

# Endrész Marianna–Gyöngyösi Győző–Harasztosi Péter: A hazai fedezetlen vállalati devizakitettség\*,<sup>1</sup>

*A mikroadatokon végzett elemzésünk azt mutatja, hogy a vállalati szektorban is jelentős méretet öltött a fedezetlen devizahitelezés. A nettó devizabevétellel nem rendelkező devizahitelek jelentős súlyt képviseltek a válság előtt. A válság alatt – az árfolyam-leértékelődés következtében – a devizahitelek relatív értelemben rosszabbul teljesítettek. Nagyobb mértékben nőtt a csődvalószínűségük, beruházásaik erőteljesebben estek vissza, és a hitelpiacról is jobban kiszorultak.*

## BEVEZETÉS

Az 1990-es évek mély recesszióval párosuló pénzügyi válságai az árfolyam-leértékelődésnek egy sajátos mechanizmusára, az úgynevezett mérleghatásokra hívták fel a figyelmet. A harmadik generációs válságmodellek szerint a magánszektorokban meglévő devizakitettségek növelik egy árfolyamválság költségeit, és szűkítik a monetáris politika mozgásterét. Ha például a vállalatok jelentős része devizában adósodott el, az árfolyam leértékelődése jelentősen emeli az érintett vállalatok adóssághatárát, ezáltal rontva a profitabilitásukat, illetve a mérlegüket, ami a beruházások visszaeséséhez vezethet. Ha a hitelkérelmek elbírálásakor a bankok figyelembe veszik a vállalat értékét is, a rosszabb mérlegű vállalatok csak kedvezőtlenebb feltételek mellett, vagy egyáltalán nem jutnak hitelhez. Ezért a beruházások alacsonyabbak lesznek. Vagyis a leértékelődés hatására csökkenhet a kibocsátás.<sup>2</sup>

A devizában való eladósodottság azonban önmagában nem feltétlenül vezet alacsonyabb kibocsátáshoz. A vállalatok egy része ugyanis exportál, a gyengébb árfolyam pedig az exportbevételeket is emeli. Ezért nem önmagában a devizahitel-állomány nagysága a meghatározó, hanem hogy ennek mekkora része fedezetlen. Fedezetlen devizakitettségéről akkor beszélhetünk, ha a vállalat nettó devizaeszközeinek állománya nincs összhangban a vállalat várható devizabevételeinek nettó jelenértékével.

Talán a devizahitelezés és a fedezetlen devizakitettség közti különbség magyarázhatja, hogy a lakossági devizahitelezés, összevetve a vállalattal, lényegesen nagyobb figyelmet kapott az elmúlt időszakban. A háztartások nem, vagy csak csekély mértékben rendelkeznek devizabevételekkel. A vállalati szektornak viszont jelentős exportbevétele van, ami természetes fedezetül szolgál a devizahitelek mögött. Ezért azt várjuk, hogy egy leértékelődés kevésbé érintené negatívan a vállalati szektort, mint a háztartásokat. Míg a lakosság esetében az aggregált statisztikák tükrözik a probléma súlyát, a vállalatok esetében ezek kevésbé informatívak. A fedezetlen devizakitettségek és a mérleghatások súlya ugyanis attól függ, hogy mekkora a természetes fedezettel (vagyis nettó exportbevétellel) nem rendelkező devizahitelek részaránya, makrogazdaságban betöltött szerepe. Ez viszont csak vállalati szintű adatok alapján vizsgálható.

Egy ilyen elemzésre nyílt lehetőségünk több adminisztratív adatbázis összefűzésével. Az összekapcsolt adatbázis 2004-től 2010-ig tartalmazza a kettős könyvelésű vállalatokat. Ismertek a vállalatok mérlegadatai, hiteleinek devizamegbontása, exportbevételei és importkiadásai is. Ez lehetővé teszi, hogy viszonylag nagy pontossággal határozzuk meg a fedezetlen devizakitettséggel rendelkező vállalatokat.<sup>3</sup>

A fedezetlen devizakitettség a monetáris politika szempontjából is fontos téma. Egyrészt normál időszakokban

\* Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

<sup>1</sup> A cikk az MNB Working Papers 2012/8-as szám alatt korábban megjelent tanulmány alapján készült. Lásd Endrész et al. (2012).

<sup>2</sup> A fedezetlen devizahitelekéről lásd még Eichengreen et al. (2003), Rancière et al. (2010).

<sup>3</sup> Az adatbázisok, a tisztítási és összekapcsolási folyamat leírásához lásd az Endrész et al. (2012) tanulmány ide vonatkozó fejezetét, illetve függelékét.

**1. táblázat**  
**Fedezetlen devizahiteles csoportok meghatározása**

	Devizahitel		Forinthitel	Nincs hitel
nettó exportőr		↔		
nettó importőr	fedezetlen			
nem külkereskedő	fedezetlen			

gyengíti a monetáris transzmisszió árfolyamcsatornáját: a fedezetlen devizakitettség mérsékli a lazább monetáris politika élénkítő hatását. Másrészt, amikor nagyobb árfolyamsokk éri a gazdaságot, a mérleghatások jelentősen korlátozhatják a monetáris politika mozgásterét. A vállalati kitettség mértékétől, a bankszektor helyzetétől, az árfolyamsokk nagyságától és még számos más tényezőtől függően egy monetáris lazítás akár kontrakcióssá is válhat. Különösen akkor, ha a bankszektor is érintetté válik, és emiatt jelentősen romlik a hitelezési képessége.

A cikk első részében definiáljuk, hogy mely vállalatokat tekintjük fedezetlen devizahiteleseknek. Megvizsgáljuk a vállalatok jellemzőit és makrogazdasági súlyukat. Végül leíró statisztikák segítségével megmutatjuk, hogy miként alakult a cégek teljesítménye a válság alatt.

## A FEDEZETLEN DEVIZAKITETTSÉG DEFINÍCIÓJA, AZ ÉRINTETT VÁLLALATOK JELLEMZŐI

Egy vállalat devizakitettsége megjelenhet eszközök, források, bevételek, kiadások formájában. Ha ezek nem fedezik egymást, a cégnek árfolyamkitettsége van, vagyis az árfolyamváltozás befolyásolja a cég mérlegét, jövedelmezőségét, piaci értékét. Tipikusan a devizahitelekkel szemben állnak exportbevételek és importkiadások. Amennyiben a devizahitelek értéke meghaladja a várható (nettó) devizabevételek jelenértékét, a vállalatnak fedezetlen kitettsége van, ami leértékelődés esetén okoz veszteséget.

