



MNB Háttér tanulmányok

2005/2

Bethlendi András - Czeti Tamás - Krekó Judit - Nagy Márton - Palotai Dániel[♦]

A MAGÁNSZEKTOR DEVIZAHITELEZÉSÉNEK MOZGATÓRUGÓI

Budapest, 2005. április

[♦] Köszönettel tartozunk az MNB-ben rendezett szakmai vita résztvevőinek értékes hozzászólásaiért. A fennmaradó hibákért a szerzőket terheli a felelősség.

Online ISSN: 1587-9356

Bethlendi András, Pénzügyi stabilitási főosztály

E-mail: bethlencia@mnb.hu

Czeti Tamás, Pénzügyi elemzések főosztálya

E-mail: czetit@mnb.hu

Krekó Judit, Közgazdasági főosztály

E-mail: krekoj@mnb.hu

Nagy Márton, Pénzügyi stabilitási főosztály

E-mail: nagymar@mnb.hu

Palotai Dániel, Közgazdasági főosztály

E-mail: palotaid@mnb.hu

Az elemzések a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe az MNB hivatalos véleményével.

Magyar Nemzeti Bank

1850 Budapest

Szabadság tér 8-9.

Tel: 428-2600

<http://www.mnb.hu>

TARTALOMJEGYZÉK

ÖSSZEFOGLALÓ	4
I. A MAGÁNSZEKTOR DEVIZAHITELEZÉSE: STILIZÁLT TÉNYEK	7
II. A DEVIZAHITELEZÉS MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐI: ELMÉLETI KERET	9
III. TANULSÁGOK MÉRLEG-ÖSSZEFÜGGÉSEKBŐL	10
III. 1. A külső eladósodás és a devizahitelezés	10
III. 2. A bankrendszer mérlegen belüli devizapozíciója	14
IV. A HÁZTARTÁSI DEVIZAHITELEZÉS MOZGATÓRUGÓI	16
IV. 1. Strukturális eladósodás, hitelkínálat, intézményi tényezők	16
IV. 2. Kamatkülönbözet és árfolyamkockázat	20
V. A VÁLLALATOK DEVIZAHITELEZÉSÉNEK MOZGATÓRUGÓI	25
V. 1. A vállalati szektor eladósodottságának jellemzői	25
V. 2. Konjunktúra, kamatkülönbözet és árfolyamkockázat	26
V. 3. Az árfolyamkitettség változása	31
VI. DEVIZAHITELEZÉS ALAKULÁSA AZ EU-HOZ ÚJONNAN CSATLAKOZÓ KELET-KÖZÉP EURÓPAI ORSZÁGOKBAN	33
FÜGGELÉK: FIZETÉSI MÉRLEG, KÜLSŐ ADÓSSÁG ÉS DEVIZAHITELEZÉS: MÉRLEGÖSSZEFÜGGÉSEK	37

Összefoglaló

A magánszektor devizahiteleinek alakulása az elmúlt hónapokban az érdeklődés középpontjába került. Elemzésünkben egy hosszabb időszakra tekintünk vissza, és arra a kérdésre keressük a választ, hogy milyen tényezők mozgatták a devizahitelezés szerkezetét és dinamikáját ebben a periódusban.

Az elmúlt hat év során a magánszektor GDP-arányos eladósodottsága lassú ütemben, trendszerűen növekedett, miközben a teljes hitelállományon belül a devizában denominált hitelek aránya nem mutatott ilyen egyirányú mozgást: nagyjából 50 százalék körül ingadozott. E folyamatok háttérében azonban a háztartási és a vállalati szektort tekintve az időszak egészében eltérő tendenciák álltak. A háztartásokra egy alacsony szintről induló, folyamatos – 2002-03-ban átmenetileg felgyorsuló – eladósodási trend volt jellemző. Ezen belül a devizahitelek aránya – szintén alacsony szintről indulva – 2002 kivételével minden évben jelentős mértékben nőtt, és 2004 év végére az összes háztartási hitel egynegyedét devizahitelek tették ki. A vállalati szektort nem jellemezte trendszerű eladósodás. Az időszak egészében a magas, 60 százalék körüli devizaarány sem mutatott egyirányú változást, ugyanakkor 2003-2004-ben – a háztartási devizahitelezés felfutásával egyidőben – a vállalati szektorban is határozottan emelkedett a devizahitelek aránya.

A devizaarány növekedése a hazai magánszektor hitelein belül portfólió-allokációs változás, amit elméletileg a kamatkülönbözetben, az árfolyam-várakozásokban és az árfolyamkockázati prémiumban beállt változások magyarázhatnak. A portfólió-allokációs döntéseket minden szektor, így a belföldi magánszektor mellett az állam, a bankszektor és a külföld is meghozza. Ezek a döntések a fizetési mérleg azonosságain keresztül összefüggenek egymással és zárt rendszert alkotnak. Ezért ha változást is észlelünk a hazai magánszektor portfólió allokációjában, nincs kizárva, hogy a valódi mozgatórugó valamelyik másik szektor viselkedésében beállt változás volt.

A fizetési mérlegből derivált azonosságok tanulságai alapján valószínűsíthető, hogy míg 2003 során a külföld a szokásosnál kisebb árfolyamkockázatot volt hajlandó felvállalni és ezzel a hazai szereplőket a devizafinanszírozás felé terelte, 2004-ben a devizahitelezési trend folytatódása már inkább a belföldi magánszektor és a bankok kezdeményezésére zajlott le. A bankrendszer mérleg szerinti nyitott devizapozíciójának kinyílása szintén arra utal, hogy a devizahitelezést nem a külföldi devizaforrás-kínálatának felfutása, hanem alapvetően a belföldi szektorok viselkedése mozgatta.

A 2003 második felében lezajlott pénzügyi piaci turbulenciák nyomán a forint-euró kamatkülönbözet minden lejáraton számottevően megemelkedett, majd 2004 során lassú, fokozatosan ütemben csökkent. A tanulmányban kitüntetett szerepet szántunk annak a kérdésnek a vizsgálatára, hogy a megnövekedett kamatkülönbözet milyen hatást gyakorolt a devizahitelezésre.

Az 1997 óta eltelt időszakban a devizahitelek vállalati és háztartási hiteleken belüli aránya csak egyes időszakokban mutatott együttmozgást a forint-euró kamatkülönbözettel. A 2003 második fele óta eltelt időszak azonban ez utóbbi periódusok közé tartozik, így e szakaszt érdemes közelebbről is szemügyre venni.

A háztartási devizahitelezés elindulása a kamatkülönbözet csökkenésével esett egybe, és feltehetőleg kínálati tényezők mozgatták. 2003 második felétől azonban *a kamatkülönbözet emelkedése hozzájárult a devizahitelek keresletének emelkedéséhez* és így a tranzakciókon belüli devizaarány gyors növekedéséhez. A kamatkülönbözet hatása mellett szól, hogy a háztartások – feltehetőleg a negatív tapasztalatok hiánya miatt – az árfolyamkockázatot kisebbnek érzékelik vagy kevésbé kockázatkerülők, mint a pénzügyi piacok szofisztikáltabb szereplői, és ezért kevésbé hajlandók megfizetni az árfolyamkockázat kiküszöböléséért a kamatkülönbözetet. Az alacsonyabb kamat kisebb törlesztőrészletben tükröződik, ami – kiváltképpen a likviditáskorlátos háztartások esetén – a devizahitelek irányába tereli keresletet.

A háztartási devizahitelek térnyerését illetően hangsúlyoznunk kell az intermediációs tényezők, azaz *a banki kínálati nyomás* szerepét is: a devizaalapú konstrukciók tömeges megjelenése az ingatlanhitelek esetén részben a szabályozás változására adott reakció, amely a támogatott forinthitelezésre kiépített kapacitás, és magas jövedelmezőség fenntartásának szándéka miatt lehetett ilyen erős. 2003-tól ugyanakkor a fogyasztási devizahitelek aránya is emelkedett, – holott itt nem volt szabályozási változás – ami a kamatkülönbözet potenciális hatását mutathatja.

A vállalati hiteleknél a vizsgált időszakban a devizahitelek aránya mindvégig a háztartásokénál jóval magasabb, 60 százalék körüli szinten mozgott. Az átlagosnál magasabb devizaarány főleg azokra az iparágakra jellemző, amelyeknek bevételei is feltehetőleg devizában denomináltak, így a devizahitel felvétel természetes fedezetet jelent.

A vállalati devizahitelezés és – elsősorban a külső – konjunktúra indikátorok között együttmozgást tapasztalunk, sőt e változók általában szorosabban mozognak együtt a vállalati hitelek devizaarányával, mint a kamatkülönbözet. Az együttmozgás egy lehetséges magyarázata, hogy a (külső) konjunktúra élénkülésével a devizafedezettséggel rendelkező tradable szektor hitelkereslete emelkedik, amely képes és hajlandó is devizában eladósodni. 2004-ben azonban a külső konjunktúra és a vállalati hiteleken belüli devizaarány ellentétes irányba mozdult. A konjunktúra lassulása hozzájárult a teljes vállalati (forint és deviza) hitelfelvétel növekedésének mérséklődéséhez, ugyanakkor a belföldi devizahitelek töretlenül nőttek, ami a teljes devizaarány további emelkedését eredményezte. Úgy véljük, hogy *a kamatkülönbözet 2003 második felében bekövetkezett jelentős emelkedése minden bizonnyal szerepet játszott a vállalati devizahitelek keresletének konjunktúrával kevésbé magyarázható 2004-es bővülésében.*

Végezetül, a magyarországi devizahitelezés jelenlegi tendenciáit érdemes nemzetközi összehasonlításban is értékelni. Az újonnan csatlakozó EU tagállamokban a devizahitelezés háztartási hiteleken belüli aránya jelentős különbségeket mutat, s e csoporton belül Magyarország a középmezőnyben helyezkedik el. A háztartások alacsony kockázati tudatossága, illetve negatív tapasztalatok hiánya miatt a havi törlesztő-részlet nagysága vezérelheti a hitelkeresletet. Ezért árfolyamrendszerrel és monetáris politikától függetlenül megjelenhet jelentősebb mértékű devizahitelezés. Kulcsfontosságú a bankok között a háztartási szektorért folytatott verseny erőssége, valamint az állami lakástámogatási rendszer léte és mikéntje, mely ösztönzőleg hathat a hazai devizában történő eladósodásra, illetve ennek hiánya esetén teret engedhet a deviza alapú eladósodásnak. Az újonnan csatlakozó EU tagállamokban a devizahitelezés vállalati hiteleken belüli aránya kisebb különbséget mutat. A vállalatok

esetén a devizahitelek arányát a konjunktúraciklusok mellett főként az országok EU-piacokkal való növekvő gazdasági integrációja befolyásolja.

I. A magánszektor devizahitelezése: stilizált tények

A magánszektor teljes hitelállományát illetően a devizahitelezés az elmúlt öt évben nem mutat határozott trendet: ebben az időszakban a devizahitelek GDP-hez viszonyított aránya 24 százalék, az összes hitelen belüli aránya 50 százalék körül ingadozott. A devizahitelezés aránya a teljes magánszektoron belül 1999 óta összességében inkább csökkent, mint emelkedett. A magánszektoron belül a háztartási és a vállalati¹ devizahitelezést azonban eltérő tendenciák jellemzik, a devizahitelezés aránya és dinamikája is különböző képet fest a két szektorban (ld.1.tábla).

1. tábla:

A magánszektor hitelei a GDP arányában (%)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Vállalat, forint	13,4	13,2	13,1	14,0	15,0	14,2	14,0	13,4
Vállalat, deviza	14,8	17,5	19,4	23,7	22,6	16,9	20,5	21,4
Háztartás, forint	4,0	3,5	4,0	4,9	6,2	9,4	13,1	13,7
Háztartás, deviza	0,0	0,1	0,2	0,4	1,0	1,4	2,9	5,0
Deviza összes	14,9	17,6	19,5	24,2	23,6	18,3	23,4	26,4
Forint összes	17,4	16,7	17,0	18,9	21,2	23,7	27,1	27,1
Összes magánszektor	32,2	34,3	36,5	43,1	44,8	42,0	50,4	53,5

2. tábla:

A devizahitelek aránya a szektorok hitelállományában (%)

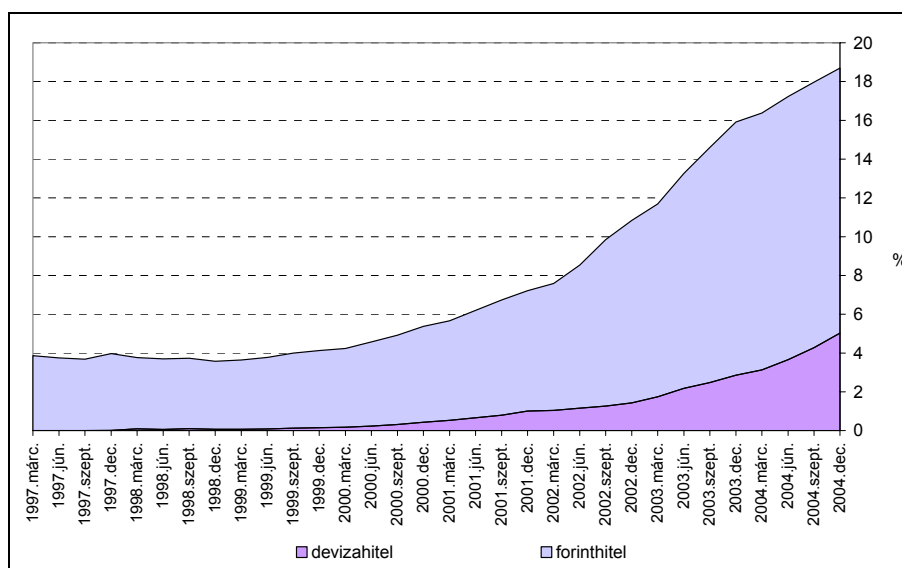
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Vállalat	52,5	57,0	59,7	63,0	60,1	54,3	59,5	61,5
Háztartás	0,1	1,8	3,6	8,1	13,9	13,2	18,0	26,7
Összes magánszektor	46,1	51,2	53,4	56,1	52,7	43,7	46,4	49,3

A háztartási szektort az eladósodottság 1999 óta tartó folyamatos és gyors emelkedése jellemzi (ld.1. ábra). A háztartási hitelekben belül a devizában denominált hitelek részaránya szinte töretlenül növekedett. 2004-ben, miközben az eladósodás üteme lassult, a devizahitelek arányának növekedése a korábbi évekhez képest jóval nagyobb volt: év végére a devizahitelek a teljes háztartási hitelállomány állomány több mint egynegyedét tették ki, ami a GDP 5 százalékának felel meg.

¹ A vállalati szektorba a pénzügyi tevékenységet végző vállalatokat nem értjük bele.

1. ábra:

Háztartási forint- és devizahitelek a GDP arányában



A devizahitelek részarányának növekedése 2004-ben felgyorsult: míg a 2000-2003-as időszakban a forintHITEK járultak hozzá a teljes háztartási hitelállomány növekedéshez nagyobb mértékben, addig 2004-ben már a teljes növekedés zömét a devizahitelek növekedése okozta. Jól látható azonban, hogy az arányokban való eltolódást elsősorban a forintHITEK – mindenekelőtt az ingatlanHITEK – dinamikájában bekövetkezett jelentős visszaesés magyarázza. A devizahitelek hozzájárulása a háztartási adósságállomány reál növekedési üteméhez már 2000 óta jelentősnek volt mondható. 2004-ben ez a hozzájárulás annak ellenére nem nőtt jelentősen, hogy a piacon megjelentek és látványosan felfutottak a devizaalapú lakáshitelek. Ennek magyarázata, hogy a korábban a háztartási devizahitelezés zömét kitevő nem-banki (jórészt autóvásárlási célú) devizahitelek dinamikája jelentősen visszaesett (ld. 3. tábla:).

