



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS  
A PÉNZÜGYI  
STABILITÁSRÓL**

**2005. ÁPRILIS**



# Jelentés a pénzügyi stabilitásról

2005. április



Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi stabilitási főosztálya,

Közgazdasági főosztálya,

Pénzügyi elemzések főosztálya

és

Pénzforgalmi, emissziószabályozási és -szervezési főosztálya

A publikációt jóváhagyta: dr. Kálmán Tamás ügyvezető igazgató

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Missura Gábor

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 1586-8044 (nyomtatott)

ISSN 1586-8346 (on-line)



*A pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer ellenálló a gazdasági sokkokkal szemben és képes zökkenőmentesen ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.*

*A Magyar Nemzeti Banknak alapvető érdeke és – más állami intézményekkel közös – felelőssége a hazai pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartása és erősítése. A Magyar Nemzeti Bank szerepét a pénzügyi stabilitás fenntartásában egyrészt a Jegybanktörvény, másrészt a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, a Pénzügyminisztérium és a Magyar Nemzeti Bank között született háromoldalú együttműködési megállapodás rögzíti.*

*A Magyar Nemzeti Bank a rendelkezésére álló eszközökkel támogatja és erősíti a pénzügyi stabilitást, valamint szükség esetén kezeli a pénzügyi rendszert érő sokkok hatását. Ezen tevékenysége részeként a Magyar Nemzeti Bank átfogóan és rendszeresen elemzi a makrogazdasági környezetet, a pénzügyi piacok, a hazai pénzügyi közvetítők és a pénzügyi infrastruktúra működését, feltárja azokat a kockázatokot, melyek a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztethetik, és azonosítja a pénzügyi rendszer törekénységét okozó elemeket, folyamatokat.*

*A „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” című kiadvány fő célja, hogy tájékoztassa a pénzügyi rendszer működtetőit és használóit a pénzügyi stabilitást érintő aktuális kérdésekről, és ezzel növelje az érintettek kockázati tudatosságát, fenntartsa és erősítse a pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat. A Magyar Nemzeti Bank szándéka szerint ezáltal hozzájárul ahhoz, hogy a pénzügyi rendszert érintő döntésekhez a megfelelő információk az érintettek rendelkezésére álljanak, és így a pénzügyi rendszer egészének stabilitása erősödjön.*



# Tartalom

|                                                                                                |           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Kiemelt stabilitási kockázatok és aktuális témák</b>                                        | <b>7</b>  |
| <br>                                                                                           |           |
| <b>I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet</b>                                           | <b>13</b> |
| I. 1. Nemzetközi gazdasági környezet                                                           | 15        |
| I. 1. 1. Globáliskonjunktúra kilátások                                                         | 15        |
| I. 1. 2. Globális pénzügyi piacok és pénzügyi kockázatok                                       | 17        |
| I. 1. 3. Regionális kitekintés: volatilis tőkeáramlások a kelet-közép-európai régióban         | 19        |
| I. 2. Hazai pénzügyi piacok                                                                    | 23        |
| I. 2. 1. Árfolyam- és hozamalakulás                                                            | 23        |
| I. 2. 2. Középtávú kilátások és kockázatok                                                     | 26        |
| I. 3. Növekedés és infláció                                                                    | 30        |
| I. 4. Külső egyensúly                                                                          | 31        |
| I. 4. 1. A külső egyensúly alakulása                                                           | 31        |
| I. 4. 2. A finanszírozás szerkezete                                                            | 31        |
| I. 4. 3. Kockázatok a külső egyensúly és a finanszírozás alakulásában                          | 32        |
| <br>                                                                                           |           |
| <b>II. A bankrendszer stabilitása</b>                                                          | <b>35</b> |
| II. 1. Hitelkockázatok                                                                         | 38        |
| II. 1. 1. Nem pénzügyi vállalatok                                                              | 38        |
| II. 1. 2. Háztartások                                                                          | 45        |
| II. 2. Piaci kockázatok                                                                        | 54        |
| II. 2. 1. Devizahitelezés hatása a bankok devizapozíciójára                                    | 54        |
| II. 2. 2. Csökkenő kamatkörnyezet hatása a kamatkockázatra                                     | 55        |
| II. 3. Likviditási kockázat                                                                    | 60        |
| II. 4. A bankrendszer pénzügyi helyzete                                                        | 61        |
| II. 4. 1. Jövedelmezőség                                                                       | 61        |
| II. 4. 2. Tőkehelyzet                                                                          | 67        |
| <br>                                                                                           |           |
| <b>III. Aktuális kérdések</b>                                                                  | <b>69</b> |
| III. 1. A nem banki pénzügyi közvetítő rendszer kockázatai                                     | 71        |
| III. 2. A fizetési rendszer működése és kockázatai                                             | 81        |
| III. 3. A fedezeti alapok tevékenysége és a kelet-közép-európai valuták árfolyamának alakulása | 87        |

|                                                                                                                |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| III. 4. Tanulmányismertető                                                                                     | 90  |
| III. 4. 1. Tóth Máté Barnabás: Fizetésimérleg-egyensúlytalanságok következményei<br>– nemzetközi tapasztalatok | 90  |
| III. 4. 2. Csávás Csaba – Gereben Áron: Hagyományos és egzotikus opciók a magyar devizapiacra                  | 96  |
| III. 4. 3. Lublóy Ágnes: A magyar bankközi piac rendszerkockázati vonatkozásai                                 | 99  |
| III. 4. 4. Valentinyiné Endrész Marianna: Strukturális törések és pénzügyi kockázatkezelés                     | 101 |
| <b>Melléklet</b>                                                                                               | 105 |
| <b>Keretes írárok</b>                                                                                          |     |
| I-1. Közép-európai kötvényhozamok                                                                              | 21  |
| I-2. Egzotikus opciók hatása a forint-deviza piacra                                                            | 24  |
| I-3. A magyar részvényárfolyamok hatása a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitására                            | 27  |
| II-1. A devizahitelezés lengyelországi tapasztalatai                                                           | 44  |
| II-2. A hazai háztartások törlesztőterhének alakulása                                                          | 47  |
| II-3. A bankok kereskedési tevékenységének rendszerszintű kockázata                                            | 57  |
| II-4. A bankrendszer költséghatékonyasága és a banki közvetítés mélysége                                       | 64  |
| III-1. A pénzügyi vállalkozások szabályozói és az európai uniós csatlakozással<br>kapcsolatos kihívásai        | 75  |
| III-2. A nyugdíjpénztári szektorban tapasztalható működési problémák                                           | 79  |



# Kiemelt stabilitási kockázatok és aktuális témák

A pénzügyi rendszer működésében a kockázatokat hordozó folyamatok fokozatosan erősödtek az elmúlt időszakban. A működési környezetet egyensúlytalanságokkal terhelt makrogazdasági helyzet jellemzi, amelyből eredő kockázatokat mind ez ideig a kedvező nemzetközi befektetői környezet enyhítette. A bankrendszer viselkedéséből adódóan a kockázatok fokozatos felépülését és tudatos felvállalását tapasztaljuk, miközben mindez kiemelkedő jövedelmezőségével és stabil tőkehelyzetével párosul. Közép távon a pénzügyi stabilitási kockázatok további jelenlétére, és egyes területeken erősödésére számítunk.

## Romló világgazdasági kilátások

Stabilitási szempontból kiemelendő makrogazdasági kockázat a globális konjunktúrakilátások utóbbi időszakban tapasztalható romlása. Különösen Európában érzékelhetők a mérsékeltebb növekedést jelző tendenciák, és figyelemre méltó a magyar export szempontjából legjelentősebb tagállamok – Németország, Olaszország – várható teljesítményében történt számottevő lefelé irányuló korrekció. Ez egyes hazai gazdasági szektorok növekedésére, jövedelmezőségére és hitelképességére gyakorolhat negatív hatást az előttünk álló időszakban.

## A kedvező fejlett piaci kamatkörnyezet hirtelen megváltozása veszélyeket hordoz

A fejlett gazdaságokban és a feltörekvő piacokon egyaránt történelmileg alacsony hozam- és a kockázati prémium-szint mindeddig Magyarország számára is megkönnyítette az egyensúlytalanságok kezelését és a hiány finanszírozását. A fejlett gazdaságok immár évek óta alacsony inflációs és kamatkörnyezetben működnek. A külső környezetből származó egyik legjelentősebb kockázat, hogy ez a kedvező fejlett piaci kamatkörnyezet hirtelen megváltozhat. Az amerikai jegybank tavaly nyár óta tartó kamatemelési ciklusa ez ideig nem okozott jelentős meglepetést. Az utóbbi hónapokban azonban fokozódott a bizonytalanság azzal kapcsolatban, hogy milyen lépésközökkel folytatódnak és milyen hozamszinten érnek majd véget a Fed kamatemelései. Ezzel összefüggésben a feltörekvő piacokon enyhült az elmúlt két évben rendkívül erős kockázattalállási hajlandóság, a kamatfelárak némileg emelkedtek. Európában ugyanakkor a konjunktúrakilátások gyengeségei a korábban várt kamatemelési ciklus kezdetének későbbre halasztását eredményezték.

## A globális egyensúlytalanság pénzpiaci korrekciót okozhat

A globális gazdaság kilátásaival kapcsolatos kockázatok az olaj magas világpiaci árából, az USA fenntarthatatlanul magas fizetésimérleg- és költségvetési deficitjéből és a féloldalas globális nö-

## A makrogazdaság egyensúlyi helyzete továbbra is kedvezőtlen

vekedésből, azaz az EU gyenge belső keresletéből erednek. A globális egyensúlytalanság továbbra is hordozza azt a kockázatot, hogy a fontosabb valuták árfolyamában jelentős korrekció következik be.

Az áru- és szolgáltatásforgalmi egyenleg javulása ellenére – jelentős államháztartási deficit mellett – a folyó fizetési mérleg hiánya jelenlegi szerkezetében továbbra is hosszú távon nem fenntartható szinten áll, és 2005-ben sem várható lényeges javulás. A fizetési-mérleg hiány finanszírozási összetételében kismértékű pozitív elmozdulás történt, de az adóssággeneráló tételek aránya továbbra is magasnak tekinthető, ezért várhatóan tovább emelkedik az ország GDP-arányos nettó külső adóssága. Ez a folyamat két szempontból is kockázatot jelent: egyrészt a hiány magas szintje finanszírozási kockázatot jelent, másrészt a hiány érdemi csökkenésének további kitolódása a befektetői megítélés szempontjából is kedvezőtlen jelenség, melynek következtében az esetlegesen megnövekvő kockázati prémium a magyar gazdaság növekedési lehetőségeit érinti negatívan.

## A rövid hozamok gyors csökkenése miatt ellaposodó hozamgörbe

Az inflációs kilátások javulása, illetve a kedvező nemzetközi környezettel párosuló stabil árfolyamalakulás következtében minden lejáraton hozamcsökkenés volt megfigyelhető, melynek eredményeként a hozamgörbe közel vízszintessé vált. A piaci szereplők többsége hosszabb távon is közel vízszintes hozamgörbére és a forint-euró árfolyam enyhe mozgására számít, azonban a piaci szereplők körében jelen vannak jelentősebb kamat- és árfolyamváltozással számoló forgatókönyvek is.

## Felépülő hitelkockázatok a bankszektorban

A bankszektor a hitelezési kockázatok dinamikus felépülése jellemzi: mind a vállalati, mind a háztartási szektorral szembeni kockázatvállalás növekszik, melyben a hitelállomány bővülése és összetételének változása egyaránt szerepet játszik.

## A makrogazdasági környezet megváltozása kihívást jelent

A belső és a külső kereslet várható lassulása és az alacsony inflációs környezethez való alkalmazkodás kihívásokat jelent a gazdaság szereplői számára. Mindazon vállalatok, amelyek a korábbi várakozásaikhoz képest alacsonyabb inflációs környezethez lassabban alkalmazkodnak, lefelé irányuló jövedelmezőségi kockázatokkal és hitelképességük esetleges romlásával néznek szembe. Mindez növelheti a már meglévő hitelportfólió veszteségeit is. A háztartási szegmensben ugyanakkor – az adósságterhek jelentős növekedése miatt – a jövőben a legnagyobb kockázatot a reáljövedelem alakulásából származó bizonytalanság jelenti.

## Kiemelt stabilitási kockázatok és aktuális témák

**A hitelezést növekvő  
kockázatvállalási hajlandóság  
jellemzi**

A bankok új, magasabb kockázatú, és hiteltörténettel nem rendelkező piaci szegmensekbe lépnek be, mellyel párhuzamosan lazítják a hitelezési feltételeiket. A hitelezés strukturális változásából eredő fontos kockázati tényező a teljes gazdasági ciklust átfedő hiteltörténetek hiánya. Ennek következtében fokozatosan növekszik annak kockázata, hogy a bankok nem képesek az új ügyfél-szegmensek, így különösen a kis- és középvállalatok, valamint a háztartások forint- és devizaalapú hiteleinek hosszabb távú kockázatát pontosan felmérni, kezelni és beárazni. Mindez a bankok portfóliójában az alacsonyabb hitelképességű adósok arányának emelkedéséhez vezethet. A megnövekedett kockázatok árazásának bizonytalansága mellett az erősödő verseny a hitelezési feltételek lazítására kényszeríti a bankokat, ami hosszabb távon szintén negatív jövedelemi hatással járhat.

**A devizahitelezés térnyerése miatt  
növekszik az ügyfelek  
árfolyamkitettsége**

Az árfolyam- és hitelkockázatok közötti korreláció erősödik, mivel a devizahitelezés több területen kiszorítja a forintheleket, és így egy esetleges árfolyamsokk a devizaadósok pénzügyi pozícióját rontja. Stabilitási szempontból különös figyelmet érdemel, hogy az újonnan folyósított hiteleken belül mind a háztartások, mind a vállalatok esetén már meghatározó részesedéssel bír a devizahitelezés. Ezen belül is a természetes fedezettel nem rendelkező svájci-frank-hitelek növekednek a legdinamikusabban, ami hozzájárul a magánszektor árfolyamkitettségének növekedéséhez. Addicionális kockázatnak tekintjük, hogy a likviditáskorlátos ügyfelek közül devizahitelezés esetén – az egységnyi hitelre jutó alacsonyabb törlesztőrészlet miatt – olyan kör is forráshoz jut, akik a forintfinanszírozásból kiszorulnának.

**A csökkenő kamatszint hosszú  
távon a marzs szűküléséhez  
vezethet**

A kamatkockázatot tekintve az alacsonyabb kamatszint hatását rövid távon nem tartjuk kedvezőtlennek, mivel mind az eszköz- és forrástételek átárazódása, mind a hozamgörbe változása inkább a jövedelmezőséget javító tényezők. Ugyanakkor hosszabb távon a tartósan alacsonyabb kamatszint várakozásaink szerint a hitel- és betéti kamatok közötti különbség csökkenéséhez vezet, ami már negatívan befolyásolhatja a bankrendszer jövedelmezőségét.

**A kiugró jövedelmezőség részben  
egyszeri tényezőknek köszönhető**

Mindezen fent említett kockázati tényezők mellett a bankrendszer évek óta nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő jövedelmezőséggel működik, ami azonban részben egyszeri elemeknek köszönhető. A lakáshitelezés elmúlt években tapasztalt látványos felfutása miatti jutalékeredmény-növekedést, a leánycégektől történő nagyobb osztalékkivonást és a 2004-es magasabb kamat-

## A költséghatékonyság javítása továbbra is szükséges

szint marzsjavító hatását átmeneti tényezőkné tekintjük. Fontos rámutatni, hogy amennyiben a nem tartós eredményjavulás beépül a bankokkal szemben támasztott jövedelmezőségi elvárásokba, akkor ez nagyobb kockázatvállalásra ösztönözheti a bankokat. A hatékonysági mutatók a költséghatékonyság folyamatos javulását jelzik, de még mindig jelentős elmaradást mutatnak a fejlett országok átlagától. Stabilitási szempontból fontosnak tartjuk, hogy az alacsonyabb kamatszint és az erősödő verseny miatt várható kamatmarzscsökkenés negatív jövedelmezőségi hatását a bankok a jövőben a költséghatékonyság javításával ellensúlyozzák.

## A bankrendszer tőkehelyzete stabil

A szavatoló tőke stabil szintje döntő részében belső tőkeképződésből adódik, ami a bankok magas jövedelmezősége mellett a tulajdonosok mérsékelt osztalékkifizetéseiének köszönhető. Ebben jelentős szerepet játszik a hazai és általában a régiós piac jelentős növekedési potenciálja és kiemelkedő profitmarzsa, melynek következtében a külföldi anyabankok a konszolidált eredmény egyre nagyobb hányadát realizálják a régióbeli leánybankoknál. Bár a bankrendszer egésze megfelelően tőkésített, a tőkemegfelelés eloszlása nem egyenletes a bankrendszerben, és több nagybank is a tőkemegfelelési küszöb közelében működik. A jövedelmezőség és a tőkeakkumuláció várhatóan növekvő volatilitása miatt így több intézmény esetében is erősödik a függés az anyabanki tőkeemeléstől.

## A lízingcégek kockázatai emelkednek

Az aktuális témák között elemzett nem banki pénzügyi közvetítők tevékenységéből a pénzügyi vállalkozások, így különösen az autófinanszírozásban rendkívül aktív lízingcégek kockázatait tekintjük számottevőnek. Ez a bankrendszer stabilitása szempontjából is kiemelt kérdés, mivel ezen pénzügyi vállalkozások jelentős része banki háttérrel működik, és esetleges veszteségeik megjelennek a konszolidált kimutatásokban.

## Növekvő kockázatok a nyugdíjpénztári rendszer működésében

Az intézményi befektetők szerepe erősödik a lakossági megtakarítások gyűjtésében, ugyanakkor a nyugdíjpénztári rendszer működésében több kockázati tényezőt azonosítottunk. A problémák elsősorban a kifizetésekre és a tulajdonosi szerkezetre vonatkozó szabályozási hiányosságokból erednek, de említést érdemelnek a vállalatirányítási problémákból, az alacsony költséghatékonyságból és a tagok nem kielégítő tájékozottságából eredő kockázatok is.

## A fizetési rendszer stabilitása erősödik

A magyar fizetési rendszert stabil működés és a kockázatok mérséklődése jellemzi. A KELER működését illetően külön kiemelendő, hogy az MNB kezdeményezte az értéktári és elszámolási funk-

## Kiemelt stabilitási kockázatok és aktuális témák

### A fedezeti alapok növekvő szerepet játszanak a régió pénzpiacain

ciók szétválasztását, ami várakozásaink szerint erősíteni fogja a pénzügyi stabilitást.

Az aktuális témák között elemzett fedezeti alapok (hedge fundok) működését illetően valószínűsíthető, hogy ezeknek a szereplőknek a tevékenysége hozzájárult a forint alkalmankénti szorosabb együttmozgásához a dollár-euró árfolyammal. Mindez a globális „kockázati étvág” erősödésével és a fedezeti alapok adósság- és portfóliószerkezetével magyarázható jelenség.

A jelentésben szereplő tanulmányismertető a strukturális törések és pénzügyi kockázatkezelés összefüggéseit (MNB Füzetek, 2004/11), a magyar bankközi piac rendszerkockázati vonatkozásait (MNB Füzetek, 2004/10), a magyar piacon jelen lévő opciókat és opciós stratégiákat (megjelenés alatt), valamint a fizetési mérleg egyensúlytalanságának következményeit vizsgálják (megjelenés alatt).



# I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet







# I. 1. Nemzetközi gazdasági környezet

## I. 1. 1. Globális konjunktúrakilátások

A tavalyi rekordméretű növekedés után a globális konjunktúra-előrejelzések 2005-re is kedvezőek, noha a nagy régiók kilátásai meglehetősen eltérők: az USA-ban és Ázsiában gyorsabb, az EU-ban lassabb növekedésre lehet számítani, mint a megelőző jelentésünk idején (I-1. táblázat). Az USA a tavalyi, évtizedes távlatban is kiugróan jó növekedési ütemét idén is megközelítheti: a Fed a februári kongresszusi beszámolójában 2005-re kevéssel négy százalék alatti, 2006-ra 3,5 százalékos körüli növekedést várt, amit a márciusi adatok még kedvezőbbnek mutattak. Az Egyesült Államokban a belső kereslet tartja fenn a növekedés dinamizmusát. A februárban megindult kamatemelkedésig a nagymértékű költségvetési hiányt az alacsony és lapos hozamgörbe mellett könnyű volt finanszírozni, és a mérsékelt hitelkockázati felárak miatt a vállalati szektor is könnyen jutott külső forrásokhoz. A legutóbbi időig alacsony kamatoknak köszönhetően az amerikai háztartások rendelkezésre álló jövedelme magas volt a nagymértékű eladósodottság ellenére is. Az elégtelen bel-

földi megtakarítások és a dolláreszközök iránti külföldi kereslet együttesen nagymértékű folyó fizetésimérleg-hiányt eredményeztek az USA-ban.