A gyakorlatban nehezen meghatározható a nettó kitettség mértéke, mert állományi és flow jellegű adatokat kell összehasonlítani, ráadásul a jövőbeli devizabevételekről csak feltevéseink lehetnek.<sup>4</sup> Ezért egy ettől némileg eltérő definíciót alkalmazunk, a kitettség pontos mérése helyett kategóriákat hozunk létre. Fedezetlen kitettségről akkor beszélünk, ha egy vállalat rendelkezik devizahittel, de nem rendelkezik nettó devizabevétellel – azaz nettó impor-

tőr, vagy egyáltalán nem vesz részt a nemzetközi kereskedelemben (1. táblázat).<sup>5</sup>

Egy leértékelődés ezt a két csoportot egyértelműen negatívan érinti. A gyengébb árfolyam növeli a hitelterheket (mérleghatás), és a leértékelődés versenyképességet növelő hatása sem jelentkezik ezeknél a csoportoknál. Sőt a nettó importőröknek még növeli is az importkiadások forintban kifejezett értékét.

A gyengülő árfolyam a nettó exportőröket is sújtja, amennyiben van devizahitelük, bár esetükben ezt ellensúlyozzák a versenyképességi hatások. A kettő eredője feltehetően pozitív, de mérleghatásról náluk is beszélhetünk.

A fedezetlen devizakitettséggel rendelkező vállalatokon belüli megkülönböztetés azért is fontos, mivel a nemzetközi kereskedelem irodalmában jól dokumentált, hogy lényegesen jobbak a nemzetközi kereskedelembe részt vevő vállalatok, azaz az importőr és nem kereskedő vállalatok átlagos jellemzői jelentősen különböznek.<sup>6</sup> Ráadásul az elmúlt években a külső és belföldi kereslet eltérően alakult, ezért adott külkereskedelmi kategórián belül érdemes összehasonlítani a devizahiteles vállalatokat a többivel. Mivel a hiteles vállalatok is lényegesen jobbak a hitellel nem rendelkező vállalatoknál, ezért megkülönböztetjük a forinthittel rendelkező vállalatokat is. Ez a kategorizálás – nemzetközi kereskedelem, illetve hitel szerinti csoportok – segít abban, hogy a devizahitelesek teljesítményének értékelésekor a megfelelő kontrollcsoporthoz hasonlítsunk.

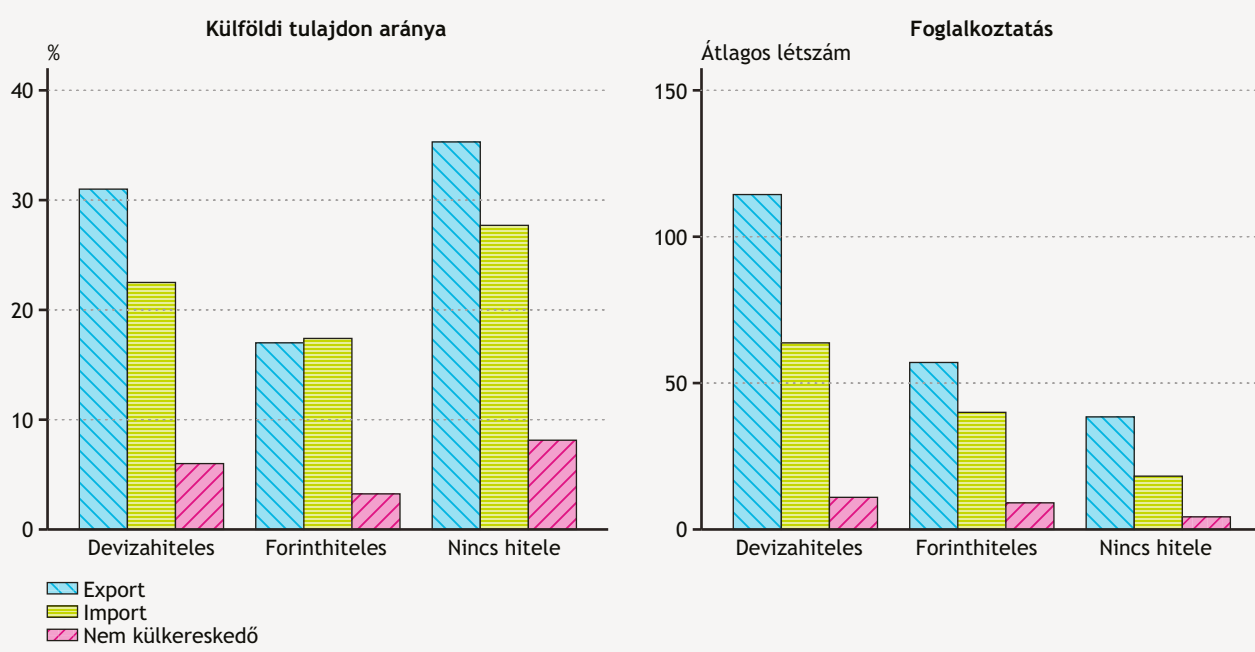
A továbbiakban áttekintjük a fedezetlen devizakitettséggel rendelkező vállalatok átlagos jellemzőit. Vizsgáljuk a vállalatok méretét, átlagos eladósodottságát, a külföldi tulajdon részarányát és a teljes tényező termelékenységet (TFP). Az 1. és 2. ábrák alapján azt mondhatjuk, hogy a devizahitelesek általában nagyobbak, valamivel termelékenyebbek és jobban el vannak adósodva, mint a kontrollcsoport (adott kereskedelmi csoporton belül a forinthitelesek). Az össze-

<sup>4</sup> Sőt a vállalatok devizakitettségét befolyásolja az általuk kötött derivatív pozíciók, pl. forwardügyletek állománya is. A forwardpozíciók állománya egyrészt töredéke a devizahitelekének, másrészt nem áll rendelkezésre vállalati szinten.