3. tábla:

Az egyes háztartási hiteltípusok növekedésének hozzájárulása a teljes hitelállomány növekedéséhez

(%-pontos hozzájárulás a GDP arányos állományok éves növekedéséhez)

	Az előző év azonos időszakához viszonyítva							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ingatlan, forint	-12	-7	-4	7	13	33	31	3
Ingatlan, deviza	0	0	0	1	0	0	0	4
Banki fogyasztási, forint	-1	6	18	14	8	4	2	0
Banki fogyasztási, deviza	0	0	0	1	2	1	2	4
Nem banki (egyéb), forint	7	-10	0	2	2	7	1	0
Nem banki (egyéb), deviza	0	1	2	6	8	5	11	6
Összes deviza	0	2	2	7	11	6	13	14
Összes hitel	-6	-10	16	30	34	50	47	18

A vállalatok esetében az elmúlt években nem beszélhetünk trendszerű eladósodásról, a GDP arányos teljes hitelállomány még csökkent is 2001-hez viszonyítva. A GDP-arányos hitelállomány jóval közelebb van a fejlett országokra jellemző szinthez, mint a háztartások esetén. A háztartási hitelekkel ellentétben a devizahitelek összes hitelen belüli aránya a vizsgált időszak egészében nem mutat trendszerű növekedést: már 1996-ban is magas (55 százalék) volt, és az óta az arány 55-65 százalék között ingadozik. A 2003-as évtől azonban a vállalati devizahitelezés – a háztartási devizahitelezés felfutásával egyidőben – ismét fellendült, ami a devizaarány emelkedését eredményezte.

II. A devizahitelezés meghatározó tényezői: elméleti keret

A devizaarány növekedése a hazai magánszektor hitelein belül portfólió-allokációs változás. Ennek elemzéséhez kézenfekvő elméleti keretként a portfólió-egyensúlyi modell kínálkozik, ahol a szereplők allokációs döntései a hazai és a külföldi valutában denominált eszközök/források között a hozamkülönbözettől, a várt árfolyamváltozástól és az árfolyamkockázati prémiumtól függenek.

A portfólió-allokációs döntéseket minden szektor, így a belföldi magánszektor mellett az állam, a bankszektor és a külföld is meghozza. Ezek a döntések a fizetési mérleg azonosságain keresztül összefüggenek egymással és zárt rendszert alkotnak. Ezért ha változást is észlelünk a hazai magánszektor portfólió allokációjában, nincs kizárva, hogy a valódi mozgatórugó valamelyik másik szektor viselkedésében beállt változás volt.

Elemzésünk első részében erre próbálunk választ kapni. Ideális esetben ehhez az egyes szektorok viselkedési egyenleteit használnánk, ez azonban bonyolult modellezési feladat lenne, ami túlmutat tanulmányunk keretein. Ehelyett makroszintű, illetve a bankrendszer érintő mérlegazonosságok egyes tételeinek több évre visszatekintő időbeli alakulásából próbálunk következtetéseket levonni arról, hogy mely szektorok viselkedésében beállt változások okozhatták a devizahitelezés arányának közelmúltbeli növekedését.

Az elemzés második részében parciális egyensúlyi elemzés alá vetjük a devizahitelepiacot, különösen vizsgálva a háztartási és a vállalati szegmenst. A két szektor devizahitelek iránti keresletét a portfólió-egyensúlyi keret kínálta magyarázó változókat (hozamkülönbözet, árfolyamvárakozás, kockázati prémium) szem előtt tartva elemezzük. Mivel e változók egy része nem megfigyelhető, elemzésünk szükségszerűen kvalitatív, a nem megfigyelhető változók alakulásáról igyekszik plauzibilis feltevéseket tenni. A szereplők fogyasztási/megtakarítási döntései a portfólió allokációtól (devizaarány) elválaszthatók. A hitelezésen belüli devizaarány vizsgálatakor ezért csak érintőlegesen foglalkozunk a teljes eladósodottság dinamikáját magyarázó, szektoronként eltérő tényezőkkel.

A háztartási és a vállalati szektor portfólióallokációját a külföldi devizában illetve forintban denominált hitelek között az határozza meg, hogy mekkora a kétféle hitel várt leértékelődéssel és kockázati prémiummal korrigált kamata. A kockázati prémiumot a kockázatkerülés mértéke, valamint a jövőbeli folyamatokról alkotott

várakozások határozzák meg. A fedezetlen kamatparitás alapján a hazai kamat kifejezhető a külföldi kamat, a hazai valuta várható leértékelődése és a hazai valuta kockázati prémiumának összegeként. A forint kamatok tehát nem függetlenek az árfolyamkockázattól és árfolyam-várakozásoktól. Ennek alapján, amennyiben a forinthozamokban tükröződő várt árfolyamváltozás és árfolyamkockázat összege megegyezik a hitelfelvevők kockázaterzékelésével, a *kamatkülönbözlet módosulása nem indukál helyettesítést a devizahitelek és forintbitelek között*. Amennyiben azt tapasztaljuk, hogy a kamatkülönbözlet megváltozása szignifikáns hatással van a devizahitelek arányára, arra következtethetünk, hogy az árfolyam-várakozások és/vagy a kockázati preferenciák heterogének.

Ha a szektorok egy része a többi szektortól eltérő várakozásokkal rendelkezik az árfolyam várható alakulásáról ill. volatilitásáról, akkor a piaci árazásnak megfelelő kamatkülönbözlet-változás az adott szereplőket (hitel) portfóliójuk átrendezésére készíti. Ugyancsak módosítja egyes hitelfelvevők hiteleinek devizaarányát a kamatkülönbözlet megváltozása, ha – eltérő kockázatviselési hajlandóság vagy már meglévő devizakitettséggel – a piac egészétől eltér a kockázati preferenciájuk.

A már meglévő devizakitettséggel hatással van a hitelek devizaarányára. Az árfolyamkockázatot csökkenti, ha az adott szereplő bevételei és kiadásai jórészt azonos devizában denomináltak. Ez tipikusan a vállalati szektorban fordulhat elő: azon vállalatok számára, amelyeknek a bevételei devizában denomináltak, a devizában történő hitelfelvétel természetes fedezetet jelent. Ebből következik, hogy a kamatkülönbözlet módosulását a többi szektortól eltérően árazhatják be hozam- illetve kockázati prémiumváltozásnak.

A devizahiteleket a magánszektor felé zömmel a hitelintézetek és egyéb pénzügyi közvetítők továbbítják. A pénzügyi közvetítők hitelkínálata alapvetően a makroszintű forint- és devizaforrások kínálatának függvénye, ugyanakkor egyéb, intézményi és szabályozási sajátosságok is befolyásolják, így az intermediációs tényezők önmagukban is hatással lehetnek a devizahitelezés folyamatára. Ezért elemzésünkben az intermediáció szerepére, a banki hitelkínálat alakulására is kitérünk.

III. Tanulságok mérleg-összefüggésekből

III. 1. A külső eladósodás és a devizahitelezés

A devizahitelezés elmúlt években végbement felfutása szoros összefüggésben van az ország eladósodásával és a külföldi tőkeáramlás szerkezetével és nagyságával is. A fizetési mérleg összefüggés, a bankrendszer összevont mérlege és a széles értelemben vett államháztartás mérlege alapján az ország külső finanszírozási igényének alakulása hogyan befolyásolta az egyes szektorok pozícióját.

A Függelékben levezetett makroszintű mérlegösszefüggés alapján az ország nettó külső finanszírozási igénye (azaz a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes hiánya) megegyezik:

1. a nem-adóssággeneráló tőkebeáramlás
2. a külföldiek forintesköz vásárlása
3. a külföldiek forint melletti derivatív pozíció vállalása

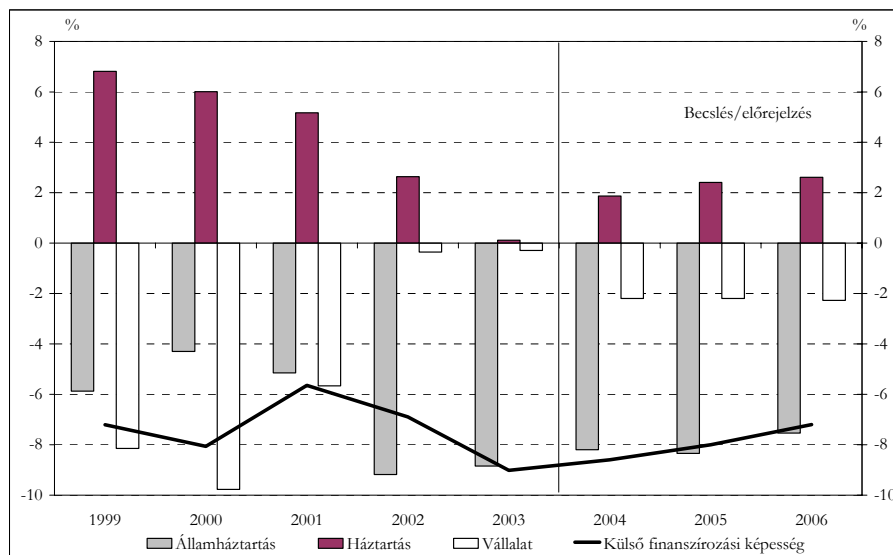
4. a széles értelemben vett állam nettó devizaadósságának változása
5. a bankok teljes nyitott devizapozíciójának vállalása
6. a belföldi magánszektor forint melletti derivatív pozíció vállalása
7. és a belföldi magánszektor nettó devizahitel-állomány változása

összegével. A külső hiány adóssággeneráló finanszírozása esetén (2.-7. tételek) vagy a külföldiek vesznek fel hosszú forint vagy a belföldiek rövid deviza pozíciót. Ebben az összefüggésben a belföldi magánszektor nettó devizahitel állományának növekedése a külső hiány finanszírozásával járó árfolyampozíció egyik meghatározó komponense, amelyik szimultán összefüggésben áll a hiánnyal és annak finanszírozásával.

A fenti összefüggéssel kapcsolatban hangsúlyozni kell, hogy az egy *mérlegazonosság*, ami általában egyidejű döntések mentén alakul ki, azaz önmagában nem árul el sokat a külföld, a belföldi magánszektor és a bankszektor *viselkedését* meghatározó tényezőkről. Ennek ellenére érdemes áttekinteni a mérlegösszefüggés egyes tényezőinek idősoros alakulását, mivel egy jelentős egyik évről a másikra történő változás egy adott tételnél viselkedésbeli változásról árulkodhat. Az idősoros vizsgálat során főleg arra koncentrálnunk, hogy a magánszektor devizahiteleinek 2003-as és 2004-es növekedésében mennyiben játszhattak szerepet a külföld forintban való finanszírozási hajlandóságának esetleges korlátai.

2. ábra:

Magyarország külső finanszírozási igénye és a szektorok finanszírozási pozíciója a GDP százalékában*



*2004: MNB becslés, 2005-2006: MNB előrejelzés

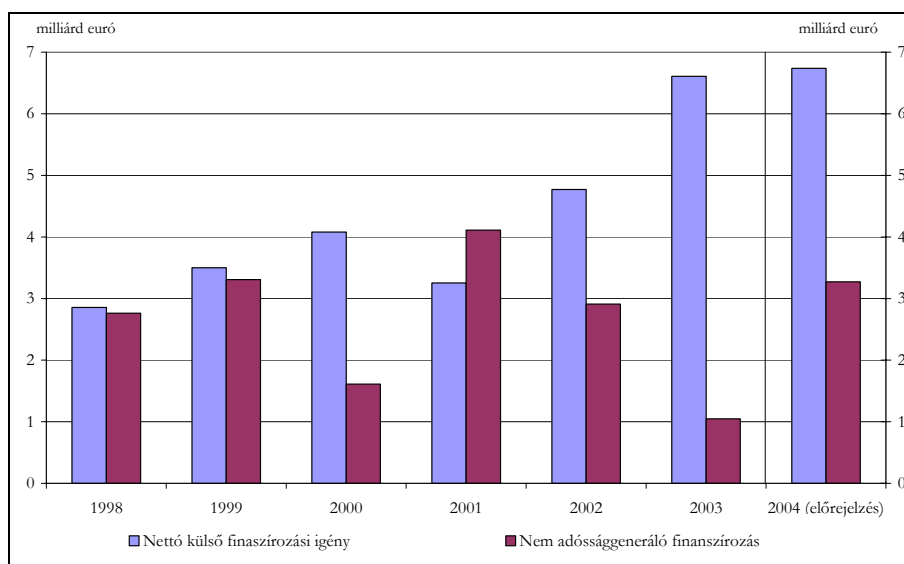
Az a tény, hogy az ország külső finanszírozási igénye ebben az időszakban ehhez képest csak alig 3 százalékponttal nőtt arra vezethető vissza, hogy a vállalati szektor GDP-arányos finanszírozási igénye 6 százalék körüli szintről 1 százalék alá csökkent. A külső hiány szintjének változása mellett tehát egy markáns, és fenntarthatósági illetve

sebezhetőségi szempontból kedvezőtlen elmozdulás ment végbe a szektorok finanszírozási kapacitásaiban is.

A külső hiány finanszírozásán belül a nem-adóssággeneráló rész nagyságát több tényező is befolyásolja. Ezek közül az egyik legfontosabb a vállalati szektor finanszírozási igénye. Így vélhetően a szektorok finanszírozási igényében bekövetkezett változás is hozzájárult a külső finanszírozási igény finanszírozási szerkezetének változásához is. Az 1998 és 2001 közötti években 2000 kivételével a nem adóssággeneráló tőkebeáramlás gyakorlatilag finanszírozta az ország teljes külső hiányát, viszont 2002-ben és 2003-ban a nem adóssággeneráló nettó tőkebeáramlás látványos mértékben visszaesett, ami a nemzetgazdaság adósságának gyors növekedéséhez vezetett.

3. ábra:

Az ország nettó külső finanszírozási igénye és a nem adóssággeneráló nettó tőkebeáramlás



Az elmúlt években a nem állami nettó külföldi devizabevonásnak csak kisebb része kapcsolódott a bankrendszeren kívüli magánszektorhoz, döntő részét a bankrendszer vonta be. A bevont devizaforrások nagysága csak részben mozgott együtt a belföldi devizahitelezés nagyságával, a vizsgált időszakban a bankrendszer mérlegszerinti nyitott pozíciója tág határok között mozgott.

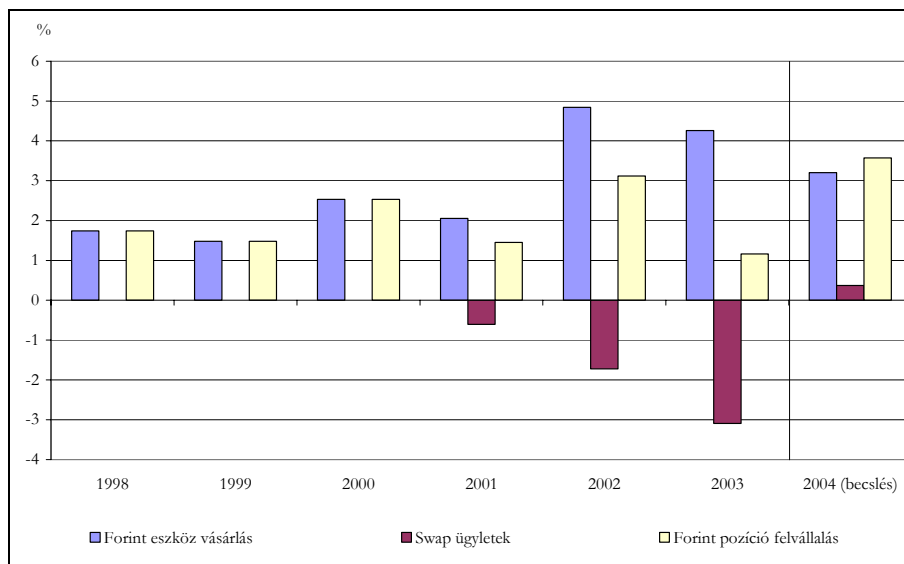
A forint árfolyamsávjának kiszélesítését követően a külföldiek derivatív ügyleteit érintő korlátozások is megszűntek. A külföldi befektetők forinteszköz vásárlásainak felfutásával párhuzamosan a külföldiek derivatív piacon jellemzően forint elleni pozíciót vállaltak fel.

