

MNB Füzetek

1999/9

Vígh-Mikle Szabolcs–Zsámboki Balázs:

A BANKRENDSZER MÉRLEGÉNEK DENOMINÁCIÓS ÖSSZETÉTELE 1991-1998 KÖZÖTT

1999. augusztus

ISSN 1219 9575

ISBN 963 9057 52 5

Vígh-Mikle Szabolcs: a Bankfoosztály munkatársa.

E-mail: vighsz@mnb.hu

Zsámboki Balázs: a Bankfoosztály munkatársa.

E-mail: zsambokib@mnb.hu

E kiadványsorozat a Magyar Nemzeti Bankban készült elemző és kutató munkák eredményeit tartalmazza, és célja, hogy az olvasókat olyan észrevételekre ösztönözze, melyeket a szerzők felhasználhatnak további kutatásaikban. Az elemzések a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe az MNB hivatalos véleményével.

Magyar Nemzeti Bank

1850 Budapest

Szabadság tér 8-9.

<http://www.mnb.hu>

Tartalom

I. BEVEZETÉS	4
II. DOLLARIZÁCIÓ, AVAGY DEVIZAHELYETTESÍTÉS	4
III. TOKEBEÁRAMLÁS.....	9
IV. MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK ÉS MONETÁRIS POLITIKA A 90-ES ÉVEKBEN	10
IV.1. Árfolyampolitika.....	10
IV.2. Kamatpolitika.....	13
V. AZ EGYES JÖVEDELEMTULAJDONOSI CSOPORTOKKAL SZEMBENI DEVIZAPOZÍCIÓ ALAKULÁSA - 1991-1998	15
V.1. Jegybankkal, hitelintézetekkel és egyéb pénzügyi intézményekkel szembeni devizamuveletek	17
V.2. Külfölddel szembeni muveletek.....	20
V.3. Lakossággal szembeni muveletek.....	22
V.4. Vállalkozói szektorral szembeni devizamuveletek	25
VI. A BANKOK DEVIZATEVÉKENYSÉGE A SZÁRMAZÉKOS PIACOKON.....	28
Magyarország tapasztalatai a piacgazdaság átmeneti időszakában.....	33

I. BEVEZETÉS

A magyar bankrendszer üzleti tevékenységének számottevő hányadát külföldi devizában végzi. A külföldi deviza jelenléte a hazai pénzügyi tranzakciókban két alapvető folyamatra vezethető vissza. Egyrészt a hazai gazdasági szereplők döntenek úgy, hogy pénzüket egy részét külföldi devizában kamatoztatják (a lakosság és a vállalatok devizabetét elhelyezésével, a bankok devizahitel nyújtásával), illetve külföldi devizában adósodnak el. Másrészt a külföldi gazdasági szereplők hozhatnak tokét az országba, amelynek jelentős része devizaforrásként jelenik meg a bankrendszerben. A két folyamat (forint-deviza átváltás és tokeáramlás) irányát és mértékét számos változó befolyásolja. A következőkben a szakirodalom rövid áttekintése után részletesebben elemezzük a bankrendszeri devizatevékenység alakulására ható legfontosabb tényezőket illetve jövedelemtulajdonosi csoportonként a konkrét folyamatokat.

II. DOLLARIZÁCIÓ, AVAGY DEVIZAHELYETTESÍTÉS

A külföldi deviza a hazai bankrendszerben normális esetben a külkereskedelem és a turizmus területén való felhasználás és (bizonyos mértékig) megtakarítás illetve portfólió diverzifikálás céljából van jelen. Devizahelyettesítésről akkor beszélünk, ha a külföldi deviza várható reálhozama lényegesen vonzóbb, mint a hazai devizáé és ennek következtében a belföldi gazdasági szereplők hazai devizájukat átváltják külföldi devizára illetve külföldi devizajövedelmeiket nem konvertálják hazai devizára.

A devizahelyettesítésnek két formáját különbözteti meg a szakirodalom. A **“currency substitution”** akkor áll fenn, ha **a belföldi gazdasági szereplők fizetési eszközként használják a külföldi devizát** a hazai helyett. Az **“asset substitution”** pedig a devizahelyettesítés egy szűkebb formája: **a külföldi deviza csak értékorzoként funkcionál**, míg a fizetési forgalom továbbra is a hazai devizában zajlik. A **“currency substitution”** szükségszerűen együtt jár az **“asset substitution”**-nel.

A devizahelyettesítés szélesebb formája olyan országokban válik jellemzővé, ahol az inflációs ráta nagyon magas és változó. Az **“asset substitution”** a hazai és a külföldi deviza hozam – kockázat viszonya által irányított. Jelentősebb leértékelések, a monetáris politika kiszámíthatatlansága és hiteltelensége esetén racionális, hogy a portfóliók nagy részben külföldi devizában denominált eszközökből álljanak. A kiszámíthatatlanság fontos tényező, mivel magas infláció gyakran, de nem szükségszerűen mindig jár együtt a hazai devizában denominált befektetések alacsony (sokszor negatív) reálhozamával. Chile és Brazília példája mutatja, hogy magas infláció és alacsony devizahelyettesítési mutató együtt is létezhet, indexált hazai befektetési konstrukciók megléte esetén. A devizahelyettesítés jelensége tulajdonképpen visszajára fordítja az egyik legrégebbi közgazdasági összefüggést, a Gresham törvényt, mely szerint a rossz pénz kiszorítja a forgalomból a jó pénzt. Ez az összefüggés azonban csak a belső értékkel bíró pénzekre igaz, ugyanis a belső érték nélküli papírpénz rendszerekben egy **fordított Gresham törvény** érvényesül, nevezetesen a jó pénz szorítja ki a rossz pénzt (Guidotti-Rodriguez, 1992).

Magyarország esetében vizsgálódásunk tárgya az “asset substitution” mértékének alakulása. Magyarországon (ellentétben például a volt Szovjetunió egyes tagköztársaságaival, köztük Oroszországgal) a külföldi deviza nem vált fizetőeszközzé, pusztán értékorzóvé.

A dollarizáció¹ illetve a devizahelyettesítés fokának mérésére több különböző, de tartalmukban hasonló mutatót találtak ki (Mueller, 1994).

1. számú mutató: A hazai bankrendszerben tartott devizabetétek aránya a hazai bankrendszer teljes betétállományához viszonyítva.
2. számú mutató: A belföldiek által hazai és külföldi bankokban tartott devizabetétek aránya a belföldiek által a hazai és külföldi bankokban tartott teljes betétállományhoz viszonyítva.

Elemzésünk szempontjából az 1. számú mutató a releváns, mivel a hazai bankrendszer szerepét vizsgáljuk a forint devizával való helyettesítésének tágabb témakörében. Egyes elemzések a mutató nevezőjéhez hozzáadják még a gazdaságban forgó hazai készpénzállományt (így egyfajta tágabb pénzaggregátumot használnak nevezőként), mások sem a számlálóban, sem a nevezőben nem szerepeltetik a hazai gazdasági szereplők kezében lévő külföldi bankjegyeket és érméket.

Arról, hogy egy gazdaságban mekkora külföldi bankjegy-, illetve érmeállomány van nem léteznek statisztikák. Iránymutató lehet azonban az Egyesült Államok Vámhivatalának statisztikája, amely nyilvántartja a 10 ezer dollárnál nagyobb összegek fizikai be- illetve kiáramlását az országba, illetve az országból. A statisztika természetesen nem követi nyomon a dollár további áramlását harmadik országokba. A statisztika alapján Magyarországra az 1989-1996-os időszakban összesen 23 millió dollár áramlott készpénzben közvetlenül az Egyesült Államokból. Ez a forgalomban lévő hazai készpénz-mennyiség 1%-át tette ki. Ugyanezek az adatok Lengyelországra: 609 millió és 7%. Oroszországra pedig 44 milliárd és 246%. Ezek az adatok is azt mutatják, hogy míg Magyarország és Lengyelország között pusztán az “asset substitution” mértékében van különbség, addig Oroszország esetében a devizahelyettesítés egy minőségileg másik foka a “currency substitution” jelenik meg.

Mielőtt rátérnénk a magyarországi folyamatok bemutatására, röviden szólni kell a dollarizáció előnyeiről és hátrányairól. Eloszor az **előnyökről**. Nagyon magas infláció és nagyon instabil makrogazdasági környezetben a gazdasági szereplők nagy valószínűséggel egyáltalán nem hajlandók vagyontukot hazai bankokban tartani akár elhelyezhetnek külföldi devizában betétet akár nem. Sikeres stabilizáció után a bizalom kiépülése fokozatos. Ezt azonban gyorsíthatja a külföldi devizában történő betételhelyezés hazai lehetősége. A **hazai pénzügyi közvetítés mélyül**, ha a korábban külföldön vagy reáljavakban tartott vagyont külföldi devizában denominálva bekerül a bankokba. Ráadásul a külföldi devizában vezetett számlák **elősegítik a hazai a pénzügyi piacok nemzetközi integrálódását és csökkentik a nemzetközi pénzügyi tranzakciók költségeit**. A külföldi devizában történő betételhelyezés engedélyezése **növeli a monetáris politika hitelességét** ugyanis megnöveli a monetáris

¹ Természetesen a helyettesítő devizának nem kell feltétlenül dollárnak lennie, Magyarországon a német márka és az osztrák schilling is népszerű.

“lazaság” költségeit. Hasonló hatása van az indexált illetve külföldi devizában történő kormányzati kötvénykibocsátásnak is².

A dollarizáció **hátrányai** közé tartozik, hogy bizonyos **kockázatok megnövekednek** a hazai pénzügyi rendszerben. A külföldi devizában denominált betétek expanziója részleges (fractional) kötelező tartalékolási rendszerben minden valószínűség szerint megnöveli a hazai devizában denominált hitelek állományát is és **nagy nyitott rövid pozíció alakulhat ki külföldi devizában**. Ha a bankok forrásoldalának nagy hányada külföldi devizában van denominálva, az jelentősen lecsökkenti a jegybank lender of last resort funkciójának mozgásterét. Ehhez járul még az általában jellemző **lejáratí összhanghiány** (hosszú lejáratú eszközök és rövid lejáratú források külföldi devizában). 1995-ben a mexikói monetáris hatóságnak jelentős mértékű dollárkölsönt kellett nyújtania a bankrendszernek, mivel a rövid lejáratú dollár-megtakarítások kiáramlottak az országból. Ha a devizabetétek alapvetően **devizahitelekbe** csatornázódnak, akkor **leértékelések esetén megnő a vissza nem fizetés kockázata és romlik a bank portfóliójának minősége**. Komoly problémákat okozhat, ha a monetáris hatóságok azért nem hajtanak végre – gazdaságilag egyébként indokolt – leértékeléseket, mert nem akarják a bankrendszert nehéz helyzetbe hozni. A dollarizáció, a hazai deviza iránti alacsonyabb kereslet miatt, **seigniorage-veszteséget** okoz a jegybanknak és ezen keresztül a költségvetésnek. Ez a seigniorage-veszteség azokban az országokban számottevő mértékű, ahol a “currency substitution” általános³.

A kockázatok minimalizálása illetve kezelése a gazdaságpolitika egészének a felelőssége. A bankfelügyeletre és a jegybankra, helyzetükből fakadóan, speciális feladatok hárulhatnak. A tokekövetelmények illetve a nyitott pozíciók limitek betartatása alapkövetelmény. Ezen felül, a nagyobb kockázatokkal való összhangba hozás érdekében megfontolható a külföldi devizában denominált betétek után magasabb tartalékráta előírása⁴. Néhány ország korlátozásokat alkalmaz a devizahitelezés tekintetében, hogy csökkentse a vissza nem fizetési kockázatot. A jegybanknak, mint az “utolsó mentővárnak” elegendő devizatartalékkal kell rendelkeznie, hogy a devizabetétek tömeges kivonása esetén is a bankok segítségére tudjon sietni. A bankok saját kockázatkezelési rendszereinek hatékonysága különös fontosságra tesz szert a dollarizált gazdaságokban, ahol a műveleteik denominációs összetétele csak korlátozottan függ saját döntéseiktől. Mivel a devizabetétek kivonása komolyan destabilizálhatja a bankrendszert, ezért indokolt lehet a betétbiztosítás kiterjesztése a külföldi devizában denominált betétekre is.

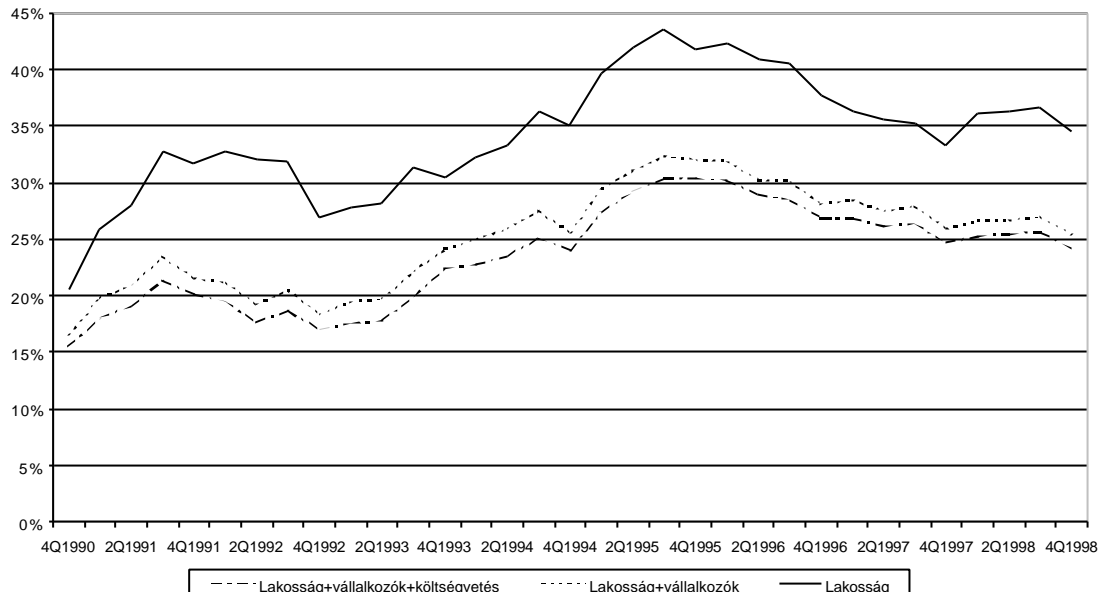
1. ábra

² Ha a gazdaságpolitika iránti bizalom nagyon gyenge akkor a “currency board” megoldáshoz is lehet fordulni. Ha ez sem elég akkor még ott van a teljes dollarizáció lehetősége, amely esetben a gazdaságirányítás lemond a seigniorage-ról, jelentősen lecsökkenti a lender of last resort funkciót és lemond az árfolyampolitikáról is.

