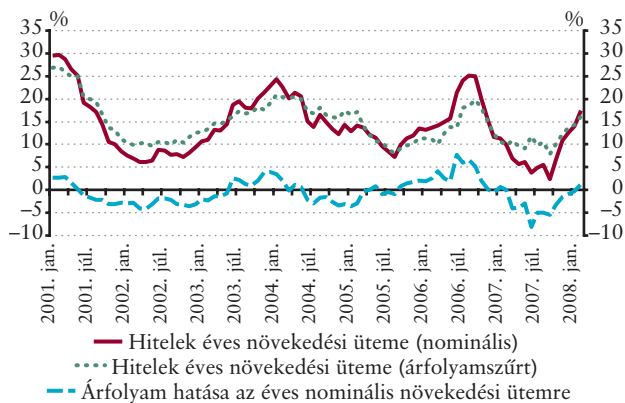
A nem pénzügyi vállalati szektor GDP-arányos eladósodottsága



Forrás: MNB, Eurostat.

25. ábra

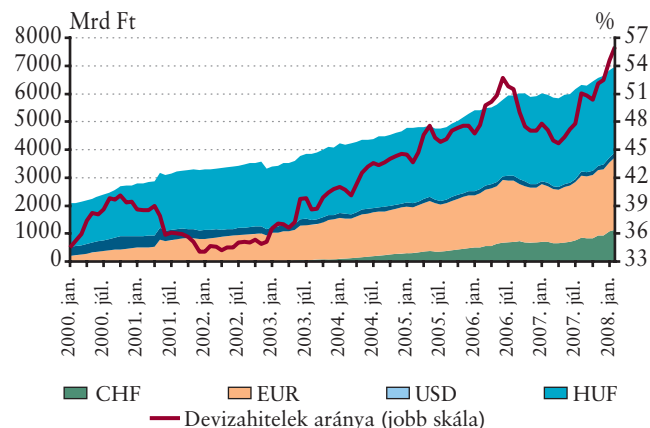
A belföldi bankok által a vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme



Forrás: MNB.

24. ábra

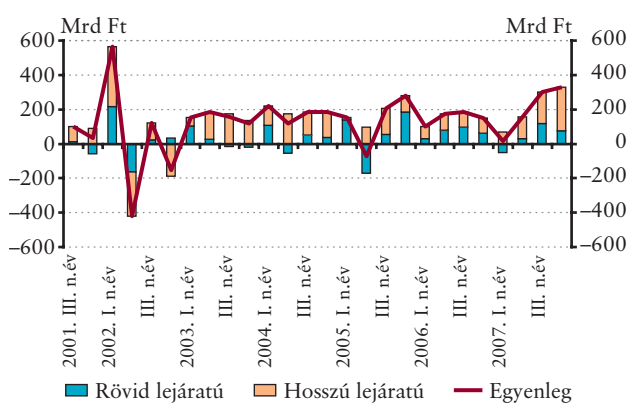
A nem pénzügyi vállalati szektor belföldi banki hiteleinek denominációs szerkezete



Forrás: MNB.

26. ábra

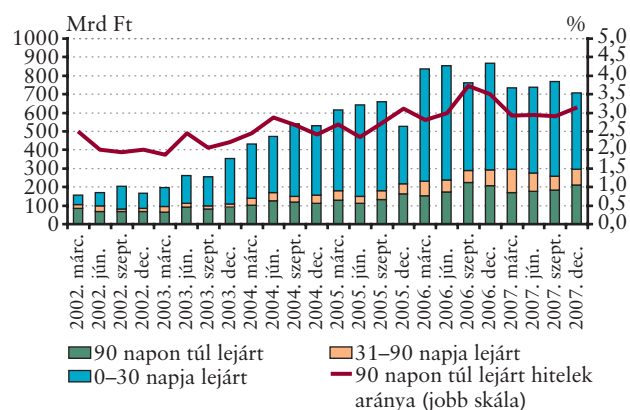
A nem pénzügyi vállalatok nettó belföldi banki hitelfelvételének negyedéves alakulása



Forrás: MNB.

27. ábra

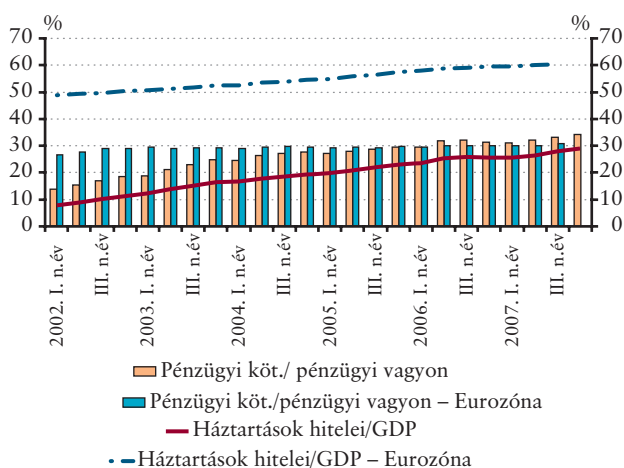
Késedelmes hitelek a bankrendszer vállalati portfóliójában



Forrás: MNB.