A tapasztalatok szerint a külföldi befektetők a derivatív ügyleteikkel általában gyorsabban reagálnak az árfolyam-várakozásuk vagy az elvárt prémium megváltozására, mint a forinteszköz állományukkal. 2003-ban a külföldiek forinteszköz vásárlása 2002-höz hasonlóan valamivel több, mint 3 milliárd euró volt, ugyanakkor

több mint két milliárd euró értékű forint elleni derivatív pozíciót is felépítettek, így tényleges árfolyamkitettséjük kevesebb, mint egy milliárd euróval nőtt.

4. ábra:

A külföldiek forintpozíció felvállalása (a GDP százalékában)



A pozitív érték forint melletti pozíció felvállalását jelenti.

2003-ban tehát a megemelkedett hozamszint mellett is a külföldi befektetők az adósságeneráló finanszírozásnak csak egy kis részét voltak hajlandóak forintban finanszírozni (ld. 4. ábra:). A hazai nem banki magánszektorban ugyanakkor emellett a hozam és árfolyamszint mellett már megérte a forint árfolyamkockázatát felvállalni, így nagyobb részt vállalni a finanszírozás árfolyamkockázatából. Ez részben direkt módon, forint melletti derivatív pozíciók felvételével, részben devizahitel felvételen keresztül történt.

2004-ben a devizapiaci helyzet stabilizálódott: az árfolyam erősödése mellett annak volatilitása is csökkent, miközben a hozamok trendjükben csökkenni kezdtek. Ezzel párhuzamosan a külföldiek ismét nagyobb mennyiségű forint melletti pozíciót vállaltak fel: forint eszköz állományuk növekedése mellett a forint elleni derivatív pozíciójukat is mérsékeltek. Összességében a külföldiek forint pozíciójának a növekedése lényegében megegyezett az adósság növekedésével.

4. tábla:

Az adósságeneráló finanszírozás árfolyamkockázatának megoszlása az egyes eszközök között (a GDP százalékában)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (becslés)
Adósságeneráló finanszírozás	0,2	0,4	4,9	-1,5	2,7	7,6	3,6
Külföldiek forinteszközvásárlása	1,7	1,5	2,5	2,1	4,8	4,3	3,2
Külföldiek derivatív pozíciójának változása	0,0	0,0	0,0	-0,6	-1,7	-3,1	0,4
Államháztartás nettó devizadósságának változása	-2,0	-5,5	-4,1	-1,6	1,2	-0,4	1,0
Hazai szereplők derivatív pozíciójának változása	-2,1	-0,6	0,2	-0,3	0,1	2,2	-2,4
Bankok teljes nyitott pozíciójának változása	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	0,2	0,0	-0,3
Magánszektor nettó devizahitel növekedése	2,9	5,2	6,2	-0,6	-2,0	4,6	1,7

2004-ben lassabb ütemben de folytatódott a magánszektor devizában történő eladósodása. Ezzel párhuzamosan a nem banki magánszektor zárta a 2003-ban felépült derivatív pozícióját.

A magánszektor azonnali és derivatív pozíciójának eltérő alakulása vélhetően arra vezethető vissza, hogy a magánszektor belül elkülönül az a csoport, amelyik derivatív ügyleteket köt, illetve amelyik devizában eladósodik. Egyfelől a derivatív piacon aktív kör számára az erősödő árfolyam és a mérséklődő kamatszint egyre kockázatosabbá tette ezeknek a pozícióknak a fenntartását. Másfelől 2004-ben a bankrendszer komoly kapacitásokat épített ki a háztartások devizahitelezésére. Ez azzal a következménnyel járt, hogy a korábbi jellemzően autóvásárlásokat finanszírozó devizahiteleken túl a háztartások számára elérhetővé váltak ingatlanvásárlási és fogyasztási célú devizahitelek is. A többi szektornál vélhetően alacsonyabb kockázati tudatossággal rendelkező háztartások számára a forinthiteleknél alacsonyabb kamattal és törlesztő részlettel kínált devizahitelek igen vonzó alternatívát jelentettek.

III. 2. A bankrendszer mérlegen belüli devizapozíciója

A magánszektor devizahitelezését tartalmazó fenti mérleg-azonosság egyik tétele a bankszektor teljes (mérlegen belüli és mérlegen kívüli) nyitott devizapozíciójának alakulása, amely a vizsgált időszakban lényegében alig tért el zérustól (*ld. 4. tábla*). Ez természetesen nem meglepő, mivel a bankrendszer törvényi kötelezettségéből fakadóan és prudenciális okokból is törekszik a felvállalt árfolyamkockázat alacsony szinten tartására. Érdekes azonban felbontani a teljes nyitott devizapozíciót mérlegen belüli és mérlegen kívüli tételekre. A mérlegen belüli pozíció ugyanis szorosabban kötődik a hagyományos hitelezési/betétgyűjtési tevékenységhez, míg a mérlegen kívüli (zömmel származékos piaci instrumentumokat tartalmazó) pozíció inkább csak a kialakult árfolyamkockázat fedezését szolgálja.

A devizahitelezés elmúlt évben tapasztalt gyors felfutása nem hagyta érintetlenül a bankrendszer mérlegstruktúráját: a devizaeszközök devizaforrásokhoz mért többlete 2004. végére korábban soha nem látott szintre, a mérlegfőösszeg 6,3%-ra (kb. 1000 Mrd forint) emelkedett.

A mérlegen belüli devizapozíció felépülését az utóbbi időszakban fokozatosan a devizaforrás nélküli devizahitezés magyarázza. A pozíció változását azonban általában három tényező eredője határozza meg. A nyitott pozíció egyrészt függ a bankok deviza-forrásbevonási képességétől és hajlandóságától. Másrészt jelentősen befolyásolja a belföldi gazdasági szektorok devizahitelek iránti keresletének alakulása. Harmadrészt, pedig a bankrendszer nyitott pozíciója függ a folyó fizetési mérleg hiányától és az ezt részben finanszírozó adóssággeneráló tőkebeáramlás nagyságától és devizális szerkezetétől.²

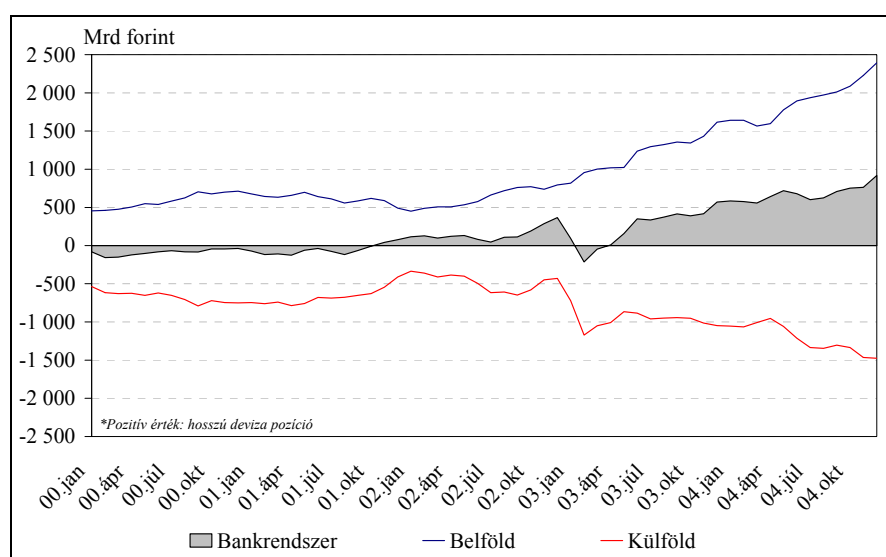
A mérleg szerinti nyitott devizapozíció elmúlt években tapasztalt kinyílása alapján valószínűsíthető, hogy nem a külföldről származó deviza forrásbőség motiválja a bankokat az elmúlt két évben egyre növekvő arányú devizahitelezésre. A mérlegen

² A korábbi években a legfontosabb tétel a külföldi állampapír-vásárlók forint kereslete volt. A származékos termékek innovációjának következtében azonban a befektetőknek már nem szükséges árfolyamkockázatot felvállalniuk ahhoz hogy a magyar állampapírok kamatkonvergenciájára spekuláljanak.

belüli devizapozíció kinyílásának folyamata már 2001. végén elkezdődött és (a 2003. januári spekulációs támadástól eltekintve) a nyitott pozíció azóta is folyamatosan növekszik. Ebben az időszakban a belföldi szektorok egyre növekvő hitelkereslete meghaladja a külföldi források bevonását, mely a mérleg szerinti devizapozíció tágulását eredményezi.³ A belföldi szektorok erőteljes kereslete és a bankok hitelezési hajlandósága miatt elszakad ugyanis egymástól a belföldi devizapozíció és a külföldről származó devizaforrások állományának alakulása. A különbség pedig a bankok mérleg szerinti pozíciójának bővülésében csapódik le (*ld. 5. ábra*).

5. ábra:

A belföldi és a külföldi gazdasági szektorok bankrendszerrel szembeni illetve a bankszektor mérlegén belüli devizapozíciója



A mérlegén belüli devizapozíciót ugyanakkor a bankok mérlegén kívül (konverzió vagy határidős ügyleten keresztül) többségében fedezik. A többlet devizaeszköz lefedezésének eredményeképpen a bankok valójában szintetikus devizaforrásokat állítanak elő, azaz forint forrásaikat konvertálják a kívánt devizára.

A mérlegén belüli nyitott devizapozíció kinyílásának elvileg lehet egy másik magyarázata is a hazai devizahitel-kereslet felfutása mellett. Ez a jelenség ugyanis akkor is felléphet, ha a külföld a korábbi évekhez képest jóval nagyobb arányban kíván a származékos piacokon keresztül forint melletti pozíciót felvállalni. Ennek a magyarázatnak a valószínűségét azonban csökkenti, hogy a mérlegén belüli nyitott devizapozíció zöme svájci frankban denominált (a korábban említett 6,3%-ból mintegy 5 százalékpont a svájci frankban történő hitelezéshez köthető). A svájci frank jelenleg az alacsony törlesztőrészek miatt a hazai devizahitelezés preferált valutája. A tipikus külföldi befektetők ezzel szemben feltehetően zömmel euró- és dollár bázisúak, a bankrendszer pedig nem vállalhat fel jelentős keresztárfolyam-kockázatot. A mérlegén

³ A spekulációs támadást követő rövid időszakban a beáramlott forró tőke kivonása is hozzájárult a pozíció kinyílásához.

belüli nyitott devizapozíció kinyílásának legvalószínűbb magyarázata tehát a belföldi szereplők viselkedésének változása: a devizahitelek iránti hazai kereslet és a bankok devizahitel-nyújtási hajlandóságának növekedése.

IV. A háztartási devizahitelezés mozgatórugói

A felzárkózó országokra bizonyos mértékű pozitív kamatkülönbség a jellemző a legfejlettebb régiók devizáihoz képest. Az árfolyamkockázat miatt az „olcsó” devizaforrás könnyen drágábbá válhat, illetve törlesztőrészletének ingadozása likviditási problémákat okozhat. A devizahitelek keresletére és kínálatára azonban a kamatkülönbségen és az érzékelt árfolyamkockázaton kívül egyéb tényezők, például a háztartások strukturális eladósodása és a bankszektor hitelkínálatát befolyásoló intézményi tényezők is hatással lehetnek.

IV. 1. Strukturális eladósodás, hitelkínálat, intézményi tényezők

*A felzárkózó országok sajátja, hogy a háztartások egy alacsonyabb fogyasztási és eladósodási pályáról, egy magasabb fogyasztási és eladósodási pályára állnak át.*⁴ A strukturális eladósodási folyamat megindulásának előfeltétele a makrogazdasági stabilizáció. Magyarországon ez az 1990-es évek második felére tehető. A gazdasági integráció felgyorsulásával, a háztartás jövedelmi kilátásai javultak, a korábban elhalasztott fogyasztói kiadások miatt egyfajta fogyasztói türelmetlenség alakult ki, mely jelentős hiteltúlkeresletet eredményezett.⁵ A strukturális eladósodási folyamat Magyarországon 2001-től felgyorsult, amiben a jövedelmi kilátások javulásán túl a bankszektor hitelezési hajlandóságában végbemenő változások, és az állami támogatású lakáshitel megjelenése és gyors átmeneti térnyerése is szerepet játszott. A strukturális eladósodási folyamat felgyorsulását a háztartási devizahitelek felbukkanása és növekvő szerepe kísérte, bár hitelezési szegmensenként más-más ütemezéssel.

A háztartási hitelek esetében *elsősorban a nagyobb összegű (lakás- és autóvásárlás, valamint részben a személyi hitel) konstrukcióknál merül fel a hazai és külföldi deviza közötti választás kérdése.* Ezeknél a hiteleknel a kamatdifferencia már szignifikáns különbséget okozhat a törlesztőrészlet nagyságában. A kis összegű hiteleknel mind a bank oldaláról (ingadozó havi törlesztőrészlet kezelése és egyéb járulékos költségek), mind a hitelfelvevő oldaláról (érezhető törlesztőrészlet csökkenést nem okoz) nem hordozhat számottevő előnyt a deviza konstrukció a forinttal szemben.

A háztartások jelentős részénél a nagy összegű forint hitelek havi törlesztőrészlete likviditási korlátjukba ütközhet. Minél nagyobb a forint és deviza hitelek közötti kamatkülönbség, annál nagyobb a likviditás korlátjukba ütköző háztartások száma, csökken a forint és emelkedik devizahitelek iránti kereslet. Ezek az ügyfelek hitelfelvételkor általában a nagyobb kockázatok ellenére az alacsonyabb törlesztő-részletű deviza konstrukciót

⁴ Az átállási folyamatot részletesebben lásd: Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2004. december: A lakosság fogyasztási-megtakarítási viselkedésének változása a 2000-es években.

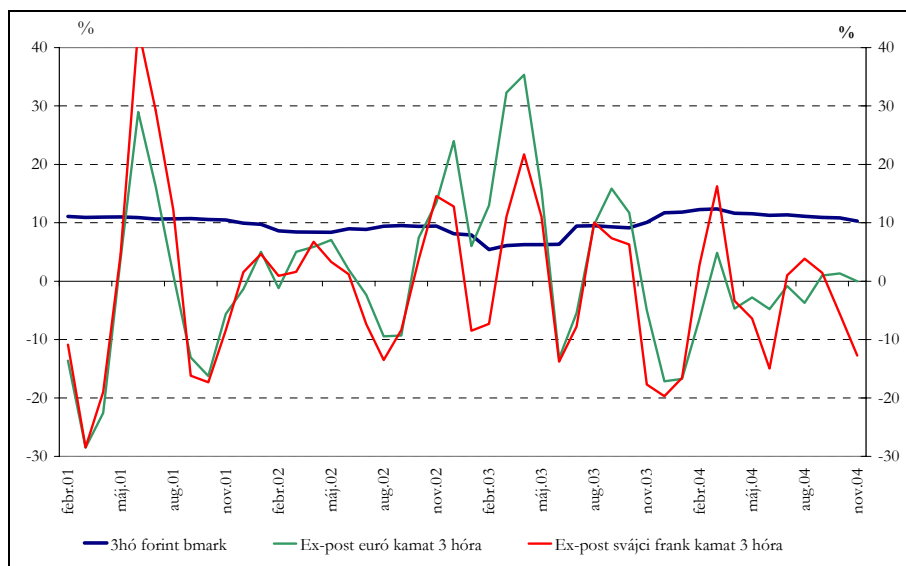
⁵ Árvai Zs. - Tóth I. J. (2001): Likviditási korlát és fogyasztói türelmetlenség. A magyar háztartások fogyasztási és megtakarítási döntéseinek empirikus vizsgálata. MNB Füzetek 2001/2

választják a forinttal szemben. Az ex-post hozamok emellett nagy volatilitást mutatnak. Azok a háztartások, melyek hiteldöntéseiknél az adott árfolyam-és kamatkörnyezetben a likviditási korlátjuk által még éppen megengedhető havi törlesztéssel járó devizahitelt választják, könnyen fizetési nehézségbe ütközhetnek.