³ Ha például a forgalomban lévő dollármennyiség a helyi GDP 10%-át teszi ki (Oroszországban 12.2%), akkor a monetáris aggregátumok évi 15%-os növekedését feltételezve, a seigniorage veszteség évente a GDP 1.5%-át teszi ki.

⁴ Mint például Bolíviában, Hondurasban, Nicaraguában és Peruban.

Devizahelyettesítés foka Magyarországon
1991-1998



A 1. számú ábra mutatja a devizahelyettesítés fokának alakulását Magyarországon az 1991-1998-as periódusban. A mutatót kiszámoltuk lakosságra (20-43%), lakosságra és vállalkozókra összesen (16-32%) illetve lakosságra, vállalkozókra és költségvetésre összesen (15-30%). A mutató mozgása mindhárom esetben azonos. A mutató magyarországi mozgási tartományát jobban megítélhetővé teszi, ha megemlítünk más országokra vonatkozó számokat is (Sahay-Végh, 1995). A devizahelyettesítés fokának változási tartománya a 90-es években Lengyelországban: 25-80% (kiugró csúccsal 1989-ben), Horvátország: 45-60%, Szlovénia: 40-50%, Csehország: 5-10%, Szlovákia: 5-10%, Albánia: 0-20%, Bulgária: 20-60%, Románia: 5-30%, Oroszország: 20-45%. Néhány dél- és közép-amerikai ország rátájának mozgási sávja a 80-as években (Mueller, 1994): Argentína: 0-60%, Bolívia: 20-80%, Chile: 5-20%, Peru: 10-60%. Az infláción, árfolyam-alakuláson és egyéb makrogazdasági körülményen túl **szabályozási különbségek, illetve változások** is magyarázzák az országok közötti különbségeket és az időbeni változást.

Van egy lényeges különbség a kelet-közép-európai átmeneti gazdaságok és a latin-amerikai gazdaságok dollarizációs folyamatai között. Ez pedig az ún. **Ratchet-hatás** (fizikából származó fogalom) érvényesülése illetve nem-érvényesülése. A közgazdaságtanban a Ratchet-hatás azt jelenti, hogy az eredményváltozó másképp viselkedik a magyarázó változó csökkenésekkor illetve növekedésekor. Latin-Amerikában az infláció növekedésekor, a helyi deviza reálhozamának csökkenésekor a devizahelyettesítés fokozódott. Amikor azonban a stabilizációs politika sikereként az infláció elkezdett csökkenni és a hazai devizában való megtakarítás kezdett egyre kifizetődőbbé válni, nem indult meg azonnal az ún. de-dollarizáció, vagyis a hazai deviza térnyerése a tranzakciókban, illetve az értékorzésben. Ezt a jelenséget nem lehetett magyarázni a hagyományos devizahelyettesítési modellekkel, amelyek általában arra az eredményre jutnak, hogy a devizahelyettesítés foka pusztán a hazai és a külföldi deviza reálhozamainak különbségétől függ (Sahay-Végh, 1995).

Mint a közgazdaságtan számos más, hagyományos modellekkel nem magyarázható problémájánál, itt is a tranzakciós költségek figyelembe vétele jelenti a megoldást. Egyik deviza csereeszközként vagy értékorzoként való használatáról áttérni egy másik deviza használatára költségekkel jár. A gazdasági szereplők számára a kamatlábak, a leértékelési ütem vagy az infláció mezőjében létezik egy ún. „nem-cselekvési” (inaction) sáv amelyben az említett magyarázó változók mozoghatnak anélkül, hogy kiváltak az éppen használt devizáról a másikra való áttérést. Ha egyszer a gazdasági szereplők nagy mértékben áttértek a hazai valutáról egy másikra, a folyamat visszafordításához a hozamviszonyok radikális és hosszabb távon hitelesen fenntartható megváltozása szükséges. Minél hosszabb ideig tölt be egy idegen deviza jelentős szerepet egy gazdaságban, annál nagyobbak a visszatérés költségei. Ez magyarázza azt, hogy a kelet-európai országokban nem érvényesült a Ratchet-hatás vagyis sokkal gyorsabb volt a devizahelyettesítés fokának csökkenése, mint egyes latin-amerikai országokban.

Az 1990-es évek elején az átmeneti gazdaságok közül, **szabályozási** szempontból is, Magyarország volt a legközelebb egy piacgazdasági modellhez. A fokozatos piacorientált reformok részeként 1988-tól tarthatnak a **háztartások** belföldi kereskedelmi banknál devizabetétet. 1990 végéig a háztartásoknak devizabetétet elhelyezni csak meghatározott jogcímenek lehetett, amiről (néhány kivételtől eltekintve) igazolást kellett bemutatni. 1991 január elsejétől az MNB rendeletében már úgy fogalmaz, hogy a belföldi természetes személyek - a külkereskedelmi tevékenységből, az idegenforgalomból és a nemzetközi fuvarozásból, szolgáltatásból, a belföldi kereskedelemről származó fizetőeszköz kivételével - külföldi fizetőeszközöket és külföldről részükre történt átutalásaikat devizaszámlán helyezhetik el. Tehát korlátozás csupán a vállalkozói jellegű devizajövedelmeket sújtotta, amelyekre a vállalkozói devizaszámlákra vonatkozó korlátozás volt érvényes. Az egyéb forrásból származó deviza eredetét 1991. január elsejétől a bank már nem vizsgálhatta. A háztartások 1996. január elsejétől vehetnek fel devizahitelt a bankoktól.

A **vállalkozók** 1995 áprilisáig devizaszámlát illetve devizabetétet csak korlátozásokkal tarthattak, ugyanis kötelesek voltak a birtokukba került devizát a megszerzéstől illetve annak a tudomásra jutásától számított 8 napon belül a Magyar Nemzeti Banknak vételre felajánlani és együttműködni abban, hogy a jegybank a devizával rendelkezessen. A jegybank a felajánlott devizát hivatalos árfolyamon megvásárolhatta, illetve a felajánlás alól hatósági jogkörében felmentést adhatott. A szabály alóli kivételek (amelyek zömmel a vállalkozásokban résztvevő külföldiekkel illetve bizonyos külkereskedelmi tevékenységekkel voltak kapcsolatosak) az általunk vizsgált időszakban többször módosultak, ezek azonban nem gyakoroltak lényegi hatást a bankok devizaügyleteinek alakulására. 1995 áprilisától a vállalkozók a devizatorvényben meghatározott jogcímenek szabadon helyezhetnek el devizát a bankokban. A jogcímenek a devizához jutás módjainak széles körét lefedik. 1989 júliusától a belföldi bankok devizában is nyújthatnak hitelt belföldi vállalkozásoknak. 1995 január 30-ig azonban ez csak jogszabályban meghatározott (többségében külkereskedelmi tevékenységekhez kapcsolódó) jogcímenek volt lehetséges. 1995 január 30-tól vállalkozóknak már bármilyen célra nyújtható devizahitel.

A bankok **külföldről** történő forrásbevonása az általunk vizsgált időszakban nem esett korlátozás alá, csupán a külföldi hitelfelvételnek volt bejelentési kötelezettsége. A külföldre

történo hitelkihelyezéshez 1995 végéig devizahatósági engedélyre volt szükség, amely meghatározta a kihelyezés feltételeit. A liberalizálás után is megmaradtak lejáratí és mennyiségi korlátozások (természetesen ezek alóli különféle mentességekkel egyútt).

A piacgazdasági körülmények fokozatos megteremtése azt eredményezte, hogy Magyarországon a **devizahelyettesítés alakulásában nem voltak olyan éles törések**, mint némelyik más kelet-európai országban. A devizabetétek teljes betétállományhoz viszonyított arányának alakulása az 1991-1998-as idoszakban négy szakaszra osztható. 1991-ben az egyidejű inflációval számított reálkamat erosen negatív volt, ami ösztönözte a deviza-megtakarításokat. 1992-ben a nominálisan magas forintkamatok és az infláció csökkenése a forint-megtakarításokat ösztönözte, így a dollarizációs mutató csökkent (ehhez hozzájárult az is, hogy ebben az idoszakban az eros reálfelértékelődés miatt a devizabetét-állomány kisebb mértékben árazódott át, mint amennyivel a forintbetétek nottek a forintkamatok inflációtartalma miatt). 1993 elejétől egészen 1995 harmadik negyedévéig a deviza-megtakarítások aránya eroteljesen nőtt. Ennek oka (azon túl, hogy az enyhe reálleértékelődés segítette ezt a folyamatot) alapvetően a forintkamatok 1993-as csökkenése és utána a gazdaságpolitikába vetett bizalom jelentos mértéku csökkenése volt. Ebben az idoszakban a fizetési mérleg és az adósságszolgálati mutatók romlása az ország nemzetközi megítélésének rosszabbra fordulását eredményezte, ami kihatott a belföldi gazdasági szereplők portfólió-döntéseire is. 1995 végétől kezdődően a gazdaságpolitika hitelessé vált, a gazdasági szereplők egyre jobban bíztak a jegybank inflációs prognózaiban és a forint-megtakarításokon tartósan pozitív reálkamat alakult ki. A devizahelyettesítés foka ebben az idoszakban fokozatosan csökkent (részben az enyhe reálfelértékelődés miatt is).

III. TOKEBEÁRAMLÁS⁵

Az 1990-es évekre, a megelőző évtizeddel ellentétben, a fejlett országokból a fejlődő, feltörekvő országokba történo tokeáramlás vált jellemzővé. Latin-Amerikába, Közép-Keletre, Ázsia és Kelet-Európa egyes országaiba jelentos mennyiségű toke érkezett hosszú és rövid távú befektetési szándékkal. A tapasztalatok arról tanúskodnak, hogy mindez elősegítette a gazdasági növekedés beindulását és a devizatartalékok növekedését. Mindazonáltal a tokebeáramlás nem pusztán előnyökkel, hanem olyan megoldandó problémákkal is jár, mint az inflációs nyomás, a hazai valuta reálfelértékelődése, a folyó fizetési mérleg romlása, tokepiaci "buborékok" kialakulása és a hazai hitelkihelyezések túlzott mértéku expanziója. Ha a tokebeáramlás alapvetően rövid lejáratú befektetésekre koncentrálódik, akkor a problémák még súlyosabbak lehetnek, mivel a tokeáramlás iránya gyorsan megfordulhat.

A tokebeáramlásnak nem kell feltétlenül keresztül mennie a hazai bankrendszeren. A belföldi gazdasági szereplők közvetlenül is vehetnek fel hitelt külföldről és a közvetlen külföldi tokebefektetések nagy hányada sem a hazai pénzügyi közvetítő intézményeken keresztül csatornázódik be a gazdaságba. A tokebeáramlás akkor teremt közvetlenül (közvetve természetesen a belföldön felhasznált pénz nagy hányada előbb-utóbb hazai bankokhoz kerül

⁵ A tokebeáramlás alakulásáról illetve összetételéről az MNB-ben már több elemzés készült. A továbbiakban ezért csak néhány általános megjegyzést teszünk a tokebeáramlás bankrendszeri vonatkozásairól.

valamilyen módon) többletlikviditást a kereskedelmi bankok számára, ha azok kompetitív kamatot tudnak rá fizetni. **A bankrendszer szerepe a külföldi toke hazai gazdaságba való becsatornázásában felerosódik sterilizációs időszakokban.** A sterilizációhoz szükséges kompetitív jegybanki kamat- illetve állampapír hozamszint a bankok számára is lehetővé teszi, hogy kompetitív kamatot fizessenek a külföldi forrásért. Sterilizáció-mentes időszakokban is játszhatnak fontos szerepet a bankok a külföldi toke közvetítésében. Tipikus, hogy a külföldi befektetők hazai bankoknál „parkoltatják” a pénzüket addig, amíg kedvező befektetési lehetőség nem adódik. Ez aztán hazai hitelkihelyezések forrásául szolgál (hazai bankok külföldi forrásból való külföldi kihelyezése nem jellemző, mivel aligha lennének versenyképesek a külföldi piacokon). Ez a gyakorlat megnövelheti a bankmérleg eszköz- és forrásoldalának lejáratú meg nem felelését. A problémát fokozza, hogy a külföldiektől bevont rövid lejáratú források könnyebben mozdulnak, mint az ugyanolyan lejáratú belföldi források (például az országkockázat akár kismértékű növekedésére).

IV. MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK ÉS MONETÁRIS POLITIKA A 90-ES ÉVEKBEN

A jegybank politikája a 90-es évek első felében mindvégig kettős célt követett, bár a célok közötti prioritás az erósen változó makrogazdasági folyamatok következtében többször is – gyakran év közben - módosult: egyes időszakokban **az ország külső egyensúlyának és a gazdaság versenyképességének megőrzése**, máskor **az infláció leszorítása** kapott kiemelt hangsúlyt. Mindezen törekvések természetesen visszatükröződtek az MNB árfolyam és kamatpolitikájában is. Az alábbiakban röviden ismertetjük az MNB által végrehajtott legfontosabb árfolyam-politikai lépéseket, valamint a kamatok és az infláció alakulását a 90-es években, mivel megítélésünk szerint elsősorban ezek a tényezők befolyásolták a devizahelyettesítés alakulását Magyarországon.

IV.1. Árfolyampolitika

Az évtized első két évében a monetáris politika elsődleges célja az ország fizetőképességének megőrzése volt, azonban a kedvezőtlen világgazdasági események (KGST felbomlása, Öböl-válság) ellenére az ország külső egyensúlyi helyzete a korábbi várakozásoknál kedvezőbb alakult és ezzel párhuzamosan az ország nettó adóssága is csökkent. Ugyanakkor a hirtelen felszökö infláció következtében 1991 végére már egyre inkább az árszínvonal növekedési ütemének csökkentése kapott prioritást a jegybank politikájában. **Az MNB - az infláció leszorítása érdekében - nominális horgonyként kívánta használni az árfolyamot.** A forint 1991 januári 15%-os leértékelése után az inflációs várakozások lefutása érdekében közel 10 hónapig nem változott a nominális árfolyam, és csak novemberben történt egy kisebb, 5,8%-os árfolyam kiigazítás, ami a 35%-os infláció mellett a forint jelentős, mintegy 10%-os reál-felértékelődését eredményezte ebben az évben. Az infláció fokozatos csökkenésnek indult 1991 második felében és ezzel párhuzamosan az árfolyam-politikában is változás történt a következő évben, ugyanis az MNB áttért az év közbeni többszöri, de kisebb mértékű leértékelésre (lásd 1. táblázat), melynek következtében a forint további mintegy 7%-kal értékelődött fel 1992-ben.