29. ábra

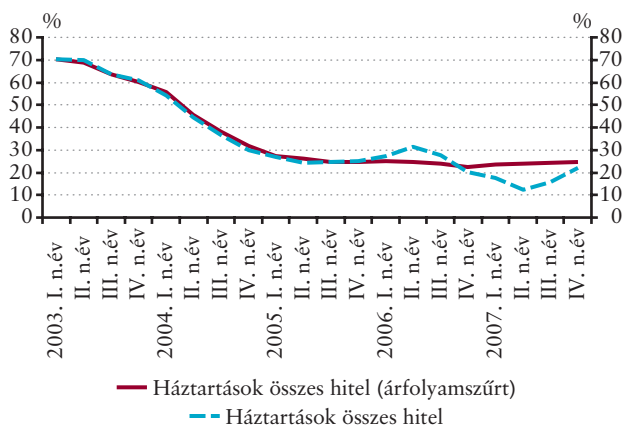
A háztartások eladósodottsági mutatói nemzetközi összehasonlításban



Forrás: MNB, EKB.

31. ábra

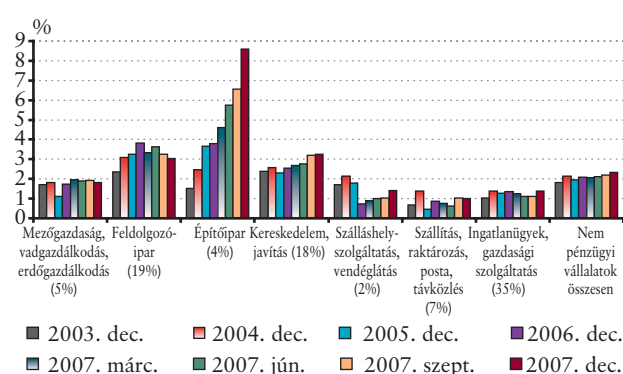
Háztartások hiteleinek éves növekedési üteme



Forrás: MNB.

28. ábra

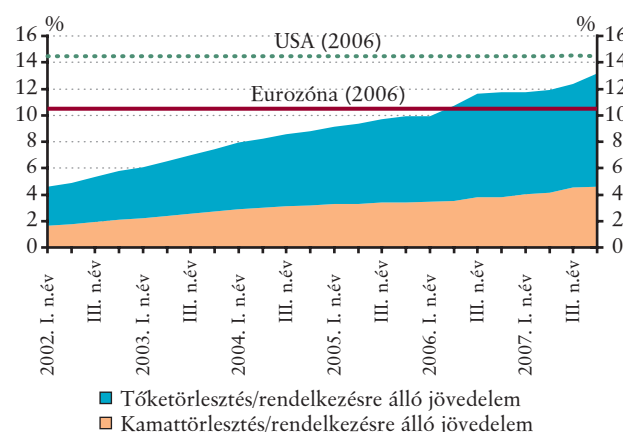
A bankrendszer vállalati hitelállományának értékvesztéssel való fedezettsége ágazatonként



Forrás: MNB.

30. ábra

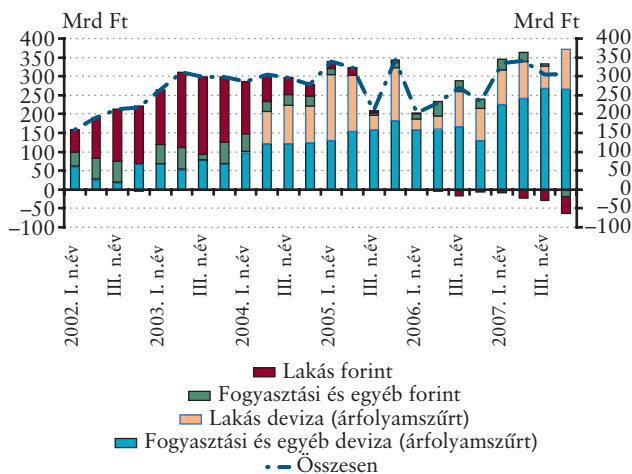
A háztartások tőke- és kamattörlesztése a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyítva



Forrás: MNB, EKB, Fed.

32. ábra

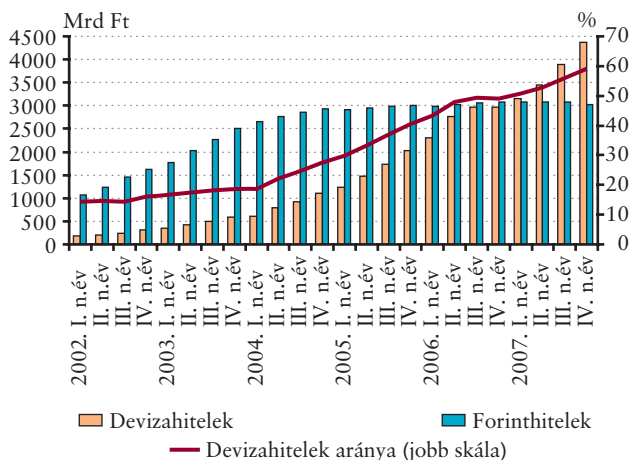
Háztartások negyedéves nettó hitelfelvétele, főbb termék és devizális megbontásban



Forrás: MNB.