A háztartások kockázaterzékenysége a devizahitelek árfolyam- és kamatkockázatával szemben feltételezhetően alacsony. A deviza autóbitelezésen keresztül, mely már éveekkel ezelőtt kialakult, az adósok többsége pozitív tapasztalatokat szerzett. A sávszélesítés óta tapasztalható volatilis árfolyam és kamatmozgások ellenére az árfolyamváltozással korrigált svájci frank hozam a vizsgált időszak döntő részében előnyösebb volt a forinthozamokkal szemben. Az ex-post euró hozam a svájci franknál valamelyest rosszabbul teljesített, de még így is előnyösebb a forintnál az időszak nagy részében. (ld 6. ábra)

6. ábra:

Évesített 3 hónapos forint benchmark és árfolyamváltozással korrigált ex-post svájci frank és euró hozamok⁶



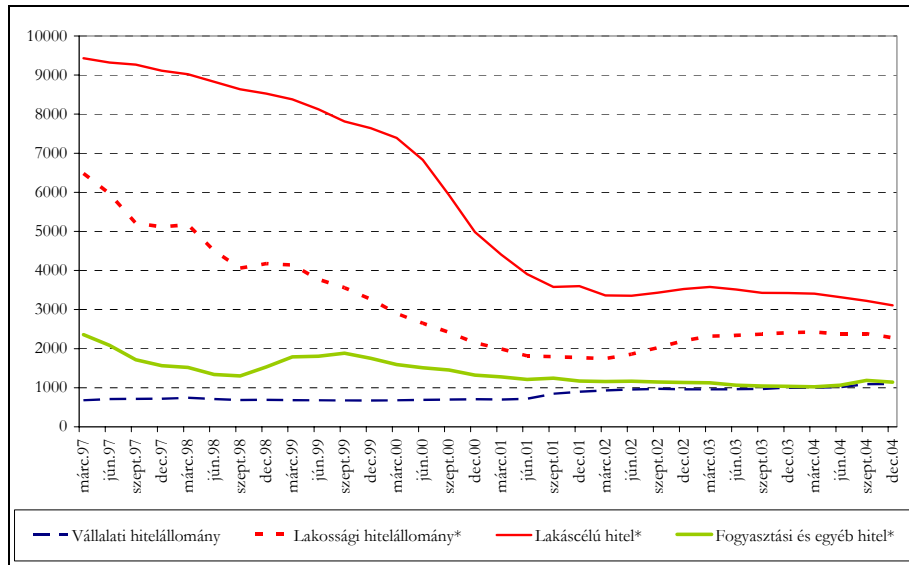
Az 1990-es évek végéig a hitelintézetek nem tekintették célpiacnak a háztartásokat, a termékválaszték szerénynek volt mondható, csak szigorú feltételek mellett folyósítottak új hiteleket. Ennek következtében a GDP arányos hitelállomány folyamatos

⁶ A háztartások portfólió-allokációjának elemzéséhez elvben nem a piaci hozamok különbözetét, hanem a bankok által meghatározott ügyfélkamatok különbözetét kellene vizsgálnunk. Azonban a devizahitelek kamatairól nem áll rendelkezésünkre átfogó és rendszerezett adat, ezért az elemzéshez a 3 hónapos piaci hozamokban tükröződő kamatkülönbözetet vettük alapul. Amennyiben a forint- és a deviza (euró, svájci frank) hitelek banki marzsai időben viszonylag stabilak, a megfelelő lejáratú piaci hozamkülönbözet elemzése jó közelítést biztosít. Az általunk vizsgált kamatkülönbözet rövid – 3 hónapos – lejáratú szintén magyarázatra szorul. A háztartási devizahitelek jellemzően változó kamatozásúak, 1 évnél rövidebb kamatfixálással, a forinthitelek zömében fix kamatozásúak, így elvben a forint és devizakamatok különböző lejáratúak. A kamatkülönbözet dinamikáját azonban e tény nem torzítja jelentősen. A fenti elemzés leginkább csak a fogyasztási hitelekre mérhető, mivel az ingatlanhitelek esetén az állami kamattámogatás miatt az ügyfélkamat teljesen elszakadt a piaci hozamtól.

csökkenést mutatott. Mind a zöldmezős beruházással alapított, mind a privatizált bankok a nagyvállalati forint- és devizahitelezést tekintették elsődleges célpiacnak. A tőkeerős, többségében multinacionális tulajdonban lévő, exportorientált vállalati kör lényegesen alacsonyabb, mérhető kockázatot jelentett a magánszféra többi szereplőjéhez képest. Ezért erős verseny alakult ki ezen a piacon, melyet jól mutat az alacsony koncentrációs arányszám (ld 7. ábra).

7. ábra:

Herfindhal-Hirschman koncentrációs mutató alakulása a különböző hitelezési szegmensekben



A nagyvállalati piac telítődésével fordultak csak a bankok a kockázatosabb, de magasabb marzsot biztosító háztartási, illetve kis- és középvállalati hitelezés felé. A hitelezési politikában történő változásban nem kis szerepet játszott az említett szektorok hitelképességének javulása, illetve a kockázatkezelési rendszerek általános fejlődése. *A háztartási hitelkínálat az 1998-1999-es időszaktól, a fogyasztói hitelezés elindításával kezdett erősödni.*⁷ Azóta bankok háztartási hitelezési hajlandósága folyamatosan növekszik, hitelezési standardokra és feltételekre pedig az enyhítés tendenciája a jellemző. 2002 második félévétől az MNB Hitelezési felmérése is az említett folyamatot igazolja. Az előbbi és a jelentős hitel túlkereslet következtében a háztartási eladósodottságot 1999 óta folyamatos és gyors emelkedése jellemzi. A hiteladagolás jelenségének enyhülése a nem árjellegű feltételek lazításával jár, a hiteladós szemszögéből már bizonyos összegű hitelhez jutás is jelentős előrelépésnek tekinthető. Árversenyről így a hitelfelutás kezdeti időszakában nem beszélhetünk, még a 2001-2003-as időszakban is a bankok a fogyasztási hitelek piacán kimutathatóan kevésbé versenyzői árazási magatartást folytattak.⁸ Ez utóbbi részben annak is köszönhető, hogy a fogyasztási hitelezés piac viszonylag elkülönülő részpiacokra

⁷ A fogyasztási hitelpiac kiépüléséről, sajátosságairól lásd Bethlendi A. – Nagyné Vas E. (2004): A dinamikus bővülő hazai fogyasztásihitel-piac a nemzetközi tendenciák tükrében. Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2004. december.

⁸ Móri Cs. - Nagy M. (2004): Verseny a magyar bankpiacon. MNB Füzetek 2004/9

bontható (áru, személyi hitel, stb.), az egyes részpiacokon kisszámú versenytársat találunk, valamint a fogyasztói arbitrázs a részpiacok között viszonylag gyenge. A háztartási hitelezési szegmensek közül egyedül az autóvásárlási hitelek piacán található sok szereplő, a koncentráció alacsony, a többi piactól eltérően a verseny itt feltételezhetően erős. Az előbbiek miatt az aggregált fogyasztási és egyéb hitelek piacán a verseny erősségére a HHI mutatóból nem lehet következtetni.

A meginduló fogyasztási hitelezésen belül a nagy összegű, autóvásárlást finanszírozó hiteleket a bankok többségében a pénzügyi vállalkozásaikon keresztül kezdték el nyújtani. Ennek hátterében elsősorban a pénzügyi vállalkozásokkal szemben támasztott enyhébb szabályozási követelmények állnak.⁹

A lakáscélú hitelek piaca később, 2001-ben mozdult meg, elsősorban az új lakástámogatási rendszer hatására. Azonban a támogatás mértéke ezen a piacon robbanásszerű hitelnövekedéshez vezetett. A késlekedésben több tényező is szerepet játszott. A legjelentősebb, hogy a végrehajtás törvényi feltételei hiányoztak, csak hosszas bírósági eljárás útján lehetett érvényesíteni a zálogjogot, ez túl kockázatosá tette ezt a hitelezési szegmenset. Ezen kívül, a lakáshitelezés piacán a belépési korlátok, illetve költségek jelentősebbek, mint az autó, vagy áru vásárlási hitelek esetében (fiókhálózat, szakértők iránti igény, bonyolultabb hitelezési rendszerek, stb.), illetve ezek kiépítése meglehetősen idő- és költségigényes.

A hitelezők oldaláról a háztartási szegmens felértékelődésével, a verseny erősödésével üzletpolitikai szempontból egyre fontosabbá válik az állomány, a piaci részesedés növelése. Az előbbiben fontos szerepet játszhatnak a devizahitel konstrukciók. *A szolgáltatók sokkal nagyobb összegeket tudtak devizában, mint forintban kibehelyezni. Egyrészt ugyanakkorra törlesztőrészlet mellett a devizahitel összege lényegesen nagyobb, másrészt az adott összeget a deviza konstrukció esetében több ügyfél képes felvenni, a likviditási korlát jobban oldódik.* A szolgáltatók állománynövelési céljukra a forint és a deviza hozamgörbe eltérő alakját is felhasználhatják. Az emelkedő meredekségű, svájci frank és euró hozamgörbe miatt a devizahitelek általában rövid átárazódással bírnak, míg a csökkenő meredekségű forint hozamgörbénél a bankok általában hosszabb átárazódási periódusú termékeket alakítanak ki. A devizahitelezéssel a szereplők egy kockázatosabb növekedési útra állnak át. Ugyanis olyan, gyengébb hitelképességű ügyfeleket is megfinanszíroznak, akik azonos összegű és futamidejű forint hitelt a likviditási korlátjuk miatt nem tudnának felvenni.

A háztartási hitelezési szegmensek közül *az autóvásárlást finanszírozó hitelek* piacán érződött legelőször a verseny erősödése, valószínűleg jelenleg is itt a legerősebb. Ezért *a hitel denominációja piacszerzési, állománynövelési célból hamar fontossá vált.* A 90-es évek végétől egyre inkább a devizafinanszírozás vált dominánssá az autófinanszírozásban.

2004-ben a lakáshitelezés állami támogatásának szigorítása miatt a forint lakáshitelek iránti kereslet drámaian lecsökkent. Az erre kiépített kapacitás megtérülése érdekében a bankokra volumennövelési kényszer nehezedett. Ezért a bankok többsége gyors termékfejlesztésbe kezdett és *hamar megjelentek az alacsonyabb törlesztőrészletű deviza termékekkel.* A bankok

⁹ Az eszközminősítési és értékvesztése előírások enyhébbek, valamint a hitelintézetekkel ellentétben nincsenek tőkekövetelmény szabályok.

közötti verseny erősödésével, a támogatott lakáshiteleknél a jelzálogbank, illetve jelzálogbankkal rendelkező bankcsoportok – speciális státuszukból adódóan - egyre inkább ármeghatározóvá válnak.¹⁰ Ezért a kereskedelmi bankok egy része csak a devizahitelezésben tud előnyösebb pozíciót kiharcolni.

A devizahitelezés állami lakástámogatáson kívüli intézményi korlátjai gyengék. A devizahitelek nyújtásához nem kapcsolódik szigorúbb prudenciális szabályozás, illetve felügyeleti politika. A háztartások pénzügyi kultúrájának növelésére

IV. 2. Kamatkülönbözet és árfolyamkockázat

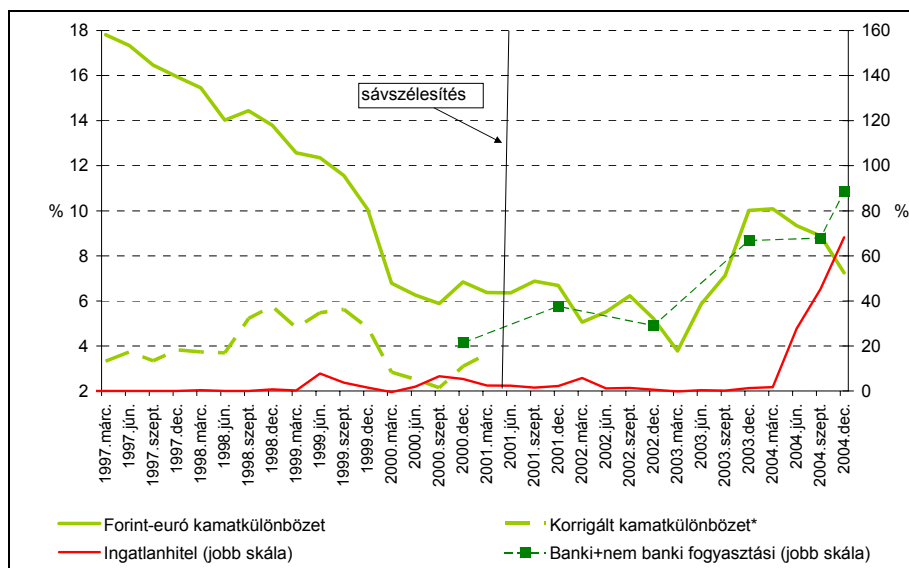
Mint láttuk, a háztartások alacsony kockázatérzékenysége és likviditási korlátja, a bankok közötti verseny erősödése, a bankok kockázatokkal szembeni növekvő toleranciája a devizahitelezés térnyerésének irányába hat. Az árfolyamkockázat mértékének változását a háztartások valószínűleg csak kis súllyal veszik figyelembe, döntéseiknél a kamatkülönbözet változása nagyobb súllyal szerepelhet.

A következőkben az 1998 óta eltelt időszak három olyan periódusát vizsgáljuk, amelyekben a kamatkülönbözet és/vagy az árfolyamkockázat markánsan változott. A vizsgált időszak egészét tekintve megállapítható, hogy a háztartási devizahitelek aránya nem minden időszakban mozog együtt a kamatkülönbözettel, több periódusban a devizahitelezés egyéb tényezői – pl. a kínálati hatások – erősebbnek bizonyulhattak a kamatdifferencia keresletre gyakorolt hatásánál. A kamatkülönbözet 2003 második felében tapasztalt markáns emelkedése azonban keresleti oldalról jelentősen hozzájárult a háztartási devizahitelezés 2003-ban kezdődő, és 2004-ben tovább gyorsuló fellendülésében.

¹⁰ A többi bank esetén a támogatást meg kell osztaniuk a jelzálogbankkal.

8. ábra:

Devizaarány a tranzakciókon belül és a kamatkülönbözet



* A csúszó leértékeléses árfolyamrendszer ideje alatt az előre bejelentett leértékelődéssel korrigált kamatkülönbözet.

A nem hitelintézeti fogyasztási hitelek esetében csak egyes időpontokra vonatkozóan rendelkezünk viszonylag megbízható adatokkal, amelynek forrása a PSZÁF által készített kérdőíves felmérés a pénzügyi vállalkozásokról. Az ábrán a kitüntetett pontok a megelőző 12 hónap tranzakcióinak devizaarányát mutatják

A háztartási hitelfelvitel kezdetétől a sávszélesítésig (1998/99 - 2001. május)

A csúszó leértékelés rendszerében az árfolyam egy előre jól követhető pályán mozgott és egy szűk sávban ingadozott. A rendszer a leértékeléssel korrigálva biztos pozitív kamatkülönbözetet tartott fenn. A háztartási hitelezés felfutásának kezdeti időszakában devizahitel termékek inkább csak mutatóba léteztek. A devizahitelek arányának növekedése 2000-ben indult meg. A devizahitelek szinte kizárólag a pénzügyi vállalkozások által uralt, egyre versenyzőbbé váló autóhitel piacon jelentek meg, ahol a deviza aránya a tranzakciókon belül már 2000 végén elérte a 60 százalékot. A háztartási devizahitelezés felfutása éppen arra a periódusra esett, amikor a kamatkülönbözet a forint kamatszint esésének köszönhetően meredeken csökkent. A devizahitelezés elindulását tehát a kamatkülönbözet változása semmiképpen nem indokolta, az időzítés feltehetően kínálati tényezőknél volt tulajdonítható.

