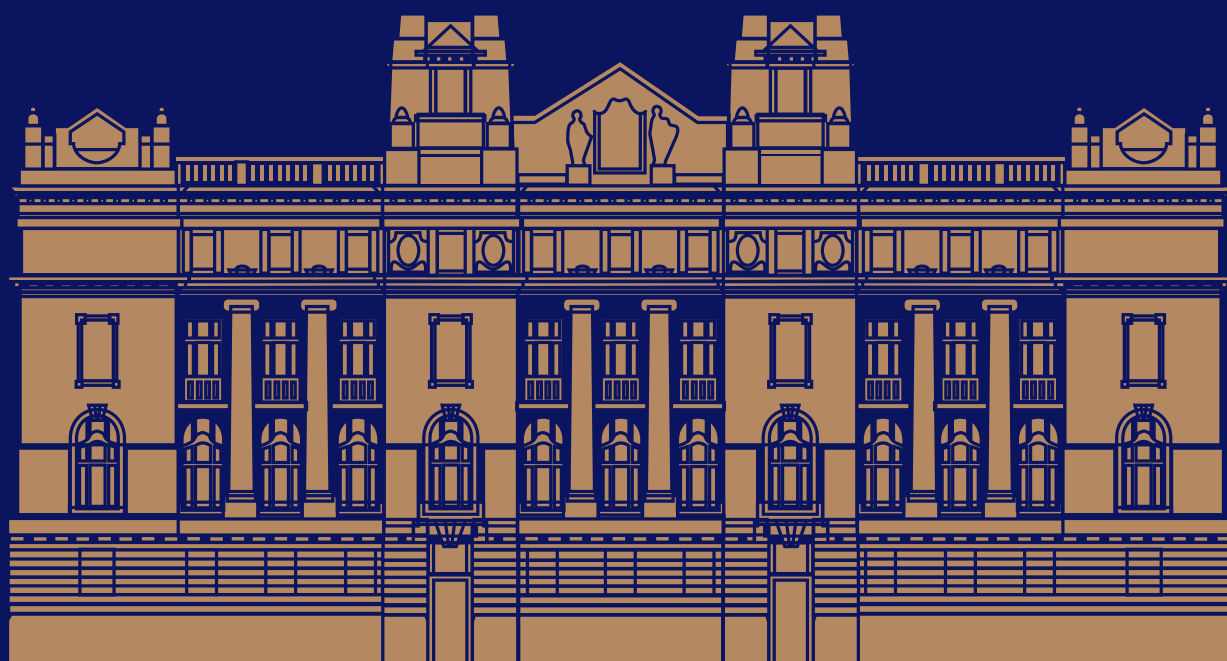


J E G Y B A N K I A L M A N A C H



2015

*„...a pénzérték állandósága felett, mint
állandó őrszem áll a jegybank.”*

Popovics Sándor



J E G Y B A N K I A L M A N A C H

2015

A kiadvány Palotai Dániel ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. Elkészítésében a Fogyasztóvédelmi igazgatóság, a Költségvetési és versenyképességi elemzések igazgatóság, a Közgazdasági előrejelzés és elemzés igazgatóság, a Kutatási igazgatóság, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés igazgatóság, a Pénzügyi infrastruktúrák igazgatóság, a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóság és a Tőkepiaci és piacfelügyeleti igazgatóság működött közre. Az egyes részeket a szakterületeket felügyelő Kisgergely Kornél, Palotai Dániel és Virág Barnabás ügyvezető igazgatók, valamint Bartha Lajos igazgató hagyták jóvá. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

A kiadvány elkészítésekor a 2015. november 16-ig rendelkezésre álló információkat vettük figyelembe.

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

Előszó

A Magyar Nemzeti Bankot a jegybanktörvény széles feladatkörrel és átfogó eszköztárral ruházza fel, ugyanakkor a jegybank tevékenységét követő és értő közönségnek is csak ritkán van alkalmuk arra, hogy egy átfogó, egyúttal teljes és reális képet kaphasson az elvégzett munkáról és az elért eredményekről.

A Magyar Nemzeti Banknak fontos, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, ennek érdekében a döntések kialakításakor ismert információkat az MNB különböző kiadványaiban hozza nyilvánosságra. Az MNB jelentéseinek széles spektruma a gazdaság és pénzügyi szektor szinte minden területét lefedi. A szakértő olvasóközönség tájékoztatása mellett a Magyar Nemzeti Bank ugyanakkor fontosnak tartja azt is, hogy a gazdasági élet legfontosabb eseményei, a monetáris politika fő lépései és eredményei közérthető formában, összefoglaló jelleggel is elérjék az érdeklődőket – erre az igényre hivatott reflektálni a Jegybanki almanach című kiadvány.

Az adott évre visszatekintő, korábban már publikált eredményeket átfogóan bemutató kötet lehetőséget nyújt az elmúlt hónapok eseményeinek áttekintésére a téma iránt nyitott közönség számára. A Jegybanki almanach egy kötetben összefogja az év során megjelent mindazon MNB szakmai cikkeket is, amelyek üzenetei hosszabb távon segítenek megérteni a főbb gazdasági folyamatokat és a jegybanki döntéseket. A magyar és angol nyelven egyaránt megjelenő, tájékoztató jellegű anyag hiánypótló a Magyar Nemzeti Bank kiadványainak palettáján.



Dr. Gerhardt Ferenc
alelnök



Nagy Márton
alelnök



Dr. Windisch László
alelnök



Dr. Matolcsy György
elnök

Tartalom

1. Összefoglaló – a monetáris politika főbb eredményeiről	7
1.1. A kamatcsökkentési ciklus megvalósítása	7
1.2. A Növekedési Hitelprogram változásai és fokozatos kivezetése	8
1.3. Az önfinanszírozási program	9
1.4. A makroprudenciális eszköztár változása	10
2. Makrogazdasági helyzetkép	11
2.1. Infláció	11
2.2. Gazdasági növekedés	18
2.3. Munkapiaci folyamatok	31
3. A gazdaság külső és belső egyensúlyi pozíciója	39
3.1. A költségvetés és az államadósság helyzete	39
3.2. Folyó fizetési mérleg és külső adósság pozíciónk	53
3.3. Pénzügyi megtakarítások és vagyon szektorális és szerkezeti változásai	63
4. Pénz- és tőkepiaci folyamatok	74
4.1. Nemzetközi pénzpiaci folyamatok	74
4.2. A hazai pénz- és tőkepiac helyzete	86
5. A pénzügyi közvetítő rendszer helyzete	99
5.1. A hitelezés alakulása és a kamatkondíciók változása	99
5.2. A bankrendszer jövedelmezősége és tőkehelyzete	115
5.3. Portfólió minőség a magyar bankoknál	125
5.4. A fizetési rendszer helyzete	135
6. Pénzügyi felügyelet és fogyasztóvédelem	155
6.1. A tőkepiaci szektor felügyelete	155
6.2. A pénzpiaci szektor felügyelete	157
6.3. A biztosítási és független közvetítői szektor felügyelete	158
6.4. Piacfelügyelet	159
6.5. Pénzügyi fogyasztóvédelem	161

7. Az MNB 2015-ös kutatási tevékenysége	169
7.1. Az MNB 2015-ös tudományos kiadványai	169
7.2. Az MNB BESS (Budapest Economic Seminar Series) előadás-sorozata	172
7.3. Az EKB kutatási hálózataiban való részvétel	172

Felhasznált irodalom	174
-----------------------------	-----

Ábrák és táblázatok jegyzéke	175
-------------------------------------	-----

Szakmai cikkek jegyzéke

2.1.1. Molnár György – Virág Barnabás: Árfolyam és infláció – egy változóban lévő kapcsolat	15
2.2.1. Virág Barnabás: Az olajár-csökkenés színe és fonákja	26
2.2.2. Kovalszky Zsolt: Tartósan magas maradhat a megtakarítási rátánk	27
2.3.1. Soós Gábor Dániel – Várhegyi Judit: Árak és bérek - okok egy megváltozott gazdasági kapcsolat hátterében	33
3.1.1. Kicsák Gergely – Baksay Gergely: A jegybanki programok hatása az államháztartás kamatkiadásaira – Mit mutatnak a tények?	46
3.1.2. Baksay Gergely – Szalai Ákos: A magyar államadósság jelenlegi trendje és ideai első féléves alakulása	49
3.2.1. Nagy Márton – Palotai Dániel: Az MNB eszközeinek megújításával tovább csökkenti az ország sérülékenységet	59
3.3.1. Kékesi Zsuzsa – Kóczián Balázs – Sisak Balázs: A lakossági portfólió-átrendezés szerepe az állam finanszírozásában (kivonat)	69
3.3.2. Virág Barnabás: Hosszú távú védelem a rövidlátó üzleti érdekekkel szemben	70
4.1.1. Horváth Dániel – Szini Róbert: A kockázatkerülési csapda – az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének pénzügyi piaci és makrogazdasági következményei (kivonat)	78
4.1.2. Kálmán Péter – Kocsis Zalán – Tóth Daniella: Az április-májusi hosszú lejáratú hozamemelkedés háttere	80
4.2.1. Szőrfi Zsolt: Sokat javult a megítélésünk a CDS-árazások alapján	89
4.2.2. Palotai Dániel – Kuti Zsolt – Ligeti Imre – Balogh Csaba: Mindhárom kiemelt hitelminősítőnél stabil Magyarország adósság-besorolásának kilátása	92
5.1.1. Nagy Márton: Forintosítás – hogy is volt ez?	108
5.1.2. Palotai Dániel: A jelenlegi 1,35 százalékos alapkamat tartós fenntartása szükséges a gazdaság hosszú távú egyensúlyának eléréséhez	110
5.1.3. Hidasi Balázs – Plajner Ádám – Pulai György: Több ezer milliárdnyi forrás áramlott a hazai KKV-khoz a közelmúltban - vissza nem térő alkalom a beruházáshoz?	112
5.2.1. Fábián Gergely – Zágonyi Ádám: Átfogó segítség a megmaradt lakossági devizahitelek forintosítása	122
5.3.1. Fábián Gergely: Bedőlt lakossági hitelek: elmagyarázza az MNB az igazságot	132
5.4.1. Bartha Lajos – Kajdi László: Meddig lehet még fokozni az átutalások sebességét?	142
5.4.2. Balla Gergely Patrik – Pintér Cecília: Az MNB és a CLS új eszközt ad a hazai devizapiac kezébe (1. rész)	148
5.4.3. Balla Gergely Patrik – Pintér Cecília: Az MNB és a CLS új eszközt ad a hazai devizapiac kezébe (2. rész)	151

1. Összefoglaló – a monetáris politika főbb eredményeiről

1.1. A KAMATCSÖKKENTÉSI CIKLUS MEGVALÓSÍTÁSA

A Magyar Nemzeti Bank jelentős kamatcsökkentést hajtott végre az utóbbi években, és a Monetáris Tanács októberi közleménye szerint az előrejelzési horizont végéig fenntarthatja az alapkamat jelenlegi szintjét. 2012 augusztusában a Magyar Nemzeti Bank kamatcsökkentési ciklusba kezdett elsődleges céljának, az árstabilitás megteremtése érdekében. 2012 augusztusa és 2015 júliusa között az irányadó ráta összesen 565 bázisponttal, 7 százalékról 1,35 százalékra mérséklődött. A kamatcsökkentési ciklus első szakasza 2014 júliusáig tartott, amikor az alapkamat 2,1 százalékra süllyedt. Ezt követően előretekintő iránymutatásában a Monetáris Tanács hangsúlyozta, hogy „a makrogazdasági kilátások tartósan laza monetáris kondíciók fenntartásának irányába mutatnak”. Ezzel összhangban az irányadó ráta 2015 márciusáig változatlanul 2,1 százalékos szinten maradt.

2015 márciusában, az Inflációs jelentés átfogó értékelését követően a Monetáris Tanácsa a lazítási ciklus újraindítása és 15 bázispontos kamatcsökkentés mellett döntött. Ekkor a döntéshozók megítélése szerint „növekedett a valószínűsége az inflációs várakozások módosulásával érvényesülő másodkörös hatások kialakulásának”, melynek fényében az erősödő lefelé mutató inflációs kockázatok indokolták a további monetáris lazítást. Az inflációs cél elérése érdekében a jegybank 15 bázispontos lépésekben hajtotta végre a lazítást, így 2015 júliusára 1,35 százalékra csökkent az alapkamat. Ekkor a Monetáris Tanács úgy ítélte meg, hogy „az alapkamat elért arra a szintre, ami az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését biztosítja”, így lezárta a kamatcsökkentési ciklust.

A lazítási ciklus során mind a döntés, mind az előretekintő kommunikáció fontos szerepet töltött be a várakozások hatékony orientálásában. Ezzel összhangban a Monetáris Tanács folyamatosan nyújtott információt a lazítási ciklus lezárására vagy megkezdésére, illetve a legutóbbi időszakban a laza monetáris kondíciók fenntartásának időhorizontjára vonatkozóan. A Monetáris Tanács 2015. januári és februári közleményében megfogalmazta, hogy erősödtek a lefelé mutató inflációs kockázatok és elmozdulás történt a lazább monetáris politika felé mutató kockázati pályák irányába, illetve jelezte, hogy a márciusi Inflációs jelentés áttekintésekor értékeli a monetáris kondíciók esetleges további lazításának szükségességét – ezekkel készítve elő a lazítási ciklus folytatását. Azt követően, hogy márciusban a Monetáris Tanács a lazítási ciklus folytatása mellett döntött, előretekintő üzenetében a kamatcsökkentési ciklus folytatására utalt, amelynek időhorizontját az inflációs cél elérésétől tette függővé. („Az óvatos kamatcsökkentési addig folytatódhat, amíg az a középtávú inflációs cél elérését támogatja.”) A következő hónapokban nem történt érdemi változás a jegybank előretekintő iránymutatásában, és a Monetáris Tanács azzal összhangban folytatta a lazítási ciklust.

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés áttekintését követően értékelte újra átfogóan a reálgazdasági és inflációs folyamatokat, melyek alapján úgy ítélte meg, hogy „csökkent az inflációs várakozások túlzottan alacsony szintjéből adódó másodkörös hatások kialakulásának kockázata”. Ez alapján a Monetáris Tanács pontosította a lazítási ciklus folytatására vonatkozó előretekintő üzenetét, és úgy fogalmazott, hogy az inflációs cél elérése további, „kismértékű” kamatcsökkentés irányába mutat. A következő hónapban a Monetáris Tanács továbbra is érvényesnek tartotta a júniusi Inflációs jelentés alapfeltevéseit és előrejelzését, amely alapján úgy ítélte meg, hogy „az alapkamat elért arra a szintre, ami az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését biztosítja”. Emellett – a korábbiakhoz hasonlóan, az Inflációs jelentés feltevéseinek érvényesülésére hivatkozva – előretekintő iránymutatást adott a monetáris kondíciók tartós lazaságára vonatkozóan.

Ezt követően szeptemberben az Inflációs jelentés előrejelzésének alappályája alapján a 3 százalékos inflációs cél elérése kitolódott, amellyel összhangban az aktuális kamatszint fenntartásának horizontja is meghosszabbodott. A Monetáris Tanács kommunikációjában erre utalni kívánt, így előretekintő üzenetében megfogalmazta, hogy a „vártnál hosszabb horizonton” maradhat változatlan szinten az alapkamat. Októberben a Monetáris Tanács – a szeptemberi feltételeket továbbra is érvényesnek tekintve – az elemzői várakozások megfelelő orientálása érdekében az előretekintő üzenet pontosítása mellett döntött és jelezte, hogy a monetáris kondíciók a *teljes előrejelzési horizonton* maradhatnak változatlanok. **A tapasztalatok azt mutatják, hogy a Monetáris Tanács – feltételeességet és az inflációs cél elérését hangsúlyozó – előretekintő iránymutatása megfelelően tudta orientálni a piaci és elemzői várakozásokat, ezáltal csökkentette a jegybanki döntések körüli bizonytalanságot és javította a monetáris politika hatékonyságát.**

1.2. A NÖVEKEDÉSI HITELPROGRAM VÁLTOZÁSAI ÉS FOKOZATOS KIVEZETÉSE

Az MNB a monetáris politikai eszköztár elemeként 2013 júniusában indította el a Növekedési Hitelprogramot a kis- és középvállalkozások (KKV-k) hitelezésében megfigyelt zavarok enyhítése és a pénzügyi stabilitás megerősítése érdekében. Míg a program első szakasza nagymértékben csökkentette a KKV-k kamatterheit és élénkítette a hitelintézetek közti versenyt, a második szakaszban a hangsúly az új hitelekre, ezen belül is a gazdasági növekedést leginkább elősegítő beruházási hitelekre terelődött. **A program két szakaszában együttvéve mostanáig több mint 28000 vállalkozás jutott finanszírozáshoz, 1800 milliárd forintot meghaladó összegben.** Ennek eredményeképp a KKV-hitelállomány éveken át tartó, évi 5-7 százalékos csökkenése megállt.

2015-ben a jegybank további lépéseket tett annak érdekében, hogy a program a KKV-k még szélesebb körének hitelhez jutását segítse elő, növelve annak gazdasági bővülésre gyakorolt kedvező hatását. Ezek közül az egyik az NHP+ konstrukció elindítása, amely az NHP-val számos feltétel tekintetében megegyező, azzal párhuzamosan futó, de különálló konstrukció. Ennek keretében a jegybank – a refinanszírozás biztosítása mellett – korlátozott mértékben, korlátozott ideig részlegesen hitelkockázatot is átvállal a hitelintézetektől. Ezzel, valamint az intézményi garancia díja 2,5 százalékból maximált kamatmarzson felüli felszámításának lehetővé tételével az MNB a közepes hitelkockázatú KKV-k hitelhez jutását kívánta elősegíteni.

Miután szeptember végén az NHP második szakaszának 1000 milliárd forintos keretösszege kimerült, a hitelintézetek és a vállalkozások részéről mutatkozó jelentős keresletre tekintettel az MNB lehetővé tette, hogy a hitelintézetek az NHP+-ban allokált keretük még fel nem használt részét év végéig az NHP keretében, annak feltételei szerinti hitelek nyújtására is fordíthassák. A hitelintézetek visszajelzései alapján várhatóan ez az 500 milliárd forintos keretösszeg is felhasználásra kerül 2015 végéig. A program második szakaszában a 2015. október 30-ig létrejött 1136 milliárd forintnyi szerződés összegének közel 96 százaléka új hitel, ezen belül az új beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 59 százalék. A fenntartható gazdasági növekedést támogató hitelállomány-növekedésnek ugyanakkor hosszabb távon jegybanki szerepvállalás nélkül kell megvalósulnia. Az NHP az MNB átmeneti eszköze, amelyet ki kell vezetni, erre azonban csak fokozatosan kerülhet sor.

Annak érdekében, hogy a hitelpiac az NHP fokozatos kivezetése mellett is zavartalanul működjön, 2016 januárjától az MNB elindítja a Növekedéstámogató Programot (NTP). Ez két fő elemből áll: az NHP harmadik szakaszából, és a több különálló, hitelezést segítő, pozitív ösztönzőként szolgáló eszközökből felépülő Piaci Hitelprogramból (PHP). Az NHP két – 300-300 milliárd forintos keretösszegben meghirdetésre kerülő – pillérből álló harmadik, kivezető szakaszában 2016. január elejétől 2016. december végéig lesz lehetőségük a bankoknak hitelszerződéseket kötni a KKV-kal. Az első pillérben a korábbi két szakaszhoz hasonlóan forintban érhető el finanszírozás, de a korábbiaknál korlátozottabb összegben és célokra. A második pillér keretében az MNB szintén 0 százalékos kamattal nyújt forinthitelt a hitelintézeteknek, de új elemként ezt egy piaci árazású devizacsere-ügylet (CIRS) formájában euróra cseréli velük a devizatartalék terhére. Ezzel a jegybank a hosszú lejáratú devizafinanszírozásban megfigyelhető piaci torzulást kívánja kezelni. Az így megszerzett devizaforrást a hitelintézetek természetes devizafedezettel rendelkező KKV-k hitelezésére fordíthatják.

Az NHP fokozatos kivezetésével párhuzamosan az MNB bevezet egy új, a bankok piaci hitelezésre való átállását támogató, három részből álló intézkedéscsomagot is, a Piaci Hitelprogramot (PHP). Ennek keretében 1)

a jegybanksi eszköztár kiegészül a hitelezési aktivitáshoz kötött kamatcsere-ügylettel (HIRS) és a preferenciális-betét elhelyezési lehetőséggel; 2) kisebb felügyeleti tőkekövetelmény kerül kidolgozásra a fenntartható KKV hitelezést előtérbe helyező üzleti modellt alkalmazó bankok számára; 3) kialakításra kerül az MNB által a vállalati hitelinformációs rendszer, amely hatékony eszköz lehet a bankok számára a hitelezési kockázatok minél pontosabb feltérképezésében.

A hitelezési aktivitáshoz kötött kamatcsere-ügylet a bankok hitelezésből adódó kamatkockázatának kezelése révén, a kockázat jegybank általi részleges átvállalásán keresztül segíti a hitelezést. A HIRS ügyletek keretszáma 1000 milliárd forint, amelyek 2016-ban egy korlátozott időszakon keresztül, legfeljebb 3 éves futamidőn lesznek elérhetőek. Az igénybevétel feltétele, hogy az ügyletek futamideje alatt a bankok évente az igénybevett volumen negyedével, azaz teljes kihasználtság esetén 250 milliárd forinttal növeljék KKV-hitelállományukat. Ezt egészíti ki az összesen – 500 milliárd forintos keretösszegű – preferenciális betételhelyezési lehetőség, melynek keretében a bankok irányadó kamat mellett helyezhetik el tartalékkötelezettség feletti likviditásuk egy részét elszámolási számlájukon. Az NHP harmadik szakasza, illetve a hitelezési kamatcsere-ügyletekhez kapcsolódóan vállalt állománynövelés összességében mintegy 250-400 milliárd forinttal emelheti a 2016. évi KKV-hitelállományt, ami a vállalati és kiemelten a KKV-szegmensben évi 5-10 százalékos növekedésnek felel meg.

1.3. AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAM

Az MNB Monetáris Tanácsa 2014. április 23-i ülésén döntött az önfinanszírozási koncepcióról és a monetáris politikai eszköztár ehhez kapcsolódó megújításáról. A program célja, hogy a bruttó külső adósság mérséklésén keresztül csökkenjen az ország külső sérülékenysége, illetve erősödjön a pénzügyi rendszer stabilitása. 2015-ben több, a programhoz kapcsolódó eszköztár-átalakítás történt annak érdekében, hogy a jegybank a banki forrásokat a sterilizációs eszközökből a nem-jegybanksi, fedezetként elfogadható eszközök (értékpapírok) felé terelje, ami a magyar értékpapírpiac sajátosságai miatt elsősorban állampapírokat jelent.

A Magyar Nemzeti Bank 2015. június 2-án jelentette be, hogy az önfinanszírozási program folytatása érdekében átalakítja monetáris politikai eszköztárát. A Monetáris Tanács döntése értelmében 2015. szeptember 23-ától a jegybank irányadó eszköze a kéthetes betét helyett a fix kamatozású **három hónapos betét** lett. A banki likviditáskezelést támogató eszközként a kéthetes betét is a jegybanksi eszköztár része maradt, azonban mennyisége fokozatosan korlátozásra kerül, és 2015. december 30-tól kezdődően állománya nem lehet magasabb 1000 milliárd forintnál.

Július 7-én a jegybank bejelentette, hogy az általa felkínált kamatcsere-eszközök 3 és 5 éves futamidejét **10 éves lejáratú IRS-ekkel** egészíti ki. Az első 10 éves lejáratú IRS tenderre augusztus 6-án került sor, lehetőséget adva a kereskedelmi bankoknak arra, hogy az eszköztár-átalakításhoz való alkalmazkodásuk során már az új, hosszabb futamidejű jegybanksi kamatcsere-eszközt is igénybe vehessék. A bankokkal való egyeztetést követően az MNB szeptember 8-án úgy döntött, hogy az **IRS** feltétel ellenőrzésének alapjául szolgáló rögzített bázisidőszakot **választható bázisidőszakos rendszerrel váltja fel**, azaz a bankok eldönthetik, hogy a 2014. január-márciusi, vagy pedig a 2015. március-májusi időszakot választják az IRS feltétel bázisául.

Szeptember 25-i hatállyal az MNB az önfinanszírozási program hatékonyságának növelése érdekében **25 bázisponttal lejjebb tolta a kamatfolyosót.** A kamatfolyosó alsó széle (az egynapos jegybanksi betét kamata) 125 bázisponttal a jegybanksi alapkamat alatt, míg a felső széle (az egynapos jegybanksi hitel kamata) 75 bázisponttal az alapkamat felett került meghatározásra (ezt megelőzően a kamatfolyosó az alapkamat körüli +/- 1 százalékpontos értékeket jelentette). Az 1,35 százalékos jegybanksi alapkamatból adódóan az új kamatfolyosó 0,1 százalékos egynapos jegybanksi betéti és 2,1 százalékos egynapos jegybanksi hitelkamatot eredményezett.

A kamatfolyosó lejjebb tolásának bejelentésével egyidejűleg a jegybank átalakította az egynaposnál hosszabb fedezett hiteleszközöket. A szeptember 30-i tendernaptól kezdve a hat hónapos fedezett hitel helyett **három hónapos futamidejű fedezett hitel**, a kéthetes fedezett hitel helyett **egyhetes futamidejű fedezett hitel** került meghirdetésre. A korábbi kéthetes hitel alapkamat feletti 50 bázispontos felára helyett az egyhetes fedezett

hitel igénybevétele után 25 bázispont felárat kell az alapkamat felett fizetniük a partnerbankoknak. A három hónapos hitelt a hat hónapos hitelhez hasonlóan változó áras tenderen hirdeti meg az MNB.

2015. október 6-án az MNB bejelentette, hogy a kötelező jegybanki tartalék választható tartalékrátás rendszerét — melynek keretében a bankok 2, 3, 4, illetve 5 százalékos tartalékráták közül választhatnak — 2015. december 1-jétől fix, minden bankra egységesen érvényes 2 százalékos tartalékrátával váltja fel. Az **egységes tartalékráta** alkalmazása közeledést jelent az Európai Központi Bank gyakorlatához.

1.4. A MAKROPRUDENCIÁLIS ESZKÖZTÁR VÁLTOZÁSA

Az MNB 2015. január 1-től új adósságfék szabályokat írt elő. A jövedeleमारányos törlesztőrészlet mutató (JTM) az adósok adózott, legális jövedelmének arányában korlátozza a vállalható törlesztési terheket, míg a hitelfedezeti mutató (HFM) a fedezet értékének arányában szab felső határt a felvehető hitelösszegnek. Az adósságfék szabályok – több piaci szereplő várakozásával szemben – éves összehasonlításban nem gyakoroltak érdemi negatív hatást a hitelezés alakulására, azonban a jövőben hatékony gátjai lehetnek a háztartások túlzott eladósodásának.

Az MNB 2015 első felében szorosan nyomon követte a forintosítás és az elszámolás kapcsán kidolgozott MNB rendeletek egységes alkalmazását. A szabályozás kapcsán érintett szereplőkkel (pl.: Igazságügyi minisztérium, elszámolásra köteles intézmények, követeléskezelők) folytatott folyamatos egyeztetések hozzájárultak ahhoz, hogy az elszámolási folyamat rendben lezajlott. A forintosítás következtében ugyanakkor a bankrendszer mérlegében jelentős forint lejáratú eltérés alakult ki, melynek kezelésére megkezdődött az ún. jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutató (JMM) kalibrációja és bevezetésének előkészítése.

A háztartási deviza jelzáloghitelek konverzióját követően a rendszerszintű devizális **likviditási kockázatok ismételt felépülésének megakadályozása érdekében az MNB indokoltnak tartotta a makroprudenciális célú szabályozói beavatkozást.** A bevezetésre kerülő eszközök a forintosítás után rendszerszinten kevésbé kockázatos irányba – a rövid devizaforrások leépítésére és a mérlegen belüli denominációs eltérés mérséklésére – ösztönözhetik a piaci szereplőket, illetve hozzájárulhatnak ahhoz, hogy a denominációs és lejáratú eltérésből fakadó kockázatok ne épüljenek fel ismételt. A kockázatokra adandó szabályozói válasz két pillérre, a deviza-finanszírozás megfelelési mutató (DMM) módosítására, valamint egy új, az eszközök és források denominációs eltéréséből eredő kockázatok kezelő előírás, a devizaegyensúly mutató (DEM) bevezetésére épül. A DMM esetében már nem lehet figyelembe venni a hosszú swapállományt stabil forrásként (közelítve ezzel a mutatót a Bázeli Bizottság által kialakított nettó stabil forrás-ellátottsági mutató (NSFR) koncepciójához), illetve az elvárt szint is 100 százalékra emelkedett. Mivel a DMM mutató – jellegéből fakadóan – nem tud hatni a mérlegen belüli denominációs eltérés teljes spektrumára, ezért a mérlegen belüli denominációs eltérésből és a túlzott swappiaci ráutaltságból eredő kockázatok kezelésére újfajta eszköz, a devizaegyensúly mutató (DEM) kerül bevezetésre. A DEM a mérlegen belüli denominációs eltérést mérlegfőösszeg-arányosan korlátozza 15 százalékban. Az új előírások 2016. január 1-től lépnek hatályba.

A problémás projekthitelek tartósan magas állománya és aránya kiemelt pénzügyi stabilitási kockázatokat hordoz, melynek kezelésére az MNB a rendszerkockázati tökepuffer bevezetése mellett döntött. Az addicionális tökepuffer a problémás állományok mérlegből való kitisztítására ösztönözheti az intézményeket, illetve annak elmaradása esetén növeli az érintett intézmények sokkellenálló képességét. Az eszköz megfelelően hosszú alkalmazkodási időszakot biztosítva 2017 januárjától kerül bevezetésre.

2. Makrogazdasági helyzetkép

2.1. INFLÁCIÓ

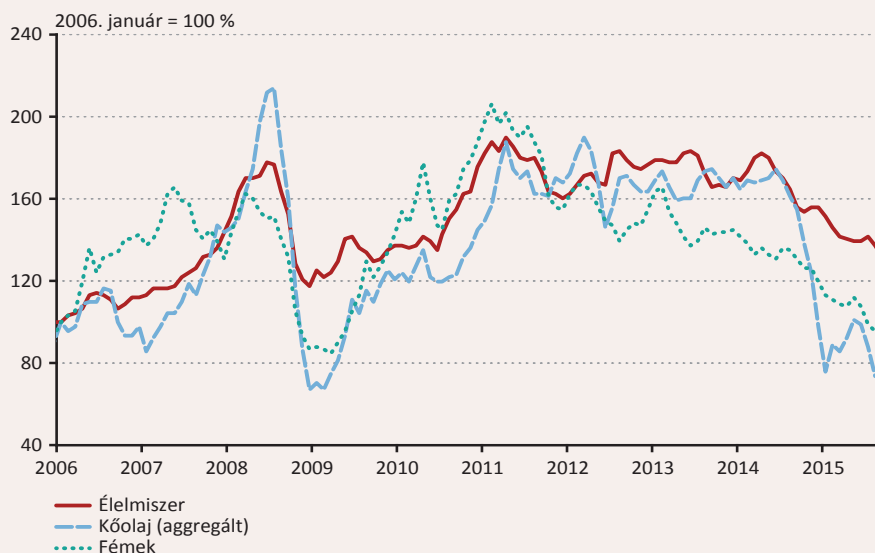
2015 első három negyedében az infláció jóval a jegybank 3 százalékos célja alatt tartózkodott. Az infláció alakulását a rendkívül visszafogott költségkörnyezet (olaj- és élelmiszerárak), az importárak, illetve a várakozások alakulása egyaránt befolyásolta. Az inflációs várakozások az előző év csökkenését követően 2015-ben érdemben nem változtak és alacsony szinten stabilizálódtak az év folyamán.

Nyersanyagárak

A nyersanyagárak továbbra is rendkívül visszafogott szinteken tartózkodnak, így általánosan visszafogott költségoldali inflációs nyomás volt tapasztalható az első három negyedévben (2.1.1. ábra). A mezőgazdasági termékek árai mérsékeltén alakultak, melynek háttérében főként a 2014-es év kiváló terméseredményei és a készletek magas szintje állhatnak. Az Európai Unió tagállamainak tejtermelését központilag szabályozó tejkvóta tavaszi hónapokban történő megszüntetésével erősödhetett a piaci verseny a nyár folyamán, mely érdemi árleszorító hatással bírt a tejtermékek körében. Emellett a tejtermékek áralakulására az orosz embargó meghosszabbítása is mérséklően hatott.

Az olajárak alakulását érdemi volatilitás jellemezte az év során. Bár a Brent olaj ára enyhén emelkedett nyár elején (60-65 dollár közelébe), az év második felében újból csökkent és októberben 50 dollár közelében ingadozott. Így összességében rendkívül visszafogott szinten tartózkodott, melyet kínálati és keresleti tényezők egyaránt magyaráznak. Kínálati oldalon érdemes kiemelni, hogy a kitermelés mind az USA-ban, mind az OPEC országokban historikusan magas szinten tartózkodott az elmúlt negyedévekben. Az iráni atomprogrammal kapcsolatos nyári megállapodás hosszú távon az olajkínálat további növekedéséhez vezethet, ezáltal hozzájárulhatott az újabb árcsökkenéshez. Emellett a gyenge keresleti környezet – főleg a fejlődő országok, illetve Kína lassulása – befolyásolta az olaj árának alakulását. A kínai kereslet lassulására utal, hogy a többi nyersanyag ára – például fémárak – is mérséklődött az év eleje óta.

2.1.1. ábra
Fontosabb nyersanyagárak alakulása
(USD-ben)

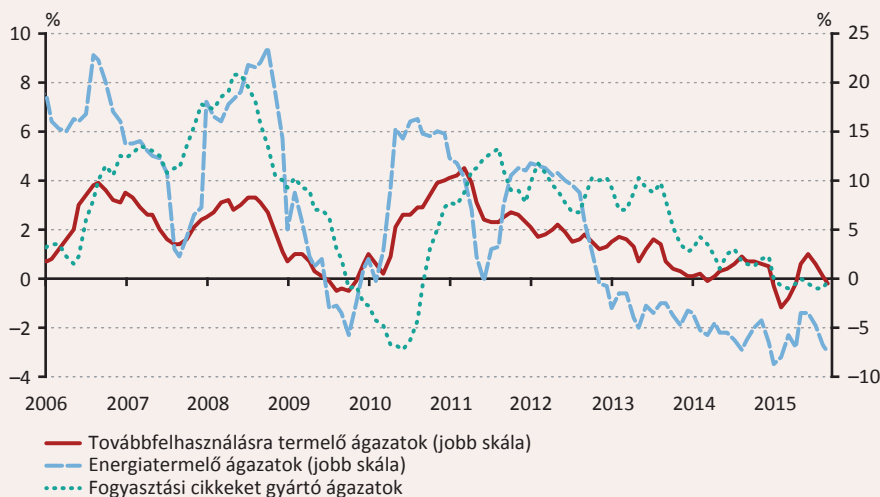


Forrás: IMF

Az ipari termelői árak a tavalyi év végén megfigyelhető árszinteken tartózkodnak és továbbra is visszafogott árdinamika jellemezte őket az elmúlt időszakban (2.1.2. ábra). Az energiatermelő ágazatok árának csökkenése folytatódott 2015-ben is, melyet az olajárak mérséklődése magyarázhat. A fogyasztási cikkek gyártó ágazatok árai összességében stagnáltak az előző évhez képest, míg a továbbfelhasználásra termelő ágazatok árai enyhén növekedtek. A hazai termelői árak tendenciája megfelelt az eurozónában megfigyelt folyamatoknak.

2.1.2. ábra

Az ipari termelői árak éves változása



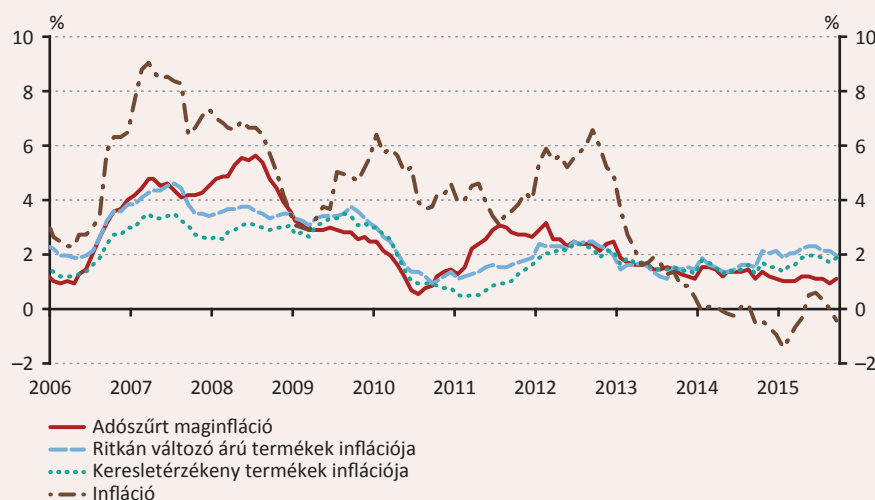
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Fogyasztói árak

Az infláció 2015 első három negyedévében mérsékelten, érdemben a 3 százalékos cél alatt alakult (2.1.3. ábra). Az első negyedévben historikusan alacsony szinten, még negatív tartományban tartózkodott a fogyasztóiár-index az olajárak 2014 év végi mérséklődése, illetve a hatósági energiaárak csökkentése következtében. Ezt követően a nyár eleji hónapokban ismét enyhén pozitív volt az infláció, majd újfent nulla százalék körül ingadozott. A mérsékelt inflációhoz a csökkenő nyersanyagárak, az alacsony importált infláció, illetve a mérsékelt szinten stabilizálódó inflációs várakozások egyaránt hozzájárulhattak.

2.1.3. ábra

Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása



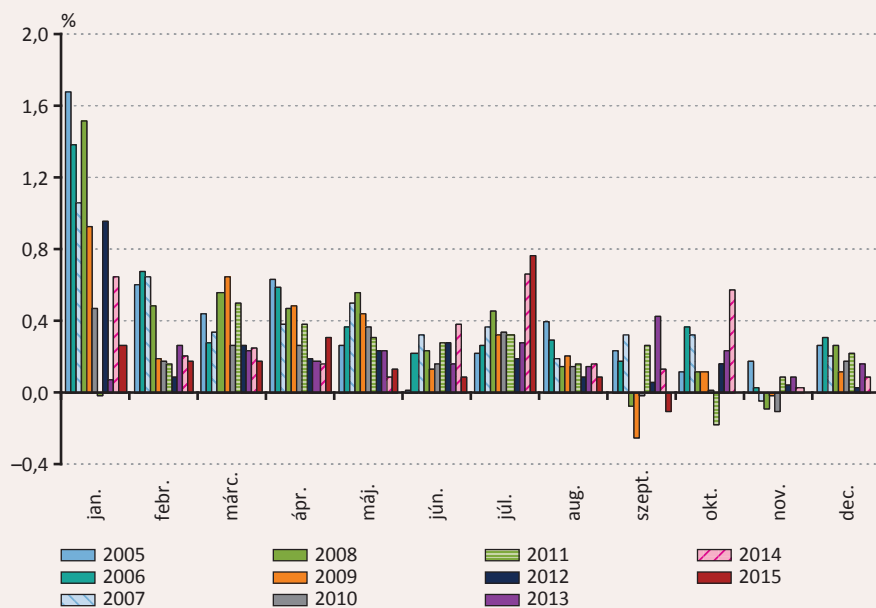
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Az inflációs alapfolyamat mutatók 2015 első negyedében enyhén emelkedtek a kereslet élénkülésével párhuzamosan, de továbbra is visszafogott szinteken alakultak (2.1.3. ábra). Az ezt követő hónapokban nem változtak érdemben az alapmutatók.

Az iparcikkek árai az elmúlt időszakban jellemző visszafogott ütemben növekedtek. 2014 decemberéhez viszonyítva a termékkör árindexe mindössze 0,6 százalékkal emelkedett, mely mögött az alacsony importált infláció árleszorító hatása húzódhat meg. A tartós termékek árai enyhén emelkedtek a tavalyi év végéhez képest, elsősorban a gépjárművek árnövekedésének következtében. A nem-tartós termékek inflációja összességében visszafogott maradt.

A piaci szolgáltatások körében a kereslet fokozatos élénkülése ellenére összességében mérsékelt árnövekedést tapasztaltunk 2015 első három negyedében (2.1.4. ábra). A termékkörre jellemző árazási gyakorlat alapján az év eleje a meghatározó a szektor inflációjának alakulása szempontjából. Januárban az előző évek azonos hónapjaihoz képest kisebb mértékű áremelkedés történt, így az éves infláció mérséklődött. Az év folyamán csak kisebb ármozgások voltak megfigyelhetők júliust és szeptembert leszámítva. Júliusban jelentősebb árnövekedés okozott a mobiltelefon és internet árak emelkedése. Szeptemberben mérséklődött az oktatás árainak növekedési üteme, melyhez statisztikai hatás is hozzájárult: a felsőoktatásban csökkent a költségtérítési hallgatók részaránya az előző tanévhez képest. Ennek következtében a termékkör éves inflációja mérséklődött.

2.1.4. ábra
A piaci szolgáltatások inflációja



Megjegyzés: szezonálisan nem igazított, adószűrt, havi változás
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

A feldolgozott élelmiszerek árdinamikája az év egészét tekintve visszafogott maradt, melyhez érdemben hozzájárulhatott az orosz embargó következtében megemelkedett kínálat. A termékkör árdinamikájában azonban további érdemi csökkenést figyelhettünk meg 2015 második negyedétől kezdődően az uniós tejkvóta eltörlése miatti árcsökkenés következtében. **A nem feldolgozott élelmiszerek árai emelkedtek az előző évhez viszonyítva** (2014 decemberéhez képest 8,9 százalékkal), döntően a szezonális élelmiszerek árnövekedései következtében (burgonya, friss hazai és déli gyümölcs).

Az üzemanyagárak 2015 első három negyedében összességében jelentősen mérséklődtek az előző év azonos időszakához képest. A termékkör árcsökkentését a forintban kifejezett olajárak mérséklődése magyarázza. Bár 2015 tavaszi hónapjaiban a forintban kifejezett üzemanyagárak enyhén emelkedtek, augusztus-szeptem-

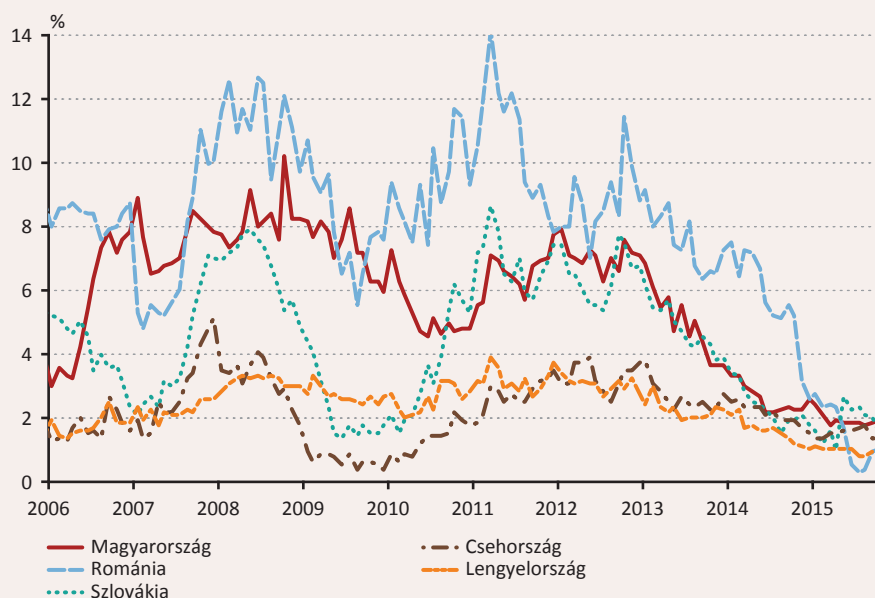
berben érdemben mérséklődtek a dollárban denominált Brent áralakulásával párhuzamosan. A harmadik negyedében már 15 százalékot meghaladó csökkenés volt megfigyelhető az előző év azonos időszakához képest.

A szabályozott árak esetében lényegi ármozgás nem volt megfigyelhető 2015 első három negyedében. A termékkör árindexe így továbbra is visszafogottan alakult. A szabályozott árú termékek inflációját számottevően befolyásolta a szabályozott energiaárak tavalyi érdemi csökkentése. Mindemellett az egyéb szabályozott tételek esetében is mérsékelt áralakulás volt megfigyelhető, csak egy-két tétel esetében volt jellemző nagyobb árváltozás.

Inflációs várakozások

A hazai lakossági inflációs várakozások a 2014. évi érdemi mérséklődést követően lényegében nem változtak 2015 első három negyedében és alacsony szinten stabilizálódtak (2.1.5. ábra). A hazai lakossági várakozások a tartósan alacsony inflációval rendelkező régiós országok, Csehország és Lengyelország szintjén tartózkodtak az elmúlt negyedekben. Az áfacsökkentés hatására Romániában mérséklődtek az inflációs várakozások, míg a lengyel háztartások várakozásai nem változtak. Szlovákiában enyhe emelkedés volt jellemző.

2.1.5. ábra
Inflációs várakozások a régióban

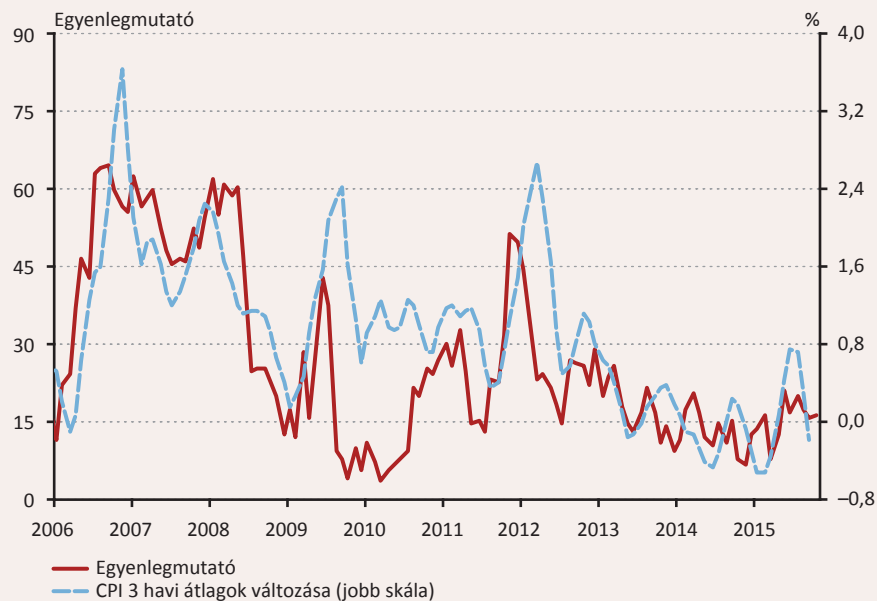


Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

A vállalati árazási gyakorlatot tekintve a kiskereskedelmi szektor értékesítési árai szolgálhatnak érdemi információval a fogyasztói árak rövid távú alakulását illetően. A szektor vállalatainak várakozásai az év folyamán rendkívül alacsonyan alakultak (2.1.6. ábra). Ez arra utalhat, hogy a költség- és keresletoldali tényezők továbbra sem jeleznek jelentősebb áremeléseket a következő hónapokban.

2.1.6. ábra

A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció



Megjegyzés: * Az egyenlegmutató az áremelkedésre számított aránya és az árcsökkenésre számított arányának a különbsége.
 Forrás: GKI, illetve KSH-adatok alapján MNB-számítás

2.1.1. szakmai cikk: Árfolyam és infláció – egy változóban lévő kapcsolat

Molnár György – Virág Barnabás

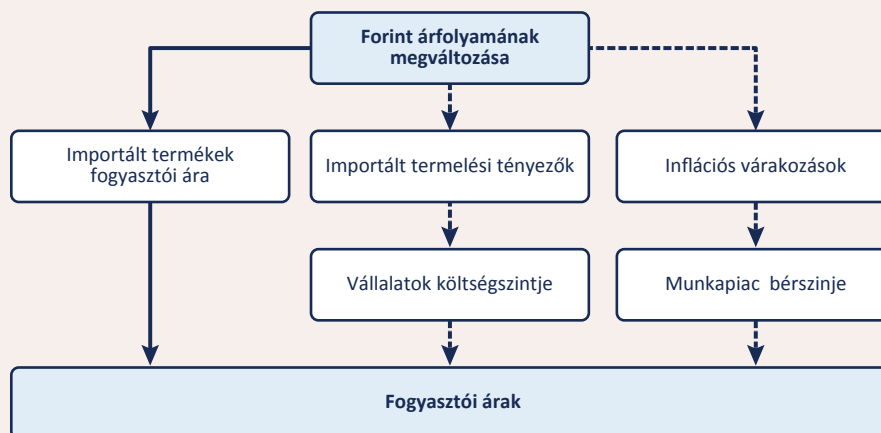
Az elmúlt években a világ számos gazdaságában az infláció jelentős csökkenését figyelhettük meg, aminek következtében az inflációs ráták általában a jegybanksi célok alatt, gyakran negatív tartományban is alakultak. A jegybankok ezen makrogazdasági helyzetre a monetáris kondíciók fokozatos lazításával reagáltak. Tekintve, hogy nyitott gazdaságokban – mint amilyen Magyarország is – az alacsonyabb kamatkörnyezet a nominális árfolyamokon keresztül emelheti az inflációt, ezért a jegybankok számára kiemelten fontos az árfolyam és inflációs közötti kapcsolat minél pontosabb és naprakészebb megértése. Alábbi elemzésünk e tekintetben mutatja be a legfrissebb hazai eredményeket.

A 2008/2009-es globális világgazdasági válság számos, az infláció alakulása szempontjából meghatározó – a válság előtt viszonylag stabilnak tűnő – makrogazdasági kapcsolatot megváltoztatott. Ha csak a legfontosabbakat akarjuk kiemelni, akkor ilyen lehet a pénzmennyiség alakulása és a fogyasztói infláció közötti kapcsolat megváltozása, a gazdaságok ciklikus helyzetének hatása az inflációra vagy éppen az devizaárfolyam-mozgásoknak a fogyasztói árakra gyakorolt hatásainak elmozdulása. Ezen változások nagyságának és az azt meghatározó tényezők tartósságának minél pontosabb feltérképezése kiemelten fontos feladat az inflációs célkövető rendszerben működő jegybankok, így a Magyar Nemzeti Bank számára.

Az árfolyam-begyűrzésről általánosságban

Az árfolyam elmozdulása különösen fontos a Magyarországhoz hasonló kis méretű, nyitott gazdaságok esetében, hisz az árfolyam megváltozása számos csatornán keresztül befolyásolja a fogyasztói árakat (1. ábra). A hatás egy része az importált fogyasztási cikkek drágulásán keresztül jelentkezik, másik része pedig közvetetten, a belföldi vállalatok termelési költségein keresztül hat az inflációra. Ezen kívül a növekvő importárak az importtermékekkel versenyző hazai termékek árazását is érintheti, további inflációs hatást generálva. Az árfolyam leértékelődésének hosszabb távon ún. másodkörös hatásai is lehetnek, azaz a magasabb infláció a bérekbe begyűrzve a fogyasztóiár-index további emelkedését eredményezheti.

1. ábra
Árfolyam csatorna működése kis nyitott gazdaságban



Az árfolyamváltozások fogyasztói árakba történő begyűrűzésének mértéke elméletileg 100 százalékos kellene hogy legyen, azonban az empirikus kutatások általánosan azt mutatják, hogy annak mértéke lényegesen kisebb. Ennek leginkább a gazdaságban jelenlévő ún. ragadósságok lehetnek az okai. Ezek olyan mechanizmusok, amelyek miatt az árfolyammozgásoknak a fogyasztói-árakra gyakorolt hatása nem azonnal vagy nem teljes mértékben jelentkezik, így az árak helyett a termelési és értékesítési láncban résztvevő piaci szereplők által alkalmazott felárak (ún. mark-up) alkalmazkodnak. Ennek mértékét a gazdaság alapvető strukturális és intézményi jellemzői határozhatják meg. Ilyen lehet a piaci verseny erőssége, az importhelyettesítésre képes ágazatok súlya, a visszatekintő árazási és bérezési döntések gyakorisága vagy éppen a szakszervezetek érdekérvényesítő képessége. Szintén az alacsonyabb begyűrűzés irányába hathat a fogyasztási adóztatáson belül alkalmazott fix összegű, tételes adók alkalmazása, vagy hatósági áras termékek magasabb súlyai.

Mit mutatnak a hazai adatok

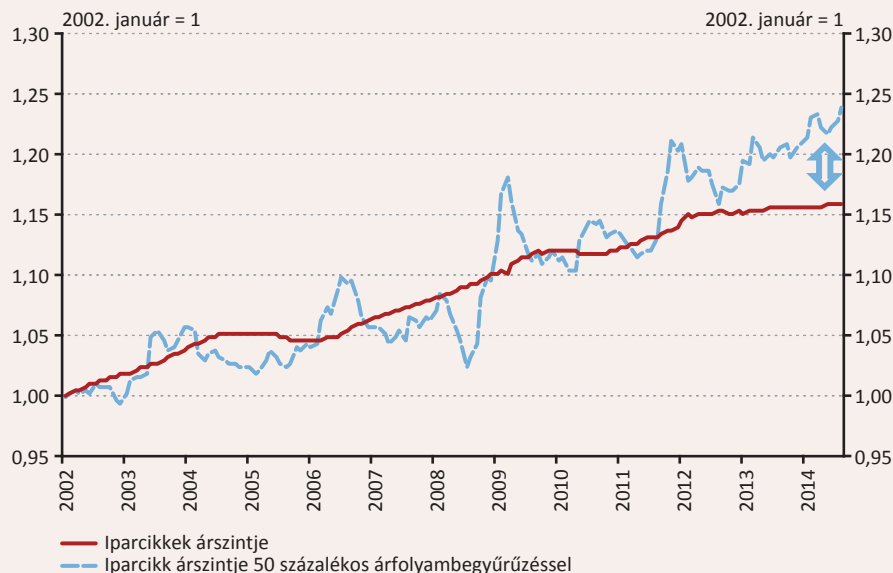
Hazai adatokat vizsgálva, a 2007-2008-as válság előtt időszakban két év alatt nagyjából az árfolyamgyengülés 30 - 40 százaléka jelenhetett meg a fogyasztói árakban, illetve a maginflációban. Azaz két éves horizonton 1 százalékos árfolyam értékelődés esetén 0,3-0,4 százalékkal nőtt az árszint. Az elmúlt időszakban viszont azt tapasztalhattuk, hogy az árak kisebb mértékben emelkedtek az árfolyam gyengülését követően, mint ami a válság előtt becsült összefüggésekből következne.

Ez a változás talán leglátványosabban a magas importhányaddal működő, így az árfolyam mozgásának leginkább kitett iparcikkek árazásában tetten érhető. A kapcsolat változását jól illusztrálja, hogyha összehasonlítjuk az eurozóna tagországok forintban számított (50 százalékos begyűrűzést feltételezve) iparcikk árszintjét a hazai árszinttel. 2010 előtt a két adatsor jól mozgott együtt, azonban az ezt követő időszakban a kapcsolat számottevően gyengült (2. ábra). Mindkét megfigyelés arra utal, hogy a válságot követő időszakra érdemes felülvizsgálni a korábbi ökonometriai becsléseket.

Aktuális becsléseink szerint (a részletes eredményeket egy közeljövőben megjelenő MNB tanulmány fogja bemutatni) **a középtávú (néhány év alatt jelentkező) árfolyam-begyűrűzés mértéke érdemben csökkent a 2008/2009-es válságot követően. Az árfolyam 1 százalékos megváltozása két éves időhorizonton a válság előtti érték kb. felének megfelelő mértékben (0,1-0,2 százalékkal) módosíthatja a fogyasztói árakat.** Az aktuális számítások megfelelnek a régió többi országában készített becsléseknek, míg a korábbi érték nemzetközi összehasonlításban inkább magasnak számított.

2. ábra
Iparcikkek árszintjének alakukása

(2002. jan. = 1)



Megjegyzés: Iparcikkek árszintje az eurozónában korrigálva a HUF/EUR árfolyammal (50 százalékos azonnali begyűréssel feltételezve, kék vonal) és az iparcikkek árszintje Magyarországon (sötét vonal).

Forrás: MNB-számítás KSH adatok alapján

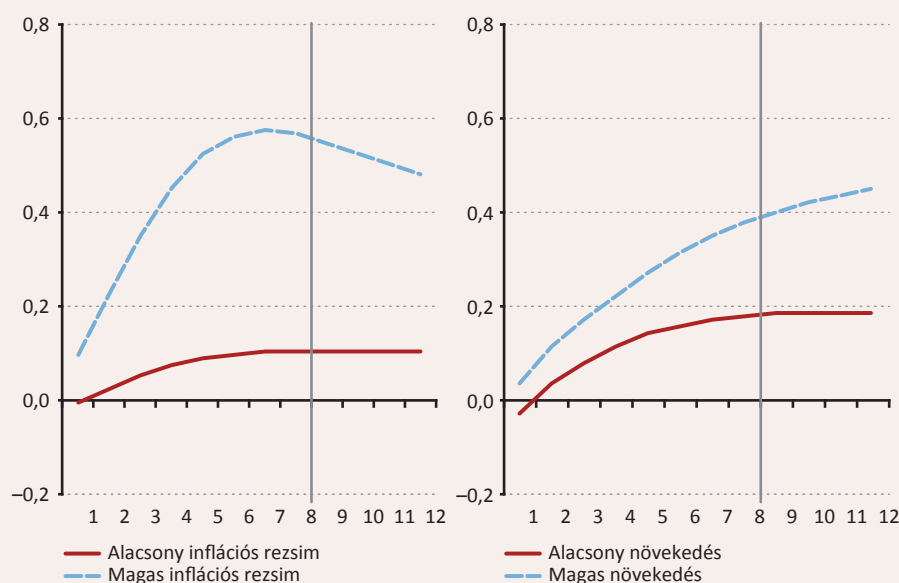
Az alacsonyabb árfolyam-begyűrés okai

A mérséklődő árfolyam-begyűrésre több okot is találhatunk. Ezek egy része ciklikus, más része hosszabb távú strukturális elmozdulások következménye.

- A recesszió során visszaeső **aggregált kereslet** (és ezzel párhuzamosan kinyíló kibocsátási rés) következtében a vállalatok kevésbé voltak képesek az árfolyam változását áraikban érvényesíteni.
- Ezen túl az **infláció általános szintjében** bekövetkező jelentős csökkenés is a begyűrés mérséklődését okozhatta. Az alacsonyabb inflációs környezetben a piaci szereplők (lakosság és vállalatok) várakozásai is csökkentek és összhangba kerültek a jegybank középtávú céljaival. Horgonyzott várakozások mellett a költségsokknak is kisebb az inflációs hatása, hisz az árazást meghatározó szereplők bízhatnak abban, hogy a jegybank középtávon biztosítja az inflációs környezet stabilitását.
- A válság éveiben megnövekedett **árfolyam-volatilitás** is befolyásolhatta begyűrést. Az árak kisebb mértékben reagálnak, amennyiben az árfolyam volatilitása nagyobb, hiszen ekkor átmenetinek ítélik meg a gazdasági szereplők az árfolyam elmozdulását, így ennek hatását a vállalatok nem építik az áraikba.
- Végezetül a kormányzati döntések a hatósági árak széles körében jelentkező **szigorodú árszabályozásokon** keresztül csökkentették az árfolyam fogyasztói árakra gyakorolt hatásait.

Az üzleti ciklus és az infláció szintjének árfolyam begyűrésre gyakorolt hatásai idősor-elemzési eszközökkel is igazolhatóak. Amennyiben a megfigyelt mintaidőszakunkat az infláció szintje és a keresleti feltételek függvényében felosztjuk, akkor egyértelműen érzékelhetővé válik az árfolyam hatásának eltérő viselkedése. **Az infláció alacsony szintje mellett az árfolyam begyűrés mértéke kb. negyede lehet a magas inflációs közegben jellemző hatásnak** (3. ábra, bal panel), míg a **visszafogott keresleti feltételek közel felére mérsékelhetik az árfolyam-begyűrés mértékét** (3. ábra, jobb panel).

3. ábra
Árfolyam begyűrűzés: rezsim és küszöbváltozó szerint



Megjegyzés: Küszöbváltozó (bal): Adószűrt maginfláció, Küszöbváltozó (jobb): GDP
 Forrás: MNB

Az ökonometriai vizsgálatok alapján megállapítható, hogy a válságot követően az árfolyam változásának fogyasztói árakba mutatott begyűrűzése a monetáris politika 1,5-2 éves időhorizontján számottevően csökkent. Tekintve, hogy a mérséklődés mögött részben ciklikus okok is azonosíthatóak, **így a kibocsátási rés záródásával az árfolyam begyűrűzés mértéke a jelenleg becsült 0,1-0,2 százalékos tartomány felső felében alakulhat.** Ugyanakkor figyelembe véve az árazási magatartásban az elmúlt években bekövetkezett strukturális jellegű változásokat (alacsony szinten horgonyzódó inflációs várakozások, szigorodó árhatósági viselkedés, rugalmasabb munkaerőpiac) **arra hosszabb távon is számíthatunk, hogy az forint/euró árfolyam inflációs hatása tartósan a válság előtt jellemző érték alá csökkent.**

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. június 24-én.

2.2. GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS

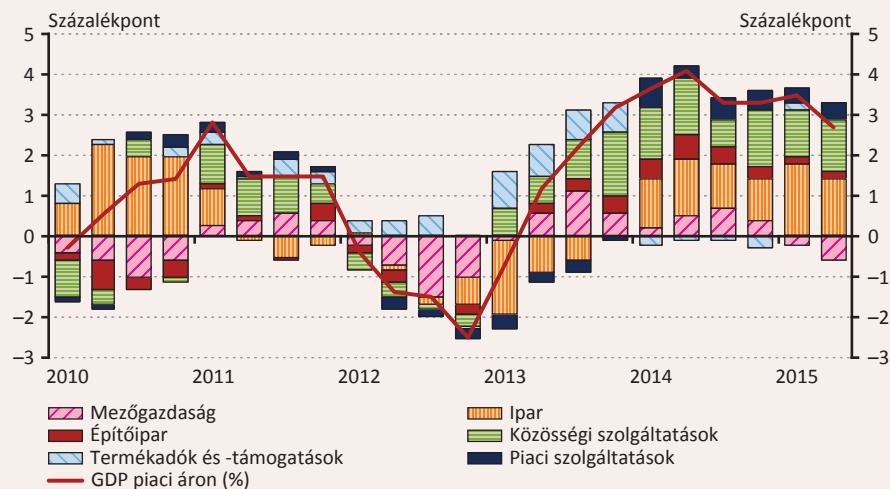
Termelés és potenciális kibocsátás

2015 első felében folytatódott a hazai gazdaság bővülése, átlagosan 3,1 százalékkal emelkedett a gazdaság teljesítménye az előző év azonos időszakához képest. A szolgáltatások esetében az első félévben a növekedés az ágazatok többségében megfigyelhető volt. A mezőgazdaság hozzájárulása a tavalyi év kiváló terméseredményének magas bázisa miatt az év első felében negatív volt.

2015-ben első felében az ágazatok széles körében folytatódott a hazai kibocsátás bővülése (2.2.1. ábra). Éves összevetésben a legnagyobb növekedést a feldolgozóiparban és az építőiparban tapasztalhattuk. A bruttó hazai termék bővüléséhez a feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások járultak hozzá a legjelentősebben. A növekedés üteme az első negyedévi emelkedést követően a második negyedévben lassult, amelynek hátterében elsősorban a mezőgazdaság teljesítményének csökkenése állhat. Ennek oka, hogy a tavalyi kedvező terméseredmények magas bázisa miatt a második negyedévben is negatív volt a mezőgazdaság növekedési hozzájárulása.

2.2.1. ábra

A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása

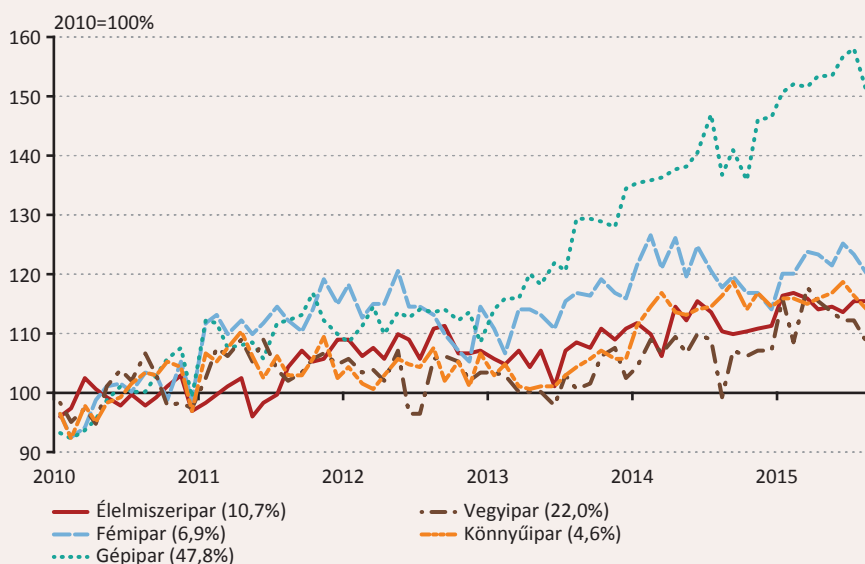


Forrás: KSH

Az ipar teljesítménye az első félévben jelentős mértékben járult hozzá a GDP növekedéséhez. A bővülést elsősorban a feldolgozóipar támogatta, melyben változatlanul a gépipar ágazat növekedése játszott szerepet. 2015 elején az egyik nagy autógyártó új modelljének bevezetésével számottevően élénkült a járműgyártás kibocsátása. Augusztusban lassult az ipar teljesítménye, mely a feldolgozóipari alágazatok többségében megfigyelhető volt. Ezzel összhangban az augusztusi áruexport is csökkent a korábbi hónapokhoz képest. Az augusztusi visszafogottabb kibocsátás mögött vélhetően a német külkereskedelem, valamint az ipari termelés jelentős lassulása állhat.

2.2.2. ábra

A feldolgozóipari alágazatok termelésének alakulása

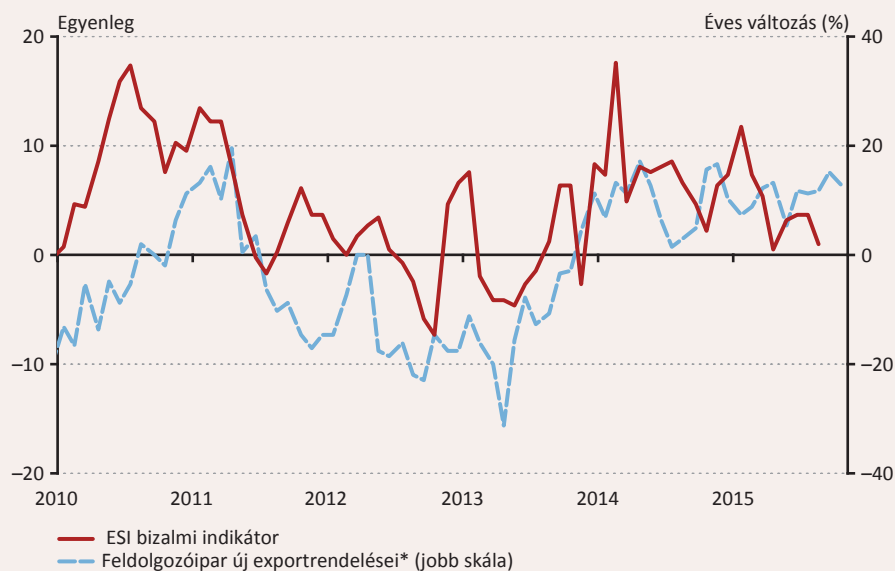


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok. A zárójelben az ágazatok súlya szerepel.

Forrás: KSH

Az előretekintő indikátorok összességében a termelés rövid távú lassulására utalnak 2015 végén (2.2.3. ábra). Az euróövezet konjunkturális alapfolyamatait jelölő Eurocoin indikátor értéke szeptemberben érdemben nem változott az előző hónaphoz képest, hasonlóan a magyar ESI mutató értékéhez. Ugyanakkor mind a hazai, mind a német ipari rendelések csökkentek az előző hónaphoz képest, ezen kívül az új exportrendelések is mérséklődtek, amit a gyengébb német ipari teljesítmény magyarázhat.

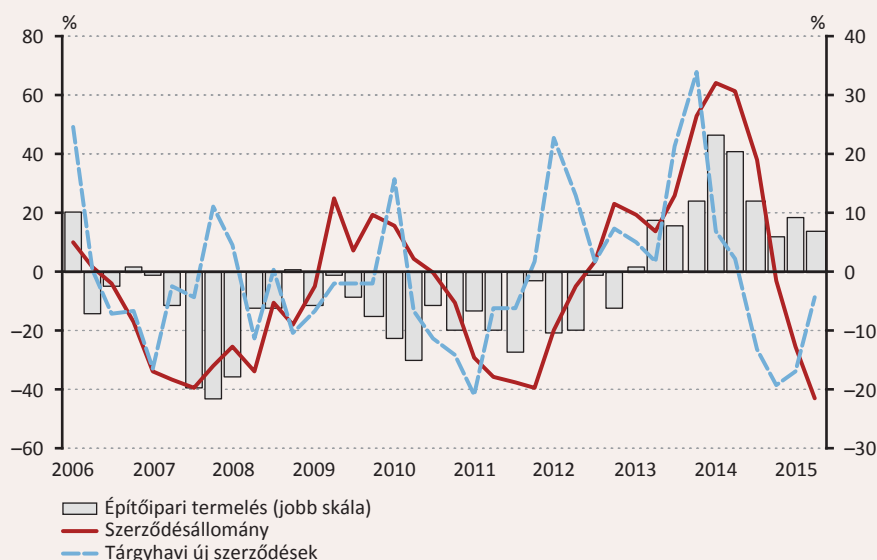
2.2.3. ábra
Ipari konjunktúraindikátorok alakulása



Megjegyzés: *Háromhavi visszatekintő mozgóátlag.
Forrás: Európai Bizottság, KSH

Az építőiparban lassuló növekedés volt megfigyelhető az év első két negyedében (2.2.4. ábra). A kibocsátás az év első felében növekedett a szerződésállomány tavalyi év második felétől tartó visszaesése ellenére. Augusztusban már csökkent az építőipar termelése a korábbi hónapokhoz képest. Az épületek építésének visszaesését elsősorban az ezeken végzett szak- és szerelőipari munkák csökkenése okozta, az egyéb építmények

2.2.4. ábra
Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása



Forrás: KSH

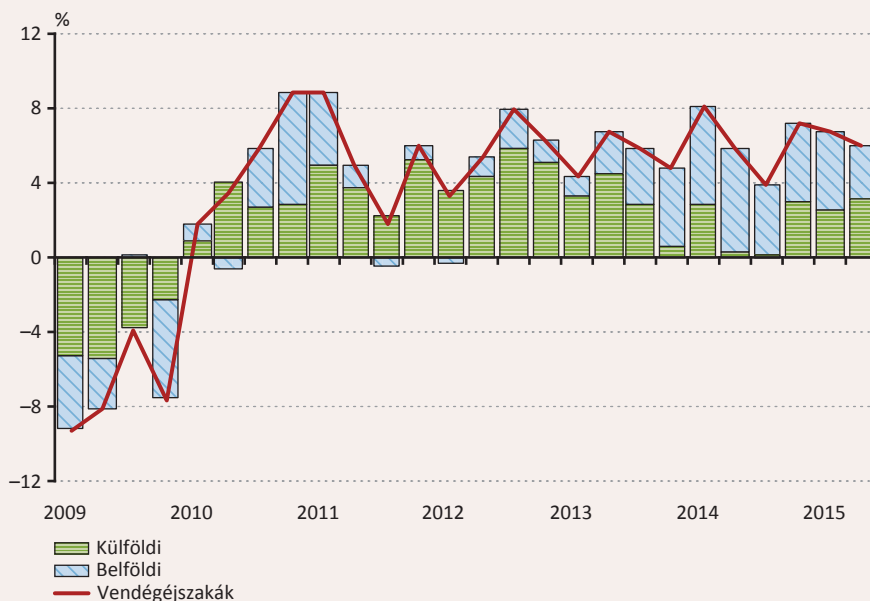
építésének mérséklődése mögött az állhat, hogy a korábbi időszakokban a közlekedési infrastruktúra fejlesztésén végzett nagy értékű munkák jelentős része befejeződött. A csökkenő szerződésállomány és a 2007–2013-as uniós költségvetési ciklus forrásainak fokozatos kifutása következtében a szektor kibocsátásának csökkenése várható az idei év második felében.

A tavalyi év kiváló terméseredményének magas bázisa miatt az év első felében negatív volt a mezőgazdaság becsült hozzájárulása a növekedéshez. Az ágazati hozzáadott érték ingadozásaiban meghatározó gabonafélék közül az őszi búza termése enyhén elmaradt a tavalyitól. A kukoricatermést illetően az aszályos, száraz időjárás következtében közel 30 százalékos termés-csökkenés várható.

A szolgáltatások hozzáadott értéke éves összevetésben tovább bővült az első két negyedévben, mely az ágazatok többségében jellemző volt. A kiskereskedelmi értékesítések stabilan növekedtek 2015 folyamán. A félíg tartós termékek értékesítéseinek érdemi bővülése mellett a tartós és nem tartós termékek eladásai is növekedtek. A mérséklődő üzemanyagárak keresletélénkítő hatása érdemben emelhetette az üzemanyag-forgalmat és a termékek szélesebb körében is hozzájárulhatott a kereslet növekedéséhez.

A vendéglátás és turizmus ágazatok hozzáadott értéke a 2015-ben számottevően növekedett (2.2.5. ábra). A vendégéjszakák száma az év első felében 6,7 százalékkal bővült éves összevetésben. Az élénkülő idegenforgalom részben a háztartások javuló jövedelmi helyzetére, valamint a hazai turizmust élénkítő, bérén kívüli juttatások növekvő felhasználására vezethető vissza. A külföldiek által eltöltött vendégéjszakák száma szintén érdemben hozzájárult a szektor bővüléséhez. A kereskedelmi szálláshelyek forgalma élénk bővülést mutatott az elmúlt két negyedévben is.

2.2.5. ábra
Vendégéjszakák éves változása



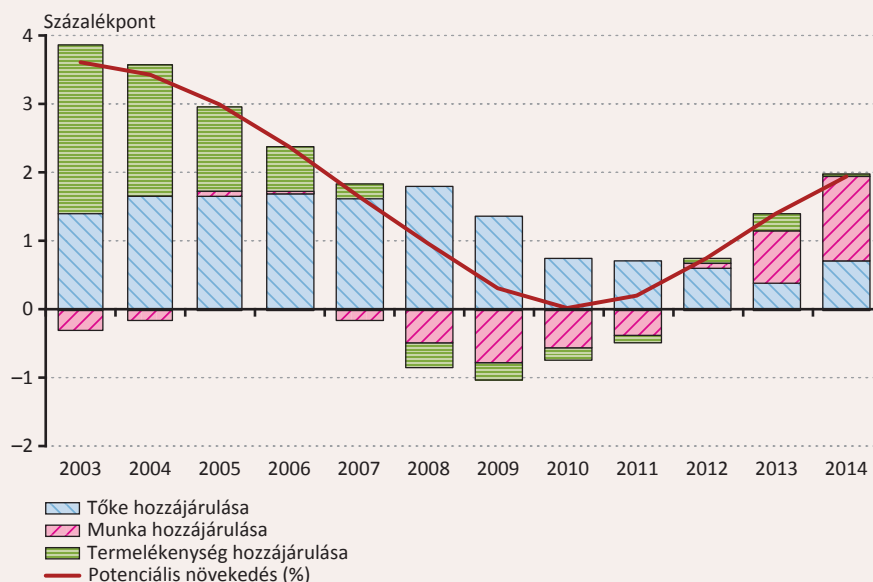
Forrás: KSH

A pénzügyi ágazat kibocsátása visszafogottan alakult a csökkenő hiteállománnyal összhangban. A második negyedévben mérséklődött az ágazat kibocsátása.

A kereslet bővülésével párhuzamosan a potenciális növekedés is élénkülhetett 2015 folyamán, és 2 százalék körül alakult (2.2.6. ábra). A javuló keresleti kilátások következtében erőteljesen bővülő beruházások érdemben hozzájárultak a gazdaság termelő kapacitásainak növekedéséhez. Emellett a kedvezőbb elhelyezkedési kilátások ösztönözhetik az ún. „reményvesztett munkanélküliek” visszatérését a munkapiacra. Ezáltal hozzájárulhattak a hosszú távú munkanélküliség mérséklődéséhez, és oldhatták a munkakereslet és -kínálat szerkezeté közötti

feszültségeket. A termelékenység javulását az élénk beruházási aktivitás mellett az oldódó finanszírozási korlátok is támogathatták.

2.2.6. ábra
A potenciális kibocsátás éves változása



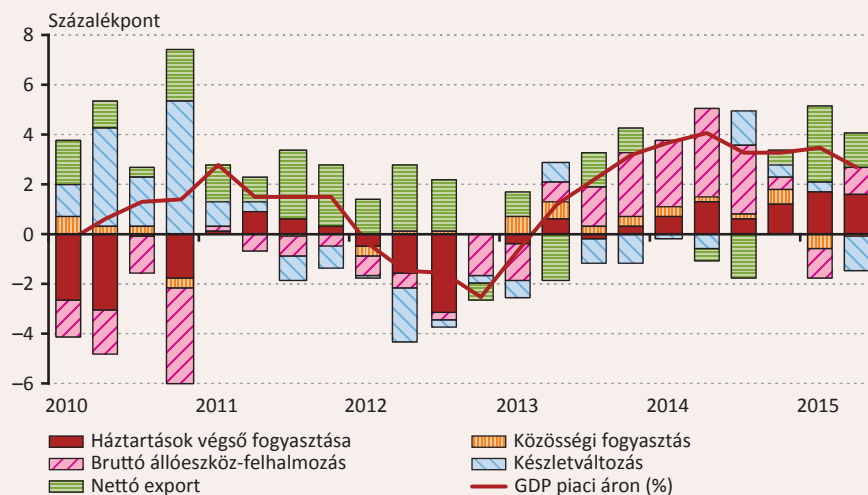
Forrás: MNB

Aggregált kereslet

Kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódott a hazai gazdaság bővülése 2015 első felében. A fogyasztás bővülése érdemben járult hozzá a belső kereslet növekedéséhez. Az export erősödése következtében a nettó export is pozitívan járult hozzá a növekedéshez.

2015 első felében kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódott a növekedés, hasonlóan az elmúlt évben megfigyelt tendenciákhoz (2.2.7. ábra). Az első negyedévi 3,5 százalékos éves növekedést a második negyedévben némileg lassabb dinamika követett, 2,7 százalékkal bővült a bruttó hazai termék. A belső kereslet oldaláról a fogyasztás volt meghatározó, emellett a nettó export is pozitívan járult hozzá a növekedéshez.

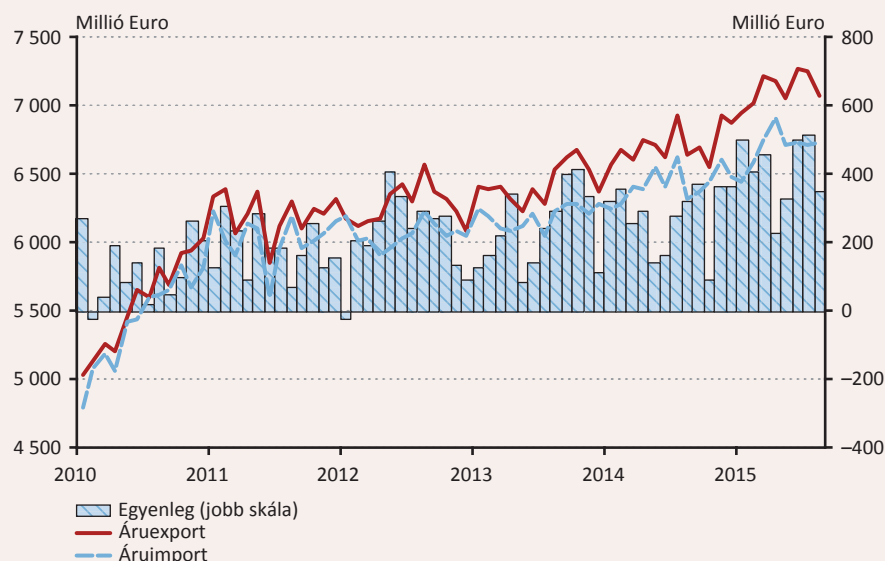
2.2.7. ábra
A GDP éves változásához való hozzájárulás



Forrás: KSH

Az áru- és szolgáltatásexport számottevően növekedett (2.2.8. ábra). A szolgáltatásexport bővüléséhez a turisztikai kereslet élénkülése, a szállítási és egyéb üzleti szolgáltatások emelkedése egyaránt hozzájárult. Azonban a július-augusztusi adatok alapján az áruexport csökkent a korábbi hónapokhoz képest. **Az első két negyedévben az import növekedése elmaradt a kivitel gyorsulásától**, amelyben a magasabb importigénnyel rendelkező beruházások dinamikájának lassulása is szerepet játszhatott. A beérkezett adatok alapján a külkereskedelmi többletünk tovább emelkedett az első félévben, azonban augusztusban jelentős csökkenés következett be a korábbi szintekhez képest.

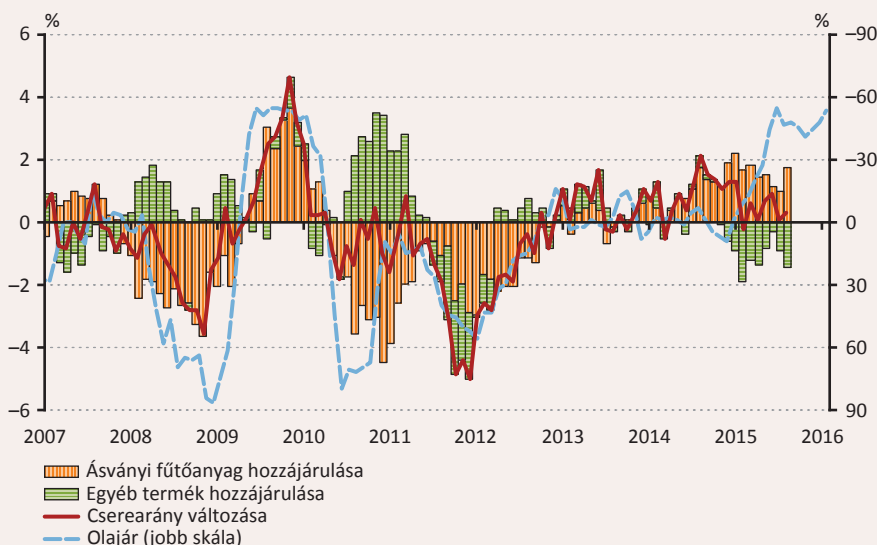
2.2.8. ábra
A külkereskedelmi termékforgalom alakulása



Forrás: KSH

2015 első felében a cserearány javult, ugyanakkor a nyári hónapokban a javulás mértéke lassult (2.2.9. ábra). Mivel Magyarország nettó energiaimportja számottevő mértékű, ezért a cserearány alakulásában meghatározó szerepet játszik az energiahordozók vilápiaci árának alakulása. Az olaj árának utóbbi időszakban bekövetkező csökkenése a cserearány javulása irányába hatott.

2.2.9. ábra
Az áruforgalmi cserearány és az olajár alakulása



Megjegyzés: Az ábrán az olajár fél éves késleltetése szerepel (fordított skálán). Éves változás.

Forrás: IMF, KSH

A háztartások fogyasztási kiadásának növekedése 2014-et követően idén tovább folytatódott. A jövedelmi folyamatok érdemben javultak 2015 első felében, összhangban a javuló munkaerő-piaci feltételekkel és az alacsony inflációval. A kiskereskedelmi forgalom dinamikája fokozatosan gyorsult 2015-ben a fogyasztás tartós élénkülése és az online pénztárgépek bevezetéséből adódó gazdaságfehéredés hatásának következtében.

A megtakarítási ráta a tavalyi év végéhez hasonlóan magas maradt az idei évben is, azonban az óvatossági célú megtakarítások fokozatosan oldódhatnak. A megtakarítási ráta mérséklődését több tényező támogatja, többek között a munkanélküliség csökkenése, valamint a lakossági devizahitelek forintosítása révén csökkenő árfolyamkockázat. Az élénkülő fogyasztási szándékot jelezheti a fogyasztói bizalmi index magas szinten való stabilizálódása.

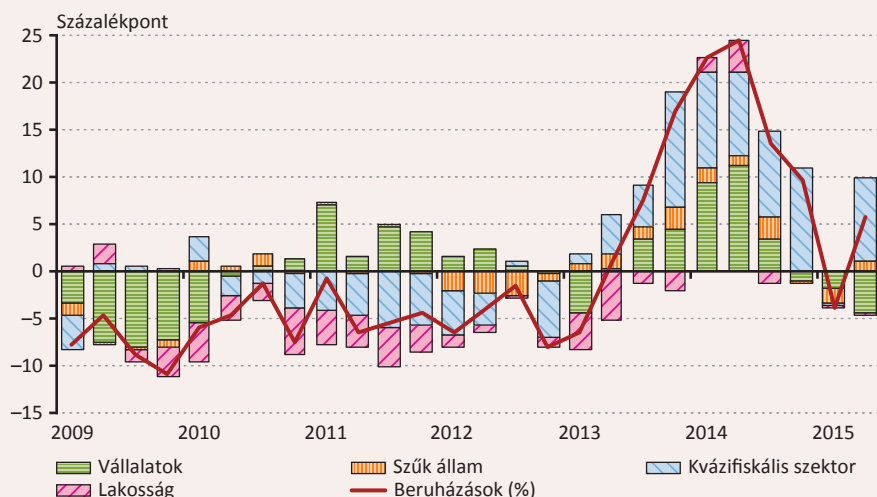
Bár a nemzetgazdasági beruházások volumene az első negyedévben mérsékelt maradt, a második negyedévben ismét bővült (2.2.10. ábra). Az ágazati megoszlást tekintve az első negyedévi széles körű mérséklődést követően a második negyedévben heterogén volt a teljesítmény. A növekedést elsősorban az állami és kvázifiskális szektorok bővülő beruházásai támogatták, melyet az uniós források beruházási hatása magyarázhat. A belső és külső piacokra termelő vállalati kör beruházási aktivitása visszafogott volt, míg a lakosságé stagnált.

A vállalati kör beruházásainak visszafogott alakulását főként a külső piacra termelő vállalatok, kisebb mértékben a belföldre termelő ágazatok okozták. A külső piacra termelő szektorok csökkenő beruházási teljesítménye az ágazatok széles körében megfigyelhető volt. Számottevő lassulás történt a feldolgozóiparban, illetve a mezőgazdaságban is. A feldolgozóiparban a korábbi időszak nagyberuházásainak tovaggyűrűző hatásának kiesése magyarázhatja a visszaesést. A mezőgazdaság esetében a csökkenést a korábbi évek Növekedési Hítelprogramból (NHP) megvalósuló beruházásai miatti magas bázis magyarázza.

Az államhoz kötődő ágazatok beruházási aktivitását az idei évben is az EU-források felhasználása alakította. Az állami szektoron belül valamennyi alágazat (közigazgatás, oktatás, egészségügy) teljesítménye nőtt. A jelentős uniós forrásfelhasználás következtében a kvázifiskális ágazatok (szállítás-raktározás, vízgazdálkodás, energetika) is széles körben bővültek.

A háztartások beruházási aktivitása fokozatosan veszített dinamikájából 2015 első felében, amely összhangban volt a lakásépítések visszafogott alakulásával. Ugyanakkor a szerződésállomány jelentős bővülése alapján a második félév során ismét élénkülhetnek a lakásépítések. Bár a lakásárak továbbra is elmaradnak a válság előtti szintjüktől, a lakáspiaci forgalom emelkedésével összhangban érdemi növekedést mutattak az új és használt lakások árai.

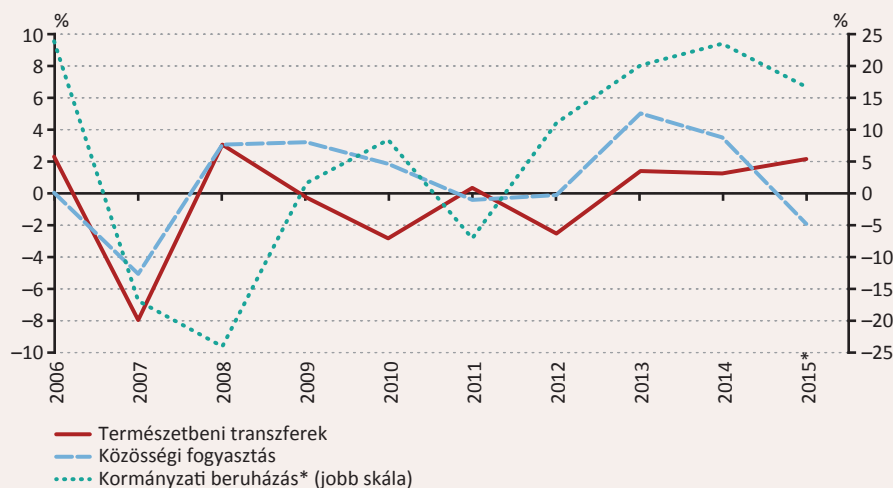
2.2.10. ábra
Szektorok hozzájárulása a nemzetgazdasági beruházások éves változásához



Forrás: KSH

Az állami keresletet 2015 első felében az alacsony államháztartási hiányra fókuszáló fiskális politika határozta meg (2.2.11. ábra). A kormányzati fogyasztás a GDP arányában a 2014-ben mért 21,8 százalékról 2015 első felében 21,2 százalékra mérséklődött, míg a kormányzati beruházások GDP-arányos szintje ugyanezen időszak alatt a GDP 5,3 százalékáról 5,7 százalékra emelkedett. A közösségi fogyasztás az idei első félév során 2 százalékkal maradt el a tavalyi év azonos időszakához képest. A kormányzattól származó transzferek emelkedése folytatódott a második negyedévben, így az idei első félév során 2,2 százalékos bővülés volt megfigyelhető a természetbeni társadalmi juttatások szintjében.

2.2.11. ábra
A kormányzati fogyasztás és beruházás volumenének éves változása



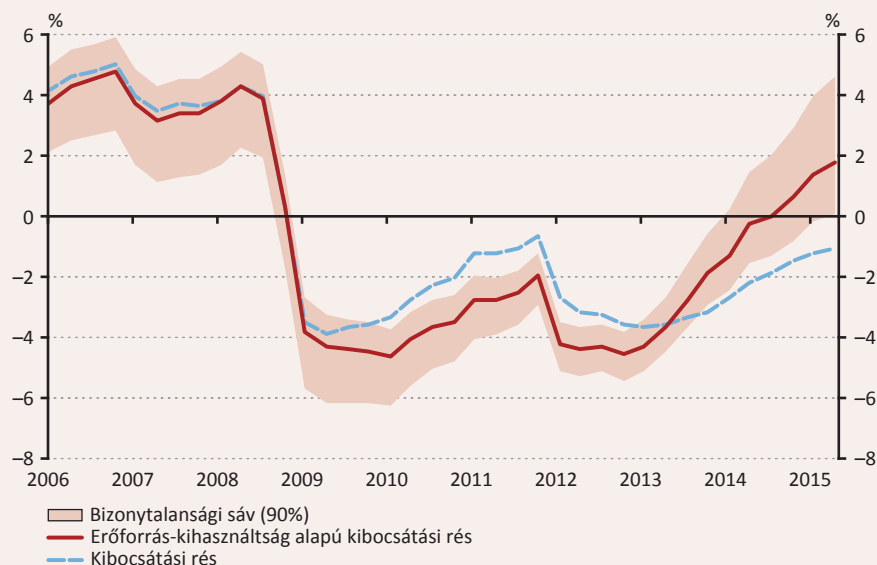
Megjegyzés: *2015 első félévére számolt éves változás.

Forrás: KSH, MNB

A nemzetgazdasági készletváltozás 2015 első felében negatívan hatott a gazdaság teljesítményére. Bár az első negyedévben a készletek a feldolgozóiparban és a kereskedelembe nővekedtek, a második negyedévben jelentősebb csökkenés történt. A mérséklődést a mezőgazdasági teljesítmény visszaesése, illetve a gáztározók tavalyinál lassabb feltöltése magyarázhatja.

Bár folytatódott a gazdaság bővülése 2015 első felében, **a gazdaságot továbbra is érdemi szabad kapacitások jellemezték** (2.2.12. ábra). Így a reálgazdaság felől jelentkező inflációs nyomás az előző évhez hasonlóan mérsékelt maradhatott. A belső kereslet bár fokozatosan élénkül, továbbra is elmarad a válság előtti értékétől, így a hazai folyamatok változatlanul deflációs hatásúak. Emellett fellevevőpiacaink növekedése is elmarad potenciális szintjétől, így a külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül a hazai exportszektorban is szabad kapacitások vannak jelen. Ugyanakkor a vállalati felméréseken alapuló indikátorok érdemben javultak az első két negyedévben. Az indikátorok általában meghaladták a válság előtti szintjüket és historikus átlaguk felett alakulnak. A vállalatok egyre nagyobb arányban jelölik meg a keresletet mint termelést korlátozó tényezőt, illetve a munkaerőhiány is egyre inkább jellemző mint termelést korlátozó tényezőt. Ez arra utalhat, hogy a kihasználatlan kapacitások fokozatosan mérséklődhetnek a kereslet élénkülésével párhuzamosan. Azonban az indikátorok alapján a kapacitások javuló kihasználása elsősorban az inflációs nyomás szempontjából kevésbé meghatározó szektorok körében volt megfigyelhető.

2.2.12. ábra
Kibocsátásirés-mutatók



Megjegyzés: Az erőforrás-kihasználtság alapú kibocsátási rés különböző vállalati kapacitáskihasználtságra vonatkozó indikátorok információit sűríti egyetlen indikátorba. A bizonytalansági sáv ezen becslés bizonytalanságát jeleníti meg. A módszertant bemutatja: Rác O. M. (2012): A gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése bizalmi indikátorok segítségével, MNB Szemle, 2012 június.

2.2.1. szakmai cikk: Az olajár-csökkenés színe és fonákja

Virág Barnabás

Az elmúlt hónapok egyik legnagyobb jelentőségű globális gazdasági eseménye az EKB elmúlt heti döntése mellett a világpiaci olajárak drasztikus csökkenése volt. A nyári hónapokig stabilan 100-110 dollár/hordó körül alakuló olajár 2014 végéig 60, majd az idei év első kereskedési napjaiban 50 dollár alá csökkent. Az árak számottevő esését látva joggal merülhet fel a kérdés, hogy az alacsony olajárak milyen hatást gyakorolhatnak a magyar gazdaságra. Egyes az elmúlt hetekben napvilágot látott elemzések egészen erős hatásokat is találtak, melyek következtében az idei évi növekedés akár a 2014-es kiemelkedő adatoknál is kedvezőbben alakulhat. De vajon valóban ennyire egyértelmű ennek a kérdésnek a megválaszolása?

Első nekifutásra a válasz egészen triviálisnak tűnik. Tekintve, hogy hazánk az energiahordozók piacán nettó importőr (a földgáz és kőolaj behozatali többlete megközelíti a GDP 6,5 százalékát), így a hazai gazdasági szereplők általánosan profitálhatnak az egyre olcsóbbá váló olajárakból. Alacsonyabb infláció, növekvő reáljövedelmek és vállalati jövedelmezőség, erősödő lakossági fogyasztás és vállalati beruházások, összességében nagyobb gazdasági növekedés lehet a végeredmény.