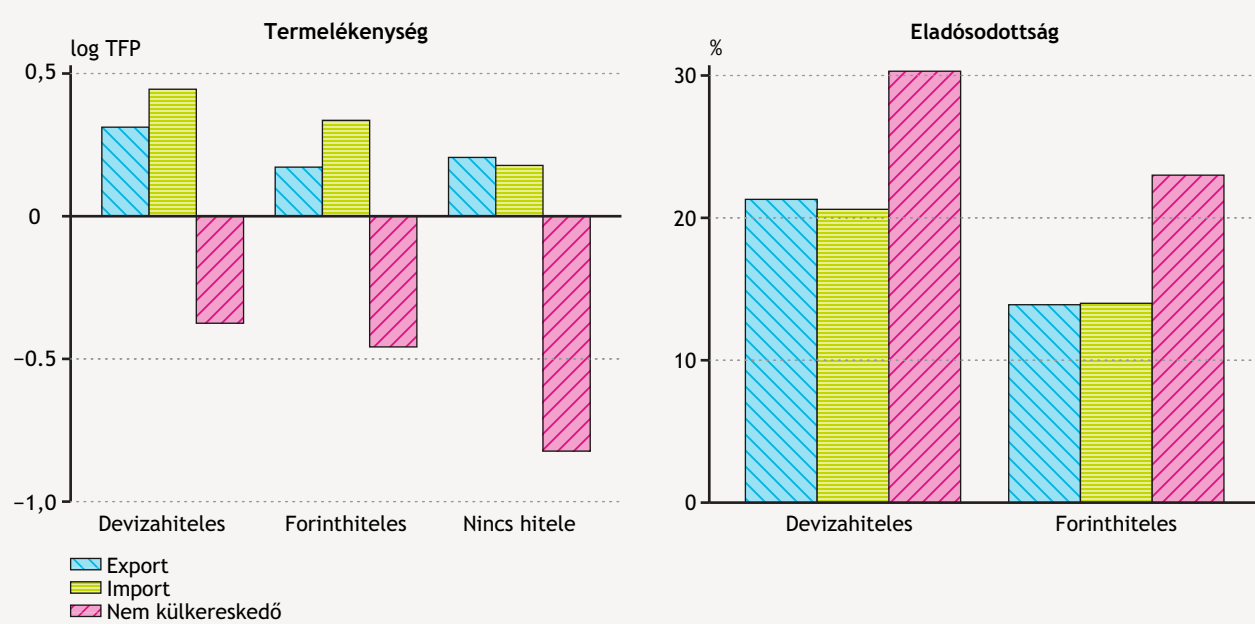
<sup>5</sup> Érdemes megjegyezni, hogy a nettó importőr csoport a definíció szerint tartalmaz olyan vállalatokat is, amelyek egyébként stabil exportőr vállalatok, de adott évben kevesebbet exportáltak, mint importáltak.

<sup>6</sup> A magyar vállalatokról lásd Békés et al. (2011).

**1. ábra**  
**Átlagos jellemzők: külföldi tulajdon és foglalkoztatás**



**2. ábra**  
**Átlagos jellemzők: termelékenység és eladósodottság**



vetésből azonban az is látszik, hogy jelentős különbségek vannak a külkereskedelmi, illetve hitelstátus mentén is. Ha egy cég külkereskedő, illetve van hitele, akkor sokkal nagyobb és termelékenyebb, mint a csak belföldre termelők, illetve hitel nélkül gazdálkodók. Ezenkívül a külkereskedelemben részt vevők esetében jellemzőbb a külföldi tulajdon.

A külföldi tulajdon aránya jóval magasabb az exportálók és importálók körében. A hitelstátus szerinti vizsgálódás a külföldi tulajdonban lévők sajátos finanszírozási preferenciáit mutatja. A legmagasabb a külföldiek aránya azon vállalatok között, akik hitel nélkül működnek, második legmagasabb az arányuk a devizahiteleseken belül, és legkevésbé a forinthelettel rendelkező vállalatokra jellemző a külföldi tulajdon.

Foglalkoztatottság tekintetében a devizahiteles, illetve exportáló vállalatok a legnagyobbak. Őket követik az importálók, illetve a forinthitelesek.

A termelékenységet mérő mutató esetében inkább a külkereskedelmi státus a meghatározó, mivel a jelentős különbségek a nemzetközi kereskedelemben részt vevő, illetve nem részt vevő vállalatok között vannak, bár a hitellel rendelkező vállalatok átlagos mutatói is nagyobbak, mint a hitel nélkül működőké.

Az átlagos eladósodottság jellemzően magasabb a devizahitelesek körében. Ez nem meglepő, hiszen a forint- és devizahitelek közötti kamatkülönbség miatt a devizahitelek nagyobb eladósodottságot engedtek meg.<sup>7</sup>