33. ábra

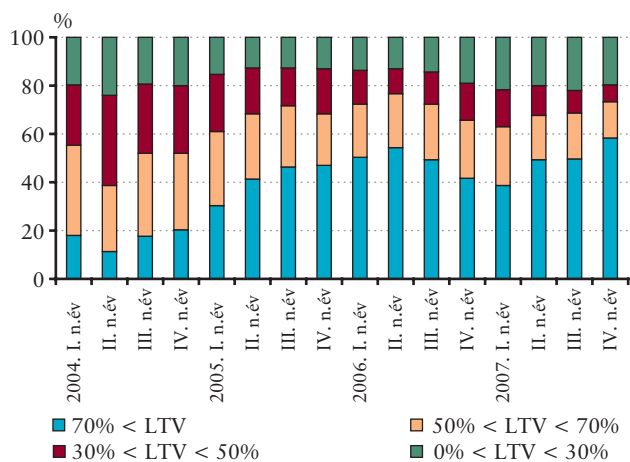
Háztartások hiteleinek denominációs szerkezete



Forrás: MNB.

35. ábra

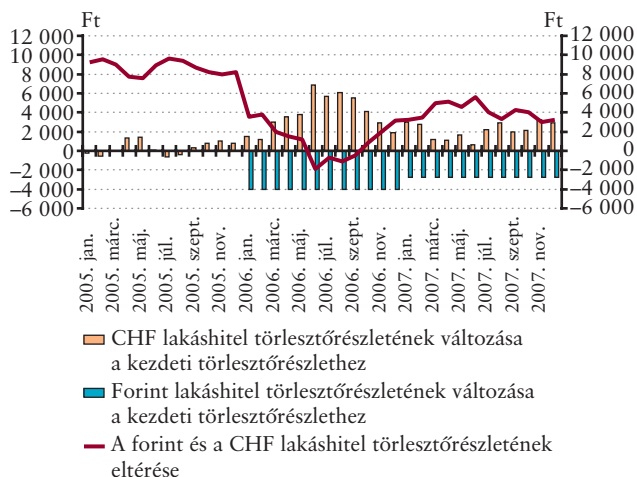
Az új kibocsátású lakáshitelek LTV szerinti megbontása



Forrás: MNB.

37. ábra

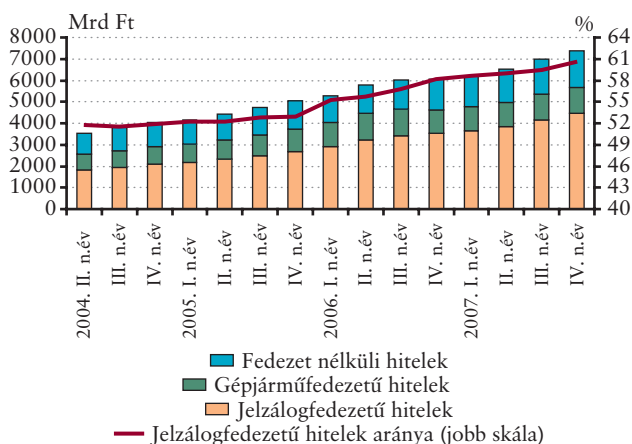
CHF és forint alapú lakáshitelek törlesztőrészletének összehasonlítása



Forrás: MNB.

34. ábra

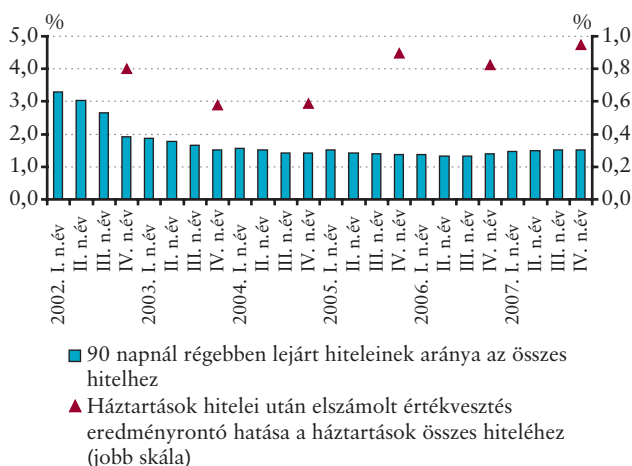
Háztartások hiteleinek fedezettség szerinti megbontása



Forrás: MNB.

36. ábra

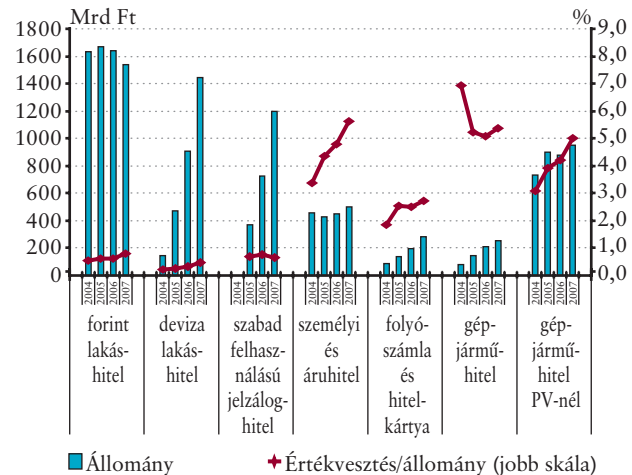
A háztartások portfólióminőségének fontosabb mutatói



Forrás: MNB.