1. táblázat: Árfolyam intézkedések 1991-95 között

Idopont	Leértékelés a valutakosárhoz képest (%)
1991. január 7.	15,00
november 8.	5,80
1992. március 16.	1,90
június 24.	1,60
november 9.	1,90
1993. február 12.	1,90
március 26.	2,90
június 7.	1,90
július 9.	3,00
szeptember 29.	4,50
1994. január 3.	1,00
február 16.	2,60
május 13.	1,00
június 10.	1,20
augusztus 5.	8,00
október 11.	1,10
november 29.	1,00
1995. január 3.	1,40
február 14.	2,00
március 13.	9,00

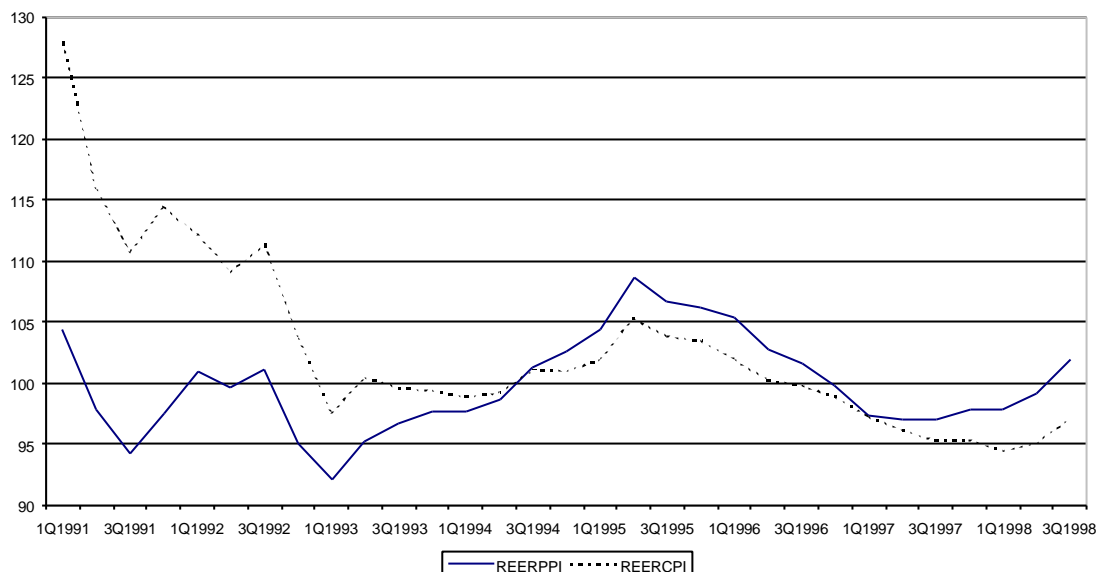
Forrás: MNB

Az MNB 1993-ban is az infláció mérséklését tartotta legfontosabb céljának, azonban a feltételezettnél lényegesen kedvezotlenebbül alakuló külgazdasági folyamatok következtében év közben ismételten a monetáris politika megváltoztatásra kényszerült a jegybank, nevezetesen a külso egyensúly megőrzése ismét egyre nagyobb prioritást kapott. Az év során 5 alkalommal történt árfolyam-kiigazítás, melynek következtében nominálisan összesen 15%-kal értékelődött le a hazai valuta, ami a reál-effektív árfolyamindexben megakadályozta a további felértékelődést.⁶

2. ábra

⁶ A reál-effektív árfolyam index mind a fogyasztói (CPI), mind a termelői (PPI) árindexszel számolva azonos tendenciát mutatott a vizsgált időszakban, azzal a különbséggel, hogy fogyasztói árindexszel számolva jelentősebb volt a forint reál-felértékelődése a 90-es évek elején.

Reál-effektív árfolyam indexek
1994 = 100



Az előző évi negatív tendenciák következtében **1994-ben már egyértelműen a folyó fizetési mérleg hiányának csökkentése és az eladósodás megfékezése volt az elsődleges célja a jegybanknak.** Mivel a költségvetési politika ebben az évben is meglehetősen laza volt (választási év), ezért a fiskális kiigazítás elmaradásának következtében az MNB monetáris politikája is csak korrekciós jellegű lehetett, hiszen egy kis, nyitott gazdaságú országban, rögzített árfolyamrendszer mellett a monetáris politika hatékonysága meglehetősen korlátozott. **Az infláció 1994-ben ismét emelkedő trendet mutatott,** és ezt az MNB-nek is követnie kellett az árfolyam-politikai lépéseivel annak érdekében, hogy ismét elkerülhető legyen a forint reál-felértékelődése és az ebből eredő versenyképesség-csökkenés. Az év közbeni többszöri kisebb leértékelés és az augusztusi jelentősebb kiigazítás következtében ebben az évben mind termelők, mind fogyasztói árindexszel számolva enyhén leértékelődött a forint. **1995-re nyilvánvalóvá vált, hogy a monetáris politika egymaga képtelen megvalósítani az infláció csökkentésének és a külső egyensúly megőrzésének kettős célját.** Az első negyedéves rendkívül kedvezőtlen makrogazdasági adatok elkerülhetetlenné tették az államháztartási hiány radikális csökkentését és a monetáris politika megváltoztatását (Bokros-csomag). **Az egyszeri 9%-os leértékelés mellett új árfolyam-politikára tért át a jegybank,** melynek célja az volt, hogy kiszámítható gazdasági környezetet teremtsen és ezzel is mérsékelje az inflációs és leértékelési várakozásokat.⁷

Az előre meghirdetett csúszó leértékelési árfolyamrendszer bevezetésével a nominális árfolyam a monetáris politika számára külső adottsággá vált. **Az MNB operatív célváltozója a belföldi és külföldi kamatok közötti megfelelő kamatkülönbség fenntartása lett.** Az új árfolyamrendszer sikerességét jelzi, hogy megszűnt a forint elleni spekuláció és a vizsgált időszakban a **forint árfolyama** – kisebb megszakításokkal – **mindvégig az árfolyamsáv eros szélén tartózkodott,** továbbá az egyre növekvő konverzió következtében a jegybank folyamatos devizavásárlásra kényszerült. **A tokebeáramlás kezelésére az MNB az elmúlt**

⁷ A csúszó leértékelési árfolyamrendszer elméleti és gyakorlati kérdéseit, valamint a magyarországi tapasztalatokat részletesen elemzi Jakab-Szapáry (1998), a nemzetközi tapasztalatokról lásd Darvas (1998)

években a sterilizált intervenció politikáját követte. Ez a folyamat lényegében 1998 oszéig tartott, amikor az oroszországi válság hatására átmenetileg megfordult a tokeáramlás iránya.

Az 1995-98 közötti periódusban egyre kedvezőbb alakuló inflációs és fizetési mérleg adatok lehetővé tették a leértékelési ütem folyamatos csökkentését. (lásd 2. táblázat)

1. táblázat Havi leértékelési ütem alakulása 1995-98

Periódus	Havi leértékelési ütem (%)
1995. március 16. - 1995. június 30.	1,9
1995. július 1. - 1995. december 31.	1,3
1996. január 1. - 1997. március 31.	1,2
1997. április 1. - 1997. augusztus 14.	1,2
1997. augusztus 15. - 1997. december 31.	1,0
1998. január 1. - 1998. június 14.	0,9
1998. június 15. - 1998. szeptember 30.	0,8
1998. október 1. - 1998. december 31.	0,7

Forrás: MNB

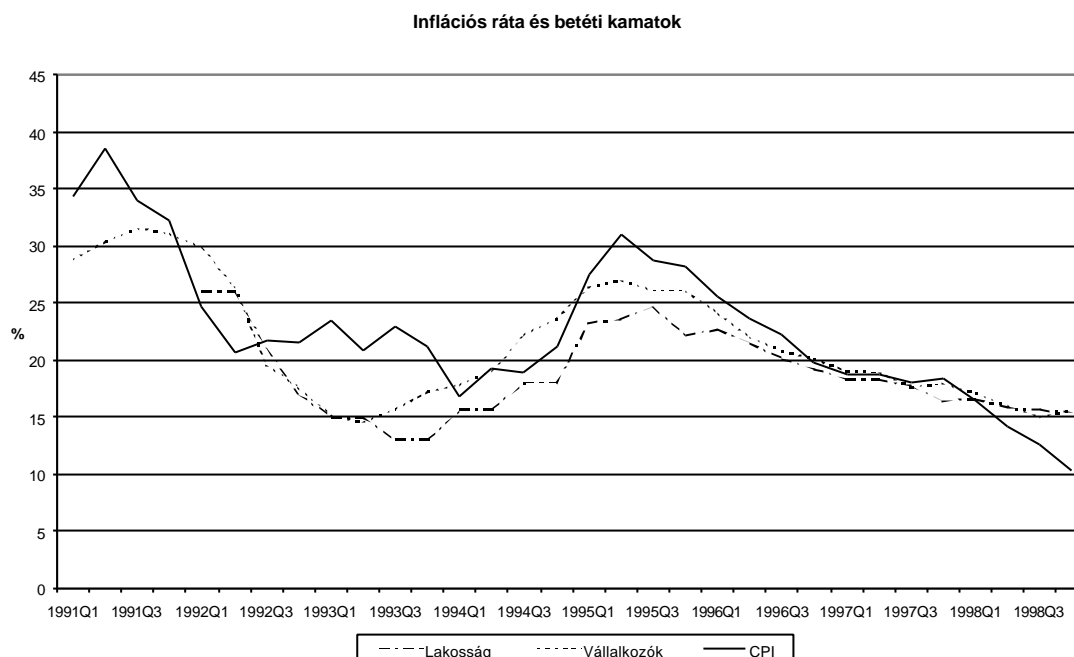
IV.2. Kamatpolitika

A dollarizáció „asset substitution” megközelítése szerint a forint és deviza-megtakarítások reálhozama közötti különbség döntő befolyással van a devizahelyettesítés alakulására. Ezért érdemes megvizsgálnunk a hazai reálkamatok alakulását a 90-es években. A nominális kamatok és az inflációs ráta összevetésénél azonban felmerül a probléma, hogy *ex post*, vagy *ex ante* inflációval számoljuk-e a reálkamatok alakulását. Bár közgazdasági tartalmát tekintve az ugyanarra az idoszakra vonatkozó kamatok és árszínvonal-változás összevetése a relevánsabb, a tapasztalatok mégis azt mutatják, hogy a deviza-megtakarítások döntő részét birtokló lakosság elsősorban a múltbeli inflációs adatokat hasonlítja össze az aktuális kamatokkal, és ez alapján hozza meg döntéseit. Ennek egyrészt az az oka, hogy ezekről rendelkezik publikus információkkal, hiszen a médiában általában nagy nyilvánosságot kapnak az aktuális inflációs adatok, másrészt a gazdaságpolitika hitelességével kapcsolatos bizalmatlanság miatt csökkenő inflációs prognózisok mellett is rendszeresen felülbecsülték a várható inflációt, és ezért a 90-es évek első felében a lakosság inflációs várakozásai inkább voltak nevezhetők extrapolatívoknak (vagyis a múltbeli adatokat vetítik ki a jövőre nézve is), mint racionálisnak.⁸ Így a „reálkamatok” vizsgálata során ebben a fejezetben is ezt a megközelítést fogjuk alkalmazni. Az aktuális inflációs ráta (CPI) és a banki betéti kamatok közötti összefüggést szemlélteti a 3. ábra.⁹

⁸ Véleményünk szerint a 90-es évek elején – az említett okok miatt - adaptívnak sem lehetett nevezni a lakossági várakozásokat, de az évtized második felében már a hitelessé váló inflációcsökkenés kezd egyre jobban beépülni a várakozásokba is.

⁹ A lakossági betéti kamatok 1994-ig csak az OTP adatait tartalmazzák

3. ábra

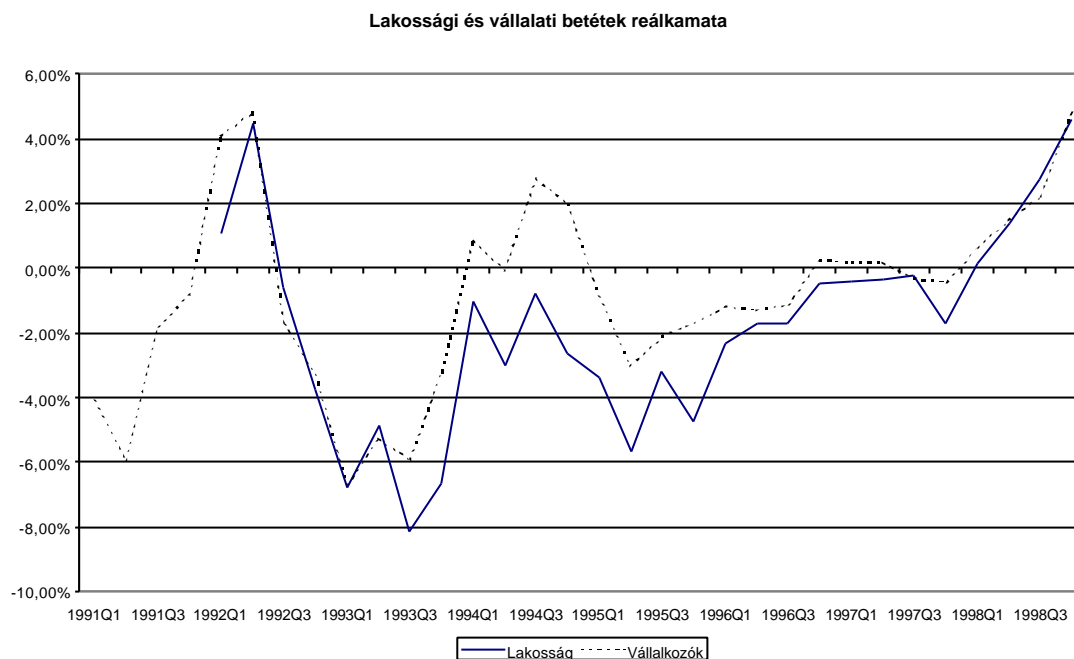


1991-ben a nominális kamatszint mindvégig enyhe emelkedést mutatott az év során, ami - az év közepétől folyamatosan csökkenő infláció következtében - az év utolsó hónapjaira jelentős pozitív reálkamatot eredményezett az állampapírok esetében. A banki betéti kamatok azonban csak 1992-től kezdődően, mindössze három negyedéven át haladták meg a fogyasztói árindexet. **Az MNB arra törekedett 1992-ben, hogy a piaci kamatszint kövesse az infláció csökkenő trendjét**, a kamatcsökkenés azonban csak lassan indult meg. Miközben a vállalkozói hitelek átlagos reálkamata még 13-15% körül alakult az év végén, a lakossági és vállalati betétek reálkamata ismét negatívvá vált. A következő évben a megtakarítási hajlandóság is erósen visszaesett, részben az inflációs várakozásoktól jelentősen elmaradó betéti kamatszint következtében.