### FEDEZETLEN DEVIZAKITETTSÉGGEL RENDELKEZŐ VÁLLALATOK MAKROGAZDASÁGI SÚLYA

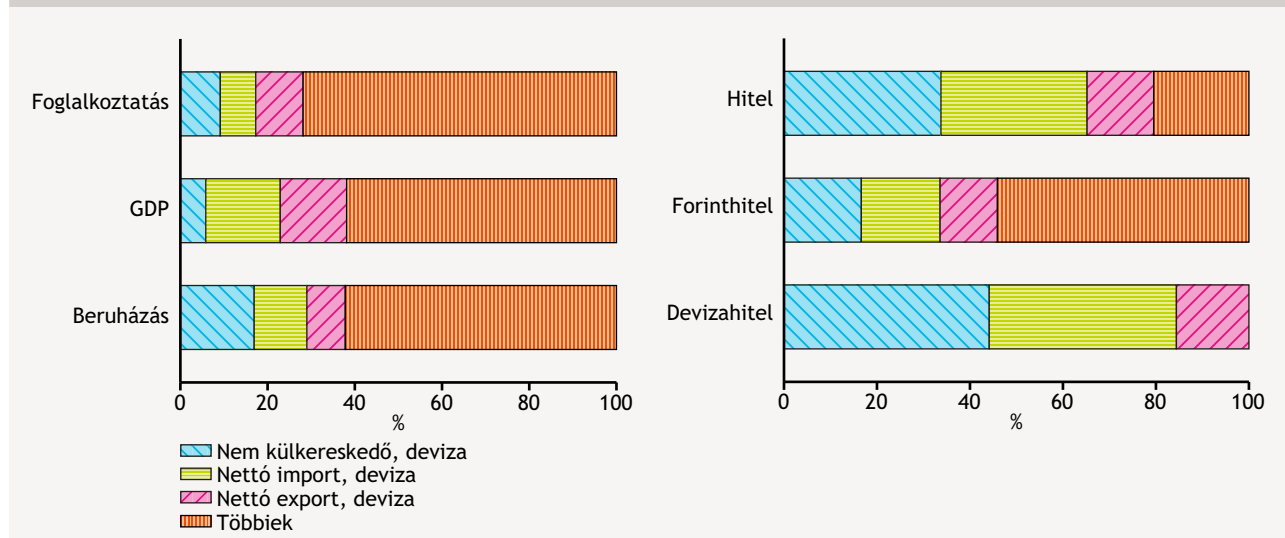
Makrogazdasági szempontból egy árfolyam-leértékelődés reálgazdasági hatása függ attól, hogy a fedezetlen devizakitettség a vállalatok mekkora körét érinti. Ebben a fejezetben ezért azt vizsgáljuk meg, hogy a fontosabb makrogazdasági aggregátumokban mekkora az érintett vállalatok aránya. Négy mutatót vizsgálunk meg: a hozzáadott értéket, a foglalkoztatottságot, a beruházást és a hitelt. A kiválasztott év az utolsó válság előtti év, vagyis 2007.

A 3. ábra mutatja az egyes vállalati csoportok által képviselt részt – így a fedezetlen és a fedezett devizahitelesekét is – a makro aggregátumokban. A fedezetlen devizahitelesek részaránya legkisebb a foglalkoztatottak számában, 2007-ben nagyjából 17 százalék. A hozzáadott érték több mint 20 százaléka termelődött ilyen vállalatnál, a beruházásokon belül 30 százalékos volt a részesedésük. Fedezetlen kitettséggel nem, de mérleghatásoknak kitett csoportként kezelendő az exportáló devizahitelesek köre. Az ő részesedésük is jelentős az egyes aggregátumokban. Velük együtt, vagyis a teljes, mérleghatásnak kitett csoportnak a részaránya a kibocsátásban és a beruházásokban is megközelíti a 40 százalékot.

Ennél is nagyobb a fedezetlen devizahitelesek súlya a belöldi bankok hitelporfóliójában.<sup>8</sup> Az összes vállalati hitel mintegy 2/3-a ilyen vállalatnál volt 2007-ben, ezek nagyobbik része devizahitel volt. A bankok közvetett, vállalati fedezetlen devizahitelezés miatti árfolyamkitettsége mértékben vetekszik a lakossági devizahitelezés súlyával. Közvetlenül a válság kitörése előtt a lakossági devizahitel-állomány 3,9 milliárd forintot tett ki. Ugyanebben az időszakban a fedezetlen devizakitettséggel rendelkező vállalatok<sup>9</sup> birtokoltak 3,5 milliárd forintnyi devizában, továbbá 1 milliárd forintnyi forintban denominált hitelt.<sup>10</sup> Vagyis a hazai bankszektor nemcsak a lakossági, hanem a vállalati devizahitelezésen keresztül is jelentős mértékű, közvetett árfolyamkockázatnak volt kitéve.

3. ábra

A fedezetlen devizahitelesek makrogazdasági súlya és súlyuk a banki hitelporfólióban



<sup>7</sup> Nemcsak a kamatkülönbség maradt fenn tartósan a válság előtt, de a fedezetlen kamatparitás sem teljesült. Vagyis az árfolyammozgások nem ellensúlyozták a kamatkülönbség hatását.

<sup>8</sup> A makrosúlyok megítélésénél érdemes felidézni, hogy a nettó importőr csoport tartalmaz exportőr vállalatokat is.

<sup>9</sup> A két adat más forrásból származik, az egyik a hitelnyilvántartóból, a másik aggregált banki adatszolgáltatásból. Ezért a kettő csak fenntartásokkal vehető össze, de ez a kvalitatív következtetést nem módosítja.

<sup>10</sup> A lakosság esetében nincs arra nézve információnk, hogy az árfolyamkitettséggel rendelkezőknél mekkora volt a forinthitel-állomány.

Ezek a statisztikák arra engednek következtetni, hogy a leértékelődésnek komoly reálgazdasági hatásai lehetnek, mivel a gazdaság jelentős része érintett. Külön érdemes kiemelni, hogy a banki hitelfortfólióban különösen magas a leértékelődésnek kitett vállalatok aránya. Emiatt egy leértékelődés hatására a bankrendszer hitelezési képessége is jelentős mértékben sérülhet. Az ezt követő hitelviszafogás pedig érdemben felerősítheti a leértékelődés közvetlen reálgazdasági hatását (Endrész–Krekó, 2010).

## A VÁLSÁG HATÁSA

A válság alatt a forint több hullámban, jelentős mértékben, mintegy 20 százalékkal leértékelődött. Az első hullám 2008 negyedik és 2009 első negyedévében zajlott. Amennyiben a mérleghatások működtek, azt várjuk, hogy az érintett, fedezetlen devizahittel rendelkező cégek rosszabbul teljesítettek a leértékelődés miatt. Az adatok valóban ezt mutatják. A fedezetlen és általában a devizahiteles vállalatok nagyobb valószínűséggel mentek csődbe, erőteljesebben romlott a beruházási rátájuk és a hitelhez jutási valószínűségük.

### Módszertan

Az egyes vállalatcsoportok teljesítményében megfigyelt különbségeket többféle módszerrel is vizsgáltuk. Egyrészt elemeztük a teljesítménymutatók időbeli alakulását. Itt megengedtük, hogy időben változzon az egyes csoportokban lévő vállalati minta. A másik megközelítésnél időben kötött mintával dolgoztunk. Azt néztük meg, hogy 2007-ben adott csoportba tartozó és abban is maradó cégek teljesítménye hogyan változott 2-3 év múlva. Az utóbbi megközelítéshez egységes módszertant, ún. diff-in-diff becslést alkalmaztunk, ahol a következő regressziót becsüljük:

$$Y_{i,t+j} = \beta' X_{it} + \sum_{j=1}^9 \delta_j TLD_{ijt} + \gamma Y_{it} + \mu_s + \varepsilon_{it}$$

A bal oldali változó az  $i$  vállalat  $t$  időpontbeli kimeneti változója – beruházási ráta, csődvalószínűség, hitelhez jutási valószínűsége. A  $TLD_{ijt}$  változó mutatja az  $i$  vállalat  $t$  időpontbeli külkereskedelelem-hitel csoportját, értéke 1, ha a

vállalat a  $j$  csoportba tartozik és 0 egyébként.<sup>11</sup> A módszer bővebb leírását lásd Endrész (2012).