38. ábra

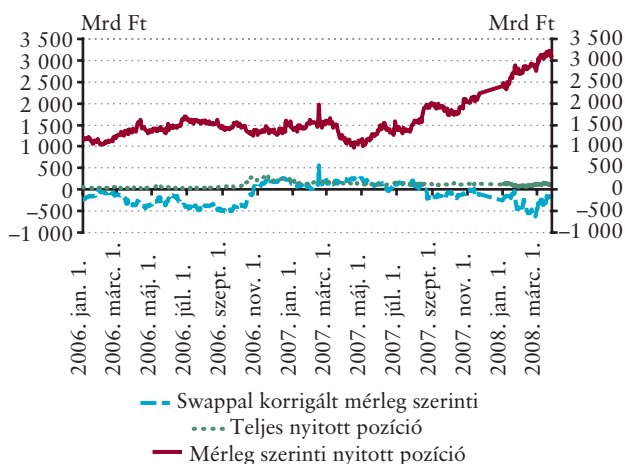
Háztartások hiteleinek értékvesztéssel való fedezettsége



Forrás: MNB.

39. ábra

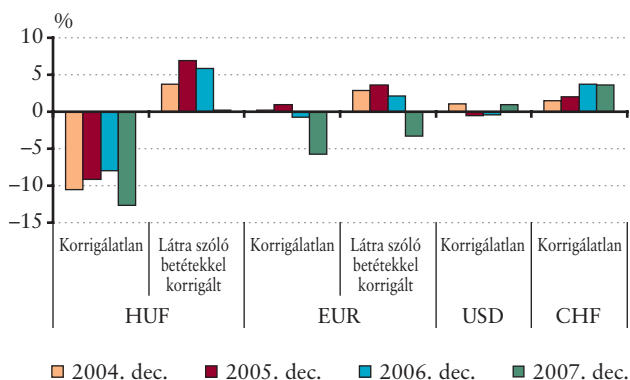
A bankrendszer deviza nyitott pozíciójának alakulása



Forrás: MNB.

41. ábra

A bankrendszer 90 napos átárazási rései

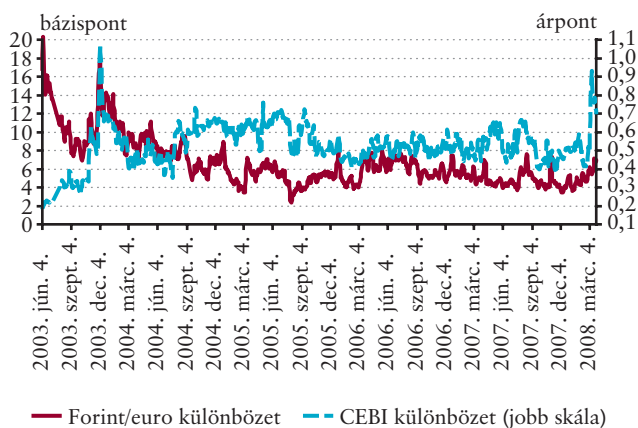


Forrás: MNB.

43. ábra

Az azonnali devizapiaci és az állampapír-piaci vételi/eladási különbözet alakulása

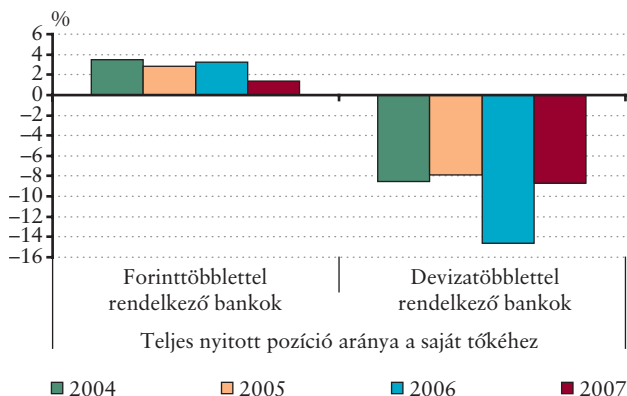
(ötnapos mozgátlag)



Forrás: Reuters, DrKW.

40. ábra

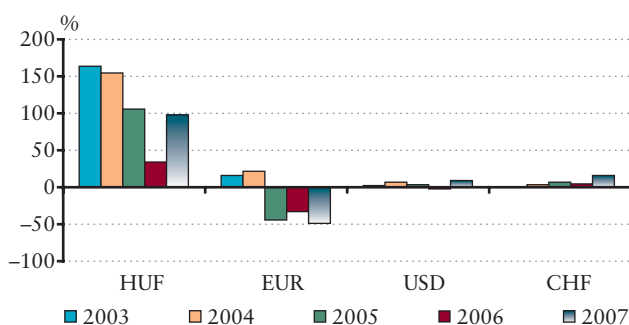
A bankrendszer árfolyam-kockázati kitétsége



Forrás: MNB.