Az infláció trendjének megfordulásával párhuzamosan a betéti kamatok is növekedésnek indultak 1994-ben. A még mindig nagyon széles kamatrés azonban továbbra is arra ösztönözte a vállalkozásokat, hogy a hazai bankrendszer megkerülésével, közvetlenül külföldről vonják be a szükséges forrásokat.

A 95-ös gazdaságpolitikai váltás után a monetáris és költségvetési politika immár jobban összhangba került, a gazdaság tartós és dinamikus növekedési pályára állt, az infláció folyamatosan csökkent és 1999 elejére egy számjegyűvé vált. Mindezt a kamatok folyamatos csökkenése kísérte és 1996-tól megszűnt a korábbi évekre jellemző negatív reálkamat, sőt az elmúlt évben már jelentős pozitív reálhozamot értek el a megtakarítók a forintbetéteiken.

4. ábra



Jellemző még az elmúlt három évre, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya – az 1998 évi növekedés ellenére – a kezelhető tartományban maradt. Mindezek a reálgazdasági és monetáris folyamatok a bankrendszer mérlegstruktúrájában és denominációs összetételében is visszatükrözöttek, melynek részletes bemutatásával a következő fejezet foglalkozik.

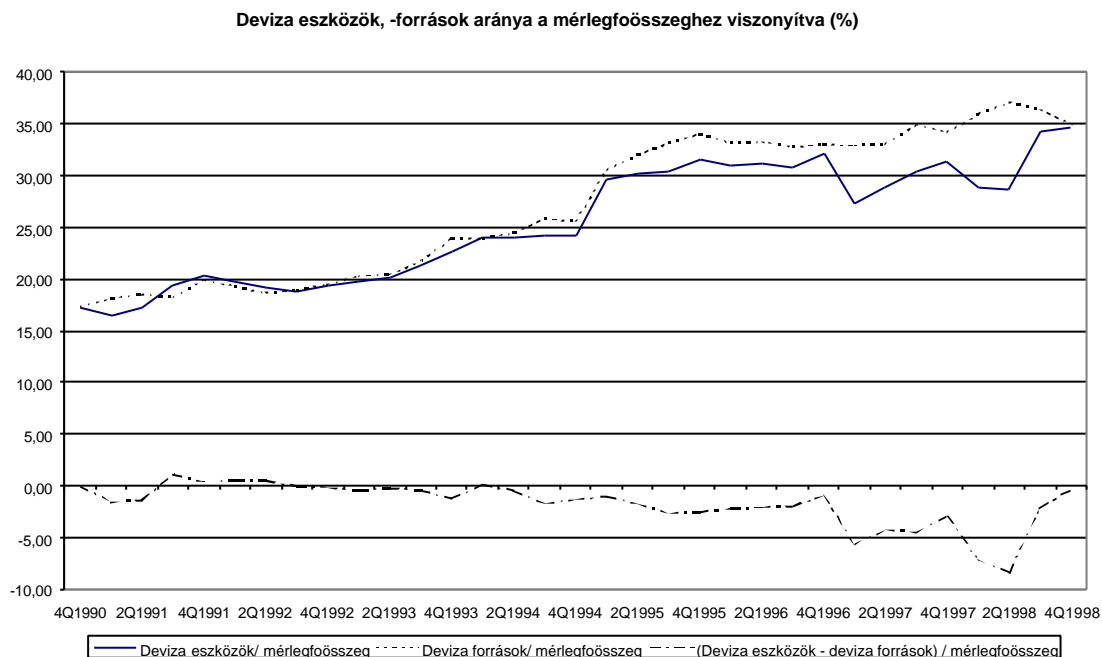
V. AZ EGYES JÖVEDELEMTULAJDONOSI CSOPORTOKKAL SZEMBENI DEVIZAPOZÍCIÓ ALAKULÁSA - 1991-1998

Az 1991-1998-as időszakban a monetáris politikának és ezen belül különösen az árfolyampolitikának kiemelt szerepe volt a bankmérlegek denominációs összetételének alakításában. A vizsgált időszakból az előre be nem jelentett leértékelésekkel idonként kiigazított fix árfolyamrendszer idején, **1991-től 1994-ig, mind a devizaeszközök, mind a devizaforrások mérlegfösszeghez viszonyított aránya enyhén növekedett** (1993 feléig inkább stagnált, utána némileg emelkedett). **A mérlegbeli nyitott pozíció lényegében a zérus körül mozgott, kis tartományban.** Az, hogy a bankok tartósan nem vállaltak nyitott pozíciót ebben az időszakban az több ok következménye. Külföldi devizaforrások bevonása csak a külföldi anyabankkal rendelkező bankoknak volt kifizetendő a nagy országkockázati prémium miatt. A deviza forintosítása a nagy árfolyamkockázat miatt nem érte meg ezeknek a bankoknak sem és ugyanezen ok miatt nem volt kereslet devizahitelek iránt a vállalatok részéről. Az árfolyamkockázat származékos piaci lefedezésének ekkor még nem voltak meg a feltételei.

Az árfolyamrendszer **1995-ös** megváltozásával a bankrendszer mérlegében lényegi változás történt: **megnőtt a devizában denominált eszközök és források aránya** a

mérlegfőösszegeken belül. A vizsgált első négy év 20% körüli szintjéről a vizsgált második négy évre a 30-35%-os sávba emelkedett az arányuk (eszközoldalon 35%, forrásoldalon 37% volt a legmagasabb érték). **Az 1995-1998-as időszakban a bankoknak végig devizaforrás-többletük volt.** Míg 1995-1996-ban mérlegfőösszeg-arányosan +/- 2% körül, addig 1997-ben és 1998 első felében a - 4-8%-os sávban volt a mérlegen belüli deviza nyitott pozíció. Az 1996-1998-as időszakban az év végi nyitott pozíció sokkal kisebb volt, mint az év folyamán tapasztalt. Ennek oka, hogy a fedezeti határidős ügyletek nagy részét decemberi lejáratra kötik illetve a bankok számviteli és „window dressing” okokból az év végén hajlamosak zární nyitott pozícióikat.

5. ábra



Az 1995-ös és az 1996-os évben **az új árfolyamrendszer hitelessé válásának két stációját** figyelhetjük meg. **1995-ben** elsősorban a vállalkozók és a bankok bizalma épült ki (növekvő devizahitel-kereslet támasztása illetve forrásbevonás külföldről). **1996-ban,** várható hozamkalkulációiban a lakosság is a csúszó árfolyamrendszer legalábbis középtávú fennmaradásával számolt, így deviza-megtakarításainak egyre növekvő hányadát forintra konvertálta. 1996-ban a bankrendszer egészét tekintve a devizaforrások összehasonlítható árfolyamon számolva már csak kismértékben növekedtek. Már 1995 végére kialakult egy 34%-os devizaforrás/mérlegfőösszeg arány, ami már csak 1998 második felében emelkedett egy keveset. Az 1996-1998-as időszakban azonban a devizaforrások struktúrájában jelentősnek mondható átrendeződés következett be. A lakossági és a vállalkozói devizabetétek arányának csökkenő és a külföldi forrásbevonás arányának növekvő trendje volt együttesen tapasztalható. A devizaeszköz/mérlegfőösszeg arány 1995 végére 32% közelébe jutott, majd egészen 1998 második feléig ennél feljebb nem emelkedett. A devizaeszközök struktúrájának alakulását vizsgálva az látszik, hogy 1995-ben a vállalkozói devizahitelezés, 1996-1998-ban pedig a külföldi kihelyezés aránya növekedett a jegybanknál elhelyezett devizabetétek állományának rovására.

1998 második félévében – de különösen augusztus-szeptemberben - az oroszországi események, és az ezzel összefüggő tokekiáramlás hatására a külföldi források állománya a félév végéhez képest nominálisan csökkent. Ezen túlmenően a bankok a jegybanknál lévő forint betéteiket ismét csökkentették, és a piacon jelentős nagyságrendű devizát vásároltak. A tranzakciók hatására a külföldi források mérlegben belüli részaránya visszaesett, a jegybanki forint betétek aránya pedig szeptemberben a félév végéhez képest 8 százalékpontot csökkent. Ezzel párhuzamosan – bár kisebb mértékben – ismét megnőtt a jegybanki devizabetétek, valamint a külföldi kihelyezések állománya és aránya.

A következőkben áttekintjük a főbb jövedelemtulajdonosi csoportokkal szembeni devizamuveletek 1990-1998-as alakulását. Vizsgálódásunkból kimarad a költségvetés, valamint nem vizsgáljuk a függő kötelezettségek, a saját források és az alárendelt kölcsöntöke devizarészét sem¹⁰.

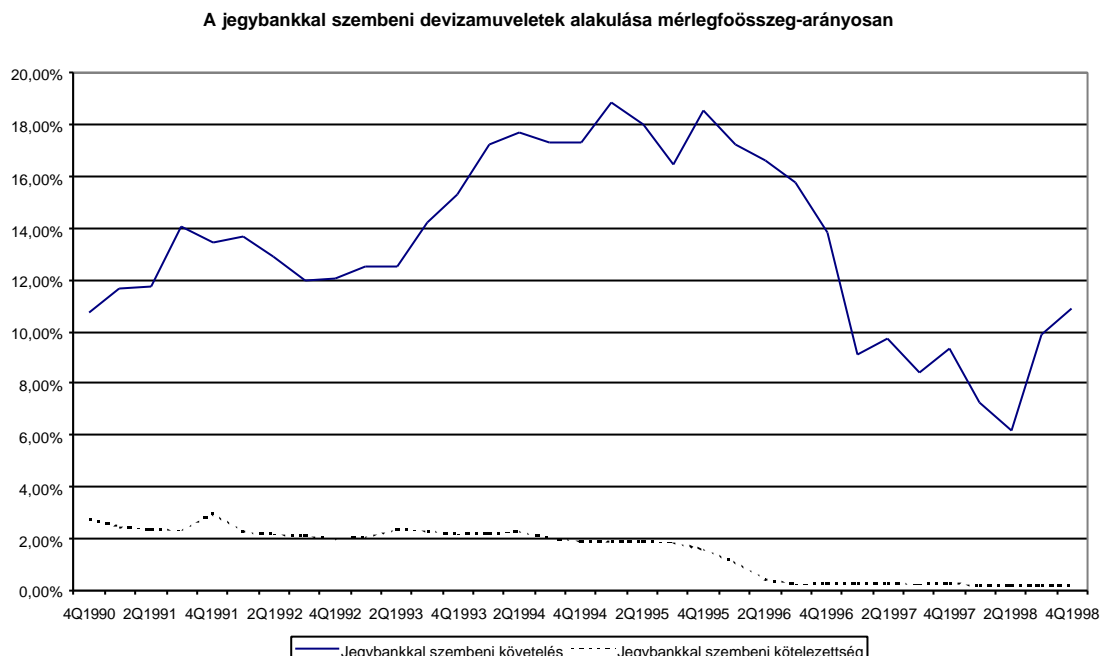
V.1. Jegybankkal, hitelintézetekkel és egyéb pénzügyi intézményekkel szembeni devizamuveletek

A jegybankkal, hitelintézetekkel és egyéb pénzügyi intézményekkel szemben fennálló devizakövetelés-állomány **minden vizsgált évben túlnyomórészt** (de csökkenő mértékben) **jegybankhoz történt kihelyezést** jelentett. A csökkenés tükrözi a jegybank azon álláspontját, miszerint hosszabb távon a jegybanki funkciókkal nincs összhangban, hogy az MNB belföldi hitelintézettől devizabetétet fogadjon el. A jegybanknál felhalmozódott szabad felhasználású devizabetétek emellett fokozott kockázatot jelentenek a monetáris politika számára, nehezítik a pénzkínálat kontrollját. **A devizaforrás-állomány 1995-ig nagyjából részben jegybanki, 1996-tól azonban radikálisan átrendeződik a kép, a teljes állományon belül elhanyagolható szintre csökken a jegybanki devizaforrások aránya, miközben a teljes pénzügyi intézményektől származó devizaforrás-állomány teljes forrásállományon belüli aránya folyamatosan növekszik.**

A bankrendszer jegybankkal szembeni mérlegfőösszeg-arányos nettó pozíciója a következőképp alakult : 1991 elejétől 1993 közepéig 9-10%, 1996 végéig 13-17%, 1997-ben 9% körül, 1998-ban az első két negyedévben 7% és 6%, a harmadik negyedévben 10%, a negyedik negyedévben pedig 11%. A piaci folyamatokon túl ezen mérlegtétel alakulását jelentősen befolyásolták a tartalékszabályozásban valamint a jegybanki refinanszírozási rendszerben bekövetkezett változások.

¹⁰ A bankrendszer költségvetéssel szembeni devizamuveletei a teljes vizsgált időszakban elhanyagolható részarányt képviseltek a mérlegfőösszegben belül. A függő kötelezettségek túlnyomó része a vállalkozói hitelezéshez kötődik, azonkívül a rendelkezésre álló adatok sem kielégítőek. A saját toke illetve az alárendelt kölcsöntöke devizarészéről nem állnak rendelkezésre adatok a teljes vizsgált időszakra vonatkozóan.