Az ázsiai térség várhatóan továbbra is gyors növekedést fog mutatni, noha a 2004. évtől némileg elmaradó mértékben. A régió dinamizmusa elsősorban a két legnépesebb országnak, Kínának és Indiának köszönhető, miközben Japánban a korábbi kedvező kilátások átmenetinek bizonyultak. A tavalyi gazdaságpolitikai szigorítások ellenére a túlfűtöttség kockázata Kínában továbbra is jelentős. A globális egyensúlytalanság egyik kockázati tényezője, hogy a régió érintett országai kitarthatnak-e az eddigi exportorientált növekedési stratégiájuk mellett. Ez a stratégia azon alapul, hogy nagymértékű nettó exportjuk ellenére gátolják a valutáik dollárral szembeni erősödését a beáramló dolláreszközök jegybanki felvásárlásával. Lényegében az így keletkezett ázsiai devizatartalékok finanszírozzák az USA fizetésimérleg-hiányát.

Európában a tavaszi előrejelzések a múlt őszihez képest érzékelhetően mérsékeltébb növekedést tartalmaznak 2005-re. A GMU egészére az IMF-é mellett az EKB szakértői prognózisa is enyhén rom-

### I-1. táblázat

#### Nemzetközi konjunktúraelőrejelzések

(A GDP várható növekedése, %)

|                     | USA              |                  | EU-25/GMU-12     |                  | Ázsia <sup>1</sup> |      |
|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|--------------------|------|
|                     | 2005             | 2006             | 2005             | 2006             | 2005               | 2006 |
| Európai Bizottság   | 3,6              | 3,0              | 2,0/1,6          | 2,3/2,1          | 7,1                | 7,1  |
| EKB                 |                  |                  | 1,6 <sup>2</sup> | 2,1 <sup>2</sup> |                    |      |
| IMF                 | 3,6              | 3,6              | 1,6 <sup>2</sup> | 2,3 <sup>2</sup> | 7,4                | 7,1  |
| Consensus Economics | 3,6 <sup>3</sup> | 3,4 <sup>3</sup> | 1,9 <sup>4</sup> | 2,1 <sup>4</sup> |                    |      |

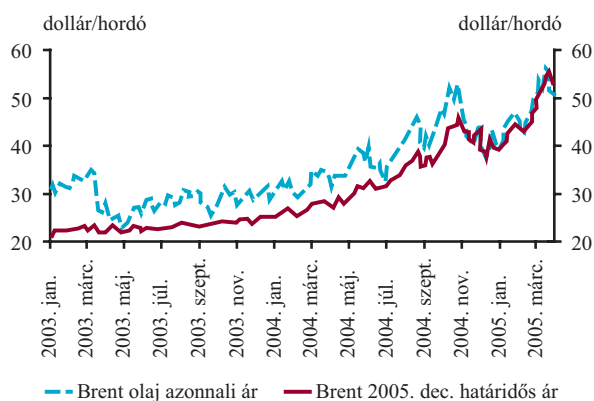
<sup>1</sup>Ázsia Japán nélkül, <sup>2</sup>GMU-12, <sup>3</sup>USA és Kanada, <sup>4</sup>Nyugat-Európa (16 ország, EU-14 Luxemburg nélkül plusz Svájc és Norvégia).

Források: European Commission: Economic Forecast 2005, IMF: World Economic Outlook, April, 2005, ill. Consensus Economics.

lott: a középérték 1,9 százalékról 1,6 százalékra mérséklődött. A német és az olasz 2005-ös növekedési előrejelzések még ennél is nagyobb mértékben módosultak lefelé, így a számunkra legfontosabb kereskedelmi partnerek teljesítménye még az EU átlagától is jóval elmarad majd. Az európai régió növekedése továbbra is törékeny, mert a belföldi kereslet a háztartások óvatos magatartása és a vállalati szektor beruházásokkal szembeni tartózkodása miatt alig növekszik. A kedvező globális konjunktúra az exporton keresztül segíti az európai gazdasági növekedést, de a belföldi kereslet jelenlegi növekedési üteme mellett nem elegendő a növekedési lehetőségeinek teljes kihasználásához. Ez azt jelenti, hogy az európai növekedés továbbra is fokozottan ki van téve a globális konjunktúrának. A dollár további gyengülése vagy az amerikai és ázsiai dinamikus növekedés lassulása az európai növekedés egyetlen, jelenleg kedvező komponensét, a nettó exportot is veszélyeztetheti.

## I-1. ábra

**Brent hordónkénti olajár az azonnali és a határidős piacon dollárban**



Forrás: Reuters.

Az erőteljes globális konjunktúra következtében az olaj iránti kereslet jelentősen nőtt, és egyre inkább úgy tűnik, hogy a keresletnek ezen a szintjén már kapacitáskorlátok jelentkeznek. Ennek következtében a világpiaci olajárak a 2004-es év vége óta ismét erőteljesen növekedtek (I-1. ábra). Az utóbbi

hónapokban a piaci elemzők között még vita folyt arról, hogy az árak növekedése mögött valódi kapacitáskorlátok, vagy csak a jövőben várható magasabb árakra spekulálók piaci magatartása áll-e. Az OPEC által februárban közzétett információk és közlések nyomán általánossá vált az a meggyőződés, hogy az olaj megszokott minősége mellett már valóban csak korlátozott termelési és elosztási kapacitások állnak rendelkezésre. Mivel e kapacitások bővítése időigényes feladat, középtávon az olajkínálat növekedése csak nehezen fog tudni lépést tartani a megnövekedett kereslettel. A főleg a dinamikus amerikai és ázsiai növekedés fűtötte kereslet viszont egyelőre nem reagált érzékenyen a magasabb olajárakra. A jelenlegi várakozások szerint ez a jövőben is így marad, hosszabb távon is a kapacitáskorlát közelében maradó keresletre, azaz tartósan magasabb és változékonnyabb olajárakra kell berendezkedniük a piaci szereplőknek. Ezt támasztja alá a határidős olajárak alakulása is (I-1. ábra). Az olaj határidős árfolyama általában az azonnali árnál alacsonyabb, ám 2005 elejétől már eléri az azonnalit. Fennáll a kockázat, hogy a tartósan magas olajárak inflációs hatása idővel a globális növekedés motorjának számító régiókban is fékezi a növekedést. Az olajpiacon kialakult szituáció vesztesei azok az – elsősorban európai – olajimportőr országok lehetnek, ahol a növekedés alapjai eddig sem voltak szilárdak.

Számos megfigyelő rámutat, hogy a globális növekedés aszimmetriáit a nagy régiók koordinált gazdaságpolitikai irányváltásával lehetne a legkisebb kockázattal korrigálni. Ehhez arra lenne szükség, hogy az USA tegyen határozottabb erőfeszítéseket az ikerdeficit mérséklésére, miközben Ázsiában és Európában nagyobb szerepet kellene kapnia a belső keresletnek a növekedés támogatásában. Egyidejű kiigazítások hiányában a kiegyensúlyozatlan globális növekedés növeli a megrázó kódtatásokkal járó, spontán alkalmazkodás kocká-

# I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet

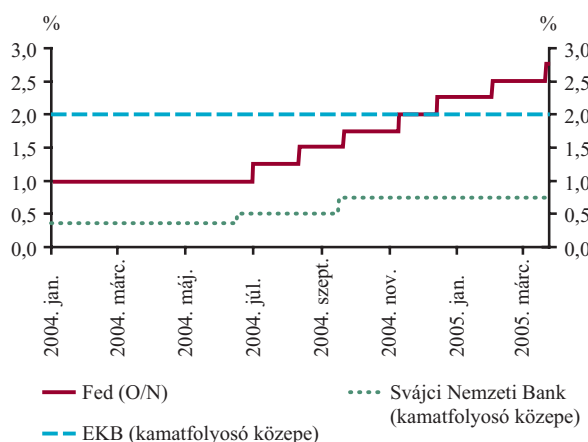
zatát, ami lassulást eredményezne az egész világ-gazdaságban és az egyes régiókban egyaránt.

## I. 1. 2. Globális pénzügyi piacok és pénzügyi kockázatok

A nemzetközi pénzügyi piacokon továbbra is azt várják, hogy a kedvező globális konjunktúrakilátások megszilárdulásának mértékében a vezető jegybankok a jelenlegi alkalmazkodó kamatszintektől a magasabb, semleges kamatszintek felé fognak elmozdulni (I-2. ábra). Mindkét nagy, fejlett régióban, de egyes ázsiai országokban is – pl. Kínában – a hitelállományok meglehetősen gyorsan növekednek, miközben a pénzügyi eszközök, illetve ingatlanok ár-emelkedése is erőteljes. Az USA-ban, de a viszonylag gyorsan növekvő egyéb fejlett országokban is a hosszú lejáratú kamatok és a hitelkockázati prémieumok február–márciusig a makrogazdasági fundamentumokhoz képest szokatlanul alacsonyak voltak. A konjunktúrakilátások regionális különbségei azonban várhatóan befolyásolják a jegybanki lépések időzítését és mértékét az egyes nagy régiókban.

### I-2. ábra

**A Fed, az EKB és a Svájci Nemzeti Bank irányadó kamatai**



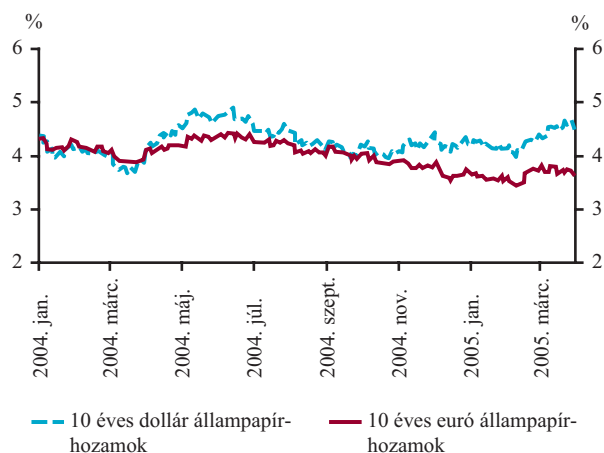
Forrás: Reuters, MNB.

Az USA-ban az addig rendkívül alacsony hosszabb hozamok és a hitelkockázati felárak februárban

növekedésnek indultak. Az amerikai jegybank kommunikációjából arra következtettek a piacok, hogy a makrogazdasági kilátások fényében a Fed a kötvénypiaci hozamszinteket túlságosan alacsonynak tartotta. A Fed március végi kamatemelését követően, mely a tavaly júniusban megkezdett kamatemelési ciklus hetedik, azonos mértékű lépése volt, tovább növekedtek a hosszabb lejáratú hozamok és a hitelkockázati felárak az USA piacon (I-3. ábra). Az amerikai jegybank kamatemelést követő kommunikációja is keményebb hangnemművé vált; több év után új elemként említette az inflációs veszélyt. A Fed törekvése láthatóan az, hogy elkerülje a korábbi kamatemelési ciklusai idején tapasztalt kötvénypiaci túllövéseket, ugyanakkor támogassa a hosszabb lejáratú kamatok és a hitelkockázati felárak emelkedését, ami az inflációs nyomás felhalmozódásának megelőzéséhez szükséges. A piacok arra számítanak, hogy a Fed a korábban vártnál magasabb végső nominális kamatra törekedhet a kamatemelési ciklus végére és/vagy a jövőben nem zárható ki 0,25 százaléknál nagyobb kamatemelési lépés sem. Az amerikai határidős piacokon 2005. nyár végéig még további mintegy 1 százaléknyi kamatemelésre szá-

### I-3. ábra

**Hosszú lejáratú kötvények hozama az USA-ban és az euróövezetben**



Forrás: Reuters.

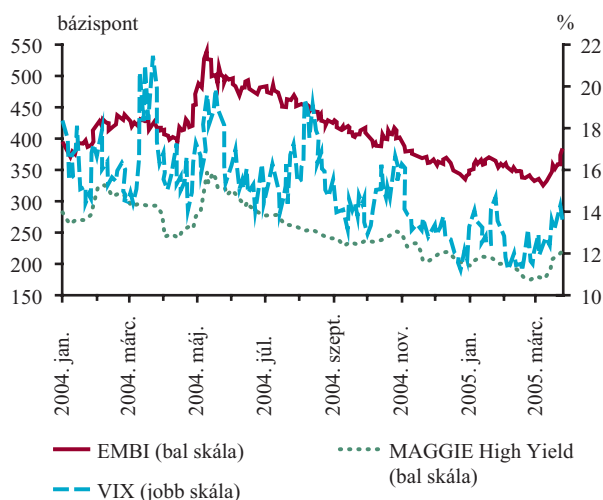
mítanak a Fed részéről. Az USA-val szemben Európában a vártnál lassabb növekedés miatt az EKB kamatemelése későbbre tolódhat.

Az utóbbi hónapokban globális kockázati tényezővé vált az ázsiai országok nemzetközi tartalékezelésének esetleges változása. A magas ázsiai exportbevételek és a valuták dollárral szembeni felértékelődését megakadályozni kívánó intervenciós politikák miatt az ázsiai jegybankok tartalékai dinamikusán nőnek. A dollártartalékokat USA-államkötvényekbe fektető ázsiai országok jegybankjai váltak az újabb USA állami kötvénykibocsátások legfőbb vásárlóivá. Az érintett ázsiai jegybankok dilemmája az, hogy az árfolyamvesztéget mérséklendő miként tudják a tartalékaikat – vagy legalább azok jövőbeni növekményét – úgy diverzifikálni, hogy közben elkerüljék a dollár további értékvesztését. A piacok meglehetősen idegesen reagáltak azokra az év elején napvilágot látott hírekre, amelyek az ázsiai jegybankok tartalékainak diverzifikálását valószínűsítették. Az ázsiai jegybankok magatartása, illetve az erre vonatkozó várakozások hirtelen változása a közeljövőben is kockázati tényezőt jelenthetnek, felgyorsíthatják az amerikai hosszú hozamok emelkedését, ezzel egy időben pedig a dollár gyengüléséhez vezethetnek.

A feltörekvő országok piacain többségében a gyors gazdasági növekedés, javuló fundamentumok és a történelmileg alacsony hozamok kombinációja volt a jellemző 2005. február–márciusig (I-4. ábra). A Fed kamatemelési ciklusának kezdetén – 2004 késő tavasszal, nyár elején – attól tartottak a piacok, hogy a feltörekvő országok történelmileg rendkívül kedvező finanszírozási feltételei rövidesen romlani fognak. Ez a várakozás a korábbi ciklusfordulók tapasztalatain alapult. Azóta, bár a feltörekvő piaci kamatfelárak trendszerű csökkenésében időnként megfigyelhetők voltak kisebb korrekciók, a befektetői hangulat gyökeres fordulatára nem került sor. A legutóbbi korrekció a Fed márciusi kamatemelését követően zajlott, ekkor a feltörekvő piaci hozamok is megnövekedtek. Egyelőre nem tudni azonban, hogy ez már a tartós befektetők hosszabb távú stratégiájának változását jelzi-e, vagy a fordulat még várat magára.

## I-4. ábra

### Globális kockázati mutatók



*Megjegyzés: EMBI Global Composite – A J.P. Morgan-Chase által számolt, szuverén és kvázi-szuverén kibocsátók dollárban denominált kötvényeinek kamatfelárindexe.*

*MAGGIE High Yield – A J.P. Morgan-Chase által számolt, euróban denominált vállalati és államkötvények, jelzáloglevelek kamatfelárainak indexe.*

*VIX – Az S&P 500-részvényindexekre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás.*

*Forrás: J.P. Morgan, Standard and Poor's és CBOE.*

A feltörekvő piaci „kockázati étvágy” elmúlt években tapasztalt trendszerű emelkedését többen strukturális tényezőkkel magyarázzák. Eszerint a – főleg intézményi – megtakarítók a korábbi évekhez képest nagyobb arányban kívánnak az eszközeik között magasabb hozamot biztosító, kockázatosabb értékpapírokat tartani. Amennyiben ezek a strukturális változások valóban jelen vannak, a fejlett országok jegybankjainak további kamatemelései miatt bekövetkező tőkekiáramlás a feltörekvő piacokról mérsékeltebb lehet, mint a korábbi hasonló periódusokban (lásd a fedezeti alapok szerepéről szóló részt az Aktuális kérdések fejezetben).

# I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet

A globális pénzügyi piacokon egyelőre kis valószínűséggel, de kockázatot jelent, ha az amerikai kamatemelési ciklus felgyorsul, illetve ha a piaci szereplők túlreagálják a Fed kamatemeléseit vagy az infláció esetleges felgyorsulását. Növeli a pénzügyi kockázatokat, hogy a pénzügyi szektor egyes szegmenseinek és számos ország háztartási szektorának eladósodottsági szintje magas. A kamatok hirtelen és nagyarányú korrekciója pénzügyi kockázatokat hordoz nemcsak az eladósodott szereplők, hanem az ezeket hitelező bankok számára is. Amennyiben a kamatkorrekció az amerikai pénzügyi szektort is érzékenyen érinti, az jelentősen felerősítheti az amerikai – és a globális – konjunktúrára gyakorolt kedvezőtlen hatásokat. Magyarország szempontjából a nemzetközi környezetben jelenleg érzékelhető kockázatok fokozottan jelentkeznek. Legfontosabb kereskedelmi partnereink növekedési kilátásai gyengék és a szokásosnál is jobban ki vannak téve a globális konjunktúra alakulásának. Az amerikai hosszú lejáratú kamatok hirtelen emelkedése a globális konjunktúrára gyakorolt kedvezőtlen hatása mellett jelentősen emelheti a feltörekvő piaci kamatfelárakat is. Egy ilyen helyzetben a befektetők figyelme a feltörekvő piaci országok esetében újra a makrogazdasági fundamentumok felé fordulhat. A magyarországi külső egyensúlyi helyzet gyengesége és a magas költségvetési hiány miatt az ország befektetői megítélése önmagában és a kelet-közép-európai régió országaival összehasonlítva is sérülékeny.

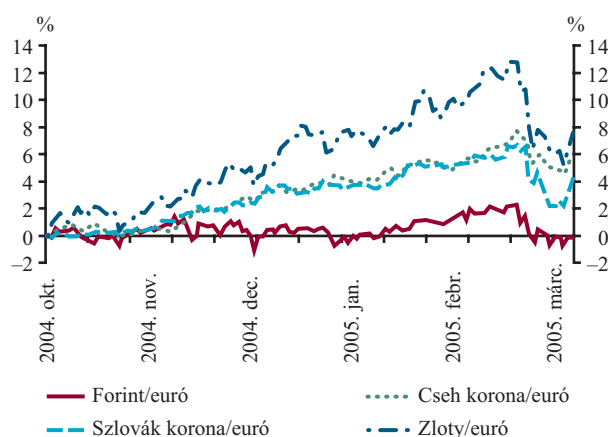
## I. 1. 3. Regionális kitekintés: volatilis tőkeáramlások a kelet-közép-európai régióban

A 2005-ös év elején a feltörekvő piacokat célzó részvény- és kötvényalapokba rekordnagyságú tőkebeáramlás történt, ami elsősorban dollárbázisú befektetők portfólióátrendezéséhez köthető. A

rekordmértetű tőkebeáramlás a kelet-közép-európai régiót (KKE – Csehország, Lengyelország, Magyarország, Szlovákia) is erőteljesen érintette, ami a régió valutáin jelentős felértékelődési nyomást eredményezett. A felértékelődés Lengyelország esetében volt a legerőteljesebb, míg Magyarország esetében relatíve csekély mértékű maradt (I-5. ábra). Ezt részben a forintingadozási sáv erős szélének közelsége magyarázhatja, részben pedig az, hogy a külföldi befektetők a régiós országok között az egyensúlyi mutatók alakulása alapján erősebben differenciáltak, amit az euróval szembeni hosszú forwardkülönbségek alakulása is tükröz (I-6. ábra).

### I-5. ábra

A régió devizaárfolyamainak kumulált változása

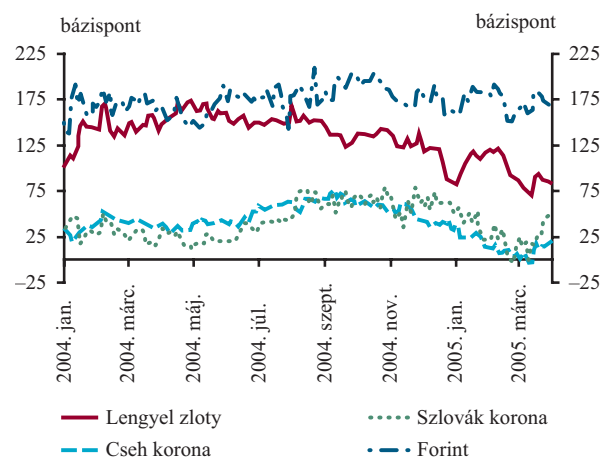


Forrás: Reuters.

A régió országainak jegybankjai irányadó kamataik csökkentésével próbálták megfékezni a nemzeti valuták túlzott felértékelődését. Március közepén azonban – a globális fejleményekkel összhangban – a feltörekvő piacokra irányuló, a dollárbázisú befektetőkhez köthető portfólió-tőkebeáramlások mérséklődtek, majd irányt váltottak, ami enyhítette a KKE-valutákra nehezedő felértékelődési nyomást és kisebb korrekcióhoz vezetett a régiós részvény- és kötvénypiacokon (I-7. ábra). A tőkeáramlások irányának megváltozása a globális kockázatiétvágy-mutatókban is tükröződött.