42. ábra

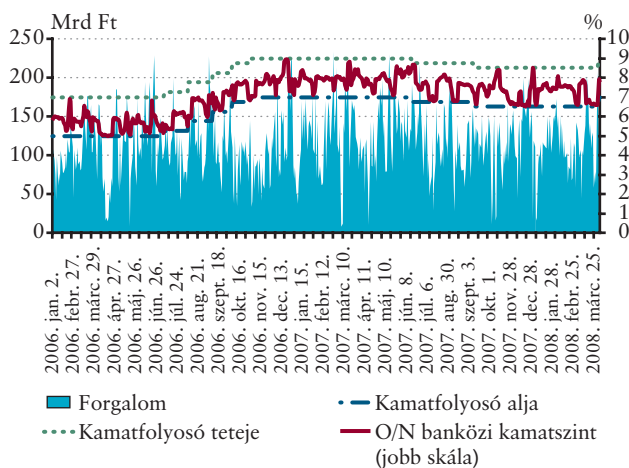
A kamatkockázati kitétség a saját tőke arányában



Forrás: MNB.

44. ábra

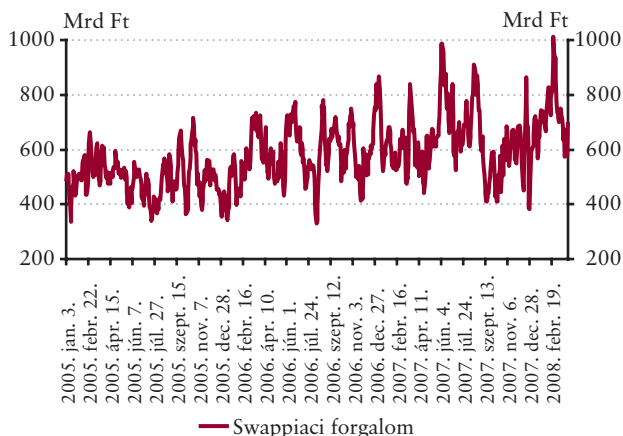
A fedezetlen O/N bankközi forgalom és kamatok alakulása



Forrás: MNB.

45. ábra

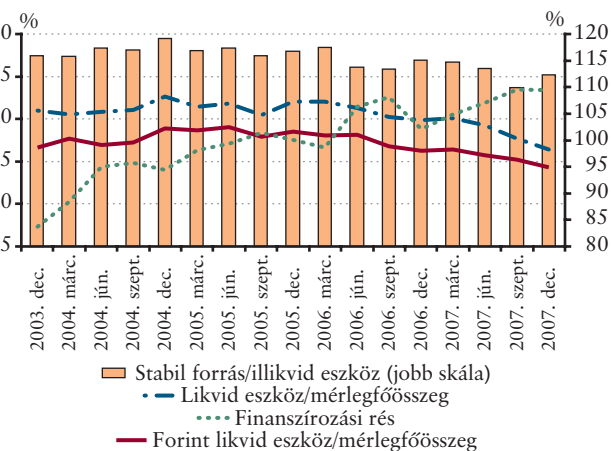
Az FX-swap piaci forgalma



Forrás: MNB.

46. ábra

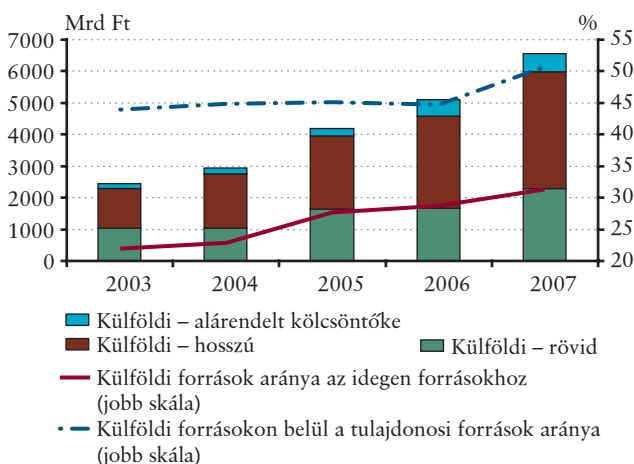
A bankrendszer likviditási mutatói



Forrás: MNB.

47. ábra

A bankrendszer külföldi forrásai



Forrás: MNB.

48. ábra

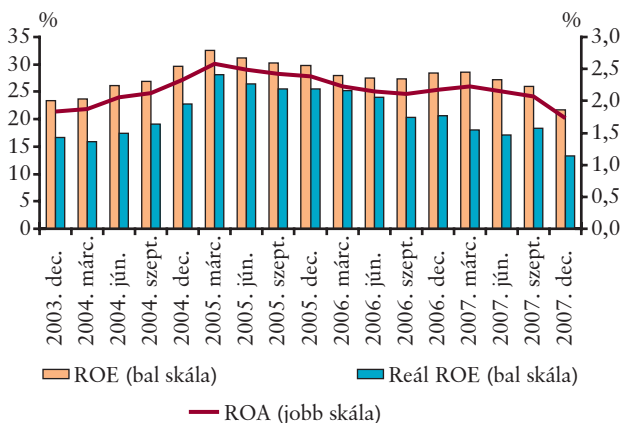
A vizsgált bankok átlagos 1 hónapos likviditási stresszmutatója



Forrás: MNB.