6. ábra



A jegybank eszköztárában a **devizabetétszere konstrukció** a kereskedelmi bankoknak a középtávú refinanszírozását jelentette devizabetét fedezete mellett. A bankok az MNB-nél devizabetétet helyezhettek el, amiért cserébe a jegybanktól középtávú, változó kamatozású forinthatelt kaptak. A devizabetétszere konstrukció **eredeti célja** szerint arra szolgált, hogy a kereskedelmi bankok számára a devizaforrások forintban történő továbbhitelezésekor felmerülő **árfolyamkockázatot megszüntesse**. 1990. október 15-től kezdődően volt lehetőség a konstrukció igénybevételére. A betétszere 1998. január 16-i felfüggesztéséig illetve április 30-i megszüntetéséig a kondíciók (lejáratok, kamat-megállapítás) többször változtak. Az MNB elször a kamatozás feltételein változtatott, majd a rövidebb (elször 1 év alatti, majd 3 év alatti) lejáratokon megszüntette a konstrukciót, hogy a bankok számára állampapírok ebből a forrásból való vásárlását kockázatosabbá tegye, majd ezt követően 1995. január 24-én a devizabetétszere konstrukció megszüntetése mellett döntött, mivel felhasználásával jelentős likviditás áramlott a rendszerbe. A konstrukció létrehozásának célja az volt, hogy hosszú lejáratú külföldi forrásokat vonjon be hazai beruházások finanszírozásához. A célt nem sikerült teljes mértékben elérni, mivel a bankok gyakran rövid lejáratú és belföldi devizaforrásokat használtak fel arra, hogy a pénzpiacinál alacsonyabb kamaton kapjanak forinthatelt és azt állampapírokba fektessék.

A konstrukció megszüntetésével azonban a devizahitelek forintban történő továbbhitelezése a magas árfolyam-kockázati prémiumot tartalmazó magas kamatok miatt gyakorlatilag lehetetlenné vált, noha a középlejáratú hitelezés iránt a bankrendszer jelezte az igényt.

Az eredeti célokat szem előtt tartva ezért a jegybank 1995. július 5-én újra bevezette a devizabetétsere konstrukciót, azonban szigorúan csak projektfinanszírozás céljára felhasználhatóan. A termelő célú beruházásokat illetve az ehhez kapcsolódó forgóeszközigényt, valamint infrastrukturális beruházásokat finanszírozó jegybanki forinhtitel legkevesebb 5 M USD összegű, külföldről minimum 5 éves futamidőre felvett devizaforrás MNB-nél legalább 5 éves futamidőre történő lekötése mellett volt igénybe vehető. A magyar pénz- és tőkepiac illetve az egész magyar gazdaság fejlődésével 1997-98-ra a beruházások növekedésének forrásai (mind a belföldi megtakarítások, mind a külföldi forráskínálat oldaláról) megteremtődtek, így a devizabetétsere konstrukció létjogosultsága megkérdőjeleződött. 1998 elején a konstrukció megszűnt.

1996. február 1-én a jegybank **új kötelező tartalékolási rendszert** vezetett be. Az MNB célja az volt, hogy nominális ráta csökkentése mellett se csökkenjen az effektív tartalékráta, ami a tartalékalap szélesítését követelte meg. A változtatások két ponton érintik a bankok devizamuveleteit. A külföldi devizaforrások az új rendszerben tartalékmentesek. **A jegybanknál elhelyezett devizabetétek viszont nem vonhatók le a tartalékalapból.** A levonhatóság a nominális ráta csökkentésével párhuzamosan fokozatosan szűnt meg.

1991-től 1995-ig a bankok devizában denominált refinanszírozása mérlegfőösszeg-arányosan stabilan egy 2-3%-os szinten alakult. Ebben az időszakban a bankok jegybanki devizabetétek elhelyezését alapvetően a devizabetétsere konstrukció és a tartalékolási kedvezmény motiválta. Amikor a jegybank a rövidebb lejáratokon megdrágította a devizabetétsere igénybe vételét, akkor sem csökkent az állomány, mivel a bankok jelentős lejáratú meg nem felelés kockázatával is kihasználták az olcsó jegybankpénz-szerzési lehetőséget. **1996-ban** a jegybanknál elhelyezett devizabetétek állománya jelentősen csökkent (mintegy 200 Md. forinttal). Ez részben a hagyományos devizabetétsere konstrukció kifutása, részben a tartalékolási rendszer megváltozása és jelentős mértékű, hozammegfontolások által vezérelt, deviza-forint konverzió miatt következett be. Ezt a jelentős mértékű csökkenést ellensúlyozta a bankok jegybanki devizakötvény-vásárlása és a devizában nyújtott refinanszírozási hitelek csökkenése, aminek eredményeképp a bankrendszer jegybankkal szembeni nettó kihelyezési pozíciója nem csökkent.

1997-ben folytatódott a jegybanknál elhelyezett devizabetétek állományának csökkenése (165 Md forint volt a csökkenés). A felszabaduló állomány felét fordították a bankok az MNB által külföldön kibocsátott kötvények vásárlására. **1998-ban** a hitelintézetek jegybankkal szembeni aktivitása rendkívül eltérő képet mutatott a két félévben. Míg az első félévben részben hozam megfontolásokból, részben a vállalkozói hitelkereslet szezonálisával összefüggésben a jegybanki forint betétek növelésére törekedtek, a második félévben a forint sávon belüli gyengülésének hatására jelentős mértékben csökkentették a forint betétek állományát (a bankok betétállománya szeptemberben egy hónap alatt több mint 370 Md Ft-tal csökkent). A jegybanki devizabetétek állománya – a júliusi növekedéstől eltekintve – augusztus végéig folyamatosan csökkent, majd ezt követően ismét növekedésnek indult. Az év egészét tekintve az állomány növekedése – összehasonlítva árfolyamon – közel 40 %-ot tesz ki. A nyitott devizapozíciók zárása a bankokat hirtelen devizához juttatta, amit az MNB-nél parkoltattak. A bankok tárcájában lévő jegybanki devizakötvények állománya – kisebb-nagyobb havi ingadozások után – viszonylagos stabilitást mutatott az év során, az állomány 1997. végéhez

képest reálértékben gyakorlatilag nem változott. A devizában denominált refinanszírozási hitelek állománya az 1996-1998-as időszakban lényegében nullára csökkent.

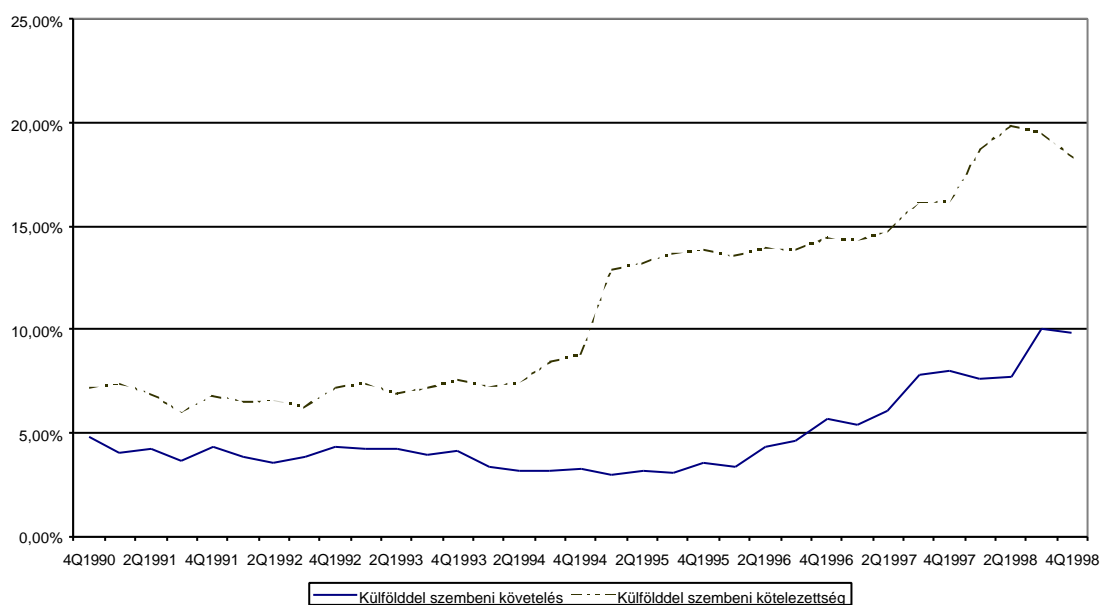
A hitelintézetekkel és más pénzügyi intézményekkel bonyolított mérlegen belüli devizaügyletek aggregált nettó pozíciója természetesen zérushoz közeli, mivel a bankok túlnyomórészt egymással kötik ezeket. A követelések és kötelezettségek mérlegfőösszeghez viszonyított aránya 1994 végéig lényegében nem haladta meg az 1%-ot (a követeléseké egyszer sem, a kötelezettségeké néhányszor). Az 1995-1998-as periódusban azután egy fokozatos növekedés figyelhető meg (1995-ben inkább stagnálás egy 1-1.5%-os szinten, majd 1996-1997-ben növekedés a 4%-os szintig, 1998-ban pedig megint stagnálás).

V.2. Külfölddel szembeni muveletek

A magyar bankrendszer a 1991-98-as időszakban külföldről mindvégig **nettó forrásbevonó** volt. A mérlegfőösszeg-arányos külföldi kihelyezés-állomány 1996 közepéig 3-4% volt, ezután 1998 közepéig fokozatosan 8%-ig emelkedett, majd 1998 utolsó két negyedévében 10%-ra ugrott fel. A külföldi kihelyezések bővülését 1995 végéig az is akadályozta, hogy devizahatósági engedély volt hozzá szükséges. 1996-tól már szabadon volt végezhető ilyen muvelet (lejárat és mennyiségi korlátozások továbbra is érvényben maradtak). A külföldi forrásbevonás 1994 közepéig 6-7%, 1994 második felében pedig 9% volt mérlegfőösszeg-arányosan. 1995-től gyors növekedés volt tapasztalható, 1998 közepéig 20%-ig emelkedett az arány, majd 1998 második felében történt egy kis csökkenés. Az 1998 végi folyamatokban a forint gyengülése miatti forint-deviza konverzió tükröződik.

7. ábra

A bankrendszer külfölddel szembeni muveleteinek alakulása mérlegfőösszeg-arányosan



A fentiekből következően a **nettó forrásbevonás mértéke** az 1991-1994-es időszakban mérlegfőösszeg-arányosan 2-6% volt (enyhén emelkedő trenddel). 1995 első negyedévének végére a mérlegfőösszeg-arányos külső nettó forrásbevonás felugrott a 10%-os szintre, majd

másfél évig tulajdonképpen ezen a szinten maradt. 1996 második felétől 1997 végéig egy másfél százalékpontos csökkenés következett be. 1998 első felében a külső nettó forrásbevonás újra kiugróan magas volt (11-12%), majd az év végére ismét a 8%-os szintre csökkent vissza.

A **külföldi muveletek mozgatórugói** a magyar bankrendszer domináns külföldi tulajdonlása miatt összetettek. A **piaci hozammegfontolások** mellett az **anyagbankkal való együttműködés** is meghatározó jelentőségű. Az utóbbi három évben megélnéki külföldre való kihelyezés 1996-ban még csak rövid lejáratra volt jellemző. Nem volt ritka, hogy a külföldi tulajdonostól rövid lejáratra kapott forrást a bankok külföldi hitelintézetekhez helyezték ki szintén rövid lejáratra. 1997-ben a hosszú lejáratú külföldi kihelyezések élénkülését figyelhetjük meg. Egyre nagyobb részt tesznek ki a stratégiai jellegű kihelyezések, de döntő részük még mindig bankközi betét. Az anyagbankok banki és vállalati konzorciális hitelezésbe vonták be magyarországi leánybankjaikat.

A külfölddel szembeni forrásoldali muveleteket a **tartalékrendszer változásai** is befolyásolták. 1994 elejéig a külföldről származó források nem képezték részét a tartalékalapnak. 1994-ben a külföldi forrásokat bevonták a tartalékalapba. Ezzel együtt a – a bankok hosszú lejáratú külföldi forrásbevonásának növelése érdekében – a nemzetközi pénzügyi intézményektől és a külföldi pénzintézetektől legalább három éves lejáratra felvett hiteletet, továbbá a külföldön, külföldi pénznemben történő, éven túli lejáratú értékpapír-kibocsátásból származó forrásokat mentesítették a tartalék-elhelyezési kötelezettség alól. 1996 elején a tartalék-elhelyezési kötelezettség alól mentességet kapott minden nem-rezidenstől származó forrás.

Az **1995-1998**-as időszak alatt a bankrendszer által bevont külföldi források állománya 360%-kal növekedett, miközben a bankrendszer mérlegfőösszege ugyanezen periódus alatt 121%-kal gyarapodott. 1995-től Magyarország országkockázatának csökkenésével valamint a tokeeros külföldi tulajdonosok megjelenésével párhuzamosan **javult a magyarországi bankok kockázati besorolása, ami lehetővé tette, hogy egyre kedvezőbb kamatszinten jussanak külföldi forrásokhoz.** Nemzetközi kapcsolatrendszerük kiépítettsége miatt természetesen a külföldi tulajdonú bankok produkálták a növekedés túlnyomó részét, amelyek évek óta tartó ereteljes hitelexpanziójukat nem kis részben az anyagbankjuktól bevont, alacsony forrásköltségű külföldi forrásokból finanszírozták.

A külföldi források dinamikus bővüléséhez hozzájárult az is, hogy a magyar bankok a vizsgált periódusban mindvégig szűkben voltak hosszú lejáratú hazai forrásoknak, és ezért kénytelenek voltak külföld felé fordulni. A gazdasági növekedés beidulásával párhuzamosan az elmúlt 2-3 évben jelentősen megélnékiült a hosszú lejáratú hitelezés, ami a lejáratú összhang megteremtése érdekében szintén erősítette a bankok hosszú források iránti igényét.