## I-6. ábra

Öt év múlva induló ötéves forwardkülönbségek a régióban



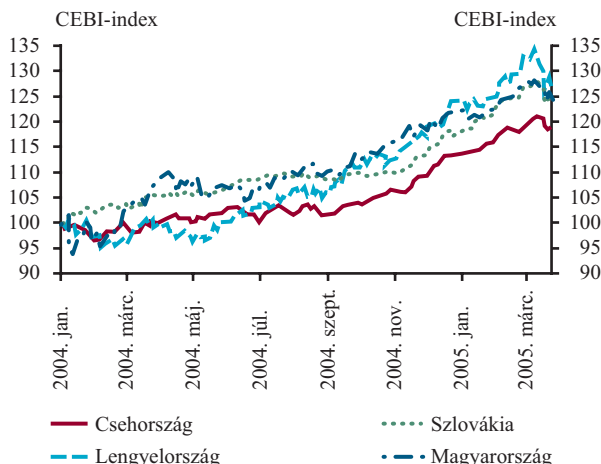
Forrás: Reuters, MNB.

A régiós tőkebeáramlások év elején megfigyelt növekedésére magyarázat lehet, hogy a dollár euróval szembeni árfolyamában középtávon bekövetkező jelentős gyengülés valószínűségének növekedésével<sup>1</sup> az euróhoz kötött KKE-valuták illetve ezen valutákban denominált, relatíve magas hozamú eszközök vonzereje emelkedett. Előbbiekben túl a régiós valutákon érzékelhető felértékelődési nyomást fundamentális tényezők is erősíthették.

A folyó fizetési mérleg 2004-es hiánya Lengyelországban és Szlovákiában alacsonynak tekinthető, amit mindkét ország esetében teljes mértékben fedezett a működőtőke-beáramlás (I-2. táblázat). Csehországban a folyó fizetési mérleg az előző évhez képest enyhe csökkenést mutat, ami a kereskedelmi mérleg számottevő javulásának köszönhetően, illetve jelentős jövedelemkiáramlások eredőjeként állt elő. Magyarország esetében a magas deficitet mutató folyó fizetési mérleg pozícióban nem történt jelentős változás, azonban a finanszírozás szerkezete a nem adóssággeneráló tőkebeáramlások növekvő aránya

## I-7. ábra

Euróban számított CEBI-indexek alakulása



Forrás: Dresdner Kleinwort Wasserstein.

következtében a 2003-as évhez képest előnyösebbé vált. Ez azonban csak a korábbi években tapasztalt beáramlások nagyságrendjéhez történő visszatérést jelzi. A kedvező irányú változás ellenére a folyó fizetési mérleg hiányát finanszírozó kamatérzékeny tételek aránya továbbra is Magyarország esetében a legmagasabb a régió belül.

A régiós fundamentumok terén további javulásnak tekinthető, hogy 2004 második felében és különösen 2005 első két hónapjában mind a négy országban markáns defláció volt megfigyelhető, ami részben az erősödő valutaárfolyamoknak, részben az EU-csatlakozást követően intenzívebbé váló importverseny hatásának tulajdonítható.

Fontos megemlíteni, hogy az államháztartás magas finanszírozási igénye mind a négy országban – különösen Lengyelország és Magyarország esetében – problémát jelent, az államadósság szintje<sup>2</sup> azonban csak Magyarország esetében haladta meg kismértékben a 60 százalékos maastrichti referenciaértéket.

<sup>1</sup> L. a Globális pénzügyi piacok és pénzügyi kockázatok c. fejezetet.

<sup>2</sup> A nyugdíjreform hatásával nem korrigált államadósság-mutató esetében. Mivel az Eurostat 2004-ben hozott döntése alapján a nyugdíjreform hatása csak egy átmeneti – 2007 márciusáig terjedő – időszakban számolható el az ESA-95 szerinti államháztartási hiány és államadósság mutatókban, az euró bevezetésével kapcsolatos kockázatok vizsgálatánál indokolt a nem korrigált mutató használata.

# I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet

## I-2. táblázat

A régió országainak folyó fizetésimérleg- és FDI-egyenlegei a GDP százalékában

| Országok      | Folyó fizetési mérleg |       | Közvetlentőke-befektetések |       |
|---------------|-----------------------|-------|----------------------------|-------|
|               | 2003                  | 2004* | 2003                       | 2004* |
| Csehország    | -6,3                  | -5,2  | 2,1                        | 3,7   |
| Lengyelország | -2,2                  | -1,6  | 1,9                        | 2,2   |
| Magyarország  | -8,7                  | -8,8  | 0,6                        | 3,6   |
| Szlovákia     | -0,8                  | -3,5  | 2,1                        | 3,1   |

\*Előzetes adatok alapján.

Forrás: Nemzeti statisztikai hivatalok és központi bankok.

Az Európai Bizottság értékelése szerint a fenti országok – Magyarország kivételével – megfelelő intézkedéseket tettek annak érdekében, hogy 2005-ben teljesüljön a konvergenciaprogramjaikban felvázolt költségvetési deficitcél. A Bizottság értékelése arra utal, hogy – legalábbis egyelőre – a szóban forgó országok hiteles deficitcsökkentési pályán haladnak. Mindazonáltal a Csehország és Lengyelország esetében a közelmúltban felerősödött politikai bizonytalanság növelheti a deficitcélok teljesülését övező kockázatokat.

A dollárbázisú befektetők erősödő szerepe a kelet-közép-európai tőkeáramlásokban felhívja a figyelmet arra, hogy a dollár euróval szembeni árfolyamának ingadozásai, illetve az amerikai hozamok változása az egész térséget érzékenyen érintheti. Amellett, hogy a régiós tőkeáramlások elmúlt hónapokban tapasztalt volatilitása döntő részben a globális tényezőkre vezethető vissza, Csehország, Lengyelország és Szlovákia esetében a javuló fundamentumok egyfajta biztosítékot jelenthetnek a tőkeáramlások esetleges megfordulására adott túlzott piaci reakciókkal szemben. Magyarország esetében a számottevő javulást nem jelző egyensúlyi mutatók a régió többi országához képest magasabb sérülékenységre utalnak (lásd a közép-európai kötvényhozamokról szóló keretes írást).

### I-1. keretes írás: Közép-európai kötvényhozamok

Az utóbbi években a közép-európai országok kötvénypiacai vonzó lehetőséget jelentettek sok befektetőnek. Az elmúlt hat évben a cseh, a lengyel és a magyar állampapírpiacon átlagosan közel kétszer akkora hozamot lehetett realizálni, mint az euróregións országokban (I-3. táblázat). Bár régióinkban az egyes országok gazdasági helyzete, kötvénypiaci fejlettsége, hitelbesorolása, befektetői megítélése az elmúlt években eltérő volt és időről időre változott, hosszú távon hasonló hozamot nyújtottak a befektetőknek. Az egyes kötvénypiacok kockázatát az éves hozamok szórásával mérhetjük. Minél nagyobb a szórás, annál bizonytalanabb a várható hozam. Ez a tőkepiaci összefüggés régióinkban is teljesült, a magasabb átlagos hozam magasabb átlagos szórással járt. Ha az egységnyi kockázatra jutó hozamot számítjuk, akkor a cseh és a magyar piac mutatója közel azonos, ezzel szemben a legmagasabb átlagos nominális hozamot biztosító lengyel kötvénypiac kockázathoz mért hozama alacsonyabb volt.



## I-3. táblázat

Egyes kötvénypiaci indexek alakulása 1999 és 2004 között

|                        | Átlagos éves hozam | Éves hozam szórása | Hozam/szórás mutató |
|------------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| <b>Helyi devizában</b> |                    |                    |                     |
| CEBI – cseh korona     | 8,8%               | 4,9%               | 1,8                 |
| CEBI – forint          | 10,8%              | 6,0%               | 1,8                 |
| CEBI – zloty           | 11,6%              | 8,4%               | 1,4                 |
| <b>Euróban</b>         |                    |                    |                     |
| CEBI – cseh korona     | 11,7%              | 9,8%               | 1,2                 |
| CEBI – forint          | 11,5%              | 12,2%              | 0,9                 |
| CEBI – zloty           | 12,3%              | 17,1%              | 0,7                 |
| CEBI – kompozit        | 11,8%              | 13,4%              | 0,9                 |
| iBoxx (euróban)        | 5,3%               | 4,2%               | 1,3                 |
| EMBI+ (dollárban)      | 15,9%              | 10,6%              | 1,5                 |
| EMBI+ (euróban)        | 13,7%              | 18,4%              | 0,7                 |

*Megjegyzés: A CEBI a Dresdner Kleinwort Wasserstein likvid közép-európai államkötvényeket tartalmazó indexcsaládja. A kompozit CEBI-index 2002 márciusától szlovák kötvényeket is tartalmaz. Az iBoxx az International Index Company eurórégiós országok szuverén euróban denominált kötvényeit tartalmazó indexcsaládja. Az EMBI+ a J.P.Morgan feltörekvő országok likvid szuverén dolláradósságát követő indexe.*

Euróban számítva a közép-európai kötvénypiacok az egyes devizák felértékelődése miatt még magasabb hozamot biztosítottak. Az árfolyam-ingadozás azonban további kockázatot jelentett, ezt mutatja az euróban számított indexhozamok lényegesen magasabb szórása. Ha a szórással mint kockázati mutatóval korrigáljuk az euróban elért hozamot, akkor alacsonyabb arányt kapunk, mintha a helyi devizában realizálható hozamot választjuk, de árfolyamkockázat nélkül.

Az eurórégiós szuverén kötvények az elmúlt hat évben a kelet-európainál lényegesen alacsonyabb átlagos hozamot biztosítottak. Viszont kockázatuk is lényegesen alacsonyabb volt, az egységnyi szórásra jutó hozamuk szintje jóval kedvezőbb, mint amivel az euróalapú befektetők a kelet-európai

kötvénypiacokon szembesültek. Egyedül Csehország mutatója közelítette meg az eurórégiós rátát, a legmagasabb hozamot nyújtó lengyel piacon viszont kiugróan magas volt a hozamok szórása.

A dolláralapú befektetők számára az elmúlt hat évben a feltörekvő országok széles körét felölelő portfólió kialakítása biztosította volna a legmagasabb hozamot, relatíve alacsony kockázat mellett. Viszont az euróalapú befektetők az euró/dollár árfolyam jelentős ingadozása miatt rosszabb hozam/szórás kombinációt kaptak volna, mintha a közép-európai régiós kötvényekbe investálnak.



### I. 2. Hazai pénzügyi piacok

A dezinfláció 2004 végi, 2005 elejei felgyorsulásától eltekintve – a régió más országaival ellentétben – a hazai gazdasági fundamentumokban nem történt számottevő javulás. A pénzügyi stabilitás szempontjából kiemelt fontosságú államháztartási- és folyó fizetésimérleg-hiány mutatói továbbra is magas szinten állnak, miközben a növekedési kilátások valamelyest kedvezőtlenebbé váltak.

Az inflációs folyamatok alakulásától eltekintve változatlanul kedvezőtlen képet mutató makrogazdasági fundamentumok ellenére az előző stabilitási jelentés óta eltelt időszakban a forint-euró árfolyam – a hozamgörbe teljes szakaszán végbement hozamcsökkenéssel párhuzamosan – átmenetileg markáns erősödést mutatott (I-8. ábra) és rövid időre megközelítette az ingadozási sáv szélét. A legtöbb feltörekvő piacon végbement hasonló fejlemények arra utalnak, hogy a hazai árfolyam- és hozamalakulást döntően globális tényezők határozták meg.

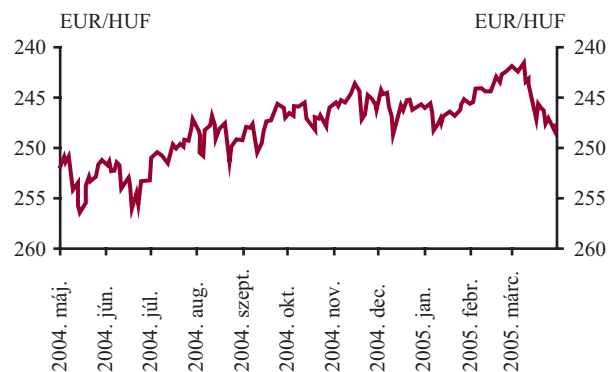
#### I. 2. 1. Árfolyam- és hozamalakulás

A forint-euró árfolyam az előző stabilitási jelentést követő időszakban döntően a dollárbázisú befektetők dollár-euró árfolyammal, illetve a Fed kamatpályájával kapcsolatos várakozásai függvényében alakult. Az év első hónapjaiban a dollár euróval szembeni nagyfokú gyengülésével kapcsolatos várakozások erősödése, valamint az amerikai hosszú hozamok csökkenése következtében jelentősen megnőtt az euróhoz kötött valutával rendelkező országokba irányuló tőkeáramlás, így a forinteszközök iránt megnyilvánuló kereslet is némileg erősödött, azonban elmaradt a régió más országaiban tapasztaltakhoz képest. Február közepétől az amerikai hosszú hozamok emelkedése, il-

letve a Fed március 22-i kamatemelése ellenkező irányú mozgást váltott ki a globális tőkepiacokon.

#### I-8. ábra

A forint euróval szembeni árfolyama



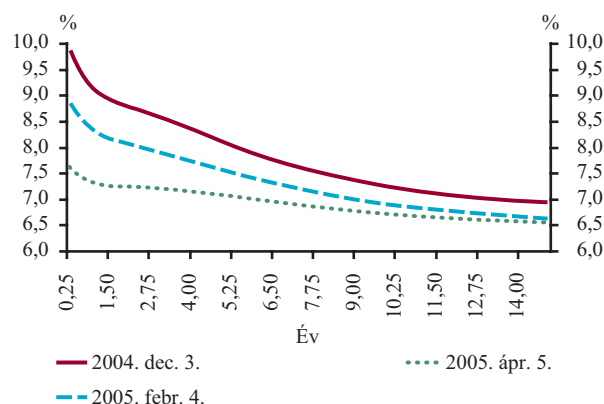
Forrás: MNB.

Az év első két hónapjában a forinteszközök vonzerejét tovább növelték a kedvezőbbé váló inflációs kilátások, ami a kamatcsökkentési várakozások erősödését is eredményezte. 2005 első három hónapjában az MNB folytatta óvatos kamatcsökkentési politikáját, ami a hozamgörbe teljes szakaszán történő hozamcsökkenésben is tükröződött. Az elmúlt években jellemzően inverz hozamgörbe március elejére gyakorlatilag vízszintessé vált (I-9. ábra), miközben a sávszél közelébe erősödő árfolyam miatt a kamat- és az árfolyamvárakozások rövid távon bizonytalanabbá váltak. Tovább árnyalja a képet, hogy piaci információk szerint az erős sávszél közvetlen közelébe érő forint-euró árfolyam különböző típusú egzotikus opciós pozíciók lezárását válthatja ki, ami rövid távon jelentősen növelheti az árfolyam alakulását övező bizonytalanságot (lásd az egzotikus opciókról szóló kereset írást).

Március második felében a forint-euró árfolyam – az amerikai hosszú hozamok emelkedésével és a dollárbázisú befektetők várakozásainak megváltozásával összhangban – fokozatosan eltávolodott a

## I-9. ábra

A hozamgörbe különböző időpontokban



Forrás: Reuters, MNB.

sávszéltől, miközben a hozamgörbe minden lejáraton kisebb mértékű emelkedést mutatott. Hasonló korrekció zajlott le a legtöbb feltörekvő ország pénzügyi piacain.

## I-2. keretes írás: Egzotikus opciók hatása a forint-deviza piacra

Az elmúlt időszakban számos olyan piaci elemzés jelent meg, ami a devizapiaci folyamatok alakulását forintra szóló egzotikus, ún. knock-out barrier (más néven limitáras) opciókhoz köti. Mivel ezek az opciók – legalábbis rövid távon – közvetlenül, és a hagyományos opcióktól eltérő módon érinthetik az árfolyam volatilitását, és ezen keresztül a devizapiac stabilitását, röviden bemutatjuk ezen opciós stratégiák főbb jellemzőit.

A knock-out opció abban különbözik egy hagyományos opciótól, hogy egy előre meghatározott árfolyamszint – a kiütési árfolyam – elérése esetén az opció megszűnik. Az opció vásárlója így felvállalja azt a kockázatot, hogy egy nagyfokú árfolyam-erősödés esetén elveszti az addig felhalmozódott nyereségét. Emiatt ezek az opciók olcsóbbak, mint hagyományos társaik, és ebből fakad a knock-out opciók népszerűsége.

Az I-10. ábra egy forintvételi knock-out opció lejáratkori értékét mutatja az árfolyam függvényében. Ha az árfolyam a kiütési árfolyamnál erősebbé válik, az opció kifizetése emelkedik. Ha azonban az árfolyam a lejárat előtt bármikor átlépi a kiütési árfolyamot, az opció elveszti értékét, még akkor is, ha az árfolyam utána visszagyengül a kiütési árfolyam alá.

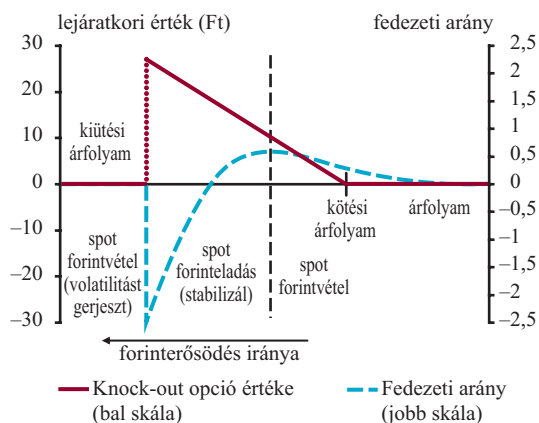
A knock-out opciók eladói (kiürői) általában nagy, külföldi befektetési bankok. Ők gyakran nem spekulációs céllal kötik ezeket az ügyleteket, hanem azért, hogy kielégítsék ügyfeleik

keresletét, ezért legtöbbször megpróbálják fedezni az eladott opciós pozíciókból fakadó kockázatukat. Az opciós piacokon általában jellemző fedezési stratégiát alkalmazva az opció árfolyamváltozásait az azonnali (spot) devizapiacra felvett pozíciókkal kompenzálhatják. A problémát az jelenti, hogy a fedezeti pozíció nagysága és iránya a spot árfolyam függvényében változik.

Az I-10. ábra bemutatja a knock-out opcióhoz tartozó dinamikus fedezeti stratégiát is. A fedezeti arány (delta) azt mutatja meg, hogy az eladott opció adott egységéhez az azonnali piacon mekkora mértékű és irányú pozíciót kell felvenni. Egy gyenge árfolyamszintről erősödve a fedezéshez először hosszú forintpozíciót kell nyitni, azaz forintvásárlásra kerül sor. Egy bizonyos árfolyamszint alatt ugyanakkor már fordított stratégiára van szükség, azaz egyre gyorsuló ütemben kell forintot eladni, ezt az ábrán a fedezeti arány csökkenése mutatja (a szaggatott vonaltól balra haladva). Közvetlenül a kiütési árfolyamszint előtt az opció nominális értékének akár többszöröséig kell rövid forintpozíciót nyitni, ami gyorsuló forinteladással jár, és nagy mennyiségek esetén fékezi az árfolyam erősödését. A kiütési szint átlépése után viszont gyorsan le kell zárni a nyitott pozíciót, ami egyszeri, nagy mennyiségű forintvásárlással jár, így az megnöveli az árfolyam volatilitását.

**I-10. ábra**

**Forintvételi knock-out opció értéke  
lejáratkor és a fedezeti arány lejárat előtt**



Forrás: MNB.

A spotpiaci fedezés egy potenciális alternatívája az, ha a hagyományos opciók piacán kötnek fedezeti ügyleteket a knock-out opciók kiírói. Bár tökéletes fedezést legtöbbször hagyományos opciókkal sem lehet elérni, a knock-out opciók kiírói rövid lejáratú eladási opciók kiírásával részben fedezni tudják kockázatukat. A kiütési szintek közelében a leginkább hatékony részleges fedezeti stratégiát olyan rövid lejáratú eladási (put) opciók kiírásával lehet megvalósítani, melyek kötési árfolyama a knock-out opció kiütési árfolyama közelében van. Ha nagy mennyiségű knock-out opciót pró-

bálnak ily módon fedezni, akkor a rövid lejáratú opciók eladása egy kevésbé likvid piacon az opcióárak, és azokkal párhuzamosan az implikált volatilitások csökkenését vonja maga után. Mindezek miatt a knock-out opciók kiütési árfolyamához közeledve gyakran előfordul, hogy a rövid futamidejű devizaopciók implikált volatilitása számottevő mértékben csökken. 2005 februárjában és 2004 novemberében a rövid lejáratú forint-euró implikált volatilitásokban jelentősebb csökkenés következett be. Ebben az árfolyam jövőbeli alakulására vonatkozó bizonytalanság mérséklődésén túl a knock-out opciók hagyományos opciókkal történő fedezése is szerepet játszott. A volatilitások későbbi korrekciója viszont azt erősíti meg, hogy az egzotikus opciók fedezése csak átmenetileg képes eltéríteni a volatilitásokat a várakozásoktól.