49. ábra

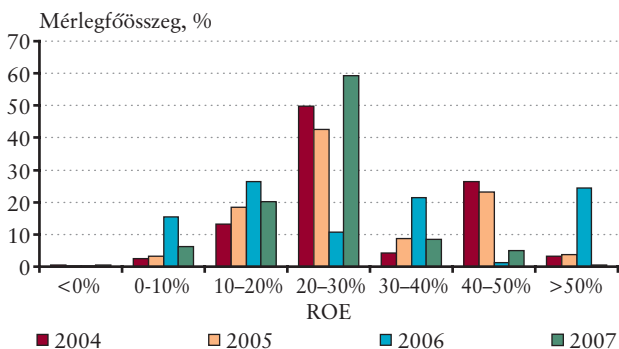
A bankrendszeri ROA, ROE és reál ROE alakulása



Forrás: MNB.

50. ábra

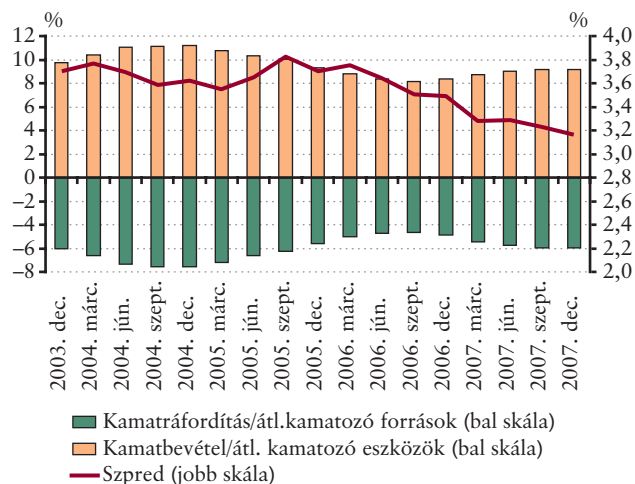
A bankok részesedése a mérlegfőösszegekből a ROE-mutató függvényében



Forrás: MNB.

51. ábra

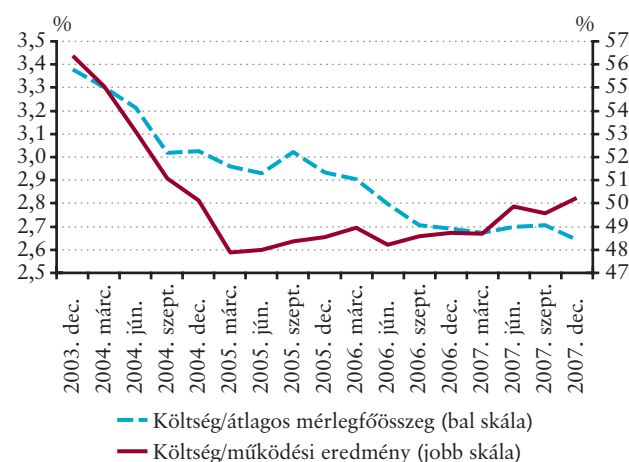
A bankrendszeri szpred és összetevői



Forrás: MNB.

52. ábra

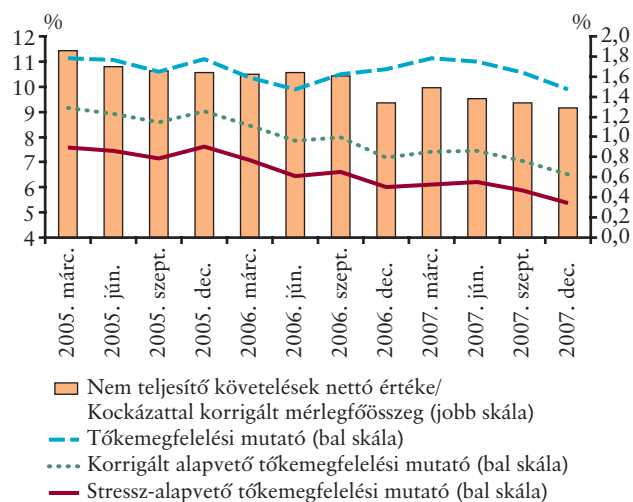
A bankrendszer működési hatékonyságának mutatói



Forrás: MNB.

53. ábra

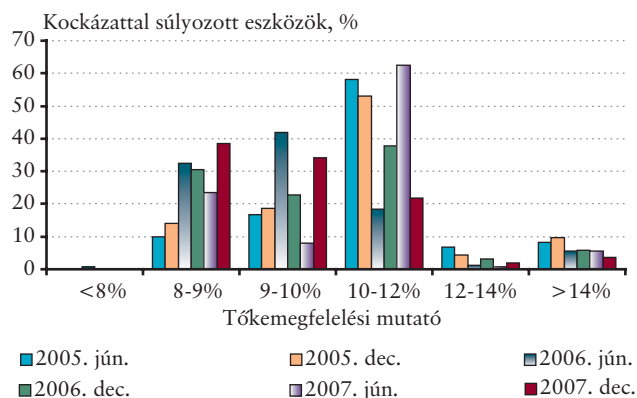
A TMM, korrigált alapvető TMM és stressz-TMM alakulása



Forrás: MNB.