1998-ban a külföldi források növekedtek a legdinamikusabban a bankrendszer forrásain belül. Az állomány az árfolyamváltozás hatását kiszűrve is több, mint 19%-kal nőtt. A forrásbevonás dinamikája különösen az első félévben volt jelentős - mintegy 290 Md Ft forrásbevonásra került sor (ami majdnem megegyezik az 1997. évi teljes állománynövekménnyel). Az oroszországi események hatására a második félévben közel 30 Md Ft-os állománycsökkenés

történt a rövid lejáratú forrásoknál. Az éven túli állomány az év során folyamatosan növekedett (mintegy 166 Md forintos növekmény az év egészét tekintve). A külföldi kihelyezések állománya az 1996-ban elindult tendencia folytatásaként – összehasonlító árfolyamon – 31.5 %-kal növekedett. Az állomány az első félévben még csak 30 Md Ft-tal emelkedett, majd a második félévben 166 Md Ft-os állománynövekedés történt. A külföldi kihelyezések döntő része bankközi betét volt, ezek aránya az év eleji 81 %-ról 76 %-ra csökkent. A nem hitelintézetekhez történő kihelyezések állománya 71 Md Ft-tal emelkedett, ez összehasonlító árfolyamon mintegy 80 %-os növekedést jelent. A bankközi kihelyezéseknek mindössze 5 %-a éven túli kihelyezés, míg a nem hitelintézeti kihelyezéseknél ez az arány 58 %.

V.3. Lakossággal szembeni muveletek

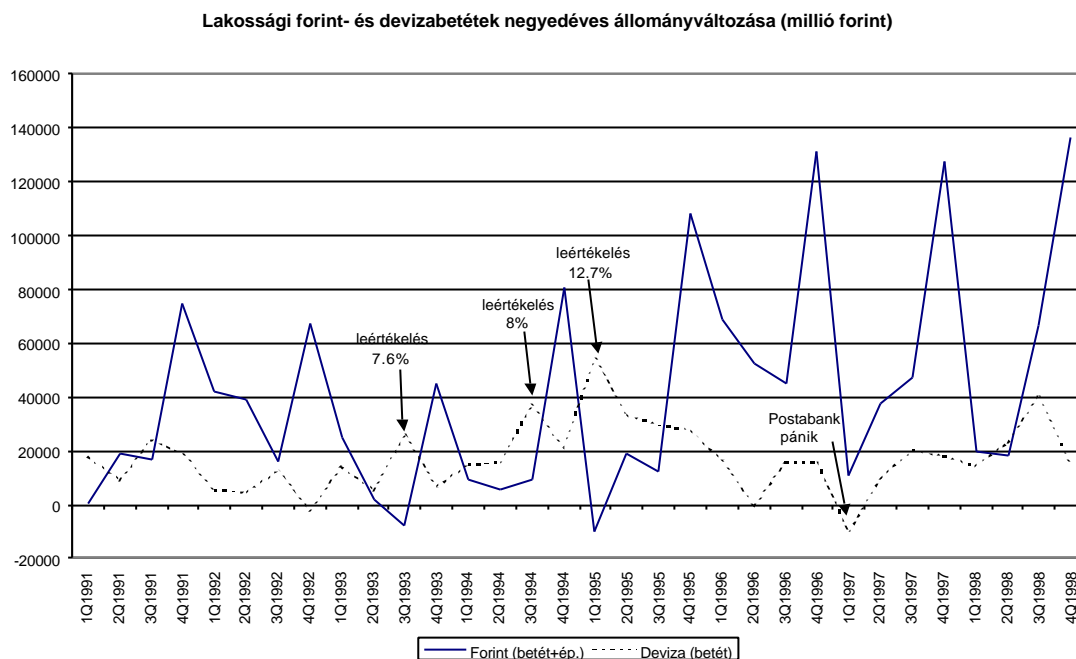
A lakosság pénzügyi megtakarításainak denominációs összetételét vizsgálva mindenképpen figyelembe kell venni az alábbi két tényezőt:

1. A bankoknál elhelyezett betétállomány növekedését erősen befolyásolja a kamatok tokésítésének gyakorisága és időpontja,
2. a csúszó leértékelő árfolyampolitika bevezetése előtti időszakban az egyszeri, jelentősebb mértékű forint-leértékelések szignifikánsan befolyásolták a deviza-megtakarítások forintban kifejezett állományát.

A két jelenséget jól szemlélteti a 8. ábra, melyről leolvasható a forint betét és értékpapír állomány változásának erős szezonális jellege: az utolsó negyedévi nagymértékű növekedés elsősorban az év végi kamattörlesztések következménye. A lakossági piac erős koncentráltága következtében az OTP kamatpolitikája mindvégig meghatározó volt ebben a szegmensben.

A devizabetétek alakulását szemléltető görbén nyilakkal jelöltük a jelentősebb árfolyam-intézkedéseket, valamint az 1997 február-márciusában lezajlott Postabank pánikot. A ábra jól szemlélteti az egyszeri tényezők hatását a deviza-megtakarítások alakulására. Az 1996-97 során a hitelessé váló árfolyamrendszer, valamint az enyhe reálértékelésből adódó kisebb mértékű átárzódás következtében a deviza-megtakarítások állományának növekedése visszaesett a 90-es évek eleji szintre.

8. ábra



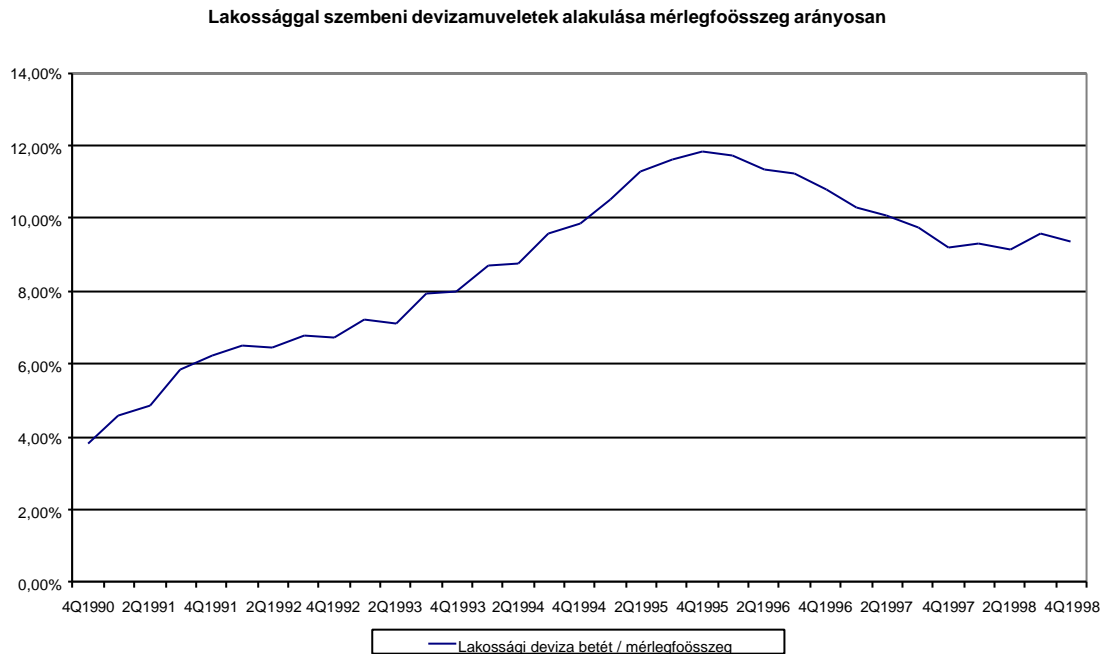
A betétekben elhelyezett lakossági megtakarítások deviza/forint arányában két egymással ellentétes tendencia figyelhető meg a 90-es években. Egyrészt **1990 és 1995 év vége között folyamatosan nőtt a devizabetétek aránya** az összes betétben belül, a kezdeti 20%-ról közel 45%-ra. Az 1991 évi kiugró részarány-növekedés részben az IBUSZ Bank megalakulásával magyarázható. Az egyes évek utolsó negyedéveiben megfigyelhető kisebb részarány-csökkenések a már említett kamatjávírások következményei. **1996 első negyedévtől kezdve azonban megfordult ez a tendencia** és a lakosság immár egyre nagyobb arányban tartotta megtakarításait hazai pénznemben. 1998-ban már stagnálás jellemző a deviza/forint arányban, ami elsősorban a nemzetközi pénzügyi válságok következtében fellépő nagyobb árfolyam-volatilitással (a forint a sávon belül maximális mértékben értékelődött le 1998 oszén) és az ebből eredő bizalom-vesztéssel és a „devizamegtakarításokba meneküléssel” magyarázható. 1998-ban a lakosság teljes hitelintézeti betétállománya 20 %-kal növekedett. A forint betétállomány 272 Md Ft-tal, reálértékben 11,5 %-kal, a devizabetéteké pedig 93 Md Ft-tal, összehasonlítva árfolyamon számolva 7,5 %-kal emelkedett.

A **lakossági devizahitelezés** 1995 végéig jogszabályilag nem volt lehetséges, de a korlátozás megszüntetése után is minimális szinten maradt a devizahitel-állomány, ezért ennek elemzésétől eltekintünk.

A lakossági megtakarításokkal kapcsolatban hangsúlyoznunk kell, hogy **a nominális kamatszint változása erosen hat a betétállomány alakulására, függetlenül attól, hogy az adott időszakban mekkora volt az inflációs ráta és a lakosság megtakarítási hajlandósága.** Ezért pl. 1991-92-ben a magas kamatok következtében nagyobb volt a forint

betétek állománynövekedése, mint pl. a jóval alacsonyabb kamatokkal jellemezhető 1993-as évben. Az állomány-változásra természetesen hatással van a nominális kamatok és az inflációs várakozások közötti összefüggés is, a megtakarítási hajlandóság befolyásolásán keresztül.

9. ábra



A lakosság inflációs várakozásai – az elmúlt évek tapasztalatai alapján - **jóval rugalmatlanabbak a többi gazdasági szereplő várakozásainál** és mint már a korábbi fejezetekben említettük jellemzőbb a visszatérítő inflációs rátával való kalkulálás. Ennek is jelentős szerepe volt abban, hogy 1993-ban az enyhén csökkenő infláció és a jelentősebb mértékben visszaeső nominális kamatszint mellett csökkent a lakosság megtakarítási hajlandósága. Ugyanakkor a következő évben, hasonló inflációs ráta és növekvő nominális kamatok mellett jelentősen nőtt a megtakarítási hajlandóság, jóllehet előretekintő inflációval számolva nem volt magasabb a reálkamat.

Érdekes összehasonlítani a lakossági megtakarítások alakulását a forint reál-effektív árfolyamindexével. Miközben 1993-ig folyamatosan és jelentős mértékben felértékelődött a forint – ami a forint-megtakarításokat preferálja – addig a lakosság egyre inkább devizában tartotta betéteit. Igaz, hogy a forintbetétek reálkamatata a vizsgált időszakban mindvégig nagyon alacsony, sőt több esetben negatív volt, de a forint reál-felértékelődése következtében devizában sem lehetett nagyobb hozamot elérni. Ez a jelenség inkább a gazdasági átmenet következtében megnőtt bizonytalansággal, a nem eléggé hiteles monetáris politikával és a lakosság állandósuló leértékelési várakozásaival magyarázható.

1994-ben már a növekvő reáljövedelmek is elősegítették a lakossági megtakarítások állományának bővülését. A Bokros-csomag reáljövedelem-csökkentő intézkedési és az új árfolyamrendszer hitelességének a lakosság körében mintegy egy évig tartó kiépülése következtében 1995-ben még tovább nőtt a deviza-megtakarítások aránya. A radikális

változás 1996-ban következett be, amikor egyre nagyobb méretet kezdett öltetni a devizamegtakarítások forintra konvertálása. A deviza/forint betét arányának csökkenése mellett hangsúlyoznunk kell, hogy az alternatív megtakarítási formák (befektetési alapok, nyugdíjpéntárak stb.) egyre szélesebb körü elterjedésének következtében **a lakosság megtakarításainak csak egyre csökkenő részét helyezte el bankbetétben, következésképpen a teljes megtakarítás-állományhoz viszonyítva még szembetűnőbb a deviza visszaszorulása.**

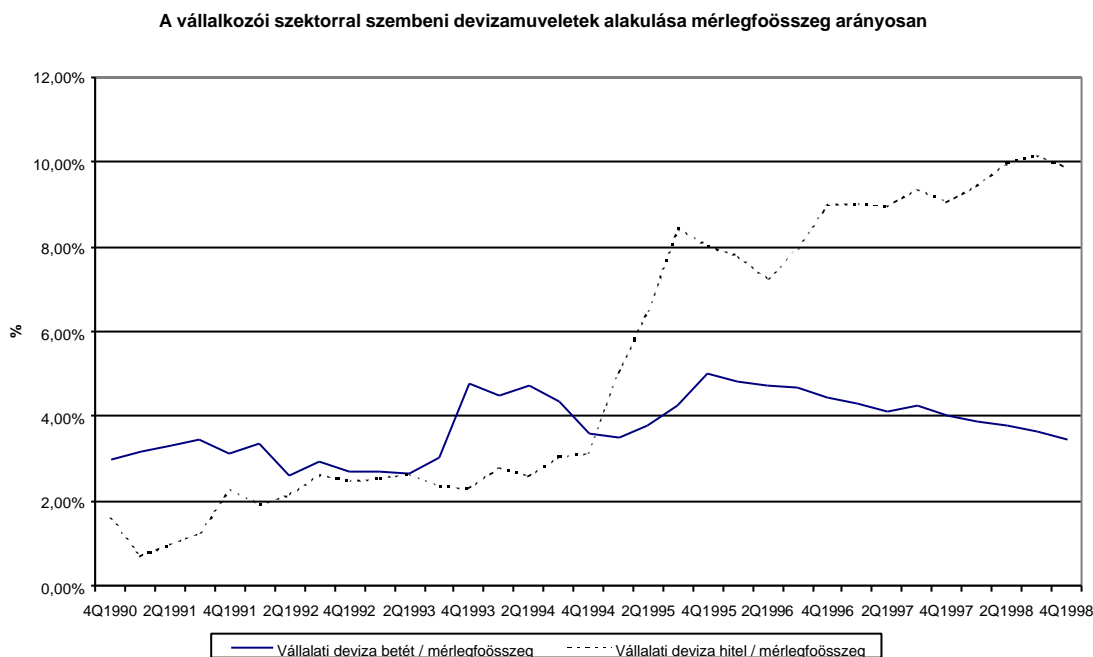
V.4. Vállalkozói szektorral szembeni devizamuveletek

A tervgazdaságból a piacgazdaságba való átmenethez az új illetve a privatizált régi hazai **vállalkozásoknak jelentős mennyiségű forrásra volt szükségük.** A 90-es évek elején az alultokésített és sok esetben rosszul menedzselt magyar bankok önállóan ezt nem tudták biztosítani. Legalábbis prudensen nem. A jegybank közép- és hosszúlejáratú refinanszírozási politikájával próbálta kitölteni a vállalkozások finanszírozási igényei és a bankok önálló ?teherviselési? képessége közötti űrt. Ezt a célt szolgálta a már ismerttetett devizabetétsere konstrukció is. A konstrukció célja, miszerint a gazdaság szereplői (jegybanki közvetítés nélküli forintban történő továbbhitelezéskor a bank, devizában történő továbbhitelezéskor pedig a vállalkozó) számára az árfolyamkockázatot megszüntesse, egy piacgazdaságban természetesen csak átmeneti lehet. Egy piacgazdaságban ugyanis a belföldi devizahelyezések természetes korlátja a végső hitelfelvevők (ha a bank forintostítja devizaforrását, akkor a devizának a végső hitelfelvevője) árfolyamkockázat-viselő képessége.