A sávszélesítéstől a spekulációs támadásig (2001. május - 2003. január)

A forint intervenciós sávjának szélesítésekor strukturális törésről beszélhetünk, hiszen a szélesebb sávban jelentősen nagyobb árfolyam-bizonytalanság ceteris paribus növeli a devizahitelek kockázatát. A széles sávban az előre bejelentett lecsökkentett mértékű leértékelés rövid idő után megszűnt, a középparitás elvesztette az árfolyamot orientáló szerepét. A sávszélesítést követő másfél évben a kamatkülönbözet viszonylag stabilan alakult.

A viszonylag magas szinten stabilizálódó kamatkülönbözet a devizahitelezés bővülése irányába hat, a növekvő árfolyam-bizonytalanság ugyanakkor elvben a devizahitelezés visszaesését idézheti elő. Feltételezve a háztartások alacsony kockázati tudatosságát és a bankok növekvő kockázatvállalását, a megnövekedett árfolyam-bizonytalanság visszatartó ereje valószínűleg gyenge volt. 2001-ben a (banki és nem banki) fogyasztási hiteleken belül a deviza aránya emelkedett (a flow-kon és így az állományon belül is). A banki fogyasztási hiteleken belül a növekedés üteme közel változatlan devizaarány mellett 2002-ben már csökkent, mely azonban valószínűleg a támogatott forint ingatlanhitelek erre az időszakra tehető felfutásának köszönhető. A 2001-ben beinduló és 2002-ben felfutó lakáshitel piacon szinte a kezdetektől az államilag támogatott konstrukció vált egyeduralgokodóvá, alacsonyabb hitelköltségével elejét véve a devizahitelezés kialakulásnak. A rendkívül kedvező kamatozású forint ingatlanhitelek részben fogyasztási célokat is szolgáltak, így feltehetően kiszoríthatták a deviza fogyasztási hitelek egy részét.¹¹

A spekulációs támadás óta tartó időszak (2003. január – 2004. december)

A 2003-as évet a spekulációs támadás, majd az év egészére jellemző forintpiaci turbulenciák miatt volatilis kamatalakulás jellemezte, ami a kamatkülönbözet változékonyságában is lecsapódott. A spekulációs támadás idején bekövetkezett 300 bázispontos kamatcsökkentést követően a kamatszint 2003 júniusától, a sáveltolást követő kamatemelések nyomán ismét emelkedni kezdett, a kamatkülönbözet 2003 végére több mint 7 százalékponttal haladta meg az év közepére jellemző, és 5 százalékponttal a 2002. decemberi értékét, és ezzel olyan magas szintre került, amelyre a vizsgált időszakban nem volt példa.

2003-tól emellett a devizahitelezés a banki, és a nem banki fogyasztási hiteleknél is markánsan felgyorsul, a flow-kon belüli devizaarány gyors növekedése figyelhető meg. 2004-ben a banki fogyasztási hitelek esetén további gyorsulás tapasztalható, a nem banki hitelek flowkon belüli devizaaránya már nem emelkedett tovább, de rendkívül magas, közel 90 százalékos szinten stabilizálódott.

A kamatkülönbözet ezen időszakbeli nagymértékű emelkedése 2003 második felétől kezdődően feltehetően hozzájárult a tranzakciókon belüli devizaarány gyors emelkedéséhez, bár feltételezhetően nem ez volt az egyetlen tényező.

Egyrészt, a banki fogyasztási hiteleknél a gyorsulás már 2003 elejétől megfigyelhető, vagyis akkortól, amikor a kamatkülönbözet éppen csökkent (a nem banki fogyasztási hitelek éven belüli dinamikáját nem ismerjük).

Másrészt a forint fogyasztási hitelek teljes hiteldíj mutatója jelentős (10-12 százalékpont) spreadet tartalmaz a piaci kamathoz képest, így feltételezhetően a kamatkülönbözet néhány százalékpontos emelkedésének összességében kisebb a hatása. Az azonban látszik, hogy ha jelentős késéssel is, a banki fogyasztási hitelek kamata összességében a piaci kamattal megegyező mértékben (kb. 5 százalékponttal, kb. 26-ról 31 százalékra) emelkedett, amely már eredményezhet keresletváltozást.

¹¹ A használt lakásokra felvett hitelek mintegy 15-30 %-át a háztartások a fogyasztás finanszírozására fordították, ld. *Jelentés az infláció alakulásáról* 2004. február, 91. o

Harmadrészt, az ingatlanhitelek esetén a devizahitelezés felfutása 2004-hez köthető, és egyértelműen az állami támogatású hitelfelvétel szigorításának az eredménye. 2003 végén a lakástámogatás mértékét és a maximális támogatott hitelösszeget¹² jelentősen lecsökkentették. A támogatást a piaci hozamokhoz kötötték. A fentiek következtében a támogatott lakáshitelek sokkal drágábbá és valamivel korlátozottabban felhasználhatóvá¹³ váltak. A szabályozás változása kamatsokként értelmezhető a háztartások számára, az új hiteleknél az átlagos kamatteher (kamat és a kamat jellegű költségek) a devizahitelek megjelenése nélkül a 2003-as 6%-ról megközelítően 10%-ra növekedett volna.¹⁴ A megemelkedő hitelköltségek drámaian visszavetették a támogatott forinthitelek iránti keresletet és a deviza irányába fordultak.

A változás ugyan egybeesett a piaci hozam jelentős emelkedésével, és a szabályozás változása nem is volt független attól, az azonban nyilvánvaló, hogy a háztartások számára az ügyfélkamat változásának mértéke nagyobb volt, mint a piaci hozamváltozás. *Az ügyfélkamat változásának egy része tehát független az árfolyam várakozásoktól vagy a kockázati megítéléstől, pusztán adminisztratív jellegű, ami közrejátszhatott abban, hogy a tranzakciókon belüli devizaarány néhány hónap alatt nulláról 50 százalékra emelkedett.* Bár a devizahitelek arányának növekedése e szegmensben a leggyorsabb, a tranzakciókon belüli arány még így is valamivel alacsonyabb a többi kategóriánál ami összefüggésben lehet azzal, hogy az ügyfélkamatok közötti különbség – a még mindig támogatott forinthitelek miatt – az ingatlanhitelek esetén a legkisebb. Még 2004-ben is a támogatott lakáshitelek és a devizahitelek kamatkülönbsége messze elmarad a piaci kamatkülönbségtől – az 1 éves svájci frank alapú hitel esetén mindössze 2,5-5 százalékpont.

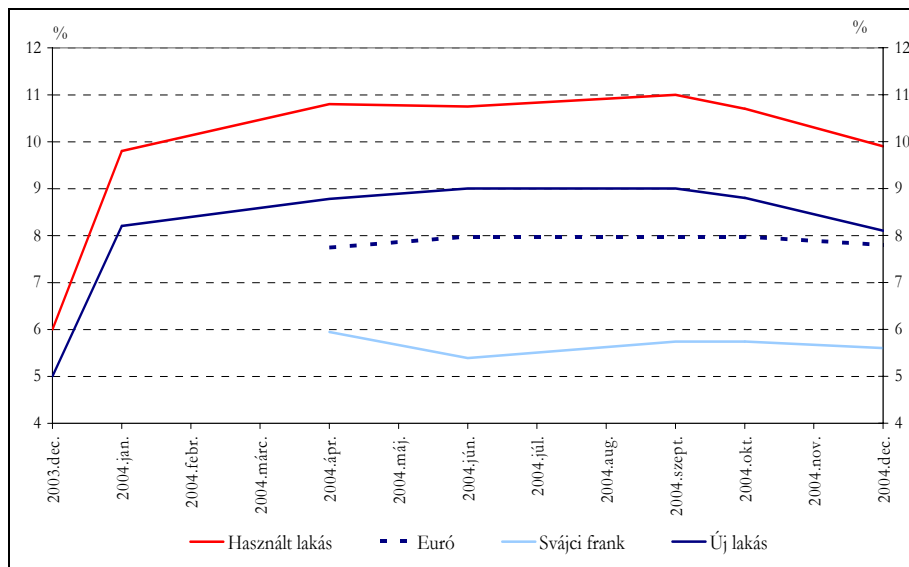
¹² A maximális hitelösszeget a használt lakásoknál 5 millió forintra, az újaknál pedig 15 millió forintra csökkentették.

¹³ A devizahitelek folyósítása gyorsabb, rugalmasabb. 2005-ben további szigorításokat vezettek be a támogatott konstrukciónál: az új lakások, vagy bővítés és korszerűsítés esetén a hitelintézet által elfogadott költségvetésben szereplő teljes költség legalább 70%-áról számlát kell bemutatni.

¹⁴ A becslés az új folyósítás volumenén belül az egyes hiteltípusok (piaci, támogatott új és használt lakás, lejárat) változatlan arányát feltételezi. A támogatott hitelösszeg lecsökkentése is áremelésként értelmezhető, a maximális összeg felett piaci kamatot kell fizetni, emiatt az effektív kamatemelés az előbbi becslésnél is magasabb.

9. ábra:

Az 1 éves átárazódású támogatott forint- és a maximum 1 éves átárazódású deviza lakáshitelek kamat +kezelési költségének alakulása



Forrás: banki hirdetések (átlagos kínálati árak)

Hangsúlyozzuk, hogy a 2003 második felében bekövetkezett kamatemelkedés az árfolyam bizonytalanság ill. a leértékelődés valószínűségének számottevő emelkedése mellett zajlott le, így amennyiben a háztartás hasonlóképpen érzékelné a kockázat növekedését, mint a piac egésze, a kamatkülönbözet emelkedése nem feltétlenül eredményezné a devizahitelek relatív keresletének emelkedését. Az, hogy ez mégsem így történt, arra utal, hogy *a háztartások – feltételesen a negatív tapasztalatok hiánya miatt is – kisebbnek érzékelik az árfolyam bizonytalanságát, azaz kisebb árat hajlandóak fizetni a kockázat kiküszöböléséért, mint a kamatkülönbözet.*

A banki fogyasztási hitelek ügyfélkamatairól összegyűjtött részleges adataink azt mutatják, hogy a forint és devizahitelek teljes hiteldíja (THM) közötti különbség több (esetenként 4-5) százalékponttal magasabb a piaci hozamokban tükröződő kamatkülönbözetnél, vagyis a bankok a fogyasztási forinthitelek esetében nagyobb spreadet alkalmaznak, mint a devizahiteleknél. E jelenségnek több magyarázata lehet. 2005-ig a hatályos THM rendelet nem foglalja magában a devizahitelek esetén fennálló konverziós díjat, mely akár 1-2 százalékpontot is elérhet. A forinthitelek magasabb törlesztő-részlete és a hosszabb átárazódási idő miatt elképzelhető, hogy a bankok nagyobb hitelkockázati prémiumot építenek be az ügyélművekbe. A devizahitelek kisebb marzsa a devizahitelezési szegmensben lévő nagyobb versenyt is tükrözheti.

A nagy kamatkülönbözet mindenképpen növeli a devizahitelek relatív keresletét, különösen a likviditási korlátos háztartásokét. Tehát azt mondhatjuk, hogy *a hiteldíjak közötti különbség szintje a devizahelyettesítés, vagyis az emelkedő devizaarány irányába hat.*

V. A vállalatok devizahitelezésének mozgatórugói

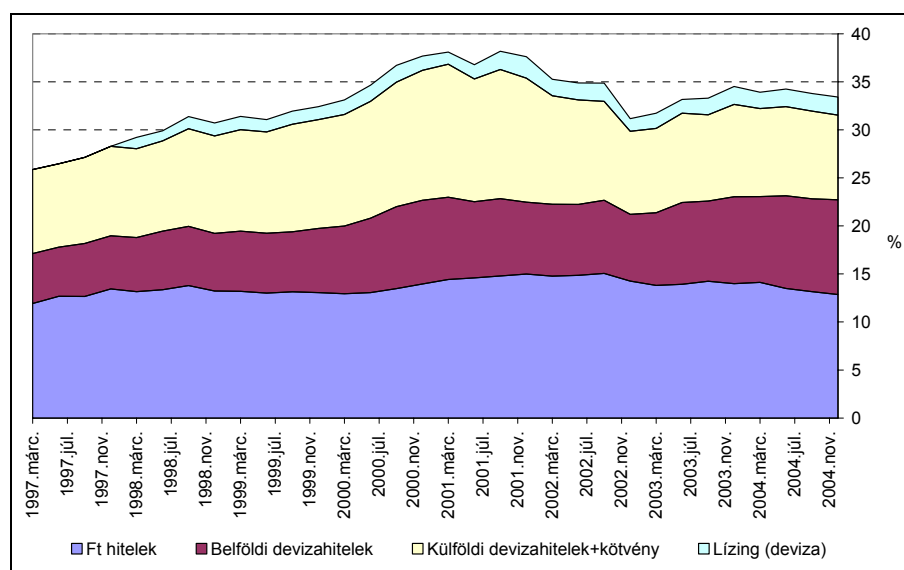
V. 1. A vállalati szektor eladósodottságának jellemzői

A vállalati szektor esetén a teljes hitelállomány dinamikája és a devizahitelezés több tekintetben is jelentősen eltér a háztartástól.

Egyrészt a vállalatok esetében az elmúlt években nem beszélhetünk trendszerű eladósodásról, a GDP arányos teljes hitelállomány még csökkent is 2001-hez viszonyítva, igaz, a GDP arányában az állomány közelebb van a fejlett országokra jellemző szinthez, mint a háztartás esetén. Ennek döntően az az oka, hogy a hazai bankrendszer a kilencvenes évek végéig a nagyvállalati forint- és devizahitelezést tekintette elsődleges célpiacnak. A tőkeerős, többségében multinacionális tulajdonban lévő, exportorientált vállalati kör lényegesen alacsonyabb, mérhető kockázatot jelentett a magánszféra többi szereplőjéhez képest. Másrészt a háztartásokkal ellentétben az exportorientált nagyvállalati kör a belföldi banki hitelek mellett közvetlenül külföldről is tud hitelt felvenni, és e hiteleknek az időszak egészében jelentős szerep jutott a vállalati adósságállományon belül.

10. ábra:

A vállalati forint- és devizahitelek a GDP arányában



A háztartási szegmenssel ellentétben a vállalatok esetén a devizahitelek összes hitelen belüli aránya sem mutat trendszerű növekedést: már a vizsgált időszak kezdetén, 1996-ban is magas (55 százalék) volt, és az óta az arány 55-65 százalék között ingadozik. A magyar vállalati szektorban a devizaadósság teljes adósságon belüli, 60 százalék körül ingadozó aránya az elemzett időszakban jelentősen meghaladta a háztartásokra jellemző értéket. E markáns különbséget részben az magyarázza, hogy a vállalatok bevételeinek egy része devizában denominált, vagyis a devizahitel a vállalatok (egy része) számára jóval kisebb kockázatot jelent, mint a természetes fedezettel nem rendelkező háztartásoknak. A belföldi hitelek szektorális vizsgálata is alátámasztja a természetes fedezetek

jelentőségét: azoknak a szektoroknak magasabb a devizaarányuk a hitelezésben, amelyeknek feltehetően (legalább részben) van devizabevétele, vagyis természetes fedezete (pl. feldolgozóipar, szálláshely és vendéglátás, pénzügyi tevékenység). Megjegyezzük azonban, hogy az alapvetően forintbevételekkel jellemezhető szektorok esetén is számottevő, 20-30% a devizahitelek aránya, vagyis a vállalati szektornál is van árfolyamkockázat.