54. ábra

A bankok részesedése a kockázattal súlyozott eszközökből a tőke megfelelési mutató függvényében

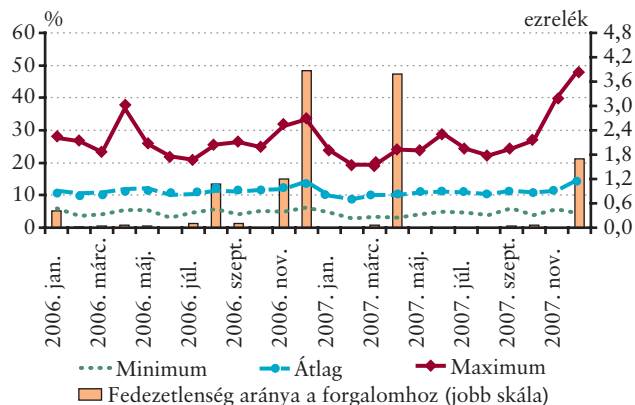


Forrás: MNB.

7. Fizetési rendszerek kockázatai

55. ábra

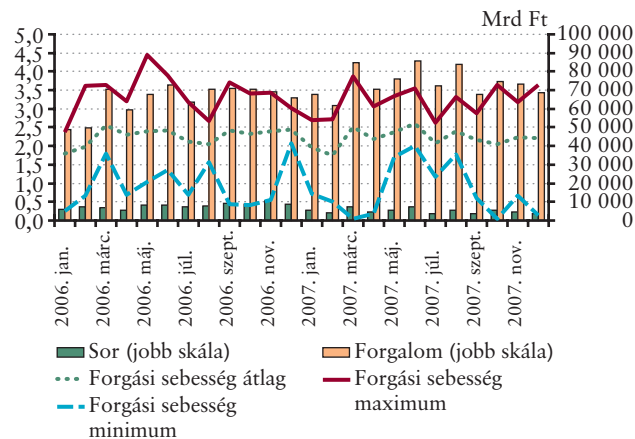
A BKR-elszámoláshoz szükséges fedezet aránya a kerethez viszonyítva, valamint a fedezetlenség miatt sorban maradt tételek aránya a tranzakciók összegéhez



Forrás: MNB.

56. ábra

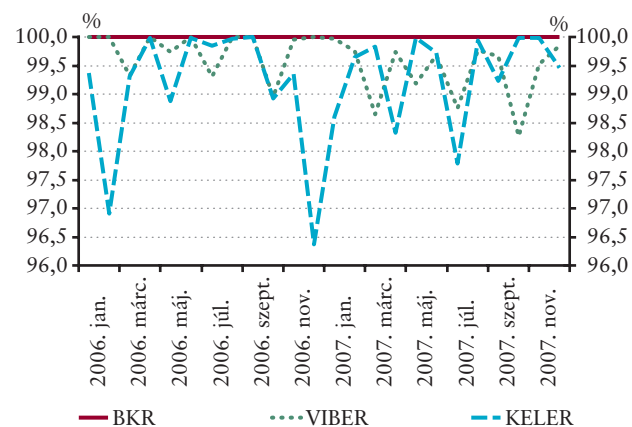
A VIBER-ben a likviditás forgási sebessége, valamint a forgalom és a sorkezdő tételek összege rendszerszinten



Forrás: MNB.

57. ábra

A hazai felvigyázott rendszerek (BKR, KELER, VIBER) rendelkezésre állása



Forrás: MNB.

Jegyzetek a mellékletehez

Az ábrákon az év megjelölése (pl. 2007) az időszak végét jelenti (2007. 12. 31.), amennyiben ez másként nincs meghatározva.

1. ábra:

A mutató emelkedése a kockázati étvágy csökkenését, a magasabb érzékelt kockázatot tükrözi.

2. ábra:

VIX: S&P 500 részvénytapi index implikált volatilitása (CBOE).

MOVE: USA állampapírok implikált volatilitása (Merrill Lynch).

3. ábra:

A mutató emelkedése a kockázati étvágy csökkenését, a magasabb érzékelt kockázatot tükrözi.

4. ábra:

Államháztartás: SNA-módszer szerinti államháztartási hiány.

Vállalat és „hiba”: a vállalatok finanszírozási képessége maradekven adódik, ezért a hibát is tartalmazza.

Külső finanszírozási igény: az EU-csatlakozás miatt előrehozott import által okozott eltérések, valamint az EU-csatlakozás következtében megszűnő vámraktárak és a Gripen beszerzések importnövelő hatásával korrigált adatok.

5. ábra:

A finanszírozás összetevőinek összege a Fizetési mérleg statisztika „Tévedések és kihagyások” sorának magas értéke miatt nem egyezik meg a finanszírozási igénnyel.

10. ábra:

A lakossági jövedelem MNB-beclés, ami a jövedelemfelhasználás alapján készült.

12. ábra:

A jogi személyiségű társas vállalatokkal szemben indított felszámolási eljárások száma az eljárás kihirdetésének dátuma szerint, 4 negyedévre kumulálva, az egy évvel korábbi, működő, jogi személyiségű társas vállalkozások számával osztva.

13. ábra:

Az 5 év múlva 5 éves forint forwardhozam felára az euro forwardhozamhoz képest (3 napos mozgóátlag), valamint a 10 éves magyar credit default swap ár.

16. ábra:

Visszetekintő volatilitás: az árfolyam súlyozott múltbeli volatilitása (GARCH-módszer).