A **vállalkozói devizabetétek** alakulásának vizsgálata tulajdonképpen röviden elvégezhető. Az 1991-1998-as időszakban végig lényegében stabilan 3-5% volt mérlegfőösszeg-arányosan¹¹. Tulajdonképpen még a szabályozási változások sem vittek lényegi töréseket a trendbe (a vállalkozói devizaszámla-nyitás liberalizálása után, 1995 második felében volt némi emelkedés a vállalkozó devizabetétek mérlegfőösszegen belüli arányában, azonban 1996 elejétől 1998 végéig már egyenletes arány-csökkenés volt megfigyelhető). **A Bokros-csomagig a vállalkozói szektor kis mértékben nettó betételhelyező volt a bankrendszer felé** (1991 elején mérlegfőösszeg-arányosan 2% volt a vállalkozói szektor nettó megtakarítói pozíciója a bankrendszer felé). **1995 első negyedétől** ez drasztikusan megváltozott. A vállalkozói szektor **nettó hitelfelvevő vált devizában** és ennek mértéke (az 1996 első nyolc hónapjában tapasztalt stagnálástól eltekintve) 1998 végéig folyamatosan nőtt (1998 végén mérlegfőösszeg-arányosan 6.5% volt a vállalkozói szektor nettó hitelfelvevői pozíciója a bankrendszer felé). Mivel a vállalkozói betétállomány lényegében éppen tartotta a lépést a mérlegfőösszeg növekedésével a vállalkozói devizahitelezés alakulása volt felelős a nettó pozíció elojelének átfordulásáért.

¹¹ Meg kell jegyezni, hogy a vállalati devizabetétállományt egy-egy egyedi, főleg alaptöke-emeléssel együtt járó privatizációs ügyletekhez kötődő tranzakció jelentősen meg tudta mozgatni (mint például 1993 végén).

10. ábra



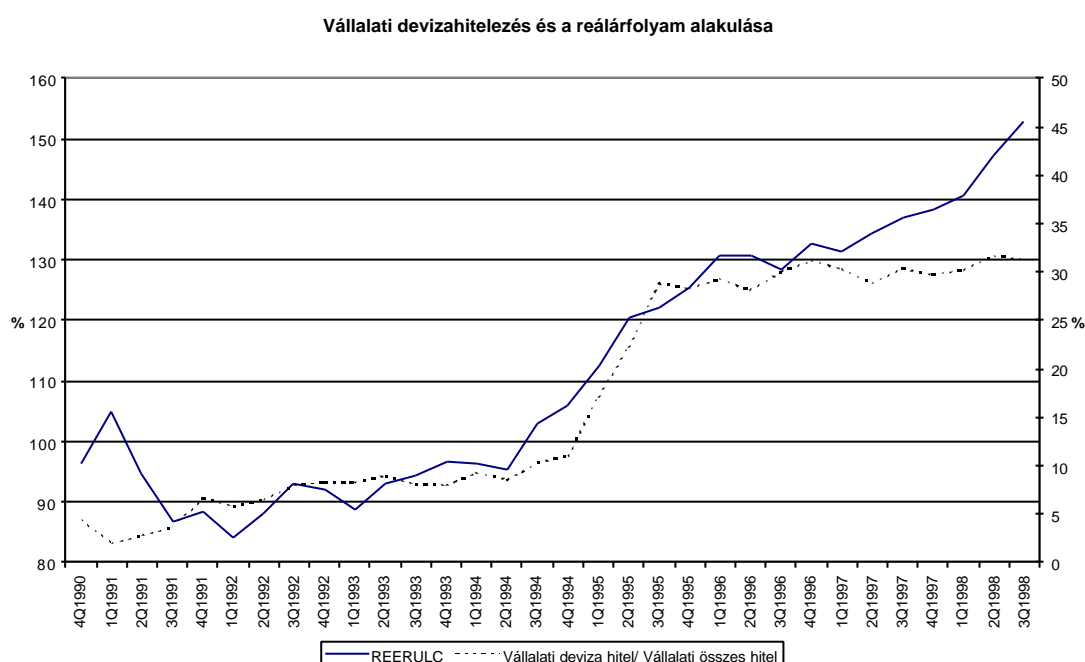
Az **1991-1994**-es időszakban a **vállalkozói devizahitelezés** mérlegfőösszegen belüli aránya mindössze 1-3% volt. A vállalkozók részéről nem merült fel lényegi kereslet a devizahitelek iránt, mivel a be nem jelentett leértékelések rendszere nagy árfolyamkockázatot jelentett és még nem épült ki a fedezeti célokra használható derivatív termékek piaca. Utólagosan nézve a kamatozat és az éves leértékelést általában ebben az időszakban is devizában volt érdemes eladósodni a belföldi bankrendszer felé (különösen az exportáló vállalatoknak, amelyek bevételeiket devizában realizálják, így nincsenek kitéve a leértékelések okozta árfolyamvesztésnek). A közvetlen külföldi hitelfelvétel azonban még ennél is olcsóbb volt (legalábbis a külföldi tulajdonú vállalatoknak) a magas magyarországi tartalékráta miatt. Gondot okozott a leértékelések éven belüli egyenetlen eloszlása is, ami egy éven belüli devizában történő hitelfelvételt rendkívül veszteséggé tehetett.

Az **1995** márciusa után a folyamatok gyökeresen megváltoztak, mivel az egyszeri leértékeléssel együtt bevezetésre került csúszó árfolyamrendszer meglepően gyorsan hitelessé vált. A hitelesség kiépülése jelentős mértékű expanziót tett lehetővé a hazai vállalkozóknak nyújtott devizahitelek területén. A jegybanki kamatpolitika (a kamatok gyors esésének megakadályozása sterilizációval - egyfajta "smooth landing" biztosítása) valamint az árfolyamkockázat megszűnése (a sávon belüli leértékelődés lehetősége persze továbbra is fennállt és a keresztárfolyamok változása is hordozott kockázatot) kifizetődővé tette a vállalatok számára a devizában való eladósodást. A devizahitel-kereslet növekedését az is jelentősen elősegítette, hogy 1995-ben felgyorsult a vállalkozások jövedelmi helyzetének

javulása (a GDP-arányos profit 9-10%-ra nőtt, ami már közelíti a nyugat-európai országok 9-15%-os értékét). A belföldi devizahitel-felvétel mellett jelentősen megnőtt a közvetlen külföldi hitelfelvétel is, ami a kedvező kamatfeltételek mellett amiatt is vonzó volt, hogy hosszú lejáratra is lehetett forrást bevonni.

A devizahitelek iránt megnövekvő kereslet kielégítéséhez a bankok bőségesen rendelkeztek devizaforrásokkal, főként a külföldről származó források számottevő bővülése eredményeképp.

11. ábra



A grafikonon a vállalkozói devizahitelek teljes vállalkozói hitelállományhoz viszonyított arányának illetve a forint munkaero egységköltségén (ULC) számított reál effektív árfolyamának alakulása látható (a baloldali y tengelyen a reálárfolyam, a jobboldali y tengelyen pedig a devizahitelek aránya látható). Munkaero egységköltségen számolva 1994 közepétől egy erőteljes reálleértékelődési folyamat indult meg. Ezt mintegy fél évvel követte a vállalkozói devizahitel dinamikus felfutása a teljes vállalkozói hitelállományon belül. A két mutató 1997 közepéig szoros együttmozgást produkált¹². A közgazdasági logika is azt támasztja alá, hogy ha a munkabérek a nominális leértékelésnél alacsonyabb ütemben nőnek, akkor érdemes devizából finanszírozni a munkaero-állomány bővítését. 1997 közepétől a devizahitelezés dinamikájához fölzárkózott a forintbitelezés is, így a teljes hitelállomány belső megoszlása 1998 végéig lényegében szinten maradt.

¹² A két változóra számított korrelációs együttható 95%. A Granger-oksági teszt 5%-os szignifikancia szinten azt mutatja, hogy a munkaero-egységköltség alapján számított reálárfolyam-index Granger-oka a vállalkozói devizahitelezés aránynövekedésének. Ez természetesen nem jelent szigorúan vett oksági viszonyt, hanem azt mutatja, hogy a reálárfolyam-index magyarázó változóként való bevonása segíti a vállalkozói devizahitelezés mérlegfőösszegeen belüli részarányváltozásának előrejelzését.

1995-ben a vállalkozói forint hitelek állománya némileg csökkent (7 %-kal), míg devizahiteleké több, mint kétszeresére nőtt. A teljes képhez hozzátartozik, hogy a vállalkozói szektor teljes devizahitel-felvétele ennél is nagyobb volt, mivel 1995-ben a vállalkozói szektor közvetlen külföldi hitelfelvétele is erőtelenen nőtt. **1996**-ban a vállalkozói hitelállományon belül a devizában denominált hitelek állományának növekedése továbbra is dinamikus volt. Év végi állományuk 41%-kal haladta meg az év elejét, amin belül külön figyelmet érdemel, hogy az éven túli lejáratú devizahitelek állománya csaknem 80%-kal lett magasabb az év végére. A devizahitel-állomány aránya a teljes vállalkozói hitelállományból egy év alatt 28%-ról 36%-ra emelkedett. **1997**-ben a vállalkozói szektornak nyújtott devizahitelek állománya a korábbi két évhez viszonyítva kisebb mértékben emelkedett (32 %-kal). 1997-ben módosulás következett be a vállalatfinanszírozás denominációs szerkezetének alakulásának trendjében, a vállalkozói forint hitel-állomány némileg gyorsabban nőtt, mint a devizahitel-állomány. A forint kamatok csökkenése miatt a devizahitel kamatszint egyre kevésbé volt versenyképes, melynek következtében erősödött a forint iránti kereslet. Csökkent a közvetlen külföldi hitelfelvétel súlya. A forintkamatok csökkenésén túl ennek oka az volt, hogy a belső kereslet növekedésével azoknak a vállalatoknak is nőtt a hitelkereslete, amelyek többnyire belföldi piacra termeltek, s nem tudtak külföldi hitelekhez hozzáférni. **1998**-ban a vállalkozóknak nyújtott (forint+deviza) hitelek állománya a termelői árindex jóval meghaladó ütemben (16 %-kal) emelkedett. A devizahitelek állománya 26 %-kal gyarapodott. Ezzel a devizahitelek aránya a hitelállományon belül az 1997. évi csökkenés után ismét növekedett. A vállalatok által felvett devizahitelek állománynövekedése a vállalati szféra közvetlen külföldi hitelfelvételének növekedésével járt együtt. A vállalatok által külföldről felvett devizahitelek (tulajdonosi hitelek nélkül) nettó-, és bruttó állománya egyaránt kb. 30 százalékkal nőtt. Mivel a közvetlen külföldi hitelfelvétel növekedési üteme meghaladta a belföldi hitelállomány növekedési ütemét, a külföldi hitelfelvétel teljes vállalkozói hitelfelvételen belüli aránya két éves csökkenés után az elmúlt évben ismét növekedett.

VI. A BANKOK DEVIZATEVÉKENYSÉGE A SZÁRMAZÉKOS PIACOKON

A bankok mérlegen kívüli tevékenysége 1995 elejétől kezdett el kibontakozni. 1995-ben még csak nominálisan volt érzékelhető a függő és jövőbeni kötelezettségvállalások növekedése. 1995-re többnyire megteremtődtek azok a technikai, intézményi és szabályozási feltételek, amelyek lehetővé tették az ilyen jellegű tevékenységet. Ezzel párhuzamosan fokozatosan kezdtek megjelenni mind a bankok, mind az ügyfelek részéről a kockázatkezelési, jövedelmezőségi és egyéb (például szabályozási előírások törvényes eszközökkel történő megkerüléséből származó elonyök) szempontok által motivált igények a mérlegen kívüli (különösen a határidős) ügyletek iránt. Eleinte az is motiválta ezeket az ügyleteket, hogy a bankok egy része devizából (külföldi tulajdonú bankok), másik része pedig forintból volt jól ellátva forrásoldalon. A külföldi alapítású bankoknak jó időbe telt míg stabil hazai ügyfélkört tudtak kiépíteni a forrásgyűjtésben. A bankok erőtlenül növekedő aktivitása a származékos piacokon egyfelől öröndetes tény, hiszen a hazai derivatív piacok felzárkózását jelenti a nyugathoz, másfelől azonban kérdéses, hogy a bankok milyen mértékben vannak felkészülve ilyen volumenu származékos tevékenységre. A következőkben a bankok származékos piacokon végzett devizamuveleteinek alakulását illetve azok mozgatórugóit mutatjuk be.

A csúszó árfolyamrendszer hitelességének kiépülésével a **devizapiaci spekulációk természete megváltozott**. Az 1995 előtti árfolyamrendszerben a leértékelési várakozások fokozódásával együtt erősödött a forint elleni spekuláció. **1995 második felétől 1998 augusztusáig a pénzpiacokon a forint melletti spekuláció volt jellemző**. Határidős devizaeladással a spekulánsok a határidős árfolyam és a lejáratkor várható spot árfolyam közötti különbséget próbálták kiaknázni tekintve, hogy a devizák határidős árfolyama folyamatosan magasabb implikált (kamatparitásból származtatott) leértékelést tartalmazott, mint amit a jegybank előre bejelentett. Ez a jegybank kamatpolitikája miatt volt így, amely fenntartotta a forint kamatelonyét. A spekulánsok bíztak az árfolyamrendszer fenntarthatóságában, csökkenő elszámolóárra számítva határidőre devizát adtak el, majd lejárat előtt lezárták a pozícióikat vagy megvárták a határidő kifutását és az elszámolást. A határidős vételi pozícióban a bankok álltak, amelyek vagy mérlegbeli nyitott devizapozíciót fedeztek ezzel vagy az így megnyitott vételi pozíciót visszafedezték a bankközi devizapiacra. Mindkettő viszonylag kockázatmentes profitot eredményezett számukra¹³. 1995 közepétől, de különösen 1996 végétől a kereskedelmi bankok mérlegbeli nyitott pozíciója számottevően megnőtt. Az alacsony kamaton bevont külföldi forrást forintosították és állampapírokba illetve jegybanki konstrukciókba fektették.