A knock-out opciók fedezése gyakran nagyon költséges, emiatt az opciókat kiíró bankok általában csak részben tudják fedezni kockázatukat. Ezen opciók fedezetlenül hagyása a kiíró bankokat arra ösztönzi, hogy nagymértékű forintvásárlással a kiütési árfolyamnál erősebb szintre próbálják erősíteni az árfolyamot, amivel az opció megszűnik, így megszabadulhatnak potenciális veszteségüktől. Mindez nehezíti a kiütési szintek közelében érvényesülő árfolyam-dinamika értelmezését, előre jelzését, és időnként magasabb volatilitáshoz, illetve árfolyam-túllövésekhez vezethet.<sup>3</sup>

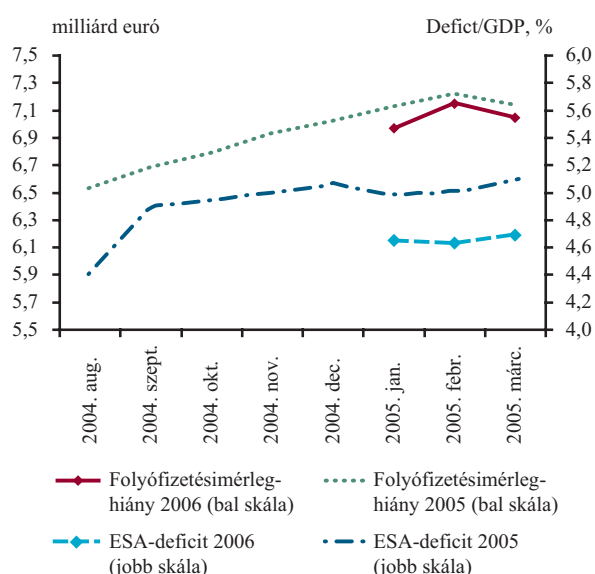
<sup>3</sup> A knock-out opciók piaci hatásairól bővebben lásd Csávás Csaba–Gereben Áron: Hagományos és egzotikus opciók a magyar devizapiacra c. megjelenés alatt álló tanulmányát.

## I. 2. 2. Középtávú kilátások és kockázatok

Az államháztartási hiányban és a folyó fizetési mérleg egyenlegében a piaci szereplők 2005 során nem várnak számottevő javulást (I-11. ábra). Mivel Magyarország esetében a folyó fizetési mérleg hiánya döntően az államháztartás magas nettó finanszírozási igényének, illetve a háztartások jelentős részben strukturális okokra visszavezethető alacsony megtakarítási pozíciójának eredménye, a külső egyensúly javulása nagymértékben függ a tervezett fiskális konszolidáció megvalósulásától, illetve ütemétől.

### I-11. ábra

A folyó fizetési mérleg hiányára és a GDP-arányos államháztartási hiányra vonatkozó elemzői várakozások alakulása



Forrás: Reuters, MNB.

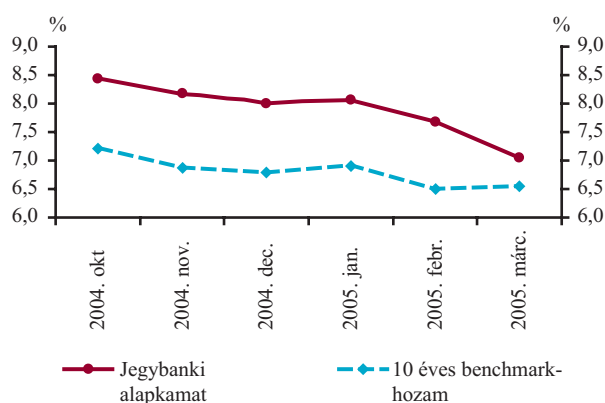
A 2005 végi jegybanki alapkamatra vonatkozó piaci várakozások az elmúlt hónapok kamatcsökkentéseivel párhuzamosan fokozatos és jelentős mérséklődést mutatnak (I-12. ábra). A márciusi Reuters-felmérés szerint az elemzők 2005. év végére 7 százalékos alapkamatszintet várnak. Ez a márciusban 7,75 százalékon álló alapkamat fényében arra utal, hogy a piaci szereplők a jövőben

a jegybanki kamatcsökkentési ciklus jelentős lassulására számítanak. A 2005. végi 10 éves benchmarkhozamokra vonatkozó várakozások mintegy 50 bázispontot estek. A csökkenés mértéke februárban volt a legmagasabb, ami várakozásoknál jelentősen kedvezőbb januári inflációs adat hatását tükrözi. A márciusi piaci kamatvárakozások szerint tehát a hozamgörbe a jövőben is közel vízszintes marad, 6,5-7 százalék közötti hozamok várhatók a legtöbb lejáraton.

A forint jövőbeli árfolyamára vonatkozó várakozások az elmúlt hónapokban nem változtak jelentősen. A piac a legvalószínűbb forgatókönyvnek továbbra is a forint enyhe leértékelődését tartja, a Reuters felmérései szerint a 2005 végére vonatkozó várakozások átlaga 252-255 forint/euró körül ingadozott az elmúlt hónapokban. Ugyanakkor (főleg a külföldi) piaci elemzők kommentárjaiban – a külső egyensúlyi helyzettel összefüggésben – gyakran felbukkan egy ennél jelentősebb leértékelődés forgatókönyve is.

### I-12. ábra

2005 év végére vonatkozó elemzői várakozások alakulása



Forrás: Reuters.

A forint-euró forwardkülönbségek 2004 decembere óta jelentős ingadozás mellett kismértékben emelkedtek, ami továbbra is a forintbefektetések hosszabb távú kockázati megítélésének kedvezőtlen és bizonytalan voltára utal. Az 5 éves forward-

## I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet

prémium alakulása (I-6. ábra) az euró tervezett bevezetési dátumával, illetve a maastrichti kritériumok teljesítéséhez vezető konvergenciapályával kapcsolatos, továbbra is fennálló bizonytalanságot tükrözi. A relatíve magas forwardprémium arra utal, hogy a piaci szereplők szignifikáns kockázatokat látnak a magyar konvergenciaprogramban felvázolt konvergenciapálya teljesülésével kapcsolatban.

A pénzügyi stabilitás szempontjából kulcsfontosságú forint-euró árfolyam és az állampapír-piaci hozamok középtávú alakulásában döntő szerepe lehet a globális tényezőknek. A globális tényezőkben bekövetkező kedvezőtlen fordulat (jelentős dollárerősödés, vagy az arra irányuló várakozások élénkülése, vártnál nagyobb Fed-kamatemelés) esetén a dollárbázisú befektetők jelentős része a relatíve kockázatos feltörekvő piaci pozícióikat felszámolva visszatérhet az alacsony kockázatú dolláreszközökhöz. A globális likviditás ilyen módon történő szűkülése esetén a forint-euró árfolyam és

a hazai hozamok alakulásában ismét meghatározó lehet a kedvezőtlen makrogazdasági fundamentumok szerepe.

A Budapesti Értéktőzsde részvényindexének (BUX) az elmúlt bő fél évben, és különösen 2005. január–februárban a regionális folyamatokkal összhangban történt jelentős emelkedése, majd a márciusban bekövetkező korrekciója ugyancsak felvethet stabilitási kérdéseket. A részvényárak gyors emelkedése majd hirtelen csökkenése kapcsán fontos elemezni, hogy egy esetleges tőzsdei buborék kialakulása, majd kipukkadása milyen eséllyel okozhat zavart a pénzügyi közvetítő rendszerben. Vizsgálatunk azt állapította meg, hogy Magyarországon nem jelentős a tőzsdei részvényárfolyamok szerepe a pénzügyi stabilitási kockázatok közvetítésében, ezért a hektikus áralakulások mélyebb vizsgálatával nem foglalkozunk (lásd a részvényárfolyamok pénzügyi stabilitási hatásairól szóló keretes írást).

### I-3. keretes írás: A magyar részvényárfolyamok hatása a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitására

A magyar részvényárak elmúlt időszakbeli gyors növekedéséből származó kockázatok elemzése két szinten képzelhető el. Egyfelől vizsgálható, hogy az árfolyam-emelkedés nem mutat-e a részvények túlértékelődésének és egy buborék kialakulásának irányába. Másrészt fontos elemezni azt is, hogy amennyiben ki is alakulna egy ilyen buborék, az azt követő feltételezett, gyors ütemű tőzsdei árfolyamcsökkenés valójában mekkora kockázatot is hordozna a magyar pénzügyi rendszer stabilitására nézve. A következőkben az utóbbi vizsgálatot végezzük el, és ennek során három olyan csatornát különböztetünk meg, amelyeken keresztül a részvényárak zuhanása a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitását veszélyeztetheti:

- a pénzügyi közvetítő rendszer jövedelmi helyzetét érintő közvetlen kockázatokat,

- a pénzügyi közvetítő rendszer belföldi ügyfeleinek jövedelmi helyzetét érintő közvetett kockázatokat, és

- a külföldi részvénytulajdonosok magatartásából származó kockázatokat.

Közvetlen stabilitási kockázatot a pénzügyi vállalatok által tartott részvények jelenthetnek, ennek az állománynak a nagysága 280-330 milliárd forint volt 2004-ben, az összes tőzsdén jegyzett részvényhez viszonyított aránya pedig 6-7 százalék (I-4. táblázat). Ennek az állománynak a jelentős része azonban biztosítók és nyugdíjalapok portfóliójában található, amit helyesebb a háztartások közvetett részvénytulajdonlásának tekinteni. A hitelintézetek 2005. február végén a forgatási és befektetési célú értékpapírjaik között 18 milliárd forintnyi tőzsdei részvényt tartottak, amely a befektetési jegyeken

## I-4. táblázat

A tőzsdén jegyzett részvények állománya (piaci értéken, milliárd forintban) és tulajdonosi megoszlása 2004-ben

|                         | I. negyedév |      | II. negyedév |      | III. negyedév |      | IV. negyedév |      |
|-------------------------|-------------|------|--------------|------|---------------|------|--------------|------|
| Nem pénzügyi vállalatok | 282         | 7%   | 323          | 8%   | 326           | 7%   | 205          | 4%   |
| Pénzügyi vállalatok     | 289         | 7%   | 278          | 7%   | 282           | 6%   | 330          | 6%   |
| Államháztartás          | 275         | 7%   | 286          | 7%   | 333           | 7%   | 384          | 7%   |
| Háztartások             | 177         | 4%   | 185          | 4%   | 184           | 4%   | 209          | 4%   |
| Külföld                 | 3048        | 75%  | 3121         | 74%  | 3421          | 75%  | 4002         | 78%  |
| Összesen                | 4070        | 100% | 4193         | 100% | 4545          | 100% | 5129         | 100% |

Forrás: MNB.

keresztül közvetve tulajdonolt részvényállománnyal együtt sem emelkedett 20 milliárd forint fölé. Ez az összeg a hitelintézetek saját tőkéjének alig több mint 1,2 százaléka, és nem éri el a hitelintézetek forgatási és befektetési célú értékpapír-állományának egy százalékát. Közvetlen kockázatot jelenthetne ezen túlmenően, ha a hitelintézeti szektor a hitelkihelyezéseknél jelentős mennyiségben fogadna el tőzsdei részvényeket fedezetként. Ennek mértéke azonban szintén nem jelentős, a hitelintézeteknek február végén összesen 16 milliárd forint részvényfedezet mellett nyújtott hitelállományuk volt, ami a hitelkihelyezéseik 0,15 százalékát tette ki. A hitelintézetek által tartott és fedezetként elfogadott tőzsdei részvények tehát nem képviselnek számottevő stabilitási kockázatot.

Közvetett kockázatot jelenthet a tőzsdei árfolyamok alakulásának a lakosság és a nem pénzügyi vállalatok, mint a pénzügyi közvetítő rendszer ügyfeleinek jövedelmi helyzetére gyakorolt hatása. Az I-4. táblázat alapján ezeknek a szektoroknak az aránya a tőzsdei részvények tulajdonosai között nagyságrendileg megegyezik a pénzügyi vállalatokéval, vagyis alacsonynak mondható. Hasonló eredményre jutunk, ha a tőzsdei részvények állományát e szektorok pénzügyi eszközeinek struktúrájában vizsgáljuk.

A I-5. táblázat alapján a tőzsdei részvények aránya sem a nem pénzügyi vállalatok, sem a háztartások pénzügyi eszközein belül nem számottevő. Mindkét szektor részvényállománya nagyságrenddel kisebb mind a készpénz és betétállománynál, mind az egyéb részesedéseknél (nem tőzsdei részvények és egyéb tulajdonosi követelések), és a háztartások esetében a nem részvény értékpapírok állományánál is. A háztartások azonban befektetési jegyeiken, biztosítási díj-tartalékaikon és nyugdíjalapjaikon keresztül közvetve további mintegy 160-170 milliárd forintnyi részvényállományt birtokolnak, vagyis a háztartások teljes részvénykitettsége 370-380 milliárd forint lehet. Ez az összeg alig éri el a háztartások pénzügyi eszközeinek 2,4 százalékát, tehát még a közvetett tulajdonlás figyelembe vételével sem jelentős. Ezek az állományi adatok és arányok azt mutatják, hogy a tőzsdei árfolyamok alakulásából származó közvetett kockázatok sem veszélyeztetik számottevően a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitását.

A külföldiek által tartott részvények is közvetett kockázatot jelentenek, de ennek jellege eltér az előzőektől, azt nem a külföldiek jövedelmi helyzetének esetleges megváltozása okozza. Az I-4. és az I-5. táblázat alapján a magyar tőzsdei részvények 75-78 százalékát birtokló külföld az egyetlen szektor, amely-

# I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet

## I-5. táblázat

Egyes szektorok pénzügyi eszközeinek megoszlása  
(milliárd forintban, 2004. IV. negyedév)

|                                | Nem pénzügyi<br>vállalatok | Háztartások | Külföld |
|--------------------------------|----------------------------|-------------|---------|
| Készpénz és betétek            | 2 647                      | 6 454       | 432     |
| Nem részvény értékpapírok      | 382                        | 1 294       | 6 178   |
| Tőzsdei részvények             | 205                        | 209         | 4 002   |
| Egyéb részesedések             | 4 919                      | 4 441       | 8 551   |
| Befektetési jegyek             | 88                         | 777         | 9       |
| Biztosítástechnikai tartalékok | 123                        | 2 394       | 0       |
| Hitelek és egyéb követelések   | 9 604                      | 242         | 7 511   |
| Pénzügyi eszközök összesen     | 17 968                     | 15 810      | 26 683  |

Forrás: MNB.

nek pénzügyi eszközei között és egyéb értékpapírjaival összevetve is jelentős a részvényállománya. A tőzsdei árfolyamok alakulásának legjelentősebb stabilitási vonatkozása tehát a külföldiek esetleges menekülésjellegű tőkekivonása és az ebből származó devizakereslet forintgyengítő hatása lehet. Ennek a kockázatnak a súlyát a BÉT alacsony likviditása tompítja. A tőzsde napi átlagforgalma a turbulensebb időszakokban is csupán a külföldiek részvényállományának 0,3-0,4 százalékát, a spot devizapiac napi forgalmának 8-12 százalékát, valamint a teljes devizapiac (FX-swapokat is tartalmazó) napi forgalmának 2-2,5 százalékát teszi ki. Az alacsony átlagos tőzsdet forgalom tehát jelentősen megnehezítené a külföldiek számára részvényportfóliójuk gyors fölszámolását. Másrészt a tőzsde alacsony likviditása erős eladói nyomás mellett várha-

tóan felgyorsítaná a részvényárfolyamok zuhanását, ami fokozatosan csökkentené a részvényeladások motivációját. Ez történt az 1998-as orosz válság idején is, amikor a külföldiek részvényállományának 40 százalékos csökkenésből mindössze 2 százalékpontot magyaráztak a részvényeladások, az állomány visszaesésének döntő részét nem a pánikszerű tőkekivonás, hanem a részvényárak jelentős csökkenése okozta.

Az előzőekben fölvázolt összefüggések alapján a részvényárfolyamok szerepe a pénzügyi stabilitási kockázatok közvetítésében nem jelentős. Ebből következően a tőzsdei részvények ár alakulásának, valamint alul-, illetve túlértékelttségének rendszeres és alapos elemzése Magyarországon – szemben a mélyebb tőkepiaci pénzügyi közvetítéssel rendelkező országokkal – stabilitási szempontból kevésbé releváns.

## I. 3. Növekedés és infláció

A 2005. februári *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadványunkban bemutatott előrejelzések szerint 2005–2006 folyamán a növekedés üteme várhatóan lassul, a gazdaság hosszú távú növekedési ütemének megfelelő, 3-4 százalék közötti növekedés várható. Ugyanakkor további negatív növekedési kockázatot jelent, hogy az exportpiacaink konjunktúrális helyzete a vártnál kedvezőtlenebbül is alakulhat, amint azt az I. 1. fejezetben, a nemzetközi kockázatok kapcsán kifejtettük. A külső keresletből származó negatív növekedési kockázatot erősítheti még a világpiacon kialakult magas olajárszint is.

Míg 2004-ben átlagosan 6,8 százalékos volt az infláció, az idén 3-4 százalék között várható az infláció nagysága, a piaci makroelemzők az idei és a következő év végére is 3,5 százalék körüli inflációt várnak. A munkapiacnak az infláció mérséklődéséhez való lassú alkalmazkodása növelheti a makrogazdasági kockázatokat. A hazai munkapiacra megfigyeléseink szerint a béreket jellemzően ritkábban módosítják, mint az árakat, és kiterjedt a visszatekintő, korábbi inflációhoz igazodó, bérezési gyakorlat is. Egy olyan időszakban, amikor az infláció üteme számottevően lassul, akkor a visszatekintő inflációhoz vagy a tavaly év végén (a szereplők által) várt 2005-ös infláció alapján történő bérezés, a reálbérek vártnál magasabb emelkedését idézheti elő.<sup>4</sup> Ugyanilyen irányba mutathat

az is, ha a vállalatok a bérek kialakításakor még kedvezőbb külső konjunktúrakilátásokkal – magasabb profitkilátásokkal – kalkuláltak.

Mind az esetleg kedvezőtlenebbre forduló külső konjunktúra, mind a nominális bérek lassú alkalmazkodása ronthatja a vállalatok jövedelmi pozícióját.<sup>5</sup> A vállalati szektor profitabilitására gyakorolt tartós hatás a munkapiaci alkalmazkodás sebességétől függ. Az elmúlt néhány évben azt figyeltük meg, hogy a vállalatok inkább a munkakereslet mérséklésével alkalmazkodtak, mint a nominálbérek visszafogásával, ami a munkanélküliség növekedéséhez vezethet.

Hosszabb távon, az alacsonyabb bérdinamika, és az esetlegesen megnövekvő munkanélküliség negatívan befolyásolhatja a lakossági jövedelmeket és a fogyasztást is. Ha a vállalati alkalmazkodás inkább a mennyiségeken (munkanélküliségen) keresztül valósul meg, akkor az még nagyobb mértékben fogja vissza a megemelkedő lakossági fogyasztási keresletet. Ennek az lehet az oka, hogy a lakosság fogyasztási döntéseikor a munkanélküliség emelkedését a jövőbeli jövedelem megnövekvő bizonytalanságaként érzékeli, és emiatt várhatóan inkább megtakarítási rátájának emelésével reagál. Az ebből fakadó kockázatot növeli az a tény, hogy a lakosság fogyasztása a rendelkezésre álló jövedelmének arányában historikusan magas szintre emelkedett az elmúlt három évben.

<sup>4</sup> A Reuters felmérése szerint a 2005. decemberi inflációra a piaci elemzők 2004. decemberében átlagosan 4,3 százalékos, míg 2005 márciusában 3,3 százalékos vetítettek előre. A bérekről megállapodó munkaadók és munkavállalók a tapasztalatok szerint a piaci elemzőknél jóval pontosabban érzékelik és jelzik előre az inflációt. Valószínű azonban, hogy a 2005-ös bérek megállapítása idején (2004 végén) esetükben is magasabbak voltak az idei inflációra vonatkozó várakozások, mint egy negyedévvel később.

<sup>5</sup> Természetesen a különböző kockázati tényezők a vállalati szektoron belül más-más csoportokat érinthetnek: a külső konjunktúra esetleges féléződése leginkább a feldolgozóipart, míg az erősödő importverseny a hazai piacra termelő és a kereskedelmi vállalatokat érintheti negatívan. Erről lásd a II. 1. 1. fejezetet.