5. tábla:

Az éves árfolyamszűrt tranzakciók a GDP arányában (%)

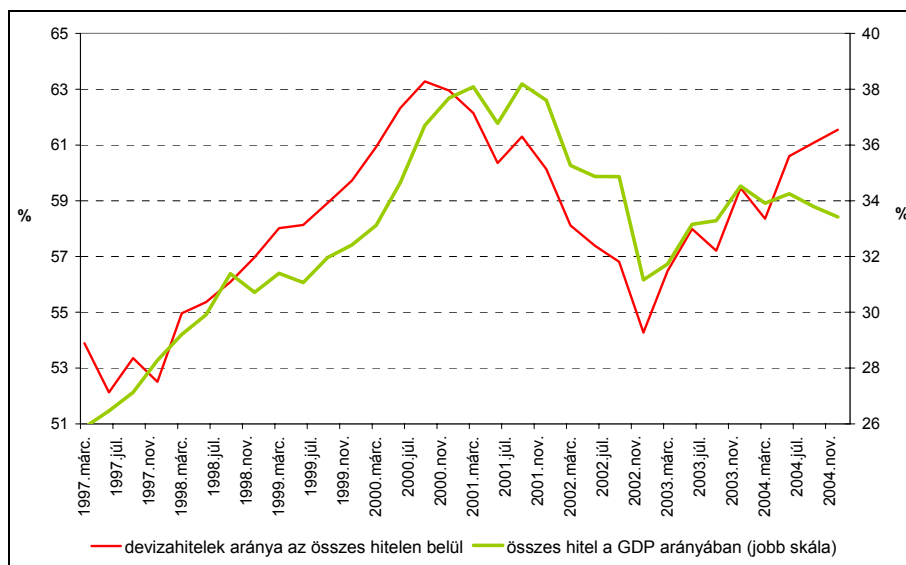
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Forint hitelek	4,0	2,5	1,8	2,7	2,5	1,0	1,7	0,7
Belföldi devizahitelek	1,1	0,6	1,2	2,5	0,2	1,3	2,3	2,8
Külföldi devizahitelek	0,7	1,3	2,5	3,6	1,9	-1,2	1,7	0,2
Összes devizahitel	1,8	1,9	3,7	6,1	2,1	0,2	3,9	3,0
Összes hitel	5,7	4,4	5,5	8,8	4,6	1,1	5,6	3,7

V. 2. Konjunktúra, kamatkülönbözet és árfolyamkockázat

Mint az elméleti bevezetőben említettük, a hitelfelvételi és az adósság denominációs összetételét meghatározó döntések elméletileg egymástól elválaszthatók. Emiatt a teljes adósság alakulásának, valamint a vállalati hitelfelvételi döntéseket befolyásoló konjunktúra-kilátásoknak elvileg nem kellene hatniuk a vállalati hitelek devizamegoszlására, ez utóbbit csak a kamatkülönbözetnek, az árfolyam-várakozásoknak és a kockázati prémiumnak kellene befolyásolnia.

11. ábra:

A teljes vállalati hitelállomány és a devizahitelek aránya



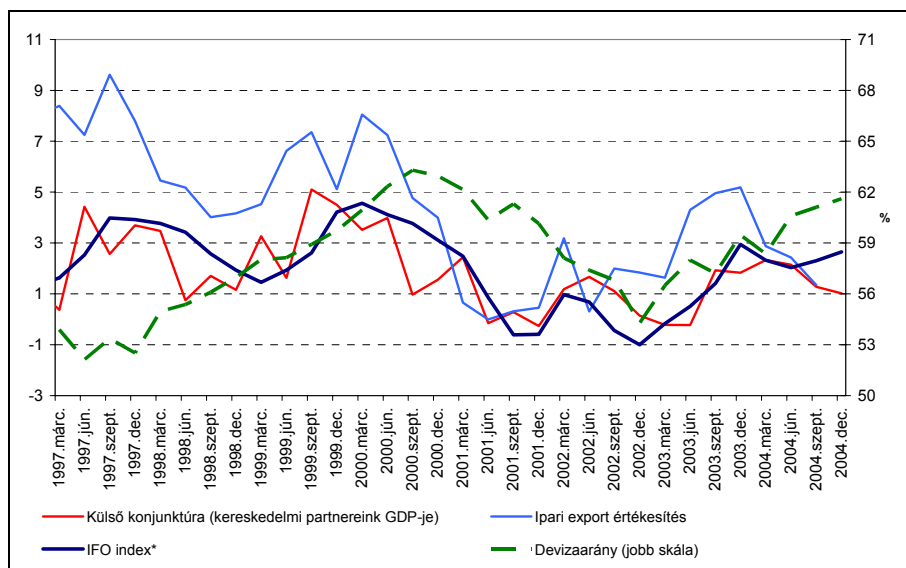
Ennek ellenére a teljes vállalati hitelállomány alakulása, és a vállalati hitelek devizaaránya között szoros együttmozgást tapasztalunk (ld.11. ábra).

Mivel a vállalati hitelfelvételi döntéseket és így a teljes adósság alakulását jelentős részben a konjunkturális folyamatok határozzák meg, megvizsgáltuk, hogy milyen kapcsolatot találunk a különböző konjunktúraindikátorok és a vállalati hitelek devizaaránya között. A 12. ábra azt sugallja, hogy a devizaarány valóban pozitív kapcsolatot mutat a külső konjunktúra bizonyos indikátoraival, bár e jelenség értékelésekor több okból kifolyólag is óvatosan kell eljárunk.

Az együttmozgás inkább csak 1999-2000-től kezdődő időszakra, vagyis az elmúlt 5-6 évre jellemző. A korábbi éveket inkább a teljes adósság és a devizaarány trendszerű növekedése jellemezte, amely döntően a külföldi devizahitelezés fellendülésének köszönhető. E trendszerű növekedésben jelentős szerepe lehetett a vállalati szektor strukturális átalakulásának is: 1995-től a privatizációnak és egyéb működőke befektetéseknek köszönhetően folyamatosan nőtt a külföldi tulajdonú, multinacionális vállalatok jelentősége, amelyek a külföldi hitelekhez való jobb hozzáférés jellemzett.

12. ábra:

A vállalati hitelek devizaaránya és külső konjunktúra mutatók



*Az eredeti IFO indexen a skálázási problémák miatt transzformációt hajtottunk végre, hogy összehasonlítható legyen a többi indikátorral (Az adatokból kivontuk az idősor átlagát és osztottuk a szórással).

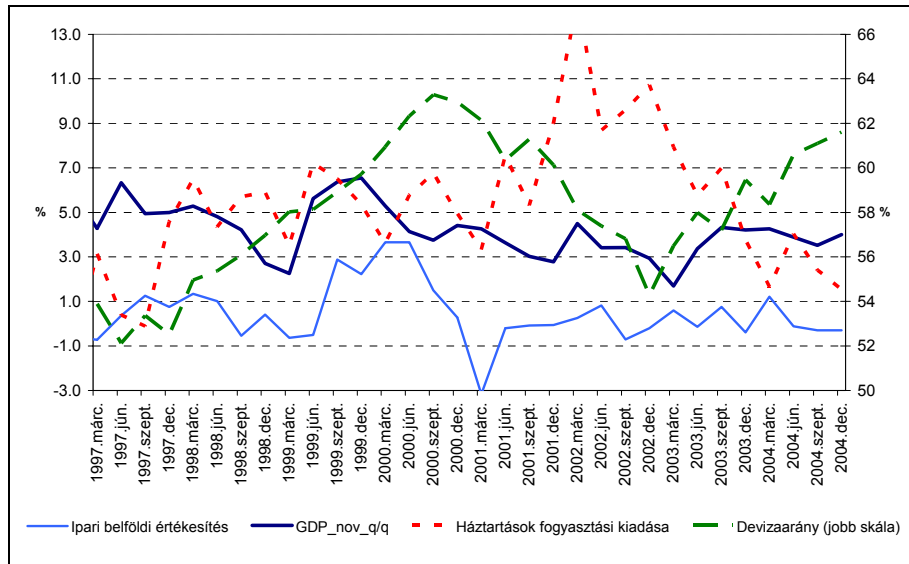
Másrészt míg a teljes vállalati devizaarány a külső konjunktúra indikátoraival bizonyos mértékben együtt mozog mutat, a 13. ábra szerint a hazai konjunktúra mutatóival, így a GDP vagy a belső keresletet tükröző fogyasztási kiadások növekedésével a vizsgált időszakban gyengébb összefüggést mutat.¹⁵ Mivel azonban a külső konjunktúra erősen

¹⁵ Megjegyezzük, hogy az elméletileg egyik legfontosabb mutató, a vállalati beruházások növekedése és a devizaarány között a vizsgált időszakban az egyszerű vizuális elemzéssel nem találtunk összefüggést. Egyrészt a vállalati beruházások – becslést – mutatója rendkívül zajos, így ilyen rövid időtávon nem

hat a belső konjunkturális folyamatokra,– figyelembe véve az elemzett idősor rövidségét is– e szorosabb együttmozgás még nem jelenti azt, hogy közvetlenül csak a külső konjunktúra határozza meg a vállalati deviza-hitelkeresletet.

13. ábra:

Hazai konjunktúraindikátorok és a vállalati devizahitelek aránya



Összességében tehát úgy tűnik, hogy a hitelexpanziók esetén a devizahitelek jelentik a legfontosabb forrást a vállalatok számára, amelyet az is alátámaszt, hogy a teljes hitelállomány ingadozását döntő részben a devizahitelek ingadozása okozza (ld. 10. ábra). Mivel a hitelfelvételt döntően a konjunkturális folyamatok befolyásolják, különösen 1999-től együttmozgást tapasztalunk a devizaarány és bizonyos, elsősorban a külső konjunktúrát tükröző indikátorok között. Kérdés, hogy mi áll e jelenség háttérében. Egy lehetséges magyarázat szerint a (külső) konjunktúra indikátorok és a vállalati devizahitelek aránya az egyes vállalati szektorok eltérő finanszírozási viselkedése miatt mozoghat együtt. A külső konjunktúra fellendülése idején a vállalati szektor egy olyan részének (traded szektor) nő meg leginkább a hitelkereslete, amelyek természetes fedezettsége révén képes és hajlamos is devizában eladósodni. A vállalati szektor egésze szintjén ezért látszódhat összefüggés a külső konjunktúra indikátorok és a devizahitelek aránya között.

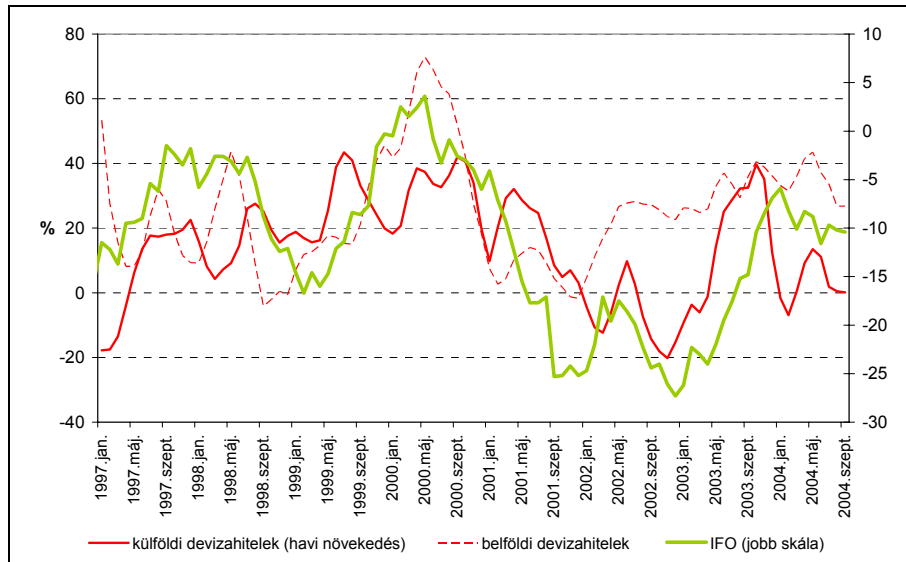
Megjegyezzük, hogy a vállalati devizahitelek két komponense – belföldi hitelintézetektől, illetve közvetlenül külföldről felvett devizahitelek – közül nem meglepő módon az elsősorban a nagyobb exportőr vállalatok számára hozzáférhető külföldi hitelek mutatnak szorosabb együttmozgást a külső konjunktúrával (ld.14. ábra). A belföldi és a külföldi devizahiteleket ennek ellenére célszerű együtt elemezni, ugyanis feltehetően a belföldi és külföldi eredetű devizahitelek között is van helyettesítés, amely különösen 2003 végétől látszik markánsan. A külföldi devizahitelek

mutatkozik kapcsolat. Másrészt a vállalati hitelek jelentős része nem beruházási, hanem forgóeszközhitel, így a hitelkereslet nem csak az állóeszköz beruházási kereslet határozza meg.

növekedésének visszaesését– amely jóval meghaladta a konjunktúra lassulását – a belföldi devizahitelek meredek emelkedése kísérte, amelyben az is szerepet játszhatott, hogy egyes vállalatok külföldi devizahiteleiket belföldi devizaforrásra cserélték.

14. ábra:

A külföldi és belföldi devizahitelek növekedési üteme* valamint az IFO index

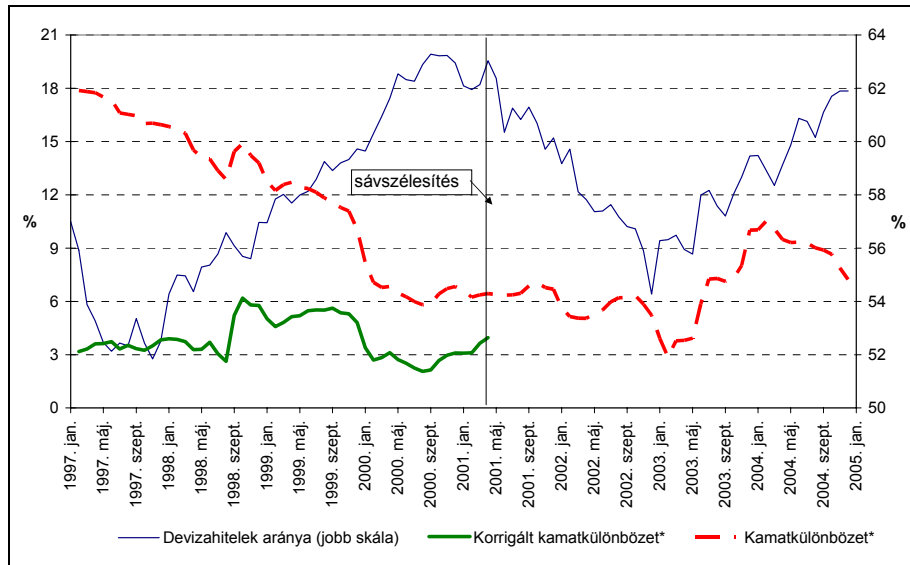


**évesített havi növekedés, árfolyamszűrt, hp-filterezett állományból*

A konjunkturális folyamatok erőteljes hatása feltehetően háttérbe szorít sok más, a devizaarányt szintén meghatározó tényezőt. Az 1997 óta eltelt időszakot áttekintve látható, hogy a devizaarány alakulása csak egyes periódusokban, elsősorban 2003 második felétől kezdve mutatja a várt irányú együttmozgást a kamatkülönbséggel (ld. 15. ábra). A következőkben a teljes vizsgált időszakot áttekintve vizsgáljuk a vállalati devizahitelezés tendenciáit, valamint a konjunkturális folyamatok és a kamatkülönbség szerepét a devizaarány alakulásában.

15. ábra:

A devizahitelek aránya az összes vállalati hitelen belül és a kamatkülönbözet



* A sávszélesítés előtti időszakban a kamatkülönbözetet korrigáltuk az előre bejelentett leértékelés mértékével. Tekintettel arra, hogy a vállalatok kegy részének bevételei is devizában denomináltak, ezért a leértékelés mértéke kevésbé releváns számukra, a korrigálatlan kamatkülönbözetet is szerepeltettük az ábrán.