Normál esetben ezen megállapításokat követően hátradólva akár be is fejezhetnénk az elemzést. Azonban a globális gazdaságot 2008 óta jellemző feltételeket közel sem tekinthetők normálisnak, így az aktuális helyzetben is legalább két oldala van annak a bizonyos éremnek. Az egyéb csatornákon keresztül jelentkező hatások közül Európa induló inflációs és adóssághelyzetét, valamint az árcsökkenés miatt az exportőröknél jelentkező következményeket érdemes közelebbről is megvizsgálni.

Az európai gazdaságok nagy részében a globális válság előtt felhalmozott magas magán és/vagy államadósságokat az elmúlt 6 évben nem sikerült érdemben csökkenteni. Számos gazdaságban az állam eladósodottsága még emelkedett is. A magas adósságok változatlanul súlyos teherként jelentkeznek, erősen korlátozva a háztartások és vállalatok fogyasztási és beruházási hajlandóságát. Ezzel összhangban a csökkenő üzemanyagárak növekedés-élénkítő hatása

főként az alacsonyabb adósság-szinttel rendelkező gazdaságokban jelentkezhet, míg az eladósodottabbak esetében az olcsóbb tankolásból adódó többlet jövedelmek nagyobb részben megtakarításban csapódhatnak ki.

A globális olajárak csökkenésének tavaly őszi kezdetén az EU átlagos inflációs rátája nulla százalék közelében alakult, miközben a régió országainak közel egyharmadában már negatív tartományban alakult az árindex. A nyersanyagárak esésével ez a folyamat már rövid távon érdemben felerősödhet. Itt érdemes megemlíteni, hogy bár közel sem az olajhoz hasonló ütemben, de a világ áruipacain több termékcsoportban is csökkennek az árak, globálisan kedvező költségkörnyezetet eredményezve. Ezt a hatást már a decemberi adatok is megerősítették: a negatív átlagos inflációs ráta mellett, a tagállamok több mint felében regisztrálhattunk negatív árindexet. Természetesen itt jogosan merül fel az észrevétel, hogy az alacsonyabb költségek miatt negatív árindex ez esetben, egy „jó”, támogató deflációt jelezhet, hisz a fogyasztói árak csökkenése rövid távon élénkítheti a keresletet. Mint láthattuk magas eladósodottság mellett már ez az állítás sem igaz teljes mértékben, de tovább árnyalhatja a képet a másodkörös hatások fellépése. Ezek részben szintén összefüggenek a magas adósságokkal. Csökkenő árak esetén a – főként a hosszabb futamidejű, rögzített kamatszint mellett felvett – adósságok reálértéke emelkedhet, elnyújtva az adósságok leépítési kényszeréből adódó keresleti problémákat. Ráadásul az EU-s átlagban magas munkanélküliség és bizonytalan keresleti kilátások mellett a negatív tartományba süllyedő infláció a bértárgyalásokon is komoly érv lehet a bérek visszafogott emeléséhez, vagy szélső esetben akár még befagyasztásához is. Az adósságok növekvő reálértéke és a bérezésben megjelenő közvetett hatások hosszabb távon könnyen kiolthatják a kereslet rövid távú növekedését.

Végezetül fontos megemlíteni, hogy a csökkenő nyersanyag-áraknak az olaj-exportőr gazdaságokra is komoly következményei lesznek. A néhány hónap alatt drasztikusan átalakuló kőolajpiac a jelenlegi árszint tartós fennmaradása esetén komoly veszteségeket jelent az exportőr gazdaságok és költségvetéseik számára. Ez a hatás annál súlyosabb minél nagyobb az olaj és gázértékesítésből származó bevételek aránya az export- és költségvetési bevételeken belül, valamint minél magasabb a kitermelés ún. határköltsége. Természetesen a negatív következmények az ezen országokban magas exportkitettséggel rendelkező gazdaságokban is jelentkeznek.

Mindezen hatásokat mérlegelve mire számíthatunk hazánk esetében? Tekintve, hogy (1) az energiahordozók terén Magyarország az EU-n belül a GDP-hez mérve az egyik legmagasabb energiaimport-kitettséggel rendelkezik; (2) a válság kitörése óta az EU-s folyamatokkal ellentétben hazánk eladósodottsága – főként a magán szereplők esetében – érdemben csökkent; valamint (3) a már bejelentett több mint 3 százalékos minimálbér-emeléssel, és a 2014. évvel közel hasonló vállalati béremelési szándékokkal a munkapiacra keresztül jelentkező másodkörös hatások mérsékeltek lehetnek, így joggal bízhatunk benne, hogy a csökkenő üzemanyagárak az idei évben határozott támaszt nyújtanak a belföldi keresletnek. A képet árnyalja, hogy a magyar gazdaság jelentős közvetlen és a beszállítói kapcsolatokon keresztül közvetett oroszországi exportkitettséggel rendelkezik, így az orosz gazdaság gyengélkedése a hazai export-eladásokat is mérsékli. Azonban a kieső orosz export egy részét az EKB múlt héten bekövetkezett lazításával élénkülő európai – főként német export – kereslet is ellentételezheti, így összességében azért jó eséllyel az események napos oldalán maradhatunk.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaságban 2015. január 30-án.

2.2.2. szakmai cikk: Tartósan magas maradhat a megtakarítási rátánk

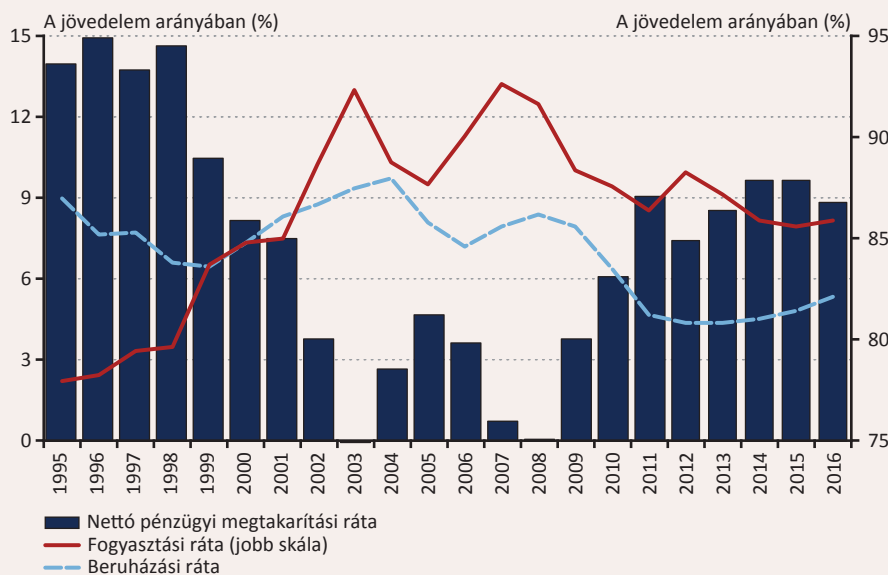
Kovalszky Zsolt

A válság előtt a hazai növekedési modell erősen a külső forrásokra támaszkodott. Ennek oka a költségvetés jelentős hiányai mellett a háztartások alacsony megtakarítási rátája volt. A válság után mindkét területen jelentős fordulat következett be. A konzervatív költségvetési politika mellett, a háztartási szektorban magas megtakarítási hányad alakult ki. A gazdaság finanszírozása így egyre inkább a belső megtakarításokon alapul. Az alábbiakban áttekintjük a háztartások magas megtakarítási rátáját meghatározó makrogazdasági tényezőket.

A válságot megelőző időszak adatait vizsgálva, megállapítható, hogy a hazai háztartások hosszú távú viselkedésére egy, a pénzügyi megtakarításokkal szemben erősen a fogyasztást és lakásberuházást előnyben részesítő magatartás volt jellemző (1. ábra). Ebben az egyre optimistábbá váló jövedelemvárakozások mellett fontos szerepe volt a folyamatosan lazuló hitelezési kondícióknak. Erős hitelkínálat mellett tartósan alacsony nettó pénzügyi megtakarítási ráta alakult ki.¹ Ez a költségvetés túlköltekezése mellett a külső makrogazdasági egyensúly megbomlását jelentette, hiszen jellemzően a háztartások megtakarításai finanszírozzák a vállalati beruházásokat és a költségvetés hiányát.

1. ábra

A lakossági jövedelmek felhasználása*



*Megjegyzés: a rendelkezésre álló jövedelem arányában. A háztartások nettó pénzügyi megtakarításait a magán-nyugdíjpénztárakba kötelezően befizetett járulékok nélkül vettük figyelembe

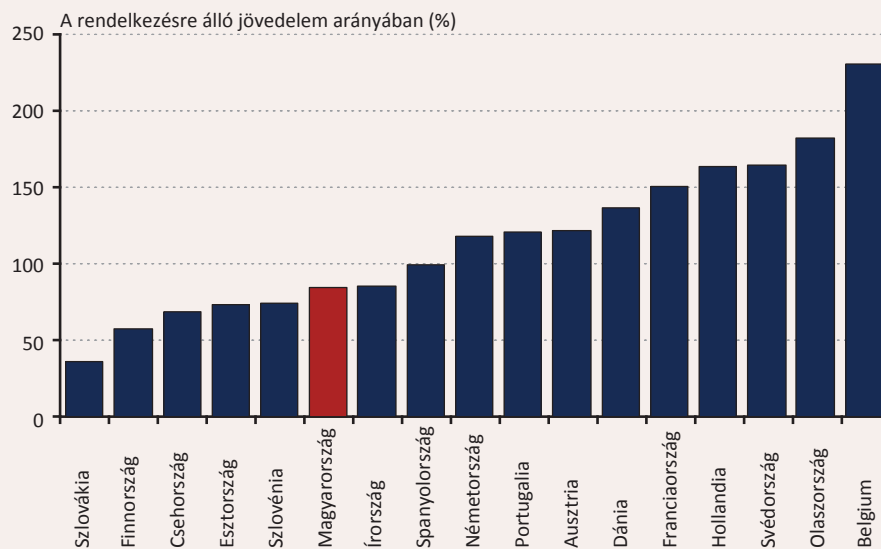
A válságot követően jelentős változásokat tapasztaltunk a háztartások megtakarítási hajlandóságában. A háztartások fogyasztási hányada (100 forint megszerzett jövedelemből a fogyasztásra költött rész) 85 százalék közelébe súlylyed, ami jelentős eltérés a válság előtti időszakhoz képest. A fogyasztás szintjében történt alkalmazkodás mellett a lakossági beruházások is számottevő mértékben csökkentek. A fogyasztási határhajlandóság csökkenése az átlagos pénzügyi megtakarítási ráta emelkedésében is tükröződött. **A válság óta a rendelkezésre álló jövedelmek arányában 9 százalék fölé emelkedett a megtakarítási ráta.** A lakosság nettó pénzügyi vagyona 2010 óta folyamatosan emelkedik, és az elmúlt években historikusan magas szinteket ért el, miközben a lakosság eladósodottsági mutatója a válság előtti évek szintjére süllyedt. A hazai lakosság GDP-arányos pénzügyi vagyonának tartós emelkedése ellenére európai viszonylatban még mindig relatíve alacsonynak számít, ugyanakkor a régiós versenytársainknál megfigyelt szinteket már meghaladja (2. ábra).

A megtakarítási hajlandóság elmúlt években megfigyelt növekedésében több tényező is szerepet játszott. Ezek egy része ciklikus természetű (rövidebb időhorizonton jelentkező), azonban számos strukturális (hosszabb távú) elmozdulás is megfigyelhető.

¹ A nyitó megállapítások Bethlendi András e témával foglalkozó munkájából származnak. A hitelezésnek a háztartások fogyasztási és megtakarítási döntéseire gyakorolt hatásairól átfogó képet nyújt a szerző „A hitelpiac szerepe a hazai háztartások fogyasztási és megtakarítási döntéseiben” című tanulmánya (Közgazdasági Szemle, LIV. évf., 2007. december).

A legfontosabb tényező, hogy a válság előtti években számos háztartás túladósodott. Ráadásul a devizahitelek kamatainak emelkedése és a forint gyengülése jelentősen növelte adósságterhüket. A lakosság adóssága mára érdemben mérséklődött, és a devizahitelek elszámolása is hozzájárult a tartozásállomány további jelentős csökkenéséhez. Ciklikus jelenséggént emelte a megtakarítási kedvet, hogy a válság során a foglalkoztatási és jövedelmi kilátások jóval bizonytalanabbá váltak. Ezért a háztartások óvatossági célú megtakarításokat halmoztak fel. A konjunktúra élénkülésével, a munkanélküliség tartós csökkenésével e szempontok az elmúlt időszakban fokozatosan mérséklődtek.

2. ábra
A lakosság GDP-arányos pénzügyi vagyona az európai országokban
(2013)



Ugyanakkor több strukturális tényező is arra utal, hogy tartósan emelkedhet a háztartások megtakarítási rátája a válság előtti periódushoz képest.

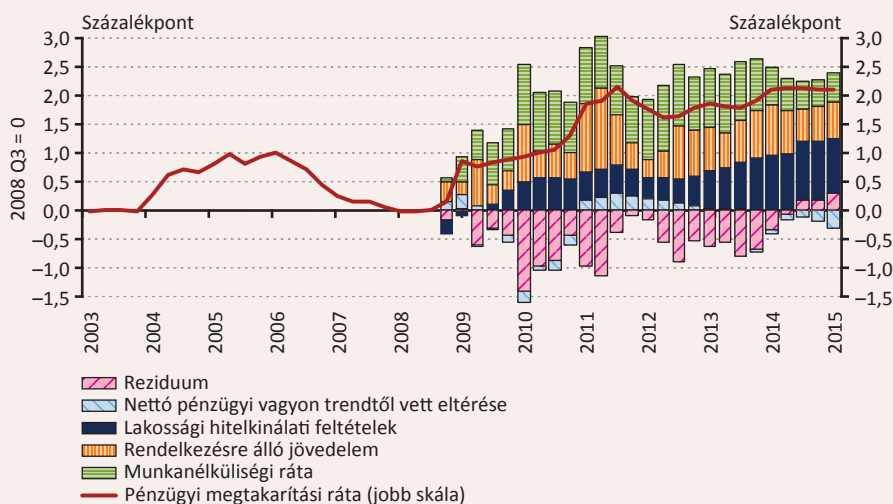
- A személyi jövedelemadó rendszer átalakítása csökkentette a munkajövedelmek adóterhelését, ami a magasabb elérhető nettó jövedelem révén a belföldi megtakarítások szintjét is emelheti.
- Másrészt a kormányzati intézkedések (pl. a munkanélküli segély időtartamának rövidítése, hosszabb távú megtakarítások adókedvezménye), valamint a **demográfiai trendek** (népesség fokozatos öregedése) is az **előtakarékosági motívumok tartós erősödése felé terelheti a háztartásokat**.
- Historikus tapasztalatok alapján, a **válságban a túlzott eladósodással kapcsolatban szerzett negatív tapasztalatok** tartósan, akár több generációra kiterjedően is **csökkenthetik a lakosság hitelfelvételi kedvét**.
- Végezetül a Magyar Nemzeti Bank döntéseivel összhangban változó szabályozói környezet (makroprudenciális szabályok bevezetése) **meggátolja a válság előtti túlzott és fenntartatlan eladósodás kialakulását**. A jövőben lakás vagy nagyobb értékű tartós fogyasztási cikkek vásárlása csak magasabb önerő, azaz magasabb megtakarítás mellett lesz kivitelezhető.

Ezen megállapításainkat empirikus vizsgálataink is alátámasztják. A háztartások nettó finanszírozási képességének emelkedése számos fundamentális tényezővel összhangban alakult. **A válság időszakában magas munkanélküliség és a hitelek ártértékelődése miatt mérséklődő pénzügyi vagyon érdemben emelte a megtakarítási hajlandóságot.** A válság előtt eladósodott háztartások jelentős része számára hosszú ideig fennállhatott a mérlegalkalmazkodási kényszer, valamint **a háztartások széles körében csak lassan oldódtak a válságot követően kialakult óvatossági motívumok**, ami magas szinten tarthatta a háztartások megtakarítási hányadát. A fogyasztók hitelkockázati étvágya a válság negatív tapasztalati miatt tartósan alacsony maradt, emiatt pedig visszafogottan alakult a hitelkeresletük, ami emelte a háztartások megtakarítási rátáját.

A hazai lakosság fogyasztási keresletében az elmúlt években érdemi fordulatot láthattunk és egyre nagyobb részben járul hozzá a GDP bővüléséhez. Az elmúlt két évben **a jövedelemi folyamatoknál mérsékeltebb fogyasztásbővülés** volt tapasztalható, ami elsősorban az utóbbi időben tapasztalt **magas megtakarítási rátával van összefüggésben.** A hazai lakosság jövedelemarányos pénzügyi vagyonának tartós emelkedése és a javuló munkapiaci folyamatokkal összhangban csökkenő munkanélküliség az utóbbi időszakban már nem emelte a lakosság megtakarítási rátáját. Ugyanakkor az emelkedő lakossági jövedelem folyamatosan növelte a belföldi megtakarításokat. **A gyenge hitelkereslet mellett a lakossági hitelfelárak magas szintje és a lassan enyhülő hitelezési feltételek a hitelkínálat oldaláról hatnak a magas megtakarítási ráta irányába** (3. ábra).

3. ábra

A lakossági pénzügyi megtakarítási ráta alakulása és fundamentális tényezők szerinti dekompozíciója*



* Az ábrán szereplő értékek az egyes változók sztemenderizált értékeit mutatják.

A lakossági szektor szegmentáltsága alapján a háztartások bizonyos körében továbbra is jelen lehetnek óvatossági motívumok. Az MNB aktuális (a szeptemberi Inflációs Jelentésben publikált) előrejelzése arra számít, hogy **a lakossági adósságleépítés a korábbiaknál enyhébb ütemben folytatódik**, valamint **a devizahitelek forintosítása** érdemben csökkentheti a háztartások árfolyamra való érzékenységet, ami **az óvatossági megfontolások mérséklődéséhez és a mérlegalkalmazkodási kényszer oldódásához is hozzájárul.** Így előrejelzési horizontunkon az emelkedő reáljövedelmek mellett a némileg csökkenő pénzügyi megtakarítási ráta is támogathatja a lakossági fogyasztás élénkülését és ez által a gazdasági növekedést. **Hosszabb távon azonban a korábbi időszakoknál tartósan magasabb megtakarítási ráta maradhat fenn, ami a nemzetközi tapasztalatok alapján stabilabb növekedési pályát és finanszírozási környezetet biztosíthat a magyar gazdaság számára.**

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a mfor.hu oldalon 2015. október 14-én.

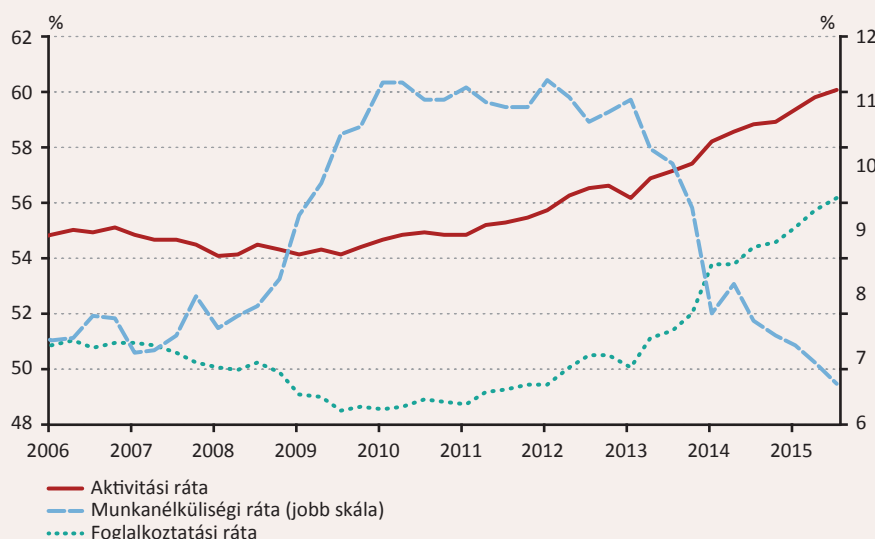
2.3. MUNKAPIACI FOLYAMATOK

Foglalkoztatás és munkanélküliség

Az év első felében tovább bővült a foglalkoztatottak létszáma, mely a versenyszféra létszámbővüléséhez és a közfoglalkoztatottak létszámának növekedéséhez volt köthető. A munkanélküliségi ráta tovább csökkent 2015 első felében. A munkapiac az előző éveknél feszesebben alakult, az idei évben elérte a válság előtti szintjét.

2015-ben folytatódott a korábbi években tapasztalt aktivitás-bővülés (2.3.1. ábra). Az év első felében tovább emelkedett az aktívak száma, majd az elmúlt hónapokban a júniusi szinten stabilizálódott. A második negyedévben a 15–74 éves korosztályra vonatkozó aktivitási ráta 59,8 százalékon állt. Az aktívak számának növekedéséhez több intézkedés együttesen járult hozzá, ilyenek voltak a közmunkaprogramok, a segélyezési rendszer szigorítása, valamint egyes foglalkoztatás-ösztönző programok (Munkahelyvédelmi Akcióterv, Első munkahely Garancia). A munkakereslet élénkülése esetén a KSH által definiált munkakeresőkön túl lehetnek olyan csoportok, akik beléphetnek a munkapiacra, enyhítve a munkapiaci feszességet. Az ilyen munkapiachoz lazán kötődő, de potenciálisan munkavállalásra hajlandó csoportok (reményvesztett munkanélküliek) beáramlása a munkapiacra folytatódott az év során, melyben a közfoglalkoztatás lehetősége mellett az egyre kedvezőbb munkapiaci elhelyezkedési esélyek is szerepet játszhattak.

2.3.1. ábra
Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



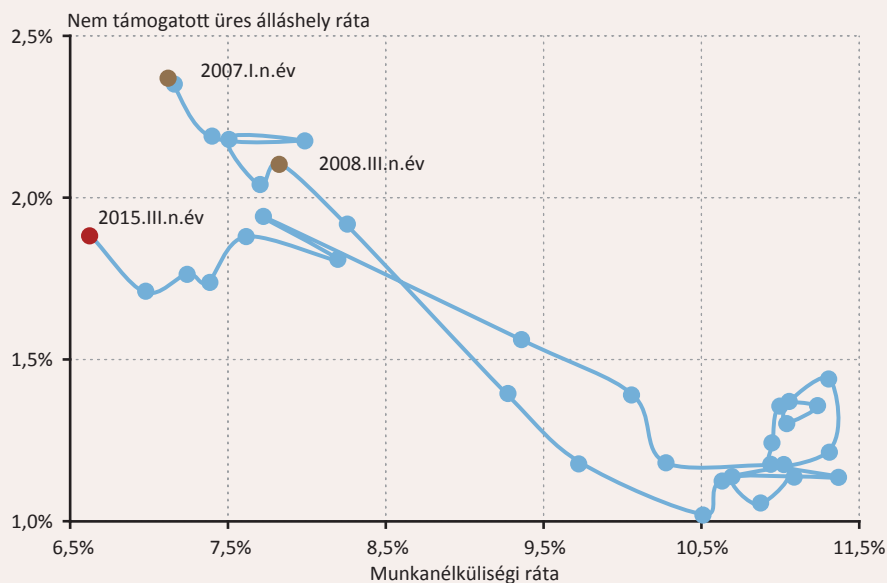
Forrás: KSH

2015 első felében tovább nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma, melyhez főként a versenyszféra élénkülő munkaerő-kereslete, továbbá a közfoglalkoztatottak létszámának emelkedése járult hozzá. A versenyszektoron belül a foglalkoztatottság bővülése elsősorban a piaci szolgáltató szektorhoz köthető, míg a feldolgozóipari létszám érdemben nem változott 2015 első két negyedévében. A teljes és részmunkaidősök által ledolgozott egy főre eső munkaórák száma növekedett, míg a részmunkaidőben foglalkoztatottak aránya enyhén csökkent, így a fenti tényezők eredőjeként emelkedés jellemezte a versenyszféra teljes munkaidő egyenértékes létszámát.

A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat által nyilvántartott álláskereső, valamint a Munkaerő-felmérés adataiból számolt munkanélküliség egyaránt csökkent 2015 első felében, átlagosan 7 százalék körül alakult. A hosszú távú munkanélküliek számának 2013 óta csökkenése tovább folytatódott az idei évben.

A nem támogatott betöltetlen álláshelyek 2015 harmadik negyedévében fennálló állománya magasabb, mint az egy évvel ezelőtti, míg az év során bejelentett nem támogatott új álláshelyek száma az előző éves szinthez hasonlóan alakult. **A Beveridge-görbe alapján 2013 óta a munkapiac fokozatosan feszesebbé vált,** a külön-

2.3.2. ábra
Beveridge-görbe alakulása



Megjegyzés: A nem támogatott üres álláshely ráta a negyedév folyamán rendelkezésre álló nem támogatott üres álláshelyek az aktívak arányában.

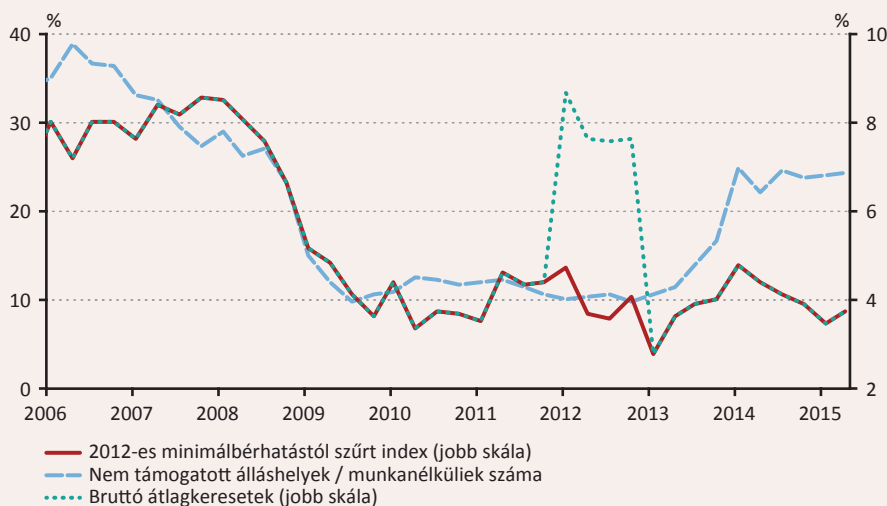
Forrás: NFSZ, KSH adatok alapján MNB számítás

bőző mutatók alapján számolt munkapiaci feszesség az idei évre elérte a válság előtti szintjét, **ám az elmúlt negyedévekben érdemben nem változott** (2.3.2. ábra). Noha a munkakereslet tovább élénkült, az ESI (Economic Sentiment Indicator) felmérés alapján ahogy 2014 eleje óta, úgy az idei évben is mind az iparban, mind a szolgáltató szektorban működő vállalkozások egyre nagyobb arányban jelölték meg a munkaerőhiányt mint a termelést korlátozó tényezőt.

Bérek

2015 első felében a versenyszektor bruttó átlagkeresete 3,6 százalékkal növekedett (2.3.3. ábra). A prémium-kifizetések nagysága megegyezett az előző években szokásos mértékkel. A versenyszférán belül az előző évhez hasonlóan a feldolgozóipari bérek dinamikája továbbra is magasabb, mint a piaci szolgáltatásoké. A versenyszfé-

2.3.3. ábra
A bruttó átlagkereset éves változása és a munkapiaci feszesség alakulása

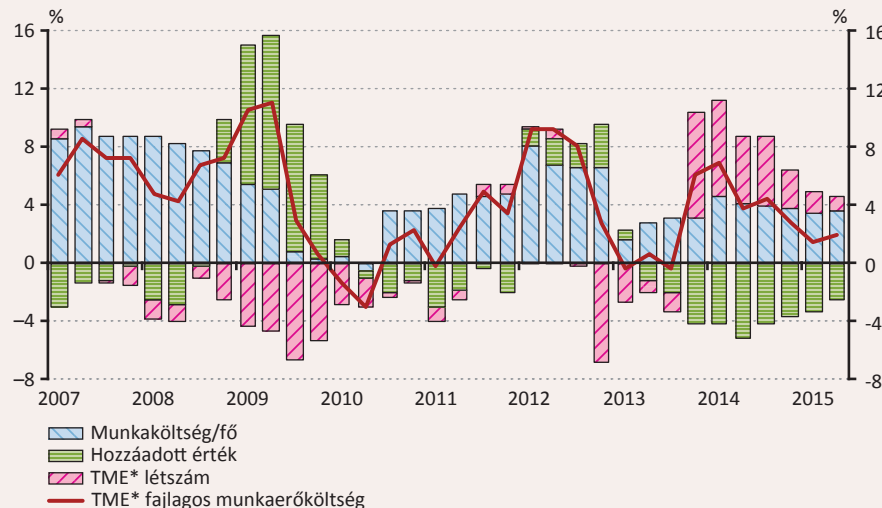


Forrás: KSH, NFSZ-adatok alapján MNB-számítás

ra bérezésének alakulását az élénkülő konjunktúra és a korábbi évekhez képest feszebb munkapiac mellett az alacsony inflációs környezet is meghatározta.

A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számolt fajlagos munkaerőköltség dinamikája mérsékelten élénkült, de továbbra is elmaradt a válság előtti értékétől (2.3.4. ábra). A fajlagos munkaerőköltség dinamikájának alakulásához főként a hozzáadott érték növekedésének lassulása járult hozzá. Ezen felül a bérdinamika enyhe növekedése is a fajlagos munkaerőköltség emelkedésének irányába hatott.

2.3.4. ábra
A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása



Megjegyzés: * Teljes munkaidő egyenértékes. Szezonálisan igazított adatok.
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

2.3.1. szakmai cikk: Árak és bérek - okok egy megváltozott gazdasági kapcsolat háttérében

Soós Gábor Dániel – Várhegyi Judit

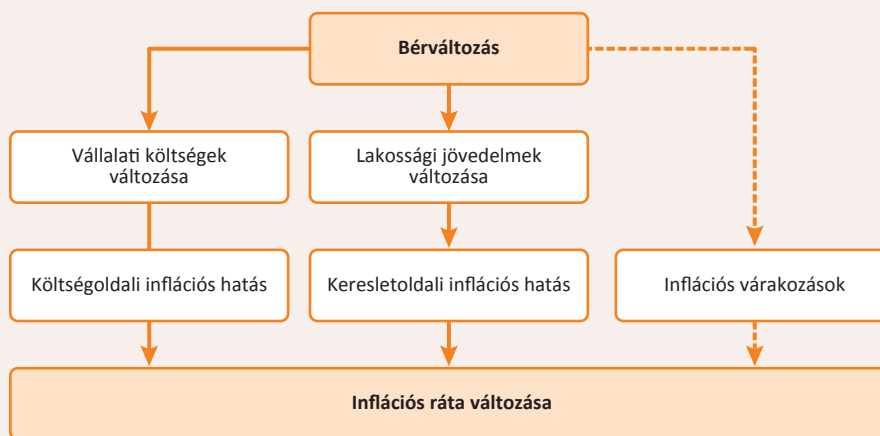
Az elmúlt évek alacsony inflációs környezetében a reálbérek számottevően emelkedtek hazánkban. Az aktuális előrejelzések szerint a javuló tendencia a következő években is fennmaradhat. A versenyszférában tapasztalt gyors nominális bérkirárlás a válság előtti időszakban alapvetően hozzájárult a tartósan cél fölötti infláció kialakulásához Magyarországon. Ezzel szemben az aktuális hazai adatok – hasonlóan a nemzetközi tapasztalatokhoz – a bérek és az infláció közötti kapcsolat gyengülését mutatják. A mérsékeltebb inflációs hatást a csökkenő munkát terhelő adó- és járuléktérhek, az általánosan kedvező költségkörnyezet, az egyre horgonyzottabbá váló inflációs várakozások és az adósságleépítési periódusban visszafogott keresleti feltételek együttes hatásai okozták.

Hazánkban a jegybank elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, ebből következően a monetáris szempontból kitüntetett szerepet kap az infláció és az azt meghatározó tényezők alakulásának folyamatos vizsgálata. Az inflációt számos tényező közvetlenül és közvetetten is befolyásolja. Ezek közül az egyik legfontosabb a bérek változása, hiszen mind költségoldali, mind keresletoldali tényezőként hatással lehet az infláció alakulására. **A 2008/2009-es globális gazdasági válság számos alapvető közgazdasági kapcsolat erősségét módosíthatta.** Csak a legfontosabbakat tekintve ilyen lehet például a reálgazdaság ciklusos helyzete és az infláció közötti kapcsolat (ún. Phillips-görbe), a nominális árfolyam hatása az árazási viselkedésre (ún. árfolyam begyűrűzés), vagy éppen a pénzmennyiség és a fogyasztói árak közötti kapcsolat. Ezekhez hasonlóan a bérek és az infláció közötti kapcsolat erőssége is változhatott a válság során, ezért folytatva az előző hetekben megkezdett elemzéseinket ezúttal az árak és bérek közötti kapcsolatot vesszük szemügyre.

A bérek és az infláció kapcsolata általánosságban

A bérek emelkedése döntően három csatornán keresztül hat az infláció alakulására (1. ábra). Kínálati és keresleti oldalról, illetve általában a bértárgyalások sajátosságából adódóan a várakozásokon keresztül befolyásolhatja a nominális folyamatokat.

1. ábra
Bérek hatása az inflációra



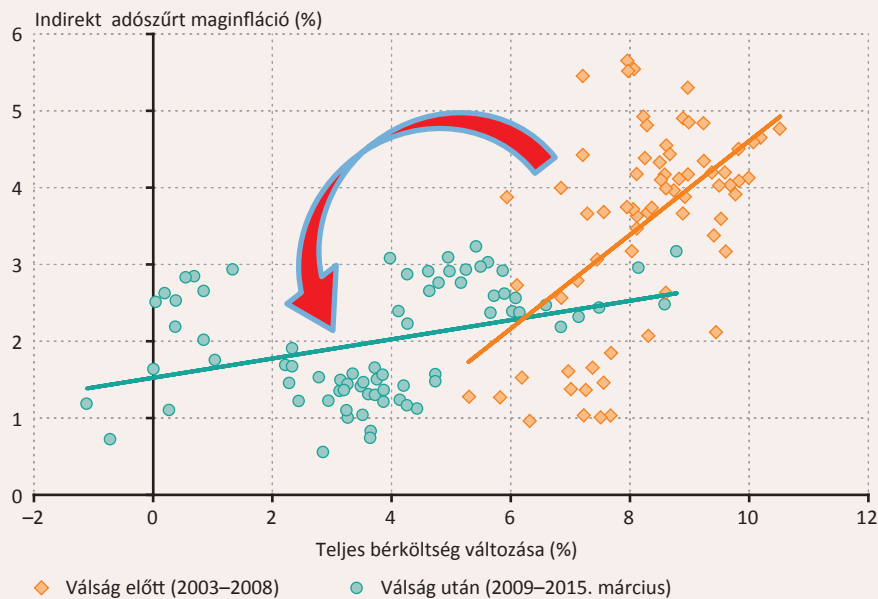
Forrás: MNB

- **Vállalati költségek változása:** A bérek emelkedése a vállalati költségek növekedésén keresztül beépülhet az előállított termékek, szolgáltatások árába, így költségoldali inflációs nyomáshoz vezethet. Ennek hatása annál nagyobb, minél magasabb a munkaköltségek aránya a teljes vállalati költségen belül.
- **Lakossági jövedelmek változása:** A bérek változása a lakosság jövedelmi helyzetének megváltozásán keresztül keresleti oldalról is érinti az árazási folyamatokat. Például a bérek vásárlóértékének emelkedése önmagában növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, mely többletjövedelem (akár egy részének) elköltése következtében a vállalatok árazási mozgásterét is bővítheti.
- **Inflációs várakozások:** A béreket érdemben befolyásolhatják a bértárgyalások során a gazdasági szereplők inflációs várakozásai. Alacsony inflációs környezetben a vállalatok árazási gyakorlata megváltozik, kevésbé éri meg kismértékű árváltozásokat végrehajtani, hiszen az árváltoztatásnak lehetnek egyéb költségei, így az átárazások gyakorisága és mértéke lecsökkenhet. Az inflációs várakozások horgonyozása elősegítheti, hogy mind kereslet, mind pedig kínálati sokkoknak mérsékeltebb inflációs hatása legyen, hiszen az inflációs cél orientációja arra ösztönzi a vállalatokat, hogy az inflációs céllal konzisztens áremeléseket hajtson végre. Emellett a bértárgyalások során a munkavállalók is – az alacsonyabb várt infláció következtében – kevésbé érdekeltek magasabb nominális bér kiharcolásában.

Mit mutatnak a hazai adatok

A hazai adatokat elemezve a bérek és az infláció között a közgazdasági elméletnek megfelelően pozitív kapcsolatot tapasztalunk, ugyanakkor ennek mértéke változhatott a válság előtti időszakhoz képest. **Azt láthatjuk, hogy a válságot követően gyengülhetett a kapcsolat a bérek és az infláció között, azaz egységnyi bérnövekedésnek kisebb inflációs következménye lehet (2. ábra).**

2. ábra
A bérek és az infláció közötti kapcsolat változása



Megjegyzés: Havi adatok, az előző év azonos hónapjához viszonyított változás. A bérek és infláció közötti piaci alapú kapcsolat azonosítása érdekében a fogyasztóiár-index helyett érdemesebb az ún. indirekt adóktól szűrt maginflációt használni, mely a nem piaci árazású (pl. szabályozott árak, áfa) tételeken túl az egyedi, rendkívül ingadozó, így rövid távon zajt okozó tételektől megtisztított inflációs alapmutató. A bérek esetében pedig a vállalat számára effektív bér jellegű költséget jelentő ún. teljes bérköltség változásával számoltunk, mely a bruttó béren túl tartalmazza a munkavállaló után fizetendő adókat és járulékokat is. Forrás: KSH, MNB

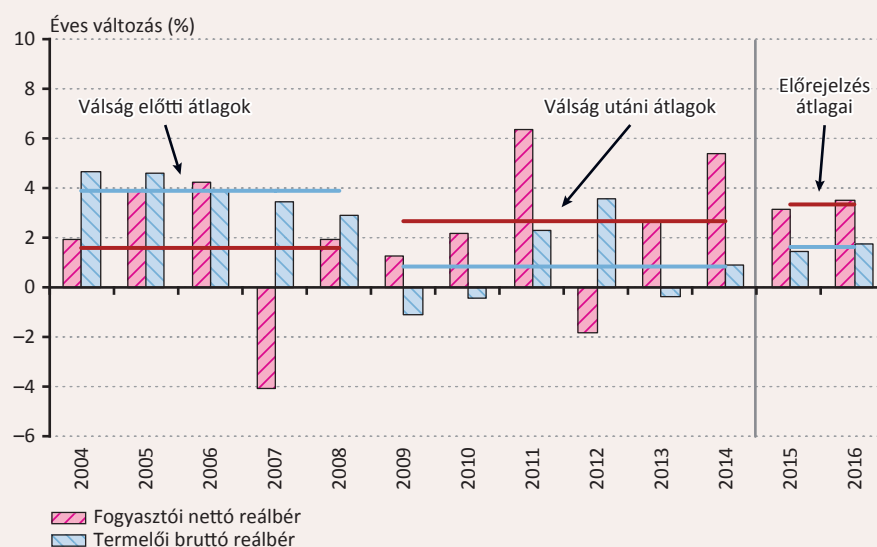
Az árak és a bérek közötti kapcsolat megváltozásának lehetséges okai

Megítélésünk szerint a kapcsolat változásához az alábbi tényezők járulhattak hozzá:

- **A vállalatok és a munkavállalók a bértárgyalások során bruttó bérekben állapodnak meg.** Így a béralku folyamatát és abból következő inflációs hatásokat érdemben befolyásolják az adórendszerben történő változások, illetve a szereplők által érzékelt általános árazási hatások nagysága. Míg a vállalatok minél alacsonyabb reálbér elérésére törekednek, addig a munkavállalók minél magasabb reálbér kiharcolásában érdekeltek. A reálbér számításánál a lakosság számára a fogyasztási javak áralakulása a meghatározó (így számukra a fogyasztóiár-indexszel deflált nettó bér számít). Eközben a vállalatok viselkedését pedig nem pusztán végső fogyasztási javak áralakulása befolyásolja, hanem működésükre más termékek áralakulása is hatással lehet (pl. termeléshez felhasznált ún. közbülső termékek, exportpiaci javak), így makro szinten a számukra leginkább releváns árváltozó a GDP deflátor lehet. A fogyasztóiár-index és a GDP deflátor az elmúlt időszakban jelentősebb eltéréseket mutatott (nagy részt a tavaly évi jelentős olajárcsökkenés következtében javuló cserearánynak köszönhetően), így **a háztartások és a vállalatok számára releváns reálbér is eltérően alakult**, mely hozzájárulhatott a bérek és az infláció közötti kapcsolat megváltozásához. Míg a fogyasztók által tapasztalt reálbér az elmúlt időszakban tapasztalt tartósan alacsony inflációs környezettel párhuzamosan számottevően bővült, addig a vállalatok számára költségoldalról releváns, termelői árakkal számított reálbér mérsékeltebb ütemben emelkedett az elmúlt időszakban (3. ábra).

3. ábra

A háztartás és vállalat számára releváns reálbér alakulása

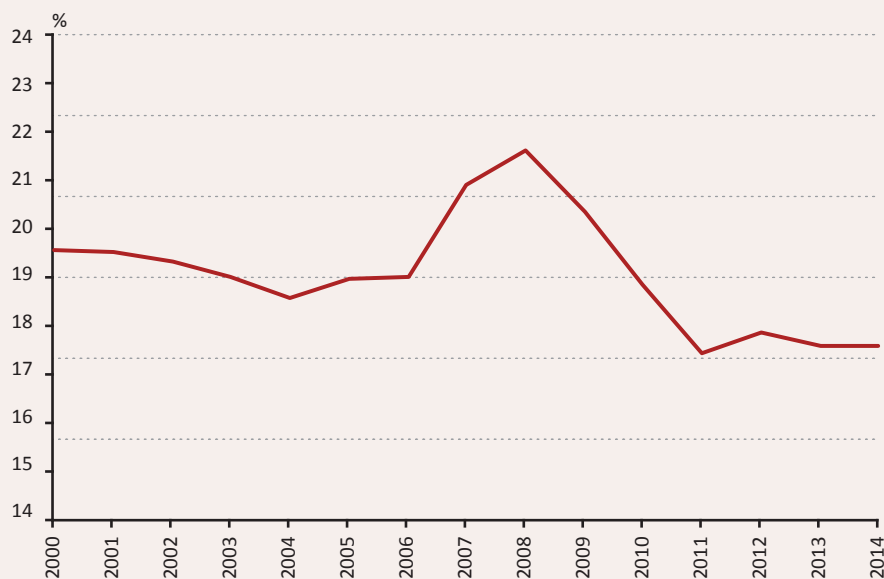


Megjegyzés: Fogyasztói reálbér: nettó bér CPI-vel deflálva, termelői reálbér: teljes munkaköltség GDP-deflátorral deflálva; 2015 és 2016 évek MNB előrejelzés (Inflációs jelentés, 2015. június). Forrás: KSH, MNB számítás

- Az adórendszerben lezajlott strukturális változások szintén szerepet játszottak a bérek és infláció közötti kapcsolat mérséklődésében. A 16 százalékos egy kulcsos személyi jövedelem adórendszer és a családi adózás bevezetése mellett a munkavédelmi akcióterv keretében csökkenő munkajáradékok a munka relatív árának mérséklődését okozták. **A csökkenő munkát terhelő adók** (4. ábra) elősegítették, hogy a vállalatok rugalmasabban reagáljanak a gazdaságban bekövetkező sokkokra, egyúttal a teljes bérköltség csökkent, mely javíthatta az érintett vállalatok jövedelmezőségét, növelve a bérek és árak változtatására vonatkozóan a vállalatok mozgásterét.

4. ábra

Munkát terhelő adók a GDP százalékában



Megjegyzés: 2011 előtt figyelembe vettük a kötelező magánnyugdíj-pénztári befizetéseket is. A 2013 és 2014 évi adatokat a személyi jövedelemadó és járulékok GDP arányos pénzforgalmi változása alapján kerültek meghatározásra.

Forrás: Eurostat, MNB, KSH

- Az elmúlt években a munkapiac rugalmasabbá vált. A válság során lecsökkent aggregált kereslethez a vállalatok az egy főre jutó munkaidő módosításával alkalmazkodtak. Ezt úgy valósíthatták meg, hogy egyrészt a korábban teljes munkaidőben alkalmazottak egy részét foglalkoztatták tovább részmunkaidősként, másrészt az új felvételeken belül is emelkedett a részmunkában foglalkoztatottak aránya (5. ábra). A konjunktúra élénkülésével hatékonyabban tudtak reagálni a vállalatok a részmunkaidős foglalkoztatottak ledolgozott munkaóráinak emelésével. Ez esetben nem terheli a vállalatot az alkalmazkodás során többletköltség, amelyek toborzásból és betanítási költségekből adódnának, így inflációs hatás is kisebb lehet.

5. ábra
Részmunkaidősök aránya a versenyszférában

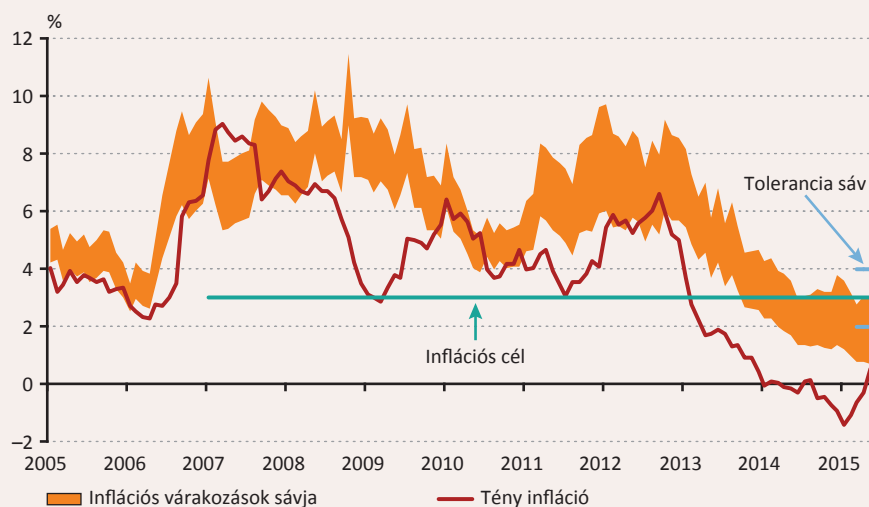


Megjegyzés: 2011 előtt figyelembe vettük a kötelező magánnyugdíj-pénztári befizetéseket is. A 2013. és 2014. évi adatokat a személyi jövedelemadó és járulékok GDP arányos pénzforgalmi változása alapján kerültek meghatározásra.

Forrás: Eurostat, MNB, KSH

- Az elmúlt időszakban tapasztalt **általános kedvező költségkörnyezet** is hozzájárulhatott a bérek és infláció közötti kapcsolat gyengüléséhez. Amennyiben a termelés során az egyéb költségelemek mérséklődnek, mind a bérezési, mind az árazási döntésre vonatkozóan megnő a vállalat mozgástere. A béremelést ellensúlyozhatja az egyéb költségelemek csökkenése, mérsékelve ezáltal az áremelési kényszert. Az elmúlt években a globális nyersanyagárak általánosan csökkentek. Ennek következtében a vállalatok visszafogottabb áremelési kényszerrel szembesültek. Az alacsony költségkörnyezetet – különösen az eladósodottabb szereplők esetében – tovább támogatta a kamatköltségek jelentős mérséklődése is.
- A válság egyik jellegzetessége volt, hogy a nagyra duzzadt adósságok leépítése hosszú időt vesz igénybe, így az elhúzódozó mérlegalkalmazkodás huzamosabb ideig szabhat gátat a fogyasztás élénkülésének. A gyenge fogyasztási kereslet tartósan deflációs hatású. A huzamosabb ideig negatívvá váló kibocsátási rés mellett számos **nemzetközi tapasztalat szerint a gazdasági növekedés inflációs hatása kisebb**, azaz a válságot követően az ún. Phillips-görbe laposabbá válhatott. Ezt Magyarországon statisztikailag az eddigi adatok alapján egyelőre nehéz azonosítani, ugyanakkor számos tényező utalhat arra, hogy csökkenhetett a kapcsolat a reálgazdaság és a nominális folyamatok között.
- Az elmúlt időszakban az inflációs várakozások fokozatosan csökkentek a tényinfláció mérséklődésével (6. ábra). Alacsonyabb inflációs várakozások esetén a bértárgyalások során a munkavállalók kevésbé lehetnek érdekeltek magasabb nominális bér elérésére, **így az alacsonyabb inflációs várakozások is hozzájárulhattak a bérek és az infláció közötti megváltozott kapcsolathoz.**

6. ábra
Lakossági inflációs várakozások



Forrás: Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

Összességében a válságot követően egységnyi bérnövekedés felől jelentkező inflációs hatás mérsékeltebb, melyhez ciklikus okok mellett strukturális tényezők is hozzájárulhattak. Egyrészt az elmúlt éveket jellemző tartósan alacsony költségkörnyezet fékezte a nominális bérek emelkedését, miközben a rugalmasabbá váló munkapiac és a munkát terhelő adók csökkenése szintén a gyengébb kapcsolat irányba hatott. Emellett az általánosan kedvező költségkörnyezet erősítette a vállalatok jövedelmezőségét, mely nagyobb teret engedett a béremeléseknek. Keresleti oldalról az óvatossági motívumok és a felhalmozott adósságok lassú leépítése következtében a reálgazdasági környezetből kevesebb inflációs hatás eredhet. Végül az inflációs várakozások cél körüli stabilizálódása is elősegítette az áralkalmazkodást.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. július 8-án.

3. A gazdaság külső és belső egyensúlyi pozíciója

3.1. A KÖLTSÉGVETÉS ÉS AZ ÁLLAMADÓSSÁG HELYZETE

2015-ben is folytatódott a prudens gazdálkodás, így a költségvetés első félévi hiánya historikus összehasonlításban is alacsony lett, az év végi adósságráta pedig várhatóan idén is tovább csökken. A költségvetés eredményszámla-egyenlege 2012-től a GDP 3 százaléka alatt alakult, így Magyarország 2013-ban kikerült a túlzott deficit eljárás alól. A hiány 2012-től kezdődően tartósan eltávolodott a három százalékos küszöbértéktől, s előrejelzésünk szerint ez a tendencia 2015-ben is folytatódhat. A korábbi évek magas költségvetési hiányának csökkentése alapvetően négy tényezőhöz köthető: 2013-tól kezdődően gyorsult hazánkban a gazdasági növekedés, a korábbi években végrehajtott adóreform stabilizálta a költségvetési bevételeket, jelentősen csökkentek a kamatkidadások és végül a nyugdíjreform lépései egyfelől növelték a járulékbefizetéseket, másfelől visszafogták a nyugdíjkiadások növekedésének korábbi dinamikáját (Baksay-Csomós, 2015). Az évtized elején végrehajtott adóreform csökkentette a munkajövedelmek adóterhelését és növelte a fogyasztáshoz kötődő adók részarányát, mégpedig úgy, hogy egyidejűleg az adócentralizáció is csökkent. A kamatkidadások mérséklődésében a költségvetési fenntarthatóság javuló piaci megítélése mellett jelentős szerepet játszott a jegybank kamatcsökkentési ciklusa és Önfelújítási Programja. A 2015. évi költségvetési alapfolyamatok alapvetően kedvezően alakulnak, az adó- és járulékbefizetések a tervezettnél meghaladóan folynak be az államkasszába, a költségvetési kiadások feletti kormányzati kontroll is érvényesül, így a 2,4 százalékos GDP-arányos hiánycél teljesülhet. A költségvetési bevételek kedvező teljesülése növelte a kormányzat mozgásterét, lehetővé téve a költségvetési törvény évközi módosítását, a kiadások növelését. Az államadósság-ráta 2015-ben tovább csökkenhet, a szeptemberi Inflációs jelentéssel konzisztens előrejelzésünk szerint a GDP 76 százaléka alá süllyedhet.

A kormányzati szektor egyenlegének alakulása

A 2015. évi költségvetési törvény

A Parlament a 2015. évi költségvetési törvényt 2,4 százalékos GDP-arányos eredményszámla-egyenleg-célkitűzéssel fogadta el. A 2015. évi költségvetés végrehajtását és elfogadását megelőzte a Költségvetési Tanács jóváhagyása, amelyben a Tanács a költségvetési törvényjavaslatban kitűzött célokat megvalósíthatónak, a felvázolt makrogazdasági feltételrendszert pedig megalapozottnak tartotta. A Költségvetési Tanács kockázatokat azokon a területeken érzékelt, amelyeknél a törvényi előirányzatok nem voltak kellően részletezetten ismertek, illetve a végrehajtáshoz szükséges intézkedések a törvényjavaslat véleményezésekor még nem voltak ismerhetők. A Költségvetési Tanács ilyen jelentősebb kockázatnak találta az „egyéb értékesítési és hasznosítási bevételeket”, amelyből a törvényi előirányzat szerint közel 170 milliárd forint bevételt várt a kormányzat. A korábbi évektől eltérően a költségvetési törvény a szokásosnál kevesebb és alacsonyabb összegű új intézkedést tartalmazott a költségvetés bevételi oldalán, ugyanakkor a költségvetés kiadási oldalán a korábbi évekre jellemző intézkedések kiterjesztése jellemző.

A kormány kezdeményezésére a **Parlament júniusban módosította a 2015. évi költségvetési törvényt¹**. A módosítás a kiadások növelését tartalmazta, amelyre a kamatkidadásokon elért megtakarítás nyújtott fedezetet, így a 2,4-százalékos GDP-arányos hiánycél nem változott. A törvénymódosítás legfőbb elemei az alábbiak voltak:

- 15 százalékos tulajdonszerzés az Erste Bankban 15 milliárd forint értékben;
- (i) az adósságkonszolidációban részt nem vett települések támogatása, (ii) a Magyar Honvédség részvétele az Iszlám Állam elleni fellépésben, (iii) Liget Budapest Projekt, (iv) megváltozott munkaképességű személyek munkához segítése, (v) kiemelt közúti beruházások, (vi) gyermekétkeztetés támogatása, összesen 41 milliárd forint értékben
- a pénzforgalmi kamatbevételek előirányzatának emelése 41,5 milliárd forinttal
- a BKV adósságának átvállalása 52 milliárd forint értékben, ami nem növeli a pénzforgalmi kiadásokat.

A jegybank 2015. szeptemberi inflációs jelentésben közölt legutolsó prognózisa alapján a kitűzött egyenlegcél az időarányosnál magasabb adó- és járulékbévételek alapján teljesíthető, és ezzel immár negyedik éve a 3 százalékos küszöbérték alatt lesz a kormányzati szektor hiánya. A hiánycél teljesítését a Parlamentnek ősszel benyújtott újabb költségvetési törvénymódosítás elfogadása, illetve annak végrehajtása sem veszélyezteti, a bevételi folyamatok kedvező alakulása miatt.

3.1.1. táblázat

A kormányzati szektor eredményszámlázatú egyenlege 2012-2015

(a GDP arányában)

	2012	2013	2014	2015**
ESA-egyenleg*	-2,3	-2,5	-2,5	-2,4
Elsődleges ESA-egyenleg	1,9	1,8	1,3	1,0

* A KSH 2015. szeptember 30-ai EDP jelentése alapján

** MNB előrejelzés a 2015. szeptemberi Inflációs jelentésben

Forrás: KSH, MNB

Az elsődleges egyenleg 2012-2015 között pozitívumot mutat a teljes időszakra, és többlete átmenetileg azért csökkenhet az utolsó két évben, mert a kamatterhek jelentősen mérséklődtek az utóbbi két év során, teret nyitva az adócentralizáció további csökkentéséhez, illetve a kiadás oldali kormányzati programok végrehajtásához (például életpálya-modellek bevezetése). A kamatkidadások csökkenésének kedvező folyamata – előrejelzésünk szerint – jövőre is fennmarad, lehetőséget nyújtva a teljes egyenleg további javulásához is.

A 2015. évi költségvetési törvényben szereplő intézkedések

Az **adókat és járulékokat, valamint az adójellegű bevételeket érintő intézkedések** együttes hatásától várt bevételi többlet nem éri el a GDP 0,3 százalékpontját, így elmondható, hogy 2015-ben a korábbi évekre jellemző adóreform finomhangolása történt. Összességében a legjelentősebb bevételi intézkedés az elektronikus útdíjrendszer átalakítása volt, az ettől várt 40 milliárd forintos többletbevétel realizálása az év végéig teljesülhet. Több kisebb intézkedés érintette még a költségvetés bevételeit. Mérséklődtek a cafeteria-kedvezmények, kiterjesztésre került a környezetvédelmi termékadj, és változott a népegészségügyi termékadó köre is. Az adóbevételeket csökkentő intézkedések a társasági adóra és a pénzügyi szervezetek különadójára összpontosultak, továbbá a pénzügyi tranzakciós illetékre összpontosulnak, ezeknél a tételeknél az intézkedések együttes hatása az adóterhelésre a GDP 0,15 százalékpontja körül lehet 2015-ben.

¹ 2015. évi LXXIII. törvény

Kiadási oldalon több egyszeri – a jövő évet nem érintő – intézkedést tartalmaz a költségvetési törvény. Adósságkonszolidációra került sor a kórházak esetében (60 milliárd forint), és adósságtólvállalásra a MÁV-tól 23 milliárd forint értékben (valamint később a törvénymódosításban a BKV-tól). Új intézkedés a rendvédelmi dolgozók életpályamodelljének bevezetése, de annak tekinthető a közfoglalkoztatás további kiterjesztése is. Az előbbi két intézkedés a pedagógus-életpályamodell következő ütemének végrehajtásával együtt a 2016. évi költségvetés kiadásait is érinti majd, így ezek az intézkedések tartós hatásúak lesznek az elkövetkező évek költségvetési pályájára. A felsorolt – nem átmeneti hatású – intézkedések együtt a GDP 0,2 százalékát jelentik 2015-ben.

A költségvetési bevételek alakulása

Az év első kilenc hónapjában a **forgalomhoz kötődő adóbevételek** trendszerű növekedése volt megfigyelhető. Az általános forgalmi adó és a jövedéki adó bevételek együttesen a GDP 0,4 százalékpontjával lehetnek magasabbak a törvényi előírázathoz, ami mögött az adóalap kibővülése áll. A többletbevétel jelentős része kapcsolódhat új intézkedésekhez, az online pénztárgépek és az EKÁER rendszer bevezetéséhez, ezért az adóalap bővülés meghatározó részét tartós hatású folyamatnak tekintjük (Csomós-Kreiszné Hudák, 2015). Az ebből származó költségvetési hatást korábban a 150 milliárd forintra becsültük², de az azóta megfigyelt folyamatok alapján 2015-ben 200 milliárd forint feletti lehet a mértéke.

A **társasági adókból** a törvényi előírázathoz képest a GDP 0,2 százalékpontjával magasabb befizetést prognosztizálunk, ami részben csak egyedi tényezőkre vezethető vissza, ezért az eltérés hosszabb távú hatása kisebb mértékű.

A **munkát terhelő jövedelemadóknál** a GDP 0,2 százalékpontja körüli többletbevételt várunk az előírázathoz képest. A várható többletbevétel a korábban gondoltnál magasabb bérkiáramláshoz kötődik, ugyanakkor megjegyzendő, hogy az elmúlt években a jövedelemadó bevételek tervezhetősége érzékelhetően javult. Az adó- és járulékbévételek 2015 első kilenc havi alakulása arra utal, hogy a jövő évi költségvetési törvényben szereplő adó- és járulékbévételek előírázatok teljesíthetőek lehetnek.

Az adóbevételek esetében tapasztalható kedvező folyamatokat részben ellensúlyozza az **állami vagyonnal kapcsolatos bevételek** 0,5 százalékos GDP-arányos becsült elmaradása a törvényi előírázathoz képest. Ennek oka, hogy az alappályánknban továbbra sem számolunk a költségvetésben „egyéb értékesítési és hasznosítási bevételek” jogcímen tervezett 169 milliárd forintos bevétellel.

A költségvetés elsődleges kiadásainak alakulása

A **kiadási oldalon látható tendenciákat a közgazdasági kategóriák alapján mutatjuk be**, mivel az alapfolyamatok ezeken a kategóriákon keresztül jobban megragadhatóak. Idén az első félév során a kiadások fölött szoros kontrollt érvényesített a kormányzat. Ugyanakkor az év közepén a migrációs folyamatok felerősödésével olyan többletköltségek merültek fel, amelyek egyrészt a költségvetés tervezésekor nem voltak előre láthatóak, másrészt a költségvetésbe beépített tartalékok az addicionális kiadásokra nem biztosítottak elegendő fedezetet. Ezért a kormányzat első lépésként az Országvédelmi Alap felhasználásáról, elköltéséről döntött, másrészt a 2015. évi költségvetési törvény módosítását kezdeményezte, és a módosítás keretében a tartalék-előírázat 60 milliárd forintos megemelésére tett javaslatot. A tartalék-előírázat megemelésére – a törvényjavaslat indoklása szerint – fedezetet nyújthat a terven felüli adó- és járulékbévételek többlet, így a tervezett költségvetési hiánycél nem változott.

² MNB Költségvetési jelentés 2015. május

A kiadási folyamatok ismertetéséhez azokat a közgazdasági kategóriákat használjuk fel, amelyeket a közelmúltban megjelent Inflációs jelentésekben is bemutatunk.

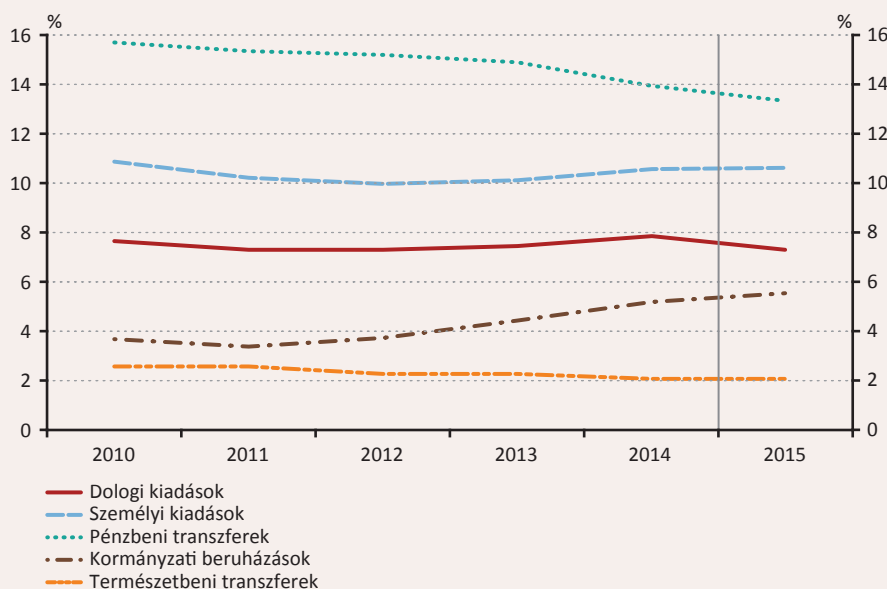
A kormányzati szektor személyi jellegű kiadásai a közelmúltban a GDP 10 százaléka körül ingadoztak. Idén prognózisunk szerint a kiadás elérheti a GDP 10,5 százalékát és jövőre kissé tovább növekedhet. A kiadás növekedését négy tényező okozhatja: egyrészt a kormányzati szektorhoz sorolt állami tulajdonú vállalatoknál a vártnál magasabb volt a béremelés, másrészt a közfoglalkoztatás kiterjesztése szintén növeli a GDP-arányos bérköltséget, harmadrészt az állami alkalmazottak utáni szociális hozzájárulási adókedvezmény megszüntetése (Munkahelyvédelmi Akcióterv) is a ráta növekedését okozza, nagyedrészt a rendvédelmi dolgozók életpályamodelljének évközi bevezetése is többlet bérköltséggel jár. Az idei év első két negyedévi nemzeti számlás adatai a várakozásainknál kissé erőteljesebb növekedést mutatnak, így az éves kiadási szintre vonatkozó várakozásunkhoz a nagyobb kiadás-teljesülés irányába mutató kockázatok tartoznak.

A kormányzati fogyasztás a korábbi években a GDP 8 százaléka körül ingadozott. Idén és jövőre a GDP-arányos kiadások csökkenésével számolunk két okból: a kiadások jelentős részét az energia költségek teszik ki, ezért a rezsicsökkentő kormányzati program végrehajtása az energiaköltségek folyamatos GDP-arányos csökkenését eredményezi, ezen felül az új hétéves uniós költségvetési ciklusban az uniós támogatásból származó fogyasztási célú támogatások csökkenésével számolunk.

A természetbeni transzferek, a természetbeni állami támogatások GDP-arányos lassú mérséklődése figyelhető meg. Ennek a trendnek a folytatódására számítunk idén és jövőre, az idei év első félévi nemzeti számlás adatok alakulása ezt a várakozásunkat támasztja alá.

A lakosságnak juttatott pénzügyi transzferek GDP-arányos csökkenése volt megfigyelhető a korábbi években, a mérséklődés üteme 2014-2015 években kissé felgyorsult, ami több tényező azonos irányú hatásának következménye. Egyik legfontosabb tényező az, hogy a nyugdíjkiadások indexálásának üteme és a nominális GDP növekedési üteme közötti olló szétnyílt, mivel a reálnövekedés üteme felgyorsult és a GDP deflátor jelentősen meghaladta az infláció mértékét. Másrészt a nyugdíjak esetében a jogosultak köre is csak lassan növekszik a korhatár-emelés és a szigorúbb korhatár alatti nyugdíjazás következtében. Ugyan a 2015. évi költségvetési törvény is GDP-arányos csökkenéssel számolt a nyugdíjkiadásoknál, azonban az első félévi folyamatok alapján, éves szinten további a GDP 0,1 százalékát elérő megatakarítással számolunk. A csökkenés egyaránt jelentkezik

3.1.1. ábra
A kormányzati szektor elsődleges kiadásai a GDP százalékában



Forrás: KSH, MNB

az öregségi nyugdíjakkal és rokkantsági és rehabilitációs ellátásokkal. Az öregségi nyugdíjakkal a csökkenés oka az, hogy a vártnál kevesebben lépnek be a rendszerbe az év során. A transzferek csökkenését tekintve egy további tényező a közfoglalkoztatáshoz kötődik, mivel a közfoglalkoztatottak létszámának bővülése a szociális kiadások csökkenésével jár. A szociális segélyezési rendszer idejének átalakítása is a kiadások mérséklésével járhat.

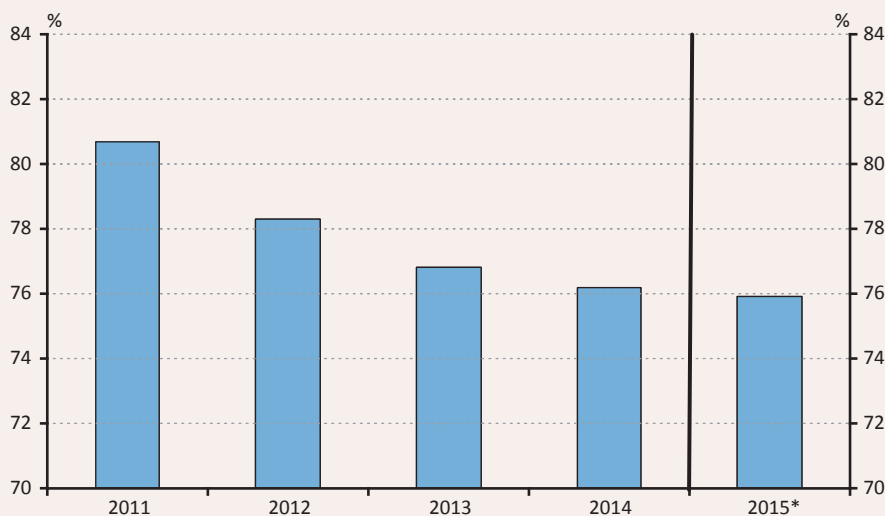
A kormányzati szektor beruházási kiadásai nagymértékben függenek a kormányzati szektornak folyósított uniós tőketranszferek összegétől. Az év során két alkalommal is felfelé módosítottuk a tőketranszferekre és a beruházási kiadásokra vonatkozó prognózisunkat. Az első félévi nemzeti számlás adatok arra utalnak, hogy a kormányzati szektor beruházási teljesítménye meghaladja a tavalyi év kiugróan magas értékét. Tavaly az állami beruházások elérték a GDP 5,5 százalékát, idén ennek megismétlődésére, illetve kismértékű felülteljesítésére számítunk.

Az államadósság alakulása és finanszírozása

A maastrichti kritérium szerint számított bruttó államadósság a GDP arányában 2012 és 2014 között 4,6 százalékponttal csökkent, így a 2011. év végi 80,8 százalékról 76,2 százalékra mérséklődött. Ezzel szemben az elmúlt négy évben az uniós tagországok átlagos államadósság-rátája mintegy 10 százalékponttal emelkedett, így 2015-re a magyar adósságráta uniós viszonylatban már nem mondható magasnak (3.1.2. szakmai cikk, Baksay-Szalai, 2015). **Előrejelzésünk szerint 2015-ben az államadósság-ráta tovább csökken, év végén a GDP 76 százaléka alatt lehet.**

3.1.2. ábra

A kormányzati szektor adósságának alakulása a GDP százalékában



* A 2015. évi adat az MNB előrejelzése a szeptemberi Inflációs Jelentés alapján
Forrás: KSH, MNB

A kormányzati szektor bruttó államadósságának trendszerű alakulását elsősorban a gazdasági növekedés, az államháztartás elsődleges egyenlege, a kamatkidadások és az árfolyam hosszabb távú alakulása határozzák meg. A felsorolt tényezők közül a reálgazdaság növekedési üteme az első félévben összességében a várakozásnak megfelelő volt, az államháztartás elsődleges egyenlege az alapfolyamatokat tekintve ugyancsak kedvezően alakult. Az államháztartás nettó finanszírozási igényének kedvező hatása az államadósság-ráta csökkenésének irányába hatott 2015 első két negyedében. Az euró/forint árfolyamváltozás számottevően nem módosította az adósságrátát, a finanszírozási költségek pedig kedvezően alakultak.

Az MNB 2015. második negyedévi előzetes pénzügyi számláinak adatai alapján a GDP-arányos bruttó konszolidált államadósság az előző év második negyedéhez képest közel 3 százalékponttal csökkent, ugyanakkor 2,5 százalékponttal meghaladja a 2014. év végi referenciaértéket. Az adósságráta 2015 első félévi növekedése

elsősorban több egyedi tényező együttes eredménye, miközben az adósságráta trendszerű alakulását meghatározó alapfolyamatok az adósságráta csökkenése irányába hatottak. A központi kormányzat historikusan is igen alacsony utolsó négy negyedéves nettó finanszírozási igénye kedvezően hatott az adósságráta ez évi alakulására, de ezzel szemben az egyedi tényezők (Budapest Bank megvásárlása, BKV-adósság átvállalása, EU támogatások elmaradása, stb.) együttesen növekvő adósságrátát eredményeztek az első félév végére. Továbbra is fontos tényezője az államadósság jövőbeni alakulásának a devizakitettség további csökkentése, amelyet az adósságkezelési stratégia elmúlt években bekövetkezett változása mellett a jegybank az eszköztárának átalakításán keresztül is hatékonyan támogatott. Ennek hatására a 2014. év végi 39,7 százalékról 2015 közepére 38,1 százalékra csökkent a devizakitettség részaránya a konszolidált bruttó államadósságon belül. Az önfinanszírozó program³ és a megváltozott adósságkezelési stratégia következményeként idén év végére 36 százalék körüli szintre prognosztizáljuk a devizaadósság részarányát a kormányzati szektor adósságállományán belül, ez az érték 2016 végére akár 30 százalékra csökkenhet – tovább mérsékelve a magyar gazdaság sérülékenységét.

Az adósságpálya alakulásának egyedi tényezői 2015-ben

Öt olyan egyedi tényezőt lehet beazonosítani, melyek 2015-ben a kormányzati szektor adósságát eltérítették – növelték – a normál folyamatokhoz képest.

- **A BKV adósságának átvállalása**, amely a GDP 0,2 százalékpontjával növeli meg az adósságrátát.
- **A MÁV adósságának átvállalása**, amely a GDP szűk 0,1 százalékpontjával növeli meg az államadósságot.
- **Az Európai Unió által folyósított támogatások megelőlegezése**, amely a kormányzati szektor hiányát nem növeli az alkalmazott eredményszemléletű statisztikai korrekciók miatt, a kormányzati szektor adósságát viszont emeli, mivel a megelőlegezett kiadásokat hitelfelvétellel kell finanszírozni. Az MNB szeptemberi inflációs jelentésével konzisztens várakozásunk szerint a GDP 1,0 százalékával növelheti a saját forrású előfinanszírozás a kormányzati szektor adósságát. Megjegyezzük, hogy amikor utólag sor kerül majd az uniós támogatások pénzforgalmi rendezésére, akkor ez az egyedi tényező az alapfolyamatokhoz képest gyorsítja majd az adósságráta csökkenését.
- **A Budapest Bank megvásárlása hozzájárult az adósságráta első féléves emelkedéséhez.** A tranzakció az MNB pénzügyi számláinak adatközlése alapján a GDP 0,6 százalékával növelte a kormányzati szektor adósságát. A bank megvásárlására fordított 195 milliárd forint azért jelent meg az államadósság-statisztikában, mert a Budapest Bankot megvásárló Corvinus Zrt. a statisztikai elszámolásban a kormányzati szektorba lett besorolva.
- **Az ÁKK-nál elhelyezett margin betétek állomány-változása** jelentősen növeli az adósságrátát, szeptember végi becslésünk szerint az állomány-változás a GDP 1,3 százaléka körüli mértékben növelheti a kormányzati szektor GDP-arányos adósságát. Ennek az egyedi tényezőnek az év végi adósságrátára becsülhető hatása különösen bizonytalan, mivel az a dollár-euró árfolyamtól függ.

Összegezve azt a megállapítást tehetjük, hogy a GDP-arányos államadósság-rátára ható tényezők közül az alapfolyamatot meghatározó tényezők idén és feltehetően jövőre is az adósságráta mérséklődését támogatják, de különösen 2015-ben néhány egyedi tényező adósságnövelő hatást fejt ki, ezek közül azonban vannak olyanok, melyeknek a hatása a jövőben visszafordul (uniós támogatások utólagos megtérítése, a Budapest Bank tervezett értékesítése).

³ Az önfinanszírozó programról lásd részletesen: Folyó fizetési mérleg és külső adósság pozícióink alfejezetet.

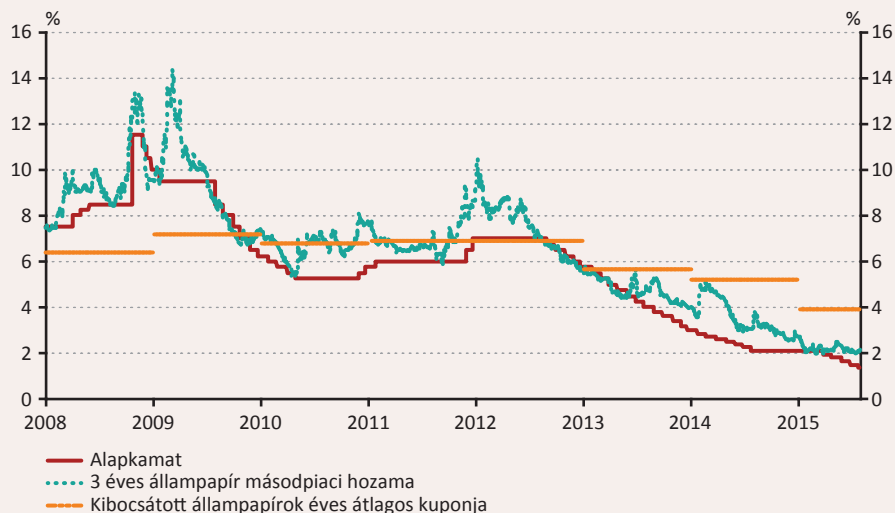
Az államadósság finanszírozási költségének alakulása

A tényadatok alapján 2012. évhez képest 2014-re közel 0,4 százalékkal csökkentek a kamatkiadások a GDP arányában, míg előrejelzésünk szerint 2015 végére 0,9 százalékos, 2016 végére pedig 1,1 százalékos GDP-arányos csökkenés valósulhat meg. Előreláthatólag 2015-ben a potenciális megtakarítás már meghaladhatja a 300 milliárd forintot (Kicsák, 2015).

A kamatkiadások csökkenéséhez nagymértékben hozzájárult az MNB által végrehajtott kamatcsökkentés. A monetáris politikában 2012. augusztus 29-én elindított kamatcsökkentési ciklus kezdete óta 29 alkalommal került sor kamatvágásra, a Monetáris Tanács a jegybank irányadó rátáját 7 százalékról 1,35 százalékra mérsékelte. A kamatcsökkentések elindítását a nemzetközi környezet javulása tette lehetővé, majd a hazai tényezők és a nemzetközi kockázattávallási hajlandóság kedvező alakulása hozzájárult a ciklus 3 éven keresztül folytatásához. Ezen belül 2015-ben 5 alkalommal került sor kamatvágásra, melynek során az év elejei 2,1 százalékról 1,35 százalékra mérséklődött a jegybanki alapkamat.

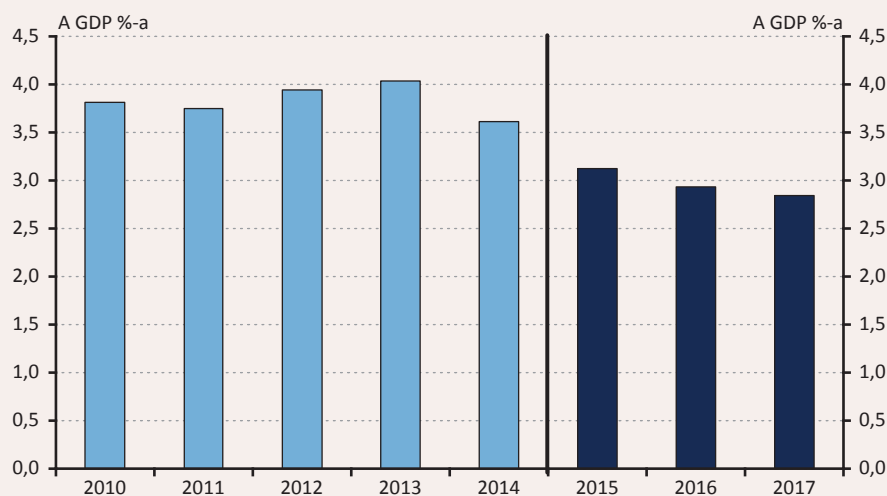
A kamatcsökkentési ciklus során megfigyelhető volt, hogy a rövid hozamok szorosan együtt mozogtak a mindenkori jegybanki alapkammattal, továbbá az önfinszírozási program bejelentését követően a program állam-papír-keresletet növelő hatására a rövid hozamok alacsonyabb szintre süllyedtek, mint a jegybank irányadó rátája. A hosszú hozamok lazábban követték az alapkamat-csökkentéseket, de az időszak folyamán trendszerűen mérséklődtek, azaz a hitelessé váló kamatvágási ciklus együtt járt a hozamgörbe hosszú végének lejjebb tolódásával (3.1.1. szakmai cikk, Kicsák-Baksay, 2015).

3.1.3. ábra
Az alapkamat és az állampapír-piaci hozamok



Forrás: ÁKK, MNB

A hozamcsökkenés következtében az államadósság átárazódásán keresztül az államháztartás kamatkiadásainak csökkenése következett be. Az államadósság lejárat szerkezetének ismeretében az mondható, hogy a forint-adósság közel 50 százaléka 3 év alatt árazódik át, így a költségvetés várható kamatmegtakarításának mintegy fele realizálódhatott 2015. év végéig a kamatcsökkentési ciklus kezdete óta. 2012 óta 2015 első félévéig több mint 460 milliárd forintra lehet becsülni a költségvetés hozamcsökkenéséből eredő összes kamatmegtakarítását (3.1.1. szakmai cikk, Kicsák-Baksay, 2015).

3.1.4. ábra**Az eredményszámla nettó kamatkiadások alakulása a GDP százalékában**

Megjegyzés: Az itt bemutatott nettó kamatkiadások nem tartalmazzák a nyugdíjrendszer átalakítása miatt az ESA2010 szerint elszámolt imputált kamatkiadásokat.

Forrás: Eurostat, MNB-előrejelzés

3.1.2. táblázat

Az államháztartás kamatmegtakarítása az egyes években és 2012 augusztusától 2015. június 30-ig összesen
(milliárd forint)

	Kamatmegtakarítás
2012	12
2013	93
2014	192
2015 első félév	167
Összesen	464

Forrás: MNB

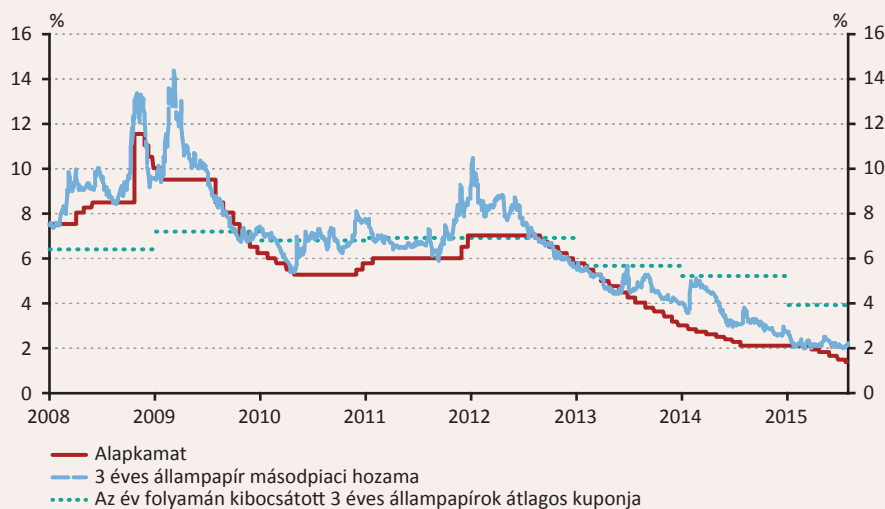
3.1.1. szakmai cikk: A jegybanki programok hatása az államháztartás kamatkiadásaira – Mit mutatnak a tények?

Kicsák Gergely – Baksay Gergely

Szakmai cikkünkben azt vizsgáltuk, hogy az elmúlt 3 év tényadatai alapján a jegybanki programok hatására bekövetkező állampapír-piaci hozamcsökkenés mekkora kamatmegtakarítással járt az államháztartás számára. A kedvező nemzetközi és hazai környezetben a jegybanki kamatcsökkentési ciklus és az önfinanszírozási program hatására jelentősen csökkentek a magyar állampapír-piaci hozamok. A 2015. évi pénzforgalmi kamatkiadás mintegy 220 milliárd forinttal alacsonyabb lehet, mint a 2013. évi. Az összes megtakarítás pedig ahhoz képest, mintha a hozamok a 2012. augusztusi szinten maradtak volna 2012 és 2015 júniusa között kumuláltan eléri a 460 milliárd forintot, azaz a GDP 1,4 százalékát.

A 2012 augusztusa óta eltelt közel három évben a kedvező nemzetközi és hazai környezetben, a jegybanki programok hatására jelentős állampapír-piaci hozamcsökkenés ment végbe. A kamatcsökkentési ciklus, amelynek során a Monetáris Tanács a jegybank elsődleges céljának megfelelően a hazai inflációs folyamatokat tartotta szem előtt, az állampapír-piaci hozamokra költségvetési szempontból igen kedvezően hatott. Miközben az alapkamat 565 bázisponttal mérséklődött, az átlagos másodpiaci hozamcsökkenés mintegy 480 bázispont volt. A hozamok csökkenését tovább erősítette a jegybank által meghirdetett önfinanszírozási program, amelynek hatására a rövid hozamok érdemben az alapkamat szintje alá süllyedtek, és például a 3 éves hozam megközelítette a jegybanki irányadó ráta szintjét (1. ábra).

1. ábra
Az alapkamat és az állampapír-piaci hozamok

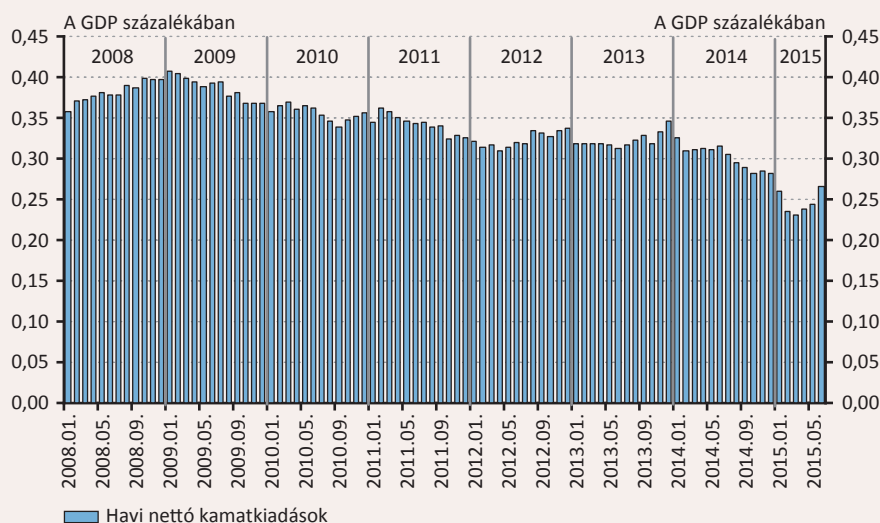


A hozamok csökkenését az alacsonyabb kamatot fizető állampapírok kibocsátása követte, amely így az állampapírok átárazódásán keresztül az államháztartás kamatkiadásainak csökkenését okozta. Az államadósság lejárat szerkezete alapján az forintadósság közel fele 3 év alatt árazódik át, így az államháztartás potenciális éves kamatmegtakarításának mintegy fele jelentkezhet 2015 végére.

A havi adatokon jól követhető a kamatkiadások csökkenése. Ez eleinte lassabb ütemű volt, amelyet az átárazódás fokozatossága okozott, de 2013-ról 2014-re már 134 milliárd forinttal mérséklődtek a nettó pénzforgalmi kamatkiadások, majd 2015 első félévében 12 havi mozgóátlaggal számolva további 100 milliárd forinttal csökkentek az előző év azonos időszakához képest (2. ábra).

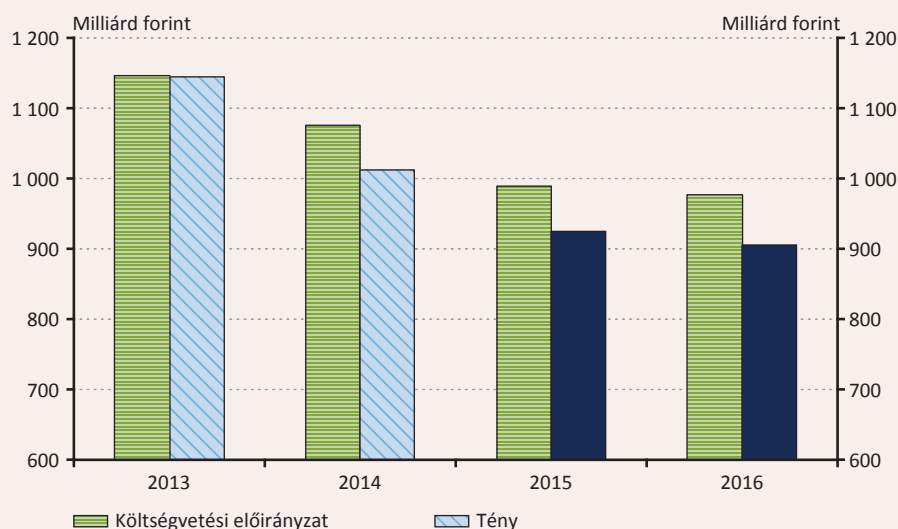
A csökkenő hozamok nyomán a nettó kamatkiadásokra vonatkozó éves költségvetési előirányzatok is jelentősen mérséklődtek, de a kiadások tényleges csökkenése mindhárom évben meghaladta a várakozást. Az idei várható

2. ábra
A havi nettó pénzforgalmi kamatkiadások 12 havi mozgóátlaga
(a GDP arányában)



kiadások már több mint 200 milliárd forinttal alacsonyabbak, mint a 2013-as tények. A tranzakciós illeték és technikai elszámolások nélküli előirányzat 2013-ra 1146 milliárd forint volt, amelynél az év végi tény kis mértékben kedvezőbb lett. 2014-re már lényegesen alacsonyabb érték, 1076 milliárd forint szerepelt a költségvetési törvényben, míg a tényadat ennél is kedvezőbbben alakult és 1012 milliárd forint volt. Az idei évre vonatkozó módosított előirányzat 990 milliárd forint, előrejelzésünk szerint azonban a nettó pénzforgalmi kamatkiadások csökkenése még ennél is 60 milliárd forinttal nagyobb lehet.

3. ábra
A nettó pénzforgalmi kamatkiadások alakulása



Megjegyzés: 2015-re és 2016-ra MNB-előrejelzés.

Az ESA-módszertan elszámolási sajátosságai miatt az eredményszámla kamatkiadások csökkenése csak lassabban jelentkezik. 2013-ról 2014-re ugyanakkor az államháztartás eredményszámla kamategyenlege is a GDP 0,4 százaléka mérséklődött, és 2015-ben további 0,4 százalékpontnyi csökkenés várható.

A 2012. augusztusi hozamszint fennmaradása esetén jelentkező kamatkiadásokhoz képest az államháztartás összes kamatmegtakarítása 2015. augusztusig több mint 460 milliárd forint, azaz a GDP 1,4 százaléka lehetett (1. táblázat). A kamatcsökkentési ciklus elindítását megelőző hozamszintek mellett az államháztartás lényegesen magasabb kamatkiadásokkal szembesült volna. Így az egyes években egyre növekvő kamatmegtakarításokat tapasztalhatunk ahhoz képest, mintha a hozamok a 2012-es szintjükön maradnak. Teljes átárazódás után a kamatmegtakarítás hosszú távon elérheti évente akár a GDP 1,7 százalékát is (Kicsák, 2015).

1. táblázat

Az államháztartás kamatmegtakarítása az egyes években és 2012 augusztusától 2015. június 30-ig összesen

	Kamatmegtakarítás
2012	12
2013	93
2014	192
2015 első félév	167
Összesen	464

Forrás: ÁKK, MNB

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2015. augusztus 14-én.

3.1.2. szakmai cikk: A magyar államadósság jelenlegi trendje és idei első féléves alakulása

Baksay Gergely – Szalai Ákos

Az MNB által publikált előzetes pénzügyi számlák adata szerint Magyarország GDP-arányos bruttó államadóssága a tavalyi év végi 76,9 százalékról 79,6 százalékra nőtt 2015 első félévének végére. Az adósságráta első félévi emelkedése egyfelől jellemző, szezonális jelenség, amely az éven belüli finanszírozási folyamatok természetes eredménye, másfelől azonban egyszeri hatások következménye. A korábbi évek által mutatott trendnek megfelelően idén is tovább csökkenhet az év végi adósságráta, ehhez azonban az utóbbi hónapokban megnövekedett kockázatok miatt az adósságot befolyásoló exogén folyamatok kedvező alakulása, illetve a kormány által befolyásolt tényezők szoros kontrollja szükséges. Egyrészt mindent meg kell tenni az uniós támogatások tényleges átutalásának felgyorsítása érdekében. Másrészt érdemes mérsékelni a nettó adósságkibocsátás összegét a második félévben, amelyre mozgásteret nyújthat az állam forint- és devizabetét-állománya. Mindemellett az államadósságot csökkentheti a Budapest Bank tervezett értékesítésének felgyorsítása is. Az államadósság első félévben is megtapasztalt árfolyam-érzékenysége igazolja, hogy helyes volt az elmúlt években a devizaadósság súlyának csökkentését célzó adósságkezelési stratégia, amelyet az MNB önfinanszírozási programja is támogat.

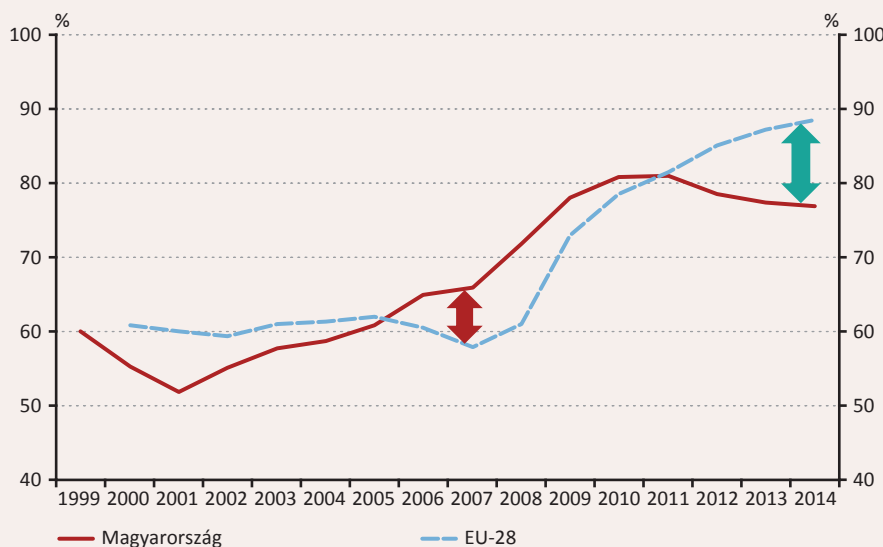
Elemzésünkben elsősorban azt vizsgáljuk, hogy milyen okok magyarázzák a 2015. év első felében megnövekedett GDP-arányos államadósságot, valamint kitérünk az adósságrátának az év hátralévő részében várható alakulására. Emellett azt is bemutatjuk, hogy a GDP-arányos államadósság terén milyen trendek körvonalazódtak az elmúlt években hazánkban és az Európai Unió egészében.

Csökkenő pályán van a hazai államadósság-ráta

Magyarország GDP-arányos bruttó államadósságának 2002-ben – a kedvező globális konjunktúra ellenére – elindult, és tartósan növekvő trendje 2010-re stabilizálódott, majd 2012-től fokozatosan csökkent a válság okozta európai dekonjunktúra dacára (1. ábra). Ezzel szemben az Európai Unió átlagos GDP-arányos államadóssága a 2000-es évek elejétől a globális válságig tartósan 60 százalék körül alakult, majd – a válság okozta gazdasági visszaesés, valamint a költségvetési expanzió miatt – 2009-től jelentős emelkedésnek indult, amely növekvő trend azóta is tart. 2010 és 2014 között a magyar adósságráta mintegy 4 százalékponttal mérséklődött, ellenben az uniós országok átlagos adósság-szintje mintegy 10 százalékponttal emelkedett, így a magyar adósságráta már számottevően alacsonyabb az uniós átlagnál.