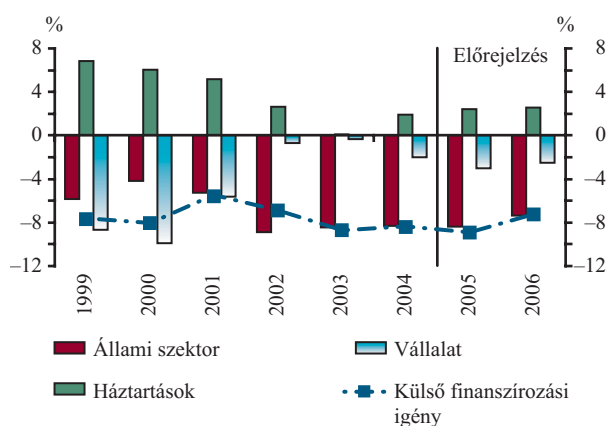
## I. 4. Külső egyensúly

### I. 4. 1. A külső egyensúly alakulása

A makrogazdasági folyamatok közül valószínűleg a legnagyobb kockázatot mind rövid, mind középtávon a külső egyensúly alakulása jelenti. A magyar gazdaság a külső egyensúly tekintetében továbbra is hosszú távon fenntarthatatlan pályán mozog. Az ország GDP-arányos külső finanszírozási igénye 2004-ben sem csökkent érdemben és várhatóan az elkövetkező két évben sem számíthatunk jelentős mértékű egyensúlyjavulásra (I-13. ábra). A magas szinten stabilizálódó hiány önmagában stabilitási kockázatot jelent, emellett a hiány érdemi csökkenésének további kitolódása a befektetői megítélés szempontjából is kedvezőtlen jelenség. Mindez az árfolyam és a hozamok szintje, valamint volatilitása szempontjából komoly kockázatot jelent.

**I-13. ábra**

A szektorok GDP-arányos finanszírozási pozíciója



Megjegyzés: 2006-ban az állami szektor esetében – az inflációs jelentéssel összhangban – a konvergenciapályának megfelelő, 0,6 százalékpontos ESA-hiánycsökkentést feltételeztünk.

Forrás: MNB.

2004-ben az államháztartás GDP-arányos finanszírozási igénye<sup>6</sup> gyakorlatilag szinten maradt, a

magánszektor 2004-es finanszírozási adatai azonban kedvező irányú tendenciákat tükröznek. 2000-től 2003-ig a fogyasztási kiadások gyorsuló növekedésével párhuzamosan a háztartások GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarításai folyamatosan csökkentek. A vállalati szektor felhalmozási kiadásai a lassuló növekedést kísérve eközben jelentősen visszaestek, ami a szektor GDP-arányos nettó finanszírozási igényének csökkenése mellett valósult meg. 2004-ben a 2003-as mélypontot követően a háztartások GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarításai a lakáshitelek iránti kereslet visszaesésével párhuzamosan növekedtek, míg a vállalatok beruházási aktivitása is élénkült. A két hatás eredőjeként a magánszektor finanszírozási igénye nem csökkent, de a folyó hiány finanszírozásának szerkezete a forint sebezhetősége szempontjából kedvező irányba mozdult el.

### I. 4. 2. A finanszírozás szerkezete

A magánszektor megtakarítási-beruházási egyenlegének kedvező irányba történő elmozdulása a folyó fizetésimérleg-hiány finanszírozásának szerkezetében is tükröződött. A felhalmozási kiadások gyorsuló növekedésével párhuzamosan dinamikusan növekedtek az adósságot nem generáló közvetlentőke- és részvénybefektetések. A 2003-as mélypont után 2004-ben a nettó, nem adóssággeneráló tételek finanszírozási igényhez viszonyított aránya 55 százalék fölé emelkedett, ami a sebezhetőségi megítélés szempontjából kedvező fejlemény. A folyamat elsősorban a Magyarországon történő tőke- és részvénybefektetések növekedé-

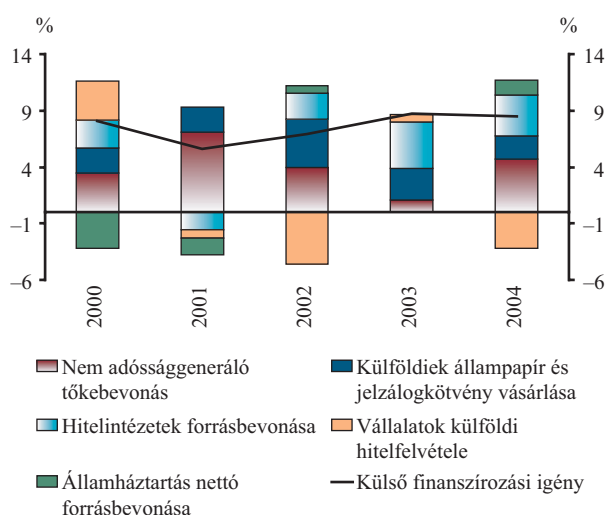
<sup>6</sup> Az állami szektor finanszírozási igénye alatt az MNB-vel konszolidált államháztartás (állami költségvetés + helyi önkormányzatok + ÁPV Rt. + kvázi fiskális tevékenység) eredményszámlájának, SNA-módszertan szerinti hiányát értjük.

sére vezethető vissza, ugyanakkor 2003-hoz képest a hazai vállalatok regionális tőkebefektetései is visszaestek.

A nem adóssággeneráló finanszírozás arányának növekedése és a forintárfolyam felértékelődésének hatására 2004-ben a külföldi adósság növekedésének dinamikája számottevően lassult. Az adóssággeneráló finanszírozó tételeken belül jelentős szerkezeti elmozdulás történt. A vállalati szektor nettó külső adósságállománya az év folyamán fokozatosan csökkent, ami a belföldi finanszírozás térnyerése mellett azzal is összefüggésben állhat, hogy a külföldi tulajdonban lévő vállalatok esetében a hitellel történő finanszírozást a közvetlen tőke-befektetés váltotta fel. A hitelintézetek magas külső forrásbevonását (I-14. ábra) az magyarázza, hogy a külföldi forrásokhoz közvetlenül hozzáférni nem képes háztartások, illetve belföldi vállalatok nettó devizahitel-keresletét a pénzügyi közvetítőrendszer vonja be.

## I-14. ábra

**A GDP-arányos külső finanszírozási igény és a finanszírozás szerkezete**



Megjegyzés: A szektorális megbontás az MNB fizetési mérleg klasszifikációja szerint készült. Az államháztartás nettó forrásbevonása tartalmazza a devizatartalék változását is.

Forrás: MNB.

A hitelintézetek által belföldieknek nyújtott devizahitelekben belül számottevően nőtt a háztartásoknak

nyújtott hitelek aránya. A háztartások gyorsan növekvő devizahitel-felvétele 2004 folyamán jelentős és stabil forintkeresletet teremtett. A szektor devizában történő eladósodása következtében a lakosság forintárfolyam-kitettsége számottevően növekedett, ami egyben azt jelentette, hogy a külső adósság növekedésével járó árfolyamkockázat jelentős részét a háztartások vállalták fel. A szektor viselkedésének esetleges megváltozása így hatással lehet az árfolyam és a hozamok alakulására is.

## I. 4. 3. Kockázatok a külső egyensúly és a finanszírozás alakulásában

Az elkövetkező két évben a magánszektor esetében a 2004-ben megfigyelt tendenciák folytatódását valószínűsítjük. A háztartások GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarításai lassuló ütemben tovább növekedhetnek, míg a vállalatok finanszírozási igénye a lassuló ütemben bővülő felhalmozási kiadásokkal párhuzamosan enyhén növekedhet. A magánszektor így összességében várhatóan közel semleges hat a külső finanszírozási igényre. A külső hiány mérséklődésének így alapvető feltétele az állami szektor teljes finanszírozási igényének csökkenése. Előrejelzésünk szerint azonban a 2005-ben tervezett visszafogottabb költségvetési politika csak az állami költségvetés hiányának csökkenését jelenti, ugyanakkor a PPP-konstrukcióban megvalósuló kvázi-fiskális beruházások jelentős növekedése összességében azt eredményezi, hogy a teljes állami szektor finanszírozási igénye a 2004-es szinten marad. Ennek következtében a költségvetési politika 2005-ben várhatóan nem járul hozzá a külső finanszírozási igény mérséklődéséhez. A nettó EU-transzferek enyhe növekedése mellett az elkövetkező két évben a tőkemérleg GDP-arányos többlete kismértékben növekedhet, de várhatóan nem éri el a 1 százalékot sem. A folyó fizetési mérleg GDP-ará-

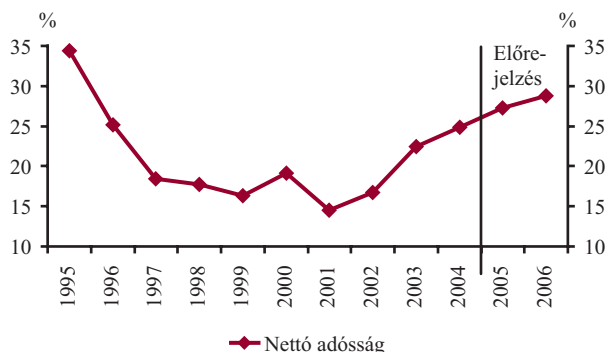
## I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet

nyos hiánya így enyhén csökkenhet, de az euróban mért hiány tovább növekedhet, ami a forintpiac kockázati megítélését ronthatja. 2006-ban a külső egyensúlytalanság mérséklődése a konvergenciaprogramban jelzett fiskális visszafogás teljesülésének függvénye.

A külső finanszírozási igény szempontjából a legjelentősebb kockázatot az elkövetkező időszakban az állami szektor finanszírozási igényének alakulása jelenti. A determinációk következtében változatlan fiskális politika esetén a szektor finanszírozási igénye tovább növekedhet, ami a külső finanszírozási szükséglet és a nettó adósságállomány további növekedése mellett a gazdaságpolitika hitelességét is csökkenti. Mindez a kockázati megítélést ronthatja és az árfolyam és a hozamok volatilitásának növekedése irányába hathat.

### I-15. ábra

A GDP-arányos nettó adósságállomány alakulása



Megjegyzés: Az előrejelzés a 2005. februári inflációs jelentésben bemutatott alappályát felhasználva készült.

Forrás: MNB.

Az elkövetkező két évben az ország GDP-arányos nettó adósságállományának további növekedésére lehet számítani (I-15. ábra). A nemzetgazdaság külső adósságának változását alapvetően három tényező határozza meg, egyrészt a külső finanszírozási igény nagysága, a hiány finanszírozásának szerkezete, illetve az átértékelődésen keresztül a forint árfolyama. A lassuló konjunktúra és a vállalatok GDP-arányos nettó forrásbevonásának stabilizálódása mellett a nem adóssággeneráló tételek

finanszírozásban betöltött szerepe várhatóan nem nő tovább. A külső finanszírozási igény magas szintje és az adóssággeneráló finanszírozás továbbra is magas részaránya mellett a GDP-arányos nettó adósságállomány az elkövetkező két évben tovább növekedhet. Elemzésünkben változatlan árfolyammal és az adósságot nem generáló finanszírozás stabil szintjével számoltunk. Az ezekből származó kockázatot nem számszerűsítjük, ugyanakkor jelezzük, hogy mind az árfolyamból, mind a finanszírozási szerkezetből származó kockázat az adósság gyorsabb növekedése irányába mutat. Az emelkedő nettó adósságállomány a sebezhetőségi megítélést ronthatja.

A nagymértékű egyensúlytalanság ellenére eddig több tényező is hozzájárult ahhoz, hogy a piaci szereplők forintba vetett bizalma nem csökkent. A kamatkülönbözet magas szintje mellett a befektetők számára az euró jövőbeli bevezetésének lehetősége jelentett garanciát arra, hogy középtávon az államháztartás finanszírozási igénye – és ezen keresztül az ország külső finanszírozási igénye – fenntartható szintre csökkenjen. A nemzetközi viszonylatban gyors növekedés és exportdinamika szintén hozzájárult a befektetői bizalom fennmaradásához. A korábbi évek prudents adósságkezelési stratégiája, a devizaadósság arányának 2003-ig tartó csökkenése és a finanszírozás átlagos futamidejének növelése következtében az adósság kamat- és árfolyamérzékenysége mérséklődött. Az adósságdinamika alakulása szempontjából kedvező volt a dollár- és euróhozamok viszonylag alacsony szintje és a globális kockázattávallási kedv, amelyek összességében a GDP-arányos kamatteher csökkenését eredményezték. Ezen tényezők kedvezőtlen irányú elmozdulása következtében a befektetők forint iránti bizalma mérséklődhet, ami hozzájárulhat a forint sebezhetőségének növekedéséhez.



## II. A bankrendszer stabilitása



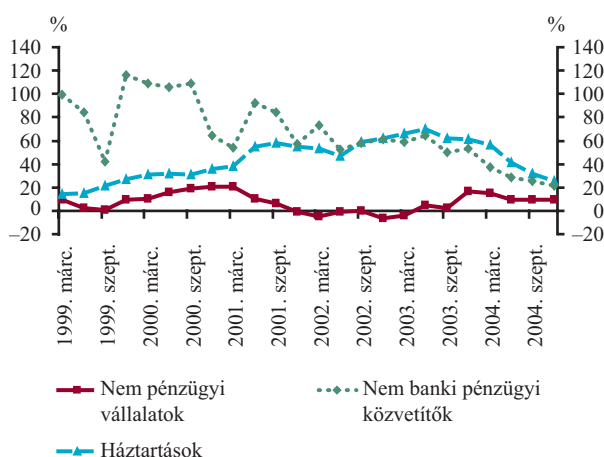


## II. A bankrendszer stabilitása

A hazai bankrendszer<sup>7</sup> tevékenységét továbbra is a dinamikus növekedés, valamint a jövedelmezőség és a tőke megfelelés oldaláról megfelelő stabilitás jellemzi. Emellett azonban megfigyelhető a hitelkockázatok és egyes piaci kockázatok felépülése.

### II-1. ábra

A magánszektor banki hitelállományának éves reálnövekedési üteme

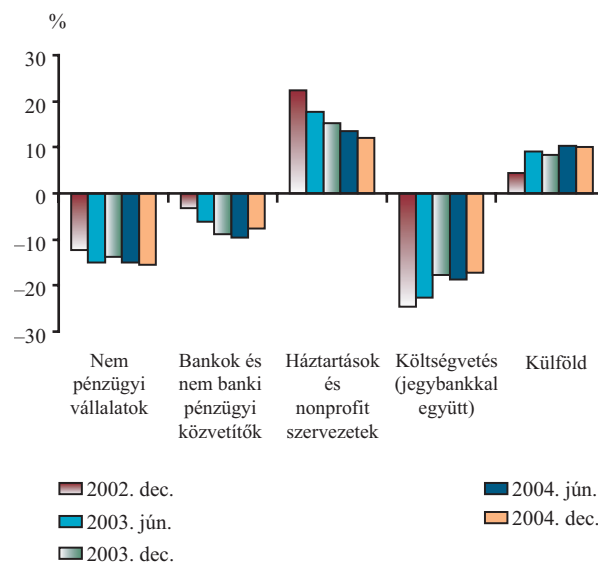


Megjegyzés: A reálütem kiszámításához GDP-deflátor használtunk.  
Forrás: MNB.

A bankrendszer pénzügyi közvetítésének mélyülése, a mérlegfőösszeg látványos növekedése a magánszektor erőteljes hitelezése miatt tovább folytatódott 2004-ben (II-1. ábra). Lassuló ütemben, de továbbra is jelentős mértékben emelkedett a bankrendszernek a nem banki pénzügyi közvetítőkkal, a nem pénzügyi vállalatokkal, valamint a háztartásokkal szembeni kitettsége. A növekedési ütem csökkenése különösen nagymértékű volt a háztartások esetében. A magánszektor továbbra is magas hitelnövekedését a bankok a jelzáloglevelek kibocsátásával, az állampapírportfólió leépítésével, valamint a külföldi forrásbevonással finanszírozták.

### II-2. ábra

A gazdasági szektoroknak a hazai bankrendszerrel szembeni nettó pénzügyi pozíciója (mérlegfőösszeg)



Forrás: MNB.

Az előző évek tendenciáinak megfelelően folytatódott a nem pénzügyi vállalatok bankrendszerrel szembeni nettó finanszírozási igényének növekedése, valamint a háztartások bankrendszerrel szembeni nettó finanszírozási képességének romlása (II-2. ábra). Jelentős változást jelent azonban, hogy 2004-ben a vállalatok mellett főleg a háztartások esetén az új hitelfolyósítások nagy része már devizában valósult meg. Miközben tehát a nem pénzügyi magánszektor nettó finanszírozási igénye növekedett, a nettó devizakitetttségének nagysága megemelkedett a bankrendszerrel szemben. Még erősebbnek tekinthető ez a kettős tendencia, ha figyelembe vesszük, hogy a bankrendszer a nem banki pénzügyi közvetítőkön keresztül közvetetten is finanszírozza a magánszekort.

<sup>7</sup> A hazai bankrendszert a korábbi gyakorlatnak megfelelően az MFB és Eximbank nélkül elemezzük.

## **II. 1. Hitelkockázatok**

A bankszektor a hitelezési kockázatok dinamikus felépülése jellemzi, és várható, hogy ez a trend rövid és középtávon folytatódni fog. Mind a vállalati, mind a háztartási szektorral szembeni kockázatvállalás növekszik, melyben keresleti és kínálati tényezők egyaránt szerepet játszanak.

A külső kereslet várható lassulása és a gazdaság szereplői által vártnál alacsonyabb infláció a vállalati szektor pénzügyi pozíciójának romlásán keresztül növelheti a bankok már meglévő hitelportfóliójának kockázatát. A vállalatok új feltételekhez való rugalmatlan munkapiaci alkalmazkodása esetén a vártnál nagyobb reáljövedelem-növekedés miatt rövid távon javulhat, középtávon azonban a munkanélküliség emelkedése és a jövedelemkiáramlás visszafogása esetén a háztartási szektor jövedelmi helyzete már romolhat.

A bankok új, magasabb kockázatú és hiteltörténettel nem rendelkező piaci szegmensekbe lépnek be, mellyel párhuzamosan a hitelezési standardjaikat lazítják. Az egyre erősödő verseny mellett a bankok számára egyre nehezebbé válhat a „retail” ügyfelek (kis- és középvállalatok [kkv] és háztartások) hiteleinek hosszabb távú kockázatának pontos kezelése. A másik nagyon fontos kockázati tényező, hogy a magánszektoron belül mind a háztartások, mind a vállalatok esetén már meghatározó, 50 százalékot meghaladó részesedéssel bír az új folyósításon belül a devizahitelezés. Emellett addicionális kockázatot hordozhat, hogy a likviditáskorlátozott ügyfelek közül devizahitelezés esetén olyan kör is forráshoz juthat, amely egyébként a forintfinanszírozásból kizorulna.<sup>8</sup>

### **II. 1. 1. Nem pénzügyi vállalatok**

#### *Kedvezőtlen jövedelmi kilátások*

A vállalati szektort az elmúlt időszakban – amint az általános makrogazdasági értékelésnél említettük – döntően érintette mind a külső konjunktúra megtorpanása, mind a gazdasági szereplők várakozásainál gyorsabb dezinfláció. A versenyszektorban a bérdinamika a fogyasztói árak növekedési üteménél kevésbé mérséklődött, ezáltal a munkaerő-felhasználás relatív költsége nőtt. A külső konjunktúra lassulására már a harmadik negyedévtől kezdve alacsonyabb bővüléssel reagált mind a feldolgozóipar, mind a piaci szolgáltatások kibocsátása. Mind a bérek fogyasztóiár-inflációt jelentősen meghaladó növekedési üteme, mind a gyengébb külső konjunktúra 2005 folyamán is várható, a visszafogottabb kereslet és a növekvő költségoldali nyomás pedig együttesen a vállalati szektor profitabilitásának romlását okozhatja. Ennek mértéke és tartóssága attól függ, hogy a cégek mennyire rugalmasan alkalmazkodnak a munkaerővel kapcsolatos költségek növekedéséhez, vagyis képesek-e bércsökkentés, illetőleg munkaerő-kiigazítás útján megőrizni a jövedelmezőségüket. A még mindig meglévő munkapiaci merevségek miatt ez az alkalmazkodás elégtelennek bizonyulhat. Ennek ellenére aggregált szinten mégsem látunk feltétlenül visszaesést a profitabilitásban, a leggyengébb jövedelmezőségű vállalkozások ugyanis tönkremennek, vagy a termelést más országba telepítik. Ez utóbbi inkább csak néhány olyan ágazatot jellemez, ahol egyéb tényezők (pl. importverseny) jelentősége is magas.

<sup>8</sup> Az ügyfelek által felvett hitel havi törlesztő-részletének jövedelemhez viszonyított aránya a hitelképesség szempontjából egy fontos kritériumnak számít. Ugyanakkor hitelösszeg esetén a devizahitelezéskor az alacsonyabb törlesztőrészlet miatt vannak olyan ügyfelek, akik elérik a bankok által megszabott fedezeti arányt, míg a forint hitel esetén a magasabb törlesztőösszeg miatt hitelképtelennek minősülnek.