Az 1997-től 2001 májusáig tartó periódusban a vállalati devizahitelek aránya – amely folyamatosan növekedett – nem mutat összefüggést a kamatkülönbözet változásával. A devizaarány markáns növekedése azonban egybeesett a teljes hitelállomány gyorsuló növekedésével, amely pedig a konjunkturális fellendülésnek tulajdonítható.

A sávszélesítéstől a 2002 végéig tartó időszakot – szintén a háztartásokhoz hasonlóan – a deviza hitelfelvétel visszaesése jellemezte, de a visszaesés valamivel korábban, 2000 végén kezdődött. A devizaarány csökkenéséhez bizonyára nagy mértékben hozzájárult az a tény, hogy a sávszélesítést követően számottevően csökkent az árfolyamalakulás kiszámíthatósága, vagyis nőtt az árfolyambizonytalanság, ami a természetes devizafedezettséggel nem rendelkező vállalatok számára jelentősen magasabb kockázatot jelentett. Emellett azonban a devizahitelek állományának alakulása egybevág a teljes vállalati hitelek dinamikájának visszaesésével, és a konjunktúra, ezen belül az elsősorban az exportszektort érintő külső konjunktúra romlásával.

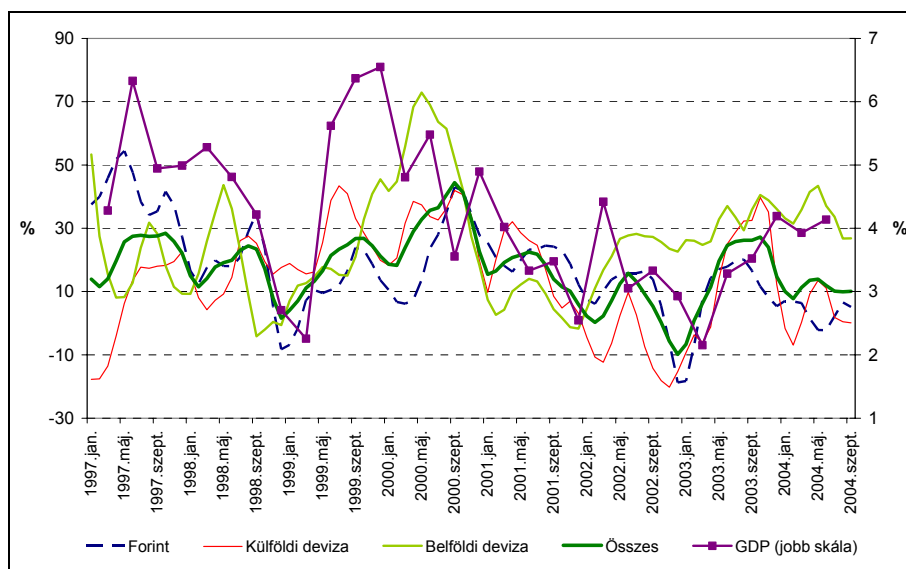
A devizahitelek arányának 2003 elejétől tapasztalt fellendülése szintén összhangban volt a konjunkturális folyamatokkal, és így a teljes hitelállomány növekedésének gyorsulásával is. 2004-ben azonban a teljes hitelállomány és a devizaarány ellentétes irányba mozdultak el. 2004-ben az előző évhez viszonyítva jelentős mértékben csökkent a teljes vállalati hitel növekedése, ami megfelel a konjunktúraindikátorok alakulásának, hiszen a hazai GDP növekedési üteme és a külső konjunktúrát közelítő, kereskedelmi partnereink GDP növekedése is lassulást vagy stagnálást mutatnak 2003 végéhez viszonyítva. A teljes hitelállomány növekedésének lelassulása mellett azonban a devizahitelek növekedése meghaladta a forinthitelekét, ami a devizaarány további emelkedését eredményezte. Megjegyezzük, hogy a devizaarány 2004-es növekedése teljes mértékben a belföldi devizahitelek bővülésének tulajdonítható, a külföldi

devizahitelek a külső konjunktúrával párhuzamosan csökkenést mutatnak. A belföldi és a külföldi devizahitelek dinamikájának éles különválásában azonban, mint már említettük, az is szerepet játszhatott, hogy a vállalatok egy része – talán részben a belföldi kínálati nyomás miatt – a külföldi devizahiteleit belföldi bankszektortól felvett devizaforrásokra cserélte.

A konjunktúraindikátorok tehát inkább a teljes vállalati hitelfelvétel alakulásával mozognak együtt, és 2004-ben nem magyarázzák a belföldi devizahitelek rendkívül dinamikus növekedését, ami a teljes devizaarány további emelkedését eredményezte. A belföldi devizahitelek iránt növekvő vállalati keresletet 2004-ben tehát nem konjunkturális tényezők okozták, úgy véljük, hogy abban feltehetően szerepe volt a 2003 második felében megugró és 2004 végéig magas szinten stagnáló kamatkülönbözetnek is. A kamatkülönbözet devizahitelek iránti keresletet növelő hatása mellett a bankok részéről jelentkező kínálati nyomás is szerepet játszhatott, a magasabb forintkamatok miatt ugyanis a hitelbővülés ütemét a bankok devizahitelezés fellendítésével tudták fenntartani.

16. ábra:

Vállalati hitelek – rövidbázisú növekedési indexek*



*évesített havi növekedés, árfolyamszűrt, hp-filterezett állományból

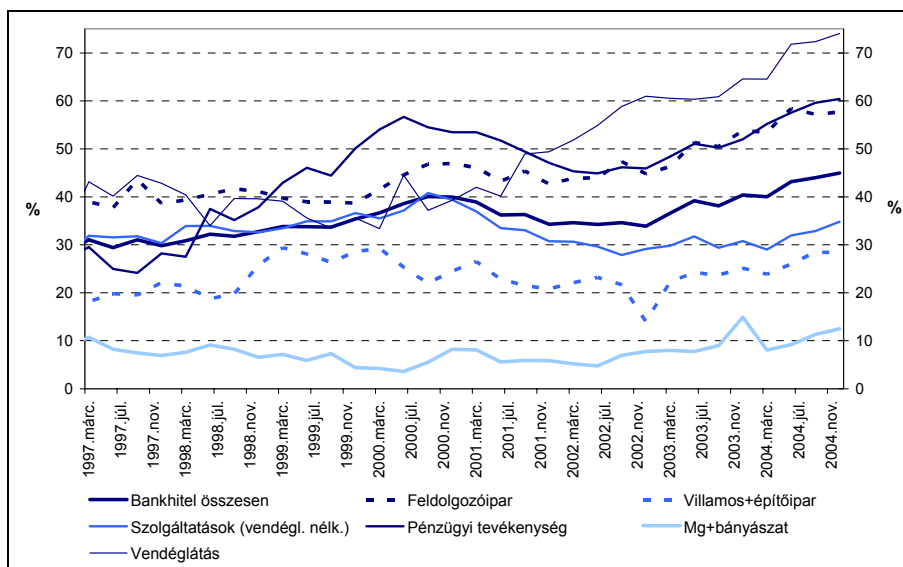
V. 3. Az árfolyamkitettségi változása

Mint korábban említettük, a külföldi devizahitelekre vonatkozóan nem áll rendelkezésünkre szektorális megbontás, a belföldi banki hitelek szektorális elemzése ugyanakkor némi támpontot adhat arra nézve, hogy a devizaarány növekedése eredményezett-e növekedést a vállalatok árfolyamkitettségiében. A devizaarány 2003-tól megfigyelt emelkedése a belföldi hitelekben belül 2004-ig alapvetően az amúgy is magas devizaarányjal jellemezhető, és – legalábbis részben – természetes fedezettséggel rendelkező három szektor (feldolgozóipar, pénzügyi tevékenység, szálláshely és vendéglátás)

devizaarány növekedésének tulajdonítható.¹⁶ Megjegyezzük, hogy a devizabevétellel rendelkező szektorok esetén az export folyamatos bővülése, vagyis a külgazdasági integráció önmagában is eredményezhet olyan trendszerű növekedést a devizahitelezés arányában, amely – a növekvő exportbevételek miatt – nem jelent stabilitási kockázatot. 2004 II. negyedévéől kezdve azonban a nontradable szektoroknál is emelkedik a devizaarány, ami azt sejteti, hogy 2004-ben a természetes fedezettel nem rendelkező vállalati körben is nőtt a devizahitelezés jelentősége.

17. ábra:

A devizaarány alakulása az egyes szektorok belföldi hiteleiben



Hasonló következtetésre vezet a belföldi devizahitelek 2004-es denominációs összetétele is. Az új hitelek jelentős része ugyanis svájci frank alapú, míg a külkereskedelemben elhanyagolható a svájci frankban denominált ügyletek aránya. Amíg az euró és a svájci frank forinttal szembeni árfolyama együttmozog, az euróban denominált bevételek jórészt fedezetet nyújtanak a forint svájci frankkal szembeni leértékelődésére is. Az euró helyett svájci frankban történő eladósodás feltehetően a még nagyobb kamatkülönbözet kihasználását jelenti, valamivel magasabb kockázat mellett.

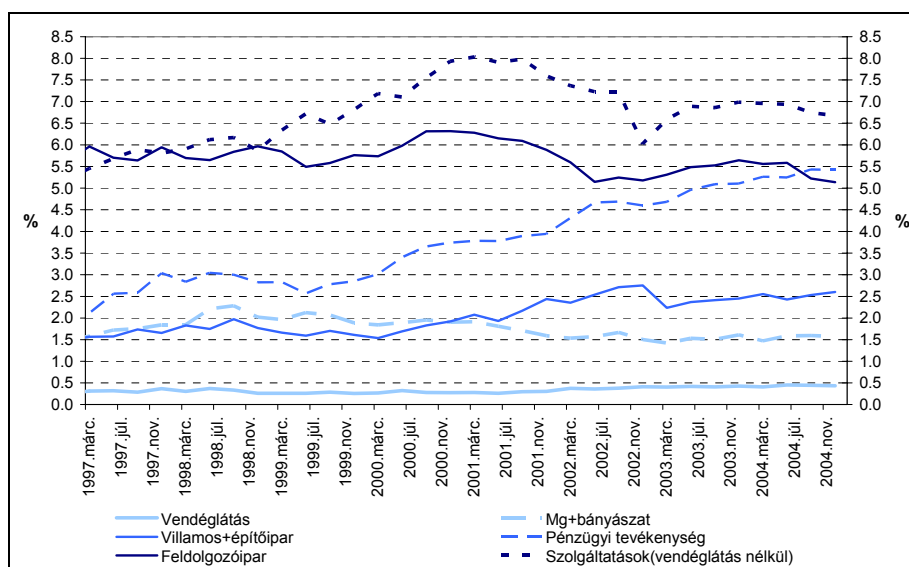
A devizahiteleknek a természetes fedezettel nem rendelkező vállalatok körében való növekedését sejteti a fentiekén kívül az a tény is, hogy 2004-ben, a nagyvállalatoknál feltehetően kisebb exportrészesedéssel jellemezhető kis- és középvállalati szektorok nyújtott új belföldi banki hitelek csaknem 40%-a volt devizában denominált, amely arány megközelíti a teljes belföldi állomány devizaarányát (44%).¹⁷

¹⁶ A feldolgozóipari vállalatoknál található a legtöbb exportőr vállalat. A „pénzügyi tevékenység” szektoron belül a hitelek feltehetően leginkább az ingatlanforgalmazással foglalkozó cégekhez köthetők. E cégek egy részének – pl. az irodaházakkal foglalkozó vállalatoknak – a bérleti díjból feltehetően jelentős deviza, vagy devizában meghatározott bevételük van, ami mérsékli az árfolyamkitétséget. A vendéglátás és szálláshely szektorban a turizmusból származik deviza, v. devizában rögzített bevétel.

¹⁷A teljes kvv hitelállományra, illetve a korábbi évek hitelnyújtásaira vonatkozóan nem áll rendelkezésünkre adat, így közvetlen összehasonlításra nincs mód.

18. ábra:

A belföldi hitelállomány GDP arányos alakulása szektoronként



Összefoglalva, az 1997 óta eltelt időszak egészét tekintve a vállalati devizahitelek csak egyes időszakokban mutatnak együttmozgást a kamatkülönbözettel. Ugyanakkor vannak arra utaló jelek, hogy a vállalati devizahitelezés 2003-ban kezdődő, és 2004-ben tovább gyorsuló fellendülésében szerepet játszott a megnövekedett és magas kamatkülönbözet. A belföldi hitelek szektorális és devizaösszetétele arra enged következtetni, hogy a devizahitelek arányának növekedése 2004-ben a devizabevétellel nem fedezett hitelek növekedésével járt együtt. A magas kamatkülönbözet devizahitelkeresletet növelő hatása azt mutatja, hogy a háztartásokhoz hasonlóan a természetes fedezettel nem rendelkező vállalatok is kisebbnek érzékelik az árfolyamkockázatot illetve annak árát, mint ami a kamatkülönbözetben tükröződik.

VI. Devizahitelezés alakulása az EU-hoz újonnan csatlakozó kelet-közép európai országokban¹⁸

A KKE országok általános jellemzője a magánszektor hitelezésének elmúlt években történt dinamikus növekedése, a pénzügyi közvetítés folyamatos mélyülése. Ezt a folyamatot a régió országainak többségénél a hitelezésen belül, mind a vállalati mind a háztartási szektor esetén a devizahitelek arányának fokozatos térnyerése kísérte.

A növekvő háztartási eladósodottság általános tendenciája mellett a KKE országokban a deviza, illetve *deviza alapú hitelezés súlya a teljes háztartási hitelportfólión belül nagyon nagy*

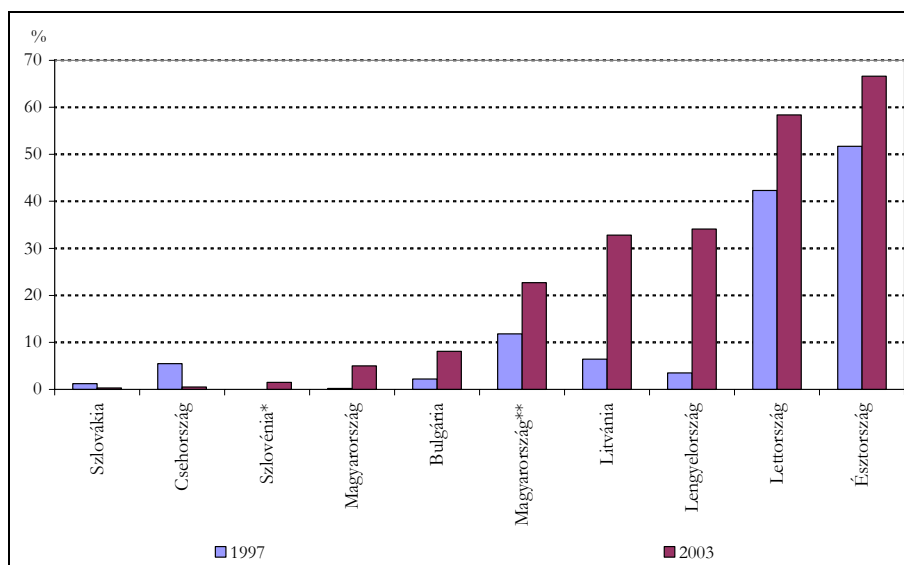
¹⁸ Ez a fejezet a 2004. decemberi stabilitási jelentés Aktuális Témái között megjelent „A háztartási devizahitelezés alakulása Magyarországon és az újonnan csatlakozott közép-kelet-európai országokban” című írás rövidített és a vállalati hitelekkel kibővített változata.

szőrődást mutat (ld. 19. ábra). Magyarország a középmezőnyben helyezkedik el, a 24 százalékos arány nem tekinthető kirívónak a 0-67 százalékos arány között szóródó mezőnyben. Megjegyezzük, hogy a magyar esetben a pénzügyi vállalkozások a banki devizahiteleket jóval meghaladó deviza portfólióval rendelkeznek, ezért a nem hitelintézeti hiteleket is bevontuk az elemzésbe.¹⁹

A nagyfokú heterogenitás okait elsősorban intézményi sajátosságokkal (elsősorban a lakástámogatási rendszer léte és mikéntje); valamint a hitelkínálati oldallal, azaz a hitelezési hajlandósággal és a bankok közti versennyel, magyarázhatjuk. A felzárkózó országokra bizonyos szintű hozamkülönbség a jellemző; a háztartások likviditási korlátuk miatt a nagyobb összegű hiteleknél árérzékenyebbek, illetve kockázati tudatosságuk általában alacsony, ezeket a tényezőket inkább azonosságnak tekinthetjük. A fentiek miatt árfolyamrendszertől és kamatpolitikától függetlenül kialakulhat devizahitelezés. A fix árfolyamrendszer azonban erőteljes ösztönzést jelent: ezekben az alacsony árfolyamkockázattal jellemezhető országokban a legmagasabb a devizahitelek aránya, az alacsony kamatkülönbség ellenére is.²⁰

19. ábra:

Devizahitelek aránya a háztartási portfólión belül



*Szlovéniában nem áll rendelkezésünkre adat 1997-re.