Az érdekel bennünket, hogyan változott meg a csoportok teljesítménye 2007-ről 2009-re, ill. 2010-re. Ehhez elegendő a  $\delta_j$  paramétereket vizsgálni. Ha pl.  $j$  a devizahittel rendelkező, külkereskedelemben nem érintett csoportot jelzi,  $\delta_j$  megadja, hogy 2007-hez képest mennyivel csökkent vagy nőtt az adott csoport átlagos beruházási rátája, vagy hitelhez jutási valószínűsége. A különböző csoportok  $\delta_j$  paramétereinek összevetésével választ adhatunk arra a kérdésre is, hogy volt-e szignifikáns különbség a devizahittel rendelkező cégek és a kontrollcsoport vállalatai között. Bár számos vállalatspecifikus tényezőre kontrollálunk, az eredmények nem feltétlenül jelentenek oksági összefüggést.

### Beruházások alakulása

A válság hatására a beruházások az egész gazdaságban jelentős mértékben visszaestek. Csupán két vállalati csoport éri el 2010-re a válság előtti szintet.

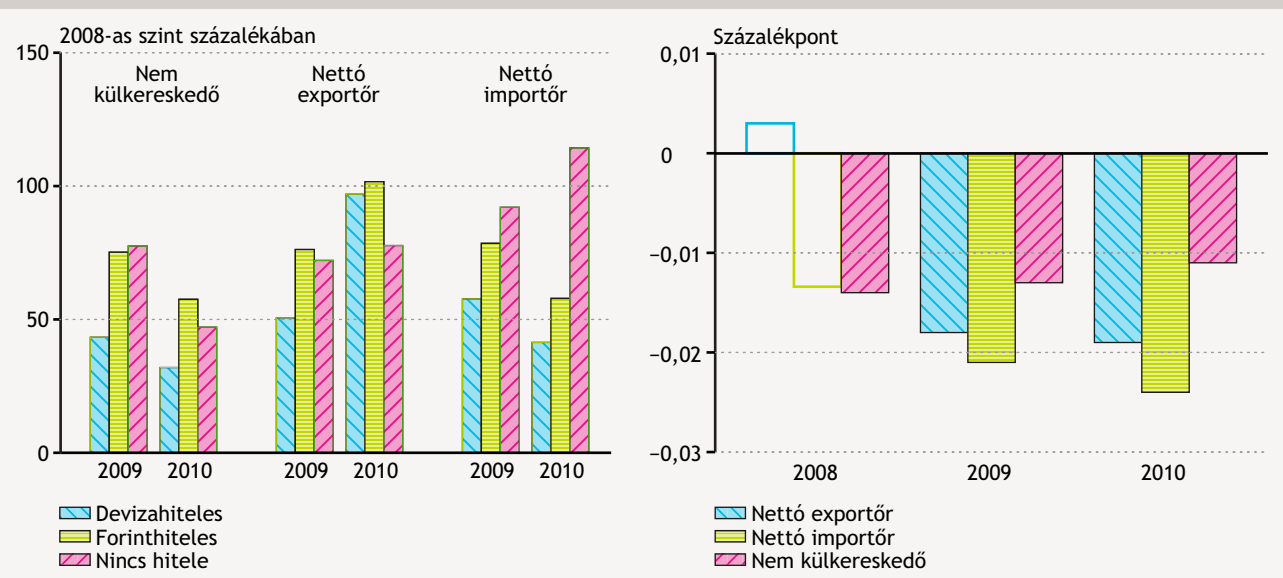
Szignifikáns különbségek figyelhetők meg attól függően, hogy az adott vállalatnak volt-e vagy sem devizahitele. Minden egyes külkereskedelmi csoportban a devizahiteles beruházása erősebben visszaesett, mint a forinthiteleseké vagy hitel nélkül gazdálkodóké. Ez igaz a nettó exportálókra is, vagyis még az ő esetükben is feltehető, hogy a mérlegcsatorna szerepet játszott. A két fedezetlen devizahiteles csoportban még 2010-ben is jelentős a devizahiteles elmaradása.

A diff-in-diff becslések is alátámasztják a fent kirajzolódó képet. A grafikon az adott vállalatcsoporton belül mutatja a devizahiteles és forinthiteles  $\delta_j$  paraméterének különbségét. Amennyiben ez negatív, az azt jelenti, hogy a devizahiteles beruházási rátája nagyobb mértékben esett vissza, mint a forinthiteleseké. A telt oszlopok jelzik a szignifikáns eredményeket. A hatás még 2010-ben is jelentős és szignifikáns mindhárom külkereskedelmi státusz szerinti csoportban. Vagyis még a nettó exportőrök esetében is nagyobb mértékben romlott a devizahiteles beruházási teljesítménye.

<sup>11</sup> Az  $X$  vektor tartalmazza a kontrollváltozókat: mint termelékenység, méret, eladósodottság, külföldi tulajdon.  $\mu_s$  ágazatspecifikus fix hatás,  $\varepsilon_{ijt}$  a hibatag,  $\beta$ ,  $\gamma$  és  $\delta_j$  pedig paraméterek.