Implikált volatilitás: 30 napos ATM devizaopciók jegyzéséből származtatott volatilitás.

25. ábra:

A devizahitelek 1999. decemberi, hó végi árfolyamon, a forintbitelek a 2002. decemberi állami hitelkiváltással korrigálva.

26. ábra:

Devizahitelek 1999. decemberi, hó végi árfolyamon.

39. ábra:

A külföldiek nettó swapállományának növekedése forint mellett spot lábbal rendelkező swapkötést mutat. A hitelintézetek napi operatív devizapiaci jelentéseiből, a hitelintézetek által külföldiekkel kötött swapügyletek alapján. A jelentési hibák és nem szabványosított ügyletek miatt az adatfelülvizsgálatok utólag is jelentősen módosíthatják az idősort. Az idősor a speciális hitelintézetekkel, a fióktelepekkel és a szövetkezeti hitelintézetekkel kötött swap ügyleteket nem tartalmazza.

42. ábra:

A számítások során átárazódási adatokat, illetve az azokból számított módosított Macaulay durationt használtuk. A pozitív előjelű kitétség esetén a hozamgörbe párhuzamos felfele tolódása veszteséget okoz.

43. ábra:

A forint-euro különbözet a Reuters elektronikus kereskedési rendszerébe beadott legjobb vételi és eladási ajánlatok árfolyamainak különbségéből került meghatározásra.

Az állampapír-piaci különbözet a Dresdner Kleinwort Wasserstein (DrKW) által bevezetett Central European Bond Index (CEBI) vételi-eladási különbözetek magyar állampapír-piacra vonatkozó adata.

45. ábra:

Kizárólag deviza-forint ügyletek alapján, kötésnap szerint, a belföldi banki adatok esetében a duplikációk kiszűrésével számolt 5 napos mozgóátlagok.

48. ábra:

Stresszszcenárió: egyedi, bankspecifikus likviditásszűkülést (pl. bizalmi válság) feltételez. Fő feltevések:

- A bankok nem tudják megújítani 1 hónapon belül lejáró, nem betéti típusú forrásaikat (elsősorban bankközi források).
- Az ügyfelek lehívják a hitelkeretek 1 hónapon belül esedékes részét, ill. beváltják a garanciák 1 hónapon belül esedékes részét.
- A pótlólagos forrásszerzéshez a bankok likvid eszközeiket csak – eszköztípusonként eltérő – „haircut”-tal tudják igénybe venni.
- Az ügyfelek nem fizetik vissza a folyószámlahiteleket.

1 hónapos likviditási stresszmutató: a stressz scenárió feltételezésével, illetve a „haircut”-tal csökkentett likvid eszközökkel korrigált 1 hónapos lejáratú rés viszonyítva az ügyfélforrásokhoz. Ez a mérőszám azt mutatja meg, hogy az egyes bankok az ügyfélforrások legfeljebb milyen arányú kivonására rendelkeznek fedezettel, feltételezve, hogy nem tudnak újabb forrásokat bevonni.

49. ábra:

ROE: adózás előtti eredmény/(átlagos saját tőke – eredmény).

ROA: adózás előtti eredmény/átlagos mérlegfőösszeg.

Annualizált adatok!

Adózás előtti eredmény: gördülő 12 havi adat.

Átlagos mérlegfőösszeg: gördülő 12 havi számtani átlag.

Átlagos sajáttőke-eredmény: gördülő 12 havi számtani átlag.

Deflátor: előző év azonos hó=100 CPI (%).

50. ábra:

Adózás előtti eredménnyel.

51. ábra:

Évesített értékek!

Kamatbevétel: gördülő 12 havi érték.

Kamatráfordítás: gördülő 12 havi érték.

Átlagos kamatozó eszközök: gördülő 12 havi számtani átlag.

Átlagos kamatozó források: gördülő 12 havi számtani átlag.

52. ábra:

Költség: gördülő 12 havi.

Működési eredmény: gördülő 12 havi.

Átlagos mérlegfőösszeg: gördülő 12 havi számtani átlag.

53. ábra:

Tőke megfelelési mutató: kockázatok fedezésére figyelembe vehető szavatoló tőke/(kockázatok fedezéséhez szükséges minimális szavatoló tőke*12,5).

Korrigált alapvető tőke megfelelési mutató: (alapvető tőke – levonások)/(kockázatok fedezéséhez szükséges minimális szavatoló tőke*12,5).

Stressz-alapvető tőke megfelelési mutató: (alapvető tőke – levonások – nemteljesítő mérleg tételek nettó értéke)/(kockázatok fedezéséhez szükséges minimális szavatoló tőke*12,5 – nemteljesítő mérleg tételek nettó értéke).

Tőke megfelelési mutató, korrigált alapvető tőke megfelelési mutató, stressz-alapvető tőke megfelelési mutató: 2007. decemberi adat becslés eredmény visszaforgatás nélkül.

56. ábra:

A számítások során a nap eleji egyenleg-rendező (START-) tételeket és az MNB-t kiszűrtük.

57. ábra:

A rendszerek közötti összehasonlítás a rendszerek eltérő jellege és a számítási módszertan eltérései miatt nem célszerű.

Jelentés a pénzügyi stabilitásról

2008. április

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19–21.