**pénzügyi szektor (hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások együtt) hitelein belül.

Forrás: Nemzeti Jegybankok

Érdemes Lengyelországra külön kitérni, hiszen itt a devizahitelezés látványos felfutása a 2003-as évben megtört. A 2000-es évek elején Lengyelországban a monetáris politika magas

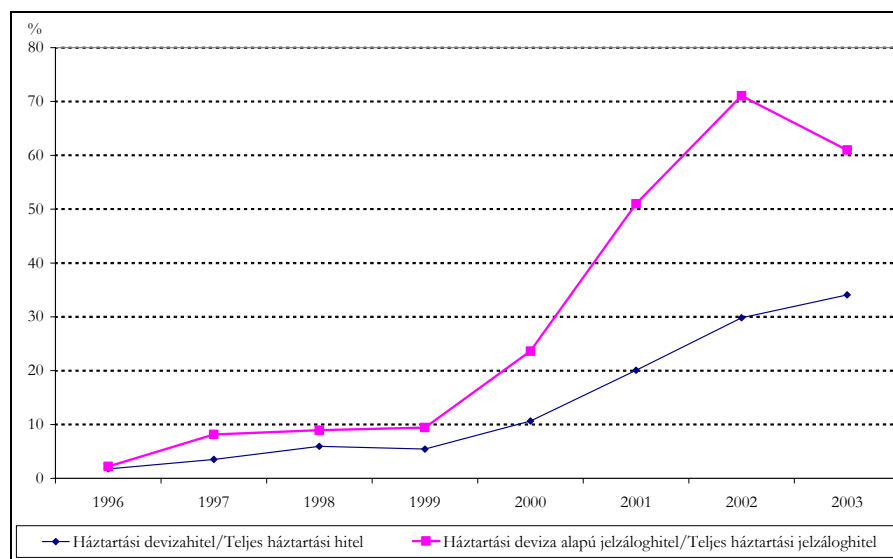
¹⁹ Még Észtországban jelentős pénzügyi vállalkozások háztartási hitelezése. Mivel ebben az országban a legnagyobb a devizahitelezés aránya a GDP belül, ezen a képen a pénzügyi vállalkozások elemzésbe történő bevonása sem tudna változtatni.

²⁰ A fix árfolyam-rendszerű országok közül a bolgár alacsony deviza arány a gyenge háztartási hitelkínálattal magyarázható.

kamatkülönbözetet tartott fenn, amely a volatilisabb árfolyam ellenére ösztönzőleg hatott a devizahitel-felvételre. Emellett lakástámogatási rendszer hiányában a bankok erős hitelkínálati nyomása ugyancsak hozzájárult a devizahitelek magas arányának felépüléséhez. 2000 és 2002 között a háztartások deviza alapú eladósodása nagyon dinamikus növekedést mutatott a kamatkülönbözlet csökkenése ellenére. Azonban 2002-2003 folyamán a lengyel zloty közel 30% százalékkal gyengült az euróval szemben (a svájci frankkal szemben is hasonló mértékben), mely már érezhetően visszavetette, főleg a jelzálog típusú devizahitelek iránti keresletet (ld. 20. ábra:). Ez jó példaként szolgál arra, hogy a *negatív tapasztalatok, ha a háztartás viszonylag széles körét érinti, már növelheti a hitelfelvevők kockázati tudatosságát.*

20. ábra:

Devizahitelek aránya a háztartási portfólión belül a lengyel bankrendszerben

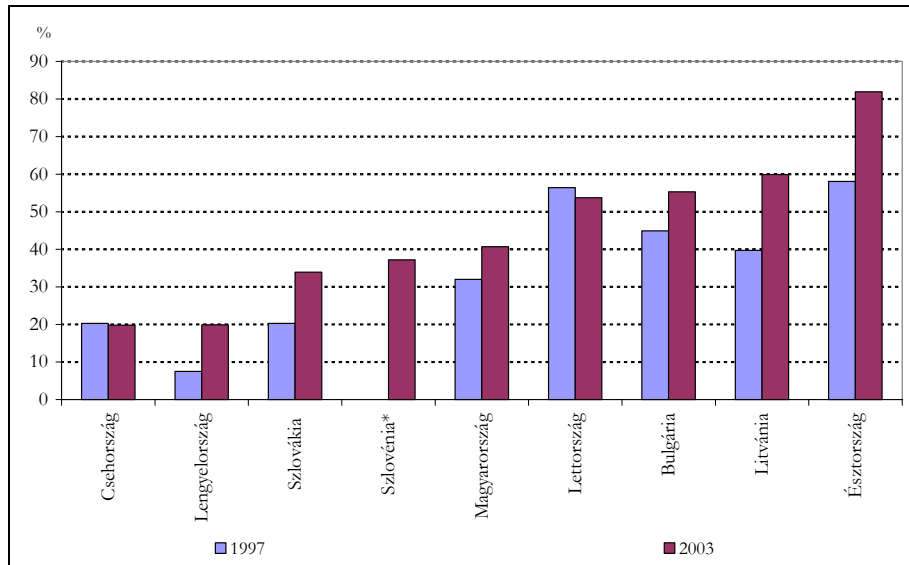


Forrás: Narodowy Bank Polski

A KKE országok esetén a vállalati belföldi devizahitelek átlagos aránya magasabb, mint a háztartások esetén (ld. 21. ábra). Figyelembe véve azt, hogy a vállalati szektor külföldről közvetlenül is tud hitelt felvenni, a különbség feltehetően még látványosabb. A legmagasabb devizaarány a háztartási hitelekhez hasonlóan szintén a fix árfolyamrendszerben működő országokat jellemzi, számottevő, 20-40%-os vállalati devizahitelezést találunk azonban azokban az újonnan csatlakozó országokban is, amelyekben a háztartási devizahitelezés gyakorlatilag ismeretlen. E jelenség legfőbb oka feltehetően az, hogy e szektor egy jelentős része – mindenekelőtt a multinacionális és egyéb exportőr vállalatok rendelkezik természetes fedezettel és, így a háztartásokkal ellentétben nincs árfolyamkitettséjük. A magasabb szintet emellett az is magyarázhatja, hogy a bankok számára a vállalati szektor sokkal hamarabb vált hitelképesé, így a teljes vállalati hitelezés is hamarabb lendült fel. Az országok többségében a vállalati hitelek devizaaránya az elmúlt években növekedést mutatott, amelyet az országok külgazdasági integrációjának bővülése is magyarázhat.

21. ábra:

Belföldi devizahitelek aránya a vállalati portfólión belül



*Szlovéniában nem áll rendelkezésünkre adat 1997-re.

Forrás: Nemzeti Jegybankok

Függelék: Fizetési mérleg, külső adósság és devizahitelezés: mérlegösszefüggések

A devizahitelezés elmúlt években végbement felfutása szoros összefüggésben van az ország eladósodásával és a külföldi tőkeáramlásnak a szerkezetével és nagyságával is. Ennek bemutatását egy makroszintű mérlegösszefüggéseken alapuló elemzési keret segítségével végezzük el.

Kiindulási alapnak tekintjük a fizetési mérleg egyenletét. A fizetési mérleg összefüggést úgy is fel lehet írni, hogy a gazdaság finanszírozási igényét (NFR), azaz a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes hiányát kétféle tőkebevonás finanszírozhatja: nem adóssággeneráló (ΔND), illetve adósság jellegű (ΔD) tőkebeáramlás.

$$NFR = \Delta ND + \Delta D \quad (1)$$

Nem adóssággeneráló tőkebeáramlás alatt értjük a közvetlen tőkebefektetéseket (beleértve az újrabefektetett jövedelmet és a tulajdonosi hiteleket), illetve a tulajdonviszonyt megtestesítő (részvény) jellegű portfolió befektetéseket. Adósságjellegű tételek alatt értjük az összes többi finanszírozó tételt. Elemzésünkben a fizetési mérleg sztenderd szerkezetétől eltérően nem tulajdonítunk kitüntetett szerepet a nemzetközi tartaléknak, azt az adósságjellegű tőkét csökkentő tételnek tekintjük.

Az (1) egyenlet átrendezésével megállapítható, hogy a külső adósság változása megegyezik a nettó finanszírozási képesség azon részével, amit nem fedez nem adóssággeneráló tőkebeáramlás.

$$\Delta D = NFR - \Delta ND \quad (2)$$

A külső adósságot (D) alapvetően két részre lehet bontani: forintban (HUF) és devizában (Fx) denominált részre. Az első csoportba tartozik a külföldiek által megvásárolt forintban jegyzett állampapírok, jelzáloglevelek, illetve a bankokkal szembeni forintkövetelések. A második csoportba tartoznak a külföldön kibocsátott devizakötvények és a külföldi devizahitelek. A két rész között alapvető különbség, hogy a forintban jegyzett adósság elemek esetében a külföldi befektetők a hazai partner nem fizetési kockázata mellett felvállalják a forintárfolyam megváltozásából származó árfolyamkockázatot is.

$$D = D^{HUF} + D^{Fx} \quad (3)$$

A belföldi szereplők esetén a helyzet éppen fordított. Mivel a belföldi szereplőknek a pénzforgalma jellemzően forintban történik, számukra a kockázatot a devizában történő forrásbevonás jelenti. A külső adósság tehát denominációjától függően valamelyik szektor számára árfolyamkockázatot jelent, vagy a külföldieknek van hosszú forint pozíciója, vagy a belföldieknek van rövid devizapozíciója.

A belföldi gazdasági szereplőket elemzésünkben három szektorra bontjuk: államháztartásra (G), bankszektorra (B) és (nem banki) magánszektorra (P). Külföldi devizaforrás-bevonásra mindhárom szektor képes.

$$D^{Fx} = D_G^{Fx} + D_B^{Fx} + D_P^{Fx} \quad (4)$$

A három szektor közötti alapvető különbség, hogy míg az államháztartás és a magánszektor a külföldi forrásokat saját kiadásainak finanszírozására vonja be, addig a bankrendszer a bevont forrásokat tovább hitelezi. Abban az esetben, ha a bankrendszer a külföldről felvett forrásokat belföldön devizában hitelezi ki (L_P^{Fx}), akkor nem keletkezik nyitott pozíciója, a hitellel járó árfolyamkockázatot áthárítja belföldi ügyfelére.²¹ Abban az esetben, ha a hiteleket forintban nyújtja, akkor mérlegszerinti nyitott devizapozíciója keletkezik.²²

A bankok teljes árfolyamkitettséget mind jogszabályok, mind belső prudenciális rendelkezések korlátozzák. Ez azt jelenti, hogy ha a mérlegszerinti nyitott pozíció egy bizonyos szintet meghalad, akkor azt mérlegen kívüli (derivatív) ügyletekkel kell fedezni. Derivatív pozíciót a bankok vagy külföldiekkel (DER_F), vagy a belföldi magánszektornal (DER_P) tudnak kötni. A bankok tényleges nyitott pozíciója tehát a következőképpen írható fel:

$$OP_B = D_B^{Fx} - L_P^{Fx} - DER_P - DER_F \quad (5/a)$$

A külföldieknek forint kitettsége (OP_F) nem csak akkor keletkezik, ha forint eszközt vásárolnak, hanem akkor is, ha forint melletti derivatív pozíciót nyitnak. Elvileg a külföldiek közvetlenül vállalatokkal is köthetnek derivatív ügyleteket, de erre vonatkozólag nem áll rendelkezésünkre adat, illetve megítélésünk szerint ennek mértéke sem lehet jelentős, ezért ettől az egyszerűség kedvéért eltekintünk.

$$OP_F = D^{Fx} + DER_F \quad (5/b)$$

A magánszektornak háromféle módon keletkezhethet árfolyampozíciója: egyrészt közvetlen külföld devizaforrás-bevonással, másrészt belföldi devizahitel felvétellel, harmadrészt derivatív ügyletekkel:

²¹ A bankrendszer elvileg az államháztartás egyes szegmenseinek például az önkormányzatoknak is nyújthat devizahitelt, azonban ezeknek a nagyságrendje kicsi, ezért az egyszerűség kedvéért ettől most eltekintünk.

²² Elemzésünkben az egyes változókat olyan előjellel használjuk, hogy a pozitív érték az indexben szereplő szektor számára hosszú forint/rövid deviza pozíciót jelent.

$$OP_P = D_P^{Fx} + L_P^{Fx} + DER_P \quad (5/c)$$

Az államháztartás nem köt derivatív ügyleteket²³, illetve nem von be belföldről devizaforrást, ezért az árfolyamkitettsége megegyezik a nettó külső devizaadósságával.

$$OP_G = D_G^{Fx} \quad (5/d)$$

A (3) és a (4) összefüggés összevonása alapján az alábbi összefüggés adódik:

$$D = D^{HUF} + D_G^{Fx} + D_B^{Fx} + D_P^{Fx} \quad (6)$$

A (6) egyenlet kiegészítésével és az (5/a,...d) összefüggések behelyettesítésével a következő adódik:

$$\begin{aligned} D &= (D^{HUF} + DER_F) + (D_G^{Fx}) + (D_P^{Fx} + L_P^{Fx} + DER_P) + (D_B^{Fx} - L_P^{Fx} - DER_F - DER_P) = \\ &= OP_F + OP_G + OP_P + OP_B \end{aligned} \quad (7)$$

Azaz a külföldi adósság nagysága megegyezik a négy szektor forint árfolyammal szembeni kitettségének nagyságával.

A (7) egyenlet rendezésével egy mérlegazonosságot lehet felírni a magánszektor teljes, tehát külföldi és belföldi devizahitel állományára is:

$$D_P^{Fx} + L_P^{Fx} = D - D^{HUF} - DER_F - D_G^{Fx} - DER_P - OP_B \quad (8)$$

Ha mindezt átalakítjuk változásokra és behelyettesítjük a fizetés mérlegből származtatott (2) egyenletet, az alábbi összefüggést kapjuk:

$$\Delta D_P^{Fx} + \Delta L_P^{Fx} = NFR - \Delta ND - \Delta D^{HUF} - \Delta DER_F - \Delta D_G^{Fx} - \Delta DER_P - \Delta OP_B \quad (9)$$

Azaz a belföldi magánszektorban nyújtott devizahitelek változása megegyezik a külső finanszírozási igénynek azzal a részével, amit nem fedez

²³ Az állam az adósság illetve a tartalék kezeléséhez ugyan köt derivatív ügyleteket, de ezeket nem forint relációban, hanem idegen devizák keresztárfolyam kockázatának fedezésére használja.

- Nem-adóssággeneráló tőkebeáramlás
- Külföldi forinteszköz vásárlás
- Külföldiek forint melletti derivatív pozíció vállalása
- A széles értelemben vett állam nettó devizaadósságának változása
- Belföldiek forint melletti derivatív pozíció vállalása
- Bankok teljes nyitott pozíciójának vállalása.