A nyitott pozíciós eloirásoknak való megfelelés kikényszerítette határidős devizaszerződések kötését. A bankok a tozsdén olyan bid árfolyamot jegyeztek, aminek kamattartalma alatta volt az állampapír-piaci és a jegybanki hozamoknak. A bankok és a spekulánsok így tulajdonképpen megosztották a kamatkülönbözetből adódó nyereségen, miközben az árfolyamkockázatot teljes egészében a spekuláns viselte. Ha a bank a határidős vétellel került nyitott pozícióba, akkor azt lefedezhette határidős eladással a bankközi piacon. A bankközi piac likvidebb, mint a tozsde, szűkebbek a marzsok és a határidős ügyletek kamattartalma közelebb van a piaci kamatokhoz. Az ügyletekhez felszámolt jutalékokkal együtt a bankok ismét komoly profitot realizálhattak.

A bankok számára fennálló fenti arbitrázslehetőségekből következően természetes, hogy a határidős kötelezettségeken és követeléseken belül messze legnagyobb arányt (75% körüli szint az 1995-1998-as időszakban) a határidős deviza forward és futures szerződések adják. Ez különbözik a nemzetközileg tapasztaltaktól, miszerint a származékos piacokon legnagyobb arányban kamatlábra kötöttek ügyletek.

1996 szeptemberétől kell a bankoknak részletesen jelenteniük a származékos piacokon végzett tevékenységüket. 1998-ban a jelentési rendszer módosult. Az ügyletek névleges értéken vannak megadva, ami nem fejezi ki a kötelezettség vagy követelés tényleges értékét. Elkerülhetetlen piaci érték (vagy más néven újrakötési költség) alapra helyezni a jelentésszolgáltatást (megtartva persze a névleges érték jelentési kötelezettségét is, ugyanis a piaci és a névleges érték hányadosa is hordoz információt a bank derivatív tevékenységének kockázatosságáról). A rendelkezésre álló adatok alapján még a tevékenység ügyletfajtánkénti és lejárat szerkezete vizsgálható. Ugyanakkor sajnos nem rendelkezünk információval arról,

¹³ Ezek az ügyletek természetesen csak addig kockázatmentesek, amíg feltételezzük, hogy az ügyfelek drasztikus árfolyamváltozáskor is tudnak teljesíteni. A forint nagymértékű gyengülésekor (mint például 1998 oszén) a bankok származékos piaci ügyfelei, köztük saját brókercegeik, komoly veszteségeket szenvedtek el, aminek egy része a bankoknál csapódott le.

hogy ezen a piacon kik a bankok ügyfelei. A bankok határidos vételi pozíciói mellett határidos eladók lehetnek elvileg későbbi exportárbevétellel rendelkező cégek, spekulánsok vagy a bankok saját finanszírozása mellett dolgozó (esetleg saját tulajdonú) brókercégek. Mivel a nyitott pozíciók limit csak magára a hitelintézetre vonatkozik, brókercége, vagy a vele kapcsolatba lépő spekuláns cég nyugodtan adhat el határidőre devizát teljesen nyitott pozíció mellett is. Mindenképpen szükségesnek tartjuk a nyitott pozíciók limit kiterjesztését a befektetési vállalkozásokra is, illetve azt, hogy bankcsoporti szinten is meg kelljen felelni a limitelőírásoknak. Az ügyfelek ismeretében a hiányában az sem felmérhető, hogy mekkora a másik oldal kockázatviselő képessége, ill. hogy milyen stratégiát folytat az árfolyamoknak a várttól való elmozdulása esetén.

1996-ban a határidos kötelezettségek néveleges értéken számolva 168%-kal emelkedtek (a bankok számviteli és egyéb okokból decemberre lezárják nyitott határidos pozícióik egy jelentős részét; így ha a november/november növekedési ütemet nézzük, akkor az jóval magasabb: 236%). Az év végi közel 500 Md forintnyi határidos kötelezettségállomány 76%-át a deviza forward és futures szerződések adták. Az ügyletek 93%-át egy évnél rövidebb lejáratú kontraktusok tették ki. Jelentősebb állományt (63 Md) képzett még a több devizás kamatlábcseré, 15 Md körüli állományt tesz ki az egy devizanemes kamatlábcseré, az egyéb devizaszerződés és az értékpapír határidos ügylet egyaránt. **1997**-ben folytatódott a bankok származékos piaci tevékenységének dinamikus növekedése. A határidos kötelezettségek állománya 131%-kal növekedett, és '97 végére mérlegfőösszeg-arányosan 21,7% lett (1996: 11,9%). A deviza forward és futures kontraktusok részaránya csak csekély mértékben (74%-ra) csökkent a teljes határidos kötelezettség állományon belül. Jelentősebb tételt (5-6%-os részarány) képzett még, 300%-os növekedés után, az értékpapír határidos ügylet és az egy devizanemes kamatlábcseré. Szignifikáns volt az OTC és a tozsdei szerződések növekedési üteme közötti különbség az OTC javára. A tozsdei ügyletek volumene szinten maradt, az OTC ügyletek volumene 185%-kal nőtt.

A bankrendszer **1998** évi származékos piaci tevékenysége az 1996-1997 évi tendenciától eltérően alakult. Az ok alapvetően az oroszországi válság, ill. ennek következtében a magyarországi pénz-, és tokepiacokon bekövetkezett változások. 1998 egészében a határidos kötelezettségek közel 4%-kal csökkentek, a mérlegfőösszeg-arányos határidos kötelezettségállomány 18%-ra (1997: 22%) csökkent 1998 végére. A határidos ügyletek szerkezetében viszont nem történt lényegi változás. 1998 végén is 77%-ot tett ki a devizaügyletek aránya. Az első félévben (a határidos kötelezettségek állománya 43%-kal emelkedett) valószínűsíthetően felerősödött a spekulánsok szerepe, mivel az elmúlt két évhez képest a piaci szereplők körében erőteljesebben jelent meg egy árfolyamsáv-szélesítési várakozás. A határidos kötelezettségek a júliustól decemberig 33%-kal mérséklődtek. Októberben 300 Md-os, novemberben 60 Md-os és decemberben 180 Md-os csökkenés következett be. A zuhanás az oroszországi válság miatti részvényár-esés és a megnövekedett árfolyam-volatilitás indukálta pozíciózárásoknak és pozíció meg nem újításoknak volt köszönhető. Ez is mutatja, hogy a bankok által kötött határidos ügyletek egy jelentékeny része szigorúan véve nem fedezeti célokat szolgált. A második félévben a piaci kockázaton túl az ügyfélkockázat is komoly veszteségeket okozott a brókercégeknek és ezen keresztül az anyabankoknak.

Felhasznált irodalom:

Balino, J. T. T. – Bennett, A. – Borensztein, E. (1999): Monetary Policy in Dollarized Economies. IMF Occasional Paper 171.

Barabás, Gy. – Hamecz, I. (1997): Tokebeáramlás, sterilizáció és pénzmennyiség. MNB füzetek 3.

Buch, C. M. – Heinrich, R. P. (1997): Financing the Transition. Kiel Working Paper No. 818.

Calvo, G. A. – Leiderman, L. – Reinhart, C. (1993): The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues. IMF Working Paper WP/93/10.

Darvas Zsolt (1998): Csúszó árfolyamrendszerek. Elmélet és nemzetközi tapasztalatok. MNB Műhelytanulmányok 16.

Guidotti P. E. – Rodriguez C. A. (1992): Dollarization in Latin America. IMF Staff Papers Vol. 39. No. 3.

Jakab, M. Z. – Szapáry, Gy. (1998): A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon. MNB Füzetek 6.

Magyar Nemzeti Bank éves jelentései, 1991-1997

Mueller, J. (1994): Dollarization in Lebanon. IMF Working Paper WP/94/129.

Sahay, R. – Végh, C. (1995): Dollarization in Transition Economies: Evidence and Policy Implications. IMF Working Paper WP/95/96.

MNB Füzetek / NBH Working Papers:

1995/1 (november)

Simon András: Aggregált kereslet és kínálat, termelés és külkereskedelem a magyar gazdaságban 1990-1994

1995/2 (november)

Neményi Judit: A Magyar Nemzeti Bank devizaadósságán felhalmozódó árfolyamveszteség kérdései

1995/3 (február)

Dr. Kun János: Seignorage és az államadóság terhei

1996/1 (március)

Simon András: Az infláció tényezói 1990-1995-ben

1996/2 (június)

Neményi Judit: A tokebeáramlás, a makrogazdasági egyensúly és az eladósodási folyamat összefüggései a Magyar Nemzeti Bank eredményének alakulásával.

1996/3 (június)

Simon András: Sterilizáció, kamatpolitika az államháztartás és a fizetési mérleg

1996/4 (július)

Darvas Zsolt: Kamatkülönbség és árfolyam-várakozások

1996/5 (augusztus)

Vincze János - Zsoldos István: A fogyasztói árak struktúrája, szintje és alakulása Magyarországon 1991-1996-ban
Ökonometriai vizsgálat a részletes fogyasztói árindex alapján

1996/6 (augusztus)

Csermely Ágnes: A vállalkozások banki finanszírozása Magyarországon 1991-1994

1996/7 (szeptember)

Dr. Balassa Ákos: A vállalkozói szektor hosszú távú finanszírozásának helyzete és fejlődési irányai

1997/1 (január)

Csermely Ágnes: Az inflációs célkitűzés rendszere

1997/2 (március)

Vincze János: A stabilizáció hatása az árakra, és az árak és a termelés (értékesítés) közötti összefüggésekre

1997/3 (április)

Barabás Gyula - Hamecz István: Tokebeáramlás, sterilizáció és pénzmennyiség

1997/4 (május)

Zsoldos István: A lakosság megtakarítási és portfólió döntései Magyarországon 1980-1996.

1997/5 (június)

Árvai Zsófia: A sterilizáció és tokebeáramlás ökonometriai elemzése

1997/6 (augusztus)

Zsoldos István: A lakosság Divisia-pénz tartási viselkedése Magyarországon

1998/1 (január)

Árvai Zsófia - Vincze János: Valuták sebezhetősége: Pénzügyi válságok a '90-es években

1998/2 (március)

Csajbók Attila: Zéró-kupon hozamgörbe becslés jegybanki szemszögből

ZERO-COUPON YIELD CURVE ESTIMATION FROM A CENTRAL BANK PERSPECTIVE

1998/ 3 (március)

Kovács Mihály András - Simon András: A reálárfolyam összetevői

THE COMPONENTS OF THE REAL EXCHANGE RATE IN HUNGARY

1998/4 (március)

P.Kiss Gábor: Az államháztartás szerepe Magyarországon

THE ROLE OF GENERAL GOVERNMENT IN HUNGARY

1998/5 (április)

Barabás Gyula - Hamecz István - Neményi Judit: A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése

Magyarország tapasztalatai a piacgazdaság átmeneti időszakában

FISCAL CONSOLIDATION, PUBLIC DEBT CONTAINMENT AND DISINFLATION

Hungary's Experience in Transition

1998/6 (augusztus)

Jakab M. Zoltán-Szapáry György: A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon

1998/7 (október)

Tóth István János - Vincze János: Magyar vállalatok árképzési gyakorlata

1998/8 (október)

Kovács Mihály András: Mit mutatnak?

Különbféle reálárfolyam-mutatók áttekintése és a magyar gazdaság ár- és költségversenyképességének értékelése

1998/9 (október)

Darvas Zsolt: Moderált inflációk csökkentése

Összehasonlító vizsgálat a nyolcvanas-kilencvenes évek dezinflációit kísérő folyamatokról

1998/10 (november)

Árvai Zsófia: A piaci és kereskedelmi banki kamatok közötti transzmisszió 1992 és 1998 között

THE INTEREST RATE TRANSMISSION MECHANISM BETWEEN MARKET AND COMMERCIAL BANK RATES

1998/11 (november)

P. Kiss Gábor: A költségvetés tervezése és a fiskális átláthatóság aktuális problémái

1998/12 (november)

Jakab M. Zoltán: A valutakosár megválasztásának szempontjai Magyarországon

1999/1 (January)

ÁGNES CSERMELY-JÁNOS VINCZE: LEVERAGE AND FOREIGN OWNERSHIP IN HUNGARY

1999/2 (március)

Tóth Áron: Kísérlet a hatékonyság empirikus elemzésére a magyar bankrendszerben

1999/3 (március)

Darvas Zsolt-Simon András: A növekedés makrogazdasági feltételei
Gazdaságpolitikai alternatívák

CAPITAL STOCK AND ECONOMIC DEVELOPMENT IN HUNGARY (May 1999)

1999/4 (április)

Lieli Róbert: Idosormodelleken alapuló inflációs előrejelzések
Egyváltozós módszerek

1999/5 (április)

Ferenczi Barnabás: A hazai munkaerőpiaci folyamatok Jegybanki szemszögből
Stilizált tények

LABOUR MARKET DEVELOPMENTS IN HUNGARY FROM A CENTRAL BANK PERSPECTIVE –
STYLIZED FACTS

1999/6 (május)

Jakab M. Zoltán – Kovács Mihály András: A reálárfolyam-ingadozások fobb meghatározói Magyarországon

DETERMINANTS OF REAL-EXCHANGE RATE FLUCTUATIONS IN HUNGARY

1999/7 (July)

ATTILA CSAJBÓK: INFORMATION IN T-BILL AUCTION BID DISTRIBUTIONS

1999/8 (július)

Benczúr Péter: A magyar nyugdíjrendszerben rejlő implicit államadósság-állomány változásának becslése

CHANGES IN THE IMPLICIT DEBT BURDEN OF THE HUNGARIAN SOCIAL SECURITY SYSTEM

1999/9 (augusztus)

Vígh-Miklé Szabolcs-Zsámboki Balázs: A bankrendszer mérlegének denominációs összetétele 1991-1998 között