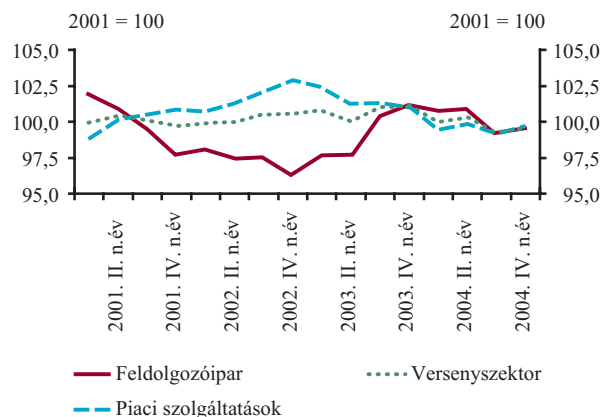


## II. A bankrendszer stabilitása

A feldolgozóipar kibocsátása 2003-ban intenzíven bővült, majd 2004-ben lelassult a gyengébb külső konjunktúra hatására. Bár a szektort jellemző létszámcsökkenés tovább folytatódott, a termelékenység bővülése összességében lassult és 2004-re a bérköltségek növekedési ütemétől elmaradt. A romló fajlagos munkaköltségek előbb a 2003-ban még erősen javuló profitabilitás<sup>9</sup> stagnálását, 2004 második félévben pedig kisebb romlást eredményeztek (II-3. ábra).

### II-3. ábra

**A profitabilitás alakulása a feldolgozóiparban, a piaci szolgáltatásokban és a versenyszektorban**



Megjegyzés: A szűken vett versenyszektor a feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások súlyozott átlagaként számítódik.

Forrás: KSH, MNB.

A piaci szolgáltatások esetében a kibocsátást a korábbi éveknél valamelyest alacsonyabb dinamika jellemzi, miközben a foglalkoztatás számottevően bővül. A feldolgozóiparinál valamelyest lassúbb bérnövekedés ellenére a szektorban ez lényegében a profitabilitás 2003 eleje óta tartó enyhe, de folyamatos romlását eredményezte. A piaci szolgáltatásokon belül a kereskedelem az, ahol a kibocsátás növekedése különösen elmaradt a létszám bővülésétől, így a termelékenység már 2002

óta gyengülő tendenciájú, és a szektor jövedelmezősége is régebb óta csökkenő (II-3. ábra). Ez azonban átmeneti jelenség is lehet, ugyanis a létszámnövekedés kapcsolatba hozható a bevásárlóközpontok évtized eleji gyors gyarapodásával, amit nem követett azonnali, hasonló mértékű növekedés a hozzáadott értékben.

### Dinamikus vállalati hitelezés

A kibocsátás mérséklődő bővülésével összhangban a hazai bankrendszer nem pénzügyi vállalati hitelállományának növekedési üteme bár lassult 2004-ben, de továbbra is nagyon dinamikusnak tekinthető. A hitelkereslet mögött a konjunkturális tényezők mellett az játszott jelentős szerepet, hogy tavaly a vállalati szektor a külföldi közvetlen hitelfelvételt kiváltva, döntően belföldi hitelből finanszírozta működését. A volumennövekedést azonban kínálati tényezők is magyarázták: főleg a bankok kis- és középvállalatokkal szembeni hitelezési hajlandósága növekedett. Ezt támasztotta alá az is, hogy a teljes hitelállomány volumenváltozásának közel háromnegyede a devizahitelek felfutásából származott, amiben növekvő szerepet játszott a kis- és középvállalatok forgóeszköz-alapú finanszírozása. Az erősödő verseny miatt a jövőben sem várható a hitelkínálati nyomás enyhülése, sőt a bankok 2005-ben a kis- és középvállalatok körében a hitelezési standardok és feltételek további enyhítését tervezik.<sup>10</sup> Konjunkturális okokból, a külső kereslet vártánál nagyobb gyengülése és a lakossági fogyasztás növekedési ütemének lassulása miatt azonban a nem pénzügyi vállalati szektor hitelkeresletének visszaesése várható. Ennek alapján összességé-

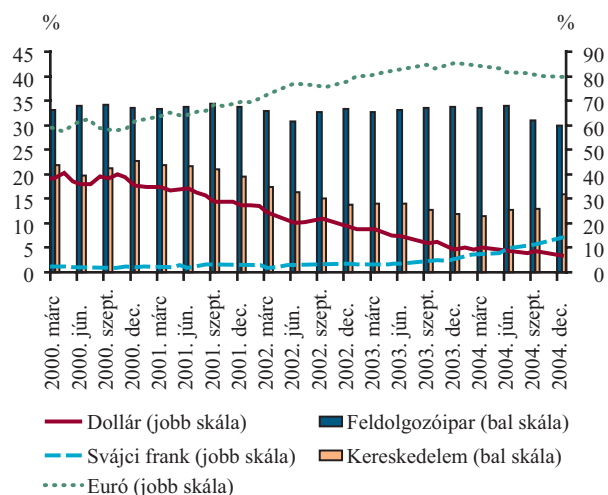
<sup>9</sup> A profitabilitás konkrét mérőszámaként itt a reál fajlagos munkaköltségek inverzét alkalmazzuk. A reál fajlagos munkaköltség számításához az ágazati átlagos munkaköltségek indexét először elosztjuk az ágazati termelékenység (lehetőség szerint az ágazatban keletkező hozzáadott-érték és az ágazati létszám hányadosa) indexével, majd ezt az ágazat értékesítési (ennek hiányában kibocsátási) árának indexével defláljuk. A mutató inverze így arra utal, hogy egy szektor vállalatainak értékesítési (kibocsátási) árai átlagosan hogyan változtak a munkaerő-költségekhez képest, azaz lényegében a munkaerő-felhasználáson elért profitot mutatja.

<sup>10</sup> 2005. februári Hitelezési felmérés eredményei alapján.

ben a hitelezési dinamika további csökkenése prognosztizálható, miközben folytatódik a hitelállomány strukturális átrendeződése, a kockázatosabb ügyfelek finanszírozásának térnyerése.

## II-4. ábra

**Nem pénzügyi vállalatok belföldi banki devizahitelezésének megoszlása denomináció és fő ágazatok szerint**



Forrás: MNB.

A természetes fedezettel nem rendelkező vállalatok devizahitelezésének felfutását stabilitási kockázatnak tartjuk. A bankrendszer devizahitelállomány-változásának közel felét az euró mellett már a svájci frank alapú devizahitel adja. Továbbá olyan ágazatok devizahitelezése emelkedik, ahol a vállalatok tipikusan nem rendelkeznek természetes fedezettel. A múlt évben jól megfigyelhető, hogy az erősen exportorientált feldolgozóipar belföldi banki devizahiteleinek részaránya a teljes devizahitel-állományhoz képest csökkent, míg a belső keresletre érzékenyebb kereskedelmi szektor esetén ez az arány a 2001. májusi forintárfolyam-sáv szélesítését követő folyamatos csökkenés után emelkedni kezdett (II-4. ábra). Mivel a keres-

kedelmi szektoron belül működik a legtöbb, devizabezétellel nem rendelkező kkv, ezért valószínűsíthető, hogy a vizsgált időszakban a bankok egyre nagyobb mértékben finanszíroztak természetes fedezettel nem rendelkező vállalati ügyfeleket. Mivel a svájci frank alapú hitelek a devizaportfólió 15 százalékát adják és valószínűleg ezek a hitelfelvevők nem rendelkeznek természetes fedezettel, ezért a devizaportfólió legalább ekkora arányánál a bankrendszer hitelkockázata az ügyfél által vállalt árfolyamkockázat miatt magasabb. A fedezetlen devizahitelek növekedését a kamatkülönbözet nagysága, az árfolyam stabilitásába vetett bizalom, a forinthitelknél alacsonyabb törlesztőrészlet és a deviza-hitelkínálat megerősödése okozza.<sup>11</sup>

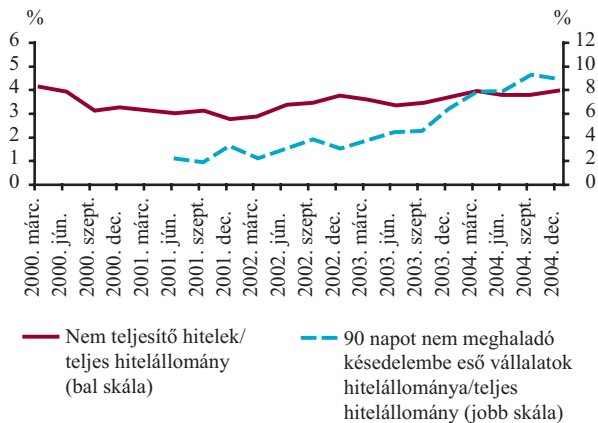
### Romló portfólióminőség

A vállalatok működési környezetének megváltozása és a kínálati tényezők együttesen okozták a hazai bankrendszer vállalati hitelportfóliójának 2001 óta tartó fokozatos romlását. 2004-ben a nem teljesítő hitelek teljes hitelállományhoz viszonyított aránya 4 százalék közelébe emelkedett (II-5. ábra). A nem teljesítő hitelek állományának a teljes hitelállományhoz viszonyított arányának növekedése a pénzügyi közvetítőrendszer szinte mindegyik bankjánál megfigyelhető, ami azt jelentheti, hogy a piaci szereplők nagy részét kedvezőtlenül érintette a hitelezett vállalatok jövedelmezőségének romlása, valamint már megtörtént az új, kockázatosabb piaci szegmens, a kkv-szektor felé való nyitás, illetve a korábbiaknál kockázatosabb hitelinstrumentumok, devizaalapú hitelek alkalmazása. Várakozásaink szerint 2005-ben is folytatódik a vállalati hitelportfólió romlása.

<sup>11</sup> Általánosságban elmondható, hogy ha az ügyfél kockázati tudatossága magas, akkor a forint- és devizahitelek közötti választást nem csak a kamatkülönbözet határozza meg. A hitelfelvevő ekkor azt mérlegeli, hogy a forint árfolyamának várható leértékelődése kisebb vagy nagyobb, mint a kamatkülönbözet nagysága. Az alacsony kockázati tudatossággal rendelkező ügyfél viszont egyszerűen az alacsonyabb kamatozású, kisebb törlesztőrészletű hitelt választja az árfolyamkockázat mérlegelése nélkül. Itt tehát nem a kamatkülönbözet mértéke, hanem maga a léte befolyásolja a hitelfelvevő döntését.

### II-5. ábra

A nem pénzügyi vállalati hitelportfólió minőségének alakulása



Megjegyzés: 90 napot nem meghaladó késedelembe eső vállalatok hitelállománya esetén csak 2001 júniusától áll rendelkezésre adat.

Forrás: MNB.

A külső konjunktúra gyengülése és a piaci szereplők által várt alacsonyabb infláció kedvezőtlenül érintheti a vállalatok jövedelmezőségét. Ebből a szempontból a külkereskedelemben kerülő árukat gyártó és forgalmazó, valamint magas élőmunkaigényes szektoroknál jelentkezhet profitvesztés és a banki nem teljesítő hitelek arányának növekedése.

A kis- és középvállalatok banki finanszírozását a kkv-szektor stabilitásának erősödése<sup>12</sup> és a hitelezés diverzifikációja<sup>13</sup> miatt alapvetően kedvező folyamatnak tartjuk annak ellenére, hogy nagyvállalatokkal összehasonlítva a kkv-ügyfelek a vállalati méretből adódóan sokkal sérülékenyebbek, valamint a rövid hiteltörténet miatt természetesen nagyobb a hitelezéskor fellépő aszimmetrikus informáltság nagysága. Stabilitási kockázatnak ítéljük azonban, hogy az ügyfelekért folytatott erősödő verseny miatt a bankok egyre kevésbé lesznek képesek a fiatal, rövid múlttal rendelkező ügyfeleknél, főleg kisvállalatoknál a kockázatokat az árazásban megfelelően érvényesíteni.

A devizahitelezés során a múltbeli tapasztalatok hiányában ugyancsak megnehezülhet a megnövekedett kockázatok kezelése. A másik veszélyforrás, hogy a természetes fedezettel nem rendelkező kisvállalatok jelentős részének kockázati tudatossága vélhetően alacsony és likviditási korlátal küzd. Elsődlegesen ez az az ügyfélkör, amely a rossz hitelképessége miatt kizorul a forintfinanszírozásból, valamint az árfolyam nagyobb elmozdulása esetén a leghamarabb fizetéseképtelenné válik. Végül, jelentős koncentrációs kockázatot hordoz, hogy a svájci frank alapú devizahitelezés és így az árfolyamkockázat ellen fedezetlen devizahitelezés nagy része csupán három nagybankhoz köthető (bővebb kitekintést illetően lásd a devizahitelezés lengyelországi tapasztalatairól szóló keretes írást).

A hitelportfólió fokozatos romlása mellett ugyancsak kockázatot hordoz, hogy a tavalyi évben úgrásszerűen megnövekedett a likviditási problémákkal küzdő és ezért fizetési késedelembe eső vállalatok száma. Míg a 90 napot nem meghaladó késedelembe eső vállalatok hitelállománya a teljes hitelállomány 3 százalékát adta 2001-ben, addig 2003-ban elérte a 6,5 százalékot, majd 2004 végére ez az arány megközelítette a 9 százalékot (II-5. ábra). A tartós okok közül kiemelendők a konjunkturális faktorok által okozott körbetartozások növekedése és a kevésbé likvid kis- és középvállalatok hitelezésének térnyerése.

A kis- és középvállalatoknál a nagyvállalatokkal összehasonlítva sokkal magasabb a szállítói hitelek forráson belüli aránya. Az áruvásárlást és szolgáltatást finanszírozó hitelek késedelmes törlesztése vagy vissza nem fizetése esetén körbetartozás alakul ki, ami a vállalatok között a kötelezettségek nem teljesítéséhez vezet. A legtöbbször a

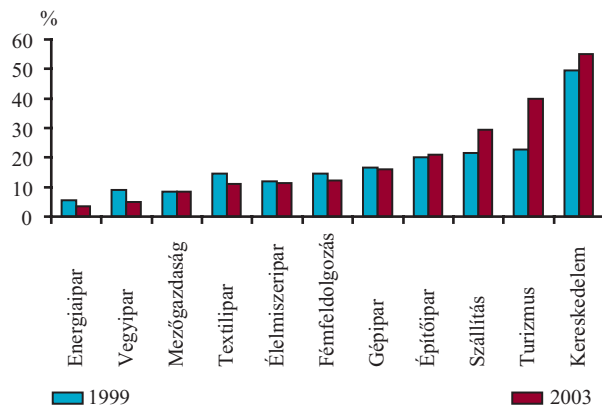
<sup>12</sup> A kkv-szektor jövedelmezősége az elmúlt években jelentősen emelkedett.

<sup>13</sup> A bankok a kkv-szektor hitelezésével diverzifikálhatják portfóliójukat. Ez a hatás azonban hazánkban csak mérsékelten jelentkezik, mivel nagyon sok kis- és középvállalat a nagyvállalatok beszállító köréhez, illetve holdudvarához tartozik.

nagyvállalatok okoznak likviditási feszültséget a szektorban azáltal, hogy erőfölényükkel visszaélve határozzák meg a fizetési határidőt vagy csak késve fizetnek a beszállítóknak. A körbetartozások kialakulásában szerepet játszanak egyes kedvezőtlen pénzügyi helyzetben lévő állami tulajdonú nagyvállalatok is. Az ágazatok közül a szállítói hitelek finanszírozáson belüli szerepe és így a körbetartozás kialakulásának kockázata tipikusan a kereskedelmi, turisztikai, szállítási és az építőipari ágazatokban működő vállalatoknál tekinthető magasnak, valamint tendenciáját illetően növekvőnek (II-6. ábra). Ezen ágazatok közül kiemelendő a kereskedelem, a turisztika és az építőipar, ahol a jövedelmezőség romlása a múlt évben növekvő körbetartozáshoz vezetett.

## II-6. ábra

**A nem pénzügyi vállalatok szállítói hiteleinek aránya a mérlegfőösszeghez viszonyítva**



Forrás: APEH.

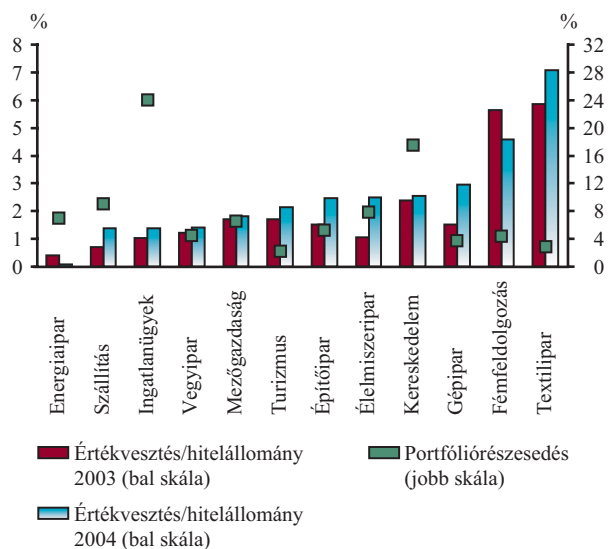
A konjunkturális és kínálati okok mellett azonban tavaly két átmeneti ok is közrejátszott a fizetési késedelembe eső adósok arányának növekedésében. A hitelkamatok emelkedése miatt megemelkedett a vállalatok adósságterhe, a fokozott adóellenőrzések következtében (a szokásosnál lassabb áfa-visszatérítések következtében) pedig valószínűleg számos kis- és középvállalat szembesült likviditási gonddal. Az idei évben a hitelkamatok várható csökkenése hozzájárulhat a likviditási feszültségek oldódásához.

Ez ellen hathat viszont, hogy a körbetartozásokkal rendelkező szektorok gazdasági kilátásai továbbra is kedvezőtlenek.

A bankrendszer ágazatok szerinti értékvesztésének alakulását tekintve elmondható, hogy a textilipar, a gépipar, az élelmiszeripar, az építőipar és a turizmus hitelvesztése növekedett a legnagyobb mértékben a tavalyi évben (II-7. ábra). Az élelmiszer-ipari, építőipari portfólió minőségének romlása, valamint a kereskedelem kedvezőtlen kilátásai az ágazatok teljes hitelállományon belüli magas aránya miatt rendszerstabilitási szempontból külön figyelmet érdemelnek.

## II-7. ábra

**A gazdasági ágazatok belföldi bankok által folyósított hiteleinek veszteségrátája és a hitelportfólióból való részesedése**



Forrás: MNB.

A feldolgozóiparon belül az élelmiszeripar jelentősen visszaszorult az elmúlt években, mivel 2002 eleje óta bruttó termelése mintegy 10 százalékkal csökkent. A foglalkoztatás visszaesése a szektorban meghaladta a termelés visszaesését is. Így a 2001–2002-es igen gyors bérnövekedés az erősödő importversennyel társulva a profit jelentős erodálásához vezetett. Erre az élőlétszám-igényes ágazat igen erőteljes létszámleépítéssel reagált,

## II. A bankrendszer stabilitása

sok cég be is zárt, amelynek következtében 2002 után a profitabilitás alacsony szinten stabilizálódott. A piacok fokozatos konszolidációja, megtisztulása és a továbbra is erős importverseny, valamint a fent említett kedvezőtlen makrogazdasági folyamatok a banki hitelfortfólión belül az élelmiszeripar stabilan magas veszteségrátáját eredményezhetik a közeljövőben is.

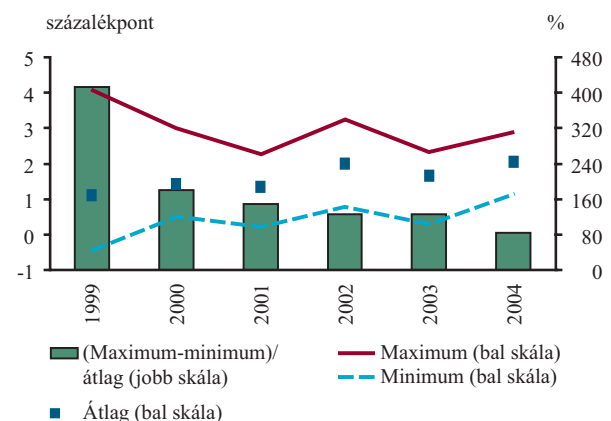
Az építőipar esetében 2001 végén, 2002 elején a lakossági beruházások felgyorsulásának eredményeként a jövedelmezőség jelentősen javult, utána azonban egyrészt az erőteljes létszámnövekedés, másrészt a termelés dinamikájának lassulása miatt romlás következett be. Az utóbbi időben a profitabilitás enyhén nőtt, emögött azonban a kisebb jövedelmezőségű, jelentős veszteségeket felhalmozó cégek megszűnését, a körbetartozások növekedését és néhány nagyobb építőipari cég különösen jövedelmező projekteiben való részvételét valószínűsítjük. Az építőipar tartós fellendülését a kereskedelmi ingatlanpiaci trendforduló bekövetkezése jelenthetné. Az ingatlanpiac viszont konjunkturális szempontból felemás képet mutat. Az irodapiacra és a kiskereskedelmi ingatlanok piacán a trendforduló kezdeti jelei tapasztalhatók, ami főleg az EU-csatlakozással összefüggő vállalati érdeklődésnek köszönhető. A lakáspiacra – az irodapiaccal ellentétben – az eddigi folyamatos bővüléshez képest a lassulás jelei tapasztalhatók. A kereskedelmi ingatlanpiacon a lakópark-építéseket leszámítva várhatóan folytatódhat a pozitív tendencia, azonban a fellendülés egyelőre nagyon törékenynek tekinthető. Stabilitási kockázatnak tekintjük, hogy az építőipar, és kiemelten a kereskedelmi célú ingatlanok hitelezése esetében néhány bank még mindig erősen expanzív stratégiát folytat a piacon. Ezek a bankok új hitelek folyósításával és már meglévő projektek refinanszírozásával jelentősen növelik piaci részesedésüket, ami a koncentrációs kockázat emelkedéséhez vezet.