4. ábra

Beruházások vállalatcsoportonként és a diff-in-diff becslés eredménye



**Csődvalószínűségek**

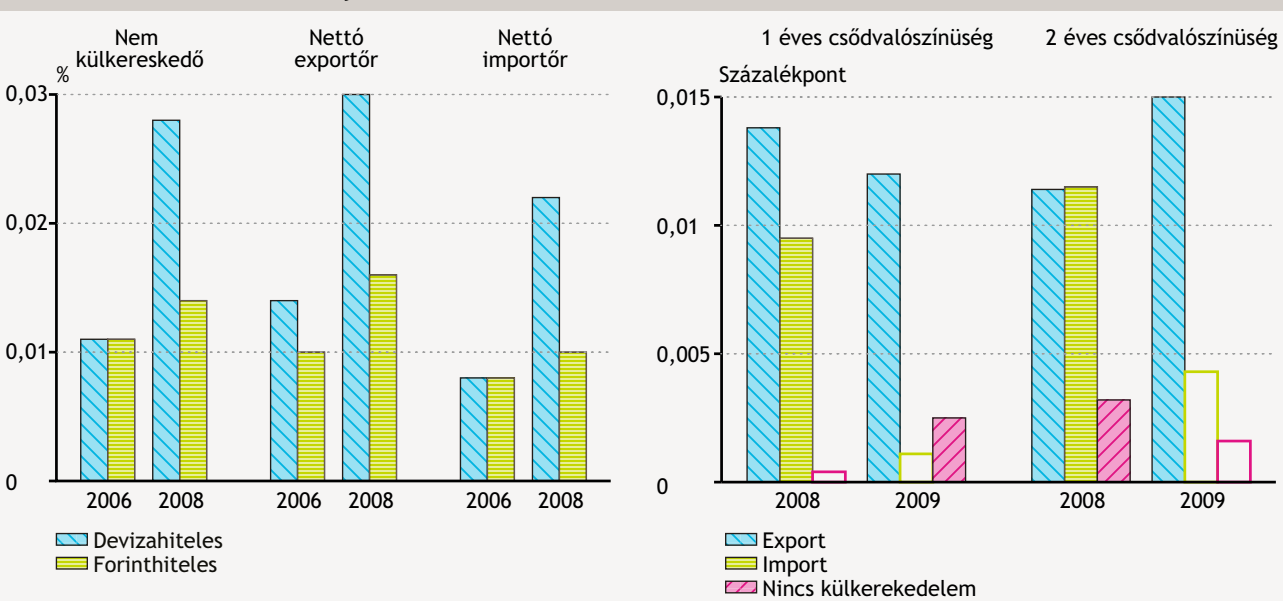
A válság előtt a külkereskedelmi és hitelstátus szerinti csoportok egy éven belüli csődvalószínűsége 1 százalék körül alakult, és nem volt érdemi különbség az egyes csoportok között. A válság kitörése után a csődvalószínűségek megugrottak. Látványossá váltak az egyes csoportok közötti

különbségek is: a devizahitelesek 2009-ben mintegy kétszer akkora valószínűséggel mentek csődbe, mint a forinhiteles vállalatok.

A változó mintán megfigyelt összefüggést a diff-in-diff becslés is megerősíti. Kontrollálva számos vállalatspecifikus jellemzőre, a devizahitelesek csődvalószínűsége nagyobb, mint

5. ábra

Az egy éven belüli csődvalószínűségek, valamint az egy és két éven belüli csődvalószínűségek változása – diff-in-diff becslés eredménye

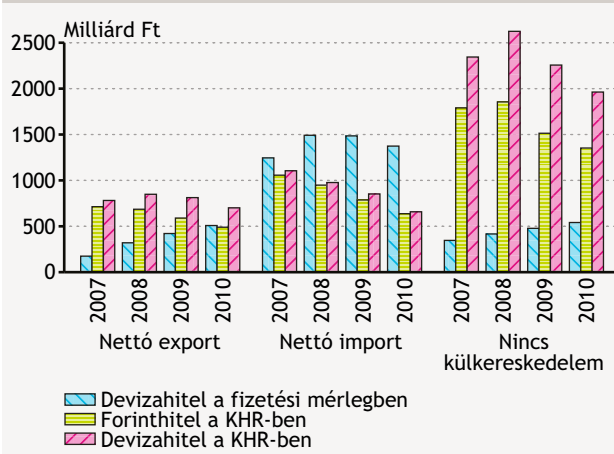


a forinthiteleseké, bár az eredmények szignifikanciája változó külkereskedelmi státus és horizont szerint. Ugyanakkor a diff-in-diff becslés eredményéből az is látszik, hogy az exportőr vállalatoknál legnagyobb a devizahiteles hátránya. Ezt több folyamat is magyarázza: egyrészt az exportpiacok a hazai piactól időben eltérő volatilitása, másrészt az exportőr vállalatoknál megfigyelhető gyorsabb csődfolyamat.

### Változások a hitelpiacon

A hitelpiacon erőteljes alkalmazkodás volt megfigyelhető. Egyrészt a vállalatok is átértékelték finanszírozási döntésüket. Míg a válság előtti magas kamatkülönbözet és alacsony árfolyamvolatilitás kedvezővé tette a devizahitel-felvételt, ez a válság hatására megváltozott. Bár a kamatkülönbözet alig csökkent, az árfolyam leértékelődött, és jelentősen nőtt a volatilitása is. Ezért feltehető, hogy csökkent a kereslet a devizahitelek iránt. Másrészt a kínálat is változott, több okból is. A devizahiteles mérlege és ezzel hitelképessége relatíve nagyobb mértékben romlott, ami banki veszteségekben és céltartalékolási költségekben jelent meg. Emellett a bankok egyéb csatornákon keresztül is ki voltak téve az árfolyamkockázatnak – komoly devizalikviditási problémákkal szembesültek. Ezért a bankok igyekeztek saját mérlegük közvetett és közvetlen árfolyamkitétségét csökkenteni. Így mind a keresleti, mind a kínálati tényezők hozzájárulhattak a devizahitel, illetve a devizahiteles háttérbe szorulásához. A keresleti és kínálati hatást azonban nem tudjuk szétválasztani.<sup>12</sup>