1. ábra

A GDP-arányos államadósság alakulása Magyarországon és az Európai Unióban



Forrás: Eurostat, AMECO, MNB

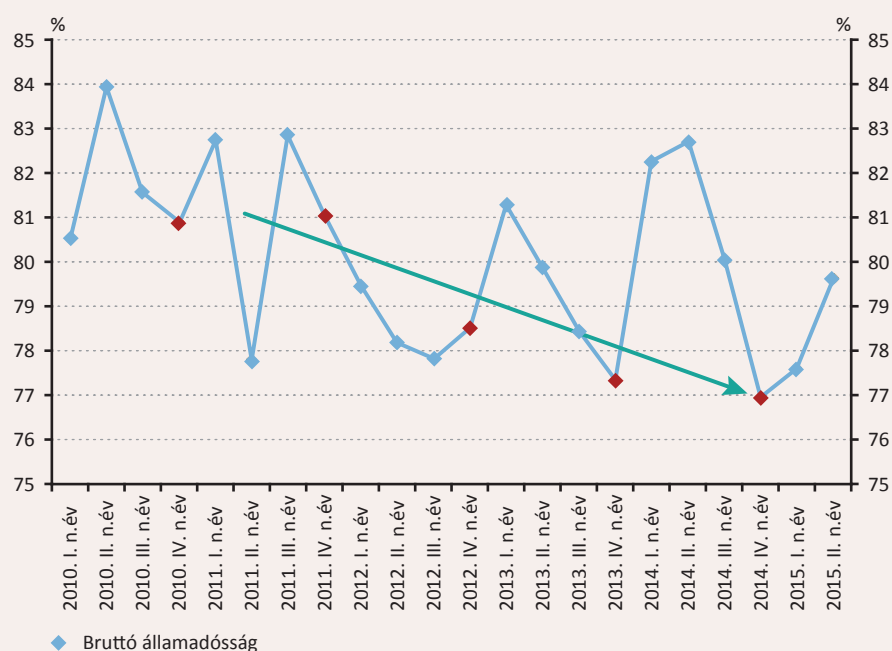
A magyar adósságráta 2010-es trendfordulója az államadósságot befolyásoló legfőbb tényezők közül leginkább az elsődleges államháztartási egyenleg érdemi javulásával magyarázható idősorosan és uniós összevetésben egyaránt. 2010 után ugyanis hazánkban a korábbinál jóval fegyelmezettebb költségvetési gazdálkodás valósult meg, amely – a 2010 után végrehajtott nyugdíj- és adóreformok segítségével – konszolidálta az államháztartást, valamint támogatta a gazdaság válságból való kilábalását. A költségvetési egyensúly helyreállításával és a reál-növekedés kibontakozásával párhuzamosan hazánk kockázati megítélésében is érdemi javulás következett be, és ez a jegybank kamatcsökkentési ciklusával együtt szignifikánsan mérsékelte az állami kamatkiadásokat, ami szintén az államadósság mérséklődésének irányába hatott. 2010 után a magyar adósságráta csökkentését megnehezítette az államadósság örökölt magas devizaarányából fakadó jelentős árfolyamkitettségek, valamint mérsékelte az állami tulajdon bővítése egyes szektorokban.

A GDP-arányos államadósság 2015. évi első féléves alakulása

A Magyar Nemzeti Bank által augusztus 17-én publikált előzetes pénzügyi számlák adata szerint Magyarország GDP-arányos államadóssága 79,6 százalék volt 2015 első félévének végén (2. ábra). Az adósságráta idei második negyedéves szintje 3,1 százalékponttal kedvezőbb a tavalyi év azonos időszakának értékénél, ugyanakkor 2,0 százalékponttal magasabb az idei első negyedéves értéknél és 2,7 százalékponttal meghaladja a 2014 végi (76,9 százalékos) szintet.

2. ábra

A GDP-arányos államadósság negyedéves alakulása



Forrás: MNB

A GDP-arányos bruttó államadósság trendszerű alakulását alapvetően a reálgazdasági növekedés, az infláció, az államháztartási hiány, valamint az árfolyam hosszabb távú alakulásai határozzák meg. Rövidtávon azonban a költségvetés éven belüli finanszírozási folyamatai, továbbá az árfolyam és egyéb egyedi tényezők is érdemben eltéríthetik az adósságrátát a trendjétől. Fontos rögzíteni, hogy az éves adósságstatisztikai számbavétel szempontjából mindig az adott év utolsó napján érvényes adósságsszint számít. Az alábbiakban azt vizsgáljuk, hogy az államadósságot befolyásoló legfőbb tényezők hogyan hatottak az adósságráta idei első féléves alakulására.

Az államadósság alapfolyamatát befolyásoló tényezők:

1.) **Az államháztartás nettó finanszírozási igényének** kedvező alakulása az adósságráta csökkenésének irányába hatott. Az első féléves nettó finanszírozási igény szignifikánsan alacsonyabb volt, mint a korábbi évek azonos időszaka-

kában. A második negyedévben mind a negyedéves, mind pedig az összesített négy negyedéves finanszírozási igény (azaz a pénzügyi számlák módszertana szerint számított hiány) a GDP mindössze 1 százalékát tette ki. Az alacsony nettó finanszírozási igényt a stabilan növekvő adó- és járulékbévételek, illetve a historikusan alacsony hozamkörnyezet miatt mérséklődő kamatkidadások egyaránt támogatják.

Meg kell említeni, hogy a finanszírozási igénynél számottevően magasabb lett az államháztartás központi alrendszerének pénzforgalmi hiánya, ami a félév végére 823 milliárd forintot tett ki, vagyis az éves hiánycél 92 százalékban teljesült. A finanszírozási igénynél magasabb pénzforgalmi hiány az uniótól várt támogatások akadozásának az eredménye. Az államháztartás jelentős összegű uniós támogatást folyósított az érintettek (pályázati nyertesek stb.) számára, azonban az EU még nem utalta át a költségvetés részére ennek a teljes fedezetét (lásd az 5. pontban). A finanszírozási igény számításánál az uniós forrás-elmaradással úgy kalkulál a statisztika, mintha azt az EU már kifizette volna, vagyis nem lett volna szükség piaci forrásból történő költségvetési megelőlegezésre, ami az eredményszemléletű államháztartási hiányt nem, a pénzforgalmi deficitet és az államadósságot azonban átmenetileg növeli.

Más években is jellemző, hogy a pénzforgalmi hiány félévkor eléri az éves tervezett szintjét, azonban ezt általában a költségvetési bevételek és kiadások egymástól eltérő éven belüli szezonálisitása okozza: a kiadások ugyanis egyenletesen emelkednek, míg a bevételeknek nagyobb része az év második félévében folyik be. A hiány ennek következtében jellemzően orrnehéz, vagyis az év első felében gyorsabban halmozódik fel, majd a második félévében számottevően nem emelkedik tovább. Idén azonban a kedvező adóbevételeknek és a mérsékelt kiadásoknak köszönhetően kevésbé volt jellemző a hiány szezonális emelkedése, de helyette az uniós támogatások késlekedése okozott hasonló időarányos deficitet.

2.) **A reálgazdaság** a várakozásoktól enyhén elmaradó második negyedéves bővülése szerepet játszhatott az adósságráta vártnál kissé nagyobb mértékű emelkedésében. Az első negyedéves növekedési adat ugyanakkor kismértékben meghaladta a várakozásokat, így az év első felét tekintve a reálgazdasági növekedés éves alapú negyedéves változásai érdemi hatást nem gyakoroltak az adósságráta alakulására.

Alapfolyamaton felüli tényezők:

3.) **A devizaadósság átértékelődése** az első félév egészét tekintve csak kis mértékben befolyásolta az államadósság alakulását, ugyanis a június végi árfolyam (315,0 forint/euró) szinte pontosan megegyezett a 2014. év végi árfolyammal (314,9 forint/euró). Ezzel szemben az egyes negyedévekben az árfolyam-kilengések jelentős mértékű adósságváltozásokat eredményeztek. Az első negyedévben a forint 5 százalékot erősödött az euróval szemben, ami a pénzügyi számlák adatai szerint 440 milliárd forinttal csökkentette a forintban denominált államadósságot. A második negyedévben azonban gyakorlatilag e folyamat ellenkezője zajlott. A forint több mint 5 százalékos gyengülése mintegy 510 milliárd forintos adósságnövekedést okozott. Ez jól mutatja, hogy a magyar államadósság továbbra is érzékeny az árfolyam-ingadozásokra, amit a még mindig magas devizaarány magyaráz annak ellenére, hogy 2011 és 2014 vége között több mint 12 százalékponttal csökkent a devizaadósság részaránya. A magas devizakitettségek következtében az euró-forint árfolyam 1 forintnyi elmozdulása mintegy 0,1 százalékponttal változtatja meg a GDP-arányos adósságrátát.

4.) Az év elejétől június végéig több mint 400 milliárd forinttal **emelkedett a kormány likvid pénzügyi tartaléka**, a Kincstári Egységes Számla (KESZ) egyenlege, ami az adósság növekedésének irányába hatott. Az év első felében – a pénz- és tőkepiaci folyamatok által is indokolt – szokásos tartalékképzés fontos a biztonságos költségvetési likviditás érdekében. A KESZ növelését azáltal érte el a kormányzat, hogy a nettó adósság-kibocsátás ugyanennyivel meghaladta a központi alrendszer hiányát. A mintegy 1.300 milliárd forintnyi nettó forrásbevonás azonban így is számottevően elmarad a tavalyi év azonos időszakának több mint 1.900 milliárd forintos volumenétől.

5.) Mindezekon felül **egyedi tényezőknek** is számottevő szerepe volt az adósságráta első féléves emelkedésében:

- Az **Európai Unió által folyósított támogatások** egyelőre elmaradnak a várttól, ami a pénzforgalmi hiány növelésén keresztül az államadósságot is nagymértékben emelte. Az uniós támogatásokkal kapcsolatos kifizetések intenzív ütemben folynak, ugyanakkor június végére az EU már érdemi elmaradásba került a magyar költségvetéssel szemben

a támogatások megtérítését illetően. Az Unió egyre növekvő (becslésünk szerint az első félévben nagyságrendileg 450 milliárd forintos) elmaradása számottevően növelte a költségvetés finanszírozási igényét a projektek állami megelőlegezése miatt.

- **A Budapest Bank megvásárlása** szintén hozzájárult az adósságráta első féléves emelkedéséhez. A tranzakció az előzetes pénzügyi számla adatközlése szerint 195 milliárd forinttal növelte az államadósságot. Mivel a bankot megvásárló Corvinus Zrt.-t a statisztikai elszámolás a kormányzati szektor körébe sorolta, így annak MFB-vel szemben fennálló – a tranzakció fedezetéül kapott – adóssága is az államadósság részévé vált. A GDP 0,6 százalékának megfelelő adósságnövelő hatás államadósság szempontjából is megerősíti azt a kormányzati szándékot, amely a Budapest Bank 1-2 éven belüli értékesítését célozza.
- **A BKV adósságának átvállalása** a központi kormányzat részéről 52 milliárd forintos növekedést eredményezett az államadósságban.
- **Az ÁKK-nál elhelyezett margin betétek** állományát továbbra is magas szinten tartja a tavaly év végénél szignifikánsan erősebb amerikai dollár. A dollár euróval szembeni erősödése miatt jelentősen megemelkedett a piaci swap-partnerek által az adósságkezelőnél elhelyezett margin állomány. Mivel ez a betétállomány a partnerekkel szembeni kötelezettségnek minősül, beleszámít az államadósságba, és a GDP több mint 1 százalékával emelte azt.

Az egyedi tényezők egy része kormányzati döntés függvénye, de a költségvetés szempontjából exogénnek tekinthető uniós forrás-elmaradások és a dollár-erősödés miatti potenciális adósság-növekedés ezeknél nagyobb kockázatot jelent az államadósság alakulására nézve.

Várható folyamatok

2015. júniusi prognózisunk szerint év végére a 2014. év végi árfolyammal számítva 75,6 százalékos GDP-arányos államadósság volt várható. Az első félévben bekövetkező egyes folyamatok tartóssága (például a dollár erősödése) és az új információk (Budapest Bank megvásárlásának adósságnövelő hatása) arra utalnak, hogy a korábbi várakozásunknál magasabban alakulhat az év végi adósságráta. A GDP-arányos államadósság csökkentése a tavaly év végi szintjéhez képest így nehezebbé válik, de továbbra is teljesíthetőnek véljük. A kockázatok mellett ugyanis kedvező folyamatok is megfigyelhetők, többek között az első félévi nettó finanszírozási igény historikus összehasonlításban rekord alacsony szintje.

Amennyiben az EU-támogatások költségvetésbe érkezése a tavalyihoz hasonlóan alakul az idén, azaz a második félévben befolyik a támogatások nagyobbik része, az nagymértékben támogathatja az adósságcsökkenés megvalósulását. Ezért mindent meg kell tenni annak érdekében, hogy az EU által még át nem folyósított támogatások mielőbb átutalásra kerüljenek a hazai költségvetés részére. Az adósságráta biztonságos csökkentésének érdekében továbbá érdemes lehet mérsékelni a nettó adósság-kibocsátás második félévre tervezett volumenét, amelyre mozgásteret nyújthat az állam likvid forint- és devizabetét-állománya. Az államadósság csökkentésének megfelelő eszköze lehet a Budapest Bank tervezett értékesítésének felgyorsítása is.

Az államadósság első félévben is megtapasztalt árfolyam-érzékenysége igazolja, hogy helyes volt az elmúlt években a devizaadósság súlyának csökkentését és az adósságon belül a hazai tulajdon arányának növelését célzó adósságkezelési stratégia, amelyet az MNB önfinanszírozási programja is támogat. Bár a devizaadósság súlya így 40 százalék alá szüllyedt, a külső sérülékenységek mérséklése érdekében célszerűnek látszik a devizaarány további csökkentése.

Összességében azt mondhatjuk, hogy az államadósság-rátát befolyásoló tényezők közül az alapfolyamatot meghatározók az idei év első felében is kedvezően alakultak, számos egyedi tényező azonban jelentős adósságnövelő hatást gyakorolt. Ennek ellenére továbbra is teljesíthetőnek véljük a GDP-arányos bruttó államadósság év végi csökkenését, ehhez azonban az ezt befolyásoló exogén folyamatok kedvező alakulása, illetve a kormány által befolyásolt tényezők szoros kontrollja szükséges.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Privatbankar.hu oldalon 2015. szeptember 10-én.

3.2. FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG ÉS KÜLSŐ ADÓSSÁG POZÍCIÓNK

A gazdaság külső egyensúlyi folyamatai kedvező képet mutattak 2015 első felében. A gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége június végén historikus csúcsra, a GDP 8,7 százalékára emelkedett. A finanszírozási képesség növekvő többletéhez mind a külkereskedelmi egyenleg, mind a transzferegyenleg érdemben hozzájárult, de kisebb mértékben támogatta a jövedelemegyenleg alakulása is. A fizetési mérleg finanszírozási oldala szerint továbbra is jelentős a forráskiáramlás: elsősorban a külföldi hitelek csökkentek, de egyedi tényezők miatt (szezonális jellegű osztalék-kifizetés, illetve a Budapest Bank állami megvásárlása) a nem adósságjellegű források is mérséklődtek. Az ország sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőségű nettó külső adósság 2015 első félévében tovább csökkent, ami részben a folytatódó forráskiáramlásnak, részben a GDP növekedésnek illetve az ártértékelődés összességében kedvező hatásának egyaránt köszönhető. A nettó adósságállomány csökkenése elsősorban az államháztartáshoz volt köthető. A rövid külső adósság elsősorban a berövidülő állomány miatt emelkedett, azonban jelentősen elmarad a devizatartalék szintjétől, így Magyarország tartalékmegfelelése továbbra is kedvezőnek mondható.

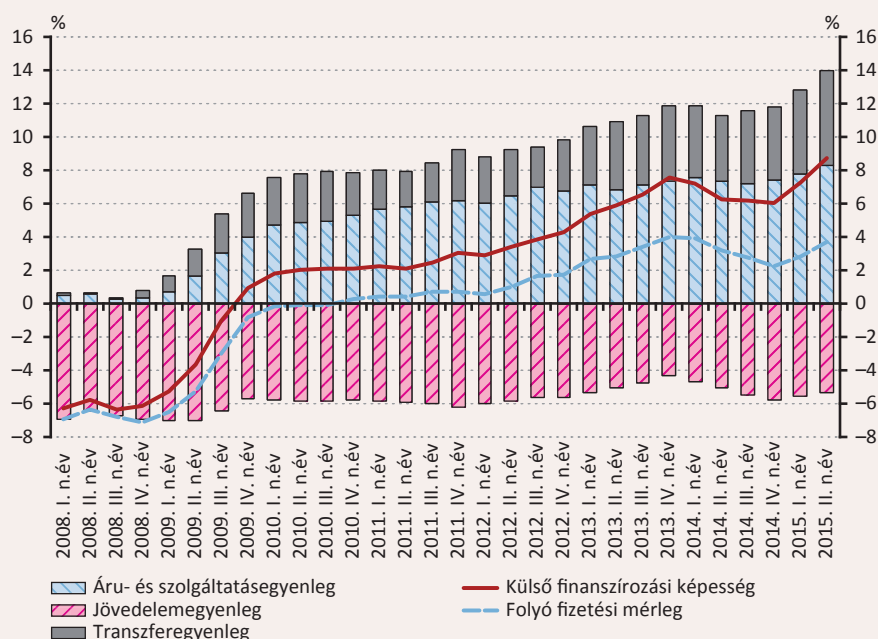
Emelkedő külső finanszírozási képesség

A külső egyensúly folyamatosan javult 2015 első félévében, ami elsősorban a külkereskedelem és a transzferegyenleg többletének bővüléséhez köthető. Összességében a gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége a GDP 8,7 százalékára emelkedett, ami historikus visszatekintésben kiemelkedőnek mondható. Az első két negyedévben a reálgazdasági megközelítés mindhárom tényezője hozzájárult a külső finanszírozási képesség emelkedéséhez: nagyobb részben a külkereskedelem ismét növekvő többlete, de kisebb részben a transzferegyenleg és a jövedelemegyenleg alakulása is a külső finanszírozási képesség javulásának irányába hatott. Az első félévben az áru- és szolgáltatás egyenleg többlete a 2014-ben tapasztalt stagnálást követően emelkedett, és a második negyedévben a négy negyedéves értéke meghaladta a GDP 8 százalékát (3.2.1. ábra). A transzferegyenleg többletében elsősorban a bővülő EU-transzferek játszottak szerepet, amely így tovább emelkedett. A jövedelemegyenleg négy negyedéves hiánya a 2014. évi szinthez képest enyhén mérséklődött az első félévben.

3.2.1. ábra

A külső finanszírozási képesség komponenseinek* alakulása

(négy negyedéves érték a GDP arányában)



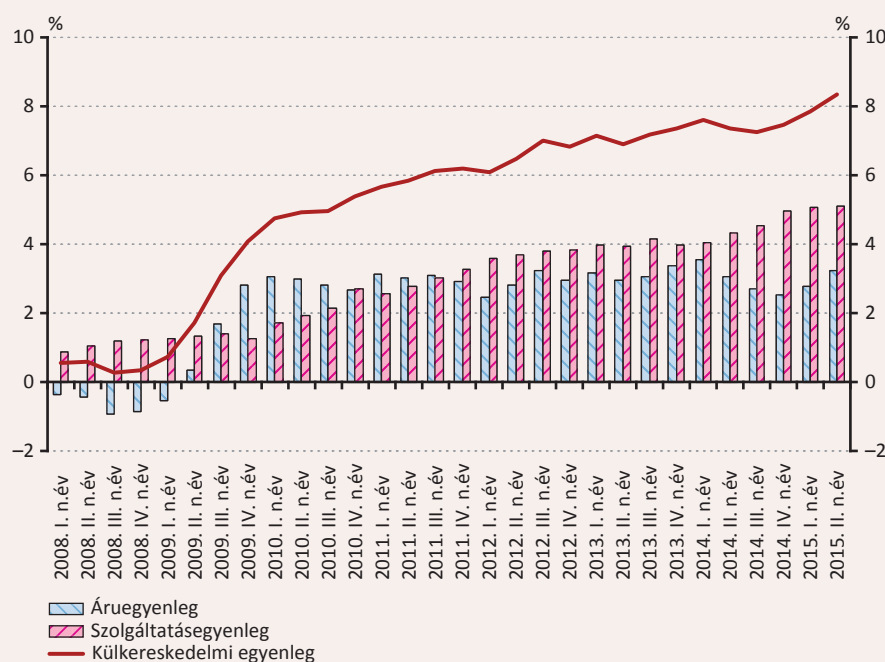
*Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem. Transzferegyenleg: tőkemérleg, egyéb elsődleges jövedelem és másodlagos jövedelem összege.

A historikus csúcsot elérő külkereskedelmi többlet az áruegyenleg növekvő többletének, illetve a magas szinten stabilizálódó nettó szolgáltatásexportnak volt köszönhető. A nettó áruekport – a tavalyi jelentősebb mérséklődés után – idén az első félévben jelentős mértékben emelkedni tudott, míg a szolgáltatás-egyenleg magas többletében elsősorban a turizmusnak és a szállítási szolgáltatásoknak volt kiemelkedő szerepe (a szolgáltatás-egyenleg alakulásával a 2015. júniusi Fizetési mérleg jelentés kiemelt témájában részletesen foglalkoztunk). Mindezek eredményeként a külkereskedelmi többletünk historikus csúcsot elérve a GDP 8 százaléka fölé emelkedett. Az első félévben bár az export és az import dinamikája is lassult, az export növekedése meghaladta az import bővülését, ami a nettó export emelkedését eredményezte. Az export bővülésében továbbra is az ipari termelés, ezen belül elsősorban a járműgyártás teljesítménye tükröződött. Az import lassuló növekedése feltehetően arra vezethető vissza, hogy a belföldi és külföldi piacokra termelő vállalatok beruházási aktivitása visszafogottnak volt tekinthető. Emellett a gáztározók tavalyi évinél lassabb feltöltése is import lassulásának irányába hatott. A növekvő nettó exportot – az olajárak csökkenése miatt – kisebb mértékben a cserearányok javulása is támogatta.

3.2.2. ábra

A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása

(négy negyedéves értékek a GDP arányában)



Forrás: KSH

A jövedelemegyenleg hiánya a tavalyi növekedés után az első félévben enyhén mérséklődhetett. A jövedelemegyenleg tényezői közül külföldi hitelek kamategyenlege fokozatosan mérséklődött, ami egyrészt az állomány csökkenésére, másrészt a hitelek átárazódására vezethető vissza. Az elmúlt években tapasztalt euro- és forinthatározam csökkenés ugyanis – az állomány korrekciója mellett – fokozatosan csökkentette a külföldre fizetett kamatkifizetéseket. A külföldi tulajdonú vállalatok profitjára jelenleg csak becslésekkel rendelkezünk 2015-re vonatkozóan⁴, mely szerint a részesedések jövedelme 2015 első félévében – a tavalyi kiugróan nagy növekedés részben átmeneti jellegéből adódóan – enyhén mérséklődhetett. (A külföldi vállalatok profitkiadásairól a 2015.

⁴ A külföldi tulajdonú, Magyarországon működő vállalatok nyereségességéről csak korlátozottan rendelkezünk negyedéves szintű adatokkal, így a negyedévente kiáramló profitra vonatkozó információk jórészt becslésen alapulnak. Részletesebben lásd az MNB honlapján található Módszertani megjegyzések a fizetési mérleghez és állományi statisztikához című fizetési mérlegről szóló statisztikai kiadványban. A 2015-es vállalati profit becslést a 2016. szeptemberi adatközléssel váltják majd fel a vállalat éves beszámolóján alapuló tényadatok.

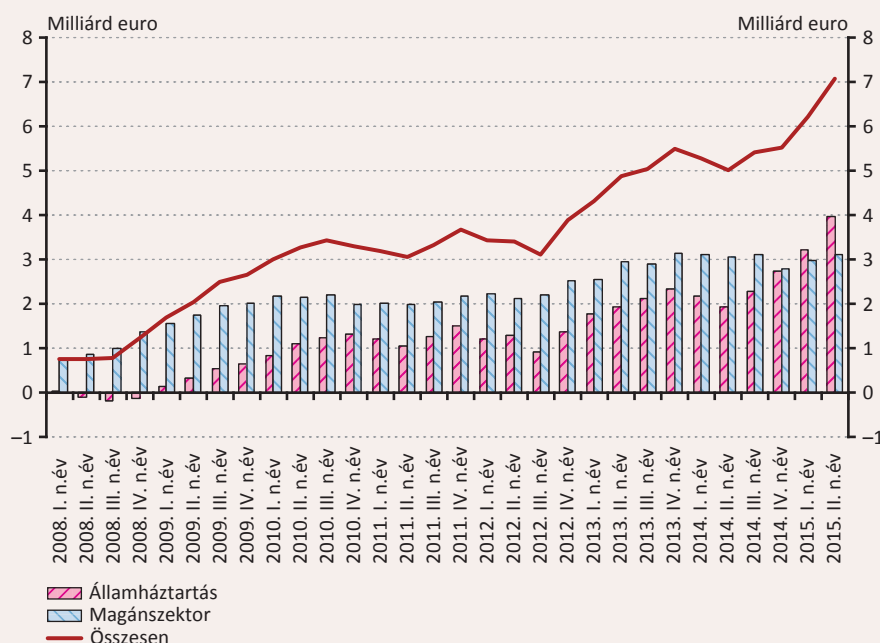
szeptemberi Fizetési mérleg jelentés kiemelt témájában írtunk részletesen.) A külföldi munkavállalók jövedelme másfél éve stabilan a GDP 2,2 százalékával javította a jövedelemegyenleg hiányát.

A beáramló EU-transzferek növekedésének eredményeként a transzferegyenleg jelentős mértékben tovább emelkedett, ami elsősorban az egyre nagyobb állami felhasználáshoz kötődött. A transzferegyenleg az idei év első félévében jelentősen, a GDP 5 százalékát meghaladóan támogatta a magyar gazdaság külső finanszírozási képességét. Az elmúlt két negyedévben a magánszektor transzfer felhasználása stabilan 3 milliárd euro körül alakult, azonban az államháztartáshoz kötődő transzferek jelentős mértékben emelkedtek (3.2.3. ábra). Az állam által felhasznált EU transzferek elsősorban infrastrukturális és kvázifiskális beruházásokat finanszíroztak, ami a II. negyedéves beruházási adatok emelkedésében is tükröződött. 2015. június végére a négy negyedéves EU-transzfer felhasználás 7 milliárd euróra emelkedett, amelytől a tényleges EU-s átutalás jelentős mértékben elmaradt. A kettő közötti különbséget az állami előfinanszírozás magyarázza, ami a pénzforgalmi szemléletű költségvetési egyenleget rontja, az ESA szerinti hiányt azonban nem.

3.2.3. ábra

A nettó EU-transzferek szektorális megbontása

(négy negyedéves érték)



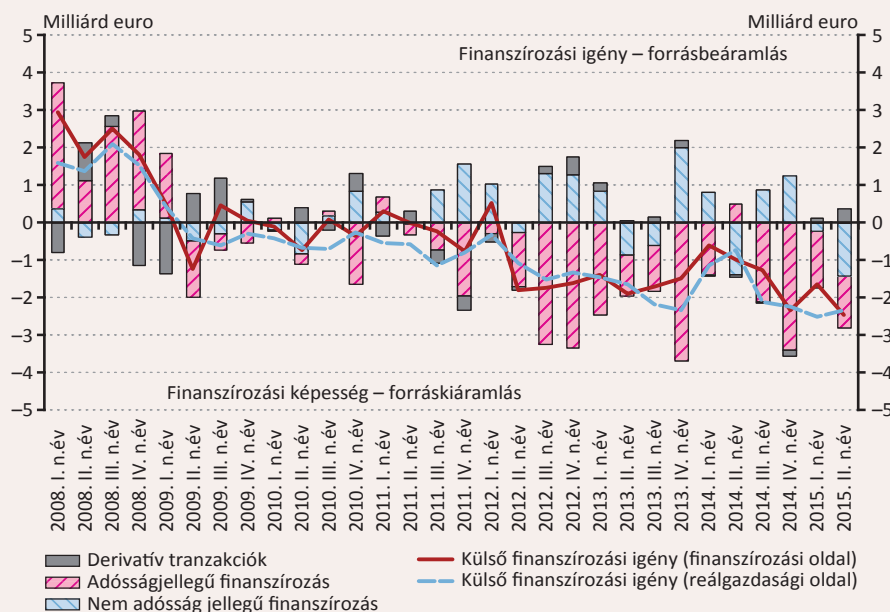
Folytatódott az adósságállomány leépülése

Az év első felében folytatódott a külső forráskiáramlás, ami nagyobb részt adósságjellegű források csökkenésében tükröződött. A fizetési mérleg finanszírozási oldalát vizsgálva a forráskiáramlás mértéke az első félévben érdemben meghaladta az előző év azonos időszak adatot, és a második negyedévben historikus csúcsra, 2,5 milliárd euróra emelkedett (3.2.4. ábra). A külső adósság csökkenésben a külföldiek állampapír eladásai is szerepet játszhattak, amit az MNB önfinanszírozási programjával összefüggésben a hazai szereplők állampapír vásárlásai ellensúlyozhattak. Az MNB eszköztárának átalakítása tovább támogathatja a rezidensek állampapír vásárlásait, amiről részletesen lásd 3.2.1. szakmai cikk, Nagy-Palotai, 2015. Az osztalékfizetéshez köthető működőtőke kiáramlás a II. negyedévben enyhén elmaradt az előző év azonos időszaki értéktől.

3.2.4. ábra

A külső finanszírozási szerkezet alakulása

(igazítatlan tranzakciók)



A külföldiek nettó külföldi tőke befektetése az első félévben osztalék-kifizetések és az állami felvásárlások következményeként mintegy 1,5 milliárd euróval csökkent. A Budapest Bank állami felvásárlása mintegy 600 millió euróval mérsékelte a külföldiek FDI befektetéseit. A II. negyedévben a külföldi tulajdonosok számára megszavazott osztalék kifizetés is jelentősen mérsékelte a külföldi vállalatok magyarországi befektetését. A külföldi anyavállalatoktól kapott hitelek viszont emelték a külföldiek működőtőke jellegű befektetéseit.

Az elmúlt hat hónapban tovább folytatódott az adósságcsökkenés, ami a vállalati és az állami szektort egyaránt érintette. A gazdasági szereplők mérlegalkalmazkodásának eredményeképpen az előző év végéhez képest mintegy 3 milliárd euróval mérséklődött az ország adósságjellegű finanszírozása (3.2.5. ábra). A nettó adósságcsökkenés nagyobb része, 2 milliárd eurót meghaladó mértékben a konszolidált államháztartáshoz kötődött, míg a vállalatok mérlegalkalmazkodása némileg elmaradt az 1 milliárd eurótól. A külföldiek csökkenő állampapír állományát ellensúlyozta, hogy a belföldi szereplők finanszírozási szerepe emelkedett, amiben fontos tényező lehetett az MNB önfinanszírozási programja is.

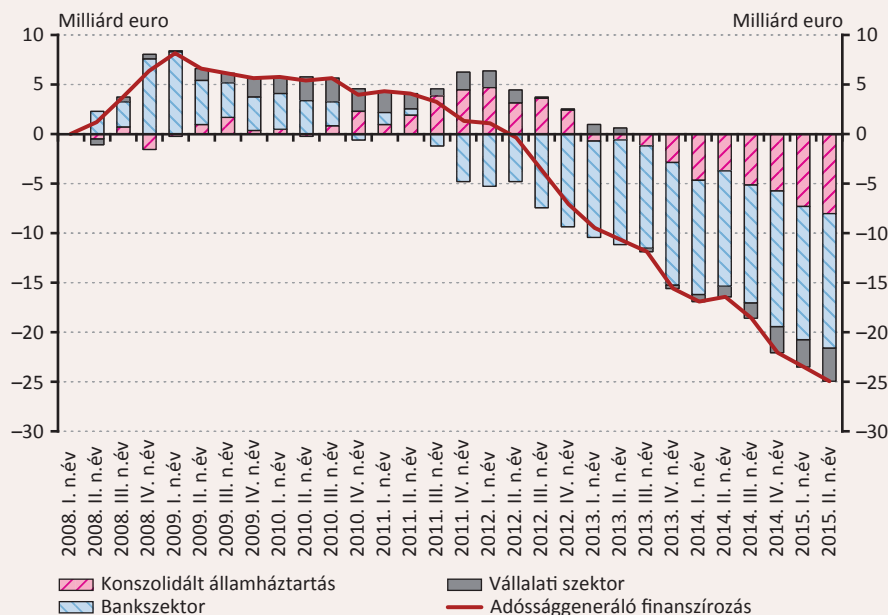
Az I. negyedévi stagnálás után 2015 második negyedévében a folytatódó forráskiáramlásnak köszönhetően ismét mérséklődött az ország nettó külső adóssága. Az adósságmutató mérséklődése a GDP növekedés és a hozamok enyhe emelkedése miatti ártértékelődés állománycsökkentő hatása mellett az adósság típusú források kiáramlásának eredménye (3.2.6. ábra). A nettó külső adósság az időszak végére a GDP 31,2 százalékára mérséklődött, ami elsősorban az államháztartás jelentős mértékű adósságcsökkenéséhez köthető. Az államháztartás nettó adósságának a csökkenését lassította, hogy az állam – a forintosításhoz és a Budapest Bank felvásárláshoz köthető – megnövekedett devizaigénye miatt csökkentek a jegybanki devizatartalék. A vállalati szektor adósságállománya szintén mérséklődött, míg a bankrendszeré nem változott érdemben.

A bruttó külső adósság az év negyedévében stagnált, azonban a félév hátralévő felében ismét mérséklődött. A bruttó külső adósság mérséklődése elsősorban a külföldi állampapír állomány csökkenéséhez volt köthető. A forintgyengülés a bankrendszer és a vállalati szektor bruttó adósságának az irányába hatott, ami lassította a teljes bruttó adósság leépülését. A forintárfolyam leértékelődése a bruttó adósságállomány emelkedésének irányába hatott, a nettó adósságot viszont kevésbé érintette, mivel a devizatartalék forintban kifejezett értéke is emelkedett. A folyamatok eredményeként a bruttó adósság a félév végén a GDP 85 százaléka körüli szintre csökkent.

3.2.5. ábra

A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása

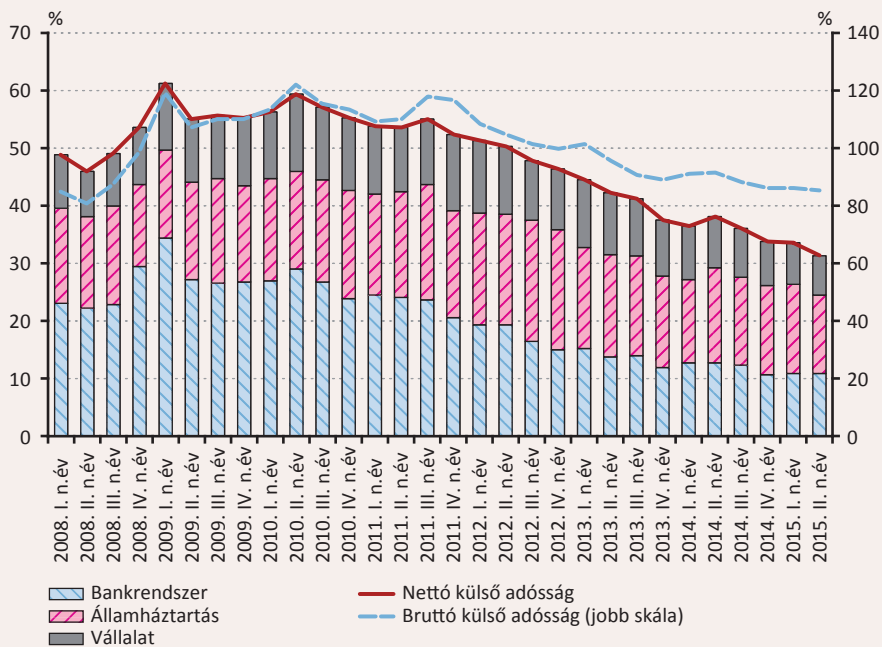
(kumulált tranzakciók)



3.2.6. ábra

A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság

(GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)

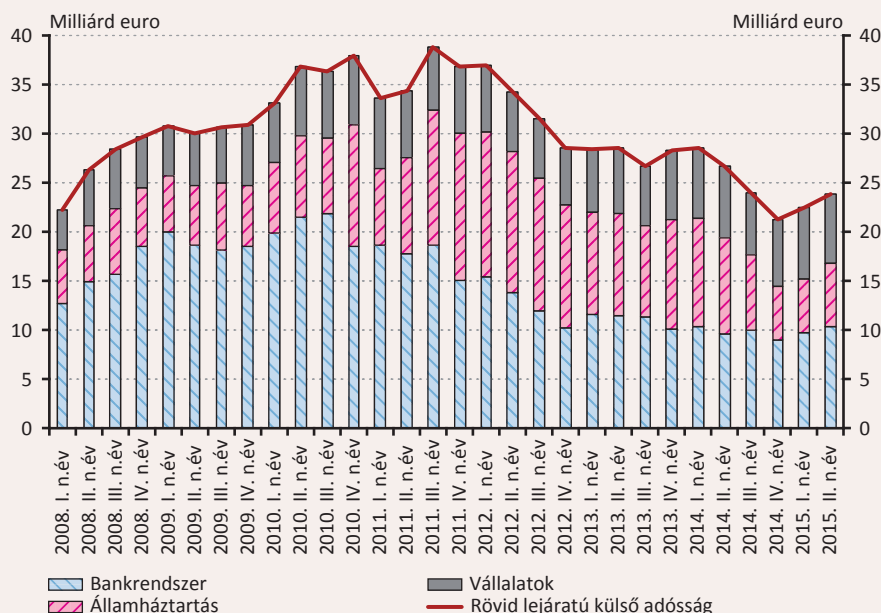


A gazdaság rövid külső adóssága az elmúlt két negyedévben emelkedett, ami döntően az államháztartás berövidülő adósságához volt köthető. Az államháztartás hátralévő futamidejű rövid külső adósságának az első félévben tapasztalható növekedése úgy alakult ki (3.2.7. ábra), hogy mind az eredeti futamidő szerinti rövid adósság, mind a berövidülő adósság emelkedett. Az államháztartás rövid külső adósságának a növekedése az EU-hitel 2016. áprilisi lejáratához köthető. Azonban a külföldiek állampapír-eladása fékezte az állam berövidülő állományának növekedését, így az állam rövid külső adóssága a vártnál alacsonyabban tetőzhet.

A bankrendszer rövid külső adóssága az első félévben szintén emelkedett, ami a rövid lejáratú forrásbevonás növekedésének eredménye.

3.2.7. ábra

A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása



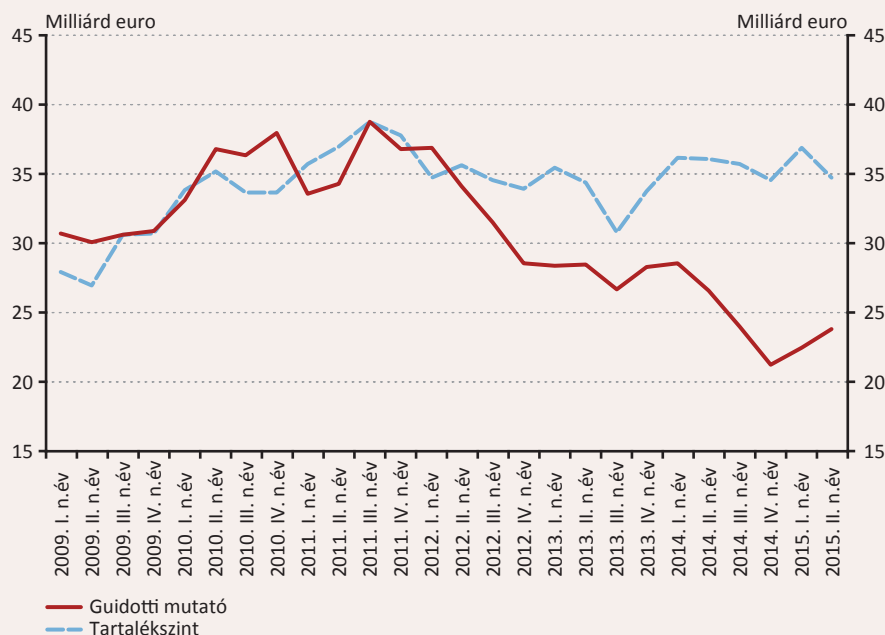
Szinten maradó devizatartalék

Míg a devizatartalék szintje az első negyedévben emelkedett, a másodikban csökkent, így az első félévben összességében nem volt érdemi változás. Az év eleji emelkedést elsősorban az EU transzferek beáramlása, az ÁKK fedezési swap-ügyleteihez kötődő mark-to-market betét állományváltozása illetve az egyéb jegybanksi swap-ügyletek lejáratát, valamint a főbb devizák árfolyamváltozásából fakadó ártérítelési különbözet változása okozta. Ezek mellett ugyanakkor az I. negyedévben a februári dollárkötvény-lejárat valamint a forintosításhoz kapcsolódó swapok lejáratát csökkentette a devizatartalékot. A II. negyedévben a devizahitelek forintosításához kapcsolódó jegybanksi devizaswapok lejáratát és lezárását, illetve a Budapest Bank felvásárlásához szükséges devizalikviditás mérsékelte a devizatartalékot, míg az EU transzfer beáramlás és az ártérítelődés a növekedés irányába hatott. A folyamatok eredőjeként a tartalékszint 2014 év végéhez képest nem változott érdemben, a félév végén 34,8 milliárd eurót tett ki.

2015 első felében a devizatartalék szinten maradása és a rövid külső adósság emelkedése a többlet deviza tartalék kismértékű apadásához vezetett. Mivel mind a devizatartalék csökkenése, mind a rövid külső adósság emelkedése korábban rendelkezésre álló információk alapján várható volt, a többlet devizatartalék csökkenése nem jelentett meglepetést. A devizatartalék mértéke továbbra is jelentősen meghaladja a befektetők által elvárt, Guidotti-szabály szerinti szintet. A forintosításhoz köthető deviza-swap eszközök további 7 milliárd eurós tartalékcsökkenést okoznak 2017 végéig, ami emellett kisebb mértékben a bankok rövid külső adósságának a csökkenését is eredményezheti. Az EU-transzfer átutalások emellett továbbra is pozitív hatással lehetnek a devizatartalékok szintjére.

3.2.8. ábra

A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és a devizatartalék állománya



3.2.1. szakmai cikk: Az MNB eszközeinek megújításával tovább csökkenti az ország sérülékenységet

Nagy Márton – Palotai Dániel

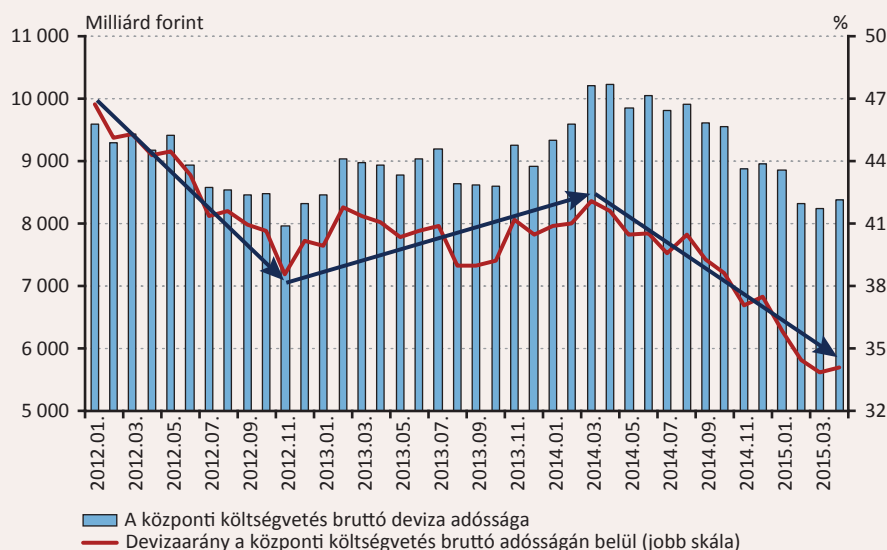
A Magyar Nemzeti Bank (MNB) az államadósság hazai forintforrásokból történő refinanszírozásának erősítése érdekében megújította jegybanki eszköztárát. Ennek központi elemeként 2015. szeptember végétől a három hónapos jegybanki betét lesz az MNB irányadó eszköze, a kéthetes betét pedig mennyiségi korlátozás mellett, aukciós technikával kerül meghirdetésre. A kéthetes betét állománya lépcsőzetesen csökken majd, és 2015. év végén éri el a mennyiségi korlátként meghatározott, 1000 milliárd forintos szintet. Az eszköztár átalakítása azáltal segíti elő az önfinanszírozási célt, hogy az állampapírok likviditási szempontból előnyösebb besorolás alá esnek, mint az új, három hónapos jegybanki betét, így a bankok a szabályozói elvárásoknak való kötelező megfelelés miatt abban lesznek érdekeltek, hogy a jegybank helyett egyre nagyobb mértékben az államháztartást finanszírozzák. A növekvő állampapír-vásárlással járó alkalmazkodás miatt a reálgazdaság hitelezése nem sérül.

A Magyar Nemzeti Bank elsődleges feladatának, az árstabilitás elérésének és fenntartásának teljesítése mellett kiemelt célként kezeli az ország külső sérülékenységének csökkentését és az államadósság szerkezetének egészségesebbé tételét. Mindennek eszköze volt a 2014-ben meghirdetett önfinanszírozási koncepció és program, melynek keretében az MNB, az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) és a bankok kooperációjával lehetővé vált a lejáró devizaadósság forintból történő megújítása és a fenti célok elérése. A jegybank ezt a folyamatot tavaly tavasztól azzal támogatta, hogy a monetáris politikai eszköztár átalakításával (betétesítés) és kibővítésével (kamatcseretenderek bevezetése) lehetővé tette, hogy a bankok forrásaik egy részét jegybanki betétek helyett állampapírban, kiemelten hosszú lejáratú állampapírban tartsák. A program révén 2014-ben és 2015 első negyedében a bankok forint-állampapírállománya több mint 900 milliárd forinttal nőtt, a magyar állam pedig összesen 3,5 milliárd euro értékű külső devizaadósságot fizetett vissza forintból, miközben a fokozott banki kereslet az állampapír-piaci hozamokat, főként a hozamgörbe hosszabb végén csökkentette, így egyszerre mérsékelte az államadósság finanszírozásának költségeit és annak devizaarányát is.

1. ábra

A központi költségvetés adósságának devizaaránya

(2012-2015. április)



A 2014-es önfinanszírozási koncepció céljai tehát teljesültek, a program ugyanakkor jelen formájában egyben elérte a határait is, mivel az eszköztár átalakításához kapcsolódó banki alkalmazkodás lezárult. Az önfinanszírozási program folytatása és erősítése továbbra is kívánatos, illetve a monetáris politikai eszköztár további megújításával el is érhető. Az önfinanszírozási program következő, második fázisában a jegybanki lépések újabb banki alkalmazkodást váltanak majd ki.

A kapcsolódó új jegybanki intézkedéscsomag az alábbi elemekből áll:

1. 2015. szeptember végétől az irányadó eszköz a jelenlegi kéthetes betét helyett a fix kamatozású, három hónapos jegybanki betét lesz, amely mennyiségi korlátozás nélkül áll a bankok rendelkezésére;
2. Az elsődlegesen likviditáskezelési céllal megmaradó kéthetes jegybanki betét igénybevételét korlátozza az MNB, 2015 végétől legfeljebb 1000 milliárd forintot tarthatnak a bankok ebben az eszközben;
3. az MNB folytatja a jegybanki kamatcsere-tendereket, amely támogatja a bankokat kamat-kockázatuk kezelésében, a rövid helyett a hosszabb futamidejű állampapírok irányába terelve a banki keresletet.

Az intézkedéscsomag hatásmechanizmusa tekintetében kiemelt fontosságú változást jelent, hogy az MNB Pénzügyi Stabilitási Tanácsa az elkövetkező időszakban döntést hoz arról, hogy a nemzetközi szabályozás adta keretet kihasználva 2016-ban 100 százalékra emeli a bankok likviditásfedezeti előírását (LCR). A likviditásfedezeti szabályozás célja annak biztosítása, hogy rövid távon (30 nap) megfelelő mennyiségű és minőségű likvid eszköz álljon a bankok rendelkezésére egy esetleges likviditási sokk esetén. A nemzetközi előírás szerint az ezt számszerűsítő LCR rátának 2018-tól kell 100 százalékra emelkednie, az MNB ugyanakkor a nemzeti hatáskörrel élve ezt két évvel megelőzve tenné kötelezővé.

A fenti tényezők együttesen azt eredményezik, hogy a bankok állampapírra cserélik jegybanki betéteik egy részét. Mivel az új irányadó eszköz lejáratát hosszabb, mint az LCR mutató által figyelembe vett 30 nap, így az irányadó eszköz futamidő hosszabbítása kedvezőtlen a bankok LCR-megfelelése szempontjából. Az LCR-előírásnak ugyanakkor kötelező megfelelni, így a bankoknak alkalmazkodnia kell, ami állampapír-vásárlásban csapódhat le. A LCR szabályozás szigorítása a likviditási célok mellett azzal a hatással jár, hogy az alkalmazkodás intenzívebb és erőteljesebb lesz, a kamat-

kockázatok kezelésére alkalmas kamatcsere eszköz (IRS) pedig azt segíti elő, hogy a bankok a stabilitási szempontból előnyösebb, hosszabb lejáratú állampapírokat vegyék, ne pedig a rövideket.

A három hónapos betét lesz az MNB irányadó eszköze

Az MNB Monetáris Tanácsa által meghatározott alapkamat a 2015. szeptember végi kamatmeghatározó ülést követően a három hónapos eszköz után fizetett kamatot fogja jelenteni. Az eszköz mennyiségi korlátozás nélkül áll majd a bankok rendelkezésére, ami lehetővé teszi, hogy ez az instrumentum töltse be az irányadó eszköz szerepét.

Az irányadó eszköz futamidejének hosszabbításával érdemben befolyásolható a sterilizációs eszköztár szabályozói szempontból releváns likviditási profilja, és ezáltal kiváltható a kívánt banki alkalmazkodás. A sterilizációs eszköz lejáratának hosszabbítása ezen felül több, nemzetgazdasági szempontból előnyös hozadékkal járhat:

- Az irányadó jegybanki eszköz lejáratának hosszabbítása kisebb jegybanki és konszolidált államháztartási kamatkockázatot jelent.
- Hosszabb lejáratú sterilizációs eszköz esetén kisebb a valutaválság kialakulásának kockázata, hiszen a bankrendszer kevésbé lehet képes, illetve hajlandó közvetíteni a spekulációt. Ez abból adódik, hogy a spekulációban való részvételhez a hazai bankok O/N hitel felvételére kényszerülnének, ami többletköltséget jelent, miközben a spekulációt a bankok elfogadható fedezeteinek állománya is korlátozza.
- A bankok lejárat-összhangra irányuló törekvése miatt hosszabbodhat a bankrendszer forrásainak futamideje, ami pénzügyi stabilitási szempontból előnyös.

A kéthetes betét lesz az MNB likviditáskezelést segítő eszköze

A három hónapos irányadó eszköz bevezetése mellett az MNB eszköztárának része marad a kéthetes betét, de a jelenlegi helyzethez képest több érdemi módosításra is sor kerül:

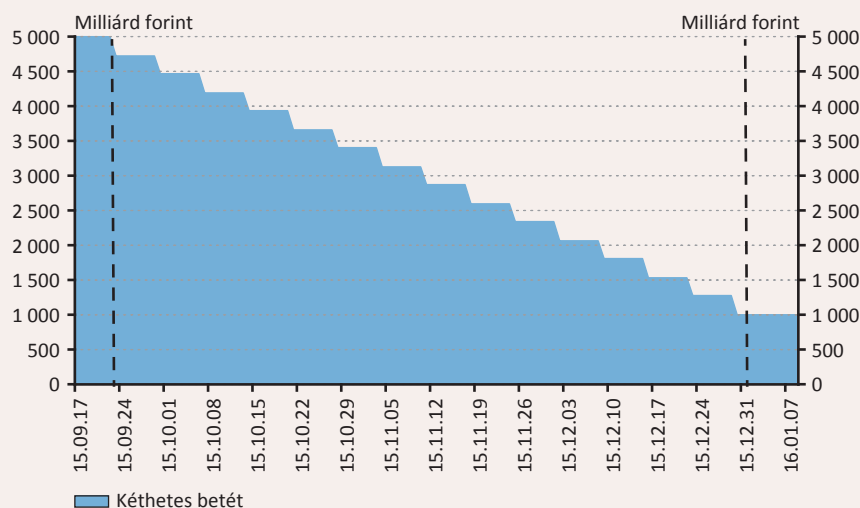
- az eszköz igénybevételeinek összmenyiségét korlátozza az MNB (állományi korlát),
- aukciós versenyben dől el, hogy melyik bank milyen mértékben részesül az összmenyiségből,
- az eszköz kamata nem rögzített, az alapkamat csak a kamatmaximumot jelöli ki, a ténylegesen fizetett kamat az aukción, a banki kereslet függvényében, a piaci folyamatokhoz igazodva alakul ki.

A jegybanki intézkedéscsomag stratégiai paramétere a kéthetes MNB-betét állományi korlátja. Ezt a célértéket az államháztartás finanszírozási terve és devizaszerkezete, az állampapír-kereslet szektorális alakulása, illetve a banki likviditáskezelés sajátosságai alapján határozta meg az MNB. Olyan kéthetes állományi célértéket jelöltünk ki, amely a szabályozói likviditás előírásaival együtt a szükséges mértékben támogatja a banki állampapír-keresletet, valamint biztosítja az alapokat a banki likviditáskezelés problémamentes ellátásához.

A vizsgált finanszírozási forgatókönyvek és a bankszektoron kívüli állampapír-vásárlás mértéke alapján a bankoknak 2015-2016-ban 1000-1500 milliárd forint értékben szükséges állampapírt venniük ahhoz, hogy mind idén, mind jövőre lehetővé váljon a lejáró devizaadósság nagy részének forintforrásokból való megújítása. Nagyságrendileg 1000 milliárd forintos kéthetes betéti állomány mellett jelentkezhet ekkora banki alkalmazkodási igény, ami azzal is összhangban van, hogy az utóbbi évek tapasztalatai alapján bankrendszeri szinten a kéthetes betét 1000 milliárd forint feletti állománya nem volt aktív része a banki likviditáskezelésnek. Az MNB ezeket figyelembe véve döntött úgy, hogy a kéthetes eszköz állománya 2015 végére 1000 milliárd forintra csökken, a fennmaradó banki likviditás pedig más jegybanki eszközökben – kiemelten a három hónapos betétben – kerülhet lekötésre. A kéthetes állomány három hónap alatt, 2015. december végére lépcsőzetesen éri el az 1000 milliárd forintos célértéket.

2. ábra A kéthetes sterilizációs eszköz állományának csökkenése

(illusztráció)

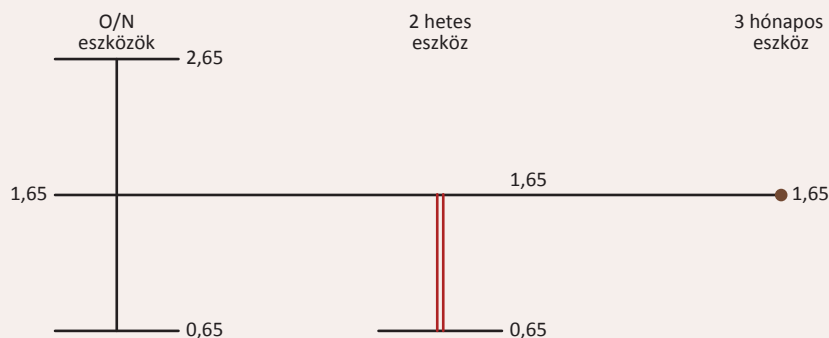


A kéthetes betét esetében az MNB aukciós technikát alkalmaz a jövőben, ami biztosítja, hogy a likviditási szempontból nagyobb volatilitásnak kitett bankok juthassanak nagyobb állományhoz a likviditásért folyó versenyben. Az egyes bankok olyan kamatot kapnak majd kéthetes betéthelyezésük után, amilyen kamatszint a beadott és elfogadott ajánlatukban szerepel, azaz az eszköz kamata nem lesz fix: a kéthetes kamat esetében az alapkamat jelenti a felső korlátot, az ettől 100 bázisponttal elmaradó egynapos (O/N) betéti kamat pedig az alsó korlátot.

A kéthetes betét hozama tehát lefelé eltérhet az irányadó rátától, de az új irányadó eszköznek, a három hónapos betétnek a kamata az alapkamattal fog megegyezni. Emellett a változatlanul rendelkezésre álló egynapos jegybanki kamatfolyosóval együtt a jegybank a monetáris politikai szempontnak megfelelően, továbbra is hatékony módon tudja befolyásolni a piaci hozamokat.

3. ábra Az MNB monetáris politikai eszközei kamatozásának sematikus ábrája

(a jelenlegi, 1,65 százalékos alap-kamat mellett)



Továbbra is a kamatcsere-ügylet tölti be a banki forrásokat terelő jegybanki eszköz szerepét

Az önfinanszírozási program részeként az MNB 2014 júniusától vezette be a forint kamatcsere eszközét (IRS), amely a banki kamatkockázatok könnyebb kezelését teszi lehetővé, azaz a bankokat abban támogatja, hogy a rövidebb lejáratú jegybanki betéteket hosszabb (3-5 éves) állampapírokra cseréljék, miközben a kamatkockázatuk emelkedése

mérsékelt maradhat. Az MNB 2014 júniusa és 2015 májusa között összesen 456 milliárd forintnyi IRS-ügyletet kötött a bankokkal, ezzel biztosítva, hogy a hitelintézetek legalább ekkora mértékben tartósan megemeljék állampapír-állományukat.

A sterilizációs eszköztár megújítása az önfinanszírozási program első szakaszához hasonlóan az állampapírok vásárlására ösztönzi a bankokat, azaz az MNB IRS eszköze továbbra is be tudja tölteni „terelő szerepét” a banki források átcsoportosítása tekintetében.

Összegzés

Az MNB intézkedéscsomagja révén előálló operatív keretrendszer újszerű, de elemei nem példa nélküliek a jegybankok világában. A jelenlegi magyar kéthetes irányadó kamatnál hosszabb kamatot célzó például a Svájci Nemzeti Bank, illetve a kínai jegybank, és korábban maga az MNB is több alkalommal használt 3-12 hónapos eszközöket a banki likviditás lekötésére. Több sterilizációs eszköz egyidejű alkalmazására számos nemzetközi példát találhatunk: elsősorban a Magyarországhoz hasonlóan jelenleg vagy korábban magas külföldi tőkebeáramlással jellemezhető feltörekvő országok körében terjedt el a bankrendszeri likviditás több futamidőn való jegybanki lekötése. Ugyancsak nem kivételes a jegybanki eszközök igénybevételének mennyiségi korlátozása: többek között a dán, illetve a svájci jegybank is mennyiségi korlátot szab a banki likviditást lekötő eszközei közül a kedvezőbb feltételű eszközök esetében.

A jegybanki eszköztár megújítása és az önfinanszírozás ebből adódó folytatása miatt a konszolidált állammal szembeni banki követelések nagysága nem változik, csupán a banki források egy része ezentúl nem a jegybankot, hanem az államháztartást finanszírozza. Mindebből adódóan a program a bankok hitelezési aktivitása szempontjából semlegesnek tekinthető.

Összességében az MNB sterilizációs eszköztárának átalakítása negatív reálgazdasági hatások nélkül teszi lehetővé az önfinanszírozási program folytatását, a jegybankmérleg szűkítését és a külső sérülékenységi mérséklését. Az önfinanszírozási program folytatásának sikere esetén érdemben tovább csökkenhet a bruttó külső adósság, mérséklődhet a devizaadósság, illetve a külföldi befektetők aránya az államadósság finanszírozásában. A hazai forrásokra támaszkodó finanszírozás térnyerését, az ezt elősegítő önfinanszírozási program második szakaszának elindítását és megvalósítását támogatja az MNB devizatartalék-megfelelésének kedvező szintje is, aminek révén nem csak kívánatos, hanem lehetséges is a nemzetgazdasági szinten is költséget jelentő többletdevizatartalékok leépítése.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. június 3-án.

3.3. PÉNZÜGYI MEGTAKARÍTÁSOK ÉS VAGYON SZEKTORÁLIS ÉS SZERKEZETI VÁLTOZÁSAI

A szektorok megtakarítása felől számított finanszírozási képesség is érdemben emelkedett az év első felében. A bővülés hátterében elsősorban az államháztartás mérséklődő finanszírozási igénye állt. A devizahitelekkel kapcsolatos elszámolások átmenetileg átrendezték a háztartások és a pénzügyi vállalatok finanszírozási folyamatait. Az alapfolyamatokat tekintve a háztartások nettó megtakarításában nem történt lényeges változás, előretekintve ugyanakkor enyhe mérséklődésre számíthatunk. A háztartások megtakarításának szerkezete az állampapírok felé tolódott el az elmúlt hónapokban. A lakosság nettó pénzügyi vagyona a GDP 93 százalékára emelkedett. Fontos kiemelni, hogy a forrás oldalon a devizahitelek állománya a forintosítás hatására jelentősen csökkent, érdemben mérsékelve a szektor – és az ország – sérülékenységét. A túlzott hitelezés újbóli kialakulásának az elkerülése érdekében a közelmúltban adósságfék szabályok kreáltak bevezetésre. A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége elsősorban a csökkenő beruházásokból, illetve emelkedő EU-transzferekből adódóan érdemben emelkedett.

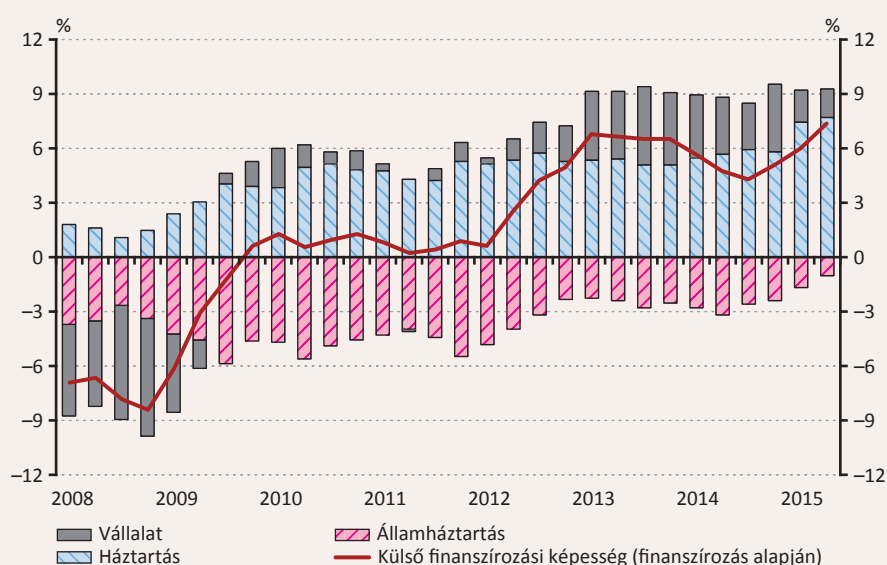
Emelkedő nettó megtakarítás

A gazdaság nettó megtakarítása – amely megegyezik a finanszírozási megközelítésben számított külső finanszírozási képességgel – az idei év első félévének végére a GDP 7,3 százalékát tette ki. A korábban nem tapasztalt szintre emelkedő külső finanszírozási képesség elsősorban az államháztartás nagyon alacsony, a GDP mindössze 1 százalékát kitevő finanszírozási igényére vezethető vissza. A historikus összevetésben is rendkívül alacsony hiány a bevételi oldalon a bérek és foglalkoztatás miatt bővülő adóbevételekkel, a fehéredés által emelkedő áfabevételekkel állhatott összefüggésben, míg a kiadási oldalon az állam fokozatosan mérséklődő kamatkiadásai támogatták a folyamatot. Az elmúlt félévben a magánszektor finanszírozási képessége magas szinten, a GDP 9 százaléká felett stabilizálódott, ezen belül az elszámolások átmenetileg növelték a háztartások és csökkentették a vállalatok nettó megtakarítását (részletesebben lásd a keretes írást).

3.3.1. ábra

Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége

(négy negyedéves GDP-arányos értékek)



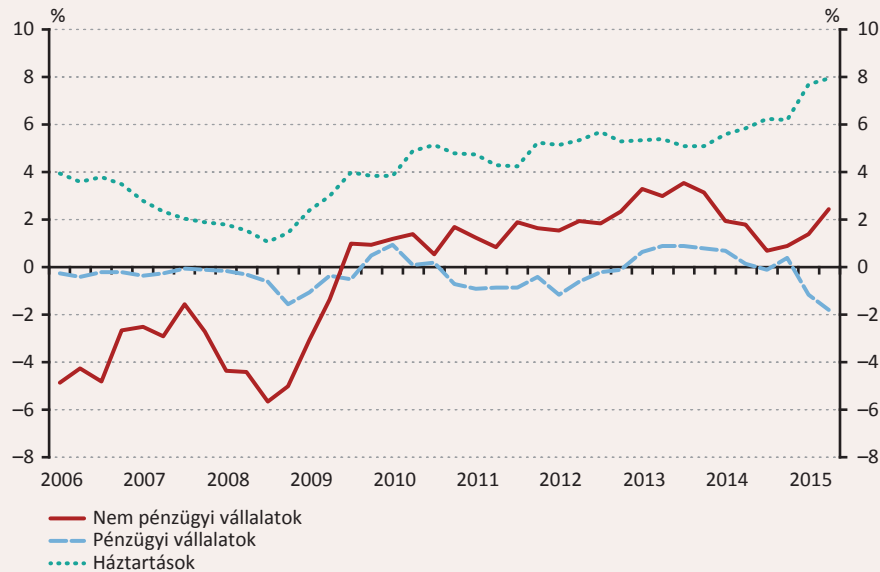
A devizahiteles elszámolás hatása a szektorok finanszírozási képességére

A tisztességtelen kamatemelésekkel és a devizahitelekkel kapcsolatos elszámolás, illetve néhány pénzintézet végelszámolásával összefüggő tranzakciók 2015 első félévében jelentős mértékben érintették háztartások és a pénzügyi vállalatok finanszírozási képességét. Az előző év végén és az idei első félévben több takarékszövetkezet került felszámolásra, a betéteseknek kifizetett kártalanítások növelték a háztartások nettó megtakarítását, a pénzintézetekét – az Országos Betétbiztosítási Alapon keresztül – viszont csökkentették. Ezen túl a tisztességtelen kamatemelésekkel és a devizahitelekkel kapcsolatos elszámolás is jelentős mértékben emelte a háztartások finanszírozási képességét. A hitelintézetek ugyanis az első félévben hajtották végre a törvény által előírt jóváírásokat, ami vagy közvetlen kifizetéssel történt, vagy a fennálló hiteltartozást csökkentette – mindkét esetben növekedett a lakosság pénzügyi megtakarítása. Az elszámolás a hitelintézeteknél veszteségként jelentkezett, így a bankrendszer finanszírozási képessége – a szektorra egyébként nem jellemző módon – jelentős mértékben nulla alá csökkent. A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége a pénzügyi vállalatokkal ellentétben jelentősen emelkedett.

3.3.2. ábra

A háztartások és a vállalati szektorok finanszírozási képessége

(négy negyedéves GDP arányos értékek)



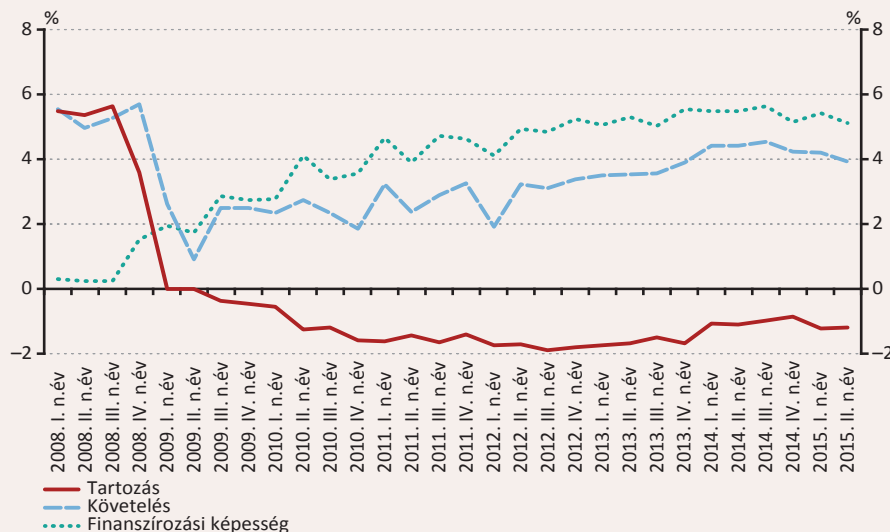
Megjegyzés: Pénzügyi számlákkal konzisztens adatok. A pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége a központi banki adatokat nem tartalmazza.

A nem pénzügyi vállalati szektor négy negyedéves finanszírozási képessége érdemben emelkedett az első félévben, ami elsősorban a csökkenő beruházásokkal hozható összefüggésbe. A vállalatok jövedelmi folyamatai szempontjából kiemelt jelentőségű működési eredmény az idei év első félévében folyamatosan mérséklődött. Ennek hatását azonban mérsékelhette az EU-transzferek emelkedése, valamint a csökkenő eladósodás és mérséklődő kamatok hatására csökkenő kamatkiadás. A beruházások mérséklődése az egész félévben, a készletfelhalmozás csökkenése a második negyedévben a finanszírozási képesség növekedésének az irányába hatott.

3.3.3. ábra

A háztartások nettó finanszírozási képessége

(szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)



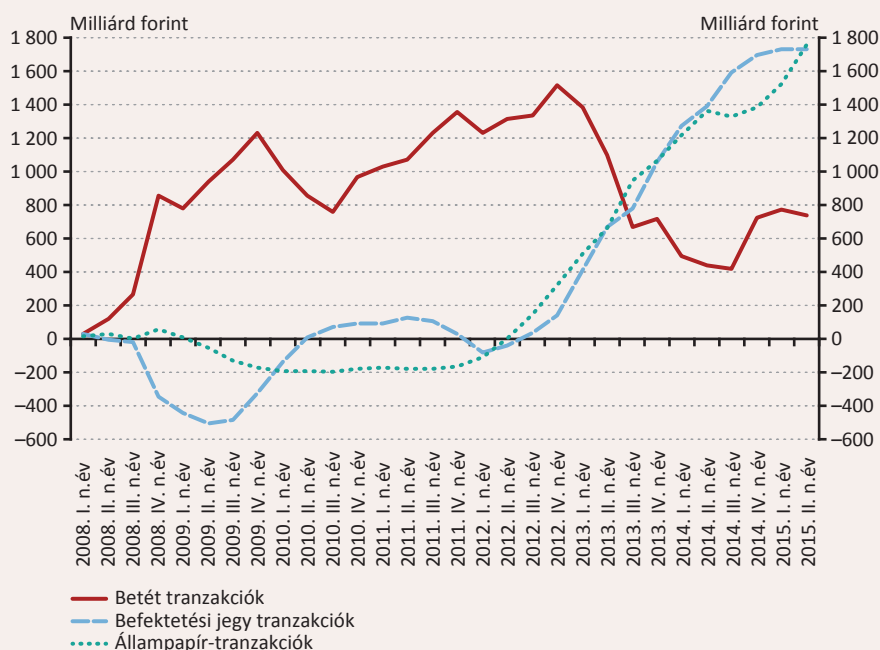
*A lakosság korrigált pénzügyi megtakarítása nem tartalmazza a végtörlesztés a reálhozam-kifizetés, valamint a csődbe ment takarékszövetkezetek betéteseinek kártalanításához kötődő, megtakarításokat növelő tranzakciókat, illetve a devizahiteles elszámolás és forintosítás becsült hatását.

A háztartási szektor alapfolyamatok szerinti finanszírozási képessége magas szinten, a GDP 5 százaléka körül alakulhatott a félév végén. Az alapfolyamatok szerinti finanszírozási képesség becslésen alapul, melynek megítélését jelentős mértékben megnehezíti, hogy nem állnak rendelkezésre pontos információk a tisztességtelen kamatemelésekkel és a devizahitelekkel kapcsolatos elszámolások hatásáról. Ezzel együtt a reáljövedelmek növekedésével összhangban enyhén bővülő hitelkereslet, valamint a devizahitelek forintosításával oldódó óvatossági motívumok előretekintve enyhén mérsékelhetik a lakosság nettó finanszírozási képességét.

Erős lakossági állampapír kereslet

2015 első felében tovább folytatódott az állampapírok térnyerése a befektetési alapok és a bankbetétek stagnálása mellett, ami elsősorban a lakossági állampapírok kamatelőnyével állhat összefüggésben. A korábbi években a lakossági portfólió átrendeződése a bankbetétek csökkenése mellett ment végbe. Az állampapírok és a befektetési alapok jelentős és tartós hozamelőnyére a lakosság a bankbetétei leépítésével és az értékpapírok felé fordulással válaszolt (a lakosság portfólióátrendeződéséről részletesebben lásd 3.3.1. szakmai cikk, Kékesi és társai, 2015). Az elmúlt félévben az állampapírok kamatelőnye fennmaradt, aminek eredményeképpen a lakossági papírok állománya tovább emelkedett, és a II. negyedév végére meghaladta a 2700 milliárd forintot. Az állampapírok felé terelhette a lakosságot a befektetési szolgáltatókkal kapcsolatos bizonytalanság is, illetve a tisztességtelen kamatemelésekkel valamint a devizahitelekkel összefüggő elszámolások miatt a szektor számára átutalt kifizetések is növelhették az állampapír keresletet. A befektetési jegyek állománynövekedésének az ellaposodása a kamatciklus lezárultával összhangban lévő árfolyam-emelkedés lassulásával lehetett összefüggésben.

3.3.4. ábra
A háztartási eszközök kumulált tranzakciói



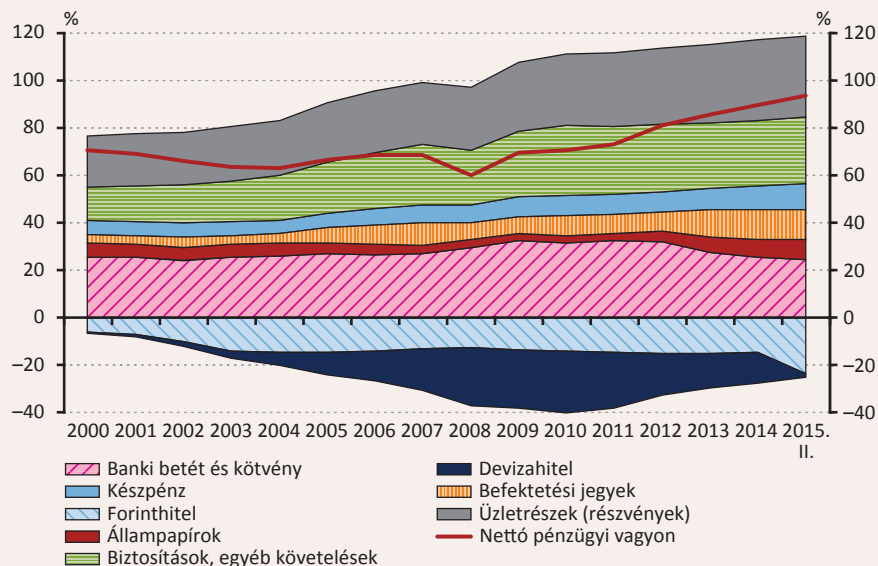
Folyamatosan emelkedő nettó pénzügyi vagyon

Az emelkedő pénzügyi megtakarítás eredményeként a válság óta folyamatosan bővült a háztartások nettó pénzügyi vagyona, és 2015 II. negyedévére meghaladta a GDP 93 százalékát. A nettó pénzügyi vagyon 2000 és 2011 között nagyjából stabilan a GDP 60-70 százaléka körül alakult, és csak ezt követően indult gyors emelkedésnek. A pénzügyi vagyon alakulását döntően a megtakarítási folyamatok (hiteltörlesztés és az óvatossági motívumok miatt emelkedő eszközfelhalmozás) határozzák meg, de jelentős szerepe volt az eszköz oldalon a részesedések ártértékelődésének, ami elsősorban a lakosság tulajdonában lévő vállalkozások visszatartott

profitjából származott. 2012 után a lakossági törlesztések, valamint a végtörlesztés hatására a hitelállomány érdemben mérséklődött – amit részben pénzügyi eszközök felhasználásából fedeztek a háztartások. Az állomány gyors csökkenésének ellenében hatott azonban a forint jelentős gyengülése miatt ártértékelődő hitelállomány. A 2014 végén bejelentett forintosítás megakadályozta a hitelek túlynomó részénél a további ártértékelődést, vagyis a nettó pénzügyi vagyon csökkenését. A forintosítás és elszámolás hatására a hitelállomány szerkezete 2015 elején alapvetően megváltozott, a devizahitelek aránya töredékére csökkent (így a svájci frank 2015. januári felértékelődése már nem növelte érdemben a háztartások hitelállományát). A fennmaradó devizahitel-állományt tovább fogja csökkenteni a devizában törlesztő devizaadósok hiteleinek, valamint a gépjármű-hitelek forintosítása is.

A forintosítás hatására a lakosság devizakitettsége irány megfordult, vagyis összességében a devizaeszközök meghaladják a devizatartozásokat. Meg kell azonban jegyezni, hogy a devizaeszközöket és a forintosítás után is megmaradó devizatartozásokat feltehetően többségében nem ugyanazok gazdasági szereplők tartják, így nem mondhatjuk, hogy a háztartások egyedi szinten a forint leértékelődésével szemben természetes módon és teljes mértékben fedezve vannak.

3.3.5. ábra
A háztartások pénzügyi vagyona a GDP százalékában



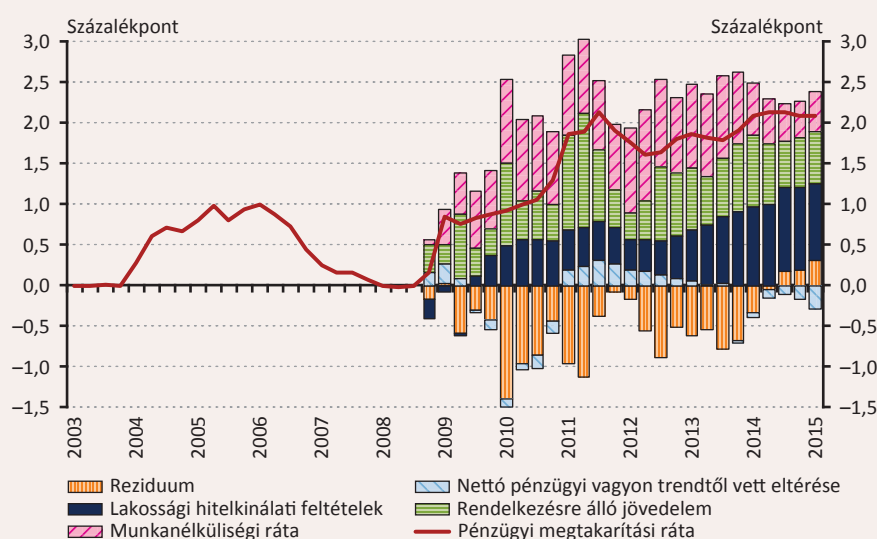
A fundamentumokkal összhangban alakuló lakossági megtakarítás

A forrásoldali szabályozások és a visszafogottabb banki hitelezési sztenderdek a jövőben megakadályozhatják a hitelezési buborék kialakulását. A gazdaság egyensúlyi állapotában a háztartások nettó megtakarítóként finanszírozzák a belföldi szektorok, azaz a vállalatok és az államháztartás nettó finanszírozási igényét. Ha a háztartások túlzott mértékben növelik hitelfelvételüket, akkor a nettó megtakarítás mérséklődik, és a belföldi szektorok külső forrásbevonásra szorulnak. A válság előtt a nettó finanszírozási képesség először 2002-től a támogatott forinthitelek, majd – átmeneti emelkedés után – 2006-tól a devizahitelek gyors felfutása miatt jelentős mértékben csökkent. Az alacsony lakossági nettó megtakarítás nagyobb külföldi forrásbevonást tett szükségessé, így a külső adósság növekedése is gyorsabb volt. A túlzott hitelezés újbóli kialakulásának megelőzése ezért az egyensúlyi gazdasági növekedés egyik alappillére. Ezért a jegybank 2015-ben adósságfék szabályokat léptetett életbe, hogy gátat vessen a túlzott eladósodás újbóli kialakulásának. A hitelfedezeti és a jövedelemarányos törlesztőrészlet mutatók megóvják a lakosságot attól, hogy teherbíró képességük felett adósodjanak el. Ezekkel az intézkedésekkel egy hosszú távon fenntartható, egészséges szerkezetű növekedés érhető el (részletesebben lásd 3.3.2. szakmai cikk, Virág, 2015).

A háztartások nettó megtakarításának a változása jól magyarázható fundamentális változókkal is, mint például a jövedelem, a munkanélüliség és a banki kondíciók. A válság után emelkedő munkanélüliség, illetve az árfolyam gyengülése miatt ártérkelődő hitelek mérsékeltek a pénzügyi vagyont, ami a lakosságot a megtakarításai növelésére ösztönözte (3.3.6. ábra). A mérlegalkalmazkodási kényszer és a válság hatására erősödő óvatossági motívumok tartósan fennmaradtak, ami a megtakarítási rátát éveken a válság után is magasban tartotta. Az elmúlt időszakban az emelkedő jövedelem mérsékeltén bővülő fogyasztással párosult, így a megtakarítási ráta magas szinten történő stabilizálódása volt tapasztalható. A hitelezés felfutását, ezzel a nettó megtakarítás csökkenését azonban megakadályozták a továbbra is szigorú banki hitelezési kondíciók. A devizahitelek forintosítása, az egyre alacsonyabb eladósodottsági szint előretétele az óvatossági motívum gyengülésének az irányába hathatnak. Ezzel ellentétes hatást fejthetnek ki azonban a közelmúltban bevezetett adósságfék szabályok, amelyek gátat szabnak a hitelezés túlzott felfutásának. Mindezeket figyelembe véve a megtakarítási ráta tartósan magas maradhat (2.2.2. szakmai cikk, Kovalszky, 2015).

3.3.6. ábra

A lakossági pénzügyi megtakarítási ráta fundamentális tényezők szerinti dekompozíciója*



*Az ábrán szereplő értékek az egyes változók sztenderdizált értékeit mutatják.

A lakossági megtakarításokat a válság után ciklikus tényezők növelték meg jelentősen. A lakossági megtakarítások jelentős emelkedését részben a makrokörnyezet ciklikus okokra visszavezethető változásai növelték meg. Ilyen például a válságot követő visszaesés miatt megemelkedő munkanélküliség, vagy a lakosság nagymértékű eladósodottsága. A forint árfolyam megemelkedett volatilitása növelhette a lakosság kockázatérzékenységét. Mindezek hatására a lakosság óvatossági megfontolásokból tartott megtakarításai emelkedni kezdtek. Az óvatossági motívum jelentősége azonban az elmúlt időszakban mérséklődhetett, ami a munkanélküliség érdemi csökkenésére, a devizahitelek forintosítására, illetve a lakosság hitelállományának jelentőscsökkenésére vezethető vissza. Másképpen fogalmazva a megtakarításokat növelő ciklikus tényezők hatása a közelmúltban mérséklődhetett.

A ciklikus tényezők mérséklődése mellett egyre nagyobb teret nyernek a strukturális tényezők. A háztartások megtakarításait ugyanakkor a megtakarításokat meghatározó strukturális tényezők tarthatják tartósan magasban. Többek között fontos kiemelni a jegybank által bevezetett jövedelemarányos törlesztőrészlet mutató, illetve hitelfedezeti mutatót, amelyek megakadályozzák, hogy a válság előtt már megfigyelt túl gyors ütemű eladósodás megismétlődhesen. Másrészt a hitelfedezeti mutató támogatja, hogy nagyobb önrészt halmozzanak fel a háztartások, és ezzel is hozzájárul a magasabb megtakarításokhoz. Továbbá az állam több ösztönzőn keresztül is igyekszik a hosszabb távú megtakarítások felé terelni a háztartásokat: több konstrukcióban is adókedvezményeket kapna a hosszabb futamidőn keresztül megtakarító háztartások.

3.3.1. szakmai cikk: A lakossági portfólió-átrendezés szerepe az állam finanszírozásában (kivonat)*Kékesi Zsuzsa – Kóczyán Balázs – Sisak Balázs*

A válságot követően 2014 végéig fokozatosan emelkedett a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása, ami a bruttó pénzügyi eszközök egyre nagyobb bővülésében is tükröződött. 2012 elejétől kezdve a lakosság portfólió-allokációs döntései során előtérbe kerültek az értékpapírok: először az állampapírok, majd a befektetési jegyek. 2013 során megindult a lakosság portfólióátrendezése is: a háztartások az állampapír és befektetési jegy-vásárláshoz már a korábban bankbetétekben felhalmozott megtakarításait is felhasználták. A fenti folyamatok hatására az állam lakossági finanszírozása számottevően emelkedett, és a legfrissebb adatok alapján az Európai Unió országai között is magasnak számít. A közvetett lakossági finanszírozást – befektetési alapokat, pénztárakat – is figyelembe véve, a lakossági finanszírozás emelkedése még jelentősebb az elmúlt években. A cikk leíró módon elemzi a lakossági megtakarítások állam finanszírozási szerkezetére gyakorolt hatásait.

A válság után a pénzügyi megtakarítás növekedését mutató fordulat következett be a magyar lakosság viselkedésében, amiben az óvatossági motívum is jelentős szerepet játszott. A magyar háztartások a válság kitörését követően a rendelkezésre álló jövedelmük egyre nagyobb hányadát takarították meg. A nettó megtakarítást tekintve, a növekedés egy része az emelkedő hiteltörlesztések miatt ún. „kényszermegtakarítás” volt, illetve a hitelfelvétel keresleti és kínálati okokra visszavezethető csökkenése is támogatta a nettó megtakarítás bővülését. Ugyanakkor a nettó megtakarítások ezt meghaladó mértékben emelkedtek, ami a pénzügyi eszközök gyorsuló bővülésére vezethető vissza. A magyar lakosság pénzügyieszköz-felhalmozásának növekedése a fenntartható gazdasági növekedés helyreállításához is hozzájárulhatott, mivel egyre nagyobb mértékben biztosított belső forrásokat a gazdasági szereplők részére. A lakosság továbbá erősítette az ország soktűrő képességét azzal, hogy a magasabb megtakarítása egyre nagyobb hányadát fektette magyar állampapírokba – ezzel támogatva az állam finanszírozását belső forrásokból, ami azért is különösen fontos, mert a lakossági finanszírozás stabilabb forrást jelenthet.

A cikk először röviden áttekinti a lakosság megtakarítását magyarázó elméleteket és a magyar lakosság megtakarításainak a válság kitörését követő alakulását. Ezután áttér a „hozamvadászatra”, a lakossági portfólióátrendezésre és annak a háztartások megtakarítására gyakorolt hatásaira. Röviden bemutatja a közelmúlt fejleményeit is: azt, hogy a lakosság milyen állampapírokat részesített előnyben az elmúlt 2-3 évben, és hogy az elmúlt hónapok során hogyan fordult a lakosság egyre inkább a hosszabb lejáratú állampapírok felé. Ezt követően megvizsgálja azt is, hogy a többi európai országhoz viszonyítva hogyan alakul a magyar lakosság állampapírtartása. Végezetül röviden összefoglalja a lakossági állampapír-vásárlások gazdasági hatásait, előnyeit és kockázatait is.

Az eredmények összefoglalása

2008 és 2014 között jelentősen nőtt a lakosság nettó megtakarítási rátája. Az emelkedés egy része a hitelek magasabb törlesztéséből fakadt, ugyanakkor az emelkedéshez az óvatossági motívumok erősödésével a lakosság pénzügyi eszközfelhalmozása is egyre jelentősebb mértékben járult hozzá. A lakosság portfólióallokációs döntéseiben 2012 eleje óta egyre jelentősebb szerepet kaptak az értékpapírok: különösen az állampapírok és a befektetési jegyek. A lakosság portfólióátrendezését erősítette a jegybank alapkamat-csökkentési ciklusa is, mivel a lakosság egyre nagyobb mértékben kezdte el keresni a magasabb megtérülést nyújtó, de biztonságos befektetéseket. Így míg 2011-ben a lakosság pénzügyi eszközein belül az állampapírok még csak 2 százalékot képviseltek, addig ennek a mértéke 2014 III. negyedévére már 6 százalék fölé emelkedett, ami már nemzetközi összehasonlításban is magasnak számít. Azonban a számottevő mértékű rövid lejáratú állampapír-állomány miatt a lakossági finanszírozás jelenlegi szintjének megtartásához, illetve emeléséhez további állami intézkedések lehetnek szükségesek.

A lakosság befektetési jegy-állománya is jelentősen nőtt ebben az időszakban: a korábban népszerű pénzügyi alapok helyett a kötvényalapok által kezelt vagyon nőtt a legnagyobb mértékben, és a lakossági megtakarítási portfólióban a legnagyobb súlyt képviselő alaptípussá vált. Így a lakosság a befektetési jegyek tartása révén is egyre nagyobb súlyt képvisel az államadósság finanszírozásában.

Egyrészt a lakossági finanszírozásnak számos előnye lehet, például a kamatjövedelem közvetlenül a háztartásokhoz kerül, ami a növekedést támogathatja, illetve az állam számára stabilabb forrást biztosíthat, mivel a lakosság az esetleges árfolyam-ingadozásokra, pénzügyi turbulenciákra vélhetően kevésbé érzékeny. Vagy a belföldi finanszírozás emelkedésével lehetséges a külföldi adósságnak így a gazdaság külső sérülékenységeinek csökkentése is.

Másrészt a lakossági finanszírozása kockázatokat is hordozhat magában, mivel jelentős a lakosság kezében lévő, rövid állampapírok állománya, ami megújítási kockázatot is jelent. Továbbá, ha például a bankrendszer forrásbevonás szükségessége miatt a lakosság számára magasabb kamatokat kínál, akkor ez akár a lakossági állampapír-állomány csökkenéséhez vagy az állam kamatkiadásainak növekedéséhez is vezethetne.

Külső publikáció: Hitelintézeti Szemle, 2015. március.

3.3.2. szakmai cikk: Hosszú távú védelem a rövidlátó üzleti érdekekkel szemben

Virág Barnabás

Az adósságfék szabályozást azzal a céllal vezette be a jegybank, hogy gátat vessen a túlzott mértékű eladósodás lehetséges újbóli kialakulásának. Amennyiben az MNB már a válság kitörését megelőzően rendelkezett volna makroprudenciális jogkörrel, úgy a fenti intézkedés korábbi bevezetése révén elkerülhető lett volna a háztartási devizahitelezés széleskörű elterjedése. A bankok a válságot megelőző időszak során a rövid távú jövedelmezőségre fókuszálva erős kockázati versenyt folytattak, miközben kevésbé törődtek a csak hosszabb távon potenciálisan felmerülő kockázatokkal. Az adósságfék szabályozás célja ennek tükrében éppen az, hogy prudens mederbe terelje a bankok hitelpolitikáját és ezzel megakadályozza, hogy a háztartások ismét erejükön felül adósodjanak el. Az olyan állítások, ami az adósságfék szabályozás hitelezést gátló szerepét taglalják, arra utalnak, hogy a bankok döntéseiben még ma is fellelhetők prociklikus, rövid távú szempontok. A szabályozás összességében elősegíti, hogy a prudens szempontok mentén kihegyezett hitelek hosszú távon támogassák a gazdaság fenntartható növekedését.

Miért fontos az MNB-nek a szabályozás?

Az MNB év elejével hatályba lépett új adósságfék szabályozása alapvetően két pillérre épül. Egyrészt a hitel nagyságának és fedezet értékének egymáshoz képesti viszonyára, a hitelfedezeti mutatóra (HFM), másrészt pedig az ügyfeleket érdemben megóvó, a túlzott törlesztési terheknek gátat szabó jövedelmarányos törlesztőrészlet mutatóra (JTM). Ez utóbbit minden új, 200 ezer forintot meghaladó hitel felvételekor vizsgálni kell, továbbá figyelembe kell venni az ügyfél minden már fennálló hitelszerződéséhez kapcsolódó törlesztési terhét is. Rendelkezésre álló jövedelemként csak az igazolt, legális nettó jövedelem számítható be. A 2015. január 1. után felvett új forinthitelek esetében a JTM nem haladhatja meg az 50 százalékot, a magasabb jövedelmű ügyfelek esetében (400 ezer forint nettó jövedelem, vagy afelett) pedig a 60 százalékot. A jövedelmek és az adósságterhek több adóstárs esetében összevontan kezelendők.

Az új szabályokkal kapcsolatban azonban egy félreértést – ami az 53. Közgazdász Vándorgyűlésen, még Csányi Sándor az OTP elnök-vezérigazgatója által tartott nyitóelőadásában is elhangzott – érdemes már a legelején kezelni: ezen – hibás – állítás szerint az MNB adósságfék szabályozása korlátozza a növekedési lehetőségeket. Az MNB ezt több szempontból is cáfolni kívánja. Az intézkedések célja éppen a hosszú távon fenntartható hitelezés biztosítása és ezen keresztül a fenntartható növekedés támogatása. A válság keserű tapasztalatai egyértelműen megmutatták, hogy a gyors – nagy arányban lakossági – hitelkiáramlásnak bár rövid távon lehetnek átmeneti kereslet-élénkítő hatásai, de a hitelezési buborék túlfutása tartósan visszaveti egy-egy ország hosszú távú növekedési képességét. Emellett a rövid távú megfigyelések is arra utalnak, hogy a lakossági hitelpiac elfogadta az új szabályozást, ami így nem okozott indokolatlan kereslet szűkülést.

Empirikus vizsgálatok alapján egyértelmű, hogy a hitelfelvevők nemteljesítési kockázata jelentősen mértékben függ a jövedelemhez mért törlesztési tehertől. Ezen felül lényegesen befolyásolja a háztartások kockázati profilját az eladó-

sodottságuk szintje, tehát hiteleknek a száma és teljes összege, de egyúttal függ a hitelfelvétel devizanemétől, az egy háztartásban élő keresők számától és az összesített jövedelmük szintjétől is.

A válság során korábban soha nem látott szintekre emelkedtek a banki nemteljesítő állományok. Ezáltal növekedtek a banki veszteségek, szűkítve a bankok hitelezési aktivitását, valamint súlyos szociális feszültségeket okozva az érintett adósok egzisztenciális bizonytalansága miatt. Ezek mind-mind aláássák a gazdaság hosszú távú fenntartható növekedését, olyan nem kívánt hatásokat eredményezve, amelyek megelőzése összességében kisebb áldozatokkal jár, mint a kockázatok felépülésével és realizálódásával járó össztársadalmi költségek.

Az MNB a fenti kockázatok megelőzésére és a hiteladósok megóvására alkotta meg az ún. adósságfék szabályozást, amelynek eszközeivel biztosítja a kockázatvállalás tolerálható szintjét. A célja tehát nem a „növekedés” korlátozása, épp ellenkezőleg, a jövőbeli növekedési áldozatok mérséklése, a hitelezés egészséges szintjének és ezen keresztül a gazdaság fenntartható növekedésének támogatása.

Az eszközrendszer tehát elsősorban preventív célokat szolgál, és nem az azonnali a vagy rövid távú korlátozást szeretné elérni. Az alábbiakban röviden áttekintjük, hogy hogyan reagált a lakossági hitelpiac a szabályozás bevezetésére.