A jövőben várható tendenciák figyelembevételével és a banki portfólión belüli magas aránya miatt pénzügyi stabilitási szempontból kockázatot jelent a piaci szolgáltatói, azon belül kiemelten a kereskedelemi szektor romló profitkilitása is. A piaci szolgáltatói szektor a létszám-alkalmazkodásban valószínűleg merevebb a feldolgozóiparnál, így a már említett makrogazdasági kockázatokra jóval kisebb rugalmassággal képes reagálni. Emellett addicionális kockázatot hordoz, hogy a vállalatok finanszírozásán belül itt a legnagyobb a szállítói hitelek súlya, ami megnöveli a körbetartozások kialakulásnak veszélyét (II-6. ábra).

A makrogazdasági kilátások és a kínálati folyamatok által fentiekben ismertetett kockázattalálással párhuzamosan a hitelkamatokban beárazott kockázati felár ezzel nem tart lépést. A kockázati prémium, a rövid átárazódású vállalati hitelek és a 3 hónapos BUBOR fixing közötti rés az elmúlt évben fokozatosan emelkedett, azonban szintjét tekintve alig haladja meg az elmúlt négy év átlagos értékét (II-8. ábra), miközben a vállalati portfólió minősége 2001 óta fokozatosan romlik (II-5. ábra). A bankok a kockázatokat a kamatok mellett az erős árver-

### II-8. ábra

**A 10 legnagyobb bank újonnan meghirdetett éves átlagos vállalati hitelkamata és a BUBOR 3 hónapos fixing közötti különbség alakulása**



Megjegyzés: Az átlagolásnál számtani átlagot használtunk.  
Forrás: MNB.

seny miatt részben a nem kamatjellegű bevételek, díjak és költségek emelésével fedezték. Az emelkedő árversenyt jól mutatja az elmúlt években, hogy a legmagasabb és legalacsonyabb meghirdetett hitelkamat közötti különbség fokozatosan

összeszűkült, a relatív eltérés lecsökkent. Ennek alapján veszélyforrásnak tekintjük azt, hogy a vállalati hitelpiacra jellemző élesedő árverseny megnövelheti a kockázatok elégtelen beárazásának valószínűségét.

## II-1. keretes írás: A devizahitelezés lengyelországi tapasztalatai<sup>14</sup>

Pénzügyi stabilitási szempontból kiemelt figyelmet szentelünk a hazai devizahitelezés kockázatainak. Nemzetközi tapasztalatokat illetően Lengyelország tekinthető iránymutatónak, hiszen egyrészt – hasonlóan hazánkhoz – a devizahitelezés nagysága magas, az euró és a belföldi kamatok közötti különbség nagy, valamint a gazdaság szereplői a zloty leértékelődése miatt rendelkeznek negatív tapasztalatokkal.

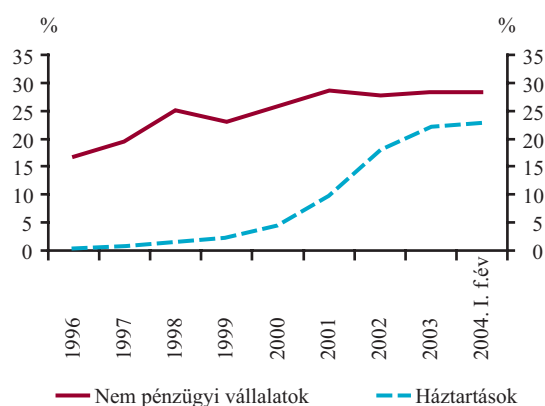
A devizahitelezés térnyerése mind a vállalati, mind a háztartási ügyfelek esetén az orosz válságot követően 2000 elején gyorsult fel a lengyel bankrendszerben. A természetes fedezettel rendelkező ügyfeleknél az erősödő exportértékesítés, míg a fedezetlen ügyfeleknél, főleg háztartásoknál viszont az alacsony finanszírozási költségek növelték a keresletet. A lengyel bankok piacépítési törekvései és könnyű külföldi forráshoz való jutása kínálati oldalról erősítette a folyamatot. A vizsgált időszakban a természetes árfolyamfedezettel nem rendelkező háztartások lakásvásárlási hitelfelvétele növekedett a leggyorsabban.

A devizahitelezés dinamikus térnyerése 2003-ban viszont megtört, amit a zloty jelentős leértékelődése magyarázott (II-9. ábra). A devizahitelezés lassulása 2003-at követően 2004-ben is folytatódott. A devizahitel-kereslet visszaesését az ügyfelek növekvő kockázati tudatossága, a stabilan alacsony infláció és a zloty- és eurókamatok közötti különbség jelentős csökkenése okozta. A devizahitel-állomány apadását a már meglévő devizahitelek és a zlotyhitelek között lejátszódott konverziók is magyarázták.

Az ügyfelek mellett azonban a bankok kockázattal szembeni

### II-9. ábra

A magánszektor devizahiteleinek alakulása a teljes hitelállományhoz képest



Megjegyzés: Az állományok alakulását az árfolyamhatástól megtisztítottuk.

Forrás: NBP.

toleranciája is csökkent. Az állománybővülés lassulásához hozzájárult a hitelkínálat visszafogása, a hitelezési standardok és feltételek szigorítása. A pénzintézetek pótlólagos fedezeteket írtak elő, illetve csak olyan vállalatot, háztartást finanszíroztak, ahol a cash-flow, a rendelkezésre álló jövedelem egy lehetséges 15-30 százalékos leértékelődés esetén is fedezetet nyújtott. Ugyanezt a folyamatot erősítette a jegybanknak a felügyeleti jogkörében kiadott ajánlása, miszerint a bankok a hitelezési procedúra részeként a korábbiaknál részletesebben vizsgálják meg a devizahitelfelvevők árfolyamkitettséget és érvényesítsék a feltárt kockázatokat az ügyfélbesorolásban és az árazásban.

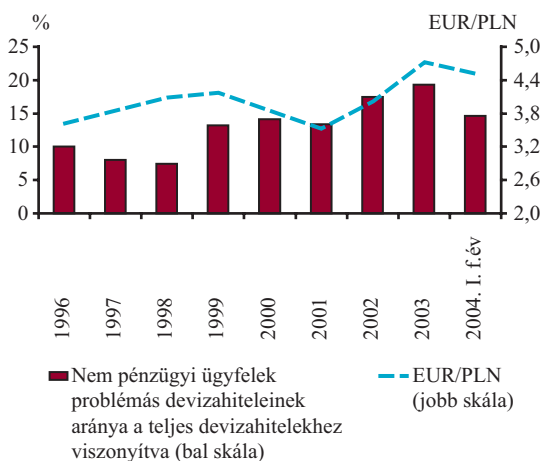
<sup>14</sup> A keretes írás nagyban támaszkodik a Narodowy Bank Polski alábbi kiadványaira: Financial Stability Report (2002–2003), Financial Stability Review (first half of 2004), Summary Evaluation of the Financial Situation of Polish Banks (1998–2003, first half of 2004).

Glogowski és Zochowski (2003)<sup>15</sup> empirikus kutatása alapján 2002–2003-ban a zloty árfolyamának 30 százalékos leértékelődéséből származó portfólióminőség-romlás éves szinten a teljes mérlegfőösszeg összegére vetítve elérte a 0,3 százalékot, valamint az adózás előtti eredményének közel egyharmadát. Bár a zloty leértékelődése és ennek következtében az adósságtérhek növekedése jelentős eredménykiesést okozott, nem járt a lengyel bankrendszer jelentős sérülésével. Ez egyrészt annak volt köszönhető, hogy az orosz válságtól eltérően, ami a bankok teljes kitettségét érintette 1998-ban és 1999-ben, a zloty 2002–2003-as leértékelődése csak a devizaportfólió minőségét rontotta. Másrészt 2004-ben az erőteljes gazdasági fellendülés, valamint a zloty visszaerősödése jelentősen kompenzálta a korábbi negatív hatásokat (II-10. ábra). Harmadrészt az orosz válság óta jelentősen megnövekedett a lengyel bankrendszer sokkokkal szembeni ellenállóképessége.

A zloty masszív leértékelődése azonban nemcsak a portfólió romlásán, hanem a magánszektor devizahitel-keresletén keresztül is hatott a bankrendszer jövedelmezőségére. 2003-ban a vállalatok esetén a devizahitel-kereslet annak ellenére emelkedett, hogy megnövekedett a devizahitelek adósságtérhe. A kedvező konjunkturális helyzet és a zloty leértékelődése miatti javuló versenyképesség, valamint az exportáló vállalatok növekvő jövedelmezősége ellensúlyozta az árfolyamgyengülés negatív hatását. A háztartások devizahitel-kereslete összességében viszont visszaesett az árfolyam gyengülése, valamint az importált fogyasztói termékek drágulása

II-10. ábra

A devizahitelek portfólióminősége és az árfolyam alakulása



Forrás: NBP.

miatt bekövetkezett behozatal csökkenésnek köszönhetően.

A lengyelországi tapasztalatok alapján Magyarországon egy jelentősebb árfolyamgyengülés valószínűleg a hitelportfólió gyors romlásához, a háztartások hitelkeresletének gyengüléséhez és ezáltal a bankrendszer eredményének csökkenéséhez vezetne. A magyar háztartások devizahitel-keresletének csökkenése kedvezőtlen hatást gyakorolna a magas folyó fizetési-mérleg-hiány finanszírozási szerkezetének elmozdulásán keresztül az árfolyam- és hozamalakulásra is. A pénzügyi stabilitás kialakulásának valószínűsége a forint leértékelődésének nagyságától és tartósságától függ.

### II. 1. 2. Háztartások

*A háztartások új fogyasztási-eladósodási pályán való stabilizálódása*

A lassuló fogyasztási dinamika eredményeként az 1998 és 2003 között látványosan növekvő fogyasztási ráta 2004-ben már nem emelkedett, hanem

nemzetközi összehasonlításban is magas szinten stagnált. A reálbérek csökkenése ellenére a fogyasztás magas szinten való stabilizálódását egyrészt az egyéb jövedelmek dinamikus növekedése, másrészt a tovább élénkülő fogyasztási célú hitel-felvétel eredményezte. Az utóbbi folyamatot jól jellemzi, hogy míg 1999-ben a háztartások átlagosan fogyasztási kiadásai 4 százalékát finanszírozták

<sup>15</sup> Adam Gogowski–Dawid Zochowski: „Modeling the impact of the zloty depreciation on the quality of foreign currency assets of banks” Financial Stability Report, 2003, Narodowy Bank Polski.



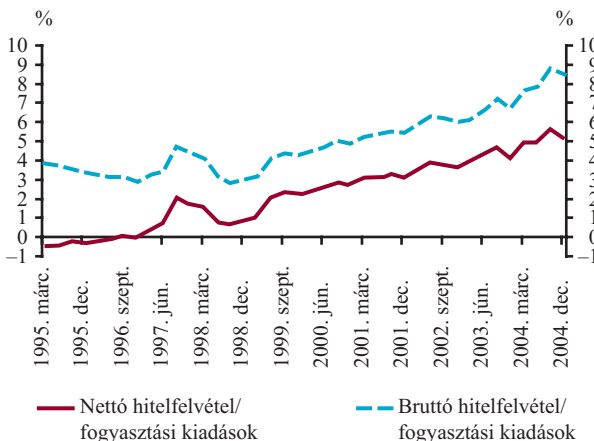
hitel felvételével, addig 2004-re ez az arány megduplázódott (II-11. ábra). A beruházási aktivitás (lakásvásárlás, -építés) továbbra is élénk maradt, a támogatott lakáshitelezési rendszer szigorításának ellenére is. Ez azonban döntően a 2003-as szigorítás hírére előrehozott beruházási döntések realizálódásának az eredménye. A stabilizálódó fogyasztási-eladósodási pálya mellett a háztartások 2004-ben újból, mérsékelten növelték pénzügyi megtakarításaikat, azonban a 2000 előtti magas arányt minden bizonnyal nem fogják elérni.

A stabilizációs folyamat eredményeként 2004-ben az eladósodás dinamikus növekedési ütemének mérséklődése<sup>16</sup> mellett az összetételében is kedvező folyamatok mutatkoztak. A GfK felmérése alapján a kockázatosabb hitelszegmensekben elsősorban keresleti okok miatt ugyanis kevésbé nőtt az eladósodás, ráadásul óvatossági megfontolásokból jobban nőtt a megtakarítás is. Ennek hátterében elsősorban az elmúlt év jövedelmi és munkapiaci folyamatai (csökkenő reálbér, év közepe óta folyamatosan növekvő munkanélküliség) állnak, melyek a hitelezés szempontjából kockázatosabb társadalmi csoportokat érintették leginkább (közepes vagy rossz jövedelmi és vagyoni helyzetűek, alacsony iskolai végzettségűek és foglalkoztatási csoportúak). Nemzetközi tapasztalatok alapján a többféle adósságtípussal rendelkező háztartások kockázatosabb ügyfélkört képviselnek. Ezek aránya az elmúlt időszakban bár nem növekedett, a jövőben várhatóan a bankok kockázatosabb ügyfelek felé fordulása miatt megfordulhat a tendencia.

A makrogazdaságban lévő bizonytalansági tényezők rövid távon vagy nem érintik a háztartások jövedelmi kilátásait, vagy mérsékelten pozitívan befolyásolhatják. Attól függően azonban, hogy a vál-

## II-11. ábra

A háztartások fogyasztási célú hitelfelvétele a fogyasztási kiadások arányában



Megjegyzés: A bruttó hitelfelvétel nagysága MNB-becslés, amit a rendelkezésre álló állományi és lejáratú adatok, valamint kamatt statisztikák alapján készítettünk.

Forrás: KSH, MNB.

latali szektor mennyire képes az I. 3-as fejezetben vázolt kockázatokra a munkapiacra alkalmazkodni, a kockázati tényezők közvetve, eltérő mértékben ugyan, de a lakosság pozícióját egy idő után már ronthatják. 2005-ben a reálbértömeg várhatóan emelkedik. Azonban a tavalyi év fogyasztási ütemének fenntartásában szerepet játszó, a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének közel harmadát kitevő egyéb jövedelmek dinamikája várhatóan jelentősen visszaesik. Az egyéb jövedelmek tekintélyes része a 2005-ben nehezebb helyzetbe kerülő építőipari, ingatlanforgalmi és pénzügyi<sup>17</sup> vállalkozási tevékenységekből származik. A szintén ebbe a jövedelemkategóriába tartozó kamat és árfolyamnyereség jövedelmek is várhatóan csökkenésnek indulnak az utóbbi időszak pénzpiaci fejleményei alapján.

A munkanélküliséggel kapcsolatos növekvő félelmek miatt a háztartások egyes csoportjainál már tavaly megfigyelhető óvatossági megfontolások ál-

<sup>16</sup> A GfK 2004. évi pénzügyi adatszolgáltatása.

<sup>17</sup> Például ingatlanforgalmazási és hitelközvetítéssel foglalkozó kisvállalkozások.



## II. A bankrendszer stabilitása

talános felerősödésére számítunk. Az előbb felvázolt folyamatok mellett, az eladósodás szintjéhez képest magas jövedelemarányos törlesztési teher, valamint a főbb részpiacok (lakás-, autópiac, és tartós fogyasztási cikkek piaca) telítődése miatt is a háztartások valószínűsíthetően mérséklék felhal-

mozási kiadásait, illetve a fogyasztásukhoz szükséges hitelfelvételük növekedési ütemét (lásd a háztartások törlesztőterhéről szóló keretes írást). A hitelkereslet így összességében várhatóan csökken, és az eladósodás növekedését elsősorban az erősebbé váló hitelkínálat tarthatja fenn.

### II-2. keretes írás: A hazai háztartások törlesztőterhének alakulása

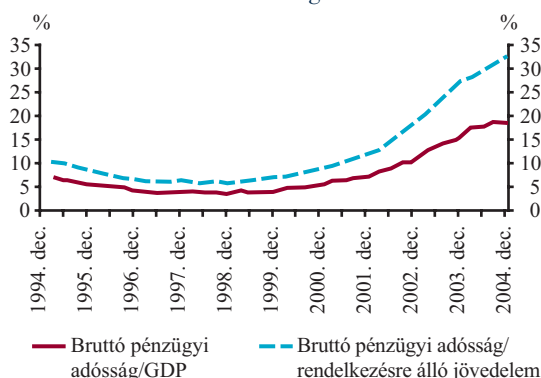
A korábbi évek gyors eladósodási folyamatának eredményeképpen a tartozások törlesztése egyre nagyobb terhet jelent a háztartásoknak. A törlesztőrészlet nagysága és változása már jelentős hatással lehet a háztartási szektor fizetőképességére, illetve a fogyasztási és megtakarítási döntéseire, ezáltal a gazdaság egészének helyzetére.

Az eurózónában a háztartási szektor '90-es években bekövetkező gyors jövedelemarányos eladósodása ellenére a törlesztési teher aránya nem változott, mert a növekvő tőketörlesztést ellensúlyozta a mérséklődő kamatkörnyezet miatt csökkenő kamatfizetés.<sup>18</sup>

Magyarországon a háztartási viselkedésben 2000 és 2004 között lezajlott, illetve még jelenleg is tartó alkalmazkodási folyamat gyakorlatilag valamennyi felzárkózó, átalakuló gazdaságra jellemző volt az elmúlt évtizedben. E folyamat eredményeként a háztartások egy alacsonyabb fogyasztással és eladósodottsággal jellemzett egyensúlyi pályáról egy új magasabb egyensúlyi pályára váltottak. Azonban az eurózóna jövedelem alapú eladósodottsági mutatói még mindig több mint két és félszer magasabbak: 55 százalék a GDP, illetve 84 százalék a rendelkezésre álló jövedelem alapú mutató értéke (II-12. ábra).<sup>19</sup> A szektor adósságállománya a megtakarításainak arányában (25 százalék) – egyfajta fedezettségi mutató – az eurózóna szintjén áll.<sup>20</sup> 2004-re a háztartások törlesztési terhének rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya 8,5 százalék közelébe

#### II-12. ábra

A háztartások eladósodottsága



Megjegyzés: A rendelkezésre álló jövedelem 2003-as és 2004-es értékei az MNB saját becsléseit tartalmazzák.

Forrás: KSH, MNB.

emelkedett, mely már nem sokkal marad el az eurózóna 10 százalékos értékétől. Az eladósodottsághoz képest magas törlesztési teher több tényezőre vezethető vissza (II-13. ábra).

Elsősorban a portfólió összetételére: a magyar háztartások adósságának 50 százaléka rövid lejáratú fogyasztási hitel, szemben az eurózóna mindössze egyharmados arányával, mely magasabb tőketörlesztést és kamatfizetést eredményez. Bár az utóbbi években a lakáshitelezés fellendülésével párhuzamosan a jövedelemarányos törlesztési teher az adósságállománynál kisebb ütemben növekedett. Becsléseink szerint az

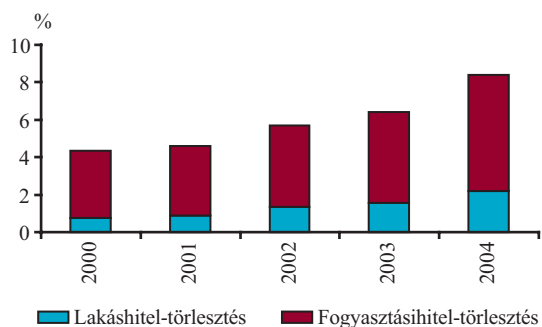
<sup>18</sup> A fenti folyamat főleg a korábbi perifériaországokban volt jelentős. Részletesebben lásd ECB Financial Stability Review 2004. december, 51. o.

<sup>19</sup> Részletesebb, országokra kiterjedő összehasonlítást lásd *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* 2004. június, 46. o.

<sup>20</sup> A fejlett országokban (US, UK, euróövezet tagjai) az adósság és megtakarítási állományok párhuzamos növekedése volt megfigyelhető. A '90-es évek második felében a pénzügyi megtakarítások az eladósodás dinamikáját valamivel alulmúlóan növekedtek.

## II-13. ábra

A háztartások törlesztési terhének összetétele a rendelkezésre álló jövedelem százalékában



Megjegyzés: A rendelkezésre álló jövedelem 2003-as és 2004-es értékei, illetve a törlesztési terheltség az MNB saját becslése.