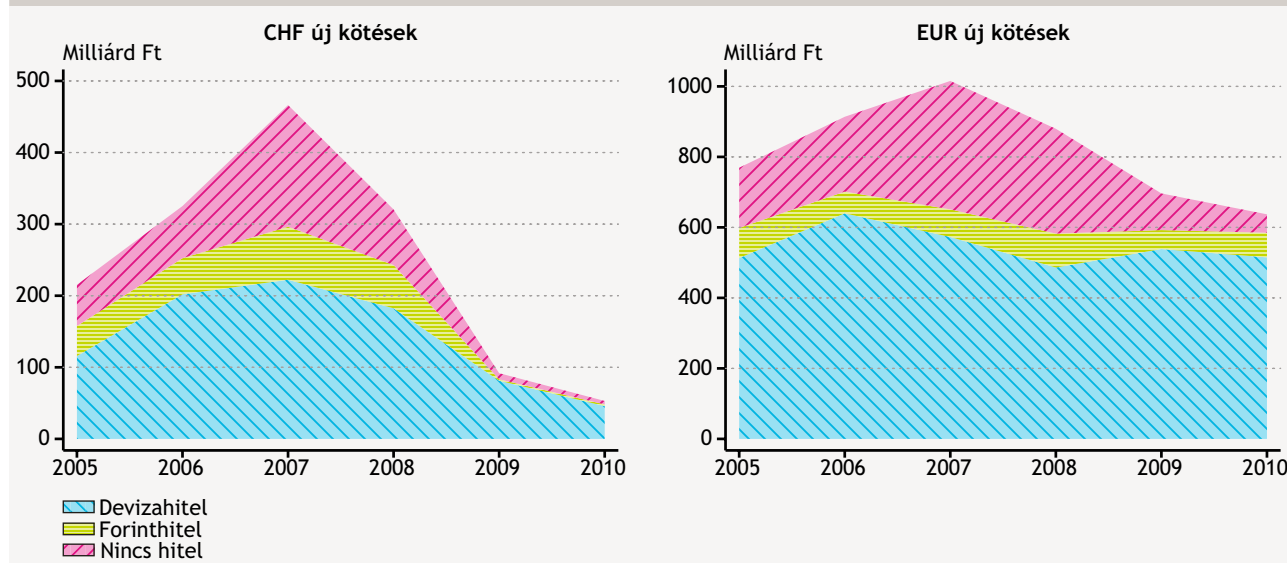
6. ábra  
Vállalati hitelállomány alakulása a hitel forrása szerint



A hitelpiaci folyamatok egyik érdekessége, hogy míg a belföldi banki hitelnyújtás jelentősen visszaszorult, a külföldről felvett hitelek állománya és darabszáma is nőtt.<sup>13</sup> Ez nemcsak az exportálóknál, hanem a fedezetlen kitétséggel rendelkező vállalatoknál is megfigyelhető. Ez a nyilvánvaló helyettesítés a két forrás között a belföldi banki kínálati tényezőkre utal.

A válság a likviditáskorlátok szigorodását is hozta. Míg a válság előtt a korábban hitellel nem rendelkező vállalatok növekvő valószínűséggel jutottak hitelhez – különösen sváj-

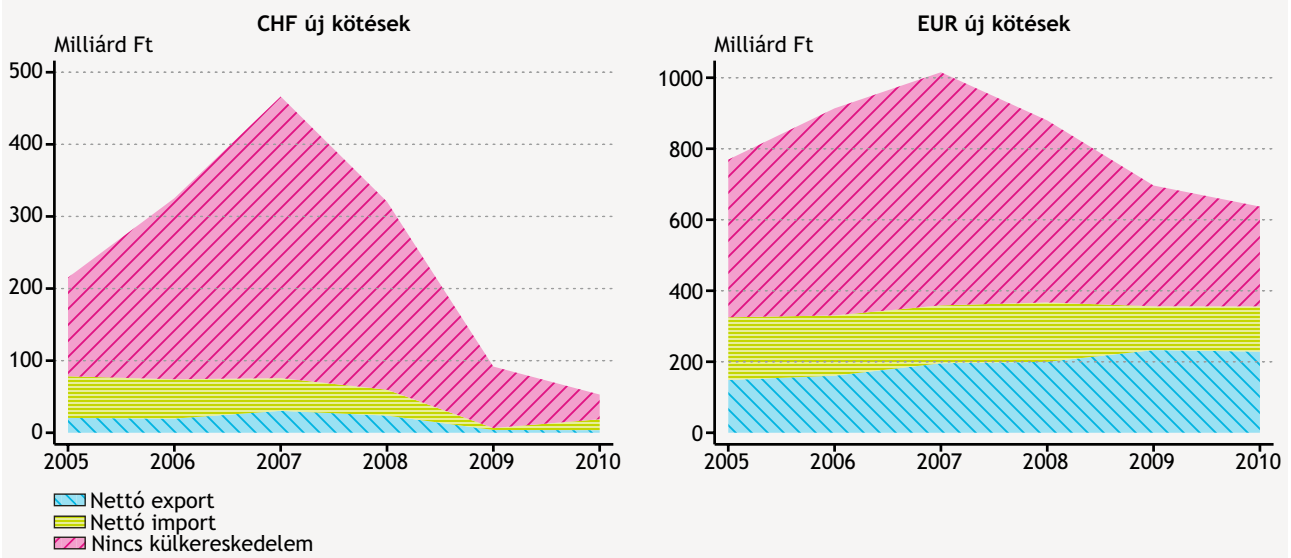
7. ábra  
Belföldi, új folyósítású CHF és EUR hosszú hitelek előző évi hitelstátus szerinti bontásban



<sup>12</sup> Erre tesz kísérletet banki adatok felhasználásával Sóvágó (2011).

<sup>13</sup> Megjegyzendő, hogy mivel ábráink forintban és aktuális árfolyamon mutatják a fennálló adósságállományokat, növekedésük egy részében az árfolyam hatását látjuk. Ezért fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a külföldről felvett hitelek száma is növekedett.

**8. ábra**  
Belföldi, új folyósítású CHF és EUR hosszú hitelek külkereskedelmi státus szerinti bontásban



ci frankban és euróban – a válság után ezek a cégek csaknem kiszorultak a hitelpiacról. A 7. ábra a hosszú lejáratú belföldi banki devizahitel flow-kat mutatja aszerint, hogy az adott vállalatnak előző évben volt-e és milyen hitele.