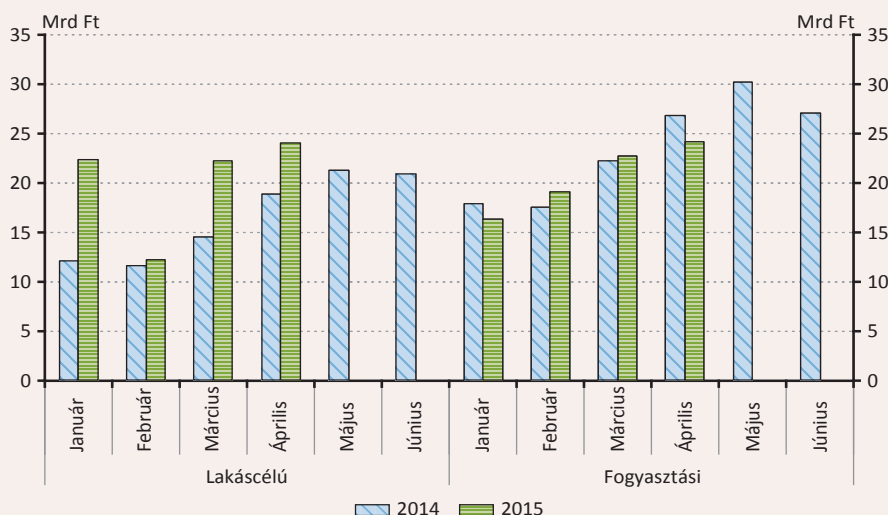
Kevesebb lett-e az új hitelek volumene 2015-ben az intézkedések hatására?

A hitelezési folyamatok egyik fontos indikátora a hitelezés bruttó volumene, amely azt mutatja meg, hogy egy adott időszakban mekkora mértékben szerződtek új hitelek felvételére a gazdaság szereplői, esetünkben a háztartások és a hitelintézetek. 2015 júliusával bezárólag megállapítható, hogy a fogyasztási hitelek volumene összességében a tavalyi év azonos időszakával megegyezően alakul, igaz, eltérő lefutással, de gyorsuló dinamikával. A lakáscélú hitelezést továbbá a referencia időszakot folyamatosan meghaladó új kihelyezési volumen jellemzi.

1. ábra

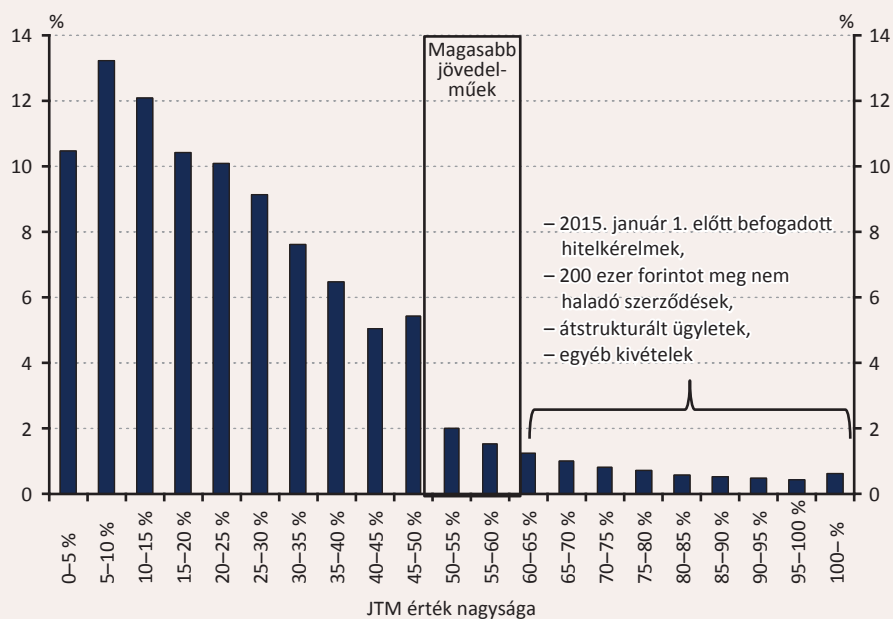
A hitelintézetek bruttó hitelkihelyezései a háztartási szegmensben terméktípusonként

(2014-2015)



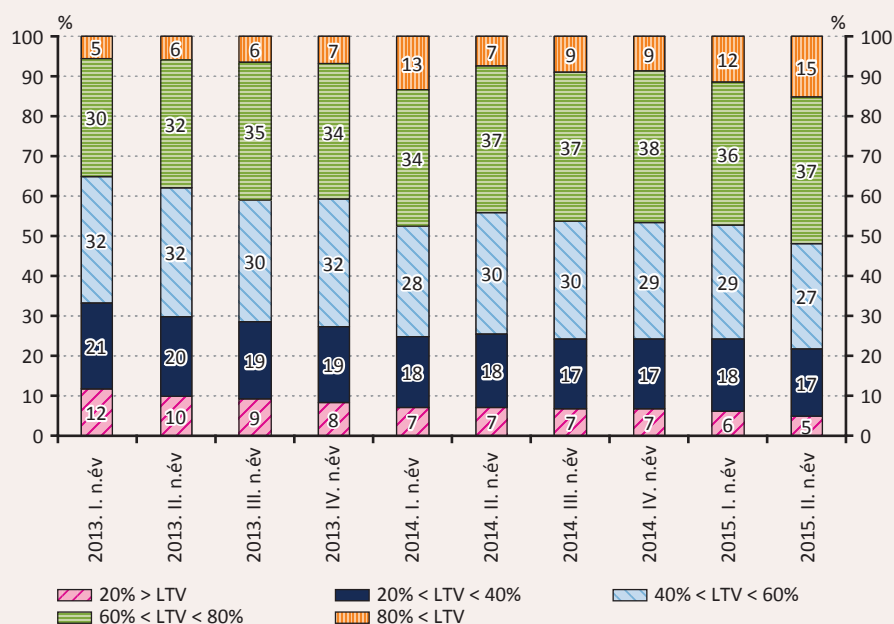
Az aggregált adatok értékelése mellett lehetőségünk nyílik ügyletszintű adatok vizsgálatára is, ezek közül is hasznos információval szolgálhat a JTM-re vonatkozó közvetlen adatszolgáltatás. A beérkező banki adatok alapján a következő megállapításokra juthatunk: a 2015 első felében megkötött hitelszerződések alacsony hányadát jellemezte a szabályozási korláthoz közeli érték, a sokaság döntő része a korlát(ok)tól távol, az 5-40 százalék között tartományban helyezkedik el. Így a megkötött ügyletek közel 90 százaléka legfeljebb 45 százalékos JTM-mel rendelkezik, azon ügyletek aránya pedig, amelyek az általános korlát közelében, a 45-50 százalékos sávban helyezkednek el, mindössze 8 százalék.

2. ábra
Az új hitelek kapcsolódó JTM értékeinek eloszlása 2015 első felében



A HFM korlátok kapcsán hasonló megállapítás tehető a jelzáloghitelek esetében. Bár hitelfedezeti arányra vonatkozó előírások korábban is érvényben voltak, itt is az figyelhető meg, hogy (hasonlóan 2014-es és 2013-as új szerződésekhez) a hitelfelvevő sokaság jelentős része akkora mutatóval rendelkezik, amely az effektív szabályozási korláttól nagyobb mértékben elmarad.

3. ábra
Új forint alapú jelzáloghitelek eloszlása hitelfedezeti mutató alapján



Megjegyzés: A 2015-ben folyósított 80 százaléknál magasabb hitelfedezeti mutatóval rendelkező új jelzáloghitelek a szabályozás nem vonatkozik. Ezen hitelek döntő többsége vagy még 2014-ben leszerződött, de csak 2015-ben folyósított hitel, vagy a forintosított jelzáloghiteleket kiváltó re-finanszírozási hitel.

Hatásosnak tekinthető az MNB szabályozási törekvése?

A fentiek alapján elmondható, hogy az adósságfék szabályozás teljesítette azon elvárást, hogy ne okozzon azonnali visszaesést az éledező háztartási hitelpiacon, ugyanakkor effektív gátakat szab annak, hogy az egészséges hitelezésből túlzott eladósodás alakuljon ki a jövőben. Előretekintve további kérdés azonban, hogy ezt kellő hatékonysággal el tudja-e látni, illetve hogy szükséges-e a feltételek egyfajta alkalmazkodása a változó környezethez, pl. a jövedelmi szintek hosszabb távú növekedésével. Amennyiben az MNB a paraméterek finomhangolásának szükségességét fogja tapasztalni, úgy azt felelős hatóságként a kívánt célok elérése érdekében kész lesz módosítani.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent 2015. szeptember 18-án a Napi.hu oldalon.

4. Pénz- és tőkepiaci folyamatok*

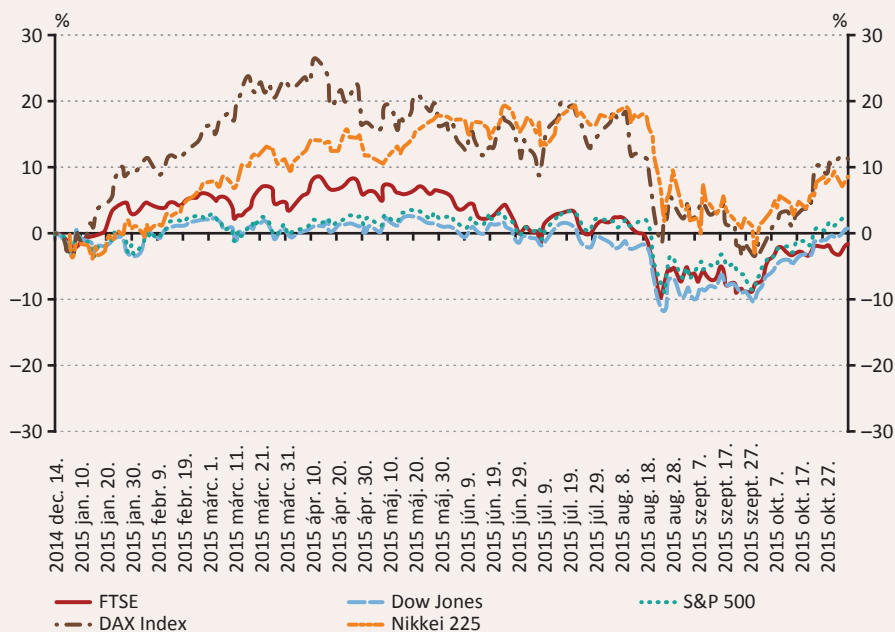
4.1. NEMZETKÖZI PÉNZPIACI FOLYAMATOK

2015-ben az év első felét jellemző pozitív befektetői hangulat augusztusban megtört, és általános kockázatke-rülés alakult ki a nemzetközi piacokon, majd az ősz során ismét erősödött a kockázattvállalási kedv. Ez egyrészt a fejlett jegybankok divergáló monetáris politikájának, másrészt a feltörekvő piaci és globális növekedési, illetve dezinflációs aggodalmaknak, harmadrészt pedig a geopolitikai feszültségeknek volt a következménye. A nemzetközi pénzpiacokra igen erőteljesen hatottak a fejlett jegybanki lépések, illetve a fejlett országok mo-netáris politikájára vonatkozó várakozások, de ezen kívül a feltörekvő piacok felől, például a kínai gazdasággal kapcsolatban érkező kedvezőtlen hírek és az eurozóna periferiáján a görög feszültség is érdemben befolyásolták az eszközárak mozgását. Az év során csökkenő olajárpályá egyebek mellett ismét felerősítette a dezinflációs félelmeket. Ugyancsak aggodalomra adtak okot a geopolitikai feszültségek az orosz-ukrán térségben.

A fejlett piaci részvényindexek közül az amerikai tőzsdeindexek az év nagy részében nem mutattak egyértel-mű trendet, +/-3 százalék közötti szinteken ingadoztak, a német és japán tőzsde (az EKB és a BOJ amerikaitól eltérő irányú monetáris politikájának köszönhetően) viszont az év első felében 10-20 százalékos emelkedést mutatott. Augusztusban azután a Kínából induló tőzsdepiaci esés a növekedési aggodalmakkal, a csökkenő olajárral és a Fed politikája körüli bizonytalansággal együtt globális kockázatke-rülést indított el, amely a fejlett és feltörekvő piacokon is eszközadási hullámhoz vezetett. Az amerikai tőzsdei volatilitást mérő VIX-index, amely az év során átlagosan 12-20 százalék között ingadozott, hirtelen 40 százalékra emelkedett, miközben a fejlett tőzsdék pár nap alatt 10-15 százalékot zuhantak. A Fed szeptemberi ülését követően, illetve a kedvezőtlenebb amerikai makroadatok és a kitolódó amerikai kamatemelési várakozások hatására októberre a részvényt-piacok már korrigáltak, és az amerikai és angol indexek év eleji szintjük közelébe, míg a japán és a német tőzsde azt 8-10 százalékkal meghaladó szintre emelkedett.

4.1.1. ábra

A főbb fejlett részvénypiaci indexek mozgása 2015-ben



* Jelen fejezetben szereplő adatok lezárásának ideje 2015. október vége.

A kötvénypiaci folyamatokat is erőteljes volatilitás jellemezte az év során, de október végén jellemzően év eleji szintjük közelében alakultak a kötvényhozamok. Az EMBI Global feltörekvő kötvénypiaci felár szinte egész évben jóval a 2014-re jellemző átlagos szintje fölött mozgott, amely a feltörekvő piaci eszközökkel kapcsolatos bizalom csökkenését tükrözte. A mutató az augusztus második felében bekövetkező eszkozeladási hullám hatására idei csúcsa közelébe, 475 pontra emelkedett. Az európai kötvényhozamokra elsősorban az EKB által márciusban elindított eszközvásárlási program hatott, míg az amerikai hozamokat részben a Fed kamatemelése körüli bizonytalanság, részben nemzetközi folyamatok mozgatták. **Globális jelenség volt ugyanakkor az április-májusban kibontakozó hirtelen hozamemelkedés, amely nemcsak a fejlett, de a feltörekvő állampapírokat is érintette.** Az év második felében kisebb-nagyobb ingadozások mellett a fejlett hosszú hozamok jellemzően csökkentek, összességében azonban az év első napjaihoz képest nem változtak jelentősen.

A korábban kockázatosnak számító perifériaországok CDS-felárai jellemzően csökkentek vagy stagnáltak az év egészében, és a görög adósságproblémák csúcspontján is csak átmenetileg emelkedtek meg, majd gyorsan korrigáltak. Mindez arra utal, hogy szemben a korábbi időszakokkal a fertőzési kockázatnak a piac szerint is sokkal kevésbé volt kitéve ezen országcsoport az idei évben, és összességében enyhén javult kockázati megítélésük.

A feltörekvő térségek (elsősorban Dél-Amerika, Ázsia, Dél-Afrika, Törökország) megítélése viszont többségében romlott, részben a növekedési aggodalmak, részben a nagyobb feltörekvő országok némelyikében jelentkező belpolitikai, illetve sérülékenységi problémák következtében. Ez alól a KKE-régió, illetve érdekes módon Oroszország kivétel volt. Előbbiben a horvát mutatót leszámítva csökkentek vagy stagnáltak a CDS-felárak, míg utóbbiban az év elejét jellemző súlyos geopolitikai feszültség mérséklődésével az 5 éves CDS-felár 180 bázispontot mérséklődött.

A fejlett jegybankok monetáris politikája érdemben befolyásolta a pénzpiaci folyamatokat

Az év elején a nemzetközi pénzpiacokra a svájci jegybank és az EKB döntése is nagymértékben hatott. A svájci jegybank január 15-én eltörölte az euróval szemben évekig fenntartott árfolyamküszöböt. A döntés teljesen váratlanul érte a piaci szereplőket és óriási kilengésekkel járt a globális devizapiacokon. A svájci frank ugrásszerűen erősödni kezdett az euróval és dollárral szemben, tetemes veszteséget okozva azon befektetők számára, akik az árfolyamküszöb fenntartására, annak jegybank általi megvédésére pozícionáltak magukat. A másik nagy horderejű közlés az EKB döntése volt január 22-én, amelynek során bejelentették az eszközvásárlások márciusi elkezdését, havi 60 milliárd euro összegben, és elkötelezték magukat a program 2016 szeptemberéig való folytatására. Mivel a piac számított a bejelentésre, ez nem okozott turbulenciát, mindössze a program mérete és annak időtartama volt korábban piaci találgatások tárgya. A döntést követő hónapokban, különösen az eszközvásárlások márciusi kezdete után az euro érdemben gyengülni kezdett a dollárral szemben, összességében 9 százalékos leértékelődést mutatva az év során. Az év vége felé felerősödtek a várakozások azzal kapcsolatban, hogy az EKB decemberben bejelentheti a program mennyiség és időtartam tekintetében történő kiterjesztését.

A Fed 2015-re várt kamatemelésével kapcsolatos bizonytalanság az év során folyamatos hatással volt a nemzetközi pénzpiacokra. 2015 első felében még az év második felére várták a piacok a kamatemelést, a Fed 2015. szeptemberi ülését követően azonban a várakozások kitolódását lehetett tapasztalni, és a piaci árazásból kirajzolódó valószínűségek inkább egy későbbi, 2016. márciusi vagy júniusi kamatemelés irányába mutattak. Októberben azután a várakozások ismét felerősödtek az esetleges decemberi kamatemelésre vonatkozóan. Az év során a kamatemelési várakozások felerősödésekor jellemzően erősödéssel reagált a dollár, 2015. október végéig összességében 9 százalékkal erősödve az euro ellenében.

A Bank of Japan eszközvásárlási programja egyelőre nem tudta biztosítani a jegybank 2 százalékos inflációs céljának elérését, mivel az infláció a biztató 2014-es adatok után idén nulla százalék közelébe süllyedt. Emiatt elemzők előretekintve úgy vélik, a jegybank hamarosan kibővíti eszközvásárlási programját, egyesek nem tartják lehetetlennek, hogy a jegybank az eddigi állampapír-vásárlás után részvényvásárlásba kezd.

A feltörekvő országok növekedésével és a nyomott inflációs folyamatokkal kapcsolatos aggodalmak kedvezőtlenül hatottak a pénzü piacokra

A nemzetközi hangulatot a jegybankok aktivitása mellett az év során számottevően befolyásolták a kiújuló növekedési és deflációs aggodalmak, amelyeket részben a kínai lassulással kapcsolatos félelmek, részben a több hullámban csökkenő olajárak, illetve a feltörekvő országokból érkező kedvezőtlen hírek is tápláltak. A nagy nemzetközi intézmények (IMF, OECD, Világbank) az év során lefelé módosították a globális növekedésre vonatkozó várakozásaikat. A kínai GDP-adatközlések, amelyek rendre csökkenő növekedésről adtak számot, kérdésessé tették, hogy a kínai kormányzat által 2015-re kitűzött 7 százalékos növekedési cél elérhető-e. Az aggodalmakat nagymértékben felerősítette a kínai tőzsdei buborék hirtelen kipukkanása júniusban, amelynek során a shanghai tőzszeindex 50-60 százalékkal zuhant, és csak sorozatos kormányzati és jegybanki intézkedés mellett tudtak stabilizálódni a piacok.

4.1.1. táblázat

A nemzetközi szervezetek világ gazdaságra vonatkozó növekedési előrejelzései 2015-2016-ra

(százalék)

IMF	2015	2016
január	3,5	3,7
április	3,5	3,8
július	3,3	3,8
október	3,1	3,6
OECD	2015	2016
2014. november	2,3	2,6
2015. június	1,9	2,5
Világbank	2015	2016
január	3	3,3
június	2,8	3,3

Forrás: IMF World Economic Outlook, OECD, World Bank.

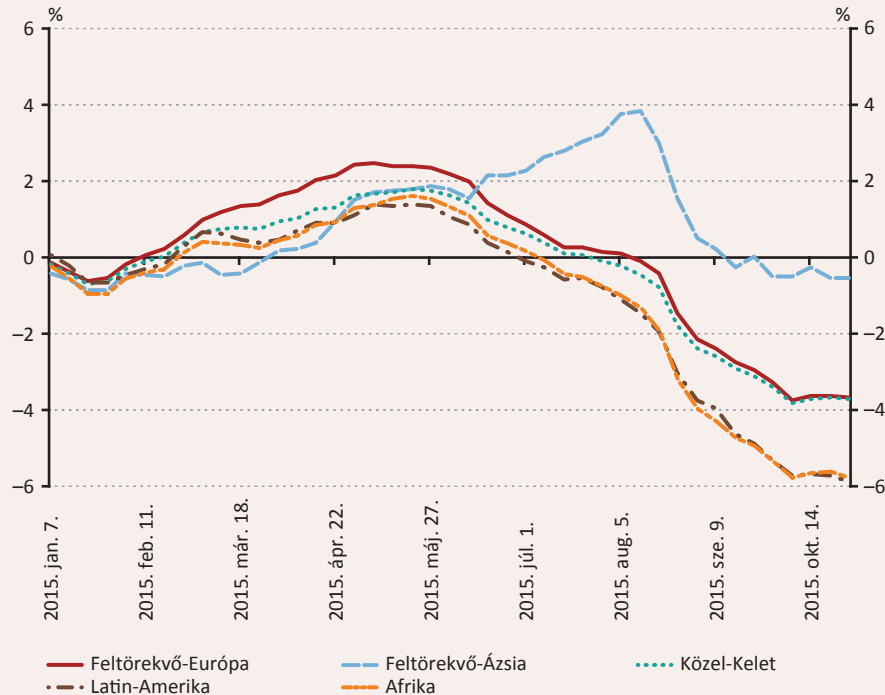
Az orosz gazdaság recesszióba süllyedése, Brazília egyik hitelminősítő által már befektetésre nem ajánlott kategóriába való leminősítése, a külső sérülékenység fokozódása több nagy feltörekvő ország (Dél-Afrika, Törökország, Malajzia) esetében, illetve általánosságban a korábban a világ gazdaság fő motorjának tartott feltörekvő térség gyengélkedése kockázatkerüléshez és az ezen országokból való tőkekivonáshoz vezetett.

Az olajárak ismételt esése újból ráirányította a figyelmet a nyomott inflációs folyamatokra. Az inflációs mutatók egy enyhe növekedést követően az év második felében az energiaáraknak köszönhetően a fejlett és feltörekvő térségek nagy részében ismét csökkenésnek indultak vagy stagnáltak. Hasonló folyamat volt megfigyelhető a KKE-régióban is, ahol a tavasszal megindult inflációemelkedési trend júniust követően megtört, és az inflációs főmutatók (Csehország kivételével) ismét süllyedni kezdtek.

Az olaj ára az év eleji csökkenés után a tavaszi hónapokban stabilizálódni látszott, júniustól azonban egy újabb, nagymértékű csökkenés következett be, amely mélypontját éppen az augusztus végi turbulencia idején érte el. Az irányadó olajtípusok (Brent, WTI) ára ekkorra az év elejéhez képest 25-27 százalékkal alacsonyabban állt, és az előrejelzések továbbra is az olajárak mérséklődése irányába mutattak, elsősorban az olajpiaci túlkínálat és a kínai, illetve globális lassulás miatt. Az OPEC stratégiája 2015-ben a csökkenő olajárak mellett is a piac-szerzésre irányult, emiatt a kitermelési kvóta fenntartása mellett döntöttek. Ez és az USA-ban az olajfúrókutak csökkenése ellenére is csak lassan mérséklődő amerikai nyersolajmennyiség, valamint az iráni szankciók fokozatos visszavonása (a várhatóan gyorsan emelkedő iráni kitermelés) a túlkínálati aggodalmakat erősítette. A dollár erősödése a feltörekvő devizákkal szemben, illetve a feltörekvő nyersanyag-exportáló országok (Brazília, Malajzia, Oroszország) számára kedvezőtlen energia- és nyersanyag árcsökkenés pedig felerősítette ezen országokkal, illetve a globális gazdasággal kapcsolatos növekedési félelmeket.

4.1.2. ábra

Az egyes feltörekvő régiókba irányuló kumulált, eszközarányos kötvénypiaci tőkeáramlás 2015-ben



Forrás: EPFR Global.

Szintén jelentősen befolyásolta a nemzetközi hangulatot és az eurozónával kapcsolatos megítélést a hosszú hónapokig húzódó görög adósságkrízis, amely először február végére éleződött ki, amikor az új görög kormányzópárt, a Syriza nem tudott megállapodást kötni a nemzetközi szervezetekkel a mentőprogram feltételeinek módosításáról. Ennek hatására végül az az átmeneti megoldás született, hogy a második görög mentőprogram határidejét kitolták nyárig több időt hagyva a feleknek a részletes tárgyalásra, azonban ez sem vezetett megállapodáshoz, így a határidő lejártakor, június végén jelentősen megugrott a görög államcsőd esélye és felerősödtek a Grexittel, illetve tágabb kontextusban az eurozóna szétesésével kapcsolatos félelmek. Az események hatására a görög 10 éves hozam július első hetében 19 százalékgig emelkedett a júniusban jellemző 10-12 százalékról. A hosszas tárgyalások végül azzal zárultak, hogy a görög fél – miután bankrendszere hónapokig az EKB sürgősségi likviditási segélye révén volt csak képes likviditáshoz jutni, és az országnak július-augusztusban tetemes kötvénylejáratai voltak, amelyeket nem tudott volna teljesíteni – kérte a nemzetközi szervezeteket, hogy egy harmadik mentőcsomag formájában nyújtsanak azonnali pénzügyi segítséget Görögországnak. A mentőcsomagért cserében a görög félnek új megszorítóprogramot kellett elfogadnia, és ennek első intézkedéseit implementálnia is.

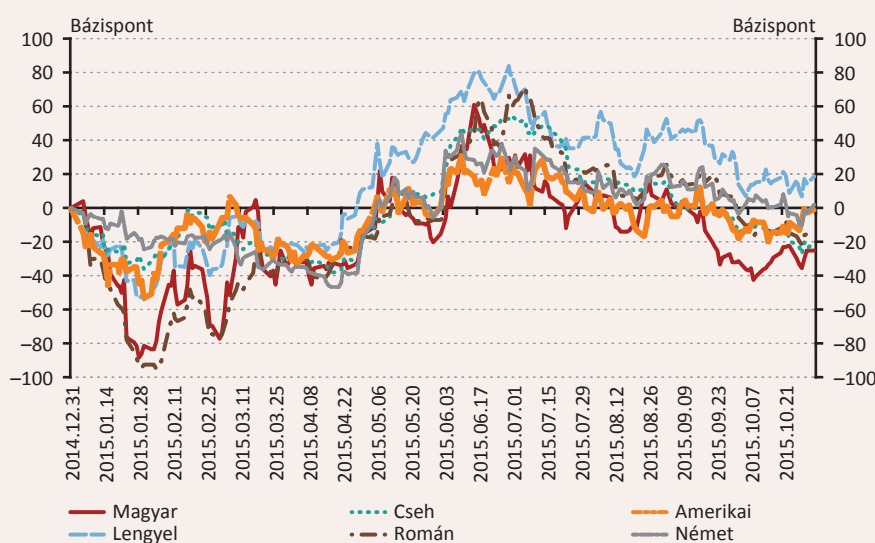
Március-április során az eurozónás hosszú lejáratú kötvényhozamok korábban soha nem látott mélységekbe süllyedtek, a 10 éves német Bund hozama 0,1 százalék alá esett, de a periféria hozamok hasonló nagymértékű csökkenésen mentek át az év első hónapjaiban. Ez vélhetően az EKB eszközvásárlási programja által támasztott keresletnek is köszönhető volt (a fejlett jegybankok monetáris politikája és a kockázatmentes eszközök kereslete közötti összefüggést részletesen lásd: 4.1.1. szakmai cikk, Horváth – Szini, 2015). Április végén-május első felében egy hirtelen kötvényeladási hullám bontakozott ki a fejlett piacokon, amely áttért a feltörekvő állampapírpiaconra is, és elsősorban a hozamgörbék hosszú végére volt hatással. Ebben az időszakban a hosszú fejlett piaci hozamok meredek emelkedésbe kezdtek, a német 10 éves Bund hozama 2015. április 20. és május 13. között 65 bázispontot emelkedett, és hasonló nagyságrendű volt az emelkedés a többi eurozóna magország tízéves kötvényhozamai esetében is.

A régiós hozamokra szintén a nemzetközi hozamemelkedés hathatott elsősorban ebben a turbulens időszakban, a 10 éves hozamok az EKB-bejelentést követő csökkenés után április második felétől május közepéig 30-60

bázisponttal nőttek, majd az év második felében jellemzően csökkentek, így összességében – párhuzamosan a régió kedvező megítélésével – év elejéhez képest (a lengyel kivételével) 20-40 bázisponttal mérséklődni tudtak. A jelenség kiindulópontja egyébként nagy valószínűséggel az eurozóna volt, innen terjedt tovább a nemzetközi kötvénypiacokra a hozamemelkedés, amely mögött fő okként a kockázatmentes hozamszint emelkedése volt azonosítható (lásd részletesen: 4.1.2. szakmai cikk, Kálmán-Kocsis-Tóth, 2015). A kockázatmentes hozamra nagymértékben hathatott, hogy az év elejéhez képest májusra a piaci várakozások mind az eurozónás infláció, mind a növekedés pályájával kapcsolatban jelentősen feljebb tolódtak. Az inflációs várakozások megemelkedése miatt a piacon olyan vélekedések is napvilágot láttak, hogy az EKB akár a korábban kommunikálnál hamarabb is visszavonhatja stimulusát. A monetáris politikai magyarázatok mellett strukturális kötvénypiaci kereslet-kínálati tényezők is felmerülhetnek magyarázatként, illetve a korábbi nagymértékű kötvénylvásárlások „természetes” korrekciója is oka lehetett a hozamemelkedésnek.

4.1.3. ábra

Az amerikai és német, valamint a régiós tízéves hozamok változása 2015. január 1. óta



Forrás: Bloomberg.

4.1.1. szakmai cikk: A kockázatkerülési csapda – az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének pénzügyi piaci és makrogazdasági következményei (kivonat)

Horváth Dániel – Szini Róbert

Az elmúlt években a nagy jegybankok nulla közeli kamatszintje és egyéb monetáris lazító lépései ellenére globálisan alacsony infláció és egyes térségekben deflációs aggodalmak jellemezték a gazdasági környezetet, miközben a reálgazdasági aktivitás visszafogott maradt. Bár a jelenség tünetei hasonlóak a likviditáscsapda-szituációhoz, mégis fontos különbségek azonosíthatók, amelyek arra utalnak, hogy más tényezők is állhatnak a háttérben. A szakirodalomban feltűnő, egyik új típusú megközelítés az alacsony kockázatú eszközök strukturális túlkeresletét azonosítja mögöttes tényezőként, amelyet a válságban ciklikus hatások is súlyosbítottak. Az ún. kockázatkerülési csapda mechanizmusa hasonló a likviditási csapdához, azonban csak az alacsony kockázatú eszközök körében jelentkezik, tehát a likviditási csapda egy speciális esetének tekinthető. A pénzügyi piaci feszültségek mindkét esetben gazdasági visszaesést és deflációs spirált okozhatnak, ugyanakkor mindkettőre más-más típusú monetáris politikai válasz lehet hatékony. Míg likviditási csapdában az előretekintő iránymutatás működhet hatékonyabban, kockázatkerülési csapdában bizonyos mennyiségi lazítási politikák jelenthetnek megoldást.

A közelmúlt globális gazdasági-pénzügyi válsága nyomán a pénzügyi piaci hozamok tartósan alacsony szinten stabilizálódtak. A jelenség és lehetséges következményei nagy figyelmet kaptak a gazdaságpolitikai döntéshozók részéről, és a szakirodalomban is több elemzés született a témával kapcsolatban; ezek a korábbiakhoz képest több esetben újsze-

rú megközelítéssel éltek a folyamatok jobb megértésének érdekében. Az egyik javasolt megközelítés az alacsony kockázatú eszközökhöz kapcsolódó keresleti és kínálati tényezők viszonyának mélyrehatóbb vizsgálata. A kockázatkerülési csapda (safety trap) modellje szerint a kockázatmentes és alacsony kockázatú pénzügyi eszközök iránti megnövekvő kereslet azok szűkössége miatt extrém esetekben érdemi makrogazdasági hatásokkal járhat. A jelenség a jól ismert likviditási csapda egy speciális esetének tekinthető, ahhoz hasonló keretben vizsgálható, azonban lényegi különbség van a következmények és a hatékony gazdaságpolitikai válaszok tekintetében.

Likviditási csapdában a hozamszint olyan alacsony, hogy a gazdasági szereplők közömbössé válnak a készpénz és a más alacsony hozamú befektetési eszközök tartása között.¹ A kialakuló, alacsony nominális kamatszint miatt a monetáris politikának egy idő után a klasszikus eszközökkel korlátozottak a lehetőségei a monetáris kondíciók lazítására, bár a deflációs folyamatok és a reálgazdasági teljesítmény visszaesése ezt indokolná. Egy kockázatkerüléscsapda-szenárióban a kockázatvállalási kedv visszaesése következtében megnő az alacsony kockázatú eszközök iránti kereslet, így ezek hozama nulla közelébe mérséklődik. E határ elérése után a kockázatmentes eszközök piacán az egyensúly már nem a kamatszint lefelé módosulásával, hanem a reálgazdasági aktivitás visszaesésével áll helyre.

Bár a két eset következményei hasonlóak, a kiváltó ok és így a gazdaságpolitikai válaszok tekintetében fontos különbségek vannak. Az elméleti eredmények szerint likviditási csapdában a jegybank előretekintő üzenetei és elköteleződése lehet hatékony eszköz, kockázatkerülési csapdában azonban inkább a mennyiségi lazítás használata lehet célszerű. Bonyolítja a helyzetet, hogy válságban a két csapdaszituáció együttesen jelentkezik, és a válság különböző szakaszaiban más és más hatás lehet a domináns, így a hatékony gazdaságpolitikai válaszok is változhatnak idővel.

A cikk az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének okaival és következményeivel foglalkozik, kitérve mind az elméleti, mind a gyakorlati szempontokra, és különös hangsúlyt fektetve a monetáris politikai implikációkra. A cikk második része bemutatja a viszonyítási alapul szolgáló új-keynesi likviditási csapdát. A harmadik részben az alacsony kockázatú eszközökkel és azok szűkösségének okaival foglalkozik. A negyedik rész összefoglalja a szakirodalomban fellelhető modellezési kísérleteket és következtetéseket. Az ötödik rész részletesebben bemutatja Caballero és Fahri (2014)² modelljét, amely a jelenség leginkább kiforrott modelljének tekinthető. A hatodik rész a monetáris politikai és feltörekvő piaci implikációkat összegzi.

Főbb következtetések

A válságban és az elmúlt években a globális szinten látott, alacsony inflációs környezet és visszafogott gazdasági aktivitás részben magyarázható a likviditási csapda jelenségével, ugyanakkor több jel is arra mutat, hogy az alacsony kockázatú eszközök strukturális és ciklikus szűkössége is hozzájárult a problémához. Az ún. kockázatkerülési csapda mechanizmusa hasonló a likviditási csapdához, azonban csak az alacsony kockázatú eszközök körében jelentkezik, tehát a likviditási csapda egy speciális esetének tekinthető. A jelenséghez keresleti oldalról hozzájárulnak a prudenciális szabályozásban bekövetkező változások, a pénzügyi innovációk, a fedezett pénzügyi tranzakciók terjedése, illetve az erősödő feltörekvő piaci igények. Ezzel párhuzamosan kínálati oldalon sem a fejlett országok, sem a feltörekvő országok, sem a magánszféra nem tudja kellőképp növelni az alacsony kockázatú eszközök kibocsátását. A cikkben bemutatott modell szerint a kockázatkerülési csapda a likviditási csapdához hasonlóan gazdasági visszaesést és deflációs spirált okozhat, ugyanakkor más típusú monetáris politikai válasz lehet célszerű a két esetben. Míg likviditási csapdában az előretekintő iránymutatás működhet hatékonyabban, kockázatkerülési csapdában bizonyos mennyiségi lazítási politikák jelenthetnek megoldást. A jelenség vizsgálata feltörekvő piaci szempontból is releváns: egyrészt egyensúlytalanságok és buborékok kialakulását segítheti, másrészt a fejlett jegybankok válaszreakcióinak feltörekvő piaci hatásait is új megvilágításba helyezi.

Külső publikáció: Hitelintézeti Szemle, 2015. március.

¹ Lásd Keynes (1965), p. 230.

² Caballero, Ricardo és Emmanuel Fahri (2014): „The Safety Trap”. NBER Working Paper 19927.

4.1.2. szakmai cikk: Az április-májusi hosszú lejáratú hozamemelkedés háttere

Kálmán Péter – Kocsis Zsolt – Tóth Daniella

1. Bevezető

A cikkben a magyar hosszú lejáratú hozamokban tapasztalt 2015. április-májusi emelkedésének hátterét vizsgáljuk. A piaci mutatók alapján a hozamok emelkedése általános nemzetközi jelenség volt, ugyanakkor a hirtelen nagyarányú hozamemelkedés az eurozóna magországokban volt a legszembetűnőbb, mivel ebben a térségben hosszú ideje csökkenő trendet és alacsony volatilitást mutattak a hozamok. A cikk első felében az eurozóna hozamemelkedésének hátterével és potenciális okaival foglalkozunk. A cikk második felében a hazai hozamokat elemezzük, megnézzük, hogy az április-májusi időszakban valóban a nemzetközi folyamatok domináltak-e, és hogy milyen szerepe lehetett egyéb hazai eredetű okoknak a hozamaink alakulásában. Eredményeink alapján a hazai hozamemelkedés hátterében ebben az időszakban nemzetközi tényezők álltak, a szóba jövő Magyarországgal kapcsolatos országspecifikus fejlemények kisebb mértékben, inkább a hozamok csökkenésének irányába hatottak.

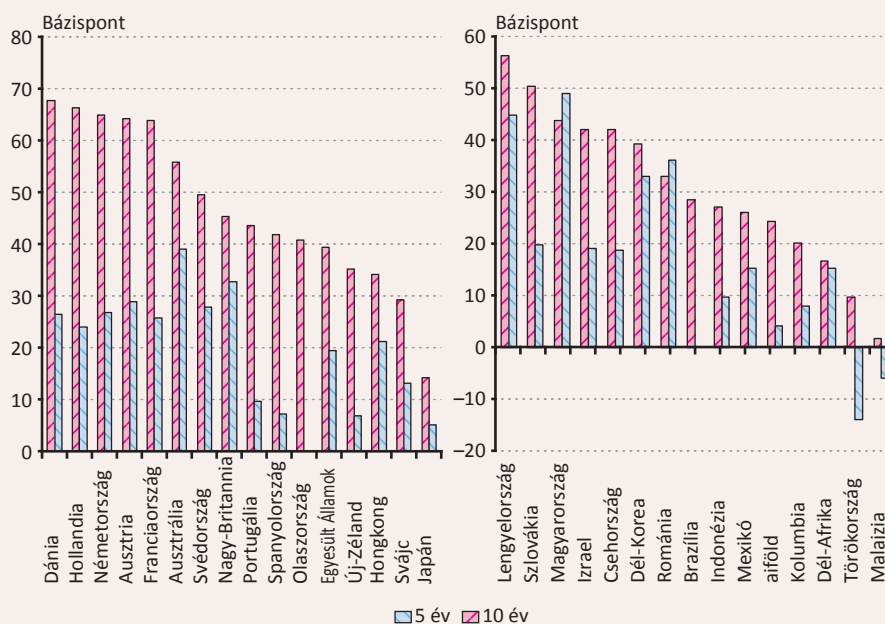
2. A fejtett piaci hozamemelkedés hátterében több tényező, köztük az inflációs várakozások emelkedése állt

A 2015. április-májusi időszakban a kötvényhozamok emelkedése globális jelenség volt; egyaránt érintette az eurozóna országait és más fejlett, feltörekvő piaci országokat. Ahogyan Magyarországon, a hozamok máshol is első-sorban a hosszú lejáratú kötvénypiaci szegmensben nőttek.

A piaci szereplők figyelmét leginkább a német és euroövezeti magországok hosszú hozamainak hirtelen megugrása ragadta meg. Egyfelől a hozamok április-májusi emelkedése ebben az országcsoportban volt a legmarkánsabb mind nominálisan, mind a hozamok korábbi alacsony volatilitásához mérten. Másrészt a hozamemelkedés éles ellentétben állt az ebben az országcsoportban 2013 vége óta látott trendszerű hozamcsökkenéssel, amely az EKB mennyiségi lazításának bejelentése óta a hozamokat rekordalacsony szintre, több országban és lejáraton negatív tartományba süllyesztette. Míg a német 10 éves hozam 2014 legelején még közel 2 százalékos szinten állt, 2015 áprilisáig 0,1 százalékra mérséklődött.

1. ábra

5 és 10 éves hozamok változása ápr. 20 és máj. 13 között a fejlett (bal panel) és feltörekvő (jobb panel) országokban



Forrás: Bloomberg

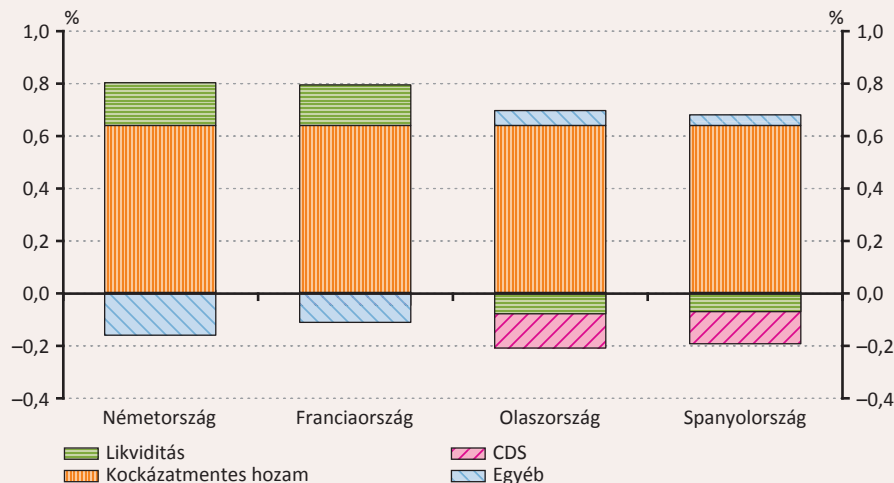
A hozamemelkedés okainak vizsgálatához a négy legnagyobb eurozóna ország (Németország, Franciaország, Olaszország, Spanyolország) hozamait a következő négy tényezőre bontjuk:

- a (hitel)kockázatmentes hozamra (német 10 éves kötvényhozam és az 5-éves német CDS-felár¹ különbsége)
- az országok hitelkockázati komponenseinek változására (5 éves CDS-felár)
- kötvénypiaci likviditási komponensek változására (10 éves kötvényhozam és kamatswaphozam különbsége)
- és maradék tényezőkre

Az 5 éves eurozóna hozamok felbontása alapján alapvetően úgy tűnik, hogy a vizsgált időszakbeli **hozamemelkedést szinte teljes egészében a kockázatmentes hozamszint emelkedése okozta, a hitelkockázati, likviditási és egyéb tényezőknek kevés szerepe volt** (2. ábra).

2. ábra
Eurozóna országok 10 éves hozamváltozásának tényezői

(2015. április 13 – május 20)



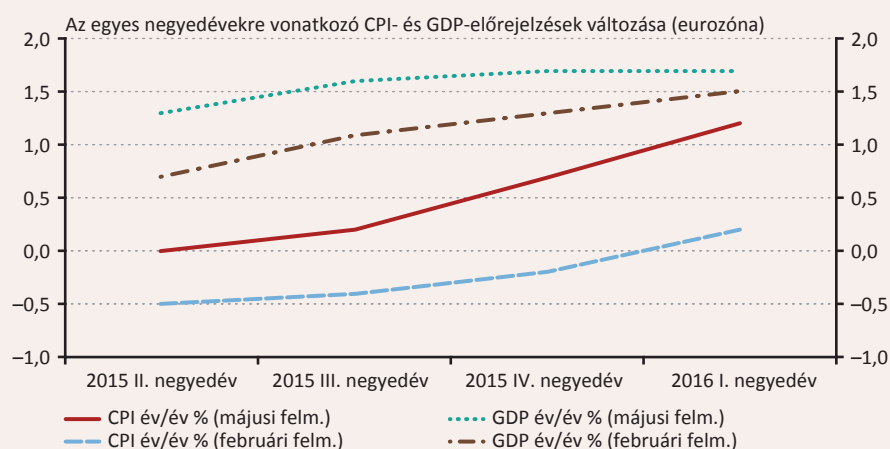
Megjegyzés: A hitelkockázatot (a 10-éves CDS piac illikviditása miatt) az adott ország 5 éves CDS felárával, a likviditási komponenst a 10 éves kamatswap-felárral mérjük. A kockázatmentes hozamot a német kötvényhozam CDS-felárral csökkentett részeként értelmezzük.
Forrás: Bloomberg, saját számítások

A kockázatmentes hozam részben a monetáris politika jövőbeli intézkedéseivel van összefüggésben, amelyet az infláció várt pályája és a monetáris politikai reakciófüggvény együttesen befolyásol. Másfelől a kockázatmentes hozamban lejáratú prémium komponensek, azonban strukturális kereslet-kínálati tényezők is szerepet játszhatnak, amennyiben ezeket a fentebbi szegmentáció likviditási és egyéb tényezői nem fedik le. (A hozamok elméleti komponenseiről lásd részletesebben: Horváth és szerzőtársai, 2014.)

Az inflációs várakozások emelkedését alátámasztják az eurozóna adatai. A Bloomberg által végzett átfogó elemzői felmérések alapján 2015 végére a várakozások mediánja februárban még a negatív tartományban volt, ehhez képest a májusi felmérés értéke jelentősen, közel 1 százalékponttal volt magasabb. 2016 első negyedévére már az 1 százalékot meghaladó áremelkedési ütemmel számoltak az elemzők (3. ábra). Noha ezek az áremelkedési ütemek még mindig az EKB inflációs célja alatt vannak 2016 elején, az inflációs várakozások módosult dinamikája a 2 éves horizonton sejteti a cél elérését. Az EKB által kiemelten figyelt piaci inflációs mutató, ami az 5 év múlva releváns hosszú távú inflációt közelíti, szintén megemelkedett, igaz, ennek a mutatónak a növekedése a január-májusi időszakban elosztva történt, április-májusban csak mintegy 20 bázispontot tett ki.

3. ábra

Az eurozóna inflációs és GDP növekedési elemzői várakozások



Forrás: Bloomberg

Megjegyzés: Bloomberg által végzett elemzői felmérések mediánjai.

Az inflációs várakozások emelkedésének hátterében egyaránt lehetnek makrogazdasági keresleti és kínálati faktorkok. A Bloomberg GDP-növekedésre vonatkozó felmérése alapján a konjunkturális várakozások javultak, amit több, havi frekvencián érkező makroadat is alátámasztott az elmúlt hónapokban. Emellett a kínálati oldalon a világgazdasági olajárak csökkenő tendenciájának év eleji megfordulása is emelhette az inflációs várakozásokat.

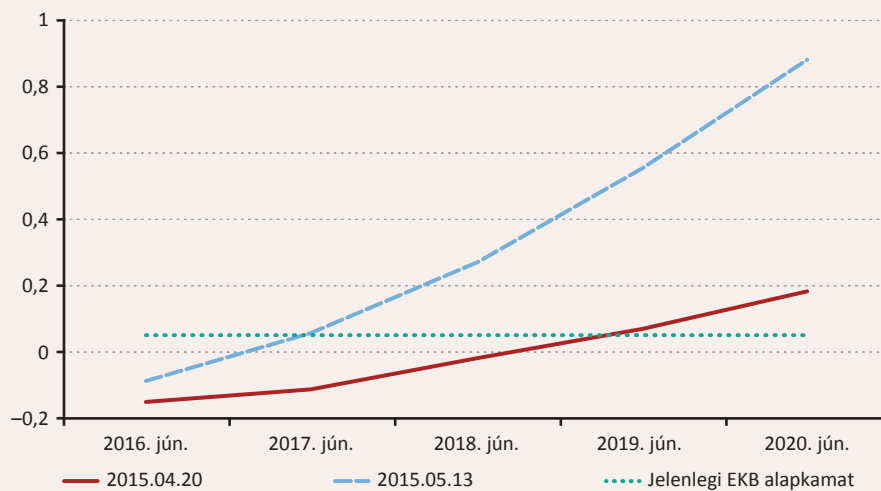
Az inflációs várakozások növekedése ezek mellett az EKB monetáris politikájának is következménye lehet. Az EKB mennyiségi lazítási programjának elindítása közvetlenül a gazdaságban megfigyelhető reálhozamok csökkentésén, és (főleg) közvetve, a magasabb inflációhoz való nagyobb mértékű elköteleződés kifejezése révén (és így a monetáris politikai reakciófüggvény módosulása révén) játszhatott szerepet az inflációs várakozások növelésében.

Az inflációs várakozások és a monetáris politika között kétirányú kölcsönhatás van, így a várakozások módosulása nemcsak következménye, de (arra visszahatva) oka is lehet az EKB-politika megváltozásának. Ez tükröződhet végső soron a megemelkedett hosszú hozamokban. **Az inflációs várakozások megemelkedése ugyanis középtávon szigorúbb monetáris politikával konzisztens, ami tehát a monetáris politikai stimulus csökkentése irányában hat.** Ez akár a piaci szereplők által várt magasabb jövőbeli alapkamat-pályájára, akár a korábbi várakozásokhoz képest kisebb mértékű mennyiségi lazítási programra utalhat. Előbbi a hozamvárakozásokon, utóbbi a lejáratú prémiumon keresztül hathat a hozamgörbére.

A kétféle várakozás (kamatpálya és mennyiségi lazítási program) szétválasztásához leginkább a bankközi hozamgörbét érdemes vizsgálni, mert a bankközi hozamokban a mennyiségi lazítási programok által érintett likviditási lejáratú prémium komponens kisebb, mint az állampapírpiacon, miközben a jövőben várt alapkamat-pályát elvileg mindkét hozamgörbe hasonló mértékben tartalmazza. A vizsgált időszakban az európai bankközi hozamok az állampapírpiacon hozamokhoz hasonlóan erőteljesen emelkedtek (a 10 éves kamatswap-hozam 48 bázisponttal került feljebb április 20. és május 13. között). Az egynapos eurozóna hozamok forwardjai alapján az EKB kamatemelések kezdete a korábbi 4 éves horizontról két évvel előrébb tolódott és a kamatpálya is meredekebbé vált (4. ábra). Ezek alapján tehát a várt kamatpályára vonatkozó hosszabb távú elképzelések fontosabbak lehetnek a hozamemelkedésben, mint a mennyiségi lazítással kapcsolatos várakozások.

A monetáris politikai magyarázatok mellett más strukturális kötvénypiaci kereslet-kínálati tényezők is felmerülhetnek, melyek a hozamemelkedéseket legalább részben magyarázhatják. Kézenfekvő lehetőség, hogy a fejlett hozamokban látott rekordalacsony és 2015-ben már sokszor negatív hozamszintek a befektetési politikák újragondolására készíthetők a hosszú lejáratú kötvénypiacokon meghatározó nagy intézményi befektetőket (pl. nyugdíjpénztárak, biztosítók). **Elképzelhető, hogy a releváns befektetési portfóliókban csökkent a fejlett országokbeli hosszú lejáratú**

4. ábra
EONIA forward görbék



Megjegyzés: Az EONIA forwardok az eurozóna egynapos bankközi hozamainak jövőbeli időpontokra vonatkozó határidős jegyzései.
Forrás: Bloomberg

kötvények súlya más eszközosztályok javára, és ez a mérséklődő kereslet szintén (a hozamok strukturális lejáratú prémiumán keresztül) a hozamok növekedését eredményezte.

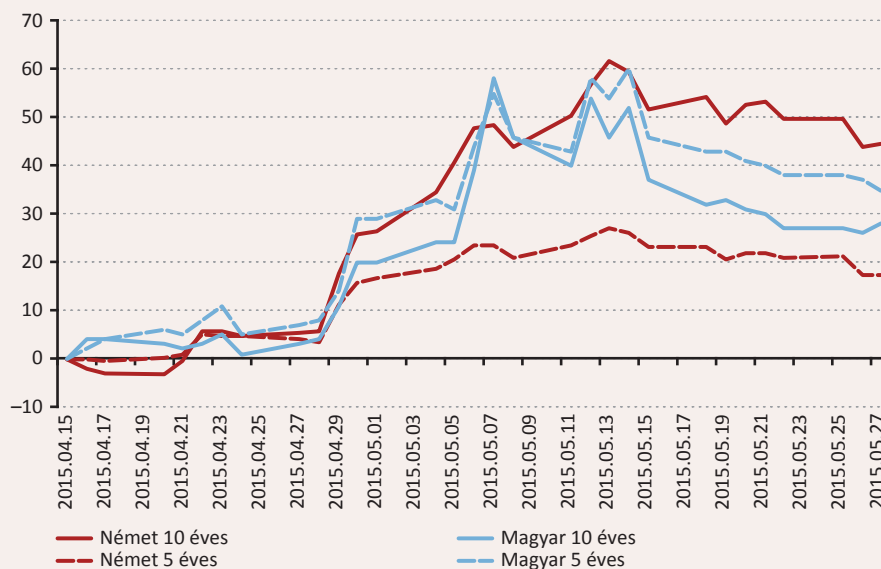
A hozamemelkedés üteme miatt a fenti magyarázatok még mindig részlegesek. A hozamok alig egy hónap alatt ugrottak meg, miközben az inflációs várakozások lassabban, január óta emelkednek és feltehetően az intézményi befektetői portfóliók is csak fokozatosan változnak. Ez azt sejteti, hogy a korábbi trendszerű hozamcsökkenés hónapjaiban jelentősebb pozíciók épülhettek magára a csökkenő hozamtrendek kiaknázására is (ilyenek akár a hosszú kötvény, akár hosszú kamatswap pozíciók), amelyek nyeresége az inflációs várakozások emelkedése miatt kérdésessé vált. Az ilyen pozíciók felszámolása öngerjesztő tényező lehetett, ami a hozamokat megemelte és ezáltal újabb pozíciózárásokat eredményezhetett.

3. A magyar hozamemelkedés nemzetközi okokra vezethető vissza, az országspecifikus tényezők inkább kisebb hozamcsökkenés irányába hatottak

Április-májusban, a fejlett hozamok emelkedésének intenzívebb időszakában (április 20. és május 13. között) a német és magyar hosszúlejáratú hozamok dinamikájában szoros együttmozgás volt tapasztalható látható (5. ábra). A hozamok korrelációja a két ország 10 éves hozamai között 90 százalék felett volt, miközben a korábbi hosszabb időszakokban inkább 40-60 százalékos együttmozgás volt jellemző. **A magyar és nemzetközi hozamváltozások közötti statisztikai összefüggés is erősebb lett 2015-ben, mint korábban, és a nemzetközi hatásokhoz képest a hazai országhozzá tartozó tényezők a magyar hozamok változásának csak kisebb részét tudták megmagyarázni.** (Részletesebben lásd Keretes írásunkat).

Az országhozzá tartozó tényező 2015 folyamán inkább a hozamok kisebb csökkenéséhez járult hozzá. A CDS-felárunk év eleje óta mintegy 50 bázisponttal csökkent, ami az általunk használt statisztikai módszer alapján (Kocsis, 2014) teljes mértékben az országspecifikus komponens csökkenésének eredménye. (Ugyanezzel a módszerrel végzett dekompozíció alapján a hazai tőzsdeindex emelkedésében nagyjából fele-fele arányban voltak nemzetközi és országspecifikus tényezők meghatározók, az USDHUF árfolyammozgásban látott jelentősebb gyengülés nemzetközi eredetű, az országspecifikus tényező mintegy 3-5 százalékkal erősítette volna a forintot.) Az országhozzá tartozó javulása az elmúlt időszakban három tényezőnek köszönhető. Valószínűleg a legfontosabb ezek közül a forintosítás hatása, ami a hazai háztartások mérleg szerkezetét javította, és ezen keresztül az ország sérülékenységét, külső sokkokra való érzékenységét csökkentette. További országhozzá tartozó javító tényezők a hazai konjunktúrakilátások, másfelől az ország külső egyensúlyának folytatódó javulása.

5. ábra
Magyar és német hozamok kumulált változása április 15-től
 (bázispont)

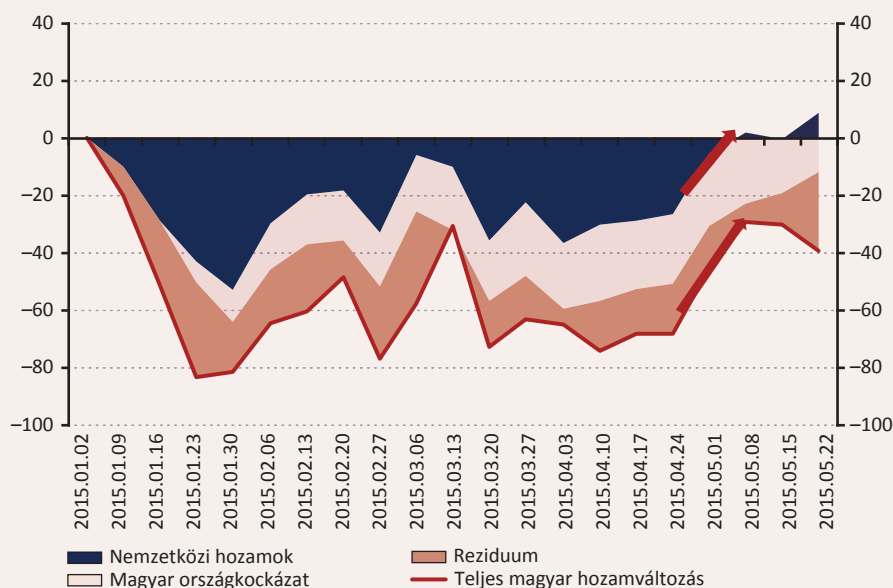


Forrás: Bloomberg

Keretes írás: A magyar hozamok regressziós vizsgálata

Formálisabban az 5 éves magyar és nemzetközi hozamok közötti összefüggést lineáris regresszióval vizsgáljuk 2010. január – 2015. májusi mintán, heti frekvencián. A regresszióban az öt éves magyar referenciahozam a függő változó, melyet egyrészt nemzetközi hozamváltozásokat kifejező mutatókkal – 16 fejlett ország azonos lejáratú hozamainak első három főkomponensével –, másrészt egy, a hazai piaci mozgásokat megragadó országkockázati változóval magyaráz-

6. ábra
5 éves hazai hozamok tényezőinek kumulált változása 2015-ben
 (bázispont)



zuk.² Tapasztalatilag a hozamok nemzetközi korrelációi időben nem stabilak, az együttmozgások mértéke (sokszor az előjele is) függ az adott nemzetközi piaci kontextustól, a hozamok mozgásának hátterében lévő okoktól.³ A 2015. évi időbeli mintára vonatkozó dummy változó és azzal vett keresztszorzatok regresszióba foglalásával mindegyik változó esetében az átlagos 2010-2015 közötti érzékenységek mellett a 2015-ben jellemző hozamhatást tudjuk mérni.

A regresszió a magyar állampapír-piaci hozamváltozások mintegy harmadát magyarázza. A nemzetközi hozamtényezők a hozamváltozások mintegy 20-25 százalékát, az általunk használt országspecifikus változó ennél jóval kisebb, 5-10 százalékos nagyságrendet reprezentál. A 2015. évi részmintán azonban lényegesen változik a kép: míg a hazai országkockázati komponens továbbra is hasonló nagyságrendet magyaráz, a nemzetközi komponens magyarázóereje lényegesen megemelkedik, az 5 éves hozamváltozás varianciájának 78 százalékát teszi ki. Az április-májusi időszakban a 6. ábrán is jól kivehető, hogy a magyar hozam a nemzetközi hozamtényező emelkedésével párhuzamosan emelkedik. 2015. január-márciusban is a nemzetközi hozamok voltak meghatározóak, igaz, akkor nem az általánosabb nemzetközi hozamemelkedést reprezentáló főkomponens, mint április-májusban, hanem inkább a kockázatos versus kockázatmentes nemzetközi felárakat leíró tényező volt a magyar hozam ingadozásáért felelős (a két nemzetközi tényezőt az 6. ábra összevonva ábrázolja).

Az országkockázaton kívül több egyéb hazai faktor hathat a hozamokra. (Ezeket nem tudjuk beépíteni a keretes írásban ismertetett magas frekvencián dolgozó modellbe sem.⁴) A legfontosabb kihagyott hazai eredetű tényező a jövőbeli kamatpálya várt lefutása, amelyet az inflációs várakozások és a monetáris politikai reakciófüggvény befolyásol. A hazai kamatpályának is van nemzetközi eredetű komponense, hiszen a hazai monetáris politika is figyelembe veszi a globális eredetű konjunktúra- és inflációs sokkokat. A nemzetközi tényezők és az országkockázat által nem magyarázott hazai kamatpálya elsősorban a hazai versus nemzetközi inflációval függ össze. Bár a hozamemelkedés időszakában a publikált inflációs adat az elemzői várakozások felett alakult, az ennél mérvadóbb **hosszabb távú inflációs várakozások az elemzői felmérések alapján csak kisebb mértékben és előrejelzési horizontonként eltérő előjellel változtak.**

A nemzetközi tényezők, az országkockázat és a hazai kamatpálya mellett még **likviditási-strukturális tényezők** is befolyásolhatják a hozamokat. A nemzetközi hozamok tárgyalásánál is használt likviditási proxiváltozó, a kamatswapfelár viszont **a vizsgált időszakban nem hatott az emelkedés irányában, sőt minimálisan még csökkentette volna a hozamainkat.**

Összegzés

A fentiek alapján úgy látjuk, a magyar hozamok emelkedéséért alapvetően nemzetközi folyamatok voltak felelősek. A hazai hozamokat a nemzetköziekől potenciálisan eltérítő tényezők közül az országkockázat és a likviditási kockázat inkább a hozamaink csökkenését okozták volna, és nincs erős érv a hazai inflációs várakozások relatív emelkedése és ezen keresztül a hazai monetáris politika autonóm szigorodása mellett sem. Ezzel szemben viszont a 2015-ben általánosan javuló nemzetközi konjunktúra kilátások, a világpiaci olajárak alakulása és az EKB laza monetáris politikája az inflációs várakozások érdemi megemelkedését eredményezték. A növekvő inflációs várakozások a fejlett országokbeli monetáris politikai stimulus visszavonása irányába mutatnak. Másfelől a fejlett országok alacsony hozamai és a hozamok csökkenési trendjének megfordulása csökkenthette a fejlett kötvények iránti befektetői keresletet. **A fejlett jegybankok monetáris politikájára vonatkozó várakozások és a piaci keresleti tényezők együttesen okozhatták a nemzetközi és azon keresztül a magyar hozamok megemelkedését.**

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. június 9-én.

¹ Az 5 éves CDS-felárat választjuk az elméletileg a 10 éves hozammal inkább konzisztens 10 éves CDS felár helyett, mert utóbbi piaca illikvid, azon nem érhető el aktív jegyzések, szintben ugyanakkor az 5 éves felár közelében alakulnak.

² A nemzetközi főkomponensek a 16 fejlett országos minta információtartalmának mintegy 75 százalékát magyarázzák. A magyarspecifikus piaci folyamatokat a hazai 5-éves CDS-felár, az USD/HUF árfolyam és a BUX index országspecifikus tényezőinek főkomponensével ragadjuk meg. Az országspecifikus tényezők a magyar piaci mutatók nemzetközi folyamatokkal korrelálatlan komponensét jelenítik meg (korrelációjuk a nemzetközi hozam főkomponensekkel is elhanyagolható). Mivel ezekben az országspecifikus tényezőkben az egyes piacok sajátosságai, mérési hibák jelentősek lehetnek, ezért használjuk inkább a tényezők főkomponensét, amely ezeket szűri és egy általánosabb hazai országspecifikus piaci változót jelenít meg (részletesebben lásd Kocsis, 2013).

³ Egy magyarázat lehet erre az ún. wake-up call hipotézis, amely szerint a befektetői figyelem központjában lévő fundamentumok a válságországok fundamentumai alapján határozódnak meg és ez magyarázza a fertőzési csatornákat (Dasgupta és szerzőtársai, 2010).

⁴ A modell természetesen a nemzetközi tényezők összességét sem tudja megmagyarázni, de a kihagyott (és nemzetközi hozamokkal nem korrelált) ilyen faktorok a modellben lévőkhöz kisebb jelentőségűek tekintve a modell által magyarázott nagy információhányadot.

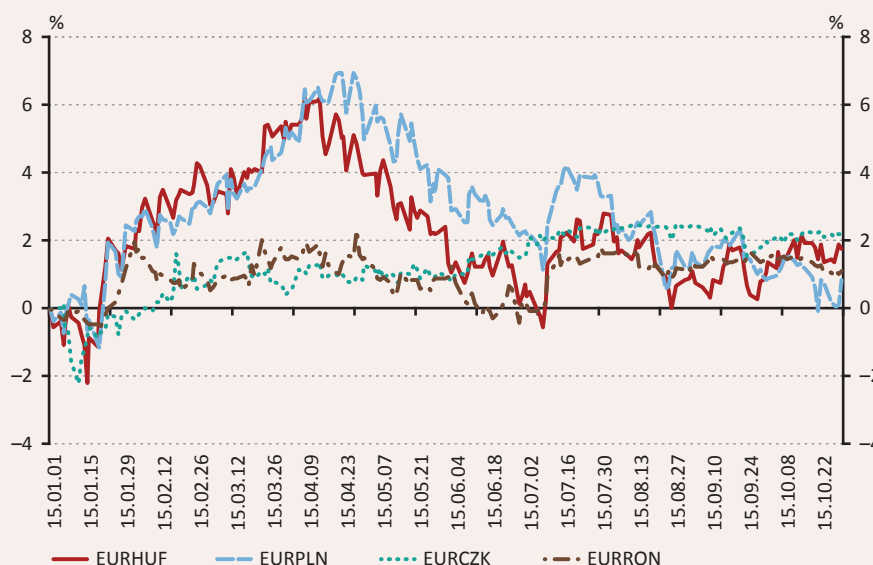
4.2. A HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIAC HELYZETE

A hazai folyamatok az év során a kockázati megítélésünk javulását tükrözték: a forint euróval szembeni árfolyama kismértékben erősödött, CDS-felárunk csökkent, hosszú hozamaink mérséklődtek. A főbb devizákkal szembeni forintárfolyam-változás az év során a régiós trendbe illeszkedett, ugyanakkor a cseh korona és a forint enyhén felülteljesítette a többi régiós devizát. Emellett a nemzetközi sokkokat leszámítva a forint mérsékelt volatilitást mutatott 2015-ben. A kamatvárakozások előbb a kamatcsökkentési ciklust követve mérséklődtek, majd az év utolsó hónapjaiban stabilan alakultak, és előretekintve az 1,35 százalékos alapkamat 2017-ig való tartására, majd onnan egy lassan emelkedő kamatpályára utalnak. Az eszköztár-átalakítás, illetve egyéb jegybanki intézkedések folytán a másodpiaci rövid állampapír-hozamok érdemben mérséklődtek, és az éven túli lejáratokon is jellemzően hozamcsökkenés ment végbe. Az idei évi ÁKK-aukciókon jellemzően egészséges kereslet mutatkozott mind a rövid, mind a hosszú futamidejű állampapírok iránt.

A forint a 2014 végi 315 körüli szintről 310-311 környékére erősödött az euróval szemben az utolsó negyedévre, ami nagyságrendileg 1,5-2 százalékos erősödésnek felel meg. Az árfolyam a tavaszi hónapokban 300 forintos lélektani határ alá is süllyedt átmenetileg, amely 6 százalékos erősödést jelentett, és a zloty mozgásához hasonlóan elsősorban az EKB eszközvásárlási programjának bejelentéséhez volt köthető. Jellemzően azonban az év nagy részében a 305-315 forintos sávban mozgott a forint euróval szembeni árfolyama. Leggyengébb szintjét a svájci jegybank döntésekor érte el, amikor a jegyzések átmenetileg 323 fölé ugrottak az euróval szemben, innen azonban a forint relatíve gyorsan korrigált.

4.2.1. ábra

A régiós devizák euróval szembeni mozgása 2015-ben



Forrás: Bloomberg.

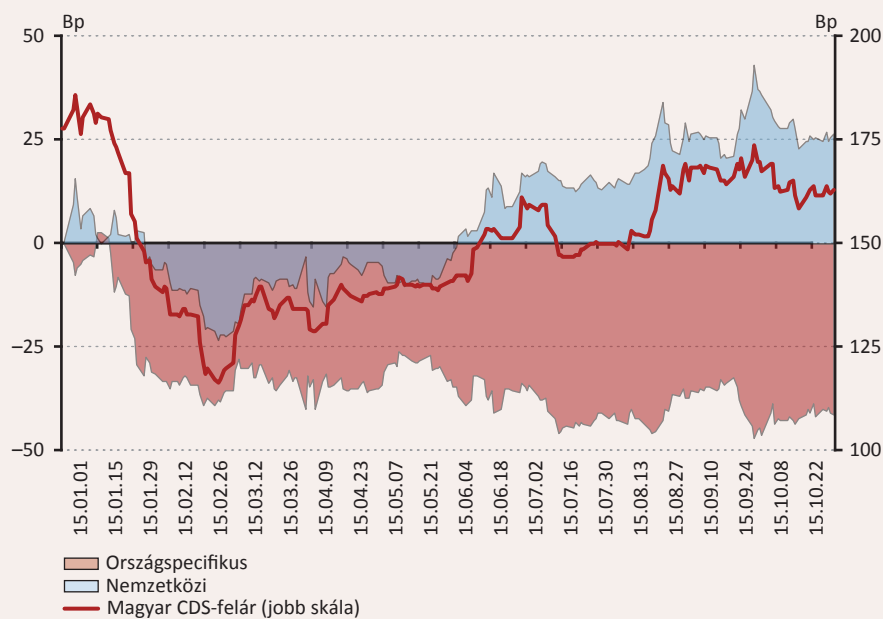
A régiós devizák dollárral szembeni árfolyammozgásában elsősorban az év során tapasztalt dollárerősödés hatása dominált, így ezen devizák az idei évben 3-4,5 százalékkal értékeltődtek le az amerikai fizetőeszközzel szemben. Ugyanakkor a tágabb feltörekvő univerzumban ez kifejezetten enyhe leértékelődésnek számít, mivel a dél-amerikai, török, dél-afrikai és ázsiai devizák ennél jóval nagyobb mértékű, jellemzően 10-25 százalékos gyengülésen mentek keresztül a dollárral szemben. A svájci árfolyamkűszöb eltörlése január 15-én a hazai és régiós devizák svájci frankkal szembeni árfolyamában igen jelentős elmozdulást okozott. A bejelentéskor a frankkal szembeni régiós árfolyamok 20-22 százalékkal értékeltődtek le a svájci frank hirtelen erősödése nyomán, amely a hazai deviza viszonylatában azt jelentette, hogy a 264 forintos frankárfolyam egyetlen nap leforgása alatt 323 forintig ugrott. Az első pánik elültével a régió devizái már korrigálni tudtak, és február közepére az esés felét ledolgozták. A magyar devizát az is támogathatta, hogy a devizahiteles konverzióról szóló döntés már

előző év végén életbe lépett, így az árfolyam-elmozdulás nem érintette a korábban svájcifrank-hittel rendelkező háztartásokat. Az év második felére a volatilitás jelentősen mérséklődött, ugyanakkor a frank árfolyama egy relatíve erős szinten stabilizálódott a főbb devizákkal szemben, így **össességében a régiós devizák 8-10 százalékot veszítettek értékükből a svájci frankkal szemben az év elejéhez képest.**

Magyarország kedvező megítélése a piaci mutatókban is tükröződött

Hazánk kockázati megítélése az év során javult, amely az ötéves CDS-felárunk csökkenésében is tükröződött. A magyar felár az év eleji 177 bázispontból október végére 162 bázispontra mérséklődött, mélypontját pedig a tavaszi hónapokban, 120 bázispont környékén érte el. (A hazai CDS-felár csökkenésének okairól lásd 4.2.1. szakmai cikk, Szörfi, 2015.) Magyarország és a régió az év során ellenállónak bizonyult a külső sokkokkal és a feltörekvő piaci hangulatromlással szemben, így a magyar CDS-felár is csak átmeneti és viszonylag kismértékű emelkedést mutatott a sokkok környezetében. Míg a felár nemzetközi komponense az év során az emelkedés irányába hatott, a hazai komponens ezt meghaladó mértékben a csökkenés irányába mozdította el a felarat. Ehhez hazánk külső sérülékenységében bekövetkezett kedvező irányú változás (devizahiteles konverzió, folyó fizetésimérleg-többlet, rövid külső adósság csökkenése), illetve a régiós növekedési és gazdasági folyamatok pozitív megítélése is hozzájárulhatott.

4.2.2. ábra
Az 5 éves hazai CDS-felár dekompozíciója



Forrás: Bloomberg.

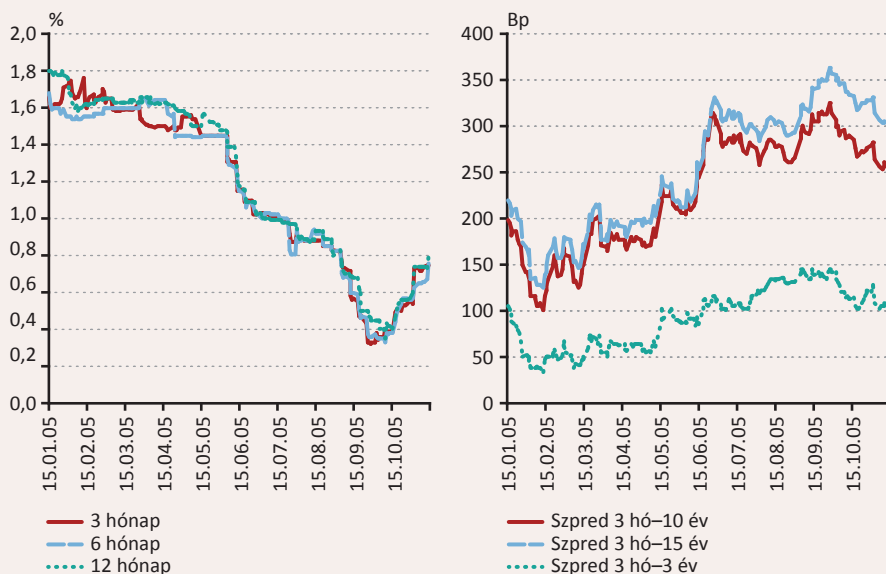
Hazánk kedvező megítélését tükrözte az első félévben bekövetkezett S&P általi felminősítés és a stabilról pozitívrá történő kilátásjavítás a Fitch Ratingsnél. Ezzel hazánk mindhárom hitelminősítőnél azonos szinten, mindössze egy fokozatra van a befektetési kategóriától. Számos befektetési elemzés úgy véli, hogy hazánkat javuló makrogazdasági mutatói és csökkenő sérülékenysége alapján a következő hónapokban felminősítheti valamelyik nagy nemzetközi hitelminősítő, így befektetési kategóriába kerülhet vissza Magyarország. (A hitelminősítők módszertanáról részletesebben lásd 4.2.2. szakmai cikk, Palotai-Kuti-Ligeti-Balogh, 2014.)

A rövid távú kamatvárakozások az MNB márciustól júliusig tartó kamatcsökkentési ciklusának lezárultával stabilizálódtak. A hosszú távú bankközi forward hozamgörbe júliushoz képest az év végére jóval laposabbá vált, és a korábbi emelkedő trend helyett egy tartósan alacsony hozampályát vetít előre 2017 végéig, azaz a hozamgörbe a piaci árazás alapján konzisztens a jegybank tartós tartás üzenetével.

Állampapír-piaci hozamaink jellemzően mérséklődtek az év során, a hozamgörbe meredeksége viszont erőteljesen nőtt az év nagy részében, mivel a rövid állampapír-piaci hozamok dinamikusan, 100 bázispontot meghaladóan süllyedtek, miközben a görbe középső szakasza nagyságrendileg 70-90 bázisponttal, míg hosszú, 10-15 éves szakasza összességében 0-25 bázisponttal került lejjebb. Így, bár a teljes görbe lejjebb tolódott év elejéhez képest, egyúttal – a rövid hozamok nagymértékű, 110-120 bázispontos csökkenése következtében – meredkebbé is vált. Októberben a rövid hozamok trendjében már egy korrekciót lehetett megfigyelni, azaz ekkor már a korábbi hónapokkal ellentétben emelkedtek a DKJ-hozamok. Ebben a szeptember végén életbe lépő jegybanki irányadóeszköz-váltásnak is szerepe lehetett, amely csökkenthette a hazai bankok keresletét a három hónapos kincstárjegy iránt. Az idei évi aukciókon az ÁKK jellemzően egészséges kereslettel szembesült, csak néhány olyan aukció volt, ahol az alacsony érdeklődésre tekintettel a meghirdetettnél kevesebb papírt tudott kibocsátani az adósságkezelő. Az év első felében meglehetősen stabil érdeklődés mutatkozott a DKJ aukciókon, majd az augusztus-szeptemberi fokozott kereslet az év végére mérséklődött, így az év egészét tekintve a diszkontkincstárjegyek aukción 1,8-2,2-szeres átlagos lefedettség volt jellemző. A kialakuló átlaghozamok a 3 hónapos futamidő esetében 145 bázisponttal csökkentek szeptember közepére, ahonnan egy 35 bázispontos korrekció következett, hasonlóan a 12 hónapos papírok aukciójához, ahol a 130 bázispontos süllyedést egy 20 bázispontos visszaemelkedés követte. A fix és a változó kamatozású kötvények iránt egyaránt kiemelt kereslet mutatkozott az év folyamán, ami a diszkontkincstárjegyekkel ellentétben a negyedik negyedévben is fennmaradt. A 3, 5 és 10 éves lejáratokon egyaránt csökkentek az aukciós átlaghozamok, de míg a 3 éves kötvény esetében 75 bázisponttal került lejjebb a hozam, addig a 10 éves futamidőn kisebb mértékű, 10 bázispont körüli hozamcsökkenés ment végbe. A DKJ aukciók időszak végi visszafogottabb érdeklődését a bankrendszer hosszabb futamidejű állampapír állományának emelkedése, illetve a 3 hónapos jegybanki eszköz hozamelőnye magyarázhatta.

4.2.3. ábra

A rövid lejáratú állampapír-hozamok és a hozamgörbe-mereedség alakulása 2015-ben



Forrás: ÁKK, saját számítás.

A külföldiek forint állampapír-állománya érdemben, 850 milliárd forinttal mérséklődött az év során, részarányuk pedig az év eleji 38,5 százalékról 30 százalékra csökkent. Az egyik legnagyobb külföldi állampapír-befektető számottevő mértékben építette le állományát, amely a második és harmadik negyedévben a rövid papírok mellett már a közép- és hosszú lejáratú forintkötvényekre is kiterjedt. A leépítés nagyrészt másodpiaci eladásokon, kisebb részben visszavásárlási aukciókon, illetve lejáratokon keresztül valósult meg. A másodpiacon értékesített kötvények nagy részét a hazai bankrendszer, kisebb részét egyéb külföldi szereplők vásárolták meg, és kiemelő, hogy a nagymértékű állományleépítés nem járt együtt hozamemelkedéssel. Az egyéb külföldi szereplők a hosszabb papírok irányába súlyozták át forint állampapír állományukat az idei évben: miközben a belföldi szereplők felé jelentős mértékű állampapírt adtak el, ugyanakkor közel ekkora mennyiségben vásároltak államkötvényeket az ÁKK aukcióján.

4.2.1. szakmai cikk: Sokat javult a megítélésünk a CDS-árazások alapján

Szörfi Zsolt

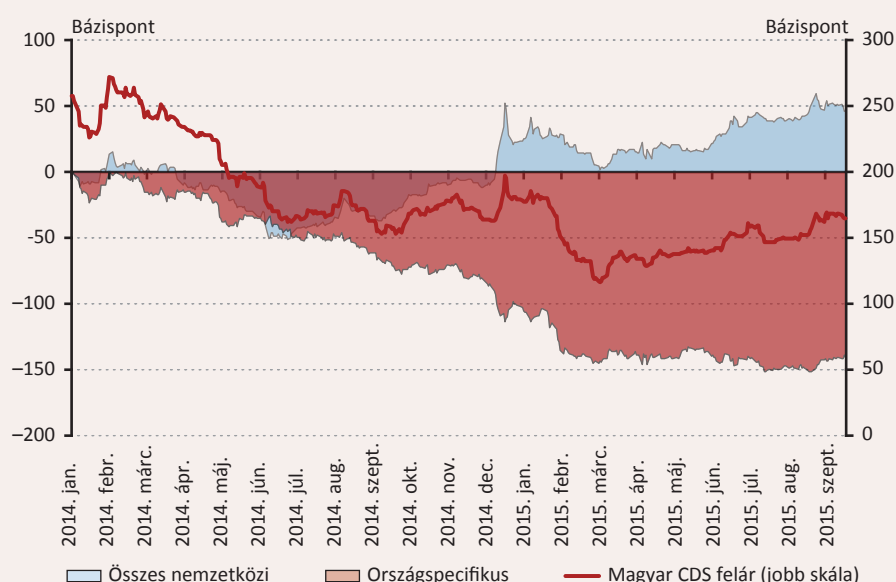
Míg 2012 elején a rekord magas szinten tartózkodó magyar CDS-felár volt az egyik legmagasabb a feltörekvő univerzumban, mára hitelkockázati felárunk számottevő mértékben, kevesebb mint harmadára csökkent. A külső sérülékenységek csökkenésével összhangban, az elmúlt másfél év külföldi sokkjaira CDS-felárunk számos feltörekvő országgal szemben visszafogottabban reagált.

2014 eleje óta a hazai CDS-felár mérséklődés kiemelkedő volt a feltörekvő országok között

A hitelbiztosítási csereügyletek – ismertebb angol nevükön CDS-ek (CDS = Credit default swap) – egy meghatározott rendszeres díj ellenében nyújtanak biztosítást valamilyen hitelviszonyt megtestesítő értékpapír csődje ellen. Azt a típusát, ahol a kifizetéseket egy szuverén kibocsátó nemfizetési eseményekor teljesítik, szuverén CDS-nek hívják. Így tehát a szuverén CDS-felárak egy adott ország hitelkockázatáról nyújtanak jó képet.

Az elmúlt évek során a hazai CDS-felár a feltörekvő országok között kiemelkedő csökkenést mutatott. 2010 elejéhez mérten közel 75 bázispontot csökkent, míg az elmúlt másfél évben nagyságrendileg 90 bázispontot. Utóbbi, 2014 elejéhez mért csökkenés, mind nominális, mind százalékos mértékben a legnagyobb mérséklődés a befektetési elemzők által leggyakrabban elemzett 15 feltörekvő-piaci ország CDS-felárai között. A hazai felár javulását a lengyel felárhoz mért különbszet csökkenő trendje is mutatja, amely az európai szuverén adósságválság során kitágult értékek óta több mint 300 bázisponttal szűkült. A mérséklődésben elsődleges szerepet játszhatott hazánk külső sérülékenysége csökkenése, amelyet a hitelminősítő intézetek is kiemelték legfrissebb értékeléseik során. Erre mutat, hogy a jegybank által használt dekompozíciós módszertan alapján is elsősorban az országspecifikus faktor járult hozzá a csökkenéshez, míg a nemzetközi faktorok összesítve enyhén növelő hatással voltak felárunkra (1. ábra). Ez azért is kiemelendő, mert korábbi tanulmányok alapján a magyar szuverén CDS alakulása hosszú távon nagyságrendileg 60-70 százaléban volt köthető a nemzetközi komponenshez (Kocsis – Nagy, 2011).

1. ábra
Hazai CDS-felár alakulása és összetevői



Forrás: MNB

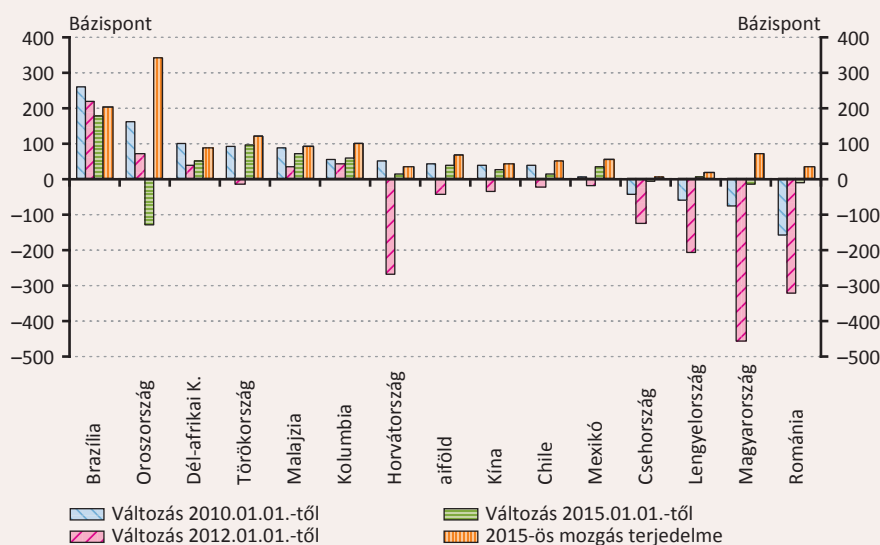
Az idei görög válság elszigeteltségét, a hazai CDS-felár mozgása is tükrözte, hiszen a válság januári kiindulása óta eltelt időszakban a hazai CDS szintje közel 15 bázispontot csökkent, amely a feltörekvő régióban az orosz felár csökkenés után a második legnagyobb mérséklődés. (A nagymértékű orosz csökkenést azonban a 2014 végi orosz-ukrán válság

miatti magas kiinduló szint magyarázza.) A legfrissebb, a kínai növekedéssel kapcsolatos aggodalmak miatt kialakult pénzügyi turbulenciában a magyar felár a feltörekvő CDS-felárak között átlagos mértékben – a közép-kelet európai feláraknál enyhén nagyobb mértékben – növekedett. A hazai felár ideji mozgásáról ugyanakkor elmondható, hogy szűk sávban és a feltörekvő univerzum átlagos szintje körül alakult (2. ábra).

Míg tehát korábban a 2008-as pénzügyi válság és a 2011-2012-es eurozóna adósságválság során a magyar CDS-felár erősen megemelkedett; addig az elmúlt időszak gazdaságilag kritikus időszakaiban kevésbé reagált a sokkokra.

2. ábra

Feltörekvő országok CDS-felárainak elmúlt időszaki teljesítménye, illetve ideji mozgásának terjedelme

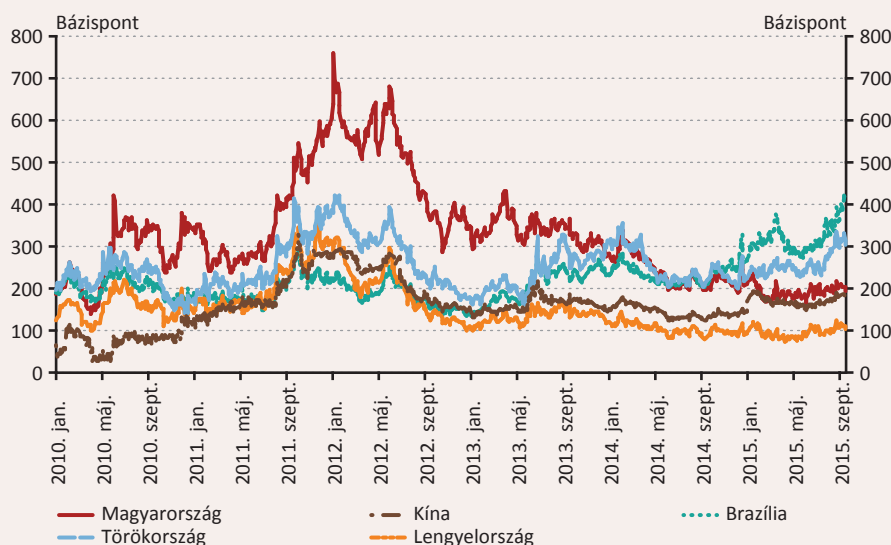


Forrás: Reuters Datastream

A feltörekvő országokhoz mért javulás nem csak a CDS felárakban, hanem az egyes országok devizakötvényeinek a fejlett országokhoz mért felárait vizsgálva is megfigyelhető. Az EMBI Global kötvényindex a feltörekvő országok dollár kötvényeinek az amerikai államkötvényekhez mért felárát mutatja, ahol az egyes országok indexben meghatározott súlya az adott ország dollárban denominált kötvényeinek piaci kapitalizációja alapján számolódik. Míg a magyar

3. ábra

Feltörekvő-piaci országok EMBI Global alindexének alakulása



Forrás: Reuters Datastream

alindex 2011 vége és 2012 eleje között jelentősen elszakadt a feltörekvő országoktól, addig mára a feltörekvő országok középmezőnyének megfelelő szintű hitelkockázatot mutat (3. ábra).

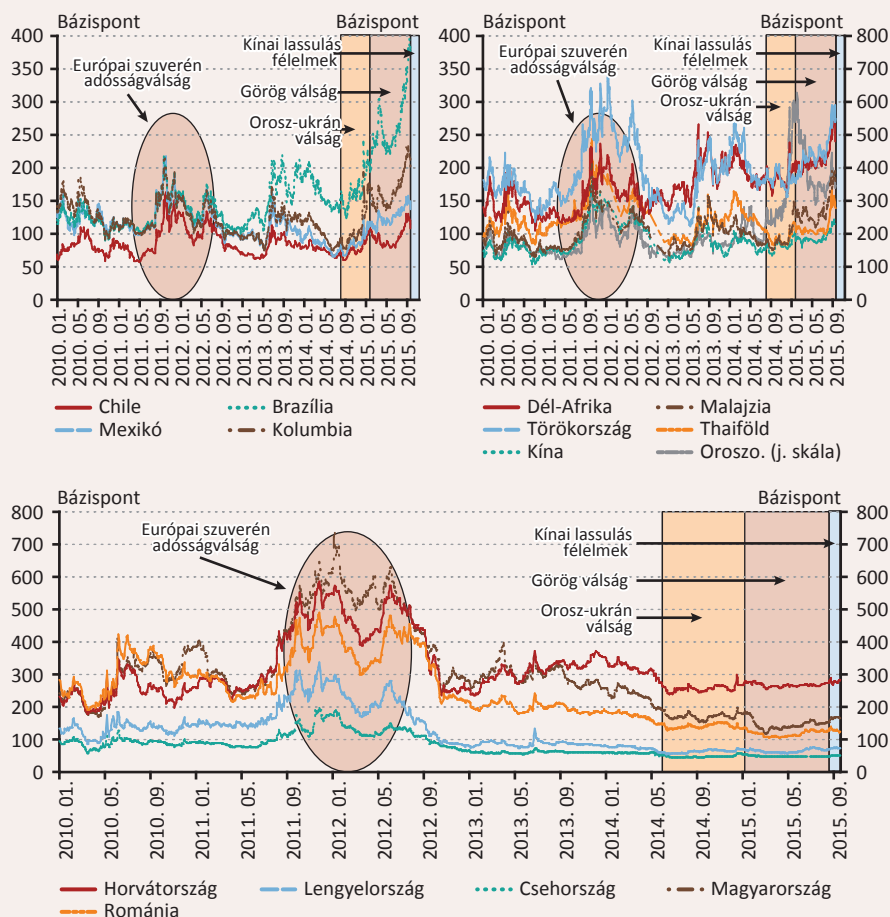
A feltörekvő-piaci országokon belül a régiós CDS-felárak egyre inkább ellenállóvá váltak

A vizsgált feltörekvő-piaci országok CDS-felárai közül a latin-amerikai, illetve ázsiai országoknál a felárak emelkedtek; míg a közép-kelet európai régióban jellemzően jelentős felárscsökkenés ment végbe a 2010 eleje óta megfigyelt időszakon.

E feltörekvő-piaci CDS-felárak nagyságrendileg a 100-200 bázispontos tartományban tartózkodtak 2010 elején, amelyből az eurozóna szuverén adósságválság hatására eltérő mértékben emelkedtek meg. A legerősebben a közép-kelet európai régiót érintette a gazdasági kapcsolatok miatt, míg az ázsiai térség kevésbé, a latin-amerikai pedig a legkevésbé volt érintett ekkor, bár a felárak minden régióban emelkedtek (4. ábra).

4. ábra

A feltörekvő piaci CDS-felárak alakulása



Forrás: Reuters Datastream

A 2014 második felében felerősödő orosz-ukrán konfliktus jelentős emelkedést okozott az orosz CDS-felárban; és a geopolitikai kapcsolatok miatt a közép-kelet európai régió felárai is hirtelen megugrottak, amely azonban csak átmenetinek bizonyult. A latin-amerikai országoknál ezzel egy időben növekedtek a felárak, amelyben a 2014 második negyedéves gyenge gazdasági teljesítmény, valamint a csökkenő olajárak is szerepet játszhattak. Az időben következő, 2015 eleji görög válság viszont már nem okozott romlást a régiós felárakban (ahogy az eurozóna periferiájánál sem), ami a görög probléma elszigeteltségéről tanúskodik.

A legfrissebb időszakot tekintve, a kínai növekedés lassulásával kapcsolatos befektetői félelmek miatt emelkedtek meg a feltörekvő piacokon a CDS-felárak. Ez ugyanakkor legnagyobb mértékben Kína kereskedelmi partnereinek CDS-felárait érintette, valamint a latin-amerikai országokat a tovább csökkenő nyersanyagárak miatt. A közép-kelet európai régió ezzel szemben sokkal ellenállóbb volt, és csak kismértékben növekedtek meg a hitelkockázatot mérő felárak.

Összességében tehát az elmúlt öt és fél évben a feltörekvő országok közül a közép-kelet európai régióban csökkentek leglátványosabban a CDS-felárak, míg a többi régióban inkább emelkedtek. A feltörekvő univerzumban kiemelkedő volt Magyarország felárscsökkenése, amely az elmúlt bő másfél évben a fent vizsgált feltörekvő országok között a legnagyobb volt.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2015. október 20-án.

4.2.2. szakmai cikk: Mindhárom kiemelt hitelminősítőnél stabil Magyarország adósság-besorolásának kilátása Palotai Dániel – Kuti Zsolt – Ligeti Imre – Balogh Csaba

A Fitch a pénteki piaczáras után változatlanul hagyta Magyarország hitelminősítését, így idén már nem várható módosítás a magyar adósság-besorolásban. A Moody's november 7-én meglepett kilátásjavítása ugyanakkor fordulópontot jelent a magyar hitelminősítések elmúlt éves történetében, hiszen így már mindhárom kiemelt hitelminősítő intézet stabil kilátást rendel a hazai besorolás mellé. Éppen ezért érdemes áttekinteni a legfrissebb pozitív irányú hitelminősítői lépés mögötti tényezőket.

A Moody's hivatalos indoklása szerint elsősorban a flow jellegű indikátorok tartós javulása járult hozzá a kilátásjavításhoz. Így többek között a növekedés vártnál nagyobb mértékű erősödése, a kormánynak a költségvetési deficit 3 százalékos cél alatt tartása melletti erős elkötelezettsége, valamint a külső sérülékenységünk érdemi csökkenése váltotta ki a pozitív hitelminősítői döntést. Bár az állományi mutatóink továbbra is kedvezőtlenebb képet festenek a benchmark országokhoz képest, a legtöbb flow jellegű indikátor alapján Magyarország már most is a befektetésre ajánlott országok csoportjába tartozik, amit egyébként a piaci hitelkockázati indikátorok is visszatükröznek. Ennek fényében van rá esély, hogy a közeljövőben újabb pozitív irányú lépésről döntenek a hitelminősítő intézetek. A Moody's jelzése szerint ez akkor következhet be, ha tovább javul az ország növekedési kilátása és tartósan csökkenő pályára áll az államadósság.