Forrás: KSH, MNB.

euróövezet állományi arányával számolva a tőketörlesztés megközelítőleg 1, míg a kamatfizetés közel fél százalékponttal lenne alacsonyabb.

Másodsorban a kamatfizetés egyéb tényezők miatt is magasabb az eurózónára jellemző értéknél:

- deviza- és támogatott lakáshitelek jelentős (60 százalékot meghaladó) részesedése ellenére a nem támogatott forintbitelek miatt az átlagos kamatszint magasabb,
- a nagyobb hitelezési kockázat és a kisebb verseny miatt a hitelmarzsok nagyobbak.

A nem támogatott forintbitelek magasabb kamatszintjének hatását körülbelül 0,75 százalékponttal tesszük. Számításaink szerint a portfólió szerkezete és a magas kamatozású nem támogatott forintbitelek együttesen megközelítőleg 2 százalékponttal magasabb jövedelemarányos törlesztőterhet eredményeznek.

A jövőben az alacsonyabb törlesztőrészt eredményező faktorok erősödésére számítunk. A lakáshitelezés részesedésének növekedését, a devizahitelezés további terjedését, illetve forinthozamszint csökkenését, valamint a szolgáltatók közötti verseny erősödését várjuk. Az elvégzett érzékenységvizsgálatból kitűnik, hogy az előbbi tényezők közül a hitelezés struktúrája jobban befolyásolhatja a törlesztőterhet, mint a devizahitelezés, illetve csökkenő forintkamatok. Az állományra jutó tőke és kamatfizetés várható csökkenése miatt a törlesztőterheltség növekedési üteme jóval elmaradhat az eladósodás növekedési rátájától, szintje várhatóan nem válik kritikussá.

Kockázati szempontból a szintje mellett a törlesztőterheltség kamat- és árfolyam-érzékenysége bír még jelentőséggel. A kamatérzékenység vizsgálatát az egy éven belül átárazódó hitelek végeztük el. Feltételeztük, hogy a transzmisszió kétételes: a forinthozamgörbe 2, a deviza pedig 1 százalékpontos felfelé tolodását a bankok árazásban teljesen lekövetik.<sup>21</sup> A lakáshitelek kamatfixálása döntően az 1 évet meghaladja. A fogyasztási hitelek nagy része rövid átárazódású, azonban magas kamatuk és rövid lejáratuk miatt a feltételezett kamatemelés a már meglévő törlesztőrészt csak kismértékben emeli. Az előbbieket miatt a fenti kamatváltozások együttes bekövetkezésének hatására a teljes törlesztőrészlet becsléseink szerint mindössze 0,25 százalékponttal emelkedne.

Az árfolyamkockázat már valamivel jelentősebbnek tekinthető, mivel a hitelezők az árfolyamkockázatot teljes egészében áthárítják a hitelfelvevőkre. Az adósságállomány egy negyedét kitevő devizahitelek miatt egy 15 százalékos árfolyam-gyengülés körülbelül fél százalékponttal növelné a teljes törlesztési terhet.

<sup>21</sup> A kamatemelések hatása valószínűleg gyengébb, ugyanis a fogyasztási hitelek kamatának a piaci kamatokhoz való alkalmazkodása kirívóan rugalmatlannak számít. (Horváth Cs.–Krekó J.–Naszódi A. [2004]: „Kamatátgyűrés Magyarországon” MNB Füzetek, 2004/8).

### *Erősödő hitelkínálat*<sup>22</sup>

A növekvő hitelezési hajlandóság egyrészt az értékesítésben, a potenciális hitelfelvevők elérésére tett erőfeszítések jelentős növelésében, másrészt a hitelezési standardok és feltételek enyhítésében is megjelent.

A standardok és nem ártípusú feltételek alapvetően meghatározzák a hitelező kockázatvállalását, amelyet a bankok 2004-ben már nagy számban enyhítettek. A lazítás elsődleges oka a növekvő banki és nem banki hitelezői verseny. Kockázati szempontból a nem ár jellegű feltételek közül a minimálisan megkövetelt önrész és maximális jövedelemarányos törlesztőrészlet a legfontosabb. A maximális jövedelemarányos törlesztőrészlet már jelenleg is magas. A bankok a hazai háztartások informális jövedelmét jelentősnek tartják, ezért a kimutatható jövedelem arányában magas törlesztőrészletet engednek meg, vagy gyakran eltekintenek a jövedelemvizsgálattól. A stratégiákat tekintve a piacépítésben az értékesítés és a marketingeszközök mellett a nagyobb kockázatvállalási hajlandóság is fontos tényezővé vált. A bankok az újabb hitelkonstrukciók kidolgozásánál egyre jobban igyekeznek oldani a háztartások likviditási (devizahitel, hosszabb futamidő) és vagyoni korlátját (csökkenő önerő), egyre szélesebb és egyben kockázatosabb ügyfélkört megcélózva. Ez az üzletpolitikai nyitás, a már korábban említett keresleti okok miatt, valószínűleg csak kis mértékben emeli a kockázatosabb ügyfélkör arányát.

A hitelkínálat bővítése elsősorban a nem árjellegű feltételek lazításával jár, a hiteladós szemszögéből

már bizonyos összegű hitelhez jutás is előrelépésnek tekinthető. A háztartások általában a vállalatokhoz képest kevésbé érzékenyek. Így a hitelfutás kezdeti időszakában árversenyről nem beszélhetünk. 2004-ben összességében már kismértékben az ár típusú feltételekben is enyhítenek a bankok, bár ennek mértéke hiteltípusonként szóródott. A csökkenés elsősorban a lakáshiteleknel, valamint a nagyobb összegű, többségében deviza fogyasztási hiteleknel volt megfigyelhető. Míg a forint fogyasztási hitelek nagyobbik részénél (folyószámla- és áruhitel, személyi kölcsön) a piaci hozamokhoz képest valamelyest növekedhettek a marzsok.<sup>23</sup> Nyugat-Európában az ár jellegű hitelezési feltételek nagyobb szerepet játszanak a bankok kínálatában.<sup>24</sup> A piac érettebbé válásával és a verseny erősödésével az árazás szerepe várhatóan fel fog értékelődni.

A növekvő kínálatot jól tükrözi, hogy a bankok a háztartási üzletágban jelentős összegeket fordítanak az értékesítés ösztönzésére, illetve az értékesítési hálózatok kiépítésére. A háztartási piacépítés több ok miatt is költségesebb. Egyrészt az elaprózott potenciális kereslet megtalálása, megfelelő tájékoztatás nyújtása, a pénzügyi kultúra növelése elsősorban költséges tömegmarketingeszközöket igényel. Másrészt a potenciális ügyfélhez közel kell kerülni, az értékesítési hálózatok növelésére jelentős erőfeszítéseket kell tenni. A folyamatot jól mutatja, hogy a háztartási szegmens felfutásával párhuzamosan a marketing-költségek a működési kiadásokat meghaladóan növekedtek az elmúlt években és 2004-ben még nagyobb lendületet vettek, míg a nagyvállalati üzletágban arányuk egy százalék körül stagnál

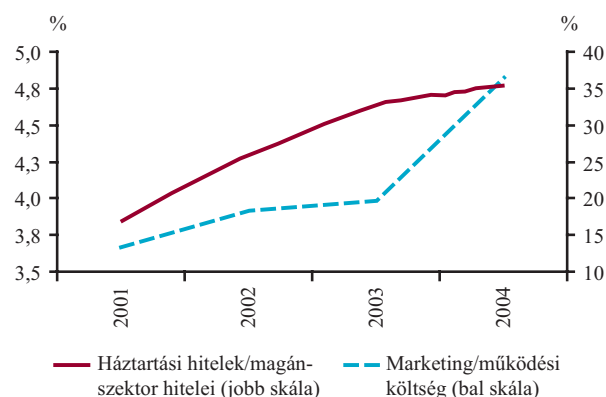
<sup>22</sup> A kínálati magatartás változásának megragadásában elsősorban a Hitelezési felmérés eredményeire, illetve banki működésiköltség-adatokra támaszkodunk.

<sup>23</sup> A megállapítást gyengítette a közvetítői jutalékok és díjak léte, valamint a forinthitelek összetételének változása. Például az áruhitelknél jelentős és lehet, hogy emelkedő a kereskedőnek nyújtott jutalék. A devizahitelek terjedése elsősorban a nagyobb összegű hiteltípusoknál a jellemző, a forint-kamatstatisztikában egyre inkább a kisebb összegű hitelek maradnak, melyek nagyobb fajlagos költségük miatt, magasabb marzssal járnak.

<sup>24</sup> Az EKB Bank Lending Survey eddigi eredményei alapján.

## II-14. ábra

A bankszektor marketingköltségeinek alakulása



Forrás: MNB.

(II-14. ábra). Az értékesítési csatornák átalakulóban vannak. A hagyományos bankfiókok száma, részben a szektor konszolidációja miatt, stagnál. Néhány bank dinamikusabban bővíti fiókhálózatát, azonban ezek az új fiókok már csak 3-4 fős eladási pontok, lényegesen alacsonyabb működési költséggel. Az ügynökhálózaton, illetve telefonközponton keresztüli értékesítés fellendülőben van.

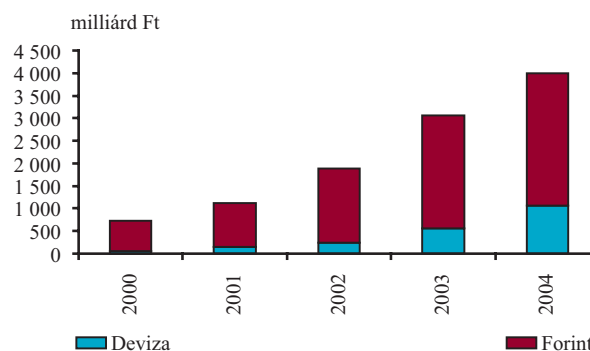
### A növekvő devizahitelezés szerepe az eladósodásban

2004-től a háztartási eladósodásban a devizahitelezés erősen növekvő szerepet játszik, amit stabilitási szempontból kockázatos folyamatnak tartunk. Az év végére a devizahitelek aránya már meghaladta a teljes háztartási adósságállomány negyedét (II-15. ábra). A devizaalapú hitelezés rendkívül gyors térnyerését keresleti és kínálati, intézményi (lakástámogatás), valamint pénzügyi tényezők is indokolták. A háztartások általában alacsony kockázattudatossága, a pozitív tapasztalatok, illetve a likviditási korlát miatt a nagy összegű fogyasztási hitelek esetében a törlesztőrészletben tapasztalható különbség miatt, általában devizakonstrukciót választanak. Ez a viselkedés a lakáshitelezésben a korábbi jelentős

mértékű forintbitelekhez kötött támogatás miatt csak a 2004-es évben jelent meg. Hitelezői oldalról a háztartási hitel-piac felértékelődése, a növekvő verseny miatt a devizakonstrukciók állomány-növelési és piacszerzési célból egyre jelentősebbé válnak. A hitelezők nagyobb összeget tudnak devizában, mint forintban kihelyezni. A kedvező nemzetközi pénzügyi környezet alacsony kamatszintje pedig a törlesztőrészlet szempontjából régóta szignifikáns kamatkülönbséget eredményez. Az új devizafolyósítások zöme rövid átárazódású svájcifrank-hitel. A természetes fedezettel nem rendelkező háztartások a forintárfolyam-sáv erős szélének közelében adósodnak el, miközben az árfolyam sebezhetősége a makrogazdasági fundamentumok és környezet miatt nem elhanyagolható. Addicionális kockázatot jelent, hogy a likviditáskorlátos ügyfelek közül a devizahitelezés esetén olyan kör is forráshoz jut, aki a forintfinanszírozásból kiszorulna. A fentiek miatt egy nagymértékű árfolyamgyengülés már érezhető hatással lehet a pénzügyi közvetítőrendszer egészére. A devizahitelek keresleti és kínálati tényezői, illetve a kamatkülönbség léte miatt várható, hogy a devizahitelezés a jövőben is tovább fog terjedni.

## II-15. ábra

A háztartási adósságállomány denominációs összetétele



Megjegyzés: a pénzügyi vállalkozások hiteleinek denominációs összetétele becslésen alapul.

Forrás: MNB.

## II. A bankrendszer stabilitása

### Visszaeső, de kockázatosabbá váló lakáshitelezés

A lakáshitel-támogatási rendszer szigorításának hatása 2004 második félévében már tisztán megfigyelhető. A szabályozás változását követően a forintalapú hitelek kamata ugyanis közelebb került a szabályozásváltozással egyidejűleg megemelkedő piaci hozamszinthez, mely egyfajta kamatsökként értelmezhető a háztartások számára. Ezzel párhuzamosan a támogatott hitelek elérhető banki marzsok is nagymértékben lecsökkentek. A támogatott hitelek feltételeinek megváltozása miatt az új folyósítások nagysága drasztikusan visszaesett. Ugyanakkor a piaci, szinte kizárólag devizakonstrukciók dinamikus növekedésnek indultak, arányuk a teljes új folyósításon belül 40 százalékra emelkedett.

A lakástámogatási rendszer szigorítására a keresleti oldal szinte azonnal alkalmazkodott, miközben az új lakások kínálata még a tavalyi évben is folyamatosan emelkedett (II-16. ábra). A lassú kínálati alkalmazkodásra utal az értékesített új lakások áremelkedési ütemének elmúlt évi csökkenése is, illetve az a tény, hogy 2003 végétől az újlakás-vásárlásra íg-

nyelt hitelek száma fokozatosan növekvő mértékben maradt el mind a kiadott lakásépítési engedélyek, mind az új építésű lakások számától. A kínálati oldali alkalmazkodás megindulásával, illetve a lakáskezeslet további lassú mérséklődésével párhuzamosan 2005-ben, illetve 2006-ban már csökkenhet a háztartások lakásberuházásainak szintje, hiszen az új ingatlan vásárlására felvett hitelek nagysága 2004 első hónapjaitól kezdve fokozatosan csökken.

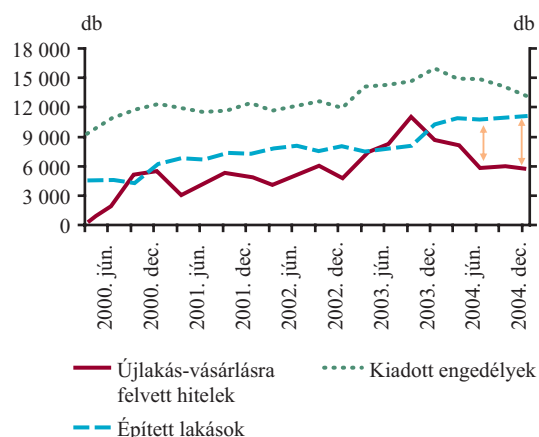
A versenyt tekintve a lakáshitelezési piacon magas a koncentráció, mely a verseny relatív gyengeségét mutatja (II-17. ábra). A jelzálogbankok, illetve a jelzálogbankkal rendelkező bankcsoportok speciális státusukból adódóan a támogatott hiteleknel egyre inkább ármeghatározóvá válnak.<sup>25</sup> Ezért a kereskedelmi bankok egy része csak a kockázatosabb szegmensekben tud versenyképessé válni, ami kedvezőtlen fejleménynek tekinthető.

A verseny egyik terének tekinthető maximális jövedelemarányos törlesztőrészlet már sok esetben jelenleg is magas, ezért ennek a feltételnek a további enyhítése nem várható. Ezenkívül részben az előbbivel összefüggésben, az alacsony LTV<sup>26</sup> miatt több bank egyszerűen csak fedezetalapú terméként kezeli a lakáshitelt, alaposabb jövedelemvizsgálatot nem tart. A jelenlegi állomány döntő része alacsony, átlagosan 35-45 százalékos LTV-vel rendelkezik.

Az előzőek miatt a verseny egyre inkább kiterjed a minimális önrész csökkentésére, új piacot generálva a bankoknak. Jelenleg már több hazai bank rendelkezik 70 százalék körüli LTV-jű termékkel. A nemzetközi tapasztalatok alapján a magas LTV-rátájú hitelek kiemelkedően kockázatosak, veszteségmutatóik sokkal magasabbak, illetve ezek a gazdasági ciklusokra lényegesen érzékenyebbek. A devizában való denomináció a magas LTV-rátá-

### II-16. ábra

Főbb lakáspiaci mutatók alakulása



Forrás: KSH, DEM Információs és Gazdaságkutató Iroda.

<sup>25</sup> A használtlakás-vásárlást célzó hitelek jelzáloglevél-refinanszírozáshoz kötöttek. Ehhez a kereskedelmi bankoknak partneri viszonyba kell lépniük egy jelzálogbankkal, illetve a támogatás egy részét át kell engedniük nekik.

<sup>26</sup> Loan to value: hitelösszeg a fedezet piaci értékének arányában.

jú hitelre általában jellemző kockázatokat tovább fokozhatja: az árfolyamkockázat a bukási valószínűséget (törlesztőrészlet megugrása), kockázati kitettséget (a fennálló hiteltartozás összege megnő), illetve a veszteségrátát (egyszerre nagyobb számban nem fizetnek, csökkentve a kényszerértékesítés bevételeit) is megemelheti.

A magas LTV-jű hitelezés kockázatai miatt a fejlett országokban a bankok jelzálog-biztosítási konstrukcióhoz folyamodnak, mellyel át tudják hárítani a magasabb LTV-rátánál jelentkező potenciális kereslet addicionális hitelkockázatait a biztosítóra, illetve ennek költségeit a hitelfelvevőre. A Fészekrakó program keretében az állam bevezette a magas LTV-jű hitelekre vonatkozó kezességvállalását, amelyre a kezdeti tapasztalatok alapján viszonylag élénk potenciális kereslet mutatkozik. Azonban a konstrukció számos korlátozó feltétele miatt az új folyósításokra még elenyésző hatással van.

Összességében a lakáshitelpiac további növekedése inkább keresleti korlátba ütközhet, a várhatóan csökkenő felhalmozási kiadásoknak köszönhetően. Ezzel szemben a bankok részéről növekvő verseny és növekvő kockázatvállalási hajlandóság mutatkozik, amit kockázatos fejleménynek tekintünk.

## Növekvő kockázat a fogyasztási hitelezés területén

Szemben az előző évek tendenciájával, az autópiaci konjunktúra elmúlt évi lassulásának, illetve a továbbra is élénk tartós iparcikk-értékesítéseknek az eredményeként szűkült a gépjárműhitelek és a többi fogyasztási célú hitelnövekedés közötti jelentős eltérés. A gépjárműhitelek iránti kereslet mérséklődésére utal, hogy 2004-ben az 1995-ös évet követően első alkalommal csökkent az értékesített új autók száma. 2005 elején ráadásul ko-

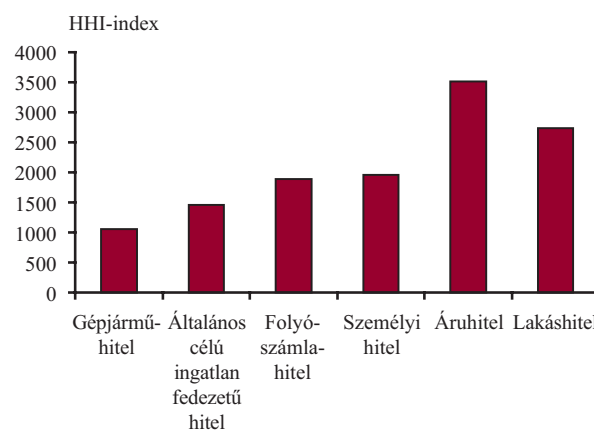
rábban még nem tapasztalt árcsökkenés következett be. 2005-ben várhatóan csökken a háztartások lakásberuházásainak szintje, ami a hozzá szorosan kapcsolódó lakásberendezés vásárlására irányuló fogyasztásihitel-keresletet is érzékenyen érintheti. Ezek alapján, rövid távon mind a gépjárműhitelek, mind pedig a többi fogyasztási hitel részpiacán gyengülő hitelkeresletre számíthatunk.

Ennek ellenére a fogyasztási hitelezés részpiacai közül a gépjármű-hitelezés továbbra is kockázatos üzletág maradhat. A többi piactól eltérően a verseny itt feltételezhetően rendkívül erős, a piaci koncentrációs mutató is ezt támasztja alá (II-17. ábra). A versenyt tekintve mind az értékesítési mind a hitelezési aktivitás növekszik az autópiacon, emiatt a kockázatok szintje várhatóan nem csökken. A maximális jövedelemarányos törlesztőrészlet régóta magas, a magas LTV-jű hitelezés jelentősége növekvő.<sup>27</sup>

Az elmúlt évben a fogyasztói hitelek közül legkevésbé az áruhitelek állománya bővült. Az utóbbi valószínűleg összefügg a kártyahasználat terjedé-

## II-17. ábra

Az egyes háztartási részpiacok koncentrációja  
2004 decemberében



Megjegyzés: a pénzügyi vállalkozásokat anyabankjukkal konszolidáltan, a takarékszövetkezeti szektort pedig egy szereplőként kezeltük. HHI: Herfindahl-Hirschman index.

Forrás: MNB.

<sup>27</sup> A gépjármű-hitelezés kockázatairól részletesebben