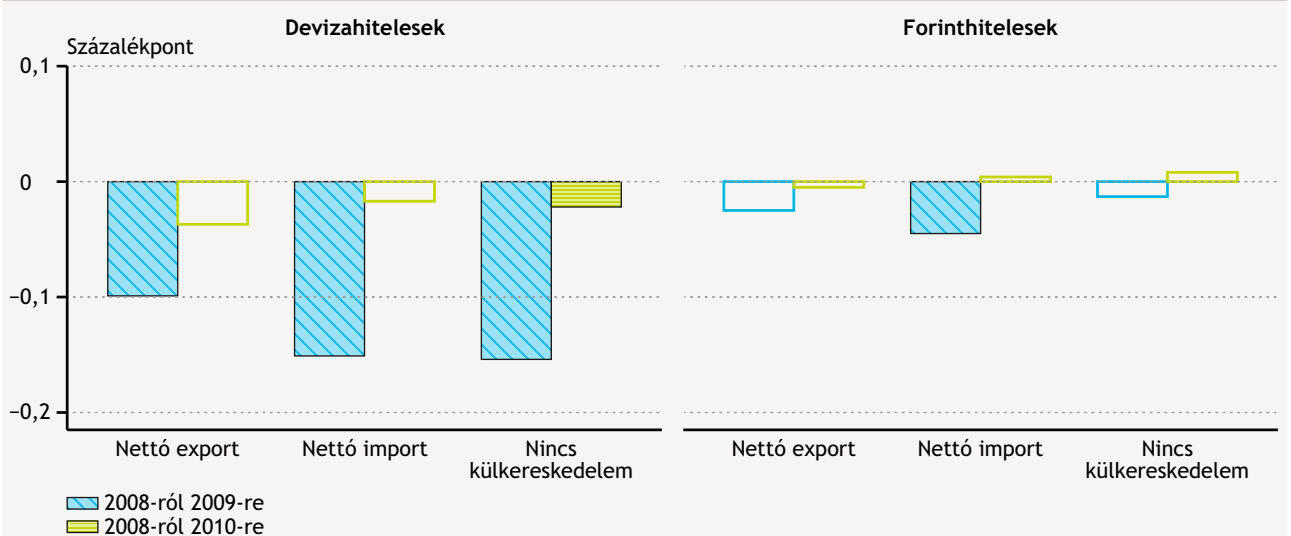
A külkereskedelmi státus szerint vizsgálva a devizahitel flow-k alakulását látható, hogy az exportálók többnyire euróban vettek fel hitelt, vagyis esetükben a fedezés motívuma volt erősebb. A nem külkereskedő cégek mind euróban, mind svájci frankban eladósodtak. A válság hatására azonban a svájci-frank-hitelek gyakorlatilag eltűntek a hitelpiacról, és a fedezetlen devizahitelek részaránya is jelentősen csökkent.

A diff-in-diff becslés eredményei is alátámasztják, hogy a devizahitelek hitelhez jutási valószínűsége jelentősen csökkent, 2009-ben mintegy 10–15 százalékkal. 2010-ben már csak a nem külkereskedő fedezetlen devizahitelek esetén szignifikáns az eredmény.

### A FEDEZETLEN DEVIZAHITELEK SÚLYÁNAK VÁLTOZÁSA

A mérleghatások és az alkalmazkodás következtében akár érdemben is változhatott a válság után a fedezetlen devizahitelek súlya. A csökkenés a beruházások esetében a

**9. ábra**  
Hitelfelvétel valószínűségének változása vállalatcsoportonként – diff-in-diff becslés eredménye



Megjegyzés: Az üres oszlopok nem szignifikáns eredményt mutatnak.



**2. táblázat**  
**Fedezetlen devizahitelek makrogazdasági súlyának változása**

	2007	2011
Belföldi hitel (KHR)	59,6%	58,2%
Összes hitel (KHR és FM)	65,1%	64,6%
Hozzáadott érték	22,8%	19,8%
Beruházás	28,6%	20,3%

legnagyobb, 29-ről 20 százalékra csökkent a részarányuk. Ugyanakkor a kibocsátásban és a hitelállományban sokkal kisebb változások figyelhetők meg. Ez azt is jelenti, hogy a banki mérlegcsatorna – a bankszektor helyzetének, ellenálló képességének függvényében – továbbra is potenciálisan nagy szerepet tölthet be egy leértékelődés esetén.

## KONKLÚZIÓ

A mikroadatokon végzett elemzések azt mutatják, hogy a vállalati szektorban is jelentős méretet öltött a fedezetlen devizahitelezés. A nettó devizabevétellel nem rendelkező devizahitelek jelentős súlyt képviseltek a válság előtt: a beruházások mintegy 30 százalékát ők adták, a hitelportfólióban ennél is nagyobb volt a súlyuk (2/3). Míg a válság előtt a devizahitelezés nagy valószínűséggel enyhítette a likviditási korlátokat, a válság alatt – az árfolyam-leértékelődés következtében – a devizahitelek relatív értelemben rosszabbul teljesítettek. Nagyobb mértékben nőtt a csődvalószínűségük, beruházásaik erőteljesebben estek vissza, és a hitelpiacról is jobban kiszorultak. E stilizált tények azt sejtetik, hogy a válság alatt erőteljes mérleg-hatások működtek a vállalati szektorban is. A mérleg-hatások és az alkalmazkodás következtében 2011-re valamelyest csökkent súlyuk, bár még mindig jelentősnek mondható.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

BÉKÉS, GÁBOR–MURAKÓZY BALÁZS–HARASZTOSI PÉTER (2011): Firms and products in international trade: Evidence from Hungary. *Economic Systems*, 35 (1), pp. 4–24.

EICHENGREEN, BARRY–RICARDO HAUSMANN–UGO PANIZZA (2003): Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters. *NBER Working Paper Series*, 10036, National Bureau of Economic Research.

ENDRÉSZ MARIANN–GYÖNGYÖSI GYÖZŐ–HARASZTOSI PÉTER (2012): Currency mismatch and the sub-prime crisis: Firm-level stylized facts from Hungary. *MNB Working Papers*, 2012/8.

ENDRÉSZ MARIANNA–KREKÓ JUDIT (2010): A devizahitelezés szerepe az árfolyam reálgazdasági hatásában. *MNB-szemle*, 5 (1), pp. 29–38.

RANCIÈRE, ROMAIN–AARON TORNELL–ATHANASIOS VAMVAKIDIS (2010): Currency mismatch, systemic risk and growth in emerging Europe. *Economic Policy*, 25 (64), pp. 597–658.

SÓVÁGÓ SÁNDOR (2011): Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben. *MNB-tanulmányok*, 25.