A Fitch a pénteki piaczáras után változatlanul hagyta Magyarország hitelminősítését, így idén már nem várható módosítás a magyar adósság-besorolásban. A Moody's november 7-én meglepett kilátásjavításának ugyanakkor több szempontból is kiemelt jelentősége van. Egyrészt az S&P márciusi kilátásjavítása után immáron a Moody's-nál is megszakadt a hazánk adósságbesorolását érintő döntésekben megfigyelt több éve tartó kedvezőtlen tendencia, ami azt is jelenti, hogy **fordulóponthoz értünk a magyar hitelminősítések elmúlt évekbeli történetében, hiszen így már mindhárom kiemelt hitelminősítő intézet stabil kilátást rendel a hazai besorolás mellé.**¹ Másrészt a Moody's esetében fokozottan üzenetértékű a pozitív irányú lépés, hiszen a historikus tapasztalatok azt mutatják, hogy a három domináns szereplő közül a Moody's hitelbesorolásai bizonyulnak a legstabilabbnak. Vagyis, amíg a másik két intézet, különösen az S&P gyakorlata erősebb érzékenységet mutat a ciklikus tényezőkre, addig a Moody's megközelítése nagyobb hangsúlyt fektet a hosszabb távon érvényes, tartósabb folyamatokra. Más szóval **a Moody's kilátásjavítása erőteljesebben mutatja hazánk fundamentális folyamataiban bekövetkezett fordulatot.** Ugyanakkor azt is érdemes megjegyezni, hogy az állományi mutatóink továbbra is kedvezőtlenebb képet festenek a benchmark országokéhoz képest, így a befektetésre ajánlott kategóriába való visszakörüléshez az alapfolyamatokban megfigyelt javulásnak a tartós fennmaradása szükséges.

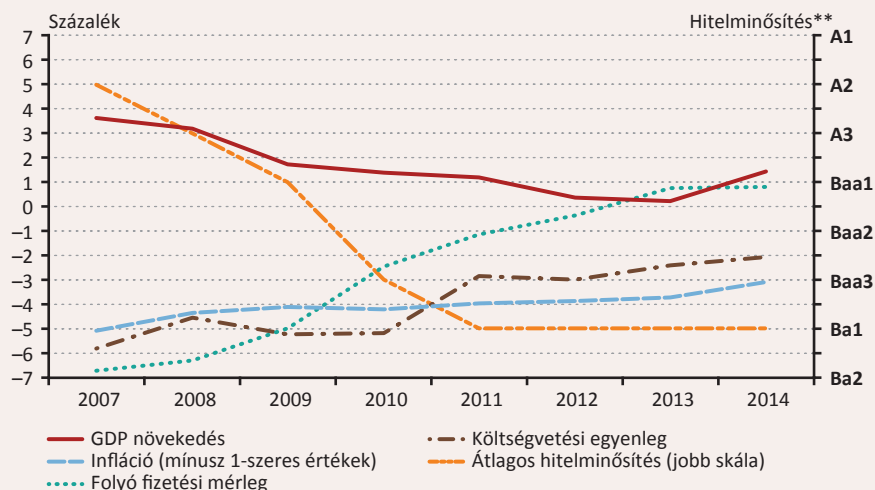
Jelen írás célja, hogy a Moody's hivatalos indoklása mentén áttekintsük, melyek voltak azok a tényezők, amelyek hozzájárultak a kilátásjavításhoz. Megmutatjuk továbbá, hogy a hasonló besorolású országokhoz viszonyítva, hol helyezkednek el a magyar indikátorok, és rámutatunk azokra a dimenziókra is, amelyeknek a javulása további pozitív hitelminősítői lépést vonhat maga után a közeljövőben.

1. Elsősorban a flow indikátorok tartós javulása járult hozzá a kilátásjavításhoz

A Moody's indoklása a kilátásjavítást három kiemelt dimenzióban megfigyelt előrelépéshez köti, amelyek mögött nagyrészt a flow jellegű indikátoraink tartós javulása húzódik meg (1. ábra). Érdekes itt megjegyezni, hogy a hitelminősítők módszertana a „TTC” (through the cycle) megközelítést követi, vagyis az adott szuverén hitel-visszafizetési képességét, illetve hajlandóságát befolyásoló indikátorok tekintetében a teljes üzleti ciklust igyekszik megragadni. A Moody's esetében ez azt jelenti, hogy a kiemelten figyelt flow jellegű indikátoroknál 10 éves átlagos szinteket vizsgál az intézet, amely átlagok historikus, valamint előrejelzett értékekből állnak elő. Mindez arra szolgál, hogy a hitelbesorolás a fundamentális folyamatokban megfigyelt változásokra reagáljon, és az üzleti ciklusok ingadozása ne befolyásolja a besorolást. Ennek a simításnak a mértéke természetesen a hitelminősítő intézetek módszertana szerint eltérő lehet.

1. ábra

Magyarország Moody's általi hitelminősítése, illetve a hitelminősítés szempontjából fontos folyamjellegű („flow”) indikátorok 10 éves átlaga*



Forrás: IMF WEO adatbázis 2014 október, Moody's

*Megjegyzés: Az indikátorok 10 éves átlagait az adott évet megelőző 4 év tényadatai, illetve az IMF adott évi és az azt követő 5 évre vonatkozó előrejelzései alapján számítottuk.

**A Moody's módszertana szerint a „Ba1” besorolás az S&P és a Fitch által használt „BB+” kategóriával ekvivalens.

- A Moody's indoklása a kilátásjavítás mögötti tényezők közül elsőként a növekedési momentum vártnál nagyobb mértékű erősödését emeli ki. A hitelminősítő intézet 2014, valamint 2015 tekintetében a legfrissebb előrejelzése szerint rendre 3, valamint 2,4 százalékos növekedéssel számol és a következő 3 évre átlagosan 2,2 százalékos bővülést prognosztizálnak. Ezek az értékek érdemben haladják meg az intézet korábbi előrejelzéseit. A másik tényező, ami a magyar növekedési kép megítélését javíthatta az a módszertan sajátosságából is fakadhat, miután idén a 10 éves átlagos reálgazdasági növekedés számításánál kiesett a korábbi évek átlagait lényegesen lefelé húzó 2009-es év közel 6,8 százalékos visszaesése.

Itt tesz említést a hitelminősítő intézet a közel 4,5 éve tartó negatív beruházási trendben tapasztalt fordulatról, amihez a jegybank kis,- és közepes vállalkozások hitelhez jutását segítő NHP programja is számottevően járult hozzá. A beruházási aktivitás emelkedését segíti továbbá az EU-s források fokozott felhasználása is. Mindezeknek köszönhetően a növekedés alapjai a korábbinál szélesebb körűek lehetnek, ami segít tompítani az eurozóna térségében megfigyelt lassulás negatív hatásait, valamint az orosz-ukrán konfliktushoz kapcsolódó kockázatokat.

- A második kiemelt tényező a kormány erős elkötelezettsége a GDP arányos államháztartási deficit 3 százalékos cél alatt tartása mellett. A több éven át felmutatott fegyelmezett költségvetési politika olyan hitelességi tőkét kovácsolt ezen a téren, aminek köszönhetően az előrejelzések is tartósan 3 százalék alatti éves hiánnyal számolnak.

A prudens fiskális politikának köszönhetően a Moody's megítélése szerint **sikerült stabilizálni a GDP arányos állam-adósságot**, és bár továbbra is magas szintet tesz ki az államany, előrejelzésük szerint **közép távon egy fokozatos csökkenést biztosító pályára áll a szuverén adósság**. Ezt a folyamatot az alacsony hiányszámok mellett az egészségesebb szerkezetű gazdasági növekedés is támogatja. Bár az adósság, denominációját tekintve továbbra is magas devizaarány-nyal rendelkezik, a hitelminősítő intézet meglátása szerint az MNB önfinanszírozási koncepciója az adósság belső forrásokból történő finanszírozásának az irányába mutat.² Mindez azt is megerősíti, hogy az elmúlt években indult MNB-programok (NHP, önfinanszírozási program) várható összehatásait tekintve a hitelminősítő intézet várakozásai pozitívak.

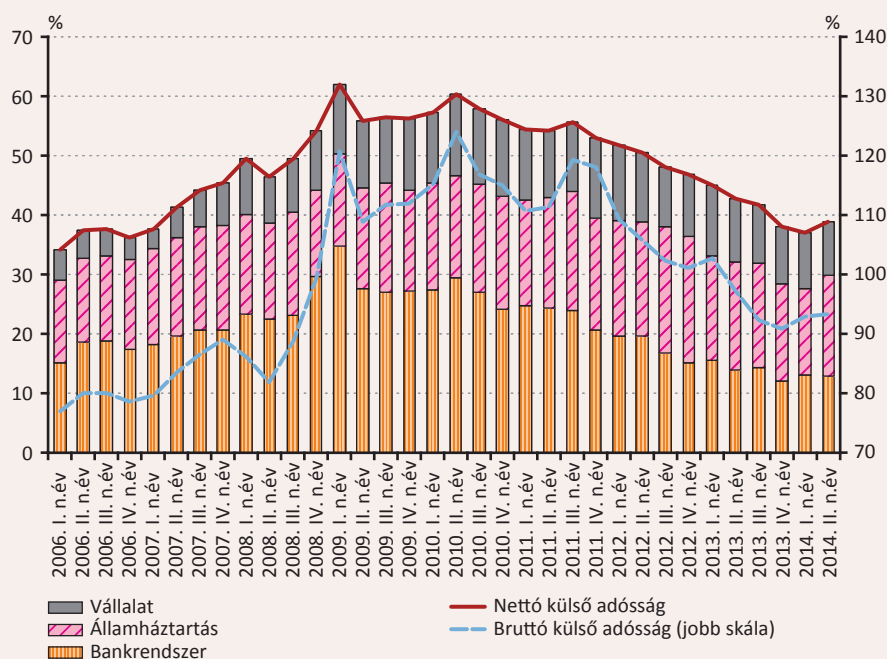
Érdemes kiegészíteni a Moody's értékelését azzal, hogy az állampapír-piacon is a stabilitás irányába mutató folyamatok zajlottak az elmúlt években. A kibocsátási stratégia változásának köszönhetően egyrészt az államany átlagos futamideje 4 év közelébe emelkedett, másrészt a devizaarány csökkent, ami várhatóan a jövőben is folytatódik. Bár a külföldi befektetők aránya továbbra is magas, az utóbbi években az államany-növekedés jelentős része stabilabbnak tekinthető, „real money” típusú befektetőkhez volt köthető.³

- **A kilátásjavítás mögötti harmadik érv a külső sérülékenységek érdemi csökkenése.** Itt elsőként ugyancsak egy flow jellegű indikátort, az évek óta pozitívumot felmutató folyófizetési mérlegünket, és a részben ennek köszönhetően a GDP 35 százalékát elérő devizatartalékunkat emeli ki a hitelminősítő.

A sérülékenységi, valamint külső adósságmutatóinkat tekintve ugyancsak látványos javulást mutatott fel Magyarország az elmúlt 5 évben.⁴ A Moody's számításai szerint az idei év végén a bruttó külső adósságunk GDP arányosan 128 százalékon alakulhat, ami közel 58 százalékpontos javulásnak felel meg a 2009-es csúcshoz képest. A tulajdonosi hitelek nélkül számított adósságmutatóink hasonló dinamikával ugyancsak folyamatosan csökkenő pályán mozognak 2010 óta: az idei évi nettó külső adósságunk a GDP 39 százalékára, a bruttó külső adósságunk pedig 93 százalékára mérséklődött a korábbi 60, illetve 120 százalék feletti szintről (2. ábra). **A külső sérülékenység szempontjából kiemelten fontos rövid külső adósság szintén érdemben csökkent (38-ról 26 milliárd euro közelébe), amit az MNB programjai is érdemben támogattak.**⁵

2. ábra

A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság

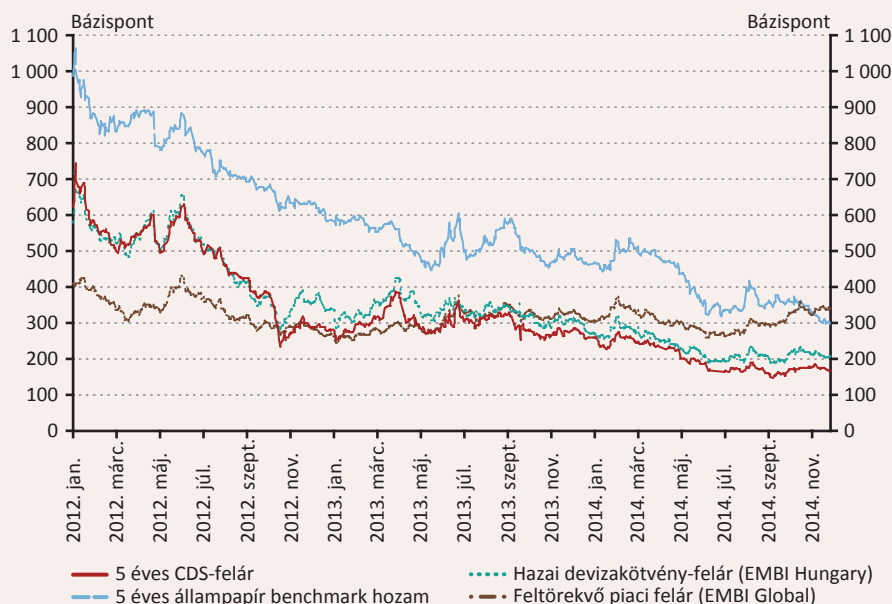


- Bár a Moody's nem tesz róla külön említést, **az infláció alakulása téren is igen látványos javulást sikerült felmutatni az elmúlt években.** A hosszú távú trendet megragadó 10 éves átlagos mutató 3 százalék közelébe süllyedt az idei évben. Ez pedig az MNB monetáris politikájának vitele szempontjából is kedvező adatként értékelhető.

2. A gazdasági fundamentumokban tapasztalható kedvező folyamatok a pénzügyi piaci mutatóinkban is tükröződnek

A gazdasági helyzet és a sérülékenység kedvező alakulása a pénzügyi piaci indikátorokban is megmutatkozott az elmúlt években. A hazai 5 éves CDS-felár a 2011 végi 700 bázispont környékéről 170 bázispont közelébe csökkent, az 5 éves forint hozamok pedig 10 százalékról 3 százalék közelébe mérséklődtek. A hazai és az átlagos feltőrekvő piaci devizakötvény felár (EMBI Global felárak) alakulása arra is rávilágít, hogy **a javulás egy jelentős része országspecifikus okokhoz volt köthető**, hiszen a vizsgált időszak elején a magyar mutató az átlagos feltőrekvő piaci szint felett alakult, mostanra azonban érdemben az alá csökkent (3. ábra). Ez abból a szempontból is lényeges, hogy a hitelminősítések a csődkockázatnak nem abszolút, hanem relatív mérőszámai, és a fentiek alapján hazánk nem csak abszolút értelemben, hanem relatíve is jelentősen javított pozícióján.

3. ábra
Néhány magyar pénzügyi piaci indikátor alakulása



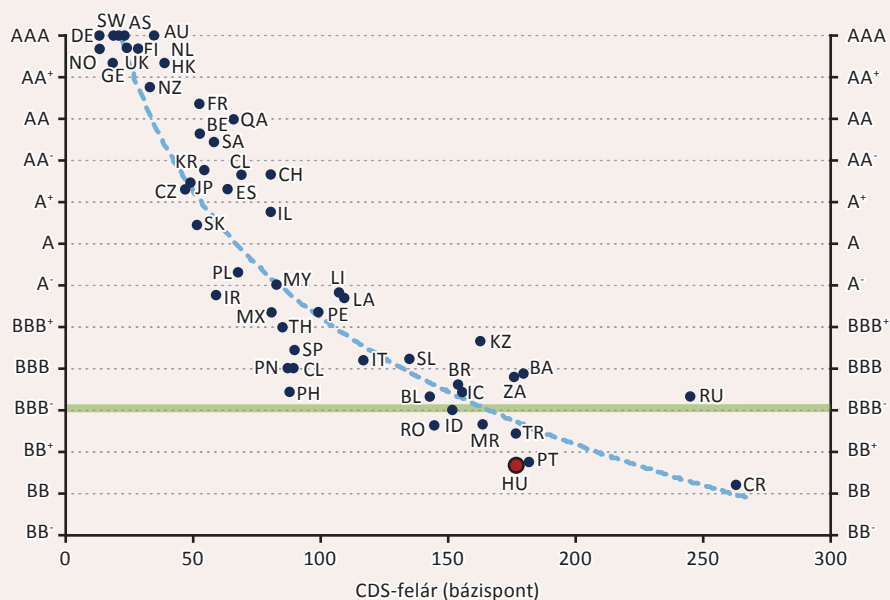
Forrás: Bloomberg

Érdemes külön megvizsgálni a hazai CDS-felár, valamint az aktuális besorolásunk közötti kapcsolatot, hiszen alapvetően mindkét indikátor az adott szuverén hitelkockázatát igyekszik megragadni. A szuverének piaci megítélését tükröző CDS jegyzések, valamint a hitelminősítések között azonban több különbség is megállapítható. Egyrészt a CDS jegyzések gyorsabban reagálnak egy adott kibocsátó gazdaságáról megjelenő friss információkra, mint a hitelminősítések. Másrészt a piaci szereplők nagyobb súllyal veszik figyelembe a ciklikus tényezőket, ami miatt a CDS jegyzések lényegesen zajosabbak, mint az adott szuverén fundamentumok által indokolt kockázatosságának a változása. Végül szintén fontos különbség, hogy a CDS jegyzéseket, mint minden egyéb piaci instrumentumot, torzító tényezők is befolyásolhatják, amelyek függetlenek a szuverén hitelkockázatosságától (piaci likviditás, a termék szabályozásának a változása).

Éppen ezért a piaci megítélést tükröző CDS jegyzések és a hitelbesorolások között akár tartósabban fennálló eltérések is lehetnek, és a két mutató későbbi igazodásának az iránya a fent felsoroltak miatt nem egyértelmű. Amennyiben az egyes szuverének átlagos hitelminősítését, valamint az 5 éves CDS jegyzésének az összefüggését, vizsgáljuk, jól látszik

a két mutató közötti erős, nem lineáris kapcsolat. Ugyanakkor azt is látjuk, hogy egyes országok esetében a piac az átlagos hitelminősítés által sugalltnál kedvezőbb, mások esetében annál kedvezőtlenebb kockázati megítélést áraz (4. ábra).

4. ábra
Átlagos hitelminősítések és az 5 éves CDS-felárak kapcsolata



Forrás: Standard & Poor's, Fitch, Moody's, Datastream

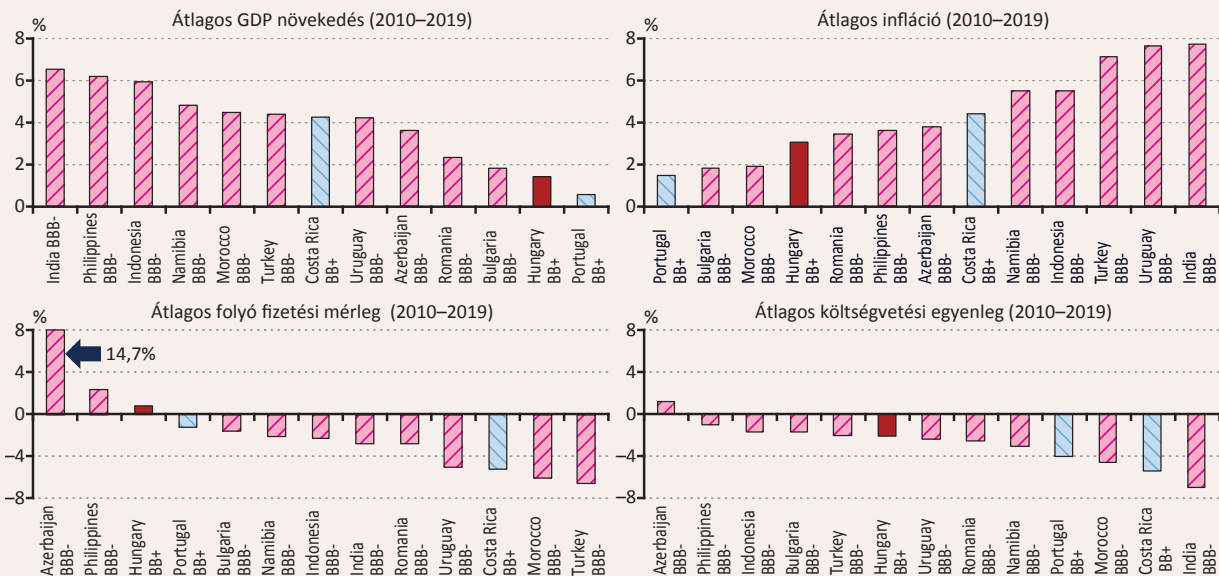
Hazánk esetében megállapítható, hogy CDS-felárunk a befektetési kategória határán álló országok felárához áll közel. Az ennél alacsonyabb átlagos besorolásunk azt jelenti, hogy Magyarországot a hitelminősítők a nemzetközi trend által kirajzolt görbe alá helyezik el. Mindez jelentheti akár azt is, hogy a CDS-piac a hitelminősítőkhez képest már előbb beárazta a fundamentumainkban bekövetkezett javulást, ami akár további pozitív hitelminősítési lépést vetíthet előre.

A Moody's szuverén hitelminősítésekre vonatkozó módszertana figyelembe is veszi a piaci megítélést, azonban nem a CDS szinteket vizsgálják, hanem a kötvények árfolyamából visszafejthető kvázi piaci minősítést. Ez azonban csupán egy a számos faktor közül, amit a szuverén hitelminősítések figyelembe vesznek, és ezzel is inkább a piaci forrás-bevonás képességét, vagy más szóval a likviditási kockázatot kívánják közelíteni.

3. A legtöbb flow jellegű indikátorunk a befektetésre ajánlott kategóriájú országokéhoz hasonlít

Tágabb kontextusba helyezve, érdemes összehasonlítani a Moody's által is kiemelt flow jellegű indikátorainkat a hozánk hasonló, illetve eggyel jobb, azaz már befektetésre ajánlott kategóriájú országok mutatóival, ahol az egyes mutatók átlagos értékét a Moody's által követett módszertan szerint, az IMF legfrissebb Világgazdasági kilátások (WEO) című jelentésének előrejelzési alapján számítottuk. **Infláció, fizetési mérleg és költségvetési egyenleg tekintetében hazánk a befektetésre ajánlott kategória alsó határán álló országokhoz hasonló jellemzőkkel bír, azaz ezek a szempontok kedvezőbb besorolást is indokolhatnának.** A 10 éves átlagos növekedés tekintetében a befektetésre ajánlott kategória alatti legfelső besorolásba tartozó országok mutatói hasonlítanak Magyarországhoz, ugyanakkor hazánk esetében érdemes kiemelni, hogy a 10 éves minta-periódus elejét a válság még érinti, míg a növekedési fordulat csak az elmúlt időszakban kezdett kibontakozni, azaz a következő években ebben az összehasonlításban is tovább javulhat a kép.

5. ábra
Makrogazdasági indikátorok 10 éves átlagos értéke a Magyarországhoz hasonló és a kedvezőbb besorolású országokban*



Forrás: IMF WEO adatbázis, Standard & Poor's, Fitch, Moody's

*Megjegyzés: Az indikátorok 10 éves átlagait az adott évet (2014) megelőző 4 év tényadatai, illetve az IMF adott (2014) évi és az azt követő 5 évre vonatkozó előrejelzései alapján számítottuk. A hitelminősítések a három nagy intézet átlagos minősítése alapján állnak elő.

A teljes képhez ugyanakkor az is hozzátartozik, hogy bár a fenti indikátorok jól megragadják a fundamentumok változását kiváltó folyamatokat, azok csupán egy részét alkotják a hitelminősítők által értékelt dimenzióknak. Ennek megfelelően az állományi (stock jellegű) mutatók, vagy egyéb inkább kvalitatív jellegű változók hasonlóképpen fontos részei egy adott szuverén hitelkockázati megítélésének.

4. A növekedési kép további javulása mellett az államadósság határozottabb ütemű csökkenése válthat ki újabb pozitív lépést

A hitelminősítői döntések indoklása rendszeresen tartalmaz iránymutatást arra vonatkozóan, hogy melyek azok a dimenziók, amelyek mentén, ha javulást ér el az adott szuverén, akkor az potenciálisan felminősítést válthat ki a közeljövőben. Ezúttal két konkrét pontot emelt ki a Moody's:

- a bankrendszer stabilitását is biztosító gazdaságpolitikai mix által támogatott növekedési kilátás további javulása,
- az államadósság csökkenő pályáját elősegítő további tényezők megjelenése.

A fenti pontokban jelentkező javulás esetén tehát a közeljövőben újabb pozitív irányú hitelminősítői lépésre van kilátás a Moody's részéről.

Érdemes röviden áttekinteni a másik két szereplő iránymutatását is. A Fitch a június 6-i felülvizsgálatához hasonlóan az elmúlt pénteken (november 28.) stabil kilátás mellett megerősítette Magyarország „BB+” besorolását. A döntést kísérő rövid közleményben szereplő, potenciális felminősítést kiváltó tényezők nagyrészt átfedésben vannak a Moody's által megjelöltekkel. A Fitch azonban a növekedési kilátás további javulásán és az államadósság tartós csökkenésén kívül, külön kiemelte a külső adósság további mérséklődését is, mint felminősítést kiváltó lehetséges tényezőt. Az S&P szeptember 19-én erősítette meg a magyar besorolást stabil kilátás mellett, ami jelenleg egy kategóriával lejjebb található, mint amiben a másik két intézet tartja hazánkat.

Az S&P iránymutatása ugyancsak nagyrészt egybevág a másik két hitelminősítőjével, a különbség az, hogy itt a felminősítés irányába mutató faktorok között szerepeltetik a befektetéseket erőteljesebben támogató gazdaságpolitika irányába történő elmozdulást.

Bár az állományi mutatóink továbbra is kedvezőtlenebb képet festenek a benchmark országokhoz képest, a legtöbb flow jellegű indikátor alapján Magyarország már most is a befektetésre ajánlott országok csoportjába tartozik, amit egyébként a piaci hitelkockázati indikátorok is visszatükröznek. Ennek fényében van rá esély, hogy a közeljövőben újabb pozitív irányú lépésről döntenek a hitelminősítő intézetek.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent az Index.hu oldalon 2014. december 1-jén.

¹ Fitch: BB+ (stabil kilátás), Moody's: Ba1 (stabil kilátás), S&P: BB (stabil kilátás).

² http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizartalek_es_serulekenyseg/Hoffmann_Mihaly_Kolozsi_Pal_Peter_Az_onfinansirozasi_program_stabilabb_allampapirpiacot_eredmenyezett.pdf.

³ http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizartalek_es_serulekenyseg/Horvath_Daniel_Sztano_Gabor_Kik_tartanak_magyar_allampapirokat.pdf.

⁴ Lásd az MNB Fizetési mérleg jelentéseit. http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_jelentes_a_fizetesi_merlegrol http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizartalek_es_serulekenyseg/cikk_fizmerleg_teljes.pdf http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizartalek_es_serulekenyseg/Visszanyerni_az_egyensulyt_cikk_teljes_Csavas_Koroknai.pdf.

⁵ http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/hitelezeshp/Szakmai_cikk_Matrai_Robert_Csokkentette_az_orosz_ag_serulekenyseget_az_NHP_III_pillere.pdf

5. A pénzügyi közvetítő rendszer helyzete

5.1. A HITELEZÉS ALAKULÁSA ÉS A KAMATKONDÍCIÓK VÁLTOZÁSA

A vállalati hitelezést erős kettősség jellemzi: míg a kkv-szektor hitelezése bővült a Növekedési Hitelprogramnak köszönhetően, addig a nagyvállalati hitelállományban nagymértékű, részben néhány egyedi hatásból származó csökkenés volt megfigyelhető idén. A bankrendszert változatlanul óvatosság és alacsony kockázati étvágy jellemzi, ami gátolja a piaci alapú vállalati hitelezés helyreállítását. Emiatt fennáll a hitelezés nélküli fellendülés veszélye, ami tartósan alacsonyabb potenciális növekedési pályát vetítene előre. A vállalati hitelezés középtávú kitekintésben is érdemben elmarad a fenntartható gazdasági növekedést támogató 6-7 százalékos bővüléstől.

A vállalati hitelezés alapfolyamatait keresleti és kínálati oldalról is törékenységi jellemzi. Ezen kockázat csökkentése érdekében célzottabb formában és alacsonyabb volumenben az NHP kivezetési szakaszában még 2016-ban is elérhetőek maradnak bizonyos kedvező kondíciójú források a kkv-k számára. Az átmeneti eszközként bevezetett NHP teljesítette a program meghirdetésekor kitűzött piacépítési és növekedési célokat. A kivezetési szakaszban azonban szükséges a piaci hitelezésre való áttérés segítése, az átállás új jegybanki eszközökkel történő támogatása. Az MNB a fentiekből adódóan meghirdeti a **Növekedéstámogató Programot (NTP)**, aminek célja, hogy a bankok piaci hitelezésre való visszaállása zavartalan legyen.

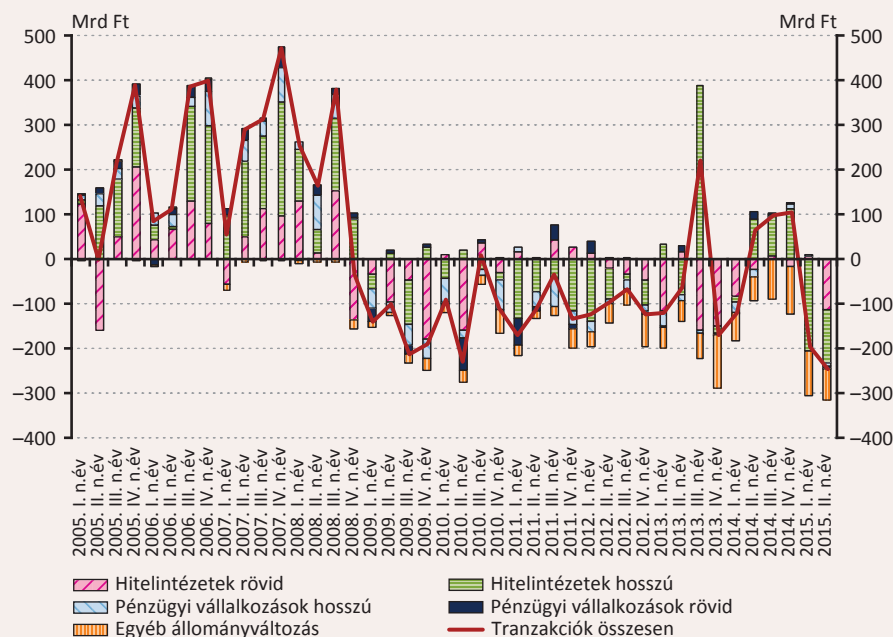
A forintosítás hatására jelentősen átalakult a háztartási hitelezés devizális szerkezete, és kikerült az árfolyamkockázat a háztartások mérlegéből. Az elszámolás egyszeri hatásaként a hitelállományban nagymértékű csökkenés következett be, de az eladósodott háztartások törlesztési terhei továbbra is magasak. Az új kihelyezések volumene – az adósságfék-szabályozás hatályba lépése ellenére – emelkedett 2015 első félévében. A finanszírozási költségek csökkenése mellett mind a lakáscélú, mind a fogyasztási hitelek iránti kereslet élénkül a lakáscélú hitelfeltételek változatlansága ellenére. 2015 első felében döntően az elszámolások miatti állománycsökkenés határozta meg a háztartási hitelezési folyamatokat.

Hitelezési folyamatok a vállalati szegmensben

A vállalati hitelállomány, részben több egyedi nagyvállalati tranzakció miatt jelentősen csökkent. 2015 első felében a nem pénzügyi vállalatok teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállománya 442 milliárd forinttal csökkent a tranzakciók hatására (5.1.1. ábra), míg a leírásokat és átsorolásokat is tartalmazó egyéb állományváltozások további 166 milliárd forinttal csökkentették a vállalati hitelállományt. A hitelállomány szűkülése egyaránt érintette a rövid és hosszú futamidejű forint- és devizahiteleket is, de általánosságban elmondható, hogy elsősorban nagy volumenű, egyedi nagyvállalati tranzakciók eredményezték a csökkenés jelentős részét. Ezt erősíti meg a tény, hogy a vizsgált időszakban összesen 183 milliárd forinttal csökkent a hitelintézetek konzorciális hiteleinek állománya, míg egy állami adósságkonszolidáció további 52 milliárd forinttal járult hozzá a hitelállomány csökkenéséhez. Tovább árnyalja a képet, hogy a nem pénzügyi vállalatok számára rendelkezésre álló le nem hívott hitelkeret a félév során 403 milliárd forinttal nőtt – így jelentősen meghaladja mind az előző évi átlagos, mind a 2014. júniusi értéket –, ami nem jelenik meg a megfigyelt hitelállományokban, azonban a keretek lehívása során a jövőben növelheti azt.

5.1.1. ábra

A pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállományának negyedéves változása



Megjegyzés: Hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások tranzakciós adatai alapján.

Forrás: MNB.

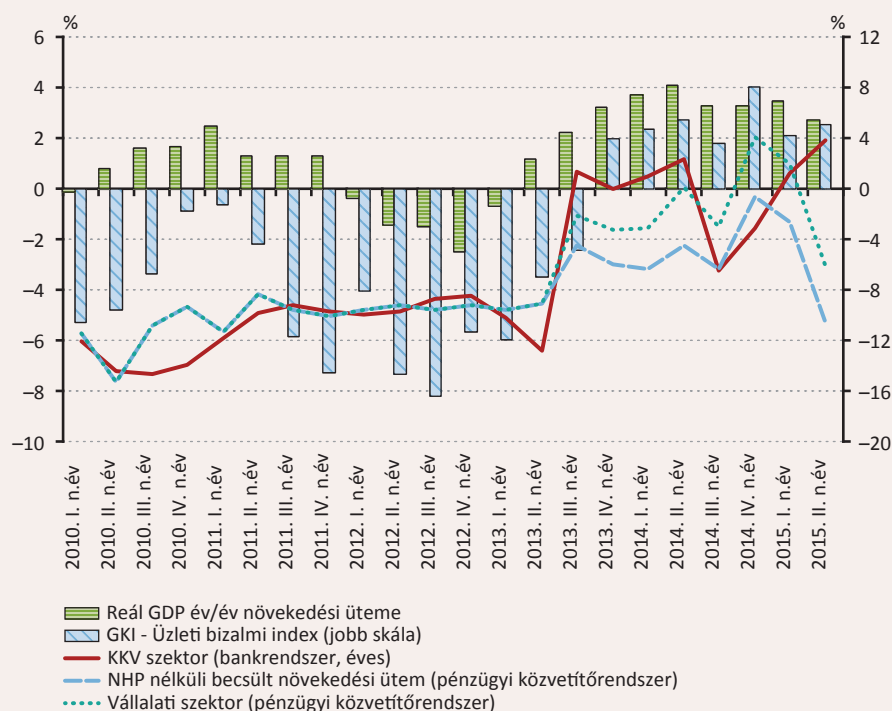
A nagyvállalati szegmessel ellentétben növekedett a kis- és középvállalkozások hitelállománya az elmúlt évben. A vállalati hitelek állománya éves összevetésben 3,4 százalékkal csökkent, ugyanakkor vállalati méretkategóriák szerint kettősség volt megfigyelhető, ami az eltérő növekedési ütemekben érhető tetten. Míg a nagyvállalati hitelállományban nagymértékű csökkenés volt megfigyelhető, addig a kkv-szektor hitelezése összességében 1,8 százalékkal bővült, amelyhez számottevő mértékben járult hozzá a Növekedési Hitelprogram: az MNB becslése szerint a kkv-szektor hitelállományának növekedési üteme NHP hiányában 2009 közepe óta folyamatosan a negatív tartományban tartózkodott volna (5.1.1. szakmai cikk, Hidasi és társai, 2015).

A vállalati hitelek magas koncentrációja jelentős mozgásokat eredményezhet a hitelállományban. A magyar vállalati hitelpiac koncentráltasága relatíve magas, a teljes hitelállomány több mint fele a hitelügyletek kevesebb, mint 1 százalékához tartozik. 2014 decemberében a vállalatokkal szemben fennálló, legalább 10 milliárd forint összegű hitelügyletből 79 darab volt a hazai bankok mérlegében. Egy-egy tranzakció ebben a szegmensben jelentős hatást gyakorolhat a hitelállomány abszolút méretére. A vizsgált szegmens 2015. évi tranzakcióit vizsgálva megállapítható továbbá, hogy az első félévben 16 esetben, összesen 221 milliárd forint értékben került ki a hitelállomány a hazai pénzügyi közvetítők mérlegéből, és ezekből mindössze 3 esetben esett az ügylet tényleges lejárat a vizsgált időszakra. Ezek között szerepeltek olyan tranzakciók, amelyek a hazai banki finanszírozást közvetlen anyavállalati finanszírozásra cserélték. Ezen tranzakciók azonban nem jelentik a reálgazdaság finanszírozásának csökkenését, így egyelőre nem jelentenek növekedési korlátot a vállalati aktivitásra nézve.

Az egyedi hatásakon túl lefelé mutató kockázatok is övezik a vállalati hitelezés folyamatait. Keresleti és kínálati oldali tényezők is negatív kockázatok realizálódását eredményezhetik a vállalati hitelezésben. Egyrészt a hazai konjunkturális kilátások, valamint a külső kereslet összességében továbbra is törékenynek tekinthetők, míg a bankok kockázatvállalási hajlandóságát változatlanul az óvatosság jellemzi. Ezt a törékenységet az EU források elérhetősége körüli bizonytalanság tovább növelheti. Mindezek a lefelé mutató kockázatok a vállalati hitelezés dinamikáját akár 1 százalékponttal is ronthatják 2016-ban és 2017-ben egyaránt.

5.1.2. ábra

A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának növekedési üteme

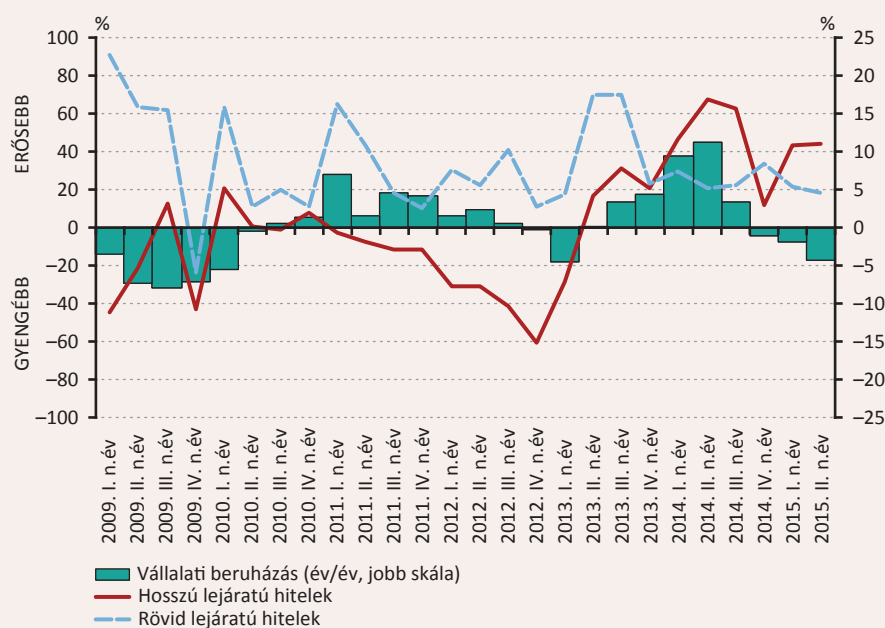


Megjegyzés: A vállalati szektor időszora tranzakciók alapján, míg a kkv-időszor 2013 negyedik negyedétől becsült tranzakciók alapján számítva.
 Forrás: MNB.

A beruházási aktivitás elhalasztása lefelé mutató kockázatot eredményez a hitelkeresletben és így a hitelezésben. 2015 első két negyedében tovább bővült a bankok által érzékelt hitelkereslet a Hitelezési felmérés szerint. A hosszú lejáratú hitelek körében mindkét negyedében a bankok nettó értelemben vett 44 százaléka, míg a rövid lejáratú hitelek esetében átlagosan 20 százaléka számolt be a kereslet növekedéséről (5.1.3. ábra).

5.1.3. ábra

A hitelkereslet változása futamidő szerint és a beruházások alakulása



Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján.

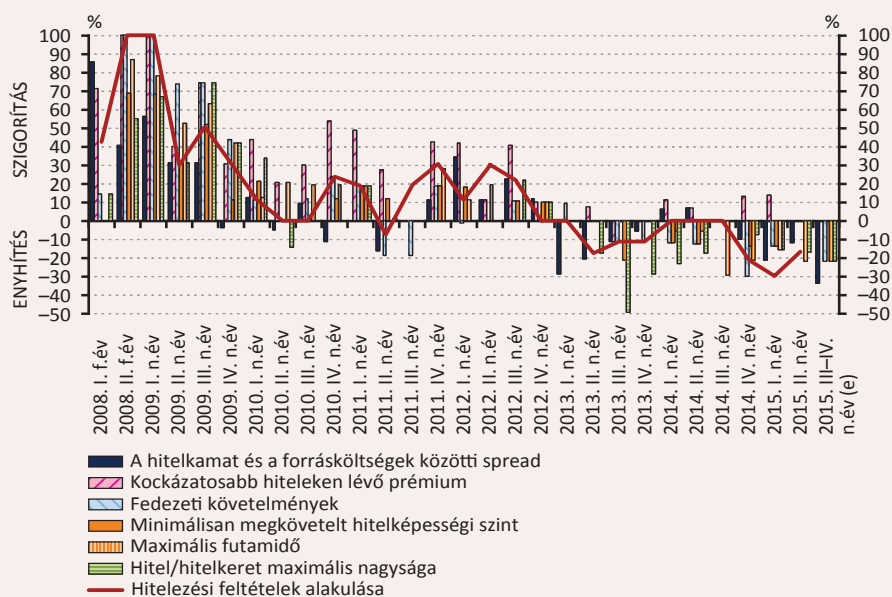
A kereslet bővülése a felmérés résztvevői szerint elsősorban a forintHITELEKRE irányul. Az elsősorban forgóeszköz-finanszírozási igény által támasztott rövid lejáratú hitelkereslet stabilabbnak bizonyult a válságot követő években, mint a beruházásokkal szoros korrelációt mutató hosszú lejáratú hitelek kereslete. Bár júliusban a válaszdó bankok nettó értelemben vett 45 százaléka várta 2015 második felére a hosszú lejáratú hitelek iránti kereslet bővülését, a beruházások elhalasztása és az EU források elérhetőségével kapcsolatos bizonytalanságok miatt a gazdasági szereplők kivárása érzékelhető. A támogatások mértékének vártól való elmaradása további kockázatokat hordoz a hitelkeresletre és a gazdasági növekedésre nézve.

A hazai vállalati szektor eladósodottsági szintje alapján van még tér a hitelállomány bővítésére. A Magyarországon működő nem pénzügyi vállalati szektor GDP-arányos eladósodottsága ugyan a visegrádi országok átlagos szintjével megegyezik, azonban az eurózána átlagához képest lényegesen alacsonyabb. A válságot követően – elsősorban az anyavállalati finanszírozásnak köszönhetően – megnőtt a külföldről felvett hitelek aránya a teljes hitelállományon belül, miközben 2009 óta folyamatos a belföldről felvett hitelek állományának kontrakciója. A külföldről felvett hitelek ugyanakkor általában csak a külföldi tulajdonossal rendelkező vállalatok számára jelentkeznek valós alternatívaként. A hiteljellegű eladósodottság mellett a hazai vállalatok kötvény-finanszírozása igen csekély és koncentrált, így valójában csak a vállalatok egy rendkívül szűk körének jelent forrásbevonási lehetőséget. Mindezek alapján nem beszélhetünk a vállalati szektor túlfinanszírozottságáról, lenne még tér a hitelállomány bővítésére.

A hitelezési feltételek lassan oldódnak, a kínálati korlátok akadályozzák a hitelezés dinamikus bővülését. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján az első két negyedévben nettó értelemben véve⁵ a bankok rendre mintegy 30 és 17 százaléka enyhített a vállalati hitelek feltételein. A változáshoz hozzájáruló tényezők között a válaszdó bankok legnagyobb arányban mindkét negyedévben a piaci részesedési célokat és a versenyhelyzet fokozódását említették, de hozzájárult az enyhítéshez a gazdasági kilátások javulása és a bankok kedvező likviditási és tőkehelyzete is. Az éledező versennyel ugyan enyhültek a hitelezési feltételek, az alapkamat mérséklődésével csökkentek a hitelkamatok, azonban összességében továbbra is szigorúnak tekinthetők a hitelezési standardok. Vagyis széleskörű enyhítésről, a kockázatosabb vállalatok irányába történő nyitásról még nem beszélhetünk, ami főleg a fennálló ügyfélkör stagnálásban, és az új hitelek kiugróan jó minőségében tükröződik.

5.1.4. ábra

Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben



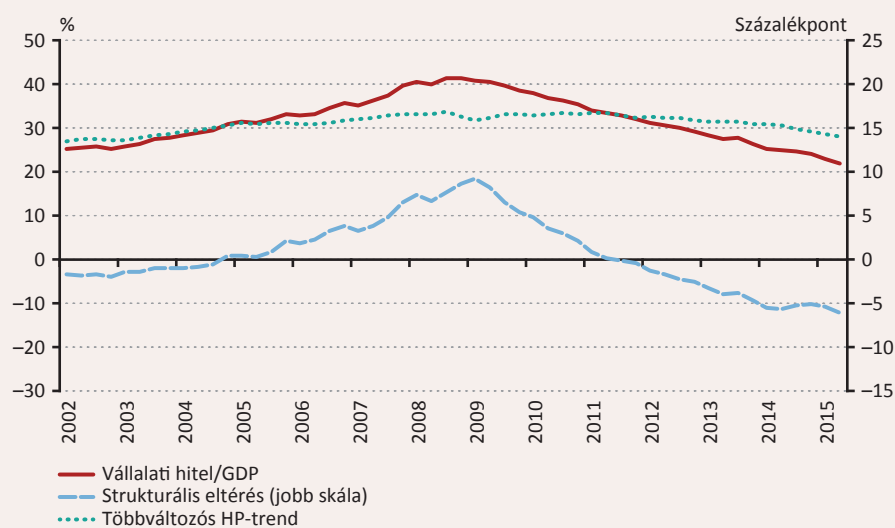
Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.
Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján.

⁵ A szigorító és enyhítő bankok különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

A tisztán piaci alapú hitelezés nem tudott még magához térni. A válság kitörését követően mind a kkv szektor hitelállománya, mind a nagyvállalati szektor hitelállománya trendszerű csökkenésen ment keresztül, és összességében a vállalati hitelállomány strukturális eltérése a trendtől negatív (5.1.5. ábra). 2013-ban ugyanakkor a Növekedési Hitelprogram sikeresen megtörte a kkv szektor hitelállományának trendszerű leépülését, így attól kezdve a vállalati hitelállomány csökkenése lényegében a nagyvállalati hitelállomány csökkenésének tudható be. A teljes kkv hitelállomány szintjét az NHP bár szinten tartotta, a piaci hitelezés beindulása nélkül a hitelállomány átfogó bővülése is késlekedik. A teljes vállalati, és azon belül a nagyobb hitelbővülési potenciállal bíró kkv szektor hitelezése is jelentősen elmarad a reálgazdasági növekedést támogató, 6-7 százalékos egyensúlyi mértéktől, fennáll tehát a hitelezés nélküli fellendülés (*creditless recovery*) kockázata.

5.1.5. ábra

A vállalati szektor hitelállománya a GDP arányában és a strukturális hitelezési eltérés alakulása



Forrás: MNB.

A hitelezési kockázatok csökkentése és a gazdasági növekedés kkv-hitelezésen keresztüli dinamizálása érdekében az MNB a bankok piaci hitelezésre való átállását támogató döntéseket hozott. A fenntartható és dinamikus gazdasági növekedés eléréséhez a bankrendszer hitelezési aktivitásának érdemi erősödése szükséges. Ezt a célt szolgálta az utóbbi két évben az NHP, amely képes volt a hitelezés drasztikus visszaesésének megállítására. Hosszabb távon azonban a jegybank nem helyettesítheti a piaci alapú banki hitelezést, így az MNB a bankok piaci hitelezéshez való visszatérését elősegítő Növekedéstámogató Program (NTP) elindításáról döntött. Ennek részeként 2016-ban sor kerül az NHP kivezetésére, és annak érdekében, hogy a hitelezési aktivitás az NHP fokozatos kivezetésével se csorbuljon, az MNB útjára indítja a Piaci Hitelprogramot (PHP).

A **Növekedéstámogató Program** célja, hogy a bankok piaci hitelezésre való visszaállása zavartalan legyen, a vállalati és kiemelten a kkv-hitelállomány pedig 250-400 milliárd forinttal, azaz 5-10 százalékkal bővüljön 2016-ban. Az NTP részeként a jegybank elindítja az **NHP két pillérből álló harmadik, kivezető szakaszát**, melynek keretében 2016. január elejétől december végéig köthetnek hitelszerződést a hazai kkv-k. Az MNB mindkét pillért 300 milliárd forintos keretösszeggel hirdeti meg.

A **Piaci Hitelprogram** keretében az MNB egy kockázatkezelést és egy likviditáskezelést segítő eszközzel támogatja a bankok piaci hitelezésre való átállását. Az ösztönzés egyik eszköze, hogy a bankok a hitelezésből eredő kamatkockázatukat fedezhetik hitelezési feltételhez kötött kamatcsere eszközzel (HIRS). Ehhez szorosan kapcsolódva, kiegészítő eszközként a bankok likviditáskezelését támogatja egy preferenciális betételhelyezési lehetőség. E két eszköz összességében úgy képes a bankok piaci hitelezésre való átállását támogatni, hogy közben nem bővíti az MNB mérlegét – mivel a jegybank nem többletlikviditást ad, hanem kockázat- és likviditáskezelési eszközöket. A Piaci Hitelprogram két jegybanki eszközét a bankok együttesen vehetik igénybe.

A hitelezési aktivitáshoz kötött kamatcsere ügylet (HIRS) a kamatkockázat kezelésén keresztül ösztönözheti a hitelezési aktivitást. A hitelezés bankrendszeri szinten jellemzően rövid, illetve gyorsan átárazódó betétekből történik, így fix kamatozású vállalati hitelek nyújtásával a bankok kamatkockázatot vállalnak. Ennek a kockázatnak a kezelésére szolgálnak a kamatcsere ügyletek, melyek segítségével a változó kamatozású források fix kamatozású forrásra „cserélhetőek el”. Az ügyletben az MNB fix kamatot kap a bankoktól, és cserébe változó kamatot fizet. Így egy esetleges hozamemelkedés esetén a bankok ügyfélbetéteire fizetett magasabb kamatot ellensúlyozza a kamatcsere ügyletben kapott magasabb kamat, azaz a bankok eredménye kevésbé lesz érzékeny a hozamingadozásokra.

A HIRS ügyletek igénybevételével a bankok mennyiségi vállalást tesznek az ügyletek által lefedett naptári évek hitelezése tekintetében. A HIRS-ügylet igénybevételének feltétele, hogy a nem pénzügyi, kvv-sektornak folyósított nettó hitelezés 12 havi összege az igénybe vett ügylet negyedét tegye ki. Az eszköz feltételes jellegéből adódóan a HIRS árazása eltérhet az azonos lejáratú piaci IRS ügylet árától. A HIRS ügyletek keretösszege 1000 milliárd forint, melyek 2016-ban egy korlátozott időszakban, legfeljebb 3 éves futamidőre lesznek elérhetőek.

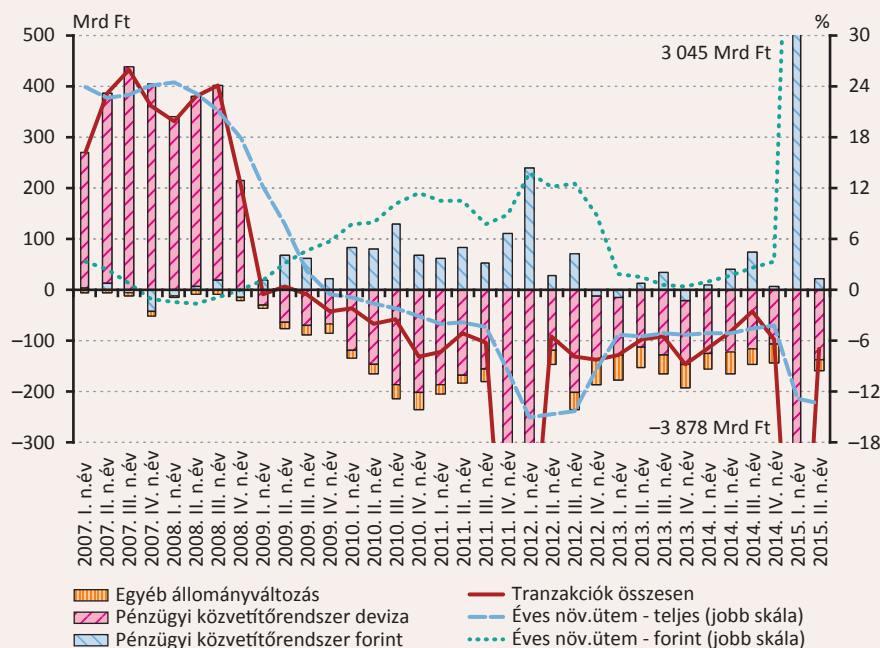
A HIRS-ügyletet igénybevevő bankoknak az MNB lehetővé teszi, hogy preferenciális betétszámlán helyezték el likviditásuk egy részét. A banki igénybevétel felső korlátja a HIRS-ügyletérték 50 százaléka, azaz a HIRS-keret teljes kihasználása esetén bankrendszeri szinten 500 milliárd forint. Az MNB a banki elhelyezést havi átlagban vizsgálja, a preferenciális betételhelyezési lehetőséggel a bankok a HIRS-ügylet lejáratáig, illetve esetleges lezárásáig élhetnek. A jegybankmérleg szűkülésével és a monetáris politikai eszköztár átalakulásával a preferenciális betét érdemben és hatékonyan segítheti a bankokat a likviditáskezelésben.

A háztartási hitelezésben csökkentek a kockázatok, élénkül a lakáshitelezés

Az elszámolás hatására jelentősen csökkent a háztartási szektor hitelállománya, a forintosítás által pedig markánsan átrendeződött az állomány devizális szerkezete (5.1.2. szakmai cikk, Nagy Márton, 2015). 2015 első felében a hazai pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelei 947 milliárd forinttal csökkentek tranzakciós alapon, míg ebből mintegy 665 milliárd forint az árfolyamrész és egyoldalú szerződésmódosítások elszámolásának

5.1.6. ábra

A pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának negyedéves változása



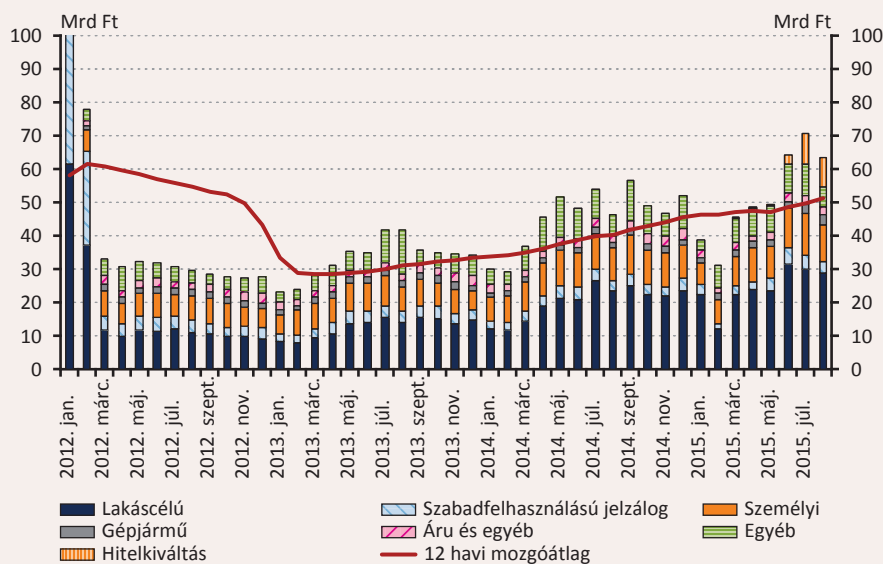
Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, árfolyamhatással gördítetten korrigált adatok.

Forrás: MNB.

hatásával magyarázható (5.1.6. ábra). A forintosítás hatására közel 3000 milliárd forint értékű devizahitel került átváltásra, így 5 százalék alá esett a háztartási hitelfortfólióban a devizahitelek aránya, és a gépjárműhitelek forintosításával 1 százalék alá csökken. Mindezzel jelentős árfolyamkockázat és pénzügyi stabilitási kockázat került ki a háztartások mérlegéből.

Az új háztartási hitelek volumene a szezonalitást figyelembe véve emelkedett 2015 első felében. A teljes hitelintézeti szektor bruttó háztartási hitel kibocsátása 286 milliárd forintot tett ki az év első felében, ezáltal mintegy 19 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának kibocsátási volumenét (5.1.7. ábra). Legnagyobb mértékben a lakáscélú hitelkihelyezések emelkedtek, éves alapon közel 50 százalékkal, összhangban a használt lakások piacán tapasztalt élénküléssel. Az elszámolást és forintosítást követően várt hitelkiváltási hullám az első felében nem következett be, augusztus végéig mindössze 16 milliárd forintban váltották ki hiteleiket lakossági ügfelek.

5.1.7. ábra
Új háztartási hitelek a hitelintézeti szektorban



Forrás: MNB.

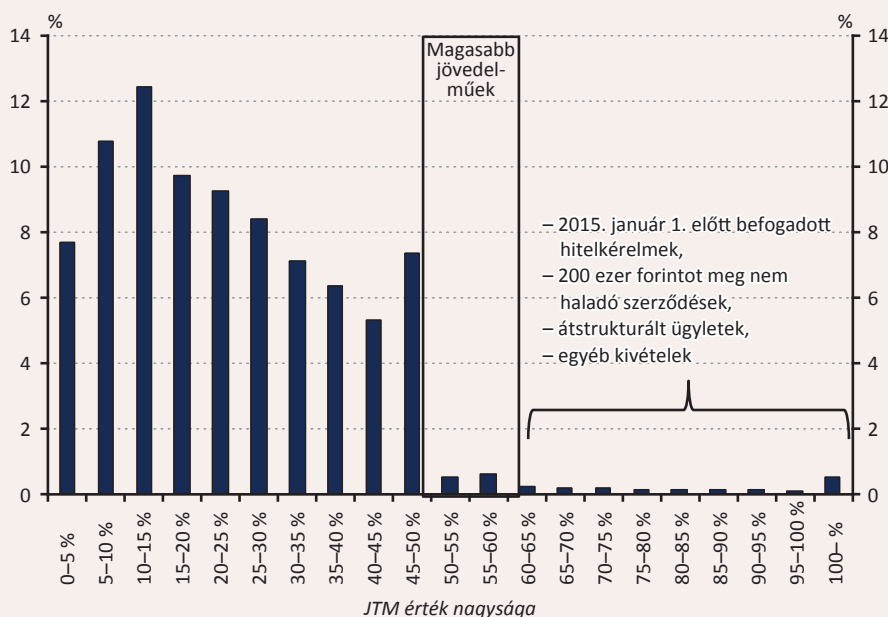
Az új szabályozásnak nem volt effektív hatása a kibocsátás alakulására. A 2015. január elsejétől hatályos ún. „adósságfék”-szabályozás⁶ sem a kibocsátási volumenek, sem pedig a Hitelezési felmérés tanulságai alapján nem eredményezte a hitelezés azonnali és drasztikus korlátozását. Ezt támasztja alá, hogy az év első felében kötött szerződések JTM-értékei nem a szabályozói korlát körül csoportosulnak (5.1.8. ábra). A makroprudenciális szabályozás tehát célja szerint nem visszafogja a lakossági hitelezés dinamikáját, hanem igyekszik annak prudens szintjét fenntartani hosszabb távon.

Az eladósodott háztartások adósságszolgálati terhei továbbra is magasak. A háztartások adósságtörlesztési terheit jellemző adósságszolgálati mutató (Debt Service Ratio) a lakosság nettó jövedelmének becsült tőke- és kamattörlesztésre fordítandó arányán keresztül ragadja meg az eladósodottságot, melynek közvetlen hatása van a fogyasztási döntésekre, így a háztartások gazdasági viselkedésének jelentős indikátora. A mutató nemzetközi összehasonlításban magasnak számít, egy átlagos jövedelemmel rendelkező keresőnek Magyarországon átlagosan a jövedelme 18 százalékát kell adósságtörlesztésre fordítania, ami Európában inkább az északi, jóléti államokra jellemző.

⁶ Az új hitelek jövedelemarányos törlesztőrészletének (JTM) és a fedezetarányos hitelösszegnek (HFM) maximumára vonatkozó szabályok.

5.1.8. ábra

Az új hitelek kapcsolódó JTM-értékeinek eloszlása 2015 első félévében

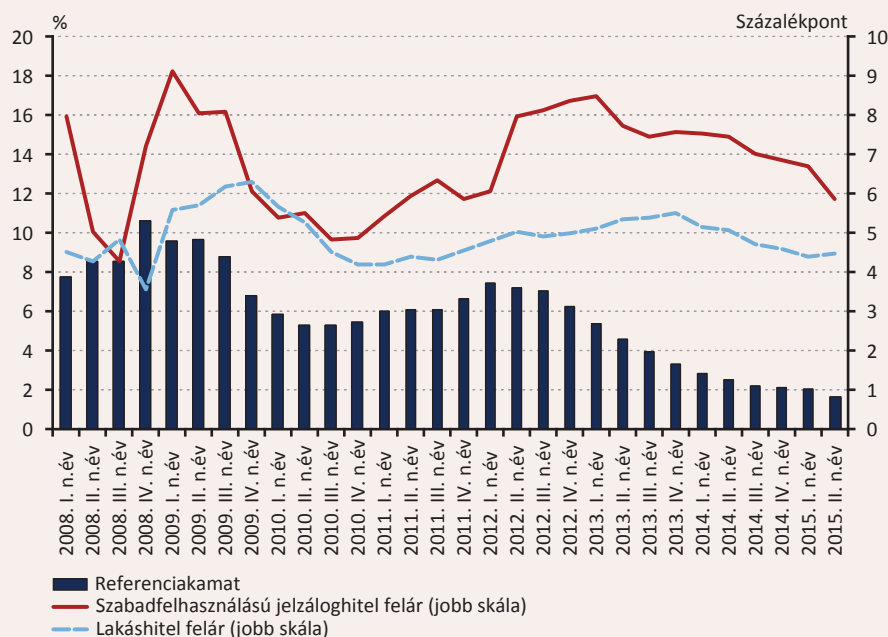


Forrás: MNB.

Tovább csökkentek az új hitelek kamatai és kamatfelárai mindkét szegmensben. A jegybanki kamatcsökkentésekkel tovább mérséklődött a referenciakamat (5.1.3. szakmai cikk, Palotai Dániel, 2015), ez pedig csökkentően hatott mind az új, mind a fennálló indexált hitelállomány kamataira. Az új kibocsátású hitelek kamatai mindkét szegmensben mérséklődtek a félév során: lakáscélú hitelek kamatlába 0,6 százalékponttal 6,1 százalékra, a jelzáloggal fedezett fogyasztási hitelek kamata 1,5 százalékponttal 7,5 százalékra csökkent. A hitelkamatok mérséklődése összességében meghaladta a 3 havi BUBOR esését, ennek köszönhetően a felárak is csökkentek

5.1.9. ábra

A referenciakamat és a kamatfelárak alakulása

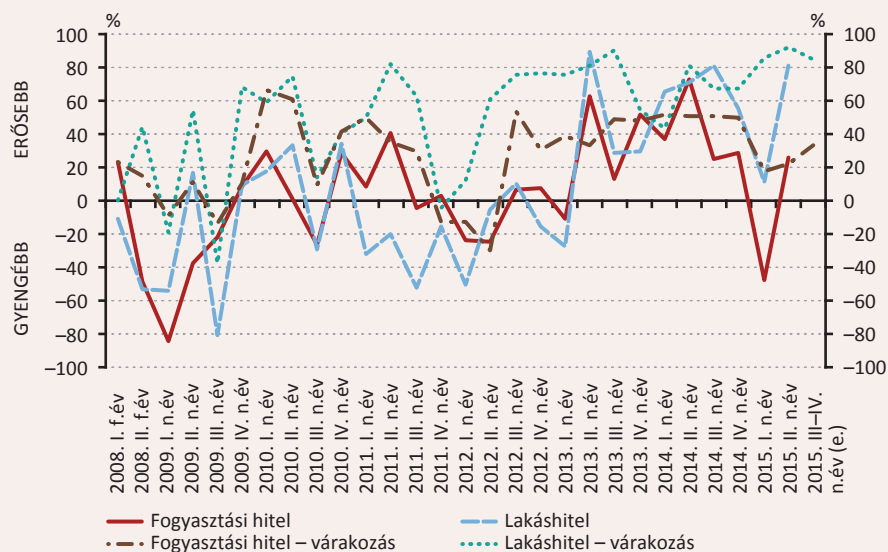


Megjegyzés: 3 hónapos BUBOR feletti kamatfelárak negyedéves átlaga. THM alapú felárak.
Forrás: MNB.

(5.1.9. ábra). A lakáshiteleken lévő felár az első negyedévben 0,2 százalékponttal csökkent, míg a második negyedévben 0,1 százalékponttal visszaemelkedett, így 4,5 százalékponton zárt június végén. A szabad felhasználású jelzáloghitelek felára 1 százalékponttal 5,9 százalékpontra esett vissza. Nemzetközi összehasonlításban azonban továbbra is magasnak számít a kamatok és a felárak hazai szintje. A hazai kamatszint 2012 óta folyamatosan közelíti a régiós országok szintjét: a lakáshitelek THM-értéke az eurozónában mindössze 2,5 százalék, míg a kelet-közép-európai régióban átlagosan 3,5 százalék.

A hitelfelvételi korlátok változatlansága mellett a lakáscélú hitelek iránti kereslet további emelkedésére számítanak a bankok. A Hitelezési felmérésben⁷ részt vevő bankok az első negyedévben szigorítottak, a második negyedévben hasonló arányban lazítottak a fedezetlen fogyasztási hitelek feltételein, a lakáshitelek esetében azonban az elmúlt egy évben nem változtattak érdemben a kondíciókon. Ez – figyelembe véve a vizsgált időszak növekvő lakáscélú hitelkihelyezéseit – azt jelzi, hogy a hitelkereslet egy, még a jelenlegi szigorú hitelfeltételek mellett is hitelképes lakossági szegmensből érkezik. Ezzel párhuzamosan az első negyedévben érzékelt, a korábbiaknál kevésbé erősödő kereslet után a második negyedévben a bankok döntő többsége, nettó értelemben vett 80 százaléka jelezte a lakáshitelek iránti kereslet bővülését, és mintegy 85 százaléku 2015 második félévére is ennek a tendenciának a folytatását várja (5.1.10. ábra). A kereslet elsősorban fix kamatozású termékek iránt növekszik. Az első negyedéves keresletgyengülés a forintosításhoz és elszámoláshoz köthető kivárásnak tudható be, az ezt követő nagyarányú élénkülés egyszerre tükrözi az elhalasztott hitelfelvetelek megvalósításának igényét, illetve a Családi Otthonteremtő Kedvezmény (CSOK) önerőként való beszámíthatóságának ösztönző hatását. A kereslet élénkülését támogatja továbbá a kedvező kamatkörnyezet is, mely egyben hosszú távon kamatkockázat felépülését is indukálhatja.

5.1.10. ábra
Hitelkereslet a háztartási hitelezési szegmensben



Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján.

⁷ <https://www.mnb.hu/penzugyi-stabilitas/publikaciok-tanulmanyok/hitelezesi-felmeres/hitelezesi-felmeres-2015-augusztus>

5.1.1. szakmai cikk: Forintosítás – hogy is volt ez?

Nagy Márton

Ritkán demonstrálja az élet egy nagy horderejű gazdaságpolitikai lépés helyességét olyan gyorsan és annyira plasztikusan, mint ahogyan ezt a lakossági deviza alapú jelzáloghitelek forintosításával megtette. A forintosítás végrehajtása azonban korántsem olyan egyszerű, mint ahogy sokan gondolnák. A jegybank nem egyszerűen odaadta a devizatartalékokat, mert egyesek szerint ez a dolga. A forintosítás végrehajtását sok vita előzte meg, a kivitelezésre számos opció kínálkozott, de utólag beigazolódott, hogy a jegybank és a kormány legfőbb döntéshozói jó utat választottak. A forintosítás árfolyamát előre kellett rögzíteni, amihez a bankok, a jegybank és a kormány szoros együttműködésére volt szükség. Mindezt pedig úgy kellett végrehajtani, hogy a rögzítés időzítéséről, módjáról, a rögzítés árfolyamáról nem tudhattak a pénz és tőkepiaci szereplők, mivel bármilyen spekuláció megakadályozta volna magát a rögzítést és a forintosítást.

Árfolyamrögzítés = forintosítás

Előjáróban kiemelném, hogy a forintosítás két nagy lépésből áll: a konverziós árfolyam rögzítése (2014. november 9.), majd a forintosítás technikai lebonyolítása (2015. február 1.). Valójában az árfolyam rögzítésével megtörtént a forintosítás, hiszen szintetikusán már forinthitelek vannak a bankok mérlegében, a hitelek devizanemének ügyfelek felé történő átvezetése már csak egy technikai lépés. Cikkemmel az első lépést, az árfolyam rögzítésének menetét szeretném bemutatni és az utókor számára hűen dokumentálni.

Miért most?

A Kúria 2014 nyári jogegységi határozata nélkül, ami kimondja az egyoldalú kamatemelés és az árfolyamrész alkalmazásának jogszerűtlenségét valamint azt is, hogy az árfolyamkockázatot a lakosságnak kell viselnie, nem lett volna legitim egy ilyen lépéssorozat. Ugyancsak fontos tényező, hogy a jegybanki alapkamat historikus mélypontra csökkent, így a forintosított hitelek kamatai nem haladják meg a folyósításkor érvényes devizahitelkamatoakat. Korábbi átváltás esetén, a magas forintkamatok (10 százalék feletti, szemben a devizahitelek 6 százalék körüli vagy alacsonyabb kamatával) miatt a forintra átváltott deviza alapú jelzáloghitelek törlesztőrészei emelkedtek volna. Ezen felül gazdaságpolitikai fordulatra is szükség volt, amely 2010 után csökkentette a gazdaság sebezhetőségét, és olyan környezetet teremtett, amelyben a forintosítás már végrehajthatóvá vált érdemi piaci kockázatok nélkül (gondoljunk csak a magyar CDS jelenlegi alacsony szintjére). Végül az átváltásra váró deviza jelzáloghitel állománya a 19 milliárd eurós csúcsról jelentősen, 9 milliárd euróra csökkent az elmúlt években (az új devizahitelek tiltása, a végtörlesztés és a fennálló hitelek normál üzemmenet szerinti amortizációja miatt), így arányaiban kevesebb, 25 százaléknyi devizatartalékokat kellett felhasználni a konverzióhoz. Összességében a kormány és a jegybank 2014 őszén a lehető leghamarabb kezdte meg a forintosítást.

Az MNB begyorsított

A forintosítást megelőzte egy nagyon fontos mozzanat, az elszámoláshoz szükséges devizamenynység biztosítása. Az MNB Monetáris Tanácsa látva a parlamentnek benyújtott elszámolási törvényt 2014. szeptember 23-án döntött arról, hogy a bankrendszer számára biztosítja az elszámoláshoz szükséges deviza mennyiségét. A Monetáris Tanács a keretösszeget 3 milliárd euróban határozta meg. A törvényt 2014. szeptember 25-én fogadta el a parlament. Ettől az időponttól kezdve a bankoknak azonnal jelentős devizakereslete generálódott, hiszen az elszámolás miatt a jövőben csökkenő lakossági devizahitelállományuk nyitja a devizapozíciójukat. Az MNB a technikai felkészülést követően a devizatendereket 2014. október 13-ától nyitotta meg.

Emlékeztetőül, az elszámolás keretében az ügyfelek körülbelül 1000 milliárd forintot visszatérítést kaphatnak, a bankokat ért veszteség viszont ennél alacsonyabb 600-700 milliárd forint lehet, ami megfelel a devizakeresleti igénynek. A bankok tényleges devizakereslete így 2 milliárd euró körül alakult, amiből 1 milliárd eurót a piacon, 1 milliárd eurót a jegybanknál elégtettek ki. Tehát a bankok az elszámoláshoz szükséges devizaösszeg felét a piacon szerezték be, még

2014 augusztusában, amikor még nem is volt a parlament előtt az elszámolási törvény, de már lehetett tudni arról, hogy lesz elszámolás.

Felmerül a kérdés: késlekedett-e a jegybank? Nem hiszem. Az MNB csak a parlament által elfogadott elszámolási törvény szellemében cselekedett és ezt követően lépett. Egy valami azonban senkit sem hagyott nyugodni: mi történik, ha a forintosításnál is ez a feles arány lesz? Ha a jegybank csak a forintosítási törvény után lép, akkor elképzelhető, hogy 8 milliárd euró devizakeresletből 4 milliárd euró jelenik meg a piacon nyomás alá helyezve a forint árfolyamát, hát ebbe belegendolni is rossz. Ha pedig a piac mégis erre számít és ezzel a feles aránnyal számol a piaci és a jegybanki átváltás tekintetében, akkor a várakozások miatt a forint jelentősen gyengülhet, ami magát a forintosítást lehetetleníti el. Mi tehát a megoldás? Gyorsan fel kell cserélni a sorrendet.

Az MNB ezért elsőként lépett, és a forintosítás katalizátorává vált. A Monetáris Tanács a jegybankelnök javaslatára – a szeptemberi elvi jellegű támogatás kinyilvánítását követően – 2014. november 4-én bejelentette, hogy a forintosításhoz szükséges 9 milliárd eurót (ez a tényleges keresletnél valójában 1 milliárd euróval több volt) a bankok rendelkezésére bocsátja. Ekkor még csak találgatások voltak a piacon arról, hogy mikor és milyen ütemezéssel kell majd a devizahiteleket kivezetni.

A jegybank és a kormány nem bízta a véletlenre

Három szerződés szabályozta a forintosításhoz szükséges árfolyamrögzítést: az MNB és az egyedi bankok, az MNB és a Bankszövetség, valamint a Kormány és a Bankszövetség közötti megállapodások. Nagyon fontos mozzanat volt, hogy a szerződések – tudatosan – a hétvégén (2014. november 7-9 között) kerültek aláírásra, így az információ esetleges kiszivárgása sem eredményezhetett volna piaci spekulációt.

Az MNB célként tűzte ki, hogy a bankok a forintosításhoz kapcsolódó jelentős devizakeresletüket kizárólag a jegybanknál elégítsék ki. Emiatt 2014. november 7-én, pénteken az MNB minden érintett partnerbankkal formális szerződést kezdeményezett.

A szerződésben az MNB vállalta, hogy a partnerkörébe tartozó hitelintézetek számára biztosítja a forintosításhoz kapcsolódó fedezési ügyletek teljes devizaigényét. A jegybankkal egyedi megállapodást kötő hitelintézetek pedig azt vállalták, hogy minden fedezeti ügylethez szükséges devizaigényüket a jegybanktól szerzik be a devizapiac helyett. A szerződést minden jelentős fogyasztói deviza- és deviza alapú jelzáloghitelekkel rendelkező bank aláírta a megadott 2014. november 9-i, vasárnap délután 5 órai határidőig.

Eközben 2014. november 7-én Matolcsy György jegybankelnök és Patai Mihály, a Magyar Bankszövetség elnöke egy olyan megállapodást kötöttek, amely részletesen szabályozza a forintosításhoz kapcsolódó ügyletek legfontosabb üzleti feltételeit.

A jegybank nem bízta a véletlenre, mindenkit kiemelt a piacról, nem engedte, hogy akár egy jelentősebb bank is kiugorjon a kötelékből. Ez egy játékelméleti kérdés, mindenkinek fogni kellett a kezét, anélkül nem működhetett volna a konverzió.

2014. november 9-én, vasárnap már csak egy, valójában a legfontosabb szerződés hiányzott. Még ezen a napon a Kormány megállapodott a Bankszövetséggel abban, hogy mi lesz a forintosítás árfolyama. A szerződés alapján a 2014. november 7-ei hivatalos MNB árfolyam és a 2014. június 16-ai Kúria döntés és 2014. november 7-e közötti időszak átlagárfolyama közül az alacsonyabbkon forintosítják a devizahiteleket. Eszerint a svájci frank hiteleknél 256,5 forintos, az euró hiteleknél 308,97 forintos, míg a japán jen hiteleknél 2,163 forintos árfolyamon történik majd a forintosítás. Ez lényegében a pénteki érvényes piaci árfolyamot jelentette. Később ezen szerződések alapján született meg a forintosításról szóló törvény, amit 2014. november 25-én fogadott el a parlament.

2014. november 10-én, hétfő reggel a bankok a pénteki hivatalos MNB-árfolyamon megkapták az MNB-től a konverzióhoz szükséges 7,8 milliárd eurónyi, majd kedden a hétfői fixingen a 0,1 milliárd eurónyi devizát, vagyis összesen kb.

8 milliárd eurót. Ily módon az MNB-től lényegében a forintosításnál használt rögzítéssel megegyező árfolyamon tudták megszerezni az eurót. A bankok még ugyanebben a hónapban gondoskodtak a szükséges svájci frank beszerzéséről is, ami nem jelentett nehézséget a még érvényben lévő 1,20-es svájci frank/euro küszöb miatt, így a svájci frankot is a rögzítéssel azonos árfolyamon vásárolták meg. Ezzel bezárult a kör.

Sok nehéz döntést kellett meghozni

A deviza alapú jelzáloghitelek forintra váltása sok fejtörést okozott a jegybank és a kormány vezetőinek, hiszen az érintett állomány a forintpiac mélységéhez képest egy óriástranzakciót jelentett. Az első kérdés az volt, hogy egy vagy több lépéses konverzió legyen. Felmerült, hogy a lakossági jelzáloghiteleket két lépésben érdemes konvertálni: először a lakásvásárlási célú, majd később a szabad felhasználású jelzáloghiteleket. A jegybank vezetése itt nagyon hamar világossá tette, hogy az egy lépéses konverziót támogatja, képes megoldani a teljes lakossági jelzáloghitelállomány egyszerre történő forintosítását.

Felmerült az az opció is, hogy az elszámolás, a fair banking és a forintosítás egymástól elkülönítve, egymásra épülve, időben elnyújtva legyen végrehajtva. Ez kényelmesebb megoldást jelentett volna, azonban növelte volna a forintosítás időzítésével kapcsolatos spekulációs kockázatokat. Emellett megnehezítette volna, hogy a teljes intézkedéscsomag egyszerre feleljen meg a Kúriahatározat szellemiségének, valamint annak az elvnek, hogy megnyugtató és végleges megoldást jelentsen az érintett háztartások számára. Végül a kormány – helyesen – ugyanarra az időpontra, 2015. február 1-re vonta össze az elszámolás, fair banking és a forintosítás lebonyolítását, ami technikailag a szerződésmódosítások miatt is egyszerűbbnek bizonyult.

Más lett a világ

A forintosítás sikertörténete nem ér véget azzal a megkönnyebbüléssel, amit a 2015. január 15-i események során érezhettünk, és érezhetett az a több százezer magyar család, akiknek a törlesztőrészlete már nem emelkedik egy árfo-lyamgyengülés után. Az intézkedés pozitív hatásai a következő években folyamatosan érvényesülni fognak a háztartá-sok vagyonának stabilizálódásán, a pénzügyi rendszer sokkellenálló-képességének erősödésén, és a monetáris politika hatékonyságának növekedésén keresztül. Más lett a világ a devizahitelek nélkül, ezért most el kell mindenkinek gon-dolkodnia arról, hogy a teher ledobása után mit kezdünk az új lehetőségekkel.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent az origo.hu oldalon 2015. január 28-án.

5.1.2. szakmai cikk: A jelenlegi 1,35 százalékos alapkamat tartós fenntartása szükséges a gazdaság hosszú távú egyensúlyának eléréséhez

Palotai Dániel

A kamatcsökkentési ciklus 1,35 százalékon történő lezárásával az alapkamat most érte el azt a stabil, az egyensúly eléréséhez szükséges szintet, amelynek a tartós fenntartása a Monetáris Tanács megítélése szerint biztosítja az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését. Ezzel monetáris politika számára releváns időhorizonton a jelenlegi kamatkondíciók – az aktuális kockázati felárak mellett és az előrejelzési feltételek teljesülése esetén – a rövid-közép távú egyensúlyi szinthez közelebb tekinthetők.

A hosszú távú egyensúlyi avagy semleges kamatszint mellett a jegybank kamatkondíciói nem csökkentik és nem is erősítik az inflációs nyomást. Ugyanakkor rövid távon – a gazdaság ciklikus pozíciójától függően – ettől akár tartó-san eltérő lehet az a kamatszint, amely az egyensúlyi helyzet felé tereli a gazdaságot. A közgazdasági elméletek szerint egy gazdaság egyensúlyi helyzetében a kamatszint akkor kerül a hosszú távú egyensúlyi, azaz semleges szintjére, ha egyrészt a gazdaság a keresleti és kínálati kapacitásokkal összhangban alakul (más szóval zárt a kibocsátási rés), továbbá nem várható inflációs nyomás, és a kockázati felárak is megfelelően középtávú értéküknek. Ebben a helyzet-

ben a monetáris politikának sem inflációs, sem reálgazdasági vagy stabilitási szempontok miatt nem kell változtatnia az alapkamaton, a jegybanki inflációs mandátum a monetáris politika horizontján (és azon túl is) teljesül. A semleges kamathoz történő viszonyítást ugyanakkor nehezíti, hogy nem megfigyelhető változó, így csak jelentős bizonytalanság mellett becsülhető.

A semleges kamat az elmúlt években számottevően csökkent a válság előtti szintjéhez képest. A felhalmozott adósságok leépítése elhúzódó alkalmazkodási folyamatot kíván meg az eladósodott gazdasági szereplők részéről, a beruházások számottevően elmaradnak a válság előtti évekre jellemző szinttől, ami az alacsonyabb semleges kamat irányába mutat. Mindezek következtében a fejlett országok jelentős hányadában negatív reálkamat szint alakult ki és a folyamat számos esetben tartósan így maradhat. Ez világszerte megfigyelhető folyamat, nem véletlen, hogy más jegybankok döntéshozói szintén a semleges kamat csökkenésére hívták fel a figyelmet az elmúlt pár évben (példaként említhető a Bank of England vagy a kanadai jegybank). Emellett a Federal Reserve döntéshozóinak irányadó kamatra vonatkozó hosszabb távú előrejelzései is arra engednek következtetni, hogy az elmúlt években tovább mérséklődhetett az a kamatszint, amit a döntéshozók semlegesnek tekintenek.

Amennyiben a jegybanki céltól tartósan eltér az infláció, akkor a jegybanknak a hosszú távú egyensúlytól eltérő rátát kell alkalmaznia, mert ez a – rövid-közép távon akár tartósan fennmaradó stabil – kamatszint biztosíthatja a gazdasági egyensúly helyreállítását. Ha a gazdaságban számottevő a kihasználatlan kapacitások aránya, a munkanélküliség tartósan meghaladja a strukturális tényezők által meghatározott szintjét, és az infláció előretekinve is elmarad az inflációs céltól, akkor az egyensúly helyreállításához szükséges, hogy a jegybank a kamatokat – akár a monetáris politika szempontjából releváns horizont egészen - tartósan és akár számottevő mértékben a hosszú távú egyensúlyi szint alá csökkentse. Ez biztosíthatja azt a szükséges monetáris élénkítést, amivel a jegybank alulról közelítve elérheti elsődleges célját, az árstabilitást.

A magyar gazdaságban a monetáris politika számára releváns időhorizonton a jelenlegi kamatkondíciók – az aktuális kockázati felárak mellett és az előrejelzési feltételek teljesülése esetén – a rövid-közép távú egyensúlyi szinthez közelinek tekinthetők. A magyar gazdaságot tartósan cél alatti infláció jellemzi, emellett folyamatban van a gazdasági szereplők mérlegalkalmazkodása, a hosszú távú gazdasági felzárkózáshoz a hitelezési aktivitás további emelkedése lenne kívánatos. Az MNB számításai szerint a kamatcsökkentési ciklust követően az alapkamat most érte el azt a stabil, a gazdasági egyensúly eléréséhez szükséges szintet, ami a Monetáris Tanács megítélése szerint biztosítja az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését.

Az aktuális kamatszint összhangban van a kamatpálya aljára vonatkozó piaci várakozásokkal és az inflációs cél elérésével. Mind a kamatpálya aljára vonatkozó piaci (elemzői) várakozások, mind a bankközi hozamokból implikált hozamgörbe mélypontja 1,35 százalékos kamatszintet tükrözött. Előretekinve a kamatcsökkentési ciklus lezárását követően több elemző szerint legalább 2016 végéig a jelenlegi szinten maradhat a magyar alapkamat. Az elemzők az irányadó ráta tartós tartását többek között a csak fokozatosan záródó kibocsátási réssel, a mérsékelt inflációs nyomással és lefelé mutató inflációs kockázatokkal, illetve a huzamosabb ideig laza nemzetközi monetáris kondíciókkal indokolják. Az inflációs kilátások és a reálgazdaság ciklikus pozíciója az MNB számításai szerint is – a jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett – tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutat.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. július 23-án.

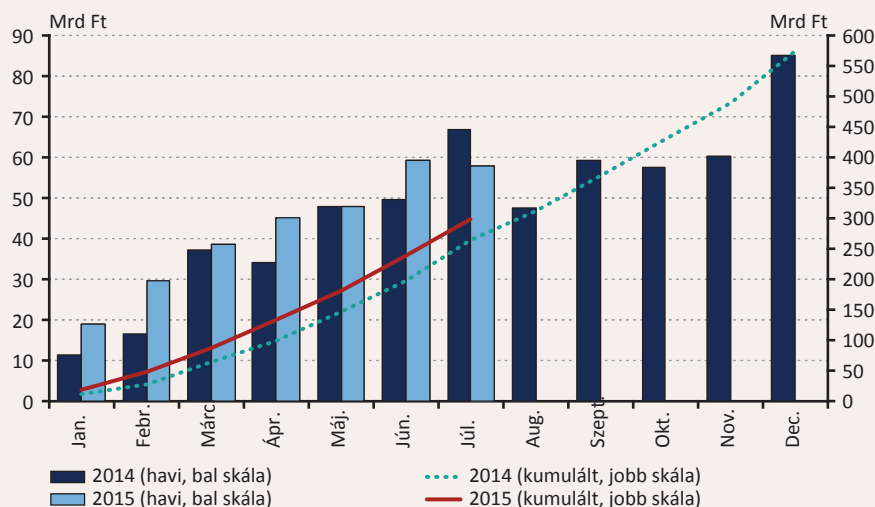
5.1.3. szakmai cikk: Több ezer milliárdnyi forrás áramlott a hazai KKV-khoz a közelmúltban – vissza nem térő alkalom a beruházáshoz?

Hidasi Balázs – Plajner Ádám – Pulai György

Az elmúlt két év során tapasztalt forrásbőség kedvező lehetőséget teremtett a kkv-knak beruházásaik megvalósításához. Egyfelől átmenetileg felgyorsult a vissza nem térítendő Európai Unió támogatások lehívása, másfelől a jegybank Növekedési Hitelprogramjának két szakaszában kedvező kamatozású hitelhez jutottak a hazai vállalkozások. A kétféle finanszírozás azok eltérő tulajdonságai miatt nehezen összehasonlítható, ugyanakkor megállapítható, hogy az NHP keretében nyújtott források – elsősorban ágazati tekintetben – egyenletesebben oszlottak el a vállalkozások közt, mint az uniós támogatások. Miközben a két típusú forrás bizonyos értelemben helyettesítő terméknek is tekinthető, a hitel kiegészítő termékül is szolgálhat a támogatások elő-, illetve társfinanszírozása során. A következő támogatási periódusban egyre nagyobb szerepet kapnak a gazdaságfejlesztési célú visszatérítendő támogatások, amelyek részben átvehetik a majd kivezetésre kerülő NHP szerepét a vállalkozások finanszírozásában. Jelen írásunkban rövid áttekintést kívánunk adni a kétféle forrástípus felhasználásának volumenéről, dinamikájáról és egyéb fontosabb jellemzőiről. Ugyanakkor a jövőben érdemes lehet ennél lényegesen mélyebben elemezni az egyes forrástípusok felhasználásában megfigyelhető különbségeket és azok okait, annak érdekében, hogy mind a következő időszakban lehívható uniós források, mind a banki hitelezés struktúrája minél hatékonyabban szolgálja a kkv-k versenyképességének javítását és az elmaradt térségek felzárkóztatását.

2013 nyarán, az NHP első szakaszában 700 Mrd forintnyi hitel került a kkv-khoz. Jóllehet ennek nagyobb hányada hitelki-váltás volt, ami amellett, hogy a korábban felvett hitelekhez kapcsolódó terhek enyhítésében jelentett elsősorban segítséget a kkv-knak, a bankok közti verseny élénkítésével hozzájárult a hitelfeltételek későbbi javulásához, közel 200 Mrd forint került folyósításra közvetlenül a KKV-k beruházásainak megvalósításához. A program 2013 októberében indult második szakaszában eddig kötött összes hitelszerződés volumene pedig elérte a 900 Mrd forintot, amelyből mintegy 510 Mrd forint közvetlenül beruházási célokat szolgált, ráadásul az átlagos hitelméret csökkenésével összhangban a program második szakaszában egyre több kisebb vállalkozás jut hitelhez. A program két szakasza keretében összesen több mint 24000 vállalkozás jutott finanszírozáshoz mintegy 1600 Mrd forint összegben. A második szakasz igénybevételének időbe- li lefutását több tényező is befolyásolta. A kkv-k hitelkeresletében – és így a kereskedelmi banki hitelezésben is – egyb- ként megfigyelhető szezonális hatással volt a lehívások havi volumenére a jegybanki eszköz átmeneti jellege, annak eredeti lezárási ideje és a program meghosszabbítása egyaránt. Míg a program kihasználtsága a szakasz indulását követően – 2013 végén és 2014 elején – lassan emelkedett, tekintettel részben a még távoli (akkor még 2014 végi) szerző-

1. ábra
Az NHP havi igénybevétele

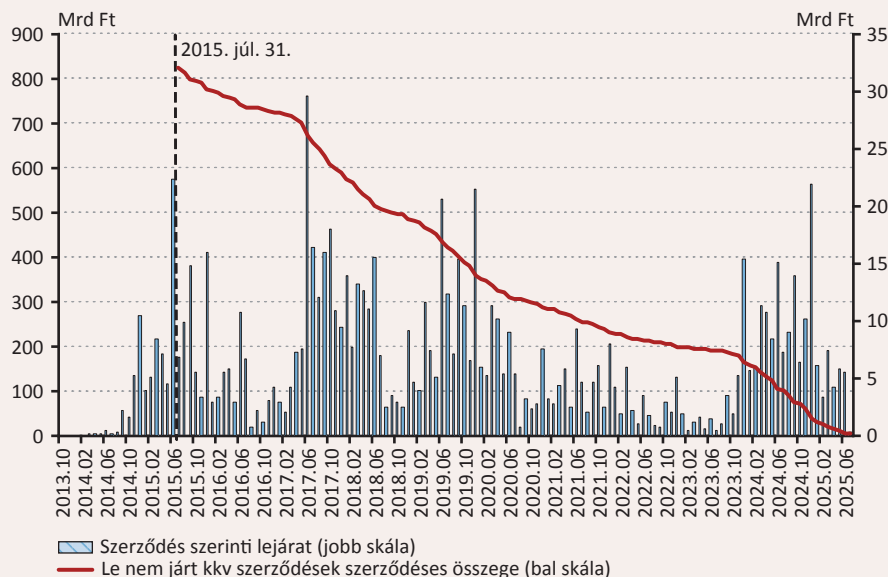


Megjegyzés: a már lejárt szerződéseket is figyelembe véve; a refinanszírozásra való benyújtás dátuma alapján.
Forrás: MNB.

déskötési határidőre, 2014 őszén már 60 Mrd forint közelében volt a havonta jelentett szerződések volumene. A szerződéskötési időszak 1 évvel, 2015 végére való meghosszabbítását követően hasonló tendencia volt megfigyelhető (1. ábra) az idei év első felében is. Ugyanakkor 2015 első felében minden hónapban magasabb volt az MNBhez benyújtott szerződések volumene a tavalyi év azonos hónapjához képest, július végéig összesen 34 milliárd forinttal nagyobb összegről nyújtottak be adatszolgáltatást a hitelintézetek, mint 2014 első hét hónapjában.

Az összes második szakasz keretében megkötött szerződés összege augusztus első felében elérte a 900 Mrd forintot, a jelenlegi keretösszeg 90%-át. Ha csak a le nem járt ügyleteket tekintjük, azok szerződéses összege mintegy 825 Mrd forintot tett ki július végén (az MNB hó eleji közleményeiben rendszerint ez az összeg jelent meg eddig a kihasználtság elsődleges mérőszámaként, de szeptember elejétől a dinamikát részletesebben bemutató adatokat tesz közzé a jegybank). 2015 július végéig ugyanis összesen több mint 70 milliárd forint szerződéses összegű hitel járt le. A második szakaszban (2. ábra) nyújtott forgóeszközhitel és az EU-s támogatások előfinanszírozása céljából folyósított kölcsönök volumennel súlyozott átlagos futamideje 2 év körüli, de a piaci igényekhez igazodva, illetve üzleti gyakorlatuknak megfelelően ennél rövidebb futamidejű finanszírozást is nyújtottak a hitelintézetek. Az első rövidebb lejáratú hitelek – részben az EU-s támogatások beérkezése miatt – a program második szakaszának indulása után 1 évvel, 2014 végén kezdtek szerződés szerint lejárni. Tekintettel arra, hogy a második szakasz elején legfeljebb 1 éves futamidő mellett lehetett forgóeszközhitelt nyújtani, továbbá az igénybevétel 2014 tavaszán gyorsult fel, a lejárt ügyletek volumene 2015 eleje óta kezdett egyre számottevőbbé válni. Jóllehet a program előrehaladtával egyre nagyobb volumenben fognak kifutni szerződések, a jellemzőbb futamidőkből (pl. később a forgóeszközhitel maximális futamideje 3 évre nőtt) és a hitelfelvétel korábbi hullámaiból adódóan nem teljesen egyenletes a hitelek lejáratát, amelyet az alábbi ábra szemléltet (az eddig megkötött ügyletek vonatkozásában). A törlesztések, illetve a még le nem hívott hitelrészek miatt a kkv-k aktuálisan fennálló tőketartozása július végén mintegy 650 Mrd forint volt.

2. ábra
Az NHP-s hitelek szerződéses összegeinek lejárat szerkezete



Forrás: MNB.

Az elmúlt két évben az európai uniós támogatások felhasználása a 2007-13-as költségvetési ciklushoz kapcsolódó 2015 végi határidő közeledtével felgyorsult. Az operatív programok keretében mostanáig – részben nemzeti társfinanszírozással – megítélt mintegy 9900 milliárd forintnyi támogatásból 1500 milliárd forint kapcsolódik közvetlenül vállalkozásfejlesztéshez, ami főként technológiai fejlesztéseket, K+F+I tevékenységet, az üzleti környezet fejlesztését, és regionális gazdaságfejlesztést foglal magában. A támogatásban részesült kkv-k közül a 10 fő felettiiek száma 6700 körülire tehető, amelyek mintegy 445 milliárd forintnyi¹ (1. táblázat) forráshoz jutottak.

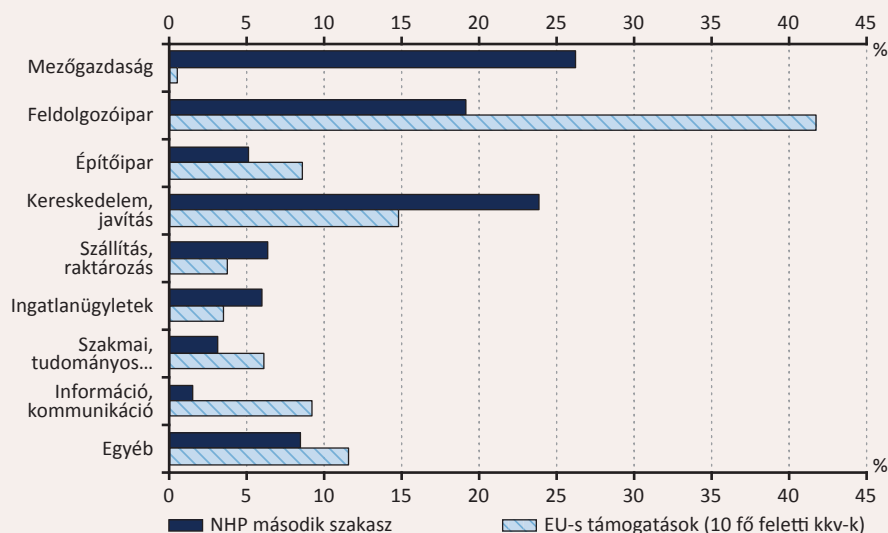
1. táblázat**Az NHP-s hitelek és a gazdaságfejlesztési célú EU-s források volumene**

	Szerződések összege (Mrd Ft)	Ebből KKV-knak (Mrd Ft)	KKV-k száma (db)
NHP	~1600	~1600	~24500
EU-s források közvetlenül gazdaságfejlesztésre	~1500	~450	~6700 (10 fő alattiak nélkül)

Forrás: MNB, palyazat.gov.hu, Miniszterelnökség.

Az NHP-s és az uniós források felhasználását nehéz összehasonlítani, mert alapvetően eltérő típusú finanszírozásról van szó. Az NHP keretében a kis- és középvállalkozások – elsősorban hosszú lejáratú – hitelekhez, azaz visszatérítendő forrásokhoz jutottak, míg az uniós források döntő hányada az eddigiekben vissza nem térítendő támogatás volt. Érdekes azt is megemlíteni, hogy a két típusú forrás össze is fonódhatott egy vállalkozás finanszírozásában: a vissza nem térítendő támogatás ugyanis előfinanszírozható a jegybanki programban, továbbá mind a támogatás kiegészítésére, mind annak önerejéhez nyújtható az NHP keretében kölcsön. A két forrás különböző jellege ellenére érdemes megvizsgálni, hogy ezek felhasználása az eddigiekben hogyan alakult.

Az NHP második szakasza és az EU-s források keretében kifejezetten kkv-khoz eljutott finanszírozás ágazati megoszlása érdemi eltérést mutat (3. ábra). Az NHP-s források felhasználása valamivel kiegyenlítettebb volt, jóllehet a hitelek legnagyobb része három ágazatba irányult: a mezőgazdaságba, a kereskedelembe és a feldolgozóiparba. A kkv-knak nyújtott EU-s támogatások között a feldolgozóipar részesedése kiemelkedő, 40% feletti, ami az NHP-ban megfigyelhetőnek mintegy kétszerese, míg a második helyen álló kereskedelem részesedése már csak 15% körüli.

3. ábra**A KKV-khoz jutott források ágazati megoszlása**

Megjegyzés: Az ágazati megoszlás nem tartalmazza az egyéni vállalkozókat.

Forrás: MNB.

Az NHP keretében hitelezett vállalkozások és az EU-s támogatást elnyerő vállalkozások számának területi eloszlása csak kisebb eltérést mutat, az NHP keretében hitelt felvevők elhelyezkedése valamivel kiegyenlítettebb. Ugyanakkor érdemes szem előtt tartani, hogy a támogatást elnyerő kkv-k mintegy egyharmada a Közép-Magyarország régióban található, de a következő, 2014-2020-as EU-s költségvetési időszakban az ezen régióban felhasználható támogatások összege már jelentősen alacsonyabb lesz tekintettel arra, hogy az egy főre eső GDP alapján ez a terület már a fejlettebb európai régiók közé tartozik.

A következő, 2014-20-as ciklusban további jelentős változások várhatók a kkv-k számára elérhető források tekintetében, amelynek eredményeképp mind a támogatások elosztása, mind a felhasználás hatékonysága javulhat. A kormányzat tervei szerint a következő ciklusban rendelkezésre álló uniós és hazai költségvetésből származó fejlesztési források mintegy 60%-át, azaz az előző időszakhoz képest jóval nagyobb részét fogják közvetlenül gazdaságfejlesztésre fordítani. A Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program (GINOP) keretében juthatnak majd a legtöbb forráshoz a kkv-k, melynek indikatív forrásösszege 2800 milliárd forint.² Ennek mintegy 20 százaléka célozza kifejezetten versenyképességük javítását, de ezen túlmenően további források is rendelkezésükre állnak a program többi prioritásán, illetve egyéb operatív programokon keresztül is.

Fontos különbséget jelent, hogy az új ciklusban a korábbihoz képest nagyobb súlyt kapnak a visszatérítendő támogatások, különböző pénzügyi eszközök formájában (különös tekintettel a hitelre és a garanciára). Így a vállalkozásoknak arra kell felkészülniük, hogy beruházásaiknak ki kell tudniuk termelni a hitel visszafizetését is, ellentétben a vissza nem térítendő támogatásokkal. Ahogy az NHP-nak feltehetően eddig is jelentős szerepe volt a támogatásokhoz nem jutó kkv-k finanszírozásában, illetve a támogatások elő-, illetve társfinanszírozásában, és várhatóan a közeljövőben is lesz még tér a kétféle forrás ötvözésére, az új ciklusban várhatóan már részben az EU-s források keretében nyújtott hiteleknek (visszatérítendő támogatásoknak), hosszabb távon pedig a piaci alapú hiteleknek kell átvenniük a majd kivezetésre kerülő NHP szerepét a kkv-k finanszírozásában. A hatályos feltételek szerint év végéig van lehetőség hitelszerződést kötni az NHP keretében, jölehet az egyes hitelrészeket ezt követően is le lehet hívni. A Monetáris Tanács ősszel dönthet a program esetleges folytatásáról vagy átalakításáról.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. augusztus 17-én.

¹ Forrás: A 10 fő feletti KKV-k támogatási jellemzői és létszámalakulása (2007-13), Fejlesztéspolitikai Tematikus füzetek, Miniszterelnökség, 2014. október. A továbbiakban az ezen elemzésben közzétett adatok képezik az összehasonlítás alapját.

² Gazdaságfejlesztési és innovációs operatív program (GINOP) Az Európai Bizottság által elfogadott verzió 2014-2020, NGM.

5.2. A BANKRENDSZER JÖVEDELMEZŐSÉGE ÉS TŐKEHELYZETE

A bankrendszer jövedelmezősége⁸ az elszámolás hatásától terhelt 2014-es évet követően ismét pozitív tartományba került. 2015 első félévében a veszteséges intézmények száma és piaci részesedése is érdemben csökkent, a szektort éven belül aggregálva mintegy 152 milliárd forintos adózás előtti profit jellemezte. Előretételezve a jogszabályi változások és kormányzati intézkedések befolyásolják érdemben az eredményt: az elszámolás, az autóhitelek forintosítása, az OBA, valamint BEVA részére fizetendő díjak emelkedése negatívan, míg a bankadó csökkentése és az árfolyamgát megszűnése pozitívan hatnak a bankrendszer jövedelmére. Az intézkedések profitabilitásra gyakorolt összesített hatása 2015-2016-ban várhatóan negatív, míg 2017-től közelítően semleges lesz.

A hazai bankrendszer profitabilitása nemzetközi összehasonlításban a gyengébben szereplő szektorok között, a sajáttőke-arányos megtérülés az elvárt hozam alatt helyezkedik el, még az egyszeri tételek kiszűrését követően is. Az alacsony jövedelmezőség a gyenge tőkeakkumulációs képességen keresztül egyes bankok működésének hosszú távú fenntarthatóságát kérdőjelezi meg, így érdemi kockázatot jelent. A szektor jövedelmezőségének javulása rövidebb időtávon a költség oldali alkalmazkodás folytatásával, míg középtávon az aktivitás bővülésével érhető el, ami egyrészt a mérlegfőösszeg növelésén, másrészt kockázatosabb eszközök irányába történő átrendezésén keresztül valósítható meg. Mindez azonban időigényes, és komoly kihívásokat jelent az egyes szereplők számára.

A bankrendszer tőkemegfelelése robusztus, a tőkemegfelelési mutató szintje júniusban 20,9 százalék volt. A válság kitörése óta a szektor szereplői jelentős lépéseket tettek annak érdekében, hogy tőkemegfelelésüket folyamatosan biztosítsák. A tőkepufferek felhalmozása elsősorban tőkeemelések révén ment végbe, azonban a banki kockázatvállalási hajlandóság csökkenése is érdemi szerepet játszott a mutató javulásában.

⁸ Az elemzés alapját előzetes adatok nyújtották, melyek a későbbiek folyamán akár jelentős mértékben módosulhatnak.

A magas nemteljesítő portfóliók tisztítása és a költséghatékonyság növelése egyaránt szükséges a strukturális jövedelmezőség helyreállításához, amit követően hosszútávon is biztosíthatóvá válhat a hazai pénzügyi rendszer fenntartható gazdasági növekedést támogató szerepe.

A jövedelmezőség javul, de strukturálisan még mindig a tőkétől elvárt hozam alatt található

A bankrendszer éven belül összesített jövedelme ismét pozitív tartományba került. A bankrendszer és fiókok éven belül kumulált adózás előtti jövedelme 2015 júniusában 152 milliárd forintos nyereség volt, ami érdemi javulást jelent az előző év azonos időszakában tapasztalt közel 300 milliárd forintos veszteséghez képest. Az elszámolás miatt fellépő céltartalék-képzés 2014-es évet terhelő hatásának kifutásával a szektor jövedelmezősége ismét tartósan pozitív tartományba kerülhet. Az első félévben az éven belül veszteséges bankok száma 12 darabra csökkent, mérlegfőösszeg alapú arányuk pedig 14 százalékra mérséklődött. Hangsúlyozni kell azonban, hogy a szektorszinten jelentős javulás mögött a profit szintjét tekintve érdemi heterogenitás tapasztalható: az éven belüli eredmény mintegy kétharmada egyetlen bankcsoporthoz köthető, amit jelentős mértékű osztalékjövedelem is befolyásol (5.2.1. ábra).

5.2.1. ábra

A bankrendszer és fiókok adózás előtti eredménye



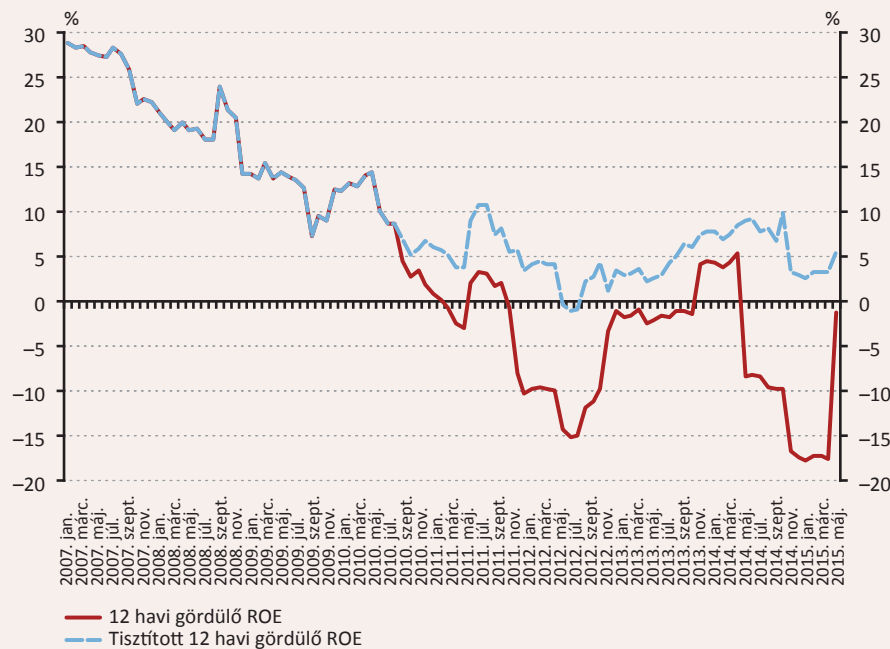
Forrás: MNB.

Éves alapon még veszteséges volt a szektor, azonban a profitabilitást több egyedi hatás is torzítja. Az eredmény változását 12 havi gördülő alapon nézve szintén jelentős javulás látható, ami egyértelműen az elszámolás elsőkoros hatásának mutatóból való kikerülésének köszönhető. A sajáttőke arányos jövedelem az év végi -16,7 százalékról -1,2 százalékra változott, míg az eszköz arányos megtérülés -0,12 százalékos értéket vett fel 2015 júniusában. A szektor jelenlegi jövedelmezőségét azonban több átmeneti és egyedi intézményi hatás is torzítja: egyrészt az elszámolás miatt 2014 második felében megképzett céltartalékok még hatnak a mutatóra, másrészt több intézmény esetében is előfordult az eredménykimutatáson keresztül – forráselengedés, illetve nettó érték feletti eszközértékesítés révén – megvalósított tőkeemelés az elmúlt egy évben. Az elszámolás közvetlen hatásától és az egyedi intézményi hatásoktól megtisztított ROE 1 százalékos értéket vett fel az első félév végén, a szektor jövedelemtermelő képességét jobban kifejező, az egyedi hatásoktól és a pénzügyi szervezetek különadójától teljesen megtisztított megtérülés pedig 5,6 százalékos értéket mutatott. (5.2.2. ábra).

A kamatjövedelem csökkenése rontotta, az értékvesztés visszairása javította az idei eredményt. A bankrendszeri eredményszerkezet változását az elszámolás tartós és átmeneti hatásai határozták meg 2015 első

5.2.2. ábra

A bankrendszer és fiókok tényleges és tisztított adózás előtti eredménye a saját tőke arányában

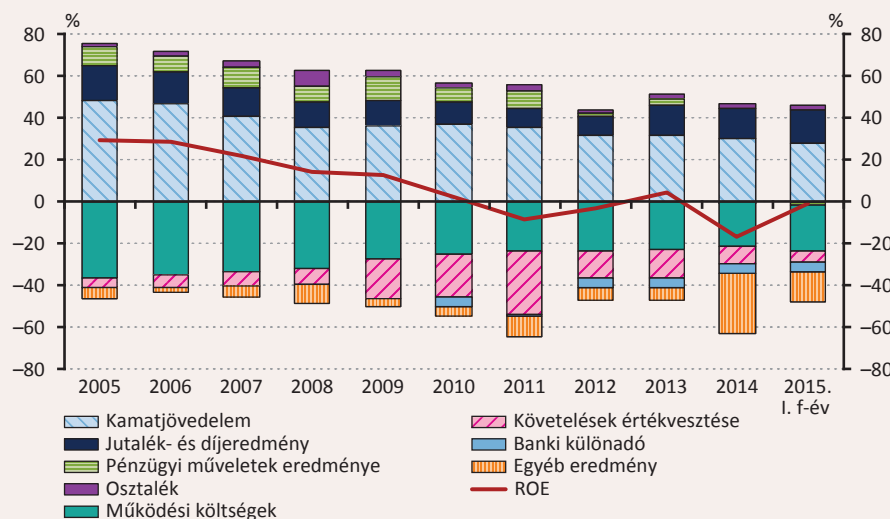


Forrás: MNB.

felében (5.2.3. ábra). Tartós hatást jelent, hogy a szektor kamatjövedelme a jogszabályok nyomán mérséklődő lakossági kamatlábak mentén csökkent az előző év végi állapothoz képest. Tompítja ezt a hatást a lakossági megtakarítások forrásoldali átrendeződése a magasabb költségű lekötött betétek felől az alacsonyabb kamatozású folyószámlák irányába. Az egyéb eredmény kategóriába tartozó veszteségek csökkenésében az elszámolás miatti céltartalék-képzés hatásának részleges kifutása tükröződik, a működési költségek enyhe emelkedésében pedig az elszámolással kapcsolatos banki feladatok költségnövelő hatása is szerepet játszhatott. A követelések tőkearányos nettó értékvesztése a válság kitörése óta nem látott alacsony szintre csökkent, azonban ez az értékvesztés elszámolás következtében fellépő visszairásának köszönhető. Utóbbi oka, hogy az intézkedések miatt mérséklődött az érintett hitelállomány bruttó összege, így – minden mást változatlanul feltételezve – az értékvesztés a várható veszteséghez képest túlzott mértékűvé vált.

5.2.3. ábra

A bankrendszer és a fiókok összesített éves eredménytégei a 12 havi átlagos mérlegfőösszeg arányában

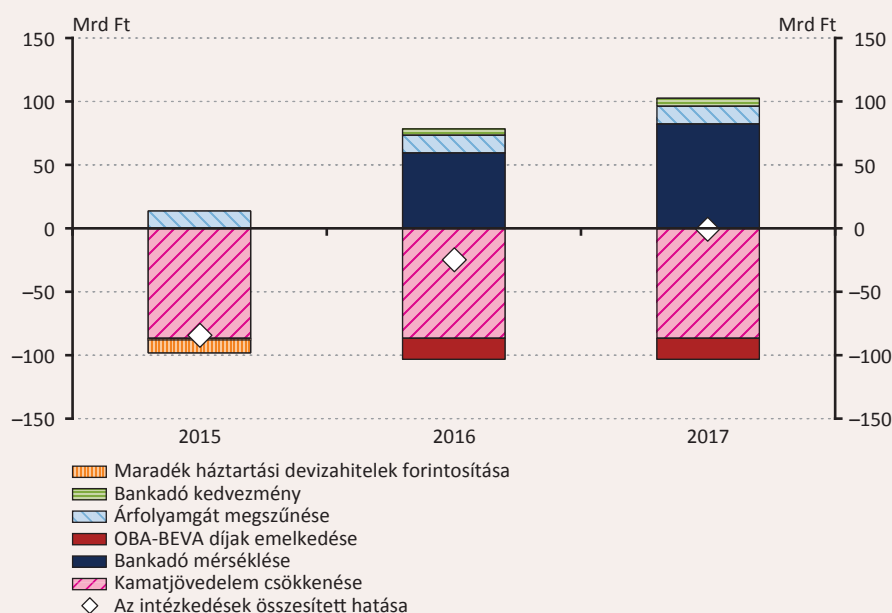


Forrás: MNB.

A jogszabályi intézkedések összesített eredményhatása középtávon közel semleges. Az elkövetkező évekre előretekintve a jogszabályi változások és kormányzati intézkedések befolyásolják érdemben az eredményt: az elszámolás, az autóhitelek forintosítása (5.2.1 szakmai cikk, Fábián – Zágonyi, 2015), az OBA, valamint BEVA részére fizetendő díjak emelkedése negatívan, míg a bankadó csökkentése, a bankadóban érvényesíthető kedvezmény és az árfolyamgát megszűnése pozitívan hatnak a bankrendszer jövedelmére. A hatások eredője 2015-ben és 2016-ban még negatív, azonban a pénzügyi szervezetek különadójának fokozatos csökkenése 2017-től már kioltja a veszteséget okozó intézkedések eredményhatását (5.2.4. ábra). Az autóhitelek forintosítása közvetlen költségként mintegy 11 milliárd forintos veszteséget jelent a bankok számára, azonban a közgazdasági költségeket érdemben mérsékli, hogy a pénzügyi intézményeknek nem kell pótlólagos értékvesztést elszámolni a svájci frank tartósan erős szintje miatt késedelembe eső adósok miatt. Bizonytalanságot jelent a profitabilitás alakulására vonatkozóan a MARK Zrt. jövőbeni működése is: az eszközkezelő árképzésétől és az átvett volumentől függően akár érdemi pótlólagos értékvesztés elszámolása is szükséges lehet.

5.2.4. ábra

Jogszabályi változások és kormányzati intézkedések becsült eredményhatása 2015 és 2017 között

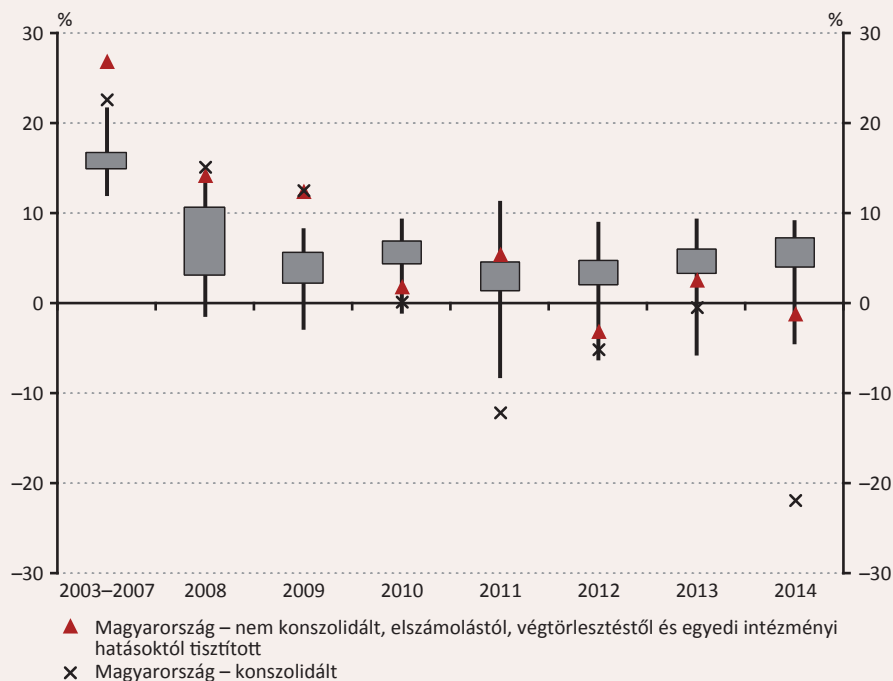


Forrás: MNB.

A magyar bankrendszer az egyedi tételek kiszűrése mellett is a gyengébben teljesítők közé tartozik az EU-ban. A bankrendszer állami intézkedésektől és egyedi hatásoktól tisztított jövedelmezősége 2014 végén 3,3 százalék volt, ami Európa kevésbé jövedelmező bankrendszerei közé helyez minket (5.2.5. ábra). A KKE régió országainak átlagos sajáttőke-arányos jövedelmezősége 2014-ben 6,2 százalék volt, míg medián értéke meghaladta a 9 százalékot. A hazai bankrendszer alacsonyabb, elvárt hozam alatti jövedelmezősége versenyhátrányt jelenthet a régió országai közötti forrásallokáció során. A szektor jövedelmezőségének tartós javulásához a korábban jellemző – sok esetben a háztartási kamatbevételek egyoldalú emelésére épülő – üzleti stratégia újragondolása szükséges. Az alkalmazkodás hiányában több bank esetében is fennáll annak kockázata, hogy az alacsony jövedelmezőség miatt kialakuló gyenge tőkeakkumulációs képesség hosszú távon fenntarthatatlanná teszi az intézmény működését.

A nemzetközi összehasonlítás alapján érdemi tér látszódik a költségek mérséklésében. A pénzügyi szektor költség hatékonysága azt mutatja meg, hogy egységnyi eszközt mennyire alacsony vagy épp magas költséggel képes kezelni egy-egy bankrendszer. A költségek eszközökhöz mért arányát sok tényező befolyásolja, melyek közül több a bankok számára adottságnak tekinthető. Ilyen tényező például a népsűrűség, a lakosság pénzügyi

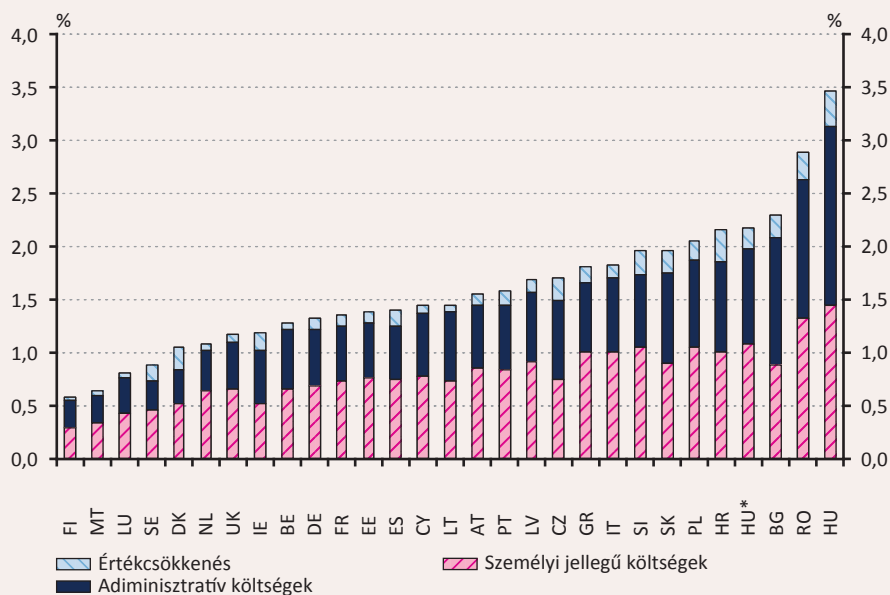
5.2.5. ábra
Sajátkeze-arányos megtérülés eloszlása az Európai Unió bankrendszereiben



Megjegyzés: Az ábrán a tagállamok bankrendszereinek 40-60, 20-80 percentilis értéke látható. Magyarországra vonatkozóan nem konszolidált, tisztított adat is feltüntetésre került.

Forrás: EKB CBD, World Bank Database.

5.2.6. ábra
Eszközarányos működési költségek nemzetközi összehasonlításban



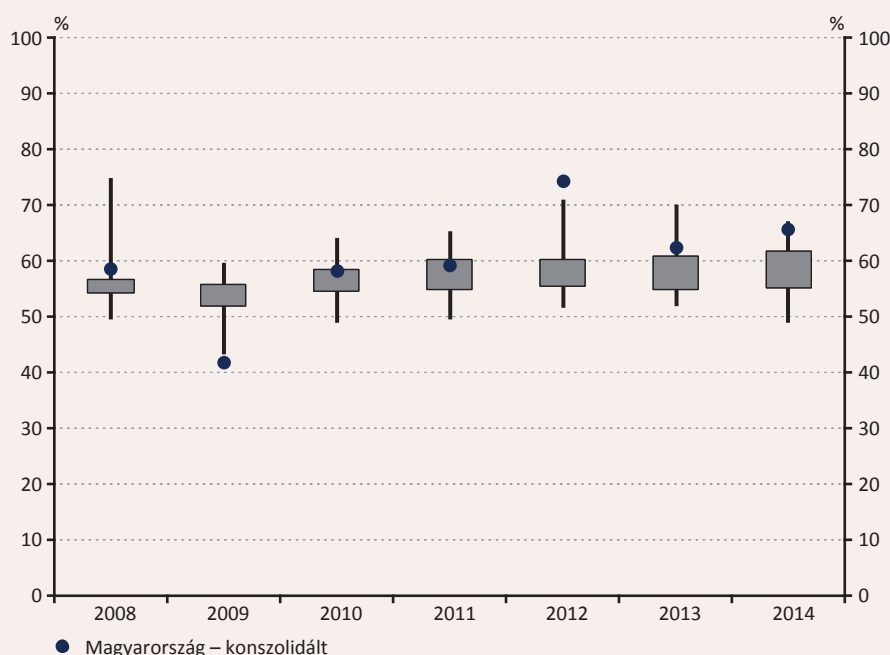
Megjegyzés: HU* = nem konszolidált adat.

Forrás: EKB CBD, MNB.

kultúrájának szintje, vagy a digitális megoldások iránti kereslet.⁹ A bank költségeit befolyásolja az intézmény üzleti fókusza is: a lakossági és a kkv hitelezés jellemzően személyesebb kapcsolatot igényel, amihez szélesebb fiókhálózat, nagyobb létszámú munkaerő szükséges. Mindezek alapján kellő óvatossággal kell közelíteni a statisztikákat, azonban annyi kijelenthető, hogy a nemzetközi összehasonlítás alapján (5.2.6. ábra és 5.2.7. ábra) Magyarországon található az egyik legmagasabb költségszinttel rendelkező bankrendszer Európában, ami alapján érdemi tér látszódik a költségek bankrendszeri szintű csökkentésére. Ennek elérése egyedi banki szinten történő racionalizálással (fiókok számának csökkenése, egyéb operációs költségek mérséklődése), vagy egyes intézmények összeolvadása révén is elképzelhető.

5.2.7. ábra

Jövedelemarányos működési költségek eloszlása az Európai Unió bankrendszereiben



Megjegyzés: Az ábrán a tagállamok bankrendszereinek 40-60, 20-80 percentilis értéke látható. Forrás: EKB CBD, MNB.

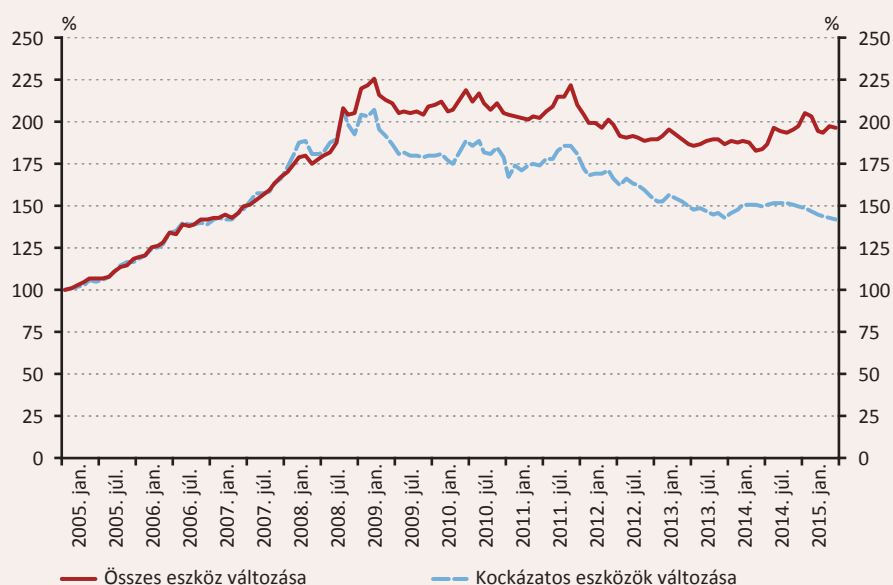
Középtávon az élénkülő aktivitás és kockázatvállalás, valamint az értékvesztés szükséglet mérséklődése javíthat a jövedelmezőségen. A válság kitörése óta a bankok mérlegfőösszege nem csak volumenében csökkent, de szerkezete is kevésbé kockázatos eszközök irányába tolódott el. A banki profitabilitást a költségek csökkentésén túl az aktivitás újbóli bővítése is javíthatja, különösen, ha ez a kockázatvállalási hajlandóság prudens határok között még felvállalható növekedésével is együtt jár. A tőkearányos megtérülésre a tőkeáttétel növekedése is pozitív hatást gyakorol, aminek a tőke megfelelés jelenlegi kiemelkedő szintje teret engedhet. Szintén javítja a jövedelmezőséget, hogy a gazdaság felívelő időszakában a növekvő jövedelmekkel és eszközárakkal párhuzamosan a bankok várható vesztesége is csökken, ami a már elszámolt értékvesztés visszaírásához, illetve az új értékvesztési igény mérséklődéséhez vezet. A tartós gazdasági növekedéssel, a munkanélküliség csökkenésével, illetve az ingatlanárak kezdődő emelkedésével így a hazai bankok középtávú jövedelmezőségi kilátásai is érdemben javultak az elmúlt időszak során (5.2.8. ábra).

⁹ Megjegyzendő, hogy a fejlett országokban a mérlegfőösszeg nagyságára az intenzív bankközi hitelezés komoly hatást gyakorol, a magyar adatot pedig a nálunk történt intenzívebb mérlegalkalmazkodás nagyban befolyásolja.

5.2.8. ábra

A bankrendszer összes eszközének és kockázattal súlyozott eszközeinek változása

(2005. január = 100%)



Megjegyzés: Az egyes komponensek az összes eszköz arányában.
Forrás: MNB.

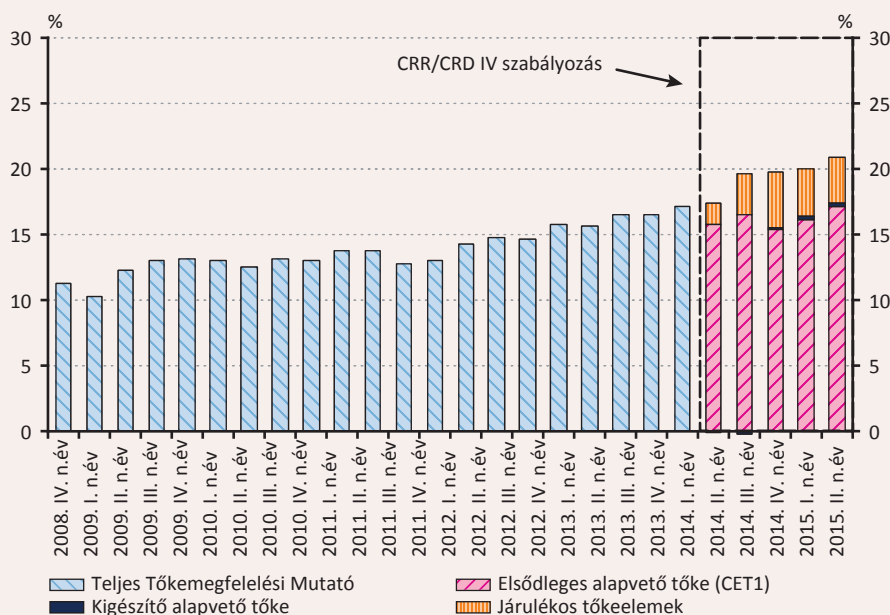
A bankrendszer tőkehelyzete aggregáltan rendkívül stabil, de a tőkepufferek koncentráltasága nőtt

A bankrendszer jelenleg igen tőkeerős, noha a pufferek koncentráltasága emelkedett. A bankrendszer nem konszolidált tőkemegfelelése historikusan magas szintre emelkedett (5.2.9. ábra), értéke 20,9 százalék volt június végén.¹⁰ A bankrendszer szavatoló tőkéjének döntő hányadát a CRR/CRD szabályozás szerinti legjobb minőségű, elsődleges alapvető tőke teszi ki. A tőkemegfelelési mutatóval szembeni jelenleg 8 százalékos elvárás minden bank teljesíti, valamint a II. pillér keretein belül előírt SREP tőkekövetelményeknek is minden intézmény megfelel. A tőkepuffer mértéke szektorszinten meghaladja az 1200 milliárd forintot, azonban ennek mintegy 77 százaléka három intézmény mérlegében koncentrálódik. A következő években a szektor szereplőinek fokozatosan szigorodó szabályozói elvárásokkal kell szembesülniük, melyek közül az első, tőkefenntartási pufferre vonatkozó előírás már 2016. január 1-én kötelezően életbe lép. Értéke a jövő évben 0,625 százalék lesz, amely évente emelkedve 2019-ben fogja elérni végleges, 2,5 százalékos szintjét. A bankrendszeri tőkemegfelelést a későbbiekben a kontraplikus tőkepuffer szabályozás is befolyásolhatja.

A válság kitörése óta a bankrendszer tőkemegfelelése pótlólagos tőkeemelések és a kockázatos eszközök csökkentése révén egyaránt javult. A bankrendszer tőkemegfelelési mutatója a 2008. decemberi 11,2 százalékos szinthez képest mára jelentősen javult, 2015 első félévének végéig közel 10,7 százalékponttal. A javulás több hatás eredőjeként állt elő. A legnagyobb – kumuláltan 10,8 százalékos – hatást a tőkeemelések okozták, melyek ellensúlyozták az egyéb, jellemzően negatív eredményből eredő tőkeváltozások tőkemegfelelést rontó, mintegy 8 százalékpontos hatását. A tőkemegfelelést kisebb mértékben egyúttal a mutató nevezőjének, a teljes kockázati kitettség értékének csökkentése is növelte, kumuláltan 5,4 százalékponttal. A nem konszolidált tőkemegfelelést a Bázeli III európai implementációjával módosuló szabályok is érdemben befolyásolták, ami 2014 I. negyedévében mintegy 4 százalékponttal javította a mutató értékét.

¹⁰ A tőkemegfelelés szintje több negyedévre visszamenőleg revideálásra került az egyik nagybank szavatolótőke számítási módszertanának megváltozása miatt.

5.2.9. ábra
A bankrendszeri TMM-mutató



Forrás: MNB.

5.2.1. szakmai cikk: Átfogó segítség a megmaradt lakossági devizahitelek forintosítása

Fábián Gergely – Zágonyi Ádám

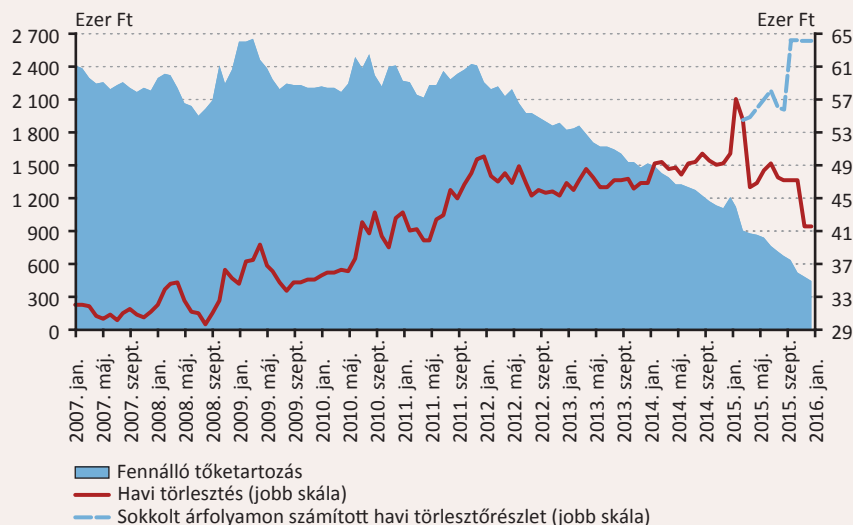
A megmaradt devizahitelek forintosításával októbertől kezdve megszűnik az adósok árfolyamkockázata, miközben tőketartozásuk 12 százalékkal csökken az idei év végén. Egy átlagos svájci frank gépjárműhitellel rendelkező ügyfél esetén közel 318 ezer forinttal csökken a tőketartozás. Ugyanakkor a tőketartozás csökkenését nem mindenki érzi majd hasonló mértékben a törlesztőrészekben, ami az elmúlt hetekben néhány félreértéshez is vezetett. Fontos tisztázni, hogy egyes speciális gépjárműhitel-konstrukciónál – ahol kedvező mértékű volt a törlesztés, de cserébe halmozódott a tőketartozás – a tőketartozás csökkenése mellett a törlesztőrészlet mérsékelten emelkedni fog, miközben a futamidő meghosszabbodik. Ennek megfelelően ezt azonban hiba lenne a korábbi kedvezményes törlesztéssel összehasonlítani, hiszen a forintosítás nélkül sokszorosát kellett volna törleszteniük az ügyfeleknek a hátralévő futamidő alatt.

A magyarországi lakossági devizahitelezés kora a gépjármű hitelezéssel kezdődött, a Kormány és Bankszövetség közötti megállapodás nyomán az őszi forintosítással fejeződik be. A jelzáloghitelek forintosítása nyomán eltűnt a rendszer szintén legnagyobb kockázati kitétettség, azonban továbbra is jelentős számban maradtak egyéb devizahitelek a magyar bankrendszer mérlegében. A megmaradt devizahitelek közel 20 százaléka személyi, több mint 72 százaléka pedig gépjárműhitel. Devizanem szempontjából egyértelműen a svájci frank tölti be a meghatározó szerepet, a teljes fennmaradt hitelállomány megközelítőleg 82 százaléka svájci frankban denominált. A megmaradt devizahitelek forintra történő átváltására a jelzáloghitel forintosításakor használt árfolyamon, svájci frank esetén 256 forinton kerül sor. A szükséges svájci frankot az MNB bocsátotta a bankok rendelkezésére, a devizatartalék megfelelés veszélyeztetése nélkül (gyes állításokkal szemben, a megmaradt devizahitelek konverzióján az MNB-nek kevesebb, mint 10 milliárd forint árfolyamnyeresége keletkezett).

A megmaradt lakossági devizahitelek kivezetésével megszűnt a devizahiteles családok árfolyam-kockázata. Az árfolyamváltozások hatására a törlesztőrészek közel 65 százalékkal emelkedtek 2014 decemberéig, egy tipikus adósnál ez 26 ezer forintos növekedést jelentett a havi terhekben a válság kitörése előtti időszakhoz képest. Ebből csak 2015 januárjában következett be 13 százalékos növekmény (tipikus adósnál 7 ezer forint), amikor a svájci jegybank elengedte az árfolyam-rögzítést. Utóbbival pedig gyakorlatilag eltűnt az elszámolás kedvező hatása a törlesztési terhekből,

1. ábra

Egy átlagos svájci frank gépjárműhitel tőketartozásának és havi törlesztőrészletének alakulása



Megjegyzés: Egy 2007-ben felvett, átlagos mértékű, 120 hónap futamidejű, referencia-kamatozású, annuitásos gépjárműhitel forintra átszámított adatai.

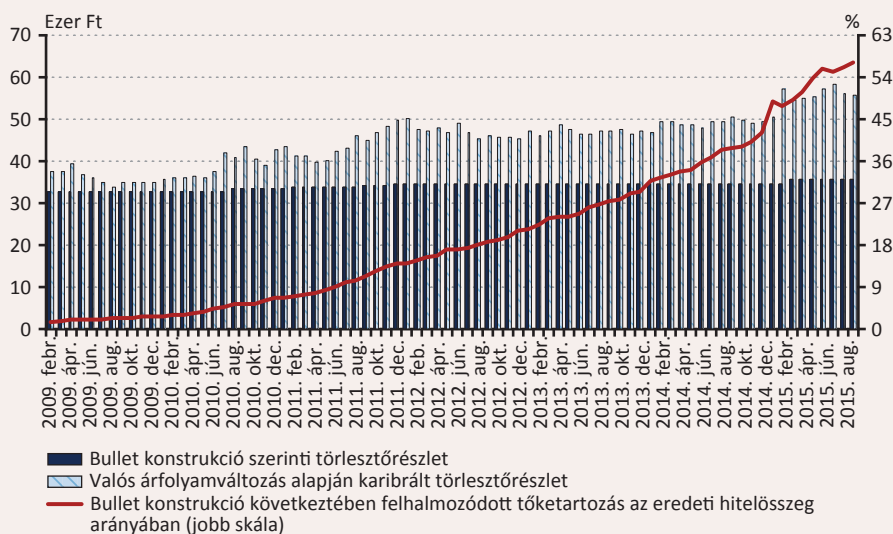
Forrás: KHR, MNB.

amely hatás egyébként abban is lecsapódott, hogy relatíve a legtöbb panasz az elszámolás kapcsán a gépjárműhitelek-nél jelentkezett. A forintosítás kiiktatja a további árfolyamsokkok negatív hatásait, az árfolyamkockázat ugyanis változatlanul számottevő a globális események tükrében. Egy esetleges 15 százalékos újabb sokk okozta gyengülés esetén több mint a kezdeti összeg duplájára nőhetett volna a törlesztőrészlet.

Ugyanakkor a tőketartozás csökkenését nem mindenki érzi majd a törlesztőrészleteken. Az úgynevezett bullet típusú hitelek-nél ugyanis az ügyfelek az eddigi futamidő alatt nem viselték az árfolyam és a kamatnövekedések teljes hatását, speciális szerződés garantálta burok védte őket a túlzott törlesztőrészlet emelkedéstől. A konstrukcióban rejlő kiszá-

2. ábra

Egy átlagos svájci frank gépjárműhitel valós és bullet típusú törlesztőrészleteinek alakulása és a felgyülemlett tőketartozás



Megjegyzés: A törlesztőrészlet árfolyam emelkedése következtében maximum 15 százalékkal növekedhetett.

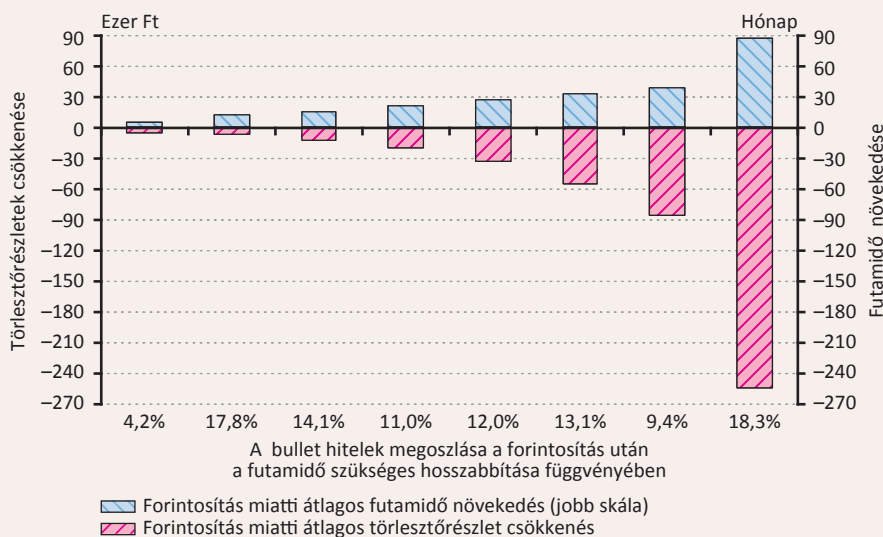
Forrás: KHR, MNB.

mítható kedvező havi kiadások lehetősége mögött azonban komoly kockázatok húzódtak. Ennek ára ugyanis az volt, hogy a devizában nyilvántartott tőketartozás alig csökkent, sőt forintban kifejezve emelkedett is az eredeti folyósított összeghez képest. Mindezt a hátralévő 1-3 év alatt kellene az ügyfeleknek betörlesztenie, ami még 1-2 év futamidő hosszabbítással is súlyos terhet jelentene számukra. A devizában denominált gépjárműhitelekben belül több mint a teljes állomány egyharmadát teszik ki azok a hitelek, amelyeknél a fennálló tarozás devizában eléri a folyósított összeg legalább kétharmadát (ezek a hitelek lényegében bullet konstrukciónak tekinthetők).

Egy tipikus svájci frank gépjármű hitel esetén – amennyiben a kezdeti törlesztő maximum 15 százalékkal emelkedhetett – a folyósított hitelösszeg közel 55 százaléka is felgyűlhetett a gyűjtőszámlákon. Ennek következtében, ha az ügyfeleknek a hátralévő futamidő alatt egyenlő részletekben (annuitásos módon) kellene megfizetniük a tarozásukat, akkor a törlesztőrészletük a kedvezményes 35 ezer forintról közel ötszörösére, 150 ezer forint közelébe ugrana. Még 1 éves futamidő meghosszabbítás esetén is csak 90 ezer forintig mérséklődne törlesztőrészlet.

3. ábra

A forintosítás törlesztőrészletekre gyakorolt csökkentő hatása és a szükséges futamidő hosszabbítás a svájci frank bullet hitelek arányában



Megjegyzés: Az ábra azt mutatja, hogy a bullet hitelek hány százaléka esik a különböző futamidő-hosszabbítás kategóriába és számukra mennyivel kedvezőbb a törvényi megoldás, mintha a mostani hátralévő futamidő alatt kellene rendezni a tartozást.

Forrás: KHR, MNB.

A forintosítás átfogó segítséget kínál az ilyen típusú ügyleteknél. Egyrészt ezen ügyfeleknél is csökkenti a fennálló svájci frank tőketartozást 12 százalékkal, ami érdemi könnyítést jelent. Másrészt a megugró nagy terheket elteríti a futamidő hosszabbítással, miközben az annuitással alakítással biztosítja az egyenletes törlesztést, ami nem haladhatja meg 15 százalékkal nagyobb mértékben a kedvezményes törlesztőrészletet (a hosszabbítással 12 évnél nagyobbra növekvő futamidő esetén 25 százalék lehet a maximális törlesztőrészlet-emelkedés). Mindez egy átlagos adósnak 6-7 ezer forint havi plusz terhet jelent, ami azonban elenyészőnek tekinthető ahhoz képest, hogy a terhek sokszorosára, több tízezer forinttal emelkedtek volna az intézkedések nélkül. A magasabb szükséges futamidő hosszabbodás, magasabb havi tehercsökkenéssel párosul. A hosszabbítás mértéke és a törlesztő csökkenés azonban nagymértékű heterogenitást mutat. Az ügyfelek középső harmadánál a forintosítás átlagosan 21 hónap, míg felső 20 százaléknál 86 hónap futamidő hosszabbítással jár. A hosszabbításért cserébe az első esetben 22 ezer forint, míg második esetben 250 ezer havi megtakarítást könyvelnek el az ügyfelek a fennálló tartozást egyenlő részletekben történő visszafizetésével szemben, feltételezve, hogy azt a hátralévő futamidő alatt kellene teljesíteniük.

Összességében tehát azon svájci frank gépjármű és személyi hiteleknel, ahol az ügyfelek szembesültek az árfolyamvesztéssel a tarozásuk 12 és ezzel a törlesztőrészletük 13 százalékkal csökken. Azok, akik csak részlegesen vagy

egyáltalán nem szembesültek az árfolyamvesztéssel és ezért a fennálló tarozásuk halmozódott, egy másfajta, de átfogó segítséget kapnak: egyrészt a svájci frank tőketartozás az esetükben is csökken 12 százalékkal, másrészt a korábbi kedvezményes törlesztés miatt felgyülemlett tőketartozást a futamidő-hosszabbítással elterítve, mérsékelt havi tehernövekedés mellett kell törleszteniük a többszörösére ugró törlesztések helyett.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Privatbankar.hu oldalon 2015. október 15-én.

5.3. PORTFÓLIÓ MINŐSÉG A MAGYAR BANKOKNÁL

2015 első félévében a vállalati portfólión belül az egyes szerződések szintjén a 90 napnál nagyobb késedelem-ben lévő vállalati hitelek állományon belüli aránya enyhén növekedett és 2015. június végén 14 százalékot tett ki. A vállalati hitelek minőségében az enyhe romlást a vállalati portfólió volumenének nagymértékű féléves csökkenése eredményezte. A vizsgált időszakban tovább erősödött a vállalati portfólió szegmentáltsága, mivel a projekthitelek esetén meghaladja a 27 százalékot a 90 napon túl késedelmes hitelek aránya, míg az egyéb vállalati hiteleknel ez az arány 9 százalék körüli. Ezzel a 90 napon túl késedelmes vállalati hitelek már több mint felét a projekthitel portfólió teszi ki. A projekthitelek problémájának megoldását a nemteljesítő hitelek tisztításának katalizálásával a MARK segítheti.

Az elszámolás hatására csökkent a 90 napon túl késedelmes háztartási hitelek volumene, arányuk azonban nem változott érdemben. 2015 első félévében a 90 napon túl késedelmes háztartási hitelek aránya a teljes bankrendszeren belül az év végi 19,2 százalékról 16,2 százalékra csökkent az elszámolás hatására. Ezt azonban átmeneti csökkenésnek tartjuk, a problémás háztartási jelzáloghitelek magas aránya továbbra is a pénzügyi rendszer egyik kiemelt nehézségét jelenti, amin jelenleg csak a NET működése és bővítése segít a nemteljesítő portfólió tisztításán keresztül.

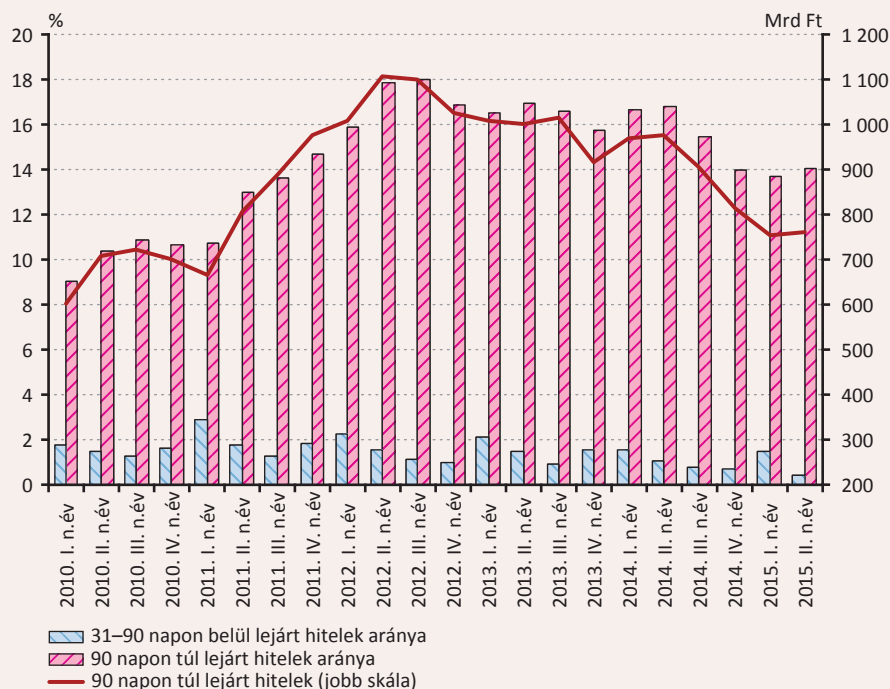
A forintosítás – mind a fedezett, mind a fedezetlen háztartási hiteltermékek esetén –, valamint az elszámolás hatására nagyban csökkent az új bedőlések kockázata a meglévő portfólión. Az újhitelek esetén ennek a kockázatnak az adósságfék szabályok szabnak gátat. Ugyanakkor a problémás háztartási jelzáloghitelek magas aránya változatlanul a pénzügyi rendszer egyik kiemelt nehézségét jelenti, amin a magáncsőd átalakítása és a NET bővítése segíthet a nemteljesítő portfólió tisztulásán keresztül. Jelenleg azonban nem látszik, hogy a nemteljesítő jelzáloghitel probléma magától miként oldódna meg a meglévő állami segítségek ellenére sem. A hitelek és adósok mélyelemzése alapján azonban számos lehetőség rajzolódik ki. Fenntartható átstrukturálásokkal az ügyfelek nagy hányada megfelelő adósságpályára állítható. Nagyobb lendületet szükséges adni azonban a bankok és az ügyfelek számára egyaránt, hogy a felek közötti kooperáció erősödni tudjon. Ennek előfeltétele az adminisztratív és a hiteladósokat érintő szankciók előtti korlátok elbontása, ami egyben a magáncsőd számára is pozitív impulzust jelentene.

A vállalati hitelportfólió minőségét erős kettőség jellemzi

2015 első félévében enyhén romlott a vállalati hitelek minősége. A bankrendszer 90 napnál nagyobb késedelem-ben lévő vállalati hiteleinek állományon belüli aránya 2014 végéhez képest 0,1 százalékkal növekedve, 14,1 százalékot tett ki június végén (5.3.1. ábra). A vállalati portfólió minősége úgy romlott, hogy a 90 napon túl késedelmes vállalati hitelek állománya a 2014 év végi 812 milliárd forintból 53 milliárd forinttal csökkenve 759 milliárd forintot tett ki félévkor. A portfólióminőség enyhe romlásának oka, hogy a bankrendszeri vállalati hitelek volumene mintegy 400 milliárd forinttal zsugorodott félév alatt, amely így a 90 napnál nagyobb késedelem-ben lévő hitelek volumen csökkenése ellenére is a portfólión belüli arányuk növekedését eredményezte. A 31-90 napon belül lejárt hitelek aránya azonos időszak alatt azonban jelentősen, közel a felére csökkent év végéhez képest, amely csökkenti a további romlás valószínűségét, javítva ezzel a második félévre vonatkozó kilátásokat.

5.3.1. ábra

A vállalatok késedelmes hiteleinek aránya

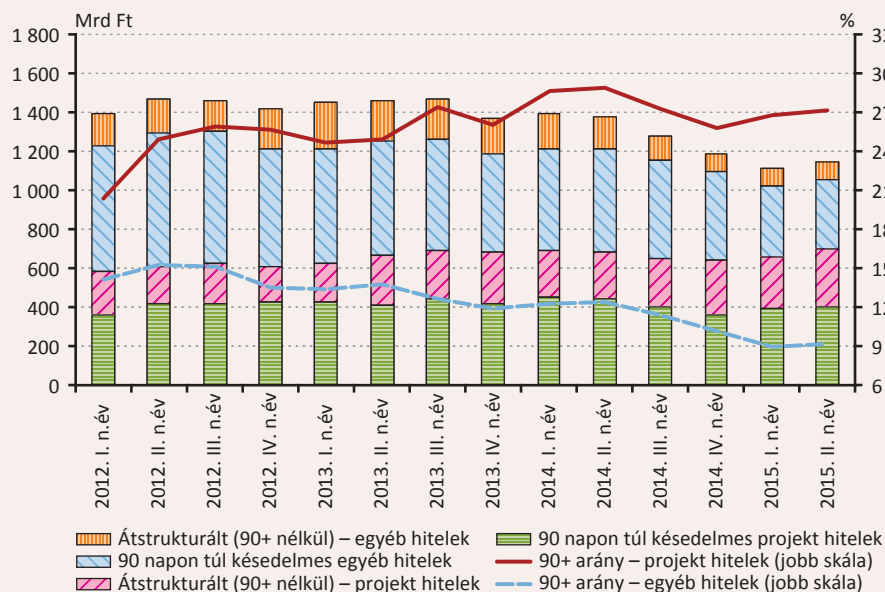


Megjegyzés: 2015. januártól az ügyfél szintű megközelítés szerint a 90 napon túli késedelemben lévő hitelek állománya szerződésenként kerül megállapításra. Forrás: MNB.

Erősödő kettősség jellemzi azonban a vállalati portfólióminőséget. A 90 napnál nagyobb késedelemben lévő hitelek termékek szerinti szétbontásakor jól látható, hogy a lejárt hitelek már több mint fele a vállalati szegmensben a projekthitelekre vezethetők vissza (5.3.2. ábra). A 90 napon túl késedelmes hitelek aránya a projekthiteleknel 2015. június végén már 27,3 százalékot tett ki, míg az egyéb vállalati hitelek esetén ez az arány 9,1 százalék. Még szembetűnőbb a vállalati portfólióminőség kettőssége, ha figyelembe vesszük a nemteljesítő

5.3.2. ábra

Nemteljesítő és átstrukturált projekt, illetve egyéb vállalati hitelek a bankrendszerben



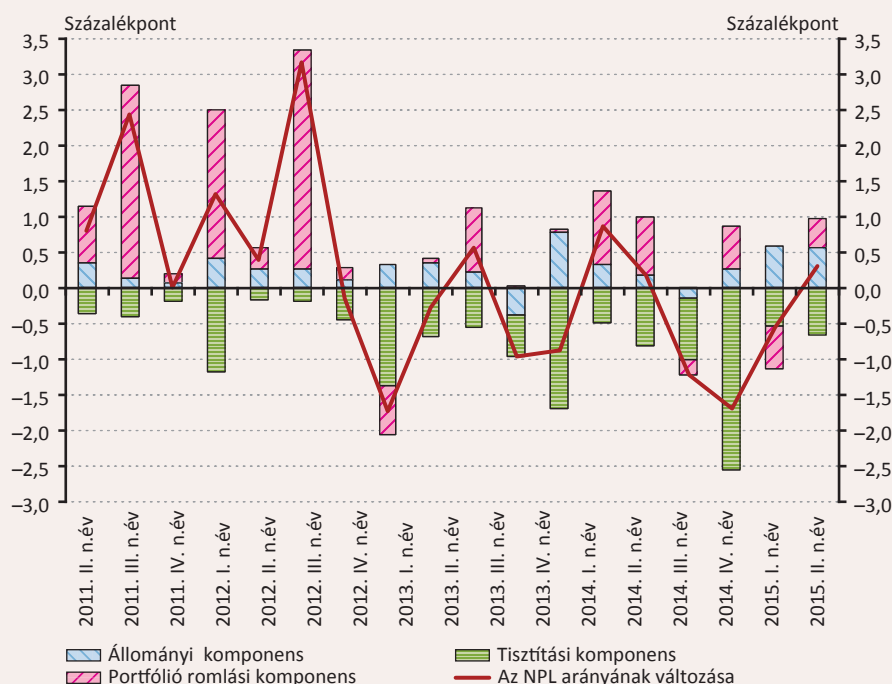
Forrás: MNB.

hitelek új definícióját, amely szerint a projekthitelekben belül az NPL arány mintegy 47 százalékot, míg a nem projekt jellegű egyéb vállalati hitelekben belül csupán 14 százalékot tesz ki.

A vállalati hitelek állományi csökkenése okozta a nemteljesítési arány romlását. Tényezőkre bontva a változást látható, hogy az állományi komponens jelentősen rontotta a vállalati hitelek nemteljesítési arányát 2015 első félévére során (5.3.3. ábra). Bankrendszeri szinten féléves portfóliójavulás figyelhető meg, vagyis 2015 első félévében minden más változatlansága mellett csökkent volna a 90 napnál nagyobb késedelemben lévő vállalati hitelek aránya. Az állományi komponens azonban a zsugorodó vállalati hitelporfólió következtében a 90 napnál nagyobb késedelemben lévő vállalati hitelek arányának növekedése mellett hatott, melyet a féléves tisztítás és portfóliójavulás együttesen sem tudott ellensúlyozni.

5.3.3. ábra

A nemteljesítő vállalati hitelek arányának alakulásában szerepet játszó tényezők a bankrendszerben



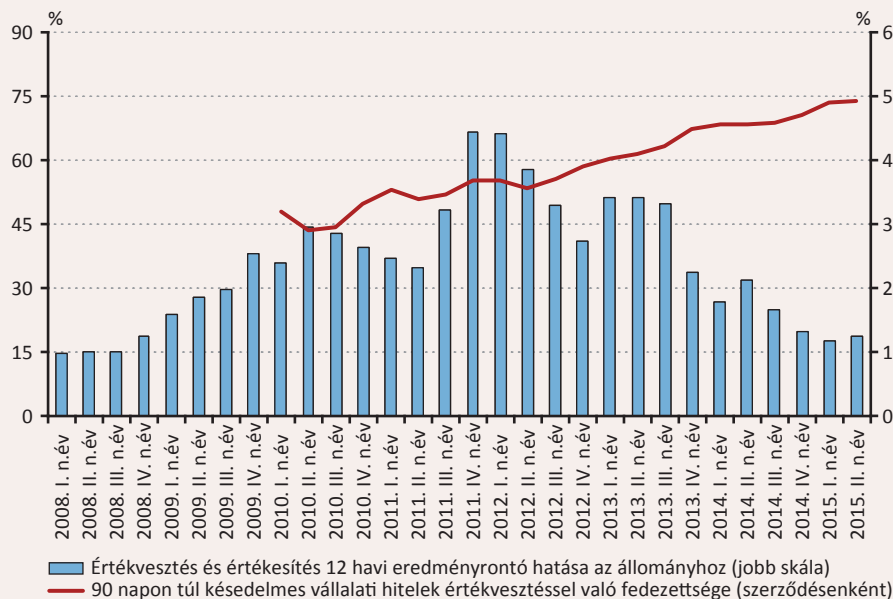
Forrás: MNB.

Az éves tisztítási ráta bankcsoporton kívüli üteme érdemben nem növekedett. A bankcsoporton kívüli, piaci tranzakciókat tekintve a tisztítási ráta értéke 2015 júniusában 22,9 százalék, ami azt mutatja, hogy az adott időszak vége előtti 12 havi periódusban az éves átlagos 90 napon túl késedelmes állomány hány százaléka került eladásra vagy leírásra. A jelenlegi tisztítási ráta fennmaradása mellett több mint négy évet venne igénybe a bankrendszer felszabadítása a nemteljesítő állománytól, figyelmen kívül hagyva az újonnan nemteljesítővé váló hiteleket. A projekthitelek és egyéb vállalati hitelek kettőssége a tisztítási ráta vonatkozásában is fennáll. A projekt-hiteleket az egyéb vállalati hiteleknel tartósan alacsonyabb tisztítási ráta jellemzi, amit elsősorban a nemzetközi befektetők és a projekthitelek tisztítását hatékonyan támogató követeléskezelői piac hiánya eredményez. A projekthitelek tisztítása jelentősen felgyorsulhat a jegybanki eszközközvetítő (MARK Zrt.) vásárlásainak indulásával.

Az értékvesztés és értékesítés eredményrontó hatása kis mértékben csökkent, a vállalati hitelek fedezettsége növekedett. Az első félév során 0,1 százalékponttal csökkent az értékvesztés és az értékesítés állományarányos eredményrontó hatása, az értékvesztéssel való fedezettség 3,6 százalékponttal nőtt 2014 év végéhez képest (5.3.4. ábra). Az értékvesztés és az értékesítés állományarányos eredményrontó hatása, amely mutató kockázati költségként is felfogható, egyre közelít a válság előtti szinthez. Az értékvesztéssel való fedezettség 74 százalékgig emelkedett 2015. június végéig. Emellett, jelentősen csökkent a bankok közötti szórás a fedezettség tekintetében, és így a legrosszabb mutatóval rendelkező bank fedezettsége is már meghaladja a 60 százalékot.

5.3.4. ábra

Értékvésztés és értékesítés állományarányos eredményt rontó hatása, valamint a fedezettség alakulása



Megjegyzés: A vállalati hitelezésben legalább 2 százalékos részesedéssel bíró bankok fedezettsége.

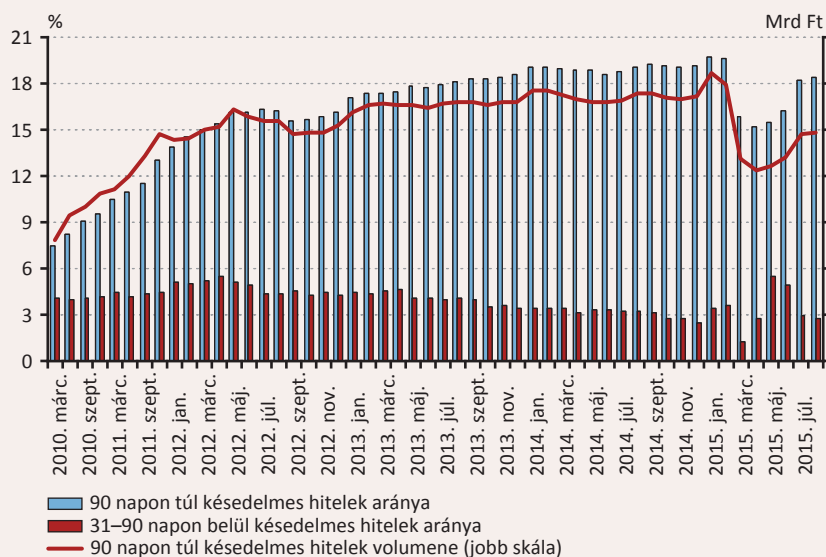
Forrás: MNB.

A háztartási hitelportfólión belül a nemteljesítő jelzáloghitelek magas volumene jelent kiemelt kockázatot

Az elszámolás hatására csökkent a 90 napon túl késedelmes háztartási hitelek volumene, arányuk azonban nem változott érdemben. 2015 első negyedévéig a 90 napon túl késedelmes háztartási hitelek aránya a teljes bankrendszeren belül az év végi 19,2 százalékról 15,9 százalékra csökkent az elszámolás hatására (5.3.5. ábra).

5.3.5. ábra

A bankrendszer 90 napon túl késedelmes háztartási hitelállományának aránya szerződésenként

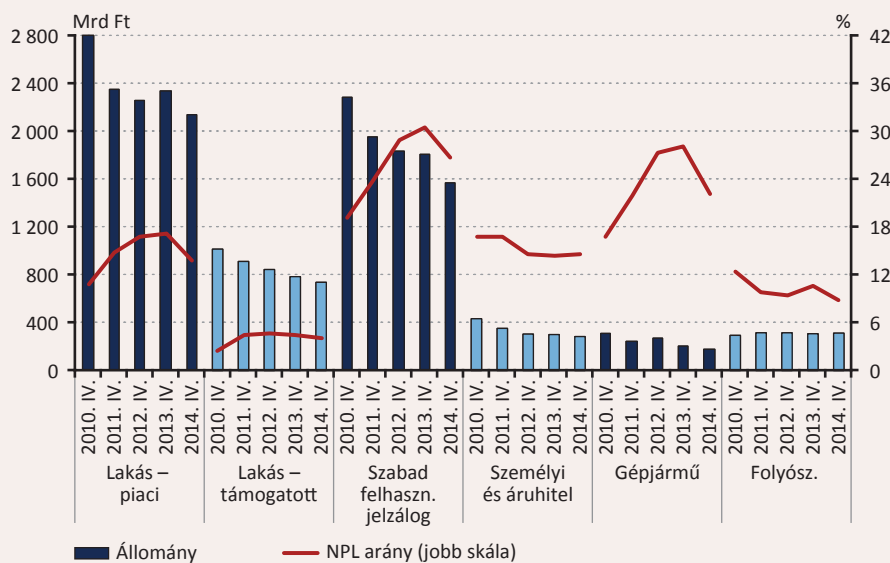


Forrás: MNB.

Az intézkedés elsősorban az adósok legrégebbi hátralékát csökkentette, így számos adós átmenetileg átsorolódott a késedelemmel nem rendelkező kategóriába. Az elszámolást követő első esedékes törlesztőrészekkel az adósok legkorábban júliusban eshettek újra 90 napon túli késedelembe, így a 2014 év végi 90 napon túl késedelmes aránnyal és volumennel a július-augusztusi adatok már érdemben összehasonlíthatóak. Mindezek alapján a 90 napon túl késedelmes háztartási hitelek volumene mintegy 200 milliárd forinttal, 1000 milliárd forintra csökkent augusztus végére, arányuk a teljes háztartási hitelállományhoz képest azonban csupán 0,8 százalékponttal, 18,4 százalékra mérséklődött. Az elszámolás következtében tehát a portfóliónak csak egy kis hányadánál figyelhető meg gyógyulás. Termékbontását tekintve a háztartási portfólión belül a 90 napon túl késedelmes jelzáloghitelek magas aránya (5.3.1. szakmai cikk, Fábián Gergely, 2015) és volumene jelent kiemelt kockázatot (5.3.6. ábra).

5.3.6. ábra

A 90 napon túl késedelmes háztartás hitelek volumene és aránya a bankrendszerben



Forrás: MNB.

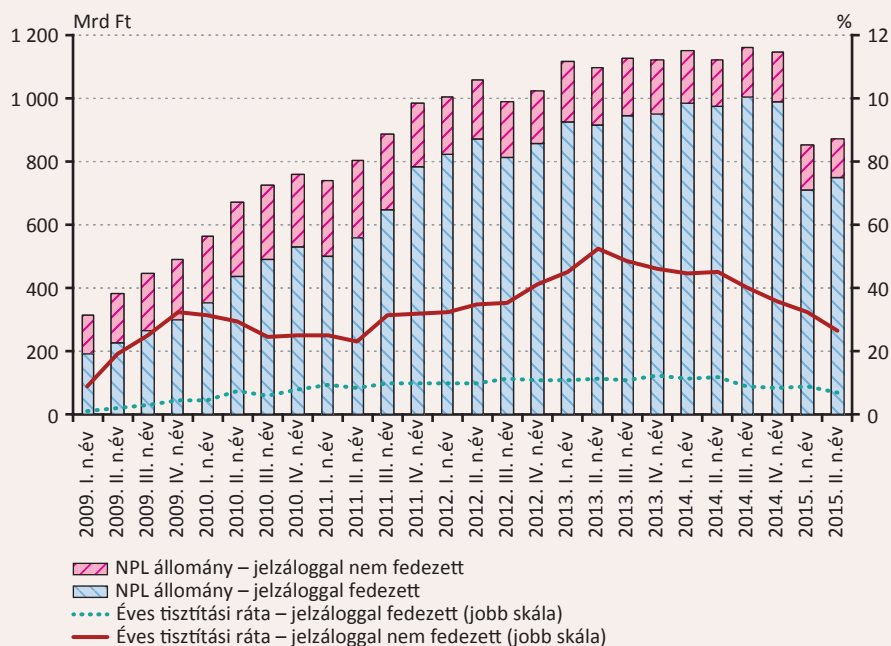
A háztartási portfólió tisztítása továbbra is szegmentált. 2015 első feléve során a teljes bankrendszer mintegy 41 milliárd forintot kitevő 90 napon túl késedelmes bruttó állományt tisztított ki a mérlegekből, a portfólió tisztítása azonban továbbra is a fedezetlen hitelekre koncentrálódik (5.3.7. ábra). A bankok a fedezetlen hitelek megfelelő ütemben képesek tisztítani mérlegükből, az éves tisztítási ráta, azaz az eladott és leírt követelések éves bruttó volumene a 90 napon túl késedelmes fedezetlen portfólióhoz viszonyítva 26,5 százalékot tett ki 2015 első felév végén. Ezzel szemben a bankok a mérlegükben található 90 napos fizetési késedelembe lévő jelzáloghiteleket csak lassú, éves alapon mintegy 6,6 százalékos ütemben képesek kitisztítani.

A nemteljesítő jelzáloghitelek tisztítása gyakorlatilag a NET-re korlátozódik. A problémás jelzáloghitelek és fedezeti ingatlanok mérlegekből való kitisztítását jelenleg csak a Nemzeti Eszközkezelő (NET) képes hatékonyan támogatni. 2013 és 2015 második negyedév vége között a bankok által értékesített fedezeti ingatlanok 78 százalékát, mintegy 14 ezer ingatlant a NET vásárolta fel.¹¹ A program 25 ezres eredeti keretösszegének 10 ezer darabbal való kibővítése, valamint a belépéshez szükséges szociális kritériumok enyhítése következtében a program szélesebb körben segítheti tovább a háztartási jelzáloghitel-portfólió tisztítását. A NET kapacitás korlátok és a szociális kritériumai miatt azonban nem képes kezelni a nemteljesítő jelzáloghitelek problémakörét teljes körűen, így szükség van a piaci alapú fedezetértvényesítés hatékony működésére is.

¹¹ A NET júliusig csaknem 17 ezer ingatlant vett át, míg a beérkezett ajánlatok már a 25 ezret is meghaladják.

5.3.7. ábra

Bankrendszeri tisztítási ráta a háztartási szegmensben termékbontásban



Forrás: MNB.

A nemteljesítő lakossági jelzáloghitel-állomány csökkenését jellemzően a hiteladósok túlzott mértékű eladósodottsága akadályozza. A nemteljesítő adósokat mind vagyoni, mind jövedelmi szempontból a túladósodottság jellemzi. A forint árfolyamának gyengülése nagymértékben növelte a korábbi deviza alapú hitelek fennálló tartozásösszegét, és ezzel együtt a rendszeres törlesztőrészletét is. A tartozásösszegek forintban kifejezett értékének drasztikus emelkedése a rendszeres törlesztési teher jövedelemhez viszonyított arányát nagymértékben növelte, miközben a hitelösszeg fedezetértékhez viszonyított aránya szintén jelentősen romlott. Az adósok 35 százaléka rendelkezik „negatív tőkével” (vagyis esetükben a hitel összege meghaladja a fedezetek értékét), míg ötödük esetében a tartozás meghaladja a teljes vagyon értékét is. Mindezek mellett az adósok 82 százaléka esetén magasabb a jelenlegi teljes tartozás a felvett hitelösszegnél.

„Átstrukturálási tartalékok” találhatóak a portfólióban, de nagyobb lendületre van szükség a bankok részéről.

A bankok az utóbbi években már számos ügyfél adósságát alakították át annak érdekében, hogy az adósok fizetési nehézségeire hosszabb-rövidebb megoldást kínáljanak, a banki interjúk tapasztalatai alapján ezeknek azonban csak mintegy 20 százaléka lett sikeres. Az elemzés során megvizsgáltuk, hogy ezek az átstrukturálások milyen statisztikai jellemzők mellett lettek sikeresek, vagyis milyen esetekben maradt az adós nagyobb eséllyel teljesítő a szerződésmódosítást követően. Ezeket a jellegzetes sikerkritériumokat a teljes sokaságra megvizsgálva megállapítható, hogy a nemteljesítő portfólió akár 45-50 százaléka, akár 70-80 ezer adós is alkalmas lehet az átstrukturálásra, ami alapján jelentős „tartalékok” találhatóak a rendszerben. Ennek kiaknázása érdekében lendületesebb átalakításra lenne szükség a bankok részéről, és az ügyletek olyan átalakítása válhat szükségessé, amely során a törlesztési terhek jobban illeszkednek az adósok jövedelmi helyzetéhez.

Az adósok részéről nagyobb együttműködési hajlandóság szükséges. A tanulmányban bemutatott reprezentatív kérdőíves felmérés alapján az adósok döntő többsége tudatában van annak, hogy nemteljesítés esetén elveszítheti ingatlanját, azonban csak jóval kevesebben élik meg ezt reális fenyegetettségként. Az adósok többsége elutasított minden – a kérdőívben felhozott – megoldási lehetőséget, és nagy részük további kormányzati beavatkozásra vár. A nemteljesítő hiteladósok esetén felmerül az erkölcsi kockázat jelentősége: a tanulmány becslése alapján a nemteljesítő jelzáloghitelek mintegy 10-20 százaléka lehet erkölcsi kockázattal jellemezhető.

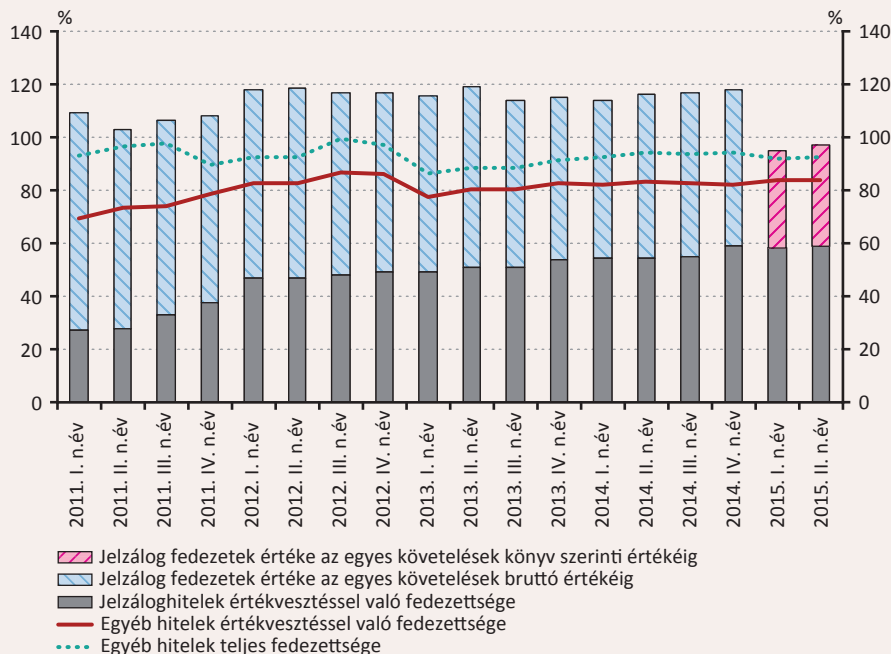
A fedezetértékesítési lehetőségek jelentősen korlátozottak. A lakáspiac és a fedezeti ingatlanok nem egyenletes területi eloszlása súrlódásokat okoz a fedezetek értékesíthetősége szempontjából. A nemteljesítő jelzáloghitelek mögötti fedezetek közel fele a keleti régiókban (Észak-Magyarország, Észak-Alföld és Dél-Alföld) található, míg az adósok 70 százaléka kisebb településeken él. Mindezek mellett a fedezeti ingatlanok kétharmadának forgalmi értéke nem éri el a 10 millió forintot. Az ország keleti régióiban (főként Észak-Magyarországon) és a kisebb településeken, ahol a nagy számosságú nemteljesítő jelzáloghitel mögötti fedezeti ingatlanokhoz képest relatíve alacsony a lakáspiaci forgalom, felmerül az ingatlanok nehéz értékesíthetősége. Az önkéntes fedezet értékesítés, vagy a kisebb lakásba költözés, mint megoldási lehetőség ezért vélhetően csak korlátozottan lehet működőképes. Az értékesített fedezetek háromnegyedét a Nemzeti Eszközkezelő (NET) program keretében az állam vásárolta meg, amely összességében jól mutatja az ingatlanpiac gyenge felvevőképességét.

Adminisztratív korlátok akadályozzák a probléma eredményes kezelését, különösen a felmondott hiteleknel. A végrehajtási és kilakoltatási (birtokbavételi) eljárás rendkívül időigényes, amely nehezíti az ingatlan értékesítését. A végrehajtási eljárás aránytalanul drága és jelentős veszteségeket okoz a bankoknak: a végrehajtás során felmerülő összes díj és költség a behajtott összeg 15 százalékát is elérheti. A nemteljesítő portfólió adósságelengedés révén történő tisztítását a tartozáselengedés nem egyértelmű adóvonzata nehezíti. Adminisztratív korlátok gátolják továbbá a felmondott ügyletek átalakítását, mivel azok KHR besorolása megnehezíti a hitelek refinanszírozását.

A problémás jelzáloghitelek esetén a fő cél a fizetőképesség helyreállítása és fenntartása kell, hogy legyen. A 90 napon túl késedelmes jelzáloghitel portfólión belül kiemelten magas, közel 35 százalékos azon szerződések aránya, amelyek 100 százalékos feletti hitelfedezeti mutatóval (LTV) rendelkeznek. A magas LTV értékek ellenére bankrendszer 90 napon túl lejárt jelzáloghitel portfóliójának teljes fedezettsége ugyan megfelelő, mintegy 97 százalékos szinten tartózkodott a félév végén (5.3.8. ábra), a jelzálogfedezetek problémás érvényesíthetőségére tekintettel azonban ezen portfólió esetén a fizetőképesség helyreállítása a legfontosabb.

5.3.8. ábra

A bankrendszer 90 napon túl késedelmes háztartási hitelállományának teljes fedezettsége

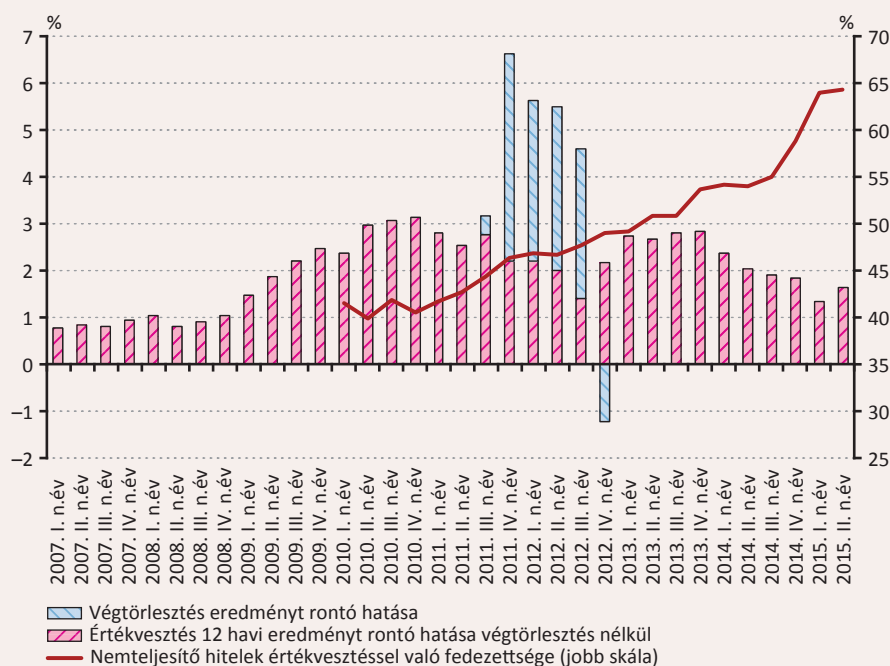


Forrás: MNB.

A késedelmes portfólió értékvesztéssel való fedezettsége főként az elszámolás következtében emelkedett meg az első félév során. A bankrendszer 90 napon túl késedelmes háztartási portfóliójának értékvesztéssel való fedezettsége a 2014 év végi 58,8 százalékról az első negyedév végére 64 százalékra emelkedett, majd a fedezettség a második negyedévben gyakorlatilag stagnált (5.3.9. ábra). Az első negyedéves emelkedés az elszámolás hatásának köszönhető, ugyanis egyes bankok nem, vagy csak kis mértékben csökkentették a portfólióra elszámolt értékvesztés állományukat amellet, hogy az elszámolás következtében a késedelmes portfólió bruttó értéke csökkent. Az elszámolást követően a meg nem gyógyult portfólió újbóli késedelembe esése előretekintve megnövelheti az új értékvesztés elszámolás igényt. 2015 első félév végén az értékvesztés és értékesítés 12 havi eredményrontó hatása 1,6 százalékos szinten tartózkodott, amely a korábbi évekhez képest alacsony kockázati költséget jelent.

5.3.9. ábra

Az értékvesztés állományarányos eredményt rontó hatása és a fedezettség a háztartási szegmensben



Forrás: MNB.

5.3.1. szakmai cikk: Bedőlt lakossági hitelek: elmagyarázza az MNB az igazságot

Fábián Gergely

A nemteljesítő háztartási hitelek között a 182 ezer jelzáloghitel szerződés jelent rendszerkockázatot a kitettség magas volumene miatt mind rendszerszinten, mind pedig az ügyfelek szintjén. Bár valóban további 1,9 millió nemteljesítő jelzáloghitelen kívüli fogyasztói szerződés található a pénzügyi közvetítők mérlegében, ezek többnyire kisösszegű, évek óta beragadt tartozások. E követelések egy jelentős része tartósan beragadt, követeléskezelőknél található tartozás, melyek már 2009-ben nemteljesítő státuszban voltak.

A nemteljesítő háztartási hitelek (NPL) magas volumene és e szerződések nagy száma a pénzügyi közvetítőrendszer egyik kiemelt problémája. A hitelintézeti szektort tekintve a nemteljesítő háztartási hitelek aránya 19,3 százalékot tett ki 2014 év végén, míg a pénzügyi vállalkozásokat is beleértve ez az arány jelentősen magasabb, közel 28 százalék volt. A pénzügyi vállalkozások esetén a nemteljesítő hitelek magas aránya e szegmens természetéből fakad, hiszen a szektor egy részét követeléskezelő vállalatok teszik ki. A hitelintézeti mérlegekben megjelenő 1277 milliárd forintot kitevő

nemteljesítő háztartási kitettségek többsége, mintegy 86 százaléka jelzáloggal fedezett. A pénzügyi vállalkozásokkal együtt összesen 182 ezer nemteljesítő jelzáloghitel szerződés található, amely összesen 1456 milliárd forint volument jelent (1. táblázat). A rendszerkockázat egyrészt a kitettség méretéből fakad, valamint a bank számára a megtérülés nagyban függ a fedezet értékének alakulásától.

A 182 ezer nemteljesítő jelzáloghitel szerződésen kívül további mintegy 1,9 millió jelzáloggal nem fedezett NPL szerződés található a pénzügyi közvetítők mérlegében, ugyanakkor ezek közel sem jelentek akkora kockázatot, mint a jelzáloghitelek, amelynek okai a kisebb volumen és jóval alacsonyabb hitelösszegek, valamint a nemteljesítő jelzáloghitelek 57 százalékos értékvesztéssel való fedezettségénél jóval magasabb, 80 százalék feletti érték. A fedezetlen hitelportfólió összességében jelentősen heterogén képet mutat, itt találhatók személyi hitelek, gépjárműhitelek, folyószámla és kártyahitelek valamint áruhitelek is. Ezen portfólió közül a még jelentős devizaarányral bíró gépjármű és személyi hitelek jelentenek kisebb, de érdemi kockázatot.

1. táblázat

Nemteljesítő háztartási hitelek a teljes pénzügyi közvetítőrendszerben termékbontásban

2014. IV. negyedév	Hitelintézetek			Pénzügyi vállalkozások			Teljes pénzügyi közvetítőrendszer összesen		
	Nemteljesítő hitelek (90 napnál régebben lejárt hitelek)			Nemteljesítő hitelek (90 napnál régebben lejárt hitelek)			Nemteljesítő hitelek (90 napnál régebben lejárt hitelek)		
	Volumene (Mrd Ft)	Aránya (%)	Szerződés szám (ezer db)	Volumene (Mrd Ft)	Aránya (%)	Szerződés szám (ezer db)	Volumene (Mrd Ft)	Aránya (%)	Szerződés szám (ezer db)
Jelzáloggal fedezett hitelek	1 095,1	20,1%	133,0	360,8	70,3%	49,4	1 455,9	24,4%	182,4
Lakáscélú	467,5	14,0%	56,8	274,8	79,2%	42,9	742,3	20,2%	99,7
Szabadfelhasználású jelzálog	627,6	29,7%	76,2	86,0	51,8%	6,4	713,6	31,4%	82,7
Jelzáloggal nem fedezett hitelek	181,8	15,7%	538,0	648,1	55,2%	1 350,9	829,9	35,6%	1 888,8
Személyi	48,6	15,0%	91,6	210,8	93,7%	478,0	259,3	47,3%	569,6
Gépjármű	64,9	28,7%	28,3	190,7	51,8%	117,2	255,6	43,0%	145,6
Folyószámla és kártyahitel	42,0	10,6%	366,9	109,4	86,9%	436,2	151,4	28,9%	803,1
Áruhitel	5,1	15,5%	39,9	17,1	28,1%	143,6	22,2	23,7%	183,5
Egyéb	21,2	11,7%	11,2	120,2	30,5%	175,8	141,4	24,6%	187,1
Összesen	1 276,9	19,3%	671,0	1 008,9	59,8%	1 400,2	2 285,7	27,6%	2 071,2

Megjegyzés: A pénzügyi vállalkozások adatai KHR alapján követelési értéken vannak jelölve, azaz az ügyfél tényleges tartozását mutatják, nem annak könyv szerinti értékét.

Forrás: MNB.

Érdemes górcső alá venni a pénzügyi vállalkozásokat, hiszen náluk a nemteljesítő hitelek dominálják a portfóliót. Ennek oka, hogy a nemteljesítő fedezetlen hitelek nagy százalékát – workout folyamatok hatékonyabb kezelése végett – a pénzügyi vállalkozás formájában működő követeléskezelőknek adja át a szektor. A közel 1,9 millió nemteljesítő fedezetlen hitelszerződés 72 százaléka a pénzügyi vállalkozásokhoz köthető, amelyből közel 50 százalék a követeléskezelők mérlegében található (2. táblázat). A nemteljesítő hitelállományon belül jelentős a régóta nemteljesítő hitelek aránya, azaz semmiképpen sem új keletű problémáról van szó, sőt az újonnan felépülő NPL portfóliók növekedési üteme az egyedi hatásokat kiszűrve már stagnál. A pénzügyi vállalkozások nemteljesítő fedezetlen hiteleinek közel kétharmada több mint 3 éve késedelembe van, míg a követeléskezelők mérlegében található fedezetlen hitelek több mint 40 százaléka 5 éven túl késedelmes.

2. táblázat

Pénzügyi vállalkozások mérlegében lévő nemteljesítő hitelek volumene és szerződésszáma

2014. IV. negyedév	Egyéb pénzügyi vállalkozások			Követeléskezelők			Pénzügyi vállalkozások összesen		
	Fennálló tőke (Mrd Ft)	Szerződés szám (ezer db)	Átlagos fennálló tőke (millió Ft)	Fennálló tőke (Mrd Ft)	Szerződés szám (ezer db)	Átlagos fennálló tőke (millió Ft)	Fennálló tőke (Mrd Ft)	Szerződés szám (ezer db)	Átlagos fennálló tőke (millió Ft)
Jelzáloggal fedezett hitelek	114,3	10,1	11,3	246,5	39,3	6,3	360,8	49,4	7,3
Lakáscélú	30,7	3,9	7,9	244,1	39,1	6,2	274,8	42,9	6,4
Szabadfelhasználású jelzálog	83,6	6,2	13,5	2,4	0,2	10,2	86,0	6,4	13,4
Jelzáloggal nem fedezett hitelek	329,7	704,6	0,5	318,0	644,9	0,5	648,1	1350,9	0,5
Személyi	90,1	328,7	0,3	120,7	149,3	0,8	210,8	478,0	0,4
Gépjármű	133,5	83,7	1,6	57,2	33,5	1,7	190,7	117,2	1,6
Folyószámla és kártyahitel	28,1	126,5	0,2	81,3	309,6	0,3	109,4	436,2	0,3
Áruhitel	12,7	103,5	0,1	4,4	40,1	0,1	17,1	143,6	0,1
Egyéb	65,4	62,1	1,1	54,5	112,4	0,5	120,2	175,8	0,7
Összesen	444,3	716,0	0,6	564,5	684,2	0,8	1008,9	1400,2	0,7

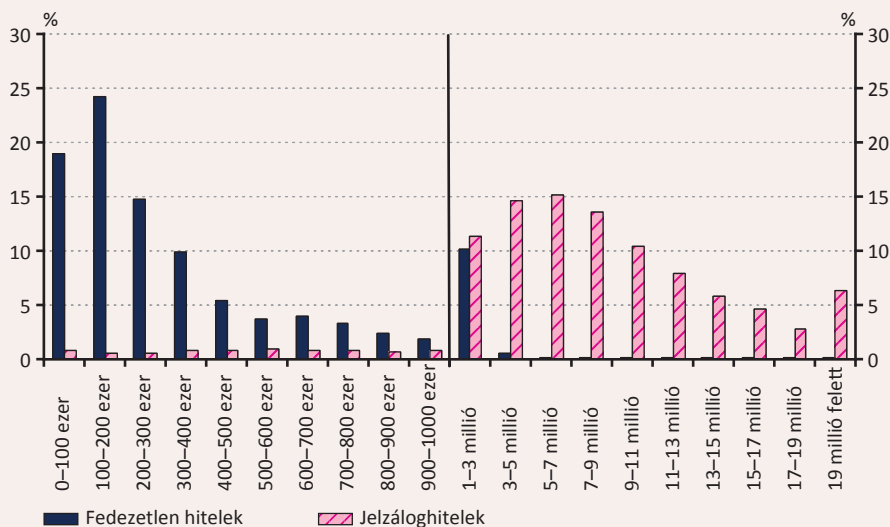
Megjegyzés: A pénzügyi vállalkozások adatai KHR alapján követelési értéken vannak jelölve, azaz az ügyfél tényleges tartozását mutatják, nem annak könyv szerinti értékét.

Forrás: MNB.

Bár a nemteljesítő fogyasztói követelések száma rendkívül soknak hangzik, hangsúlyozni kell, hogy ezek a jóval kisebb átlagos összegük miatt alacsony terhet jelentenek az ügyfelek számára, a jelzáloghitelekkel szemben. Míg utóbbiaknál a követelések több millió forintot tesznek ki, addig a jelzáloghiteleken kívül a nemteljesítő szerződések mintegy fele 200 ezer forint alatti, a szerződések háromnegyede pedig nem haladja meg a félmillió forintot (1. ábra). Itt fontos azt kiemelni, hogy a szerződésszám nem azonos az érintett háztartások számával, hiszen egy adósnak több tartozása is lehet. A teljes pénzügyi közvetítőrendszert tekintve mintegy 930 ezer adóst érint a nemteljesítő hitelek problémája, arra viszont nincs pontos statisztika, hogy ez a szerződésszám hány háztartásban koncentrálódik. Túlzás lenne azt gondolni, hogy egy adós egyben egy háztartást is jelent.

1. ábra

A nemteljesítő hitelszerződések eloszlása a teljes pénzügyi közvetítőrendszerben



Forrás: MNB, KHR.

Végezetül a Pénzügyi Stabilitási Jelentés a 2014 végi adatokat dolgozta fel, amelyek jelenleg, még az első negyedéves adatok megjelenését követően is realisabb képet mutatnak. 2015 első negyedévében a devizahitelekkel kapcsolatos elszámolás hozzávetőleg 19 százalékról 14 százalékra csökkentette a 90 napon túl késedelmes hitelek arányát. Az elszámolás során kapott visszatérítés elsősorban az adósok legrégebbi hátralékát csökkenti, így az ügyfelek nagy hányada átmenetileg átsorolódott a késedelemmel nem rendelkező kategóriába. Így jelentős ügyfélkör került statisztikailag teljesítővé – akik egyúttal a KHR negatív adósnilyvántartásból is kikerülnek – anélkül, hogy az ügyfelek tényleges befizetéseket teljesítettek volna. A változás azonban rövidéletű lesz: bár néhány ezer ügyfél várhatóan teljesítővé válhat az elszámolás jelentette törlesztőteher-csökkenés hatására, a döntő többség rövid időn belül a törlesztések elmaradásával statisztikailag ismételten nemteljesítő lesz.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. június 1-jén.

5.4. A FIZETÉSI RENDSZER HELYZETE

A Magyar Nemzeti Bank jegybanktörvényben rögzített alapvető feladata, hogy a pénzforgalom zavartalan lebonyolítását és az azt támogató fizetési és elszámolási rendszerek megbízható és hatékony működését elősegítse. Az MNB alapvetően katalizátorként vesz részt a hatékonyság növelésében: elemzéseket végez, valamint aktív koordináció és párbeszéd segítségével igyekszik megteremteni azokat a feltételeket, amelyek elősegítik, hogy az érintettek a társadalmi érdekek figyelembevételével döntsenek. Amennyiben a gazdasági szereplők a költség-hatékony, gyors és biztonságos elektronikus fizetési módokat a jelenleginél is nagyobb mértékben használnák, a fizetési tranzakciók terén jelentős erőforrások lennének megtakaríthatóak társadalmi szinten. Ehhez azonban arra van szükség, hogy a fizetési helyzetek többségében a készpénz mellett lehetőség legyen az elektronikus fizetési eszközök egyszerű és biztonságos használatára alacsony és átlátható költségek mellett. Az elektronikus fizetési eszközök jelenleginél szélesebb körű használatának számos pozitív hatása lehet a hazai gazdaságra. Növelhető vele a pénzforgalom hatékonysága, csökkenthetők a tranzakciók lebonyolításához felhasznált erőforrások, segítheti a rejtett gazdaság visszaszorítását, ezeknek köszönhetően pedig támogatja a gazdasági növekedést is. A fizetési és elszámolási rendszerek fejlesztése és felvigyázása emiatt alapvető jegybanki feladat. A rendszerek megbízhatóságának, hatékonyságának, likviditásmenedzselésének, a rendszerek közötti kapcsolódó szolgáltatásoknak nyomon követése és elemzése egy kockázat alapú felvigyázói keretrendszer alapján történik. Emellett elengedhetetlen, hogy a hazai fizetési és elszámolási rendszerek magas szintű szolgáltatással és a jogszabályoknak megfelelően támogassák a gazdasági szereplők által kezdeményezett reálgazdasági és pénzügyi tranzakciók lebonyolítását. Az MNB a katalizatori funkcióján túl szabályozza a pénzforgalom lebonyolítását, így MNB-elnöki rendeletben előírt követelményeken keresztül tudja alakítani a pénzforgalmi szolgáltatások piacát. A rendeletben és a pénzforgalmi szolgáltatások nyújtásáról szóló törvényben szereplő előírások betartását az MNB ellenőrzi.

2015: Kulcsfontosságú pénzügyi infrastrukturális fejlesztések éve

Tovább gyorsult a belföldi átutalások lebonyolítása

2012. július 2-án, napi öt elszámolási ciklussal, elindult a Bankközi Klíring Rendszer (BKR) napközbeni elszámolása, és ezzel párhuzamosan életbe lépett az Magyar Nemzeti Bank (MNB) azon jogszabályi előírása, miszerint a belföldi forint átutalásoknak legfeljebb négy órán belül teljesülni kell. A napi öt elszámolási ciklus esetén, átlagosan kicsit több mint 2 óra volt szükséges ahhoz, hogy egy átutalás a fizető fél bankszámlájának terhelésétől kezdve eljusson a kedvezményezett ügyfél bankszámlájára. (Császár, 2015) Egy fizetési megbízás a teljes fizetési láncban – amely az ügyfél bankszámlájának terhelésétől az ügyfélbankszámla jóváírásáig terjedő időintervallum – általában több mint 1 órát az elszámolási ciklusokra történő várakozással töltött, amely alatt valójában nem történt semmi a megbízással. Az átutalások sebességének további gyorsítása és a hatékonyság növelése érdekében ezért 2015. szeptember 7-én az MNB és a GIRO Zrt. az elszámolási ciklusok számát ötről tízre emelte, vagyis munkanapokon¹² már tíz ciklusban kerülnek a bankközi tranzakciók elszámolásra.

¹² Szombati munkanap esetén naponta hét alkalommal történik elszámolás.

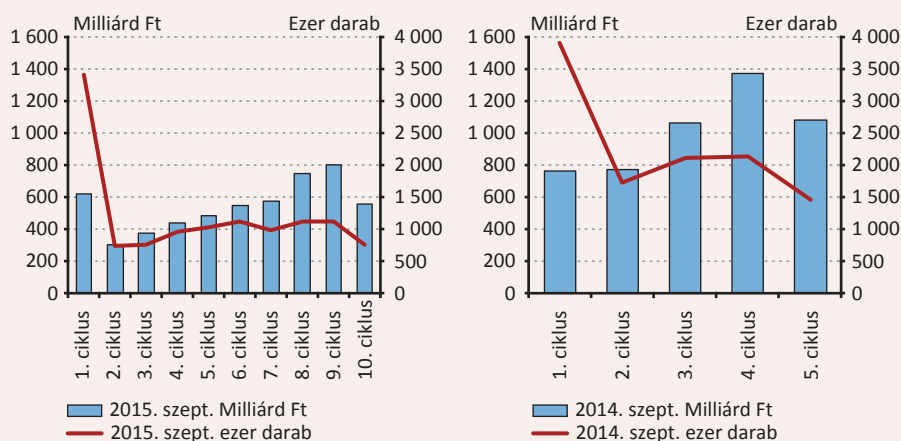
A fejlesztés révén, munkanapokon már 7:30-kor végrehajtásra kerül az első elszámolási ciklus, amely biztosítja a kedvezményezett bankszámlákon az átutalások korábbi hozzáférhetőségét, az utolsó elszámolási ciklus pedig később (17:00 órákor) kerül lebonyolításra. A korábbi ciklus főként a lakosság számára előnyös, míg az elszámolás későbbi időpontjai inkább a vállalati szektor számára kedvezőek, mivel későbbi időpontig van lehetőség átutalások indítására az napi teljesítéssel. A korábbi és későbbi ciklusok bevezetésével a fizetések lebonyolítására a napon belül rendelkezésre álló idő is megnövekedett. Az üzemidő kiterjesztésével és más fejlesztésekkel összhangban a BKR napközbeni elszámolás kiegyenlítését végző VIBER¹³ üzemideje szintén meghosszabbodott, a rendszer indítására 2015. augusztus 3-tól reggel 8:00 óra helyett már 7:00 órákor sor kerül.

A fejlesztés eredményeként az átutalások a korábbi kicsit több mint két óra helyett átlagosan már kevesebb, mint másfél óra alatt megérkezhetnek a kedvezményezettek számláira. A beérkező jóváírásokból emelkedhet a napon belül lebonyolítható további fizetések száma, tovább javulhat a vállalati szektor likviditáskezelésének hatékonysága, valamint csökkenhet a várakozási idő a fizetés megtörténtét követő ügyletek esetében (pl. adásvétel, áruátvétel), így az átutalással történő fizetés több esetben jelenthet kedvezőbb alternatívát a készpénzes fizetéssel szemben. A ciklussűrítés eredményeként az első hónap tapasztalatai alapján várhatóan csökken az egyes elszámolási ciklusok forgalma (5.4.1. ábra), ami kedvező hatással lehet a banki likviditásra is. A fejlesztés hozzájárulhat az elektronikus tranzakciók számának további növeléséhez is, ezáltal hatékonyabbá válik a pénzforgalom működése és csökkennek a tranzakciók lebonyolításának társadalmi költségei.

5.4.1. ábra

A napközbeni elszámolás tételeinek számának és értékének ciklusonkénti megoszlása

(2015. szeptember 2014 szeptemberéhez viszonyítva)



Forrás: Magyar Nemzeti Bank

További változás, hogy 2016-tól a jelenleg még a BKR éjszakai elszámolási rendszerében teljesített banki átutalások elszámolása is átkerül a napközbeni elszámolásba. A napközbeni elszámolás továbbfejlesztésével párhuzamosan a BKR éjszakai elszámolási platformja fokozatosan leépítésre kerül. A tervek szerint középtávon az éjszakai elszámolási rendszerben már csak a csoportos beszedések és más beszedés jellegű fizetési módok tranzakciói maradnak majd. Témával kapcsolatos további részletes elemzés Bartha Lajos és Kajdi László „Meddig lehet még fokozni az átutalások sebességét” című 2015 szeptemberében megjelent publikációjában olvasható. (5.4.1. szakmai cikk, Bartha-Kajdi, 2015)

¹³ Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer

Elektronikus úton történő számlafizetések kialakítása

A Magyar Posta elmúlt években a pénzforgalmi szolgáltatások terén megkezdett fejlesztései széles körben elérhetővé tehetik a számlák elektronikus fizetését. Korábban a postahelyeken bankkártyával történő fizetés valójában fizetési kártyás készpénzfelvételnek minősült és ennek a tranzakciónak a jellemzően magas díjai számottevően akadályozták a széles körű használatot. Jogszabályi módosítások és technikai fejlesztés eredményeképpen a postai bankkártyás számlafizetés azonban már valóban bankkártyás vásárlás lett, így 2015 első felétől a fizetési kártyák túlnyomó többségénél külön díj megfizetése nélkül lehet kiegyenlíteni a rendszeresen fizetendő számlákat a postahelyeken. Fontos azonban, hogy a közelmúlt fejlesztései következtében a sárga és fehér csekkek már a postahelyeken kívül, készpénz használata nélkül is befizethetők. 2014 év végétől lehetőség nyílt okostelefonra telepített mobilfizetési alkalmazás használatával befizetni a QR kóddal ellátott sárga és fehér csekkeket.

További újtásként 2015 elején több csekkbefizető automata került kihelyezésre szerte az országban, amelyek szintén lehetővé teszik a csekkek fizetési kártyával történő befizetését. Mivel mind a mobilalkalmazáson, mind pedig az automatákon keresztül történő csekkbefizetés elektronikus úton adott megbízásnak minősül, a befizetett összegek a megbízások befogadásának munkanapját követő munkanapon – tehát a postahelyi befizetéshez képest egy nappal korábban – már jóváírásra kerülnek a csekket kibocsátó szolgáltató fizetési számláján.

Létrejött a Renminbi elszámolási központ Magyarországon

Az MNB a Jegybanki Renminbi Program keretében, Közép-Kelet Európában elsőként, támogatja a renminbi nemzetközi elszámolásokban betöltött súlyának növelését. Kína jelentősége a nemzetközi kereskedelemben egyre nő, ugyanakkor a renminbiben elszámolt kereskedelmi tranzakciók értéke 2008-at megelőzően elhanyagolható mértékű volt. Az elmúlt években a kínai gazdaságpolitika kiemelt céljává vált a renminbi nemzetközi használatának növelése. Az Európai Unió egyik legfontosabb külkereskedelmi partnere az utóbbi időben Kína lett, Magyarországnak pedig jelentős szerepe van a régiós kínai kapcsolatokban. A renminbi Kínán kívüli használatának alapfeltétele a fizetési műveletek elszámolásához szükséges elszámolási infrastruktúra kialakítása. A szolgáltatás gördülékeny lebonyolítása érdekében a kínai jegybank (People's Bank of China – PBC) és az MNB 2015. június 27-én megállapodást kötött a renminbi elszámolási mechanizmus kialakításáról. Az elszámolásforgalmi megállapodás keretében a PBC és az MNB megegyezett arról, hogy az RMB elszámolás felügyeletét és felvigyázását, az információk cseréjét, valamint a rendszer értékelését és fejlesztését összehangoltan, együttműködve látják el. Ezt követően a PBC hivatalos elszámoló banknak jelölte ki a Bank of China magyarországi leánybankját. A hivatalos elszámolóbank kiválasztásának egyik fontos előnye, hogy az a kínai belföldi devizapiachoz és kötvénypiachoz is kvótát kap.

A forint CLS-rendszerhez való csatlakozásának fejleményei

2014 februárjában azzal a céllal indított közös projektet az MNB és a CLS Bank International, hogy a forint kiegyenlítési devizává váljon a CLS által nyújtott, folyamatosan kapcsolt kiegyenlítési szolgáltatás (Continuous Linked Settlement - CLS) felhasználói számára. A hitelintézetek a forint csatlakozását megelőzően tizenhét devizában tudták multilaterális nettó módon kiegyenlíteni a bankközi devizaügyleteket a rendszerben. A magyar fizetőeszköz tizennyolcadikként való csatlakozásával lehetőség nyílik arra, hogy a forint és más CLS-devizák közötti ügyletek devizakiegyenlítési kockázattól mentesen kerüljenek végrehajtásra, amivel egy eddig kevésbé kezelt kockázati típus kiküszöbölése válik lehetővé a szolgáltatáshoz csatlakozó hazai és nemzetközi bankok számára. A CLS által nyújtott szolgáltatás tehát azzal, hogy nemzetközileg harmonizált folyamatokat hoz létre, hozzájárul mind a nemzetközi, mind pedig az országon belüli bankközi együttműködés biztonságának növeléséhez.

Az elmúlt évben elvégzett feladatok közé törvény- és szabályzatalkotási, informatikai, illetve üzletmenetbeli változtatások tartoztak, melyek mind azt a célt szolgálták, hogy a csatlakozáshoz szükséges működési környezet megteremtődjön. A forint 2015. november 16-án sikeresen csatlakozott a CLS rendszerhez. Témával kapcsolatos további részletes elemzés Balla Gergely Patrik és Pintér Cecília „Az MNB és a CLS új eszközt ad a hazai devizapiac kezébe” című, 2015 novemberében megjelent publikációjában olvasható. (5.4.2. szakmai cikk, Balla-Pintér, 2015)

A pénzforgalmi infrastruktúra, a fizetési módok forgalma és a visszaélések alakulása 2015-ben

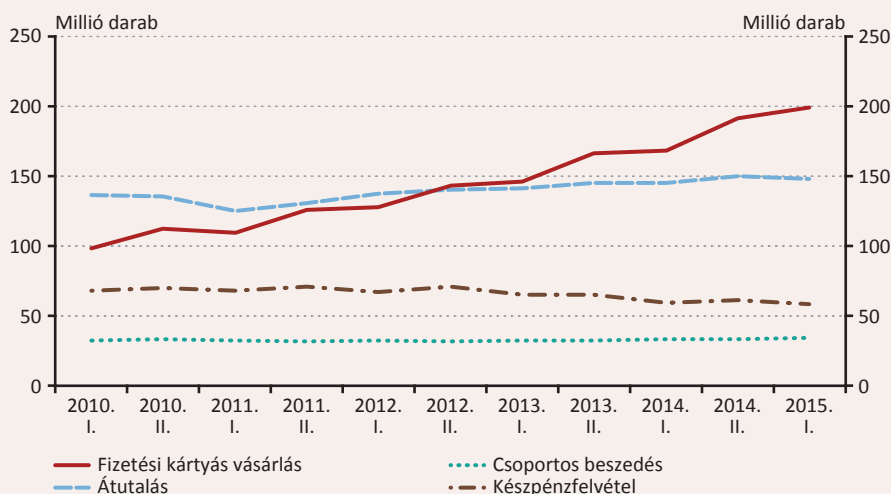
A pénzforgalmi szolgáltatók által vezetett fizetési számlák száma 2015-ben kismértékben csökkent, ugyanakkor még mindig meghaladta a 10 milliót. A forgalomban lévő hazai kibocsátású fizetési kártyák 9 milliót megközelítő száma nem változott jelentős mértékben 2014-hez képest. Ezzel szemben az érintőkártyák száma 2015 első félévében számottevően, több mint másfélszeresére emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, melynek köszönhetően az ilyen funkcióval ellátott eszközök az összes fizetési kártya közel felét teszik ki. A fizetési kártya elfogadói hálózat tekintetében a POS terminálok többsége már rendelkezik az érintéses fizetést lehetővé tevő funkcióval, ami több mint 40 százalékos bővülést jelent 2014-hez viszonyítva. Hasonlóan nagymértékű emelkedést mutatott az internetes elfogadóhelyek száma.

2015-ben folytatódott a hazai kibocsátású fizetési kártyákkal lebonyolított belföldi vásárlási forgalom jelentős növekedése, a tranzakciók száma és értéke egyaránt emelkedett az előző évhez viszonyítva (5.4.2. ábra). A kártya fizikai jelenléte nélkül lebonyolított tranzakciók száma és értéke szintén jelentősen, 40 százalék körüli mértékben nőtt az előző évhez képest, ugyanakkor ez továbbra is csupán az összes kártyás vásárlás töredékét jelentette mind számosságban, mind értékben.

A rendszeres lakossági fizetéseknél (például közműszolgáltatások díjai) alkalmazott csoportos beszédések forgalma mind a tranzakciók számát, mind értékét tekintve enyhén növekedett.

5.4.2. ábra

A fizetési számlához kapcsolódó főbb fizetési műveletek forgalma



Forrás: Magyar Nemzeti Bank

A hazai kibocsátású kártyákkal okozott visszaélések többsége a határon átnyúló forgalomhoz kapcsolódott. A bűnesetek túlnyomó többsége a kártya fizikai jelenlétét nem igénylő, jellemzően internetes tranzakciókhoz kapcsolódott. A hazai kártyaelfogadói hálózatban elkövetett visszaélések aránya az összforgalomhoz viszonyítva továbbra is alacsony volt.

A fizetési és elszámolási rendszerek működése

A fizetési és elszámolási rendszerek forgalmának alakulása

A VIBER forgalmának összértéke kismértékben csökkent (5,2%), míg a tranzakciók tételszáma némileg emelkedett (4,5%) az előző évhez képest, a Bankközi Klíring Rendszer (BKR) forgalmában mind darabszámban (3,4%), mind értékben (7,5%) bővülést tapasztaltunk. A napközbeni elszámolás forgalmának értéke előző évhez képest jelentősen meghaladta az éjszakai elszámolás forgalmának részarányát. A növekedés jövőben tovább folytatódhat, tekintettel a Magyar Államkincstár tétéleinek tervezett átirányítására az éjszakai elszámolásból a napközbeni elszámolásba. A KELER KSZF tőkepiacon realizált forgalma 2014-hez képest némileg emelkedett az elszámolt tranzakciók értékét tekintve, a garantált tranzakciók között továbbra is egyre jelentősebb szerepet töltenek be az energiapiaci elszámolásból származó tételek.

A felvigyázott rendszerek működéséhez kapcsolódó kockázatok alakulása

A felvigyázott rendszerek a korábbi évekhez hasonlóan magas megbízhatósággal üzemeltek. Az MNB felvigyázóként az elszámolási és kiegyenlítési rendszerek működését összetett kockázati csoportok mentén folyamatosan nyomon követi, értékeli és elemzi.

A fizetési és elszámolási rendszerek szolgáltatás ellátásának kockázata

Mind VIBER, mind a BKR éjszakai és napközbeni elszámolása 2015-ben a korábbi évekhez hasonlóan magas rendelkezésre állással és megbízhatósággal működött. Néhány esetben történt olyan incidens, ami érintette rendszerek rendelkezésre állását, de ezeket rövid határidőn belül javítani tudták, így jelentősebb fennakadásra a korábbi évekhez hasonlóan nem került sor. Ennek oka többek között az is, hogy kritikus infrastruktúrákról lévén szó, a rendszerüzemeltető jelentős hangsúlyt fektet a legjobb gyakorlatnak megfelelő munkafolyamatok és legbiztonságosabb rendszerek kialakítására.

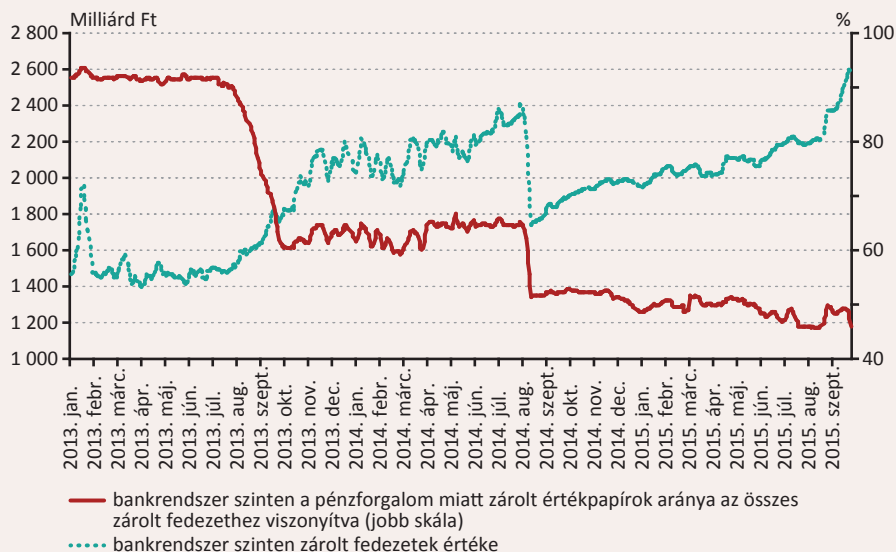
Elszámolási és kiegyenlítési kockázat

A VIBER és a BKR közvetlen résztvevők között jelentős átfedés található, mindkét rendszerben alapvetően ugyanazt a likviditást használják, vagyis a rendelkezésre álló számlaegyenleget, valamint az MNB javára zárt értékpapír-állomány ellenében kapott napközbeni hitelkeretet. A fizetési forgalom számára rendelkezésre álló likviditás továbbra is megfelelő mértékű volt mind rendszer, mind pedig egyedi banki szinten. A Növekedési Hitel Program (NHP) és a jegybanki eszköztár módosulásának hatására tovább folytatódott a bankok által az MNB javára zárt értékpapír állományon belül a pénzforgalom számára rendelkezésre álló likviditás csökkenése (5.4.3. ábra), ami azonban a bankok alkalmazkodásának köszönhetően nem növelte meg az elszámolási és kiegyenlítési kockázatot. A bankok azért, hogy a pénzforgalmuk lebonyolításához szükséges likviditási szintet fenn tudják tartani, elsősorban állampapír vásárláson keresztül 2015-ben is folyamatosan növelték az MNB javára zárt értékpapírjaik állományát. A résztvevők egyedi likviditáskezelési stratégiájától és mérlegfőösszegétől, illetve a mérlegükben szereplő jegybankképes értékpapír állománytól is függ, milyen arányban támaszkodnak számlaegyenlegükre, illetve hitelkeretükre fizetési forgalmuk teljesítése során. A maximális hitelkeret-kihasználtság (MHKK)¹⁴ rendszerszinten továbbra is alacsonynak tekinthető. A legnagyobb forgalmú, illetve a mérlegfőösszegükhöz képest magasabb forgalmat lebonyolító résztvevők továbbra is aktívan használják hitelkeretüket.

¹⁴ A hitelkeret-kihasználtság azt méri, mekkora részét használja fel egy bank a hitelkeretének. A napon belüli legalacsonyabb számlaegyenleget viszonyítja a rendelkezésre álló hitelkerethez.

5.4.3. ábra

NHP és a jegybanki eszköztár változásának hatása a pénzforgalomra



Forrás: Magyar Nemzeti Bank

A KELER KSZF kockázatkezelési rendszere jól vizsgázott és megakadályozta, hogy a 2015 első felében felfüggesztett brókerházak kiesése sorozatos nemteljesítést okozzon a tőkepiacon. Az ügyben érintett brókerházak tevékenységi engedélyének visszavonása 2015 elején jelentős nyitott pozíciókat eredményezett mind az azonnali, mind a derivatív piacokon. Ennek eredményeként a KELER KSZF-nek alapfunkciójával összhangban, mint központi garántórnek gondoskodnia kellett a korábban kötött és még nyitott, vagy esedékes tranzakciók kiegyenlítéséről, a nyitott pozíciók lezárásáról. Minden szükséges esetben a KELER KSZF az üzletszabályzatában rögzítettek szerint megkezdte a nemteljesítések esetére kidolgozott protokoll alkalmazását. A pénzügyi nemteljesítések és fedezetlenség miatt sor került kényszerintézkedés végrehajtására is, továbbá elvonta a vétkes brókerházak szabad pénzeszközeit, mellyel hatékonyan és eredményesen hárította el a brókerházi nemteljesítések továbbterjedését a pénzügyi rendszerben.

A garancialapok 2015-ös felülvizsgálatának eredményeként a hatályos módszertan nem igényelt módosítást. Azonban a stressz tesztek éves felülvizsgálata alapján indokoltá vált egy új hipotetikus scenárió bevezetése, reflektálva a 2014 végi-2015 eleji nemzetközi eseményekre, beleértve az orosz-ukrán válságot és a svájci jegybank okozta piaci sokkot. Elemzések szerint a 2015 júniusában bevezetett prociklikussági tényező eredményesen tompítja a garancialapok méretének üzleti ciklusok szerinti változását és egyben stabilizálja a garancialapok méretét. A prociklikussági korrekció több esetben megakadályozta biztosíték pótlék¹⁵ kivetését, ezáltal tervezhetőbbé és stabilabbá tette a KELER KSZF által üzemeltetett garancia rendszert.

Kapcsolódó rendszer kockázat

2015-ben a kapcsolódó rendszer kockázat a rendszerek stabil és megbízható működésének köszönhetően egész évben alacsony szinten maradt. Annak ellenére, hogy az elszámolás és kiegyenlítés esetében az egymásra épülő munkafolyamatokat eltérő szereplők hajtják végre, a tevékenység egészét tekintve nem történt fennakadás. A kapcsolódó rendszerek kockázata nagyban függ az egyes szereplők egyedi működésétől, elemzése azért fontos, mert a rendszerek közötti alapvető likviditási függőségi viszonyok potenciális fertőzés forrásai lehetnek.

¹⁵ Ha a stressz-tesztek értékei alapján a garancialap mérete elégtelennek bizonyul, akkor a központi szerződő fél biztosíték pótlékot kér be attól a klíringtagtól, amelynek a pozíciója okozta a garancialap elégtelenségét.

A pénzforgalmi ellenőrzések tapasztalatai

Az MNB által 2015-ben elvégzett pénzforgalmi vizsgálatok száma 2014-hez képest emelkedett. Bár a 2015-ben lefolytatott vizsgálatok mindegyike tárt fel jogszabálysértést, a helyszíni vizsgálatok alapján elmondható, hogy az ellenőrzött hitelintézeteknél alapvetően jogszabálykövető módon zajlott a pénzforgalom lebonyolítása. A vizsgálatok lezárása a feltárt hibák számától és nagyságától függően intézkedések előírásával, illetve esetenként bírság alkalmazásával egyidejűleg történt. A pénzforgalmi hatósági ellenőrzés a hitelintézetek és egyéb pénzforgalmi szolgáltatók jogszabálykövető magatartásának erősítésével hozzájárul a pénzügyi közvetítőrendszer megbízható, szabálykövető működéséhez. Ugyanakkor biztosítja az ügyfelek számára kiszámítható pénzforgalmi folyamatokat és ezen keresztül a szolgáltatásokat igénybe vevő fogyasztók hatékony kiszolgálását.

Felvigyázói feladatok

Átfogó felvigyázói értékelések a megújult felvigyázási keretrendszer segítségével

Az MNB által felvigyázott rendszerek megbízható és hatékony működésének biztosítása érdekében 2014-ben megtörtént a pénzügyi infrastruktúrára vonatkozó új nemzetközi felvigyázói alapelvek hazai gyakorlatba való átültetése, melynek részeként megújult az addig alkalmazott kockázat alapú felvigyázási keretrendszer. Ennek köszönhetően 2015-ben már a megújított keretrendszer alapján valósult meg a rendszerek átfogó felvigyázói értékelése. Továbbá idén első alkalommal került sor a KELER Csoportban korábban szétválasztott KELER Zrt és KELER KSZF Zrt tevékenységekre önálló átfogó felvigyázói értékelésre.

Tovább bővült a pénzforgalmi táblakészlet

A Magyar Nemzeti Bank pénzforgalmi publikációja kibővült a fizetési- és értékpapír-elszámolási rendszerekkel kapcsolatos fontosabb statisztikákat bemutató táblakészlettel, így lényegesen bővebb és részletesebb adatokkal segíti a hazai pénzügyi infrastruktúrák megismerését. A statisztikai táblák szokásos formában való publikálása mellett az MNB most először egy olyan interaktív felületet is készített, mely egyszerűbbé és látványosabbá teszi az adatalemzést, valamint a fizetési rendszerek főbb trendjeinek nyomon követését. Az interaktív felület az alábbi linken keresztül érhető el: <http://www.mnb.hu/letoltes/interaktiv-felulet.swf>

Az internetes fizetések biztonságára vonatkozó nemzetközi ajánlások átültetése a hazai gyakorlatba

Az interneten keresztül történő fizetési megoldások gyors fejlődése miatt elengedhetetlenné vált a kapcsolódó biztonsági követelmények kialakítása. Ennek érdekében az Európai Központi Bank (EKB) és az Európai Bankfelügyeleti Hatóság (EBA) közötti együttműködés keretében, valamint a tagállamok – így Magyarország – közreműködésével kialakításra kerültek az internetes fizetésekre vonatkozó speciális ellenőrzési és biztonsági intézkedések. Az intézkedések ügyfelek tájékoztatására, valamint az ügyfelekkel folytatott kommunikáció módjára vonatkozó egységes ajánlások és iránymutatások¹⁶. A végleges iránymutatást az EBA 2014. december 19-én adta ki, amelynek a tagállamokban működő pénzforgalmi szolgáltatóknak és fizetési módoknak 2015. augusztus 1-jétől kell megfelelniük. Az MNB mint illetékes hatóság teljes mértékben támogatja az iránymutatás célját és egyetért az ügyfelek biztonságának valamint az érzékeny fizetési adatok védelmének fontosságával, így hivatalosan is mérvadónak tekinti az iránymutatásokat. Ennek megfelelően a MNB elkészítette az internetes fizetések biztonságával kapcsolatos hazai ajánlást. Az ajánlás vonatkozik minden olyan intézményre, amely internet alapú fizetési szolgáltatást nyújt ügyfeleinek. Az ajánlás betartásának ellenőrzését az MNB a pénzforgalmi ellenőrzések keretében végzi.

¹⁶ Recommendations for the security of internet payments: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/recommendationssecurityinternetpaymentsoutcomeofpcfinalversionafterpc201301en.pdf>
Assessment guide for the security of internet payments: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/assessmentguidesecurityinternetpayments201402en.pdf>
Final guidelines on the security of internet payments:

Lezajlott a KELER-KSZF EMIR szerinti engedélyének éves felülvizsgálata

A KELER KSZF-nek, mint az Európai Unió belüli központi szerződő fél tevékenységet ellátó intézménynek az EMIR¹⁷-nek való megfelelés biztosítása érdekében 2014-ben egy újraengedélyezési folyamaton kellett átesnie, amit egy nemzetközi tagokból álló engedélyező kollégium végzett el. Az EMIR előírásai alapján a KELER KSZF-nek folyamatosan meg kell felelnie a követelményeknek, amelyet az engedélyező kollégium évente legalább egyszer személyesen felülvizsgál, emellett pedig rendszeresen értesíteni kell minden olyan jelentős működési változásról, amely érinti az engedélyezett tevékenységet. A 2015. évi felülvizsgálatra októberben került sor, melynek eredményeként a kollégium megállapította, hogy KELER KSZF működése megfelel az EMIR előírásainak. A KELER KSZF kollégiumában az MNB-n és az Európai Értékpapír-piaci Hatóságon (ESMA) kívül olyan országok hatóságai is részt vesznek, amely országokból résztvevője van a KELER KSZF-nek, így az ír, a belga, valamint az angol pénzügyi felügyeleti hatóság is képviselte magát.

Kooperatív felvigyázás a CLS és a T2S kapcsán

A nemzetközi szolgáltatást nyújtó devizakiegyenlítési rendszer (CLS) és a Target2-Securities (T2S) értékpapír-kiegyenlítési rendszer kooperatív felvigyázása az érintett országok jegybankjainak részvételével, a rendszer székhelye szerinti jegybank vezetésével zajlik. A CLS esetében a Federal Reserve Bank of New York, a T2S-nél pedig az Európai Központi Bank az elsődleges felvigyázó. A kooperatív felvigyázás eszközrendszere és feladata megegyezik a nemzeti pénzügyi infrastruktúrákhoz kapcsolódó felvigyázásával. Tekintettel arra, hogy 2015 novemberében a forint bevezetésre került a CLS kiegyenlítési mechanizmusba, illetve a KELER 2016-ban csatlakozik a T2S-hez, e rendszerek kooperatív felvigyázásában az MNB is részt fog venni. A kooperatív felvigyázói feladatok ellátáshoz szükséges felkészülés részeként az MNB tagot fog delegálni a CLS-rendszer felvigyázói bizottságába, továbbá rendszeresen részt fog venni az Európai Központi Bank T2S-sel foglalkozó munkacsoportjának ülésein. Az MNB kooperatív felvigyázásban való részvétele hozzájárul a bankrendszerhez, illetve a nemzetközi fizetési és kiegyenlítési rendszerekhez kapcsolódó kockázatok feltárásához és csökkentéséhez.

5.4.1. szakmai cikk: Meddig lehet még fokozni az átutalások sebességét?

Bartha Lajos – Kajdi László

2015. szeptember 7-étől tovább gyorsultak az átutalások, az eddigi 5 napközbeni elszámolási ciklus helyett a bankok már naponta 10 alkalommal küldhetik be elszámolásra a bankközi tranzakciókat. Ezzel a fejlesztéssel az ügyfelek átutalásai a korábbi átlagosan 2 óra helyett már akár egy óra alatt is megérkezhetnek a kedvezményezettek számláira. A Magyar Nemzeti Bank, az általa tulajdonolt GIRO Zrt-vel együttműködve a ciklussűrítéssel újabb lépést tett az ügyfeleket gyorsan és hatékonyan kiszolgáló korszerű elektronikus pénzforgalom érdekében. A következő fázist a bankközi átutalások elszámolásának fejlesztésében az azonnali átutalás bevezetése jelenti majd, ehhez kapcsolódóan az MNB megkezdte a szükséges előkészítő elemzéseket.

Felnőtt korba lépett a hazai átutalási rendszer

A világ számos országban a huszonegyedik életév megkülönböztetett jelentőségű abból a szempontból, hogy akkortól számít valaki felnőttnek. Magyarországon éppen 21 évvel ezelőtt, 1994-ben indult el az a GIRO Zrt. által üzemeltetett új elszámolási rendszer (Bankközi Klíring Rendszer - BKR), ami lehetővé tette, hogy a korábbi több nap helyett, egy nap, pontosabban egy éjszaka elegendő lett két különböző bank ügyfelei közötti átutalások lebonyolításához. A kezdeti lépések után folyamatos fejlődés következett, és huszonegy év elteltével elmondhatjuk, hogy egy fejlett, korszerű, hatékony elszámolási rendszer áll az ügyfelek rendelkezésére átutalásaik végrehajtásához. A Magyar Nemzeti Bank, amellett hogy ott bábáskodott az újszülött érkezésekor, azóta is folyamatosan törekszik a pénzforgalom fejlesztésére, kihasználva szabályozói, fejlesztői, felvigyázói funkcióit és az elmúlt év óta tulajdonosi szerepét is. Mivel 2014 áprilisá-

¹⁷ Az OTC derivatív ügyletekről, központi szerződő felekről és kereskedési adattárházakról szóló Európai Uniós rendelet.

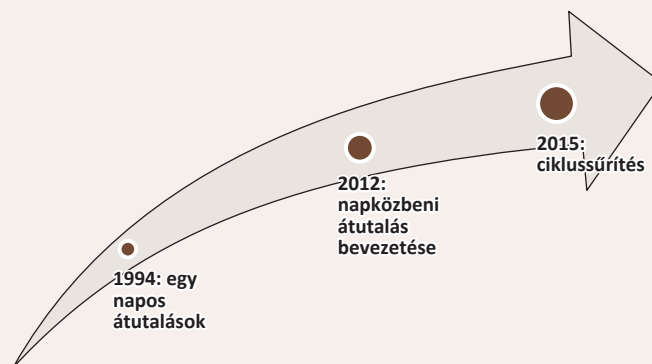
ban a Giro Zrt. a jegybank kizárólagos tulajdonába került, az MNB a jövőbeni pénzforgalmi fejlesztések tervezésében erőteljesebben tudja érvényesíteni a végfelhasználók érdekeit és a közös szempontjait, mint például a pénzforgalom további gyorsítását, vagy az elszámolásért fizetendő díjak csökkentését.

Éjszakából a nappalba

A belföldi forint átutalások és beszedések elszámolását végző Bankközi Klíring Rendszernek az összes fizetési számlát vezető hazai pénzforgalmi szolgáltató közvetett vagy közvetlen tagja, ők a klíringtagok.

1. ábra
A Bankközi Klíring Rendszer fejlesztésének főbb mérföldkövei

A Bankközi Klíring Rendszer fejlesztésének főbb mérföldkövei



Forrás: MNB.

Az 1994-ben indult éjszakai elszámolási rendszerbe kerültek még az átutalások mellett, és azóta is itt számolódnak el, a beszedési tranzakciók. Az éjszakai elszámolásba a klíringtagok jellemzően késő délután küldték be a tranzakciókat, amelyeket a BKR éjszaka feldolgozott, a kedvezményezett bankjai pedig általában a másnap reggeli fióknytitásig jóváírtak. Bár a bevezetés idején ez a megoldás Európában nagyon korszerűnek számított, az ezredforduló után több mint egy évtizeddel, a nemzetközi gyakorlatot is figyelembe véve, az MNB szükségesnek látta, hogy a piaci szereplők megvizsgálják a fejlesztési lehetőségeket.

Az MNB, a Bankszövetség, a Magyar SEPA Egyesület és a GIRO Zrt. által létrehozott országos projekt eredményeként, az éjszakai elszámoláshoz képest jelentős előrelépés történt, amikor 2012. július 2-án, napi 5 elszámolási ciklussal, elindult a Bankközi Klíring Rendszerben a napközbeni elszámolás és ezzel párhuzamosan életbe lépett az MNB azon jogszabályi előírása, miszerint a belföldi forint átutalásoknak legfeljebb 4 órán belül teljesülnie kell. A már hatályban lévő, haladéktalan jóváírási kötelezettséget előíró MNB rendelkezés azt is biztosította, hogy ne csak a fogadó bankhoz jusson el hamarabb a küldött pénzösszeg, de az ténylegesen meg is jelenjen a kedvezményezett ügyfelek számláján. A napközbeni többszöri elszámolás, a komoly technikai felkészülés mellett, likviditáskezelési szempontból is kihívást jelentett a bankszektor számára, de az elmúlt három év tapasztalata azt mutatja, hogy a szereplők jól vizsgáztak, az ügyfelek átutalásai folyamatosan, zökkenőmentesen teljesültek.

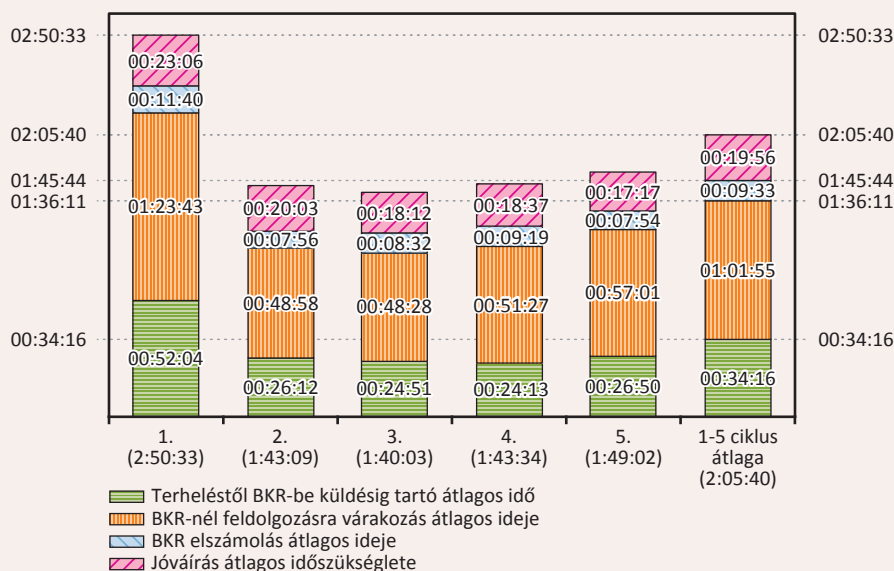
A napközbeni átutalás bevezetése jelentős előnyöket hordozott magában a vállalati szektor szempontjából, mivel lehetővé tette, hogy az esedékesség napján induljanak az átutalások, azaz a vállalatok egy napi folyószámlakamatjövédelmet nyerhetnek ilyen módon. A több elszámolási ciklus miatt lehetővé vált az is, hogy a beérkező átutalásokat az ügyfelek még aznap felhasználják vagy továbbutalják.

Út az egyórás átutalásig

A napközbeni átutalás bevezetése után az MNB folyamatosan figyelte az új mechanizmus működését. Az elvégzett elemzések azt mutatták, hogy bár az MNB jogszabályi előírása maximum 4 órát adott az átutalások lebonyolítására, a napi 5 elszámolási ciklus esetén az átutalások átlagosan 2 óra alatt érnek el a kedvezményezettekhez. Ugyanakkor ebből az időből meglehetősen sokat, több mint egy órát, tölt el egy megbízás az elszámolási rendszerben, arra várakozva, hogy megkezdődjön a következő ciklus. Ezt látva, valamint figyelembe véve, hogy az MNB már az 5 ciklus bevezetésekor is jelezte későbbi ciklusszám növelő elképzeléseit, 2015. szeptember 7-én újabb jelentős változás történt az ügyfelek érdekében.

2. ábra

A napközbeni átutalások átlagos időszükséglete napi 5 ciklus esetén

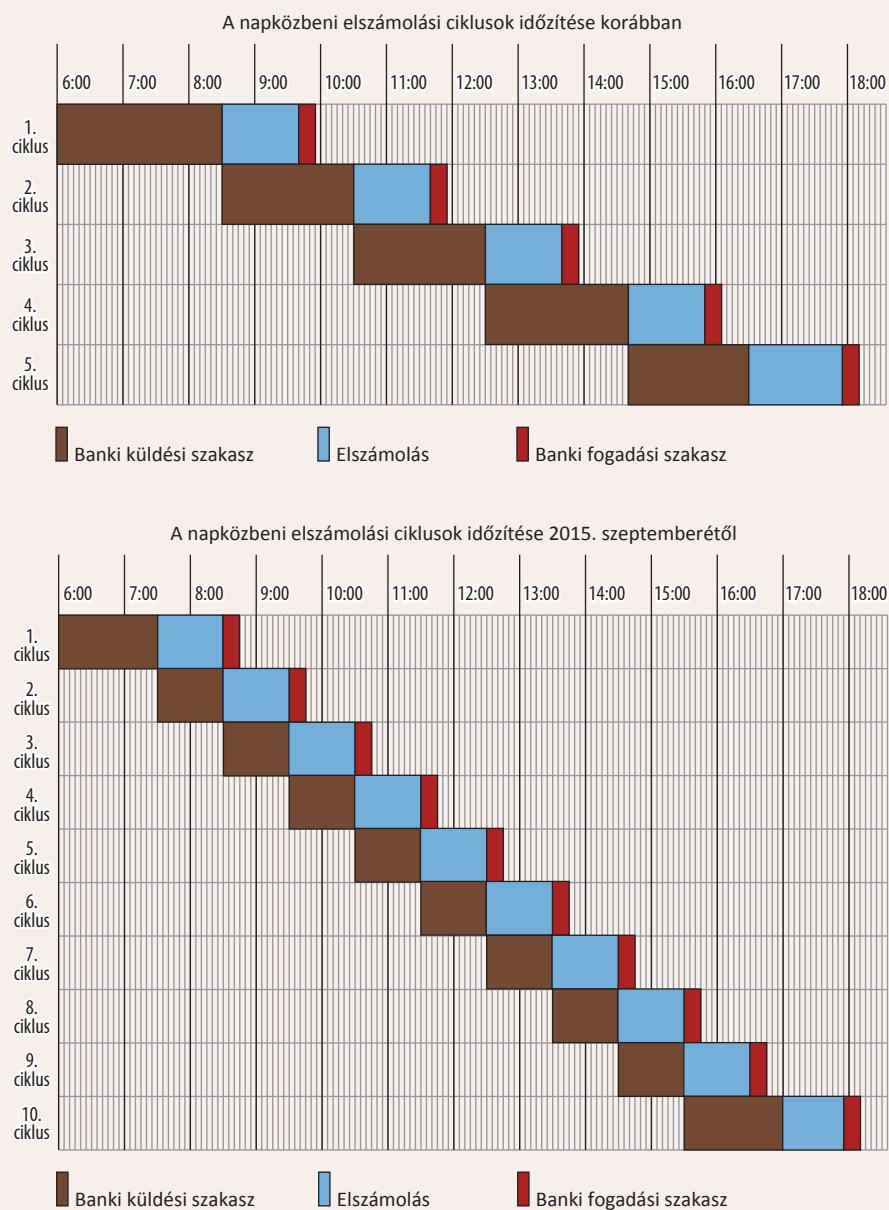


Forrás: Császár P: Hány óra a négy óra? A napközbeni átutalások tényleges időszükséglete. Hitelintézeti szemle 2015. március

Az MNB kezdeményezésére, a GIRO Zrt közreműködésével, tovább gyorsult a hazai pénzforgalom, aminek keretében nap közben már 10 elszámolási ciklus áll a klíringtagok rendelkezésére, és az utolsó ciklus kivételével óránként fut le az átutalások elszámolása. Banki oldalon nincsenek jelentős változások az üzletmenetben és a fejlesztések erőforrásigénye is viszonylag mérsékelt maradt, ami annak is köszönhető, hogy a ciklusok száma eredetileg is egy változtatható paraméterként került beépítésre a központi elszámoló műbe és a banki rendszerekbe is.

A változás egyfelől további hatékonyság növekedéssel járhat a vállalati szegmensben, másrészt csökkentheti azon ügyletek lebonyolítási idejét, melyeknél a teljesítés csak a pénz megérkezését követően történik.

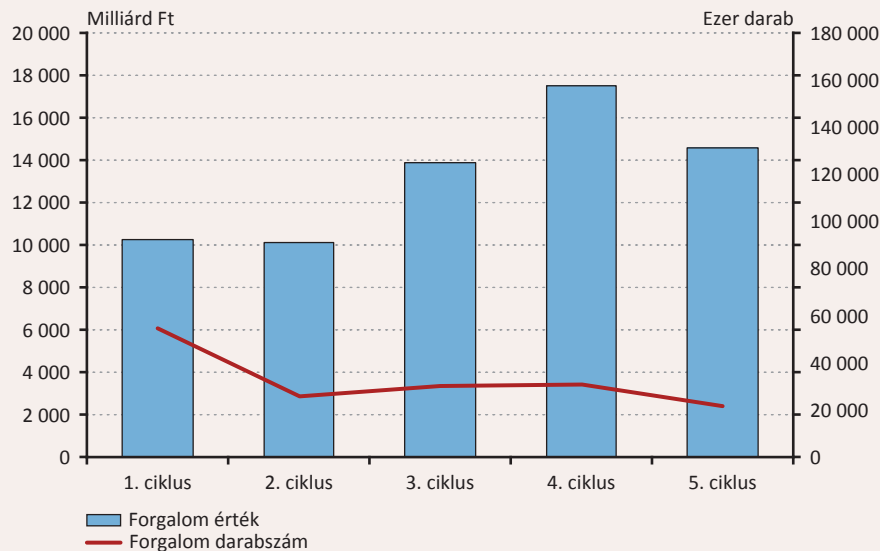
A GIRO Zrt igazgatóságának döntése alapján a több ciklus mellett a napközbeni rendszer üzemideje is kitolódott, így a tranzakciók elszámolása reggel fél 9 helyett már fél 8-kor elkezdődik, este pedig a korábbi fél 5-tel szemben 5 órakor fut le az utolsó ciklus. A jelenlegi forgalmi szokásokat vizsgálva megállapítható, hogy az első ciklusban jellemzően nagy számú, viszonylag kis értékű megbízásokat küldenek be feltehetően inkább a lakossági ügyfelek, szemben a nap végi ciklusokban lebonyolított kisebb számú nagyobb értékű tranzakciókkal, amelyek valószínűleg inkább vállalati oldalról érkeznek be. Ennek megfelelően a korábban kezdődő első ciklus elsősorban a lakossági szektor számára lehet fontos, mert az előző nap estjén indított tételek így másnap hamarabb megérkeznek a kedvezményezettekhez. A később lefutó utolsó ciklus pedig a vállalati ügyfelek szempontjából kedvező, mert későbbi záró időpontig indíthatnak tranzakciókat még aznapi teljesítéssel.

3. ábra**A napközbeni elszámolási ciklusok időzítése korábban (felső), illetve 2015. szeptemberétől (alsó)**

Forrás: GIRO Zrt.

4. ábra**A napközbeni elszámolás tételszámának és értékének alakulása ciklusonként**

(2014)

**2016-tól nem lesz több átutalás az éjszakai elszámolásban**

A naponta tíz alkalommal történő elszámolás mellett a közeljövő egy másik fontos változása, hogy a tervek szerint 2016. elejétől az éjszakai elszámolást lebonyolító platform már nem fogad átutalás típusú tranzakciókat, kizárólag a beszedések elszámolása fog itt történni. Emiatt a jelenleg még ezen a platformon elszámolt papír alapú átutalásokat, valamint az Államkincstár átutalásait is át kell irányítani a napközbeni elszámolást lebonyolító rendszerbe. Ez utóbbi azért különösen nehéz feladat, mivel az Államkincstár havonta néhány napra koncentrálna küldi a milliós tételszámú nyugdíj és egyéb szociális és bér jellegű átutalásait, melyek kezelése banki oldalról nem megoldható egy egyórás napközbeni elszámolási ciklus alatt. Az MNB vezetésével, az Államkincstár, az Országos Nyugdíjbiztosítási Főigazgatóság, a GIRO Zrt. és a leginkább érintett bankok között lezajlott egyeztetések eredményeként a napközbeni elszámolási rendszer jövő évtől egy új, hajnali elszámolási ciklussal bővül. A nulladik ciklus speciális abból a szempontból, hogy a bankok ekkor nem küldhetnek tranzakciókat, csupán fogadhatják a kincstári tételeket. Az új elszámolási ciklus megoldást jelent egyfelől a kereskedelmi bankoknak, amelyek így képesek lesznek fogadni egy ciklusban a nagy tömegben érkező állami tranzakciókat, másrészt érvényesült az MNB azon elvárása is, hogy a fogyasztók – elsősorban a nyugdíjasok – is részesülhessenek a napközbeni elszámolási rendszer bevezetése által elért hatékonyság növekedésből.

Lehet-e még tovább fokozni? Átutalás azonnali

A fentebb bemutatott változások életbe lépése után a jelenlegi elszámolási rendszert ilyen módon már nem érdemes tovább fejleszteni, azaz további ciklussűrítés nem várható. A nemzetközi gyakorlat azt mutatja, hogy a világ és a technológiai fejlődés elindult az azonnali átutalások irányába. Számos európai országban – Egyesült Királyság, Dánia, Svédország, Lengyelország – is működnek már olyan szolgáltatások, amelyek segítségével a kedvezményezett számláján néhány másodpercen belül megtörténik a küldött összeg jóváírása.

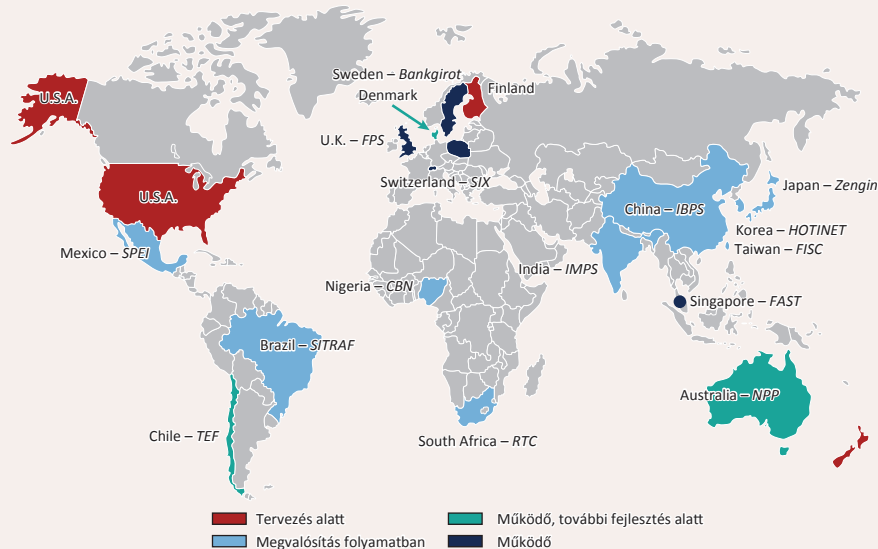
Az új megoldás, amellyel, hogy számos előnyt kínál, több kérdést, problémát is felvet. Eldöntendő, hogy az azonnali átutalás bevezetésével a jelenlegi napközbeni átutalási rendszer bezárásra kerül vagy párhuzamosan működik majd a két rendszer (mindkét megoldásra van példa a nemzetközi gyakorlatban). Megoldás lehetne az is, hogy a már most valós idejű elszámolást és teljesítést biztosító, a bankok egymás közötti ügyleteit és a nagyértékű, időkritikus átutalásokat lebonyolító, MNB által üzemeltetett VIBER rendszerbe irányítjuk át a lakossági és vállalati átutalásokat is, azonban az jelenleg csak napi néhány ezer tranzakciót tud kezelni, szemben az utóbbiak milliós napi tételszámával. Fontos

kérdés, hogy miként biztosítsák a pénzforgalmi szolgáltatók a hét minden napján, 24 órán keresztül az átutalások fedezetét, úgy, hogy az erre szolgáló VIBER rendszer jelenleg csak munkanapokon 7.00-18.00 óra között van nyitva.

5. ábra

Már működő és tervezett azonnali átutalási rendszerek

Már működő és tervezett azonnali átutalási rendszerek



Jelenleg a legtöbb működő azonnali átutalási rendszerben a bankoknak előre el kell helyezni a fedezetet a jegybanksi számláikon az éjszakai és hétvégi időszakokra várható forgalmukra. Ebben az esetben azonban, tekintettel a magyar hosszú hétvégék specialitására, a hazai bankoknak elég pontos becsléseket kell készíteniük, nehogy a több egymást követő munkaszüneti nap esetén elfogyjon az előre biztosított fedezet és a rendszer leálljon, mivel a likviditást nem tudják pótolni a zárva tartó VIBER miatt. Természetesen az is felmerülhet, hogy akkor a VIBER is tartson nyitva folyamatosan, de ez újabb működési problémákat vetne fel.

Az azonnali átutalások bevezetése egyúttal szorosan összekapcsolódik egyéb, innovatív fizetési módokat érintő fejlesztésekkel. Egyrészt az azonnali átutalások egyik fő használati módja lehet a lakossági ügyfélkörben a mobilalkalmazással indított természetes személyek közötti tranzakciók. Már most is léteznek Magyarországon olyan mobilfizetési megoldások például, amikor elég a címzett mobilszámát megadni a számlaszáma helyett, azonban jelenleg nem elég az, hogy a küldő fél regisztrál a szolgáltatót biztosító banknál, hanem a kedvezményezettek aktív közreműködésére is szükség van ahhoz, hogy hozzájussanak a nekik küldött pénzhez. Az azonnali átutalási rendszer kialakítása során, ezzel szemben a tervek szerint arra is lehetőség lenne, hogy akár minden bankszámlaszámhoz egy másodlagos azonosítót, például mobilszámot vagy e-mail címet párosítsanak, az ügyfeleknek így elegendő egyszer regisztrálniuk ahelyett, hogy az összes banki rendszerben meg kelljen adniuk adataikat. Az átutaláshoz nem kellene a 24 karakter hosszú számlaszámot ismerni, elegendő lenne kiválasztani a telefonunkból a címzett mobilszámát és pár másodpercen belül már meg is érkezne a számlájára a pénz. Másrészt az érintéses fizetési technológia és a QR kódos kommunikáció fejlődésének és a fizetési mód gyorsaságának köszönhetően az sem kizárt, hogy bizonyos fizetési helyzetekben, például az áruházak pénztárainál, vagy az internetes vásárlásoknál az azonnali átutalás versenyt támasszon a bankkártyás fizetésnek és az utónevéses készpénzfizetésnek, amely mind a felhasználók, mind a fizetések társadalmi költségének szempontjából előnyös lehet.

Az MNB és a GIRO Zrt. megkezdte az azonnali átutalások jövőbeni magyarországi bevezetésének vizsgálatát. Jelenleg a nemzetközi gyakorlat feltérképezése, a megvalósítás technikai, operációs, elszámolási, teljesítési és pénzügyi kérdéseinek elemzése zajlik. A startpisztoly eldőrdült.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent az origo.hu oldalon 2015. szeptember 11-én.

5.4.2. szakmai cikk: Az MNB és a CLS új eszközt ad a hazai devizapiac kezébe (1. rész)*Balla Gergely Patrik – Pintér Cecília*

2015 novemberében a magyar forint a közép-európai régióból elsőként csatlakozhat a CLS által üzemeltetett nemzetközi devizakiegyenlítési rendszerhez. Cikksorozatunkban bemutatjuk, hogy miért fontos pénzügyi stabilitási szempontból ennek a lépésnek a megtétele, mit is jelent a devizakiegyenlítési kockázat és a CLS-mechanizmus ezt milyen módon kezeli, illetve hogy milyen feladatokat rótt az MNB-re és a hazai bankrendszerre a CLS használatára való felkészülés.

A devizakiegyenlítési kockázat

A különböző devizákban megvalósuló pénz- és tőkepiaci ügyletek teljesítése az egyes országokban működő fizetési rendszerek „együttműködésével” valósul meg. A hazai bankok által kötött devizaügyletek – az azonnali és a szállítási határidős devizaügyletek, a devizacsere-ügyletek és a lehívott devizaopciók – teljesítése során az egyik partner eurót, amerikai dollárt, japán jent stb., míg a másik fél ezért cserébe forintot fizet adott értéknapon egymásnak. A CLS kiegyenlítési modell alkalmazása nélkül például a bankok közötti forint-dollár ügyletek kiegyenlítése többnyire úgy történik, hogy a forintot fizető fél utasítja a forintlevezető-bankját (aki számára forint számlát vezet), hogy utalja át a kötelezettségét a dollárt fizető fél forintlevezető-bankjához. A dollár oldalon általában másik (dollár) levezető-bankok részvételével, de ugyanez a folyamat játszódik le. Ebben a modellben a két deviza egymástól függetlenül mozog, egyik fél sem vár a másikra, így a teljesítési idők elválnak egymástól, ami elsősorban abban az esetben okozhat problémát, ha az ügyletben részt vevő devizák kiegyenlítése eltérő időzónákban történik. A különböző időzónákban lévő devizák (pl. USD, EUR, JPY) esetében az ügyletek teljesítését biztosító fizetési rendszerek nyitva tartása a legtöbb esetben csak egy-két órás üzemidő-átfedést tesz lehetővé. Amennyiben az ügylet két devizájának végleges kifizetésére az eltérő időzónák miatt nem egy időben, hanem egymástól függetlenül kerül sor, az kockázatot eredményez.

Abban az esetben, ha a devizaügyletkehez kapcsolódó kiegyenlítési megállapodások nem biztosítják az adott bank számára, hogy az egyik deviza végleges átutalása csak akkor történjen meg, amikor az ügyletben szereplő másik deviza végleges átutalása is megtörtént, előfordulhat, hogy a bank nem kapja meg a már kifizetett deviza ellenértékét az esedékesség napján, illetve szélsőséges esetben a partner csődje miatt akár sohasem. Ezt a kockázatot nevezzük devizakiegyenlítési kockázatnak (foreign exchange settlement risk) vagy más néven Herstatt-kockázatnak. Nemzetközi és hazai felmérések igazolták, hogy ez a kockázat az ügyletben szereplő devizák időzónájától függően átlagosan 1-3 üzleti napig áll fenn, amelyhez még hozzáadódhatnak a hétvégék és az ünnepnapok is, így a bankok kiegyenlítési kockázati pozíciója akár két- vagy többnapos devizaforgalmuknak is megfelelő lehet. Ez a kockázat a hitelintézetekre gyakorolt közvetlen hatáson túl az egész pénzügyi rendszer stabilitására is kihathat, amennyiben jelentős piaci szereplőt érint a nemteljesítés, így a probléma átgűrűzhet más intézmények felé is.

A devizakiegyenlítési kockázat kezelésének fontosságára egy német kisbank csődje hívta fel a figyelmet, melynek esete jól szemlélteti a devizakiegyenlítési kockázat realizálódásának következményeit. A német bankfelügyelet 1974-ben visszavonta a devizapiacra aktív Bankhaus Herstatt működési engedélyét. Ezt az időpontot megelőzően már sok üzleti partnere teljesítette a német fizetési rendszeren keresztül a Herstatt-tal kötött deviza ügyleteikből eredő német márka fizetését a Bankhaus Herstattnak, azonban az ügyletben ellenértékként szereplő devizát nem kapták meg tőle. A felszámolási eljárás hírére ugyanis a Herstatt New York-i dollárlevezető-bankja leállította és így nem teljesítette a dollár kifizetéseket. A devizakiegyenlítési kockázat realizálódására ezt követően is akad példa, így többek között megemlíthetjük a Barings Bank csődjét. Azonban 2008-ban a Lehmann Brothers csődjekor már több deviza esetében lehetőség volt a CLS-ben történő kiegyenlítésre, ami sok hitelintézetet mentesített a Lehmann-nal kötött ügyleteikhez kapcsolódó kiegyenlítési kockázat realizálódásától.

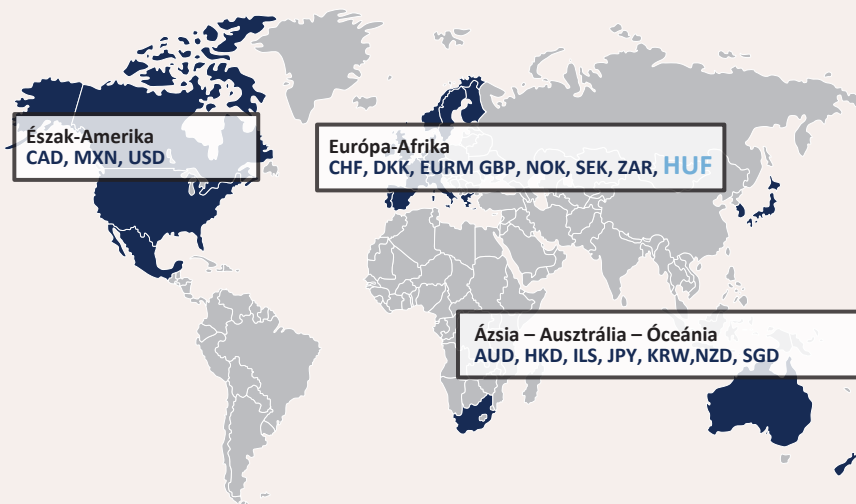
A folyamatosan kapcsolt kiegyenlítési modell

De mi is az a CLS-modell és hogyan kezeli a devizakiegyenlítési kockázatot? A Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) 1996-ban megjelent, devizakiegyenlítési kockázatról szóló nemzetközi felmérése felhívta a figyelmet arra, hogy nemzetközi szinten a napi több száz milliárd dollárban kifejezhető kockázati kitettség kezelésére megoldást kell találni. A devizaki-

egyenlítési kockázat csökkentésére számos megoldás létezik (például e kockázat beépítése a bank általános hitelkockázat-kezelési rendszerébe, vagy nettósítási megállapodás kötése a partnerekkel), azonban nemzetközi szinten a bank-szektor és a jegybankok legjobb megoldásnak a CLS-modellt választották. A CLS-mechanizmus a fizetés fizetés ellenében (Payment versus Payment (PvP)) elvet megvalósítva teljes mértékben kezeli a devizakiegyenlítési kockázatot. A PvP-elv biztosítja, hogy egy ügylet egyik devizájának a kiegyenlítése csak akkor teljesül véglegesen, ha a cserébe kapott deviza fizetése is véglegesen megtörtént, azaz mindkét fél visszavonhatatlanul kifizette saját kötelezettségét.

A CLS-szolgáltatás nemzetközi együttműködés keretében – melyben az érdekelt devizák jegybankjai, illetve a devizapiacra aktív bankok is részt vettek – jött létre a CLS Bank megalapításával. A CLS Bank 2002-ben kezdte meg működését hét deviza körében, mely 2008-ig kibővült tizenhét devizára a világ minden tájáról. A magyar forint a közép-európai régióból elsőként ez év novemberében tizennyolcadikként csatlakozik ehhez a körhöz (1. ábra).

1. ábra
A CLS-ben kiegyenlíthető devizák köre (2015 novemberében)



Forrás: CLS és MNB

A CLS résztvevői a nemzetközi devizapiacra aktív szereplők, így jelenleg 77 részvényese, 63 közvetlen résztvevője és több mint 18 000 aktív közvetett tagja van. A CLS Bank 2015. szeptember végi statisztikája szerint naponta átlagosan több mint 1 millió tranzakciót teljesít 4,8 trillió USD értékben.

A CLS több országra kiterjedően, így több jogrendszer fennhatósága alatt nyújtja szolgáltatását. Rendszerkockázatilag fontos pénzügyi infrastruktúraként hatékony és biztonságos működése több nemzeti hatóság érdeke. Ennek következtében együttműködésük a rendszer felvigyázásában elengedhetetlen, így a CLS nemzetközi ún. kooperatív felvigyázás alatt áll, amelyben a CLS-képes devizák jegybankjai vesznek részt, így a forint csatlakozását követően az MNB is részt fog venni ebben a munkában.

A CLS működési rendje

Egy devizaügylet akkor egyenlíthető ki a CLS-en keresztül, ha a devizaügyletben szereplő mindkét deviza, illetve üzleti partner is „CLS-képes”. A CLS-szolgáltatáshoz való hozzáférés többszintű, azonban a CLS Banknál számlavezetésre csak a közvetlen résztvevő jogosult. A közvetett résztvevők nem a CLS Bankkal, hanem azzal a közvetlen résztvevővel állnak szerződéses kapcsolatban, melyen keresztül teljesíteni tudják devizaügyleteiket a CLS-ben. Mivel a CLS-modell több-devizás, ezért a teljesítést biztosító infrastruktúra a fizetési rendszerek, illetve levelezőbanki kapcsolatok bonyolult hálója. A közvetlen tagok a CLS-képes devizákban számlát vezetnek a CLS Banknál (ugyanezen célból a közvetett részt-

vevők számlát nyitnak a közvetlen résztvevőnél), melyekre befizetik adott napra vonatkozóan az ügyletek kiegyenlítését biztosító devizafedezeteket. A befizetéseket a CLS Banknak az adott deviza országának jegybankjánál (például az amerikai dollár esetében a Federal Reserve Bank of New York-nál, míg a forint esetében az MNB-nél) vezetett bank-számlájára való átutalással teljesíthetik. A CLS Bank is e jegybanki számlákon keresztül teljesíti a kifizetéseit. Amennyiben adott deviza fizetési rendszerében a CLS közvetlen résztvevője nem tag, akkor levelezőbankjain keresztül történik meg a számlafeltöltés, mint ahogy az a forint esetében is jellemző lesz.

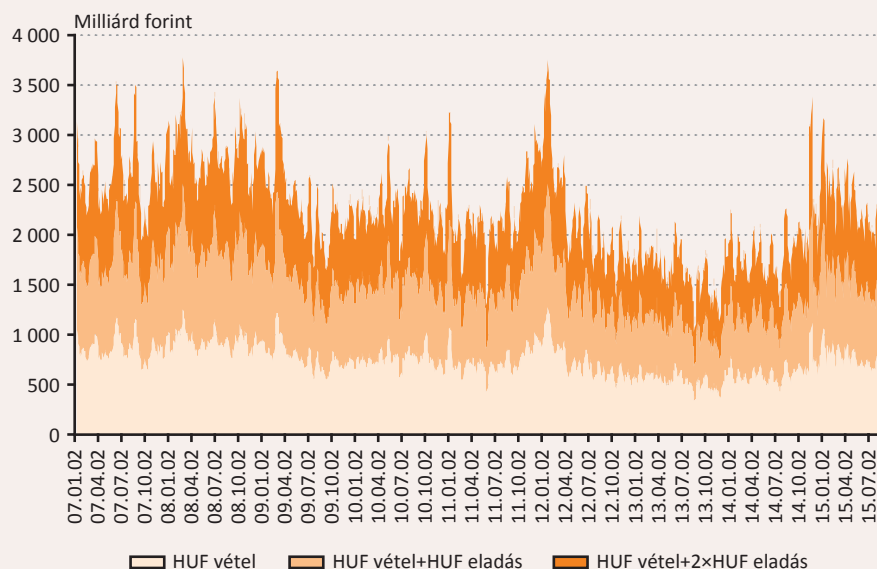
A CLS-kiegyenlítés szigorú menetrendet követ. A CLS fogadja, ellenőrzi és párosítja a beérkező tranzakciókat. Az adott napra vonatkozó közvetlen résztvevői befizetési kötelezettségeket a CLS multilaterálisan nettósítva állítja elő. Ennek során a CLS egy bank aznapi esedékességű, adott devizában, például japán jenben fennálló kötelezettségét azon ügyletei alapján számolja ki, amelyekben jent vásárolt és jent adott el az adott napra vonatkozóan. Ezen ügyleteket egymással szemben beszámítják, így csak annyi jent kell kifizetnie, amennyivel több olyan ügyletet kötött, amelyben jent adott el, mint amennyi jent vásárolt. A multilaterális nettósítás miatt az adott napra vonatkozó devizaügyletekből származó fizetési kötelezettség kisebb, mintha levelezőbanki kapcsolatokon keresztül minden egyes ügylet teljes értékét kifizették volna. Devizától függően mindössze az ügyletek összértékének 4 százalékát kell átlagosan befizetnie a közvetlen résztvevőnek, a nettósítási hatás tehát meghaladja a 95 százalékot.

A CLS közép-európai idő szerint 6.30-kor értesíti a közvetlen tagokat fizetési kötelezettségükről, mely tartalmazza, hogy mely időpontig (általában közép-európai idő szerint 7.00 és 9.00 között), milyen devizában és milyen összegben kell biztosítaniuk az általuk benyújtott ügyletek fedezetét. A CLS Bank egyes devizákban hitelkeretet biztosít a számlavezetettjei részére, mely lehetővé teszi, hogy a kedvező országkockázati besorolású devizák esetében egy közvetlen rendszertag későbbi időpontig (legkésőbb 12.00-ig) biztosítsa a szükséges fedezetet. Annak érdekében, hogy a szolgáltatáshoz kapcsolódó kockázatot csökkentse, a CLS egy három pilléren nyugvó kockázatkezelési rendszert alkalmaz a kiegyenlítés során. A pillérek a következők: pozitív, beszámítási mértékkel (haircut) módosított számlaegyenleg; deviza-specifikus ún. rövid (short) pozíciós limit; illetve résztvevő-specifikus ún. aggregált rövid (short) pozíciós limit. Egy ügyletet csak abban az esetben teljesít a CLS, ha az a három elemet tartalmazó kockázatkezelési elvárásoknak megfelel. Az egyes ügyletek kiegyenlítése a CLS Banknál mindig közép-európai idő szerint 7.00 és 9.00 között bruttó módon történik a nettó pozíciók szerinti befizetések alapján. Amennyiben minden a normál menet szerint zajlik le, a CLS-kiegyenlítést követően a pozitív számlaegyenlegeket a CLS Bank a kifizetési körökben elutalja a jegybanknál vezetett számláin keresztül a közvetlen résztvevőknek.

A devizakiegyenlítési kockázat nagysága Magyarországon

Az MNB alapvető feladatai közé tartozik a pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartása és erősítése, és ennek érdekében már régóta foglalkozik a devizaügyletek kiegyenlítési kockázatának kérdéskörével. Az MNB rendelkezésére álló adatok alapján a hazai hitelintézeti szektor által viselt devizakiegyenlítési kockázatnak való kitettség 2012 februárjától a visszaeső devizapiaci forgalom hatására csökkent ugyan, de ennek ellenére továbbra is jelentősnek tekinthető, értéke megközelítőleg 1200 milliárd forint naponta (2. ábra). A hazai bankok által kötött devizaügyletekben a dollár a domináns deviza, az euróügyletek aránya 31 százalékos. A nem a forinttal azonos időzónában lévő devizák esetében a devizakiegyenlítési kockázat realizálódhat. Az MNB felmérése szerint a devizakiegyenlítési kockázatból származó kitettség abban az esetben, ha a forint a vásárolt deviza, akkor átlagosan pár óra, míg ha forint az eladott deviza, akkor átlagosan 20 óránál hosszabb, azaz jellemzően napon túli. Magyarországon – az egyedi hitelintézeti adatok alapján – a devizakiegyenlítési kockázat a felmerülés helye szerint koncentrált, a tőkearányos kitettség pedig mind az alaptőkéhez, mind pedig a szavatoló tőkéhez képest többszörös (ez utóbbi egyedi intézményenként változó).

A 2008-as pénzügyi válság még jobban ráirányította a figyelmet a pénzügyi rendszer sérülékenységre és stabilitásának fontosságára. A válság idején elsősorban bizalomvesztés miatt a hitelintézetek lecsökkentették az egymással szembeni ügyletkötéseik számát és nagyságát befolyásoló kiegyenlítési (ún. settlement) limitjeiket, ami nagyban megnehezítette a devizaügyletek kötését és a devizapiac működését. Ebben az időszakban több hazai bank is hasznosnak látta volna a forint CLS-tagságát, azonban a csatlakozási folyamat hosszabb időt, akár 3-4 évet is igénybe vesz, így gyors bevezetésre akkor nem volt lehetőség.

2. ábra**A devizakiegyenlítési kockázatból eredő kitettség közelítő mérete a hazai hitelintézeti szektorban***(2007–2015. III.né.)**Megjegyzés: Tíznapos mozgóátlaggal számítva.*

Az MNB a válságban tapasztalt, devizapiachoz kapcsolódó nehézségek miatt hasznosnak tartotta a forint CLS-rendszerhez való csatlakozását. Ennek érdekében megvizsgálta a csatlakozás előnyeit és hátrányait, és a bankszektoral egyeztetve 2014 januárjában úgy döntött, hogy megkezdi az előkészületeket a forint CLS-kiegyenlítésbe történő bevitelére. A jelenlegi válságmentes időszak tehát a jegybank és a hazai bankszektor számára egyaránt lehetőséget adott a CLS-használatra való felkészülésre. Ezt a folyamatot cikkünk következő részében mutatjuk be.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a napi.hu oldalon 2015. november 5-én.

5.4.3. szakmai cikk: Az MNB és a CLS új eszközt ad a hazai devizapiac kezébe (2. rész)*Balla Gergely Patrik – Pintér Cecília*

A Magyar Nemzeti Bank és a CLS 2014 januárjában közös projektet indított azzal a céllal, hogy a magyar forint a CLS-rendszer tizennyolcadik kiegyenlítési devizájává váljon. A projekt elmúlt több mint másfél éve alatt egymás után gördültek el az akadályok a hazai fizetőeszköz 2015. novemberi csatlakozása előtt, így már idén világszínvonalú kockázatkezelési eszközzel fog gazdagodni a magyar pénzügyi rendszer. Cikkünk a témában megjelent „Az MNB és a CLS új eszközt ad a deviza-piac kezébe” című cikk folytatása.

A projekt célja és az MNB elvárásai

2014 januárjának végén az MNB a Pénzügyi Stabilitási Tanács döntése alapján nyilatkozatot tett a CLS részére arról, hogy szándékában áll bevezetni a forintot a társaság által működtetett, folyamatosan kapcsolt kiegyenlítési rendszerbe. Cikksorozatunk első részében bemutattuk a CLS-rendszer 'Payment versus Payment' elvet alkalmazó működési modelljét, valamint azt, hogy alkalmazásával miként lehet kezelni a hazai bankok által kötött devizaügyletekhez fűződő, rendszerszinten jelentősnek tekinthető kiegyenlítési kockázatot. Minthogy az infrastruktúra használatával kezelhetővé válik ez a kockázati elem, az MNB azt az elvárást fogalmazta meg a magyar bankok felé, hogy törekedjenek a rendszerhez való csatlakozásra és annak használatára.

A csatlakozási szándéknyilatkozat alapján elinduló bankközi projekt átvilágítási szakasza 2014 októberében lezárult, az azóta zajló bevezetési folyamat pedig az együttműködő felek által meghatározott 2015. november végi céldátumhoz közeledik. Cikkünkben bemutatjuk, hogy a projekt közel két éve alatt hogyan készültek fel az érintett intézmények az utóbbi időszak egyik legsokoldalúbb infrastrukturális fejlesztésére, továbbá összefoglaljuk, hogy a forint novemberi csatlakozását követően hogyan fog zajlani a CLS-rendszer napi működése. Az MNB arra számít, hogy a CLS-ben kiegyenlített forintügyletek összértéke a csatlakozást követő években eléri a hazai pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából kívánatos értéket, ezzel párhuzamosan pedig a teljes devizapiaci forgalom is növekedni fog. Mindezt alátámasztja az egyéb devizák csatlakozási projektjeiből merített tapasztalat, illetve erősíti a banki részvételre vonatkozó jegybanki elvárás.

Az eddig elvégzett munka

Ahhoz, hogy egy deviza csatlakozni tudjon a CLS által nyújtott kockázatcsökkentési eszközkhöz, több kritériumnak is meg kell felelnie. Ezen kritériumok közé olyan jogi, banküzemi és üzleti feltételek tartoznak, melyek vagy kifejezetten a csatlakozni kívánó deviza központi bankjára vonatkoznak, vagy az adott jegybank hatáskörébe érthetők. Ennek megfelelően a projekt kezdetétől egyértelmű volt, hogy a koordináló szerepet Magyarországon az MNB-nek kell felvállalnia. A CLS által mérlegelt csatlakozási feltételek közül a következőkben kiemeljük azokat, amelyekkel a jegybank intézményközi munkacsoportok keretében jogszabályi, illetve szabályzati változás kezdeményezőjeként, vagy pedig a hazai pénzügyi infrastruktúra üzemeltetőjeként foglalkozott. 2014 februárja és 2014 októbere között a projekt átvilágítási szakasza zajlott, mely elsősorban a fizetési rendszerekre vonatkozó hazai jogszabályok CLS általi megismerését és a devizaforgalom CLS általi elemzését foglalta magában. Az előbbi feladatkör támogatása érdekében a jegybank a Nemzetgazdasági Minisztérium, a Nemzeti Adó- és Vámhivatal Központi Hivatala Pénzmosás Elleni Információs Irodája, illetve a Legfőbb Ügyészség munkatársaival együttműködésben részletes tájékoztatást adott a hazai jogi környezetről és kriminalisztikai tapasztalatokról, az elemzési feladatkör keretében pedig részt vett a rendszerszintű likviditás CLS által elvégzett felmérésében. Mindezzel párhuzamosan az MNB-n belül is elkezdődött az infrastrukturális feltételek kialakíthatóságának felmérése, az összegyűjtött információk megfelelőségét pedig kellőképp bizonyítja, hogy mind a CLS, mind pedig az MNB az átvilágítási szakasz sikeres lezárásáról döntött 2014 októberében. Az átvilágítás céljának megfelelően tehát azonosításra kerültek azok a jogszabályi és szabályzati pontok, valamint üzleti és informatikai folyamatok, melyek módosítását a vonatkozó csatlakozási kritériumnak való megfelelés érdekében az átvilágítást követő implementáció során el kellett végezni.

A szabályozói munka két szálon folyt. Egyrészt biztosítani kellett, hogy a fizetési rendszerekben történő teljesítés véglegességéről szóló hazai jogszabály, a 2003. évi XXIII. törvény ugyanazt a jogi védelmet nyújtsa a CLS számára, mint amelyet a többi kiegyenlítési devizára vonatkozó helyi jogszabályok is biztosítanak. Ennek elérése érdekében az MNB a törvény módosítását kezdeményezte a Nemzetgazdasági Minisztériumnál, a módosítást tartalmazó törvénycsomag 2015. június 29-i kihirdetését követően pedig sikerrel zárta a munkafolyamatot. A másik szabályozói feladat a jegybank számlavezetési politikáját és üzleti feltételeit érintette, és arra irányult, hogy a CLS Bank számára lehetővé váljon az MNB-nél történő számlanyitás. A szabályzatok módosítását és a számlaszerződés megkötését követően augusztus 3-án megnyílt a CLS Bank jegybanknál vezetett számlája, így a rendszer használatának technikai alapfeltétele teljesült. A CLS Bank tehát az MNB által üzemeltetett Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer (VIBER) tagjává vált, így lehetővé vált számára, hogy forintfizetési műveleteket indítson és fogadjon a bankközi térben.

A szabályzatmódosítások másik kiemelt célja az operatív együttműködés kialakítása, vagyis a banküzemi háttér definiálása volt, mely jelentős bankműveleti és informatikai támogatással ment végbe. A legfontosabb változás a VIBER üzemidejét érintette: amíg 2015. augusztus 3. előtt reggel 8 órakor indult a bankközi forgalom, addig ettől a naptól kezdve reggel 7 órára tevődött a napnyitás. Minderre azért volt szükség, mert a CLS kiegyenlítési folyamatai közép-európai idő szerint reggel 7 órakor kezdődnek, a fizetési rendszerek üzemidejének fedésbe kerülése pedig a csatlakozás egyik alapkritériuma. Augusztus 3-a volt tehát az a nap, amikor hazai oldalról a forint CLS-tagságának alapfeltételei teljesültek, ugyanakkor ez még nem jelentette a magyar fizetőeszköz csatlakozását a rendszerhez. Az augusztustól novemberig tartó időszakban a rendszer tesztelése zajlott a forintkiegyenlítéshez elsőként csatlakozó hazai és külföldi bankok részvételével, illetve elindult a CLS szabályozó hatóságaként eljáró Federal Reserve System jóváhagyási folya-

mata. A CLS döntéshozó testülete október 15-én úgy határozott, hogy támogatja a forint CLS-csatlakozását, amennyiben a hátralévő tesztelési és engedélyezési folyamatok sikeresen lezárulnak. Az MNB Pénzügyi Stabilitási Tanácsa november 3-i ülésén szintén jóváhagyta a csatlakozást, november 10-én pedig a Federal Reserve System is úgy határozott, hogy támogatja a forintkiegyenlítés elindulását. A szolgáltatás elindítása tehát a döntéshozók erős támogatását élvezi.

A kereskedelmi bankok szerepe

A CLS Bank és az MNB a projekt elindulása óta többször egyeztetett a hazai bankrendszer szereplőivel mind plenáris fórumok, mind pedig kétoldalú tárgyalások keretében, illetve folyamatosan figyelemmel kísérte a hazai és külföldi bankok felkészültségének alakulását. Az így szerzett információk alapján kijelenthető, hogy a novemberre tervezett indulás pillanatában megfelelő számú résztvevővel tud majd elindulni a forintügyletek CLS-kiegyenlítése, a következő egy-két évet pedig várhatóan a partnerkör folyamatos bővülése fogja jellemezni. A forgalom fokozatos növekedése az összes csatlakozó devizánál, így a legutóbb 2008-ban belépő izraeli sékelnél és mexikói pesonál is megfigyelhető volt. Mindez elsősorban a rendszerrel szembeni bizalom kiépülésére vezethető vissza, ugyanakkor azt is alátámasztják a tapasztalatok, hogy a kockázatcsökkenés miatt a CLS-csatlakozás önmagában növelni képes adott deviza vonzerejét és forgalmát. Mindezek alapján az MNB az eszköz használatának folyamatos felfutására számít, erre vonatkozó elvárását pedig a továbbiakban is fenntartja a hazai bankok felé.

A CLS által nyújtott szolgáltatást kétféleképpen lehet igénybe venni: közvetlen, vagy közvetett módon. A közvetlen csatlakozás egyik alapfeltétele, hogy az érdeklődő bank tulajdoni részesedést vásároljon a CLS-ben, illetve hogy megfeleljen a rendszer által támasztott minősítési, technikai és jogi kritériumoknak. A közvetett csatlakozás ezzel szemben indirekt módon, vagyis egy közvetlen rendszertagon keresztül történik, a csatlakozási kritériumokat tehát a közvetítő határozza meg. Méretgazdaságossági okok miatt, illetve bankcsoportszintű politikáknak megfelelően a hazai bankok alapvetően a közvetett csatlakozás iránt érdeklődnek, viszont nem zárható ki, hogy a jövőben lesz magyar közvetlen rendszertag. A közvetett modell ugyanakkor azt jelenti, hogy a hazai banknak a közvetítő által adott működési feltételek és nem a rendszer alapműködése szerint kell eljárnia, ami jellemzően szűkebb teljesítési határidőket jelent. A külföldi tulajdonú hazai bankok anyabankjai többnyire közvetlen tagjai a CLS-nek, tehát képesek támogatni helyi leányvállalataik és fióktelepeik CLS-tagságát, így ez könnyebben kialakítható. A külföldi anyabankkal nem rendelkező hazai bankok számára ez a lehetőség nem áll fenn, ugyanakkor a forint csatlakozását követően elérhető lesz olyan CLS-tag, amelyik képes közvetítői szolgáltatást nyújtani a magyar banki kör részére. Az MNB véleménye szerint tehát a devizapiacra aktív hazai bankok számára fennáll a csatlakozás lehetősége.

Egy további üzleti lehetőség a hazai bankok számára a számlavezető szerepük kibővítése CLS-specifikus szolgáltatásokkal. A CLS rendszertagjai hazai számlavezető bank nélkül nem tudják forintügyletek kiegyenlítésére is használni a rendszert, mivel jellemzően nem rendelkeznek számlával az MNB-nél. Ahogy tehát a magyar bankoknak külföldi közvetítőkre van szükségük, úgy a külföldi bankoknak magyar számlavezetők kellenek a CLS használatához. Ez a kölcsönös függés egyrészt versenyt generál a számlavezetői piacon, másrészt pedig olyan kétoldalú viszonyokat hoz létre, melyek növelik a rendszer stabilitását. A hazai bankok tehát november közepétől kettős szerepben: rendszertagként és számlavezetőként is ki tudják venni a részüket a CLS által nyújtott kockázatcsökkentési és üzleti lehetőségekből, többen pedig úgy is döntöttek, hogy már az első naptól élni fognak ezekkel az opciókkal.

További működés

Várhatóan a 2015. november 17-i értéknappal kötött devizaügyletek lesznek az első, CLS-ben kiegyenlíthető forintügyletek. Mindez azt jelenti, hogy a csatlakozó bankok még az ezt megelőző munkanapon, tehát a csatlakozási napként meghatározott november 16-án el fogják juttatni a releváns forintügyleteikre vonatkozó információkat a CLS-hez, a rendszer pedig november 17-én reggel 6 óra 30 percig el fogja készíteni a közvetlen rendszertagok aznapi befizetési menetrendjét, mely tartalmazni fogja a közvetett tagok befizetési kötelezettségeit is. A közvetlen CLS-tagok ezt követően megbízást fognak adni a forintszámla-vezető bankjainak, hogy legkésőbb 9 óráig utalják át a befizetési kötelezettségnek megfelelő összegeket a CLS Bank MNB-nél vezetett számlájára. Ugyanez a folyamat egyidejűleg minden egyéb

CLS-devizában is lezajlik, majd a befizetések teljesülését követően a CLS elvégzi a hozzá benyújtott devizaügyletek kiegyenlítését, végül pedig elutalja a jegybankoknál vezetett devizaszámláin lévő összegeket a kedvezményezett rendszertagok részére. A világszinten harmonizált időablak után elinduló forintkifizetések az MNB várakozása szerint jellemzően néhány perccel 9 óra után meg fognak történni.

Látszik tehát, hogy a CLS használata új időkritikus folyamatokat hoz a hazai számlavezető bankok működésébe, hiszen amíg korábban napon belül szabadon választhatták meg a devizaforgalomhoz kapcsolódó megbízások teljesítésének időpontját, addig a csatlakozást követően mindenképp reggel 7 és 9 óra között kell majd egyes átutalásokat teljesíteniük. Mindemellettt közvetett CLS-tagként eljárva is szoros benyújtási határidőkkel találkozhatnak, hiszen a rendszer használatának szabályait a közvetítők és nem a CLS Bank fogja meghatározni. Természetesen a CLS-en kívüli kiegyenlítés és a szabad időzítés lehetősége továbbra is megmarad, viszont az MNB arra számít, hogy jelentősége fokozatosan csökkenni fog, mivel a kiegyenlítési kockázat kezelésének lehetősége a rendszer használata felé fogja terelni a piaci szereplőket.

A projekt sikeres lezárása esetén a magyar forint a közép-európai régió önálló pénznemei közül elsőként fog a világ vezető devizái közé kerülni. Ausztrália, Dánia, a Dél-afrikai Köztársaság, az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság, az euróövezet, Hong Kong, Izrael, Japán, Kanada, a Koreai Köztársaság, Mexikó, Norvégia, Svájc, Svédország, Szingapúr és Új-Zéland pénznemei mellett 2015 novemberétől Magyarország fizetőeszköze is részesévé válhat annak a nemzetközi rendszernek, amely kockázat- és likviditáskezelési megoldásai fényében méltán tekinthető a nemzetközi devizapiac vezető infrastruktúrájának. A CLS, a Federal Reserve System és az MNB kedvező döntései alapján tehát már a közeljövőben olyan kockázatkezelési eszközhöz fog jutni a hazai pénzügyi szektor, amelynek használata a következő években jó eséllyel piaci szabvánnyá fog válni, és amely egy esetleges pénzügyi krízishelyzet esetén segíteni fogja a magyar szereplők devizapiaci üzletkötéseit.

Külső publikáció: Szerkesztett formában megjelent a napi.hu oldalon 2015. november 12-én.

6. Pénzügyi felügyelet és fogyasztóvédelem

6.1. A TŐKEPIACI SZEKTOR FELÜGYELETE

A befektetési vállalkozásokat érintő évtizedes visszaélések felderítése

2015. február-március hónapban az MNB az átfogó- és célvizsgálatok keretében három befektetési vállalkozásnál – Buda-Cash Brókerház Zrt., Hungária Értékpapír Zrt. és a Quaestor Értékpapír Zrt. – súlyos, hosszabb időszakra visszanyúló csalássorozatot tárt fel. Az MNB a három érintett társaság tevékenységét felfüggesztette és felügyeleti biztost rendelt ki valamint ügyfélvédelmi okokból korlátozta az ügyfelek rendelkezési jogosultságát számláik felett. Ezt követően az MNB az érintett befektetési vállalkozások működési engedélyét visszavonta, és kezdeményezte a társaságok felszámolását, illetve az érintett társaságok esetében haladéktalanul rendőrségi feljelentést tett. A csalássorozatban érintett három befektetési vállalkozás ügyfélállománya a magyar tőkepiaci szektor értékpapír-állományának nem éri el az 1 százalékát (0,9 százalék), míg a tőkepiaci ügyfélszámnak mintegy 4 százalékát teszi ki. A visszaélésekkel érintett befektetési vállalkozások célvizsgálata mellett az MNB valamennyi befektetési vállalkozásra kiterjedő új vizsgálati módszerekkel végzett célvizsgálatot indított, melynek fókuszában az ügyfélkövetelések fedezettségének ellenőrzése állt. Továbbá augusztusban az MNB a három visszaéléssel érintett befektetési vállalkozás vezető állású személyeinek személyes felelősségre vonása tárgyában terven felüli célvizsgálatokat indított.

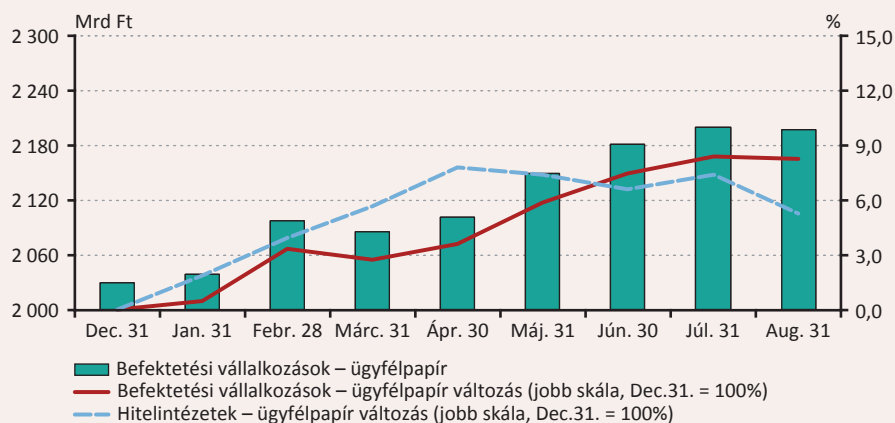
Az eddigi tapasztalatok alapján látható, hogy a befektetési vállalkozásokat érintő visszaélések a tőkepiacba vetett általános bizalmat nem ingatták meg. Bár a befektetési vállalkozások ügyfélértékpapír állományát átmeneti kisebb mérséklődés jellemezte márciusban, az értékpapírszámlákon elhelyezett teljes ügyfélvagyon növekedése 2015 augusztusáig az elmúlt év végéhez képest 5,5 százalékos volt, ezen belül a befektetési vállalkozások idegen tulajdonú értékpapír-állománya 8,3 százalékkal, míg a befektetési szolgáltatást nyújtó hitelintézeteké 5,3 százalékkal emelkedett. Ugyanakkor megfigyelhető volt bizonyos átrendeződés az alacsonyabb kockázatú termékek irányába – lásd a lakosság növekvő keresletét az állampapírok iránt – ennek megfelelően a befektetési vállalkozások idegen tulajdonú értékpapír-állományában az állampapírok állománya decemberhez képest június végére 22 százalékkal emelkedett és elérte a 242 milliárd forintot, míg a két legnagyobb részesedéssel bíró eszközosztály – azaz a befektetési jegyek és a részvények – állománya csak 5 százalékkal növekedett a vizsgált időszakban. Az alacsonyabb kockázatú termékek, azaz az állampapírok iránti kereslet növekedését támogatták az ÁKK által megemelt lakossági állampapírkamatok, és általában véve az alacsony hozamkörnyezetben kialakult hozamvadász befektetési magatartás. Továbbá, az állományok növekedése mellett ügyfelek- és ügyfélállományok átrendeződése volt megfigyelhető az ügyfelek által kevésbé biztonságosnak gondolt befektetési vállalkozásoktól az ügyfelek által biztonságosabbnak vélt szolgáltatók (egyes befektetési vállalkozások, hitelintézetek) irányába. Az MNB az ügyfélállományok változásait a befektetési szolgáltatók napi adatszolgáltatási kötelezettségének kibővítése keretében folyamatosan nyomon követi.

A tőkepiac általános bizalmi és biztonsági szintjének erősítését, a jövőbeni visszaélések megelőzését, valamint az MNB ellenőrzési és intézkedési jogosítványainak megerősítését szolgálják a júniusban elfogadott jogszabályok. Ennek megfelelően szigorodtak a piacra lépési és bennmaradási szabályok, nőtt az átfogó vizsgálatok gyakorisága (a befektetési vállalkozásoknál az eddigi 5 év helyett 3 évenként, újonnan piacra lépő intézménynél egy éven belül), bővült a vizsgálatoknál alkalmazható eszköztár a piacfelügyeleti eljárásoknál (pl. védett adatok

6.1.1. ábra

Ügyfélértékpapírok állományának alakulása a befektetési szolgáltatóknál

(milliárd forint)



Forrás: MNB

megismerhetősége, helyszíni kutatás bírói engedéllyel) és az ellenőrzési szabályoknál (pl. előzetes értesítési kötelezettség szűkítése, rendkívüli célvizsgálat, helyszíni ellenőrzés keretrendszerének bővítése, kirendelhető helyszíni vizsgáló). A befektetői bizalom erősítését szolgálja a korábbi 20 ezer eurós maximális kártalanítási összeg 100 ezer euróssá növelése. Továbbá szintén az ügyfélbizalom erősítése érdekében MNB rendelet készült az értékpapírszámlák rendszeres adatszolgáltatásáról, amelynek keretében a befektetési vállalkozások ügyfelei 2016-tól anonim módon lekérdezhetik majd a befektetési vállalkozásoknál vezetett értékpapírszámláik hó végi egyenlegeit az MNB honlapján.

A szabályozás szigorodása valamint a feltárt visszaélések miatt szükségessé váló kártalanításhoz kapcsolódó többletterhek miatt a befektetési vállalkozások jövedelmezősége várhatóan csökkenni fog. Bár a kártalanítás költségeit a kezelt ügyfélállományokkal arányosan fizetik a szolgáltatók, mégis inkább a kisebb, mérethatékonysági, jövedelmezőségi problémákkal küzdő szolgáltatókat érinti hátrányosan. Egyes intézmények jövedelmi helyzetében fordulópont következhet be továbbá, tekintettel arra, hogy az ügyfelek preferenciájában bekövetkező változások nem egyformán érintik a befektetési vállalkozásokat. A fentiek miatt a befektetési vállalkozási szektorban konszolidációs folyamat elindulása várható.

Magas kockázatú tőkeáttételes ügyletek kapcsán fókuszáltabb felügyelet

A nemzetközi piacok tőkeáttételes pozíciói szokatlanul nagy napon belüli eredményt (nyereséget vagy veszteséget) képesek produkálni. A svájci jegybank 2015. január 15-i váratlan döntése a frank (CHF) árfolyamküszöbével kapcsolatban – melynek során az 1,2-es frank-euró árfolyamküszöböt eltörölte és engedte felértékelni a frankot az euróval szemben – a magas tőkeáttételű, jellemzően devizapiaci ügyleteket a külföldi online platformokat (Saxo, Bank, Interactive Brokers Group, FXCM, Grain Capital, stb.) igénybevevő ügyfeleknek és rajtuk keresztül a hazai tőkepiaci intézmények egy részének nagy veszteségeket eredményezett. A vizsgált körben, az extrém piaci mozgásokkal járó január 15-én egy ügyfél átlagosan mintegy 10 millió forint veszteséget szenvedett el a lezárt pozíciókon (ténylegesen realizált veszteség), melyet növelt a nyitott pozíciók el nem számolt vesztesége. Az ügyféltartozások egy részét a befektetők nem tudták fedezni, illetve az elszámolások során nem tudták rendezni.

A CHF sokk egyes befektetési alapokat is érzékenyen érintett, a legnagyobb veszteséget elszenvedő alapok az abszolút hozamú alapok kategóriájába tartoznak. Az arányosított veszteség az alapkezelői szektor összesített nettó eszközértékének kb. 0,5 %-át tette ki.

A CHF árfolyam hatások rávilágítottak a white-label¹⁸ konstrukció hátrányaira, kockázataira. Általános tapasztalat volt a rejtett – befektetési szolgáltatókat és a befektetőket egyaránt érintő – kockázatok felszínre kerülése, mivel a kereskedésbe beépített automatizált kockázatkezelési funkciók (stop-loss megbízások) nem működtek, sok esetben az online kereskedési rendszerek nem voltak képesek a hirtelen megnövekedett magas megbízás-számot kezelni, a pozíciókat adott pillanatban zárni, tekintettel a CHF-EUR árfolyam jelentős (napon belül több mint 20 %-os elmozdulására). A potenciális kockázatok mérséklődését elősegítheti a white-label konstrukció visszaszorulása és a függő ügynöki modell előtérbe kerülése.

Az MNB a 2015. január 21-én kiadott közleményében ismételten felhívta a figyelmet a tőkeáttételes ügyletek magas kockázatára. A befektetési szolgáltatás tekintetében az MNB erősíti a felügyelési fókuszot az ilyen tevékenységet változatlan formában nyújtó befektetési vállalkozások működési feltételeinek szigorításával, a felmerülő kockázatokra többletőke követelmény előírásával a második pillérben.

6.2. A PÉNZPIACI SEKTOR FELÜGYELETE

Hitelintézetek sokkellenálló képességének növelése

2015 első félévében az MNB tovább folytatta széleskörű vizsgálatát a legnagyobb bankok kereskedelmi ingatlanfinanszírozási ügyleteinek feltárása érdekében, melynek keretében öt nagybank kereskedelmi ingatlanhitelportfoliójának mintegy 90%-át tekintette át. Az előző évek tapasztalataira építő megújult módszertan segítségével pontosabban feltárt kockázatok fedezésére, jelentős mértékben emelni kellett az érintett nagybankok tartálékait. Ennek, valamint a hitelintézeti szektorban lévő kockázatok konzisztens mérését és megállapítását szolgáló SREP vizsgálatok hatására az első félévben mintegy 83 milliárd forint összegű tőkeemelésre került sor, mely nemcsak a pénzügyi közvetítőrendszer ellenálló képességét növeli, de a jegybank által ösztönzött portfóliótisztítások felgyorsulásával a szektor hitelezési potenciálját is erősíti. Kizárólag a hitelintézeti szektor valós problémáit transzparensen feltárni képes felügyeleti tevékenység lehet a záloga a tartósan jól működő, kiegyensúlyozott mérlegszerkezettel bíró pénzügyi közvetítő rendszernek, mely csak így lehet képes tartósan és fenntarthatóan finanszírozni a gazdaság növekedését a társadalmi jólét növelése érdekében.

Az MNB arra törekedett, hogy a jogszabályokban előírt vizsgálati kötelezettségeinek teljesítése mellett képes legyen a pénzügyi szolgáltatók gyorsuló ütemben változó likviditási, tőke megfelelési és jövedelmi helyzetében bekövetkező változások lehető legkorábbi észlelésére és idejekorán történő kezelésére. Ennek szellemében, a törvényben előírt kötelező vizsgálatokon túl, 2015 I. félévében az MNB a hitelintézetek esetében 16 témavizsgálatot és 2 célvizsgálatot végzett el. A soron kívüli vizsgálatok hatékonyan hozzájárultak az észlelt problémák eskalációjának megelőzéséhez, és a prudens működés erősítésével csökkentették a pénzügyi szolgáltatókkal szembeni bizalom megingásának esélyét.

Pénzügyi vállalkozások fokozottabb felügyelete az elszámolás kockázatai kapcsán

Az MNB a maga eszközeivel támogatta az elszámolás törvény gördülékeny végrehajtását és a pénzügyi vállalkozások esetében szorosan nyomon követte az elszámolási kötelezettségek teljesítését, szükség esetén beavatkozva azok határidőre történő végrehajtása érdekében. Egy hitel és pénzkölcsön nyújtási tevékenységi engedéllyel rendelkező pénzügyi vállalkozás (Pannoninvest Libra Pénzügyi Szolgáltató Zrt.) esetén az MNB felügyeleti biztos kirendeléséről döntött, tekintettel arra is, hogy a társaság nem tett eleget elszámolási kötelezettségének, és pénzügyi helyzetéről nem szolgáltatott megbízható adatot az MNB részére.

¹⁸ A white-label konstrukció során a belföldi befektetési vállalkozás sajátjaként, azaz saját márkaként tünteti fel a külföldi befektetési szolgáltató által kínált pénzügyi terméket vagy szolgáltatást. A külföldi szolgáltatónál a belföldi befektetési vállalkozás saját nevére nyit számlát, és ezáltal átvállalja a saját ügyfeleinek nem-fizetési kockázatát.

2015. évben folytatódott a szektor konszolidációja, összesen hat pénzügyi vállalkozás tevékenységi engedélye került visszavonásra, ebből három esetben (PLATINIUM Pénzügyi Szolgáltató Zrt., Cívis Credit Zrt., Kézizálog Zrt.) kezdeményezett felszámolást, mivel a vállalkozások nem tudtak eleget tenni fizetési kötelezettségeiknek, és működésükből, illetve a tulajdonosok által nem volt biztosított a fizetőképesség helyreállítása, tartozások kielégítő rendezése.

6.3. A BIZTOSÍTÁSI ÉS FÜGGETLEN KÖZVETÍTŐI SEKTOR FELÜGYELETE

A kötelező gépjármű-felelősségbiztosítási piacon tapasztalt anomáliákkal szembeni fellépés

Az MNB 2015. július 2-án kiadott határozataiban a K&H Biztosító Zrt.-re 200 millió forint, a Groupama Garancia Biztosító Zrt.-re 100 millió forint bírságot szabott ki, mert jogsértően utasították el az ügyfelek számára a pótkocsikra vonatkozó kötelező gépjármű-felelősségbiztosítások megkötését. A határozatban az MNB kötelezte a biztosítókat, hogy – ajánlatkezelési, tájékoztatási folyamataik és a kötelező gépjármű-felelősségbiztosítási (kgfb) szerződéses szabályozási rendszerük átalakításával – a kgfb szerződésekre vonatkozó ajánlatok befogadásának kötelezettségét a jogszabályokkal összhangban teljesítsék minden esetben, így a 10 tonna feletti pótkocsis, félpótkocsis üzembentartók tekintetében is.

A jegybanki intézkedések hátterében az áll, hogy a K&H Biztosító 2014 novemberében több ezer pótkocsi, félpótkocsi esetén jogszabályi felhatalmazás hiányában utasította el a kgfb szerződés megkötésére tett ajánlatokat, valamint a biztosító egyoldalúan, az ügyfél szándékától függetlenül flottaként kezelte az azonos üzembentartótól legalább öt pótkocsi biztosítására tett ajánlatokat, miközben szerződési feltételeiben kikötötte az ezen gépjárművekre vonatkozó flottaajánlat indoklás nélküli elutasításának lehetőségét. Ennek nyomán ugyancsak több száz kgfb szerződés megkötését utasította vissza. A Groupama Garancia Biztosító észlelte, hogy a K&H Biztosító által elutasított üzembentartók egyedi szerződéses ajánlataikkal a biztosítót keresik meg, szerződési feltételeiben olyan kiegészítést rögzített, amelynek értelmében a 15 napon belül ugyanazon érintett üzembentartó által öt vagy annál több pótkocsira, félpótkocsira tett ajánlatok flottaszerződésnek minősülnek, és ezek a flottaszerződések csak 2014. december 31-ig – adott esetben akárcsak néhány napig – állhatnak fenn. Mindemellett több ügyfél 52 járműre tett egyedi szerződéses ajánlatát a biztosító azzal az indokkal utasította el, hogy azok nem felelnek meg az előbbi „kényszerflottasítást” rögzítő szerződéses feltételeinek, illetve a flottákra vonatkozó díjszabásnak.

Előbbieket szerint mindkét biztosító a pótkocsira, félpótkocsira meghirdetett – más biztosítókhoz képest – alacsony díjak által bevonzott üzembentartói kör okozta kockázatokat jogszállásértő, az ajánlatbefogadási kötelezettség kijátszását eredményező módon kezelte, ahelyett, hogy a kockázatokkal arányban álló és azokat kezelő díjakat időben meghirdette volna. A bírság kiemelkedően magas összegét a biztosítók kirívóan súlyos és a piacra jelentős hatása, illetve számottevő kockázatot előidéző magatartása indokolta.

Etikus életbiztosítás koncepció

Az MNB kiemelt célként határozta meg a hibásnak minősített életbiztosítási termékek javítását, ehhez kapcsolódóan a szerződők részére felszámított költségek limitálását és költségtranszparenciát. E célok az etikus életbiztosítási koncepció keretében kerülnek megvalósításra, amelynek első mérföldköve, hogy a Biztosítási tevékenységről szóló törvény (Bit.) módosítás tervezete tartalmazza már a kezdeti egységek tiltására irányuló MNB javaslatot, a kötelező letétkezelői alkalmazást, valamint a képesítési előírásokat a befektetések saját – és nem kiszervezett – vagyongazdálkodása esetén.

A koncepció piaccal is megvitatott, ám egyértelmű felügyeleti álláspontot tükröző elemeinek véglegesítése a Bit. módosításában, a TKM és a technikai kamatlábról szóló rendelet kidolgozásában, valamint a befektetési egységekhez kötött (unit-linked) életbiztosításokkal kapcsolatos prudenciális és fogyasztóvédelmi elvek alkalmazásáról szóló ajánlás aktualizálásában ölt testet.

Regisztrálatlan közvetítők miatti rekordbírság

Az elvárt szakmai színvonal biztosítása érdekében a természetes személyek kizárólag megfelelő végzettséggel, vagy hatósági vizsgával illetve folyamatos képzések mellett végezhetnek független biztosításközvetítői vagy pénzügyi tevékenységet. A biztosítási piacon a természetes személyeket a megbízónak regisztrálnia kell a jegybank közhiteles nyilvántartásába (<https://apps.mnb.hu/regisztr/>), tulajdonképpen a munkaviszony létrejöttkor és el kell látnia a közvetítőt a regisztrációt igazoló fényképes igazolvánnyal. Minden személyes ügyfélkapcsolat alkalmával a közvetítőnek kérés nélkül fel kell mutatnia közvetítői igazolványát. A vizsgálatok során a jegybank határozottan fellép a be nem jelentett, megfelelő végzettséggel vagy hatósági vizsgával nem rendelkező személyek közvetítői tevékenységével szemben. A vizsgálatok során feltárt jelentős súlyú jogsértések miatt az MNB – a közvetítői piacon eddig példa nélküli mértékű – 30 millió forint prudenciális bírsággal sújtott egy alkuszcéget.

Ajánlás a biztosítási termékek bemutatását, összehasonlítását szolgáló és a biztosításközvetítés során használt elektronikus felületekről

A fogyasztói szokások átalakulásával a több területen (pl. kereskedelem) a fogyasztói online vásárlások aránya évről-évre növekszik. Hasonló folyamat indult el a biztosítások piacán is, a közvetített KGFB szerződések több mint 50%-át az 5 legnagyobb online alkusz értékesíti, továbbá az utasbiztosítások esetében is meghatározó az online értékesítés. A biztosítások értékesítését és közvetítését szabályozó jelenlegi jogszabályok az általános keretokről rendelkeznek, nem tartalmaznak külön szabályokat az elektronikus közvetítői, értékesítési tevékenységekre. A megindult piaci folyamatok megfelelő mederbe terelésére 2015. első félévében az MNB kiadta az elektronikus biztosítási felületekre vonatkozó ajánlását, melyet széles körű piaci konzultáció előzött meg. Az ajánlás orientáló jelleggel a jogszabályi keretek elektronikus felületeken történő gyakorlati alkalmazására ad iránymutatást. Az alapos, szakszerű, a közvetített biztosítási szolgáltatás sajátosságához illeszkedő tanácsadáson túl alapvető fontosságú az MNB szerint, hogy a fogyasztók a biztosítási szolgáltatások árán túl azok tartalmáról is könnyen áttekinthető és értelmezhető összehasonlítást kapjanak az igényeinek leginkább megfelelő termék kiválasztásához.

6.4. PIACFELÜGYELET

A pénzügyi piacokat, piaci folyamatokat aktívan formáló felügyelés

A fejlett piacgazdaságok szabályozott piacain erős felügyeletet működtetnek, ahol a felügyeleti munka nem korlátozódik – és a globális gazdasági folyamatok okán nem is korlátozódhat – a prudenciális felügyelési keretekre, hanem azon túlmutatva világos jövőképpel támogatja a piaci szereplőket, intenzív jelenlétrel és kiterjesztett hatáskörrel képes hatni a piaci folyamatokra. Ennek megvalósításához a hazai pénzügyi közvetítő rendszerben a prudenciális intézményfelügyelet mellett szükséges ellátni a termékek és közvetítőhálózatok erős és integrált felügyeletét is: a hazai fogyasztó számára elérhető szabályozott és kevésbé vagy egyáltalán nem szabályozott pénzügyi termékeket (ideértve az árnyék banki termékeket is – pl. befektetési arany), és az azokat közvetítő piaci szereplőket is az értékesített termékek által hordozott kockázatnak megfelelő módon kell ellenőrizni. A felügyelt szektorok intézményeinek és termékeinek ellenőrzését mindinkább ki kellett (először szabályozói oldalon megteremtve a kereteket) és ki kell terjeszteni a vezető személyek felügyeletére is, a jelentős kárt okozó intézmények felelős vezetőit távol kell tartani a hazai pénzügyi piacoktól. E célok megvalósítását a jogalkotó felé becsatornázott javaslatok eljuttatása is sikerrel célozta. A piaci visszaélést megvalósító szereplőkkel szemben erélyes hatósági hatáskör és fellépés szükséges tekintettel arra, hogy az általuk okozott károk nagymértékű reputációs veszteséget jelentenek, és nagymértékben erodálják a pénzügyi piacokba vetett befektetői bizalmat. Mindezen okokat szem előtt tartva minden eddiginél aktívabban lépett fel az MNB a visszaélések megszüntetése érdekében (jelenleg 58 eljárás van folyamatban az MNB tv. szerinti piacfelügyeleti témakörökben, mely eljárások többségükben engedély és/vagy bejelentés hiányában végzett tevékenységek feltételezett megvalósítóival szemben indultak).

Az első félév piacfelügyeleti eljárásai közül kiemelésre érdemes a felszámolás alatt álló BUSINESS TELECOM Távközlési Nyilvánosan Működő Részvénytársaság társasággal szemben lefolytatott eljárás, illetve a meghozott hatá-

rozat, melyben összesen 48.700.000,- Ft összegű bírságtétel szerepel a következő megosztásban. A piacbefolyásolás tilalmára vonatkozó jogszabályi rendelkezések megsértése miatt egy 15.000.000,- Ft és egy 8.000.000,- Ft összegű piacfelügyeleti bírságot, a tájékoztatási kötelezettséget szabályozó jogszabályi rendelkezések megsértése miatt pedig egy 13.000.000,- Ft, egy 5.000.000,- Ft, egy 700.000,- Ft és egy 7.000.000,- Ft összegű felügyeleti bírságot szabott ki az MNB a BUSINESS TELECOM Nyrt.-vel szemben. Ezt megelőző határozatában a 2013. évi éves jelentés jogszabályoknak megfelelő közzétételére kötelező határozat megsértése miatt az MNB 7.000.000,- Ft összegű felügyeleti bírsággal sújtotta a BUSINESS TELECOM Nyrt.-t. Ez utóbbi határozat szerint az MNB a BUSINESS TELECOM Nyrt. értékpapírjainak tőzsdei kereskedését is felfüggesztette, azzal, hogy a nevezett értékpapírok a tőzsdei kereskedés visszaállítása nélkül kerültek törlésre a tőzsdei terméklistáról 2015. június 3. napján.

A pénzügyi piacok felügyelése során feltárt, nem kívánt hatások visszaszorítása

A hatékony felügyelés megvalósítása érdekében az MNB kiemelt figyelmet fordít azokra a szegmensekre is, amelyek a pénzügyi intézmények közvetett közreműködésével nem felügyelt szereplőket érintenek. Példa erre a követelésvásárlás, amelynek üzletszerű végzése engedélyköteles pénzügyi szolgáltatási tevékenységnek minősül. Az MNB – folyamatos felügyelés keretében elrendelt rendkívüli adatszolgáltatásokkal – időről időre ellenőrzi, hogy a felügyelt intézmények mely személyeknek, illetve gazdasági társaságoknak adtak el követelést és elemzi azt is, hogy a vásárlói oldalon történt-e üzletszerű pénzügyi szolgáltatási tevékenység. Amennyiben az adatok alapján felmerül a gyanúja annak, hogy a követelésvásárló tevékenysége kapcsán az üzletszerűség kritériumai megvalósulnak és arra vonatkozó engedéllyel az engedményes nem rendelkezik, úgy az MNB piacfelügyeleti eljárást indít az adott személlyel/társasággal szemben.

Az idei évben elrendelt rendkívüli adatszolgáltatásból származó adatok alapján megállapítást nyert, hogy az adatszolgáltatással érintett 3 év alatt jelentős számú (mintegy 2.900) olyan természetes személy, illetve gazdasági társaság vásárolt követelést, akik/amelyek követelésvásárlásra jogosító engedéllyel nem rendelkeznek. Az engedéllyel nem rendelkezők közül mintegy 2.400 olyan gazdasági társaság, illetve természetes személy volt, amelyek/akik mindössze egyszer vásároltak követelést, vagyis tevékenységük – egyéb körülmények fennállása esetén – feltehetően nem minősülne üzletszerűnek. Tekintettel arra, hogy a rendkívüli adatszolgáltatásból származó adatok alapján az MNB arra a megállapításra jutott, hogy a követelésvásárlás (azon belül az üzletszerűség, vagyis az engedélyhez kötöttség feltételének) megítélésével kapcsolatos szigorú felügyeleti álláspont és a felügyelt szektorban a követelések értékesítésével kapcsolatosan megfigyelhető gyakorlat között több esetben ellentét húzódik, az MNB az egységes joggyakorlat kialakítása érdekében vezetői körlevélben hívta fel a pénzügyi intézmények figyelmét az üzletszerűség megítélésével kapcsolatos felügyeleti álláspontra, illetve az engedményezési szerződések megkötése esetén – az engedéllyel nem rendelkező piaci szereplő számára – adandó tájékoztatás minimális tartalmára. Az MNB mindemellett számos piacfelügyeleti eljárást is indított az engedéllyel nem rendelkező követelésvásárlókkal szemben.

A példaként kiemelt szegmens (követelésvásárlás) jól szemlélteti, hogy a hatékony felügyelés és a piactisztítás megvalósításának elengedhetetlen feltétele, hogy az MNB mind prudenciális, mind piacfelügyeleti oldalon alkalmazza mindazokat az eszközöket, amelyek segítségével a pénzpiacra megfigyelt nem kívánt hatás visszaszorítható.

Látható felügyeleti szerepvállalás és a túlzott kockázatot hordozó termékek visszaszorítása

Az MNB fontos kapuőri szerepet játszik a tőkepiacon megjelenő pénzügyi innovációk folyamatos nyomonkövetésével, és erős felügyeleti fellépéssel biztosítja, hogy ne jelenjenek meg hibás termékek a piacon. A kapuőri szerep magában foglalja azt a kiemelten kezelendő célt is, amely az egyes kibocsátók tőzsdére lépésének engedélyezési folyamatára vonatkozik. A tőzsdére lépés így a formai és tartalmi elemeket magában foglaló egységes uniós szabályrendszernek való legteljesebb megfelelésen túl minden esetben érdemi vizsgálatot, a tényállás szükséges mértékű tisztázását és a felügyelés során rendelkezésre álló egyéb területekről származó információk, tények és adatok szintetizálását is jelenti, kiszűrve ez által a nem megfelelő kibocsátók érintkezését a befektetők széles körével. Ez által a terület a tőkepiaci termékek kapcsán a befektetővédelem első kapujaként jelentkezik,

amely kapuként az MNB az ágazati jogszabályokban rejlő tartalmi vizsgálati lehetőségeket teljeskörűen kihasználva biztosítja a transzparens piacra lépést számos nem piacképes társaság kiszűrésével egyetemben. Mindezen feladat azonban a kibocsátói felelősség és a befektetői tudatosság csorbítása nélkül lehetséges és kívánatos egyben, így az MNB e körben is a pénzügyi tudatosság előmozdítását tűzte ki fontos feladatánaként. Az újítások gyors lekövetését lehetővé tevő rugalmas szabályrendszerre, továbbá a jelenleg túlzott kockázatot hordozó eszközök korlátozására van szükség. Cél, hogy a befektetők csak olyan termékkel kerülhessenek kapcsolatba, amelynek piacát az MNB ismeri, felügyeli és szabályozza, minimálisra szükséges csökkenteni a „szürke” zóna, a határokon átvágó magas kockázatú „kvázi” befektetési termékek értékesítését. Az MNB azzal, hogy kizárja a pénz- és tőkepiacokról a nem felügyelt termékértékesítőket, ismeretlen termékeket, a pénzügyi piacok tisztítása által a fogyasztóvédelmi szempontokat erősíti. A globálissá vált pénzügyi piacok eközben azt a kockázatot hordozzák magukban, hogy a hazai befektetők a nap bármely szakában, a hét bármely napján elérhetnek olyan komplex termékeket, amelyek megértése mély pénzügyi ismereteket feltételez. Ezért az MNB-nek gyorsan és határozottan kell reagálnia a pénzügyi piacokat veszélyeztető jelenségekre, visszaélésekre.

A hatékonyan működő tőkepiacok elengedhetetlen feltétele az átláthatóság, amelyet a felügyelés folyamatos piacmonitoring tevékenységével és a deviáns tőkepiaci szereplők, piaczavaró magatartást tanúsítók kiszűrésével, szankcionálásával, valamint a kibocsátók és felügyelt tőkepiaci szereplők célzott ellenőrzéseivel segíti.

A piaci folyamatokkal lépést tartó, erőteljes jogérvényesítéssel kell válaszolni a pénzügyi innovációkra. Amennyiben a káros innovációk ellen a jogszabályi háttér nem teljes az ágazati jogszabályokban, úgy logikai jogértelmezéssel, a jogalkotói célokat feltáró és érvényre juttató jogalkalmazás alapjára kell helyezkedni. Ezt kell, hogy segítse az MNB következetes és markáns intézkedési és bírságpolitikája, amely a bírságkeretek hatékony kitöltésén túl folyamatos kommunikációs csatornaként is működik. Kiemelt és a nyilvánosság számára is érzékelhető jogérvényesítési reakció a piaci devianciákkal szemben, hogy az MNB már eljárásai során hatósági döntéseket hoz meg és közöl a nyilvánossággal, amely döntések a befektetők mind fokozottabb védelmét hivatottak biztosítani (ideiglenes biztosítási intézkedések fokozott szerepe).

6.5. PÉNZÜGYI FOGYASZTÓVÉDELEM

Az elszámolás és forintosítás vizsgálatának eredményei

Az elszámolás és a forintosítás alapvető célja az volt, hogy rendezze az árfolyamrés és a tisztességtelen kamat-, díj-, költségemelések alkalmazása során felszámított összegek sorsát, azt visszajuttassa a fogyasztókhoz, a forint-ra átváltással megszüntesse a jövőbeni árfolyamkockázatot, és ezzel stabil alapokat teremtve, kiszámíthatóbbá tegye az adósok törlesztési kötelezettségét.

Az MNB az elszámolást – annak maradéktalan végrehajtása érdekében – témavizsgálattal ellenőrzi valamennyi piaci szereplőnél. Ennek során 318 pénzügyi intézménynél indult vizsgálat, amely a fogyasztókkal való elszámolások lezárásáig, a folyamat teljes egészére kiterjed.

Az MNB a fogyasztóbarát elszámolási folyamat elősegítése érdekében már a kezdetektől proaktív módon kezelte az új feladatot: nagy hangsúlyt fektetett a pénzügyi intézmények egyes elszámolási részfeladatainak előzetes és folyamatos, közbeni ellenőrzésére.

A legnagyobb ügyfélkörű pénzügyi intézmények esetében már a felkészülési folyamatot is szigorúan ellenőrizte a jegybank, így az elszámolások tényleges lebonyolítását megelőzően előzetesen megvizsgálta, hogy a piaci szereplők a jogszabályi módszertannak megfelelően alakították-e ki az elszámolási alapelveket és a számítási algoritmusokat. A módszertanban tapasztalt, jogszabályba ütköző eltéréseket haladéktalanul korrigáltatta az intézményekkel annak érdekében, hogy a számítási alapelvekben és számítási módszerben fellépő hibák az elszámoló levelek tömeges kiküldésekor a legnagyobb ügyfélkörű intézményeknél már ne álljanak fenn.

Az elszámolás jelentőségére tekintettel az MNB folyamatosan figyelemmel kíséri a feladatok jogszerű végrehajtását, különösen a fogyasztók megfelelő és határidőben történő tájékoztatását, az elszámoló levelek tartalmát,

a benne foglalt fogyasztói követelés kiszámításának módszerét, a fogyasztók számára történő visszatérítések tényleges megvalósulását, továbbá a forintosítás kapcsán megállapított új induló kamatok jogszabályi megfelelőségét.

Az MNB folyamatosan elemzi és értékeli a rendelkezésére álló információkat, hiányosság esetén azonnali intézkedéseket tesz a jogszabálysértés megszüntetése érdekében, szükség esetén pedig kötelezi a pénzügyi intézményt a számítások ismételt elvégzésére és a fogyasztók újbóli értesítésére. A jegybank eddig több mint 150 esetben fogyasztóvédelmi figyelmeztetésben hívta fel a különböző intézményeket arra, hogy az általa észlelt és kifogásolt magatartást haladéktalanul szüntessék meg. Amennyiben pedig a vizsgálat során folyamatos, azonnali intézkedést igénylő jogszabálysértés került megállapításra, – eddig 33 esetben – ideiglenes intézkedés útján kötelezte a jogsértő állapot megszüntetésére az MNB a pénzügyi intézményeket, illetve összesen 122,8 millió forint bírságot szabott ki az elszámolással érintett piaci szereplőkkel szemben. A bírságok kiszabását jogszabályi határidők elmulasztása indokolta.

Az elszámolással kapcsolatos közérdekű keresetek sikerei

Az elszámolásról szóló jogszabályok rendelkezései értelmében a pénzügyi intézményeket nem terhelte jogszabályon alapuló elszámolási kötelezettség azon forint és tényleges devizaszerződések egyoldalú kamat-, költség-, illetve díjmelései tekintetében, amelyek 2010. november 26. napját követően közzétett, vagy ezt követően módosított általános szerződési feltételeken alapultak.

A jogszabályok ugyanakkor lehetővé tették az MNB számára, hogy közérdekű keresetet indítson a pénzügyi intézményekkel szemben az egyoldalú emelést lehetővé tevő fenti szerződéses kikötések tisztességtelenségének megállapítása érdekében. Az MNB abban az esetben tekintett el a keresetindítástól, ha adott intézmény közjegyzői okiratba foglaltan kötelezettséget vállalt arra, hogy az egyoldalú emelések alapján a fogyasztókkal megfizetett összegekkel túlfizetesként önként elszámol a fogyasztókkal. Az MNB mellőzte továbbá a keresetindítást azon pénzügyi intézményekkel szemben is, amelyek 2010. november 26. napját követően nem emeltek egyoldalúan kamatot, költséget, vagy díjat, hiszen esetükben az MNB pernyertessége nem eredményezett volna a fogyasztókkal megkötött szerződésekből eredő intézményi visszatérítési kötelezettséget.

Az MNB a keresetindítás feltételeinek meglétét 2015 márciusában 210 pénzügyi intézmény adatszolgáltatásának ellenőrzésével és elemzésével tisztázta. Ennek során 138 pénzügyi intézmény nyilatkozott úgy, hogy nem hajtott végre egyoldalú emelést, további 56 intézmény pedig közjegyzői okiratban vállalt kötelezettséget az elszámolásra.

Az MNB a vizsgálódásának eredményeként 16 pénzügyi intézménnyel – 8 bankkal, 3 takarékszövetkezettel és 5 pénzügyi vállalkozással – szemben élt a közérdekű keresetindítási jogával. Az érintett intézmények vonatkozásában egységesen megállapítást nyert, hogy azok egyoldalú hiteldíj-emelést hajtottak végre, azonban nem tettek közjegyzői előtt nyilatkozatot arról, hogy önként – azaz a tisztességtelenség bíróság által történő megállapításának a hiányában is – elszámolnak a fogyasztókkal.

Az MNB a közérdekű pereket annak érdekében indította, hogy a Fővárosi Törvényszék állapítsa meg a 2010. november 26-át követően közzétett, vagy ezt követően módosított ÁSZF-ekben foglalt, az ügyfelekkel szemben hátrányos egyoldalú szerződésmódosítást lehetővé tevő kikötések érvénytelenségét.

Két keresetindítással érintett pénzügyi vállalkozás még a keresetlevél kézhezvétele előtt közjegyzői okiratba foglaltan vállalta az elszámolást. Velük szemben a perek lefolytatása indokolatlan lett volna, hiszen esetükben az elszámolási kötelezettség visszavonhatatlanul beállt, ezért az MNB mindkét eljárásban elállt a keresettől, és a bíróság a pert megszüntette.

A további 14 peres eljárásból 13 már végérvényesen befejeződött. Valamennyi lezárt perben az MNB teljes egészében, vagy részben pernyertes lett, mivel a bíróság jogerősen tisztességtelennek minősítette az érintett pénzügyi intézmények azon szerződéses kikötéseit, vagy azok nagy részét, amelyek az MNB közérdekű kere-

seteiben kifejtett álláspontja szerint tisztességtelenek voltak. Öt ügyben I. fokon, nyolc ügyben pedig II. fokon fejeződött be jogerősen a per. Hét pénzügyi intézmény felülvizsgálati kérelmet nyújtott be, de a felülvizsgálati eljárások során a Kúria által hozott ítéletek is alapvetően az MNB pernyertességét eredményezték.

A perek eredményeként az érintett alperes pénzügyi intézmények a 2010. november 26. utáni időszakra vonatkozóan is kötelesek elszámolni a fogyasztókkal, az MNB tehát sikeresen, az elszámolási folyamat teljességét biztosítva élt a közérdekű keresetindítás jogszabályban biztosított lehetőségével.

Kézizálog tárgykörében megtett intézkedések sikerei

Az MNB a kézizálog kölcsönök piacán észlelte azt a problémát, hogy egyes zálogkölcsönt nyújtó piaci szereplők a kölcsön futamidejét – az általános 30-180 nap helyett – extrém rövid, 1-3 napban határozták meg, ezt követően pedig több hónapos türelmi időt és különböző késedelmi díjakat alkalmaztak.

A jelenség fogyasztóvédelmi kockázata abban állt, hogy a hitelek futamidőre vonatkozó teljes díja (THM) törvényileg maximalizált, kézizálogkölcsön esetében nem haladhatja meg a jegybanki alapkamat 39%-kal növelt mértékét. A THM számításánál azonban a türelmi idő alatt fizetendő késedelmi díjakat, költségeket nem kell figyelembe venni, így ha ezen konstrukciónál nem történik meg a néhány napos futamidőn belüli törlesztés, úgy a költségek a nem szerződésszerű (késedelmes) teljesítés miatt jelentősen megnőhetnek.

A kézizálog-hitelezés során a fogyasztók rendszerint nemesfém tárgyakat, festményeket, drágaköveket adnak fedezetként zálogba, a hitelező pedig a tárgyak becsült értéke alapján kölcsönt nyújt. A zálogtárgy a kölcsönösszeg, valamint a kamatok, díjak megfizetésével a futamidő alatt bármikor kiváltható. A fogyasztók viszont jellemzően havi rendszerességgel jutnak bevételhez, így a néhány napos futamidőre kötött szerződéseknél könnyen előfordulhat a többletköltségeket eredményező késedelmes teljesítés.

Mindezek alapján az MNB szükségesnek tartotta felhívni a fogyasztók figyelmét arra, hogy a szerződés aláírása előtt alaposan vizsgálják meg a feltételeket, különösen azt, hogy milyen költségek merülnek fel, ha a futamidő alatt nem történik meg a zálogtárgy kiváltása. Felhívta a fogyasztók figyelmét arra, hogy megfontolandó olyan futamidejű szerződést kötni, amely idő alatt biztosított a kölcsön megfizetése, ellenkező esetben a költségek jelentősen megnőhetnek.

A kifogásolt gyakorlat folytatásának megszüntetése érdekében az MNB 75 kézizálog kölcsönrel érintett piaci szereplőnek küldött fogyasztóvédelmi figyelmeztetést, amelyben jelezte, hogy a 30 napnál rövidebb futamidővel kibocsátott zálogjegyek kibocsátását nem tartja elfogadhatónak. A fogyasztóvédelmi figyelmeztetés eredményeként 20 kézizálog intézmény tett nyilatkozatot arról, hogy forgalmaz 30 napnál rövidebb futamidejű terméket, és meghatározó hányaduk, 17 zálogkölcsön nyújtó intézmény kivezette, illetve vállalta, hogy kivezeti kínálatából az MNB által nem kívánatosnak tartott termékeket.

Az MNB a fogyasztók számára való kiszámíthatóság elősegítése érdekében témavizsgálat keretében négy – a felhívásra nem együttműködő – kézizálog kölcsönt nyújtó intézménynél ellenőrzi a THM maximum, a kereskedelmi kommunikáció, a panaszkezelés illetve a szerződéskötéskori előzetes szóbeli tájékoztatás jogszabályoknak való megfelelését.

A romániai Astra Biztosító magyarországi fióktelepével kapcsolatba kerülő fogyasztók, károsultak védelme

A romániai székhelyű Societatea Comerciala de Asigurare- Reasigurare Astra biztosító a fióktelepe révén a magyar biztosítási piac egyik szereplője. A fióktelepek esetében a prudenciális, tőkehelyzetre vonatkozó, a pénzügyi helyzet vizsgálatára fókuszáló felügyelet a román felügyeleti hatóság jogköre, de az európai munkamegosztás szerint az MNB befogadó felügyeletként európai uniós és hazai jogszabályok alapján felügyeli a fogyasztóvédelmi

rendelkezések betartását. Az MNB e jogkörében többek között elvégezte az ügyfélszolgálat elérhetőségének, a biztosítási feltételekről szóló tájékoztatások tartalmának, illetve a tisztességes kereskedelmi gyakorlat feltételeinek vizsgálatát a fogyasztók érdekeinek védelme érdekében. E vizsgálatok eredményeképpen kiküszöbölésre került a fióktelep kapcsolattartást érintő, fogyasztók számára hátrányos magatartása. Ezen túlmenően a kárkifizéssel kapcsolatos eljárások vizsgálatát is elvégezte az MNB, amelynek eredményeképpen a fióktelepnél felgyorsult a kárkifizési eljárás.

A román felügyeleti hatóság 2015. augusztus 31-én visszavonta a romániai székhelyű Astra biztosító tevékenységi engedélyét és kezdeményezte annak felszámolását. A magyar fogyasztók, továbbá a fióktelepnél kötelező gépjármű felelősségbiztosítással rendelkező ügyfelek által okozott kárral érintett károsultak érdekeinek védelme céljából a romániai intézkedést közvetlenül megelőzően az MNB fogyasztóvédelmi célvizsgálatot indított az Astra magyarországi fióktelepénél. A vizsgálat fókuszában az állt, hogy a kialakult helyzetben a hazai szerződők és károsultak megfelelően informáltak legyenek a kialakult helyzettel kapcsolatban, és az MNB pontos információkkal rendelkezzen a fióktelep anyagi helyzetéről, kötelezettségeiről. A vizsgálatban hozott ideiglenes intézkedés alapján az MNB-nek sikerült elérnie, hogy kb. 300 károsult kárigényét a Fióktelep még teljesíteni tudta. Az MNB fogyasztóvédelmi területe biztosította, hogy Magyarországon elérhető legyen az esetleges magyarországi kártalanítási tevékenységhez szükséges valamennyi kárakta, adat abban az esetben is, ha a fióktelep időközben beszünteti tevékenységét.

A romániai Astra Biztosító működésével kapcsolatosan kialakult pénzügyi válsághelyzet a magyarországi fióktelep működésére is kihatással volt. Amint az MNB értesült a biztosító tevékenységének prudenciális felügyeléséért felelős román felügyeleti hatóság (ASF) által a biztosító gyenge tőke- és tartalékhelyzete miatt meghozott válságintézkedésekről, azonnal felvette a kapcsolatot az ASF-fel, ezt követően pedig mindvégig magas prioritással kezelte a magyar fogyasztók, illetve a fióktelep ügyfeleinek érdekeit, a magyar biztosítási piac stabilitását, zavartalan működésének fenntartását. Ennek során szoros együttműködést alakított ki az ASF-fel, amely együttműködés sikerét jelzi, hogy 2015. szeptemberben kétoldalú együttműködési megállapodás (MoU) aláírására került sor a határon átnyúló biztosítási tevékenységek felügyelésében történő hatékony koordináció céljából.

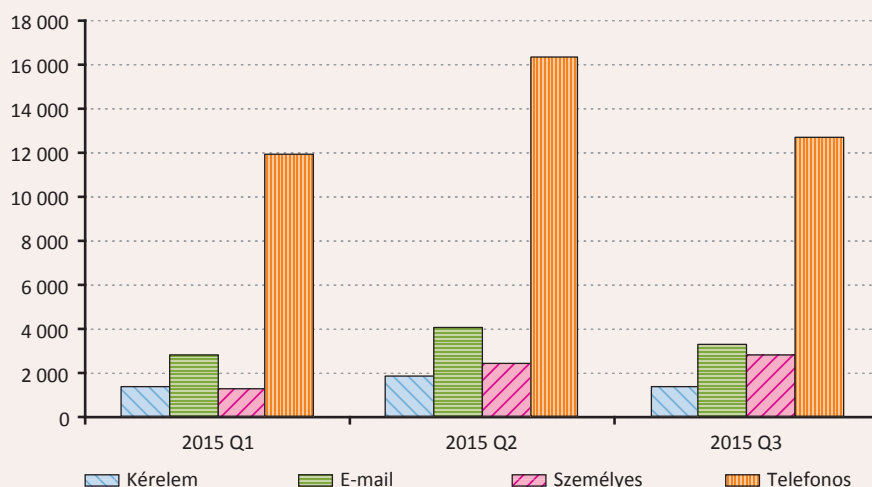
Mivel jelenleg nincs egységes uniós szabályozás a biztosítási kártalanítási alapokra, ezért az ASF-fel folytatott tárgyalások során az MNB kulcskérdésnek tekintette a garanciaalapok helytállási kötelezettségének megvitatását egy esetleges csődhelyzet esetére. Az MNB folyamatosan szorgalmazta a két ország garanciaalapjai közötti hatékony tárgyalások megindulását, bevonva az illetékes európai felügyeleti hatóságot, az EIOPA-t is.

Miután az ASF 2015. augusztus 31-i hatállyal visszavonta az Astra Biztosító engedélyét, és kérelmezte a román bíróságnál a felszámolási eljárás megindítását, az MNB szorgalmazta az ASF-nél a magyar nyelvhasználat lehetőségének biztosítását is a magyar ügyfelek számára a román garanciaalaphoz (FGA) történő kárbejelentés esetére. A MABISZ által kezelt Kártalanítási Alap a vonatkozó szabályok szerint fedezetet nyújt a kötelező gépjármű-felelősségbiztosítási (KGFB) szerződésekre. Tekintettel arra, hogy a felszámolás elrendelésének napja nem ismert, a kártalanítás folyamatos biztosítása érdekében az MNB közreműködésével törvénymódosítás került elfogadásra, amelynek értelmében a MABISZ által kezelt Kártalanítási Számla megelőlegezi a magyar KGFB károkat.

Hatékony ügyfélszolgálat, közérthető tájékoztatás

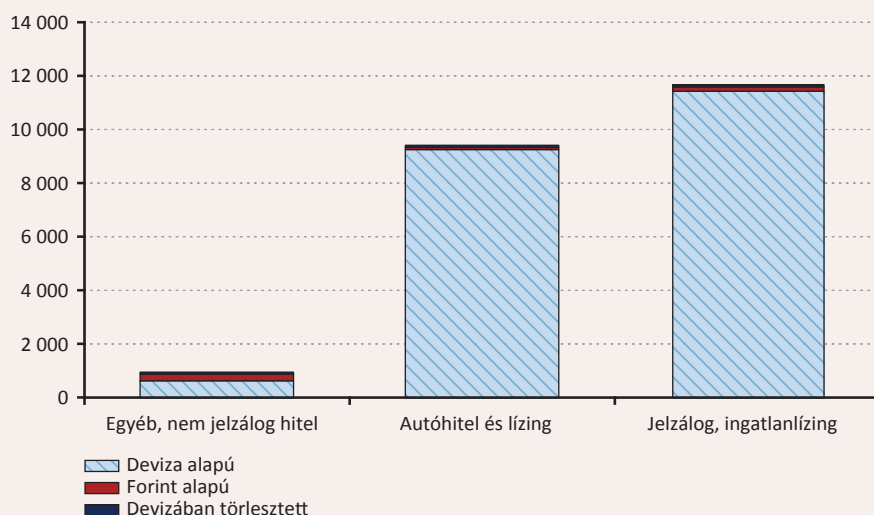
2015. január 1-től 2015. szeptember 30-ig a Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Központ (PFK) 65.090 alkalommal tájékoztatta a hozzá forduló fogyasztókat. A telefonos ügyfélszolgálat 40.956 alkalommal adott tájékoztatást a fogyasztóknak, míg a személyes ügyfélszolgálatot 6.457 alkalommal keresték fel az ügyfelek. 7.450 fogyasztó írásos kérelemben fordult az MNB-hez, az e-mailes megkeresések száma pedig 10.227 volt. Az írásos megkeresések számának második negyedévben tapasztalt megugrása az elszámolási törvénnyel kapcsolatos megkereséseknek köszönhető.

6.5.1. ábra
2015 első három negyedében beérkezett megkeresések és kérelmek



A tárgyidőszakban kiemelt fogyasztói érdeklődés volt megfigyelhető, melyet az időszakban aktuális, a fogyasztók széles körét érintő piaci és szabályozási történések okoztak. Március közepétől nagy számban jelentkeztek az elszámolással kapcsolatban érdeklődő fogyasztók. Kezdetben az általános tájékozódás, az egyedi szerződésre vonatkozó jogosultság megállapítása volt az érdeklődés fókuszában, majd az elszámolások tényleges megérkezéséig az érdeklődés csökkent. Májusban általában már konkrét, a saját elszámolásukra vonatkozó kérdésekkel keresték meg a fogyasztók a Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Központot. Összesen 11.779 fogyasztó jelzáloghitel- vagy ingatlanlízing szerződésével kapcsolatban, 9.404 fogyasztó autóhitel- vagy autólízing szerződésével kapcsolatban, 855 fogyasztó pedig egyéb hitelkonstrukciókkal kapcsolatban kapott szakszerű tájékoztatást.

6.5.2. ábra
Elszámolással kapcsolatban tájékoztatott fogyasztók száma hiteltípus és devizanem szerint 2015 első három negyedében



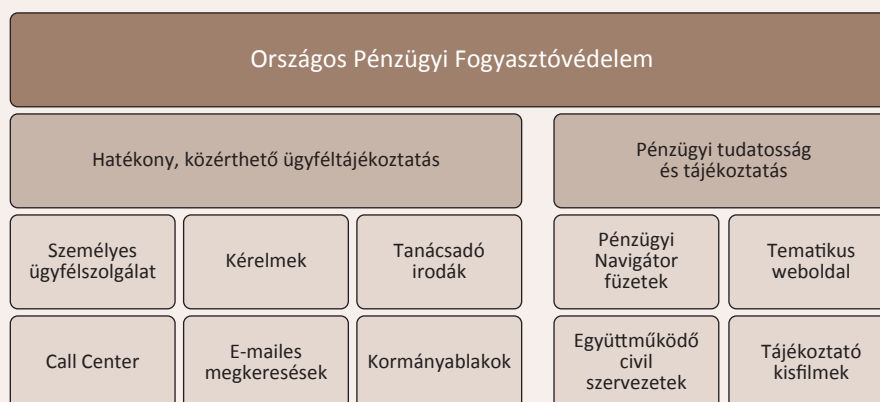
Március hónapban megjelentek a nem prudensen működő tőkepiaci szolgáltatók – főként a BudaCash és a Quaestor – visszaéléseivel kapcsolatos teendőkről érdeklődő ügyfélmegkeresések. A Pénzügy Fogyasztóvédelmi Központ a fogyasztókat több mint 5.000 alkalommal tájékoztatta a mindig aktuális tudnivalókról, a kárrendezés menetéről – beleértve a BEVA és OBA eljárásokkal kapcsolatos teendők és határidők ismertetését –, valamint segítséget nyújtott a kártalanítással kapcsolatos új jogszabály értelmezésében.

Az ASTRA biztosító engedélyének visszavonásával kapcsolatosan megnövekedett számú ügyfélmegkeresés érkezett az MNB-hez, a biztosítási szektort érintő megkeresések száma több mint 1000-el haladta meg az előző negyedéves értéket a harmadik negyedévben. A fogyasztók tájékoztatást kaptak a KGFB átszerződés folyamatáról, valamint a kárigény bejelentésének módjáról.

Országos Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Hálózat kialakítása

Az Országos Pénzügyi Fogyasztóvédelem megvalósításának fontos eleme az egyéni és tömeges ügyféltájékoztatás és a pénzügyi tudatosság fejlesztés egyéb formáinak egységes koncepció mentén való tervezése és végrehajtása. A Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Központ ezen alapelvek mentén végzi tevékenységét. Az MNB szervezetén belül megvalósított tevékenységek a civil partneri együttműködéssel és pályázatok útján megvalósított civil támogatási rendszerrel egészült ki, így az ország jelentős részét lefedő területen valósult meg pénzügyi fogyasztóvédelmi tevékenység.

6.5.3. ábra
Országos Pénzügyi Fogyasztóvédelem szerkezete



Pénzügyi fogyasztóvédelmi kommunikáció

Az MNB pénzügyi fogyasztóvédelmi kommunikációjának hosszú távú célja, hogy csökkentse a fogyasztók pénzügyi kiszolgáltatottságát, valamint a megelőzésre fókuszáljon, ezért az elérhető online és offline eszközök közül a lehető legszélesebb társadalmi körben segíti a fogyasztók – különösképpen a sérülékeny (idős, hátrányos helyzetű) fogyasztók – helyzetét.

A kommunikáció alapelve a közérthetőség. Ennek érdekében az MNB életre hívta a Pénzügyi Navigátor füzet-sorozatot, amely a pénzügyi intézmények fiókhálózataiban, a biztosítók irodáiban, a megyeszékhelyek egy-egy Kormányablakában és az együttműködő civil szervezeteknél is elérhető. 2015-ben 16 Navigátor Füzet, valamint 3 Navigátor Extra jelent meg. Utóbbinak célja, hogy rövid, tömör formában reflektáljon a pénzügyi fogyasztóvédelmi aktualitásokra (pl.: elszámolás és forintosítás, magáncsőd).

Az integrált pénzügyi fogyasztóvédelmi kommunikációs stratégiának megfelelően 2015 augusztusában elindult az MNB önálló fogyasztóvédelmi microsite-ja, melynek használatával a fogyasztók számára gyorsabban, könnyebben elérhetők az őket érdeklő tartalmak. A közérthető nyelvezettel készült füzeteket olvasó fogyasztók a kibővített információtartalomhoz már az önálló microsite segítségével férhetnek hozzá.

A microsite-on kiemelt szerepet kapnak a kérdés-válasz formájú tájékoztató anyagok. Ezen koncepciójának megfelelően a kiemelt pénzügyi fogyasztóvédelmi hírekről az MNB közérthető kérdés-válasz formájában (GYIK) tájékoztatja a fogyasztókat.

A pénzügyi fogyasztóvédelmi tájékoztatás a közösségi médiában is helyet kap. Ennek megfelelően naponta átlagosan 2 bejegyzés kerül publikálásra az MNB Facebook oldalán. Az MNB külön pénzügyi ismeretterjesztési lejátszási listával rendelkezik az MNB YouTube csatornáján belül.

A fentebb részletezett kommunikációs eszközökön és csatornákon túl az MNB egyperces rövid kisfilmekkel is segíti a teljes körű fogyasztói tájékoztatást. Ezen filmek publikációja 2015-ben az interneten keresztül valósul meg (MNB YouTube csatorna, honlap, MNB Facebook). 2015 októberéig 8 filmet publikált honlapján az MNB.

Elszámolási és forintosítási kommunikáció

A pénzügyi fogyasztóvédelmi általános témákon belül az MNB a speciális, közérdeklődésre számot tartó témákra külön kommunikációt folytat. Így volt ez 2015-ben az elszámolás és forintosítás kapcsán is. Az erre a célra létrehozott aloldal megtekintéseinek száma 2015-ben 236.813.

Az online tájékoztatás keretein belül a Navigátor Füzet sorozat részeként külön Elszámolási és forintosítási tudnivalók fejezet is megjelent az MNB fogyasztóvédelmi oldalán. Nyomatott formában „Egy percben az elszámolásról” címmel adott ki 4 oldalas Pénzügyi Navigátor Extra Füzetet az MNB, összesen 500.000 példányban, mely füzet megjelent 145 intézmény fiókjaiban országos szinten és a megyeszékhelyek egy-egy Kormányablakában is.

2015 márciusától aktív közösségi kommunikációs Facebook kampány indult szponzorált bejegyzésekkel és hirdetésekkel az elszámolás és forintosítás kapcsán. A kampány 54 nap alatt 6.504.617 főt ért el, 22.186.734 megjelenést követően. A legtöbb elért személy 25-54 év közötti, közülük is a 35-44 éves korosztály a többség, (teljes elérés 1/3-a). A kampány során az MNB Facebook oldalán egy külön „Elszámolás és forintosítás” fül jött létre, valamint egy önálló Elszámolási és forintosítási Facebook oldal.

A közérthető tájékoztatás érdekében az MNB videóinterjúkkal és az elszámolási tájékoztató levelet bemutató animációs kisfilmekkel is segítette a fogyasztókat. Az MNB YouTube csatornáján publikált elszámolási levelet bemutató animációs kisfilmeket október 20-ig 10.845 alkalommal, a videó interjúkat pedig 19.057 alkalommal nézték meg az érdeklődők.

Az elszámolási és forintosítási kommunikációs kampány hatékonyságát mutatja az is, hogy a kapcsolódó Navigátor és Navigátor Extra füzetet a média több alkalommal is méltatta. Tájékoztatóink egy vezető online hírportál által meghirdetett legérthetőbb és legérthetetlenebb szövegek versenyén elnyerték a legérthetőbb szövegnek járó elismerést.

Civil Háló

Az MNB – többek között - a civil szervezetekkel együttműködve valósítja meg a pénzügyi kultúra fejlesztését, az országos pénzügyi fogyasztóvédelem megerősítését és a fogyasztói jogok érélyes képviseletét, melyre létrehozta a Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Civil Hálót. Az MNB a civil szervezetekkel kialakított partneri jellegű viszony keretén belül a pénzügyi fogyasztóvédelmi tevékenységet pályázatok útján támogatja.

Ennek érdekében 2014-ben két pályázaton keresztül 157,4 millió Ft összegű támogatást nyújtott a civil szervezeteknek. A pályázati támogatásoknak köszönhetően a 2015. január 1-től szeptember 30-ig tartó időszakban a támogatott civil szervezetek 519 rendezvényt bonyolítottak le, melyből 220 pénzügyi kultúra és tudatosság témakörökben tartott előadás, oktatás formájában valósult meg.

Ezen felül két helyszínen (Budapest Havanna lakótelep és Gyula) 158 alkalommal egész napos pénzügyi fogyasztóvédelmi tanácsadason volt lehetőségük a fogyasztóknak pénzügyi témákban informálódni. Az elszámolással és forintosítással kapcsolatosan 141 rendezvényt szerveztek a civil szervezetek, ahol az előadásokon kívül személyes tanácsadás is megvalósult.

Az országos szinten megvalósuló rendezvények mellett Szeged környékén – közel 140.000 fős eléréssel – 5 alkalmas magazinműsor (TV és rádió magazinműsorok) keretében volt lehetőség pénzügyi ismeretek közvetítésére. Hallássérültek és vakok számára akadálymentesített honlap jött létre (www.akadalymentespenzugy.hu), ahol pénzügyi kérdésekben egy Hangoskönyv is segítséget nyújt. A diákok számára megvalósuló www.penzugyinfok.hu honlap és az onnan elérhető „Pénzügyi Hódító” játék a fiatalok nyelvezetén segít eligazodni a pénzügyek világában.

Az MNB támogatásával a 11 megyeszékhelyen működő Pénzügyi Tanácsadó Irodahálózat a fenti időszakban 10.737 alkalommal nyújtott tanácsadást, melynek jelentős része az elszámoláshoz és forintosításhoz kapcsolódó tájékoztatás és segítségnyújtás volt.

7. Az MNB 2015-ös kutatási tevékenysége

7.1. AZ MNB 2015-ÖS TUDOMÁNYOS KIADVÁNYAI

Az MNB két tudományos igényű belső kiadvánnyal rendelkezik, amelyeknél követelmény a tanulmányok nyilvános prezentációja illetve a külső (a szűkebb szervezeti egységen kívüli) bíráló. Az **MNB Műhelytanulmányok** sorozatban ez év október közepéig négy, az angol nyelvű **MNB Füzetek** (working papers) sorozatban pedig további négy dolgozat jelent meg. Az alábbiakban röviden bemutatjuk ezeket a tanulmányokat, illetve feltüntetjük, hogy a szerzők milyen MNB-n kívüli konferencián adták elő vagy milyen külső folyóiratban publikálták őket.

Műhelytanulmányok

Mt 120. Kertész Balázs – Kucsera Henrik – Szentmihályi Szabolcs: A GDP növekedés középtávú folyamatainak új mutatója

Tanulmány egy – az eurozónára elérhető EuroCoin indikátor mintájára előállított – a magyar gazdasági konjunktúra valós idejű alapfolyamatainak alakulását megragadó indikátort mutat be, melyet a szerzők HuCoinnak neveznek. Az új mérőszám számos előnyös tulajdonsággal rendelkezik: havi frekvencián és kis késleltetéssel áll rendelkezésre, mentes a konjunktúra rövid távú fluktuációitól, transzparens módon, széles információs bázison képződik, várható revíziója mérsékelt és a gazdaságban termelt hozzáadott érték minden komponensét tartalmazza.

A HuCoin indikátor a konjunktúra alapfolyamatait ragadja meg. A mérőszám azzal, hogy a konjunkturális folyamatokat befolyásoló nem kívánatos zajokat, rövid távú fluktuációkat kiszűri a GDP idősorából, lehetővé teszi a növekedés pályájában az alapfolyamatokat érintő strukturális változások, illetve fordulópontok azonosítását. Segíthet tehát abban, hogy egy alapvetően negatív (pozitív) irányú trendben egy tartós fellendülés (visszaesés) kezdete megkülönböztethető legyen egy átmeneti kisebb emelkedéstől (csökkenéstől). A tanulmány külön kitér két olyan epizódra, amikor a HuCoin indikátor hasznos kiegészítő információval szolgálhatott volna a konjunktúra alapfolyamatainak megítélésénél.

Mt 119. Bauer Péter: Az árfelzárkózás tényezői és mértékének becslése Magyarországra

A tanulmány a reálgazdasági felzárkózás és a relatív árak felzárkózásának kapcsolatát vizsgálja. Magyarország esetében, hasonlóan a közép-kelet európai régiós országokhoz, a fejlett nyugat-európai országokhoz történő árfelzárkózás jelentős részét a reálgazdasági konvergencia magyarázta. A válság kitörése azonban az egész régióban visszavetette az árfelzárkózást, ezt követően a relatív árak lényegében változatlanul maradtak. Ennek okai a lelassuló reálkonvergencia mellett a leértékelődő nominális árfolyamok lehettek. A relatív árszint és a fejlettség kapcsolatát leggyakrabban a Balassa-Samuelson hatással magyarázzák, vizsgálataink szerint azonban ez a régióban az elmúlt másfél évtizedben tapasztalható reálértékelődést csak részben magyarázta. Emögött elsősorban a Balassa-Samuelson hatás becsléséhez szükséges adatokkal kapcsolatos problémák húzódnak meg. Ezért az eredményeknél a hangsúly a relatív árszint és fejlettség közötti kapcsolaton van. A relatív árszint és a fejlettség kapcsolatára vonatkozó becsléseket felhasználva és a jövőbeni gazdasági növekedésre tett feltevésekből kiszámítható a Magyarországra várható árkonvergencia üteme. A becslések szerint a reálgazdasági felzárkózás évi 0,5-1 százalékos árfelzárkózással járhat együtt. Ezt a számítást azonban számos bizonytalanság övezi. A szabályozott árak lassabb növekedése alacsonyabb, míg az eurozónához viszonyított nagyobb növekedési többlet magasabb felzárkózási ütemet eredményezhet.

Mt 118. Hosszú Zsuzsanna – Körmendi Gyöngyi – Mérő Bence: Egy- és többváltozós szűrők a hitelrés alakulásának meghatározására

A Bázeli III. tőkeszabályozás keretében a makroprudenciális hatóságok a rendszerszintű kockázatok felépülésének ideje alatt anticiklikus tőkepuffer képzését írhatják elő. Az ajánlások szerint a GDP-arányos hitelrés nagysága alapján érdemes meghatározni a tőkepuffer nagyságát. A tanulmányban a szerzők négy trendsűrítő eljárással dekomponálják a magyar GDP-arányos hitelállomány idősorát trendre és ciklikus komponensre (hitelrésre): egyváltozós Hodrick–Prescott-sűrítővel, egyváltozós Christiano–Fitzgerald-sűrítővel, egyváltozós Beveridge–Nelson-sűrítővel és többváltozós Hodrick–Prescott-sűrítővel. A szerzők külön dekompozíciót adnak a háztartási és a vállalati szegmensre. A négy módszer közül az egyéb változók információtartalmát is felhasználó többváltozós Hodrick–Prescott-sűrítő eredményei tükrözik leginkább a magyarországi hitelezési folyamatokkal kapcsolatos szakértői képet. Mindemellett ebben az esetben volt a legkisebb a végponti bizonytalanság is, azaz az újabb adatok beérkezésével itt változtak a legkisebb mértékben a korábbi időszakokra becsült értékek.

Külső előadás: Financial Stability Christmas Seminar, Szlovák Nemzeti Bank

Mt 117. Balás Tamás – Banai Ádám – Hosszú Zsuzsa: A nemteljesítési valószínűség és az optimális PTI-szint modellezése egy háztartási kérdőíves felmérés felhasználásával

A háztartási hitelezési kockázatok továbbra is az egyik legfőbb problémát jelentik a magyar bankrendszerben. A nemteljesítő hitelek aránya folyamatosan emelkedik, melynek társadalmi költségei is jelentős mértékűek. 2013 augusztusában a Magyar Nemzeti Bank egy felmérést végzett az eladósodott háztartások körében. Ezen felmérés adatainak felhasználásával a szerzők két kérdésre keresték a választ: mely tényezők hatnak szignifikánsan a nemteljesítési valószínűségre; illetve hitelezési kockázatok szempontjából hogyan lehetne optimális, jövedelemarányos törlesztőrészletre vonatkozó szabályozást kalibrálni. Az eredmények szerint a háztartás jövedelmi és munkapiaci helyzete, eladósodottsága, valamint a hitel denominációja és a hitelhez jutás módja egyaránt hatással van a hitelezési kockázatokra. Jövedelemarányos törlesztőrészletre vonatkozó előírás esetén pedig érdemes differenciáltan kezelni hiteldenomináció és jövedelem szerint a háztartásokat.

Külső publikáció: Balás, T.- Banai, Á. - Hosszú, Zs. (2015): „Modelling probability of default and optimal PTI level by using a household survey.” *Acta Oeconomica*, Vol. 65 (2), pp. 183-209

Working papers (kutatási füzetek)

WP 2015/4 – Eyno Rots: Learning and the Market for Housing (Tanulás a lakáspiacon)

A lakásárak ragadósságának egy lehetséges magyarázata, hogy a piac résztvevőinek időre van szüksége a hosszabb recessziós és konjunkturális időszakok felismeréséhez. Egy lakás- és jelzálogpiacot is tartalmazó dinamikus és sztochasztikus általános egyensúlyi modell segítségével a szerző azt vizsgálja, hogy egy részleges információs környezetben a piaci résztvevők hogyan szereznek tudást a gazdaságot érő sokkok tartósságáról. A modell az USA utóbbi 40 évét átfogó makroadatain van becsülve. A bayes-i illeszkedésvizsgálat egyértelműen a tanulási folyamatot is tartalmazó modellt támogatja a teljes információs alapmodellel szemben, bár a tanulási folyamatról alkotott feltevések nagyban befolyásolják a modell sikerességét.

Külső előadás: International Association of Applied Econometrics 2015 Annual Conference, Thessaloniki

WP 2015/3 – Tamás Ilyés–Lóránt Varga: A General Equilibrium Approach of Retail Payments (Ilyés Tamás –Varga Lóránt: A pénzforgalom modellezése általános egyensúlyi keretben)

A tanulmány bemutatja a magyar pénzforgalmi rendszer elemzésére készített HUPS – Hungarian Payment System – modellt. A HUPS egy számszerűsített általános egyensúlyi modell, amely részletesen kidolgozott pénzforgalmi szolgáltatásokat tartalmaz, és a fizetési rendszert érintő közpolitikai döntések hatásainak kiértékelésére és előrejelzésre is alkalmas. Az elmúlt években több tanulmány is született a pénzforgalmi rendszerek

különböző közgazdasági kérdéseiről, és egyes tanulmányok egyensúlyelméleti módszereket is használtak e kérdések megválaszolásához. A jelen tanulmány újdonsága, hogy a pénzforgalmi rendszer leírását egy zárt általános egyensúlyelméleti keretbe foglalja. A HUPS modell egy nagyméretű, dezaggregált, számszerűsített általános egyensúlyelméleti modell 25 különböző gazdasági szereplővel és közel 100 különálló pénzforgalmi szolgáltatással, amelyek lefedik a magyarországi pénzforgalmi ellátási lánc jelentős részét. A modell 7 költségtípust különböztet meg, és eltérő mértékű mérethozadékokat, valamint oligopolista- és keresztárazást is alkalmaz. A modellben a pénzforgalmi rendszer a gazdaság mélyen integrált része, ahol minden szereplőnek pénzforgalmi döntéseket kell hoznia a tevékenységéhez kapcsolódóan. Ennek eredményeként a modell alkalmas a pénzforgalmat érintő gazdaságpolitikai döntések kiértékelésére, valamint a pénzforgalmi szokásokban bekövetkező változások hatásának előrejelzésére. A HUPS modell kalibrálásához a szerzők felhasználták a magyarországi pénzforgalmi statisztikák, felmérések és elemzések sokrétű, részletes és aktuális adatait – különös tekintettel a fizetési módok társadalmi költségét felmérő tanulmányra –, ami biztosítja, hogy a modell segítségével megbízható és robusztus elemzések és előrejelzések készíthetők.

WP 2015/2 -Marianna Endresz- Peter Harasztosi- Robert P. Lieli: The Impact of the Magyar Nemzeti Bank's Funding for Growth Scheme on Firm Level Investment (Endrész Marianna – Harasztosi Péter – Lieli Róbert: A Magyar Nemzeti Bank NHP I. programjának hatása a vállalatok beruházására)

Az MNB 2013 közepén vezette be a kis és közepes méretű vállalkozásokat célzó növekedési hitel programját. Vállalatok mérleg adatait két hitelezési adatbázissal összekapcsolva a szerzők azt vizsgálják, hogy a program milyen mértékben hatott a vállalati szintű beruházásokra 2013-ban. A szerzők egy egyszerű különbségek különbsége becslésből indulnak ki, de mivel a módszer párhuzamos trend feltevése valószínűleg nem teljesül, bevezetnek egy korrekciót. Az alapötlet az, hogy a programba bekerülés szelekciós mechanizmusa hasonló ahhoz, ami a program bevezetés előtt a piaci hitel felvételnél működött. Az eredmények szerint a programnak sikerült olyan többlet beruházásokat generálnia, melyek a program hiányában nem valósultak volna meg; a résztvevő vállalatok beruházásainak mintegy 30%-a tulajdonítható a programnak. Ugyanakkor a program relatív hatása vállalat méret szerint erősen heterogén, a kisebb vállalatok esetében nagyobb.

Külső előadás: MTA-KTI, Budapest; First Policy Reserach Conference of the European Central Banking Network, Ljubljana; Bundesbank, Frankfurt.

Külső publikáció: Egy kivonatos magyar nyelvű verzió megjelent a portfolio.hu-n, mint szakmai cikk

WP 2015/1 – Lóránt Kaszab - Ales Marsal: Explaining bond and equity premium puzzles jointly in a DSGE model (Kaszab Lóránt – Ales Marsal: Kötvény- és részvény kockázati prémium együttes magyarázata egy DSGE-modellben)

A szerzők egy standard Epstein-Zin preferenciákkal kibővített újkeynesi modellt egészítenek ki oly módon, hogy az iparágba újonnan belépő vállalatoknak egy fix költséget kell fizetniük Bilbiie és szerzőtársai (2012) modelljéhez hasonlóan. A szerzők megmutatják, hogy ez a kiterjesztés képes a kötvény és részvény kockázati prémium együttes magyarázatára anélkül, hogy romlana a modell fontosabb makrováltozókra való illeszkedése. A standard újkeynesi modell (amiben a vállalatok száma fix) szerint a hosszú lejáratú kötvények hozamában jelentős inflációs kockázati prémium van, amikor az output gap koefficiense a Taylor szabályban magas. Az újonnan belépő vállalatok/termékek miatt a háztartások hatékonyabban képesek simítani a fogyasztásukat és emiatt a reálkockázatok alacsonyabbak, míg az inflációs kockázatok ceteris paribus magasabbak lesznek egy olyan modellhez képest, amelyben a cégek száma fix.

Külső előadás: University of Cardiff, Cardiff; Magyar Közgazdaságtudományi Egyesület éves konferenciája, Budapest; Bank of Mexico, Mexikóváros.

7.2. AZ MNB BESS (BUDAPEST ECONOMIC SEMINAR SERIES) ELŐADÁS-SOROZATA

A BESS-t az MNB több mint tíz éve, a Közép-Európai Egyetemmel közösen alapította. Az előadás-sorozat kerekein belül központi bankokban, egyetemeken és más nemzetközi intézményekben dolgozó kutatók mutatják be tudományos igényű munkáikat. Ez lehetőséget nyújt az MNB kutatóinak illetve a stáb egészének, hogy megismerkedjen a nemzetközi közgazdasági kutató-közösség legújabb eredményeivel. Az összes előadás a legmagasabb nemzetközi színvonalat képviseli, a látogatók bemutatott tanulmányaiból gyakran lesznek publikációk a legnevesebb nemzetközi folyóiratokban.

A Kutatási Igazgatóság 2015-ben is egy sor neves előadót látott vendégül. **Dean Corbae**, a Wisconsin-i Egyetem professzora a bankszektor egy olyan kvantitatív modelljét ismertette, amelynek segítségével elemezni lehet a tőkeemfelelési előírások hatását a kamatlábakra, a hitelkínálatra, a piaci koncentrációra és a bankszektor egyéb mutatóira. **Kartik Athreya**, a richmondi Federal Reserve szenior alelnöke és kutatási igazgatója az amerikai háztartások részvényportfóliójának alakulását mutatta be a háztartások életciklusa folyamán. Az előadó mellett érvelt, hogy a megfigyelt minták magyarázatához figyelembe kell venni a háztartások –szintén kockázatos– humántőke-beruházási döntéseit is. **Kim Huynh**, a Bank of Canada szenior kutatója egy olyan ökonometria módszert mutatott be, amelynek segítségével jobban értelmezhetők a termékszintű ármozgások, ami végül az inflációs dinamika jobb megértéséhez vezet.

Az európai központi bankok közti kooperációt elősegítendő, a Magyar Nemzeti Bank kutatói kölcsönös meghívásokon alapuló kapcsolatot ápolnak több más központi bankkal. A lengyel központi bank képviselőjében **Michał Rubaszek** a pénzügyi súrlódásokat is tartalmazó modellekből generált előrejelzések értékelését mutatta be. **Yavuz Arslan**, a török nemzeti bank kutatója a házáruk és a nemteljesítő jelzáloghitelek dinamikájának együttes modelljét prezentálta. A Kutatási Igazgatóság két kutatója viszontlátogatást tett a fenti nemzeti bankokban.

További előadók voltak 2015-ben: **Erwan Gautier** (University of Nantes), **Ragnar Nymoen** (University of Oslo), **Ryan Chahrour** (Boston College), **John Earle** (George Mason University), **Christoph Müller** (Freiburg University). A Kutatási Igazgatóság folyamatosan küld meghívásokat további előadásokra és nyitott a más központi bankokkal való meghívásos együttműködésre.

7.3. AZ EKB KUTATÁSI HÁLÓZATAIBAN VALÓ RÉSZVÉTEL

Az EAGLE modell magyarországi adaptációja

Az EAGLE (Euro Area Global Area) model egy négyországos modell (Magyarország, euroövezet, USA és a világ többi része), amelyet jelenleg Magyarországra kalibrálunk. A modell fejlesztését az Európai Központi Bankkal (ECB) együttműködve a Kutatási igazgatóság és a Közgazdasági Modellezési főosztály együtt végzi. A modell további fejlesztésével kapcsolatban rendszeresen konzultálunk az ECB WGEM (Working Group on Econometric Modeling) EAGLE munkacsoportjának tagjaival, akiktől jelentős segítséget kapunk. Számos uniós ország jegybankja részt vesz az EAGLE projektben és negyedévente találkoznak az ECB WGEM programján, ahol nem csak az EAGLE, hanem más munkacsoportok is beszámolnak a legutóbbi eredményeikről.

A modellt a monetáris politikai döntéshozatalban való felhasználásra szánjuk (pl. előrejelzésekhez) a jelenlegi Monetáris Politikai Modell (MPM) kiegészítéseként. Az EAGLE modell előnye, hogy a külföld, mint szektor sokkal részletesebben kidolgozott és ezért lehetőség nyílik a külföldről érkező sokkok Magyarországra vonatkozó hatásainak számszerűsítésére ill. értékelésére. Például lehetőség van arra, hogy tanulmányozzuk egy eurozónabeli kamatsökkentés hatását Magyarországra. A jövőben tervezzük a modell olyan pénzügyi súrlódásokkal való kiegészítését, amelyek jobban megragadják a legutóbbi pénzügyi válság során szerzett magyarországi tapasztalatokat.

A Wage Dynamics Network

A Wage Dynamics Network egy EKB-s munkacsoport, melyet 2006-ban hoztak létre, tagjai az EKB valamint az ESCB jegybankok. A munkacsoport elsősorban a bérek és munkaerő költségek dinamikájának jobb megértését célozza, ami támogathatja a monetáris politikai döntéseket is. Ehhez az országok között harmonizált kérdőíves vállalati felméréseket használ. A mostani, harmadik felmérés a válságra koncentrált: hogyan érintette a válság a vállalati szektort, miért laza továbbra is a munkaerőpiac, illetve mely intézmények befolyásolják a munkaerőpiaci kimeneteket. A magyar stilizált tényeket egy folyamatban levő országtanulmány foglalja össze.

Háztartások pénzügyeire és fogyasztására vonatkozó európai adatfelvétel

Az Európai Központi Bank 2006-ban állított fel egy kutatócsoportot a háztartások pénzügyi és fogyasztási szokásainak vizsgálatára. Ennek a munkának az alapja egy háromévente ismétlődő kérdőíves felmérés (Household Finance and Consumption Survey, HFCS), melynek keretében a résztvevő országok részletes vagyonfelmérést végeznek a háztartások körében. Az MNB a felmérés második hullámába kapcsolódott be, melynek eredményeképpen hazánkban először áll majd az elemzők rendelkezésére a háztartások jellemzői (jövedelem, település, demográfiai jellemzők, stb) alapján lebontható vagyonmérleg. Az MNB Statisztikai igazgatósága által koordinálva a Központi Statisztikai Hivatal 2014 végén végezte el a felmérést, az adatok 2015 őszén kerültek a Bankba.

A nagyjából 6200 háztartás megkérdezésével készült adatbázis lehetőséget nyújt arra, hogy a makrogazdasági folyamatok hatásait az egyes háztartások szintjén vizsgálhassuk. Ahogy arra a friss Nobel-emlékdíjas Angus Deaton munkássága rávilágít, ezen a szinten az ingadozások lényegesen nagyobbak, mint amit a hagyományos makro aggregátumok mutatnak. Így fontos felmérni, hogy milyen pénzügyi eszközökkel tudják a háztartások tompítani ezeket a hatásokat illetve, hogy milyen lehetőségeik vannak az életciklusuk során természetesen ingadozó megtakarítási- és hiteligényeik kielégítésére. Noha különböző adatbázisokon ezeket a kérdéseket eddig is lehetett vizsgálni, teljes kép az egyes háztartás típusok pénzügyi portfóliójáról eddig nem állt rendelkezésre. Ebben jelent nagy előrelépést ez az új adatfelvétel.

Felhasznált irodalom

- Baksay, G. – Csomós B. (2015) Az adószerkezet átalakulása Magyarországon 2010-től, MNB szakmai cikk, 2015. április
- Balog, Á. – Palotai D. (2013): Félúton: külső eladósodás helyett erősödő belső finanszírozás. A magyar gazdaság finanszírozási helyzetének javulása. MNB szakmai cikk, 2013. október
- Bethlendi, A. (2007): A hitelpiac szerepe a hazai háztartások fogyasztási és megtakarítási döntéseiben. Közgazdasági Szemle, LIV. évf. pp. 1041-1065.
- Caballero, R. J. – Farhi, E. (2014): The Safety Trap. NBER Working Paper No. 19927
- Császár, P. (2015): Hány óra a négy óra? A napközbeni átutalások tényleges időszükséglete. Hitelintézeti szemle, XIV. évf. 1. szám, pp. 166–192.
- Csávás, Cs. – Koroknai, P. (2014): Visszanyerni az egyensúlyt: Hol tartunk most? MNB szakmai cikk, 2014. március
- Csomós, B. – Kreiszné Hudák, E. (2015) A rejtett gazdaság mértékének csökkentése Magyarországon, MNB szakmai cikk, 2015. október
- Dasgupta, A. – Leon-Gonzalez, R. – Shortland, A. (2010): Regionality revisited: An examination of the direction of spread of currency crises. Journal of International Money and Finance, 2010
- Fejlesztéspolitikai Tematikus füzetek – A 10 fő feletti KKV-k támogatási jellemzői és létszámalakulása (2007-2013), Miniszterelnökség, 2014. október
- Hoffmann, M. – Kolozsi, P. P.: Az önfinanszírozási program stabilabb állampapírpiacon eredményezett, MNB szakmai cikk, 2014. augusztus
- Horváth, D. – Kálmán, P. – Kocsis, Z. – Ligeti, I. (2014): Milyen tényezők mozgatják a hozamgörbét? MNB-Szemle 2014. március, pp. 28-39.
- Horváth D. – Sztanó G. (2014): Kik tartanak magyar állampapírokat?, MNB szakmai cikk, 2014. május
- Keynes, J. M. (1965): A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete. Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
- Kicsák, G. (2015): A 2012-2015-ben bevezetett jegybanki intézkedések hatása az államháztartás finanszírozására, MNB szakmai cikk, 2015. június
- Kocsis, Z. (2013): Pénzügyi piaci mutatók globális, regionális és országspecifikus komponensei: dekompozíciós módszer és alkalmazásai. MNB Working Papers
- Kocsis, Z. (2014): Global, regional, and country-specific components of financial market indicators. Acta Oeconomica, Vol. 64
- Kocsis, Z. – Nagy, D. (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója. MNB-Szemle, 2011. október, pp. 36-50
- Mátrai, R. (2014): Csökkentette az ország sérülékenységet az NHP 3. pillére. MNB szakmai cikk, 2014. július
- MNB Költségvetési Jelentés – A 2016. évi költségvetési törvényjavaslat elemzése, Magyar Nemzeti Bank, 2015. május

Ábrák és táblázatok jegyzéke

2.1.1. ábra Fontosabb nyersanyagárak alakulása	11
2.1.2. ábra Az ipari termelői árak éves változása	12
2.1.3. ábra Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása	12
2.1.4. ábra A piaci szolgáltatások inflációja	13
2.1.5. ábra Inflációs várakozások a régióban	14
2.1.6. ábra A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban és a tényinfláció	15
2.1.1. szakmai cikk	
1. ábra Árfolyam csatorna működése kis nyitott gazdaságban	16
2. ábra Iparcikk ár szintjének alakulása	17
3. ábra Árfolyam begyűrés: rezsim és küszöbváltozó szerint	18
2.2.1. ábra A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása	19
2.2.2. ábra A feldolgozóipari ágazatok termelésének alakulása	19
2.2.3. ábra Ipari konjunktúraindikátorok alakulása	20
2.2.4. ábra Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása	20
2.2.5. ábra Vendégéjszakák éves változása	21
2.2.6. ábra A potenciális kibocsátás éves változása	22
2.2.7. ábra A GDP éves változásához való hozzájárulás	22
2.2.8. ábra A külkereskedelmi termékforgalom alakulása	23
2.2.9. ábra Az áruforgalmi cserearány és az olajár alakulása	23
2.2.10. ábra Szektorok hozzájárulása a nemzetgazdasági beruházások éves változásához	24
2.2.11. ábra A kormányzati fogyasztás és beruházás volumenének éves változása	25
2.2.12. ábra Kibocsátásirés-mutatók	26
2.2.2. szakmai cikk	
1. ábra A lakossági jövedelmek felhasználása	28
2. ábra A lakosság GDP-arányos pénzügyi vagyona az európai országokban	29
3. ábra A lakossági pénzügyi megtakarítási ráta alakulása és fundamentális tényezők szerinti dekompozíciója	30
2.3.1. ábra Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	31
2.3.2. ábra Beveridge-görbe alakulása	32
2.3.3. ábra A bruttó átlagkereset éves változása és a munkapiaci feszesség alakulása	32
2.3.4. ábra A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása	33
2.3.1. szakmai cikk	
1. ábra Bérek hatása az inflációra	34
2. ábra A bérek és az infláció közötti kapcsolat változása	35
3. ábra A háztartás és vállalat számára releváns reálbér alakulása	36
4. ábra Munkát terhelő adók a GDP százalékában	36
5. ábra Részmunkaidősök aránya a versenyszférában	37
6. ábra Lakossági inflációs várakozások	38
3.1.1. táblázat A kormányzati szektor eredményszámlájának egyenlege 2012-2015	40
3.1.1. ábra A kormányzati szektor elsődleges kiadásai a GDP százalékában	42
3.1.2. ábra A kormányzati szektor adósságának alakulása a GDP százalékában	43
3.1.3. ábra Az alapkamat és az állampapír-piaci hozamok	45
3.1.4. ábra Az eredményszámlájának nettó kamatkidadások alakulása a GDP százalékában	46
3.1.2. táblázat Az államháztartás kamatmegtakarítása az egyes években és 2012 augusztusától 2015. június 30-ig összesen	46

3.1.1. szakmai cikk	
1. ábra Az alapkamat és az állampapír-piaci hozamok	47
2. ábra A havi nettó pénzforgalmi kamatkiadások 12 havi mozgóátlaga	47
1. táblázat Az államháztartás kamatmegtakarítása az egyes években és 2012 augusztusától 2015. június 30-ig összesen	48
3. ábra A nettó pénzforgalmi kamatkiadások alakulása	48
3.1.2. szakmai cikk	
1. ábra A GDP-arányos államadósság alakulása Magyarországon és az Európai Unióban	49
2. ábra A GDP-arányos államadósság negyedéves alakulása	50
3.2.1. ábra A külső finanszírozási képesség komponenseinek alakulása	53
3.2.2. ábra A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása	54
3.2.3. ábra A nettó EU-transzferek szektorális megbontása	55
3.2.4. ábra A külső finanszírozási szerkezet alakulása	56
3.2.5. ábra A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása	57
3.2.6. ábra A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság	57
3.2.7. ábra A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása	58
3.2.8. ábra A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és a devizatartalék állománya	59
3.2.1. szakmai cikk	
1. ábra A központi költségvetés adósságának devizaaránya	60
2. ábra A kéthetes sterilizációs eszköz állományának csökkenése	62
3. ábra Az MNB monetáris politikai eszközei kamatozásának sematikus ábrája	62
3.3.1. ábra Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége	
A devizahiteles elszámolás hatása a szektorok finanszírozási képességére	64
3.3.3. ábra A háztartások nettó finanszírozási képessége	65
3.3.2. ábra A háztartások és a vállalati szektorok finanszírozási kpessege	65
3.3.4. ábra A háztartási eszközök kumulált tranzakciói	66
3.3.5. ábra A háztartások pénzügyi vagyona a GDP százalékában	67
3.3.6. ábra A lakossági pénzügyi megtakarítási ráta fundamentális tényezők szerinti dekompozíciója	68
3.3.2. szakmai cikk	
1. ábra A hitelintézetek bruttó hitelkihelyezései a háztartási szegmensben terméktípusonként	71
2. ábra Az új hitelek kapcsolódó JTM értékeinek eloszlása 2015 első felében	72
3. ábra Új forint alapú jelzáloghitelek eloszlása hitelfedezeti mutató alapján	72
4.1.1. ábra A főbb fejlett részvénytőzsi indexek mozgása 2015-ben	74
4.1.1. táblázat A nemzetközi szervezetek világ gazdaságra vonatkozó növekedési előrejelzései 2015-2016-ra	76
4.1.2. ábra Az egyes feltörekvő régiókba irányuló kumulált, eszközarányos kötvénypiaci tőkeáramlás 2015-ben	77
4.1.3. ábra Az amerikai és német, valamint a régiós tízéves hozamok változása 2015. január 1. óta	78
4.1.2. szakmai cikk	
1. ábra 5 és 10 éves hozamok változása ápr. 20 és máj. 13 között a fejlett (bal panel) és feltörekvő (jobb panel) országokban	80
2. ábra Eurozóna országok 10 éves hozamváltozásának tényezői	81
3. ábra Az eurozóna inflációs és GDP növekedési elemzői várakozások	82
4. ábra EONIA forward görbék	83
5. ábra Magyar és német hozamok kumulált változása április 15-től	84
6. ábra 5 éves hazai hozamok tényezőinek kumulált változása 2015-ben	84
4.2.1. ábra A régiós devizák euróval szembeni mozgása 2015-ben	86
4.2.2. ábra Az 5 éves hazai CDS-felár dekompozíciója	87
4.2.3. ábra A rövid lejáratú állampapír-hozamok és a hozamgörbe-mereedség alakulása 2015-ben	88
4.2.1. szakmai cikk	
1. ábra Hazai CDS-felár alakulása és összetevői	89
2. ábra Feltörekvő országok CDS-felárainak elmúlt időszaki teljesítménye, illetve idejének mozgásának terjedelme	90
3. ábra Feltörekvő-piaci országok EMBI Global alindexének alakulása	90
4. ábra A feltörekvő piaci CDS-felárak alakulása	91

4.2.2. szakmai cikk	
1. ábra Magyarország Moody's általi hitelminősítése, illetve a hitelminősítés szempontjából fontos folyamjellegű („flow”) indikátorok 10 éves átlaga	93
2. ábra A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság	94
3. ábra Néhány magyar pénzügyi piaci indikátor alakulása	95
4. ábra Átlagos hitelminősítések és az 5 éves CDS-felárak kapcsolata	96
5. ábra Makrogazdasági indikátorok 10 éves átlagos értéke a Magyarországhoz hasonló és a kedvezőbb besorolású országokban	97
5.1.1. ábra A pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállományának negyedéves változása	100
5.1.2. ábra A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának növekedési üteme	101
5.1.3. ábra A hitelkereslet változása futamidő szerint és a beruházások alakulása	101
5.1.4. ábra Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben	102
5.1.5. ábra A vállalati szektor hitelállománya a GDP arányában és a strukturális hitelezési eltérés alakulása	103
5.1.6. ábra A pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának negyedéves változása	104
5.1.7. ábra Új háztartási hitelek a hitelintézeti szektorban	105
5.1.8. ábra Az új hitelek kapcsolódó JTM-értékeinek eloszlása 2015 első félévében	106
5.1.9. ábra A referenciakamat és a kamatfelárak alakulása	106
5.1.10. ábra Hitelkereslet a háztartási hitelezési szegmensben	107
5.1.3. szakmai cikk	
1. ábra Az NHP havi igénybevétele	112
2. ábra ábra Az NHP-s hitelek szerződéses összegeinek lejárat szerkezete	113
4. ábra ábra A KKV-khoz jutott források ágazati megoszlása	114
5.2.1. ábra A bankrendszer és fiókok adózás előtti eredménye	116
5.2.2. ábra A bankrendszer és fiókok tényleges és tisztított adózás előtti eredménye a saját tőke arányában	117
5.2.3. ábra A bankrendszer és a fiókok összesített éves eredménytégei a 12 havi átlagos mérlegfőösszeg arányában	117
5.2.4. ábra Jogszabályi változások és kormányzati intézkedések becsült eredményhatása 2015 és 2017 között	118
5.2.5. ábra Sajáttőke-arányos megtérülés eloszlása az Európai Unió bankrendszereiben	119
5.2.6. ábra Eszközarányos működési költségek nemzetközi összehasonlításban	119
5.2.7. ábra Jövedelemarányos működési költségek eloszlása az Európai Unió bankrendszereiben	120
5.2.8. ábra A bankrendszer összes eszközének és kockázattal súlyozott eszközeinek változása	121
5.2.9. ábra A bankrendszeri TMM-mutató	122
5.2.1. szakmai cikk	
1. ábra Egy átlagos svájci frank gépjárműhitel tőketartozásának és havi törlesztőrészletének alakulása	123
2. ábra Egy átlagos svájci frank gépjárműhitel valós és bullet típusú törlesztőrészleteinek alakulása és a felgyülemlett tőketartozás	123
3. ábra A forintosítás törlesztőrészletekre gyakorolt csökkentő hatása és a szükséges futamidő hosszabbítás a svájci frank bullet hitelek arányában	124
5.3.1. ábra A vállalatok késedelmes hiteleinek aránya	126
5.3.2. ábra Nemteljesítő és átstrukturált projekt, illetve egyéb vállalati hitelek a bankrendszerben	126
5.3.3. ábra A nemteljesítő vállalati hitelek arányának alakulásában szerepet játszó tényezők a bankrendszerben	127
5.3.4. ábra Értékvesztés és értékesítés állományarányos eredményt rontó hatása, valamint a fedezettség alakulása	128
5.3.5. ábra A bankrendszer 90 napon túl késedelmes háztartási hitelállományának aránya szerződésenként	128
5.3.6. ábra A 90 napon túl késedelmes háztartás hitelek volumene és aránya a bankrendszerben	129
5.3.7. ábra Bankrendszeri tisztítási ráta a háztartási szegmensben termékbontásban	130
5.3.8. ábra A bankrendszer 90 napon túl késedelmes háztartási hitelállományának teljes fedezettsége	131
5.3.9. ábra Az értékvesztés állományarányos eredményt rontó hatása és a fedezettség a háztartási szegmensben	132
5.3.1. szakmai cikk	
1. táblázat Nemteljesítő háztartási hitelek a teljes pénzügyi közvetítőrendszerben termékbontásban	133
2. táblázat Pénzügyi vállalkozások mérlegében lévő nemteljesítő hitelek volumene és szerződésszáma	134
1. ábra A nemteljesítő hitelszerződések eloszlása a teljes pénzügyi közvetítőrendszerben	134

5.4.1. ábra A napközbeni elszámolás tételszámának és értékének ciklusonkénti megoszlása	136
5.4.2. ábra A fizetési számlához kapcsolódó főbb fizetési műveletek forgalma	138
5.4.3. ábra NHP és a jegybanki eszköztár változásának hatása a pénzforgalomra	140
5.4.1. szakmai cikk	
1. ábra A Bankközi Klíring Rendszer fejlesztésének főbb mérföldkövei	143
2. ábra A napközbeni átutalások átlagos időszükséglete napi 5 ciklus esetén	144
3. ábra A napközbeni elszámolási ciklusok időzítése korábban (felső), illetve 2015. szeptemberétől (alsó)	145
4. ábra A napközbeni elszámolás tételszámának és értékének alakulása ciklusonként	146
5. ábra Már működő és tervezett azonnali átutalási rendszerek	147
5.4.2. szakmai cikk	
1. ábra A CLS-ben kiegyenlíthető devizák köre (2015 novemberében)	149
2. ábra A devizakiegyenlítési kockázatból eredő kitettség közelítő mérete a hazai hitelintézeti szektorban	151
6.1.1. ábra Ügyfélértékpapírok állományának alakulása a befektetési szolgáltatóknál	156
6.5.1. ábra 2015 első három negyedében beérkezett megkeresések és kérelmek	165
6.5.2. ábra Elszámolással kapcsolatban tájékoztatott fogyasztók száma hiteltípus és devizanem szerint 2015 első három negyedében	165
6.5.3. ábra Országos Pénzügyi Fogyasztóvédelem szerkezete	166

Popovics Sándor

(1862-1935)

A XIX. század végének és a XX. század első évtizedeinek egyik legbefolyásosabb és legtekintélyesebb magyar pénzügypolitikusa, a nemzeti bankár máig érvényes archetípusa. Pesten született államhivatalnoki családban. Jogi egyetemi tanulmányai után, 1884-ben indult el nagy ívű pályafutása a Pénzügyminisztériumban. A minisztériumi grádicsok teljes szabályossággal következtek: fogalmazóból miniszteri titkár lett, 1903-ban államtitkár, majd öt évvel később valóságos titkos tanácsos. Egyre növekvő tekintélyét jelzi, hogy 1909-ben az Osztrák-Magyar Bank kormányzójává lett, s maradt is a háborús összeomlásig. Az első világháború utolsó hónapjaira Wekerle Sándor miniszterelnök – akihez egyébként mély barátság fűzte – a pénzügyi tárca vezetésével bízta meg. Neki köszönhetően a háborút lezáró inflációt sikerült némileg lassítani. A hazai gazdaság legjobb valutaszakértőjeként 1921-ben a Magyar Királyi Állami Jegyintézet, majd 1924-ben a Magyar Nemzeti Bank első elnökévé nevezték ki és ezt a posztot haláláig töltötte be. A központi bank vezetésével megvalósította a világháborút követően inflálódott korona stabilizációját, majd kibocsátotta az új valutát, a pengőt. Kamat- és hitelpolitikájával irányította az ország hiteléletét, összességében tehát megalapozta az önálló magyar pénzügyi politikát. 1927-től hivatala alapján felsőházi tag, a Magyar Tudományos Akadémia tiszteletbeli tagja, majd 1933–34-ben másodelnöke volt. Értékes munkái közül kiemelkedik „A pénz értékállandósága”, valamint az 1926-ban az MTA által kiadott és angol nyelvre is lefordított „A pénz sorsa a háborúban” című könyve.

Az MNB Főtanácsa 1934. évi jelentésében tevékenységét így értékelte: *„nemcsak első elnöke, hanem megalkotója is volt a Banknak. A Bank létesítéséről szóló 1924. évi V. törvénycikk az ő elgondolásai alapján készült, tőle nyerte a Bank első szervezetét, ő töltötte meg élettél az új intézményt.”*

Jegyintézeti tapasztalata, szaktudása és tekintélye okán elismert személyiség volt itthon és külföldön egyaránt. Az államérdek, a közjó szolgálata vezette mindig, magyar hazafiként állandóan a „kultúrállamok” szintjét célozta meg. Halálát érezvén, a könyvtárszobába vitette ágyát. Ott szenderült el örökre, perzsa költőkkel, latin moralistákkal és régi magyar közzgazdákkal társalogva.

JEGYBANKI ALMANACH

2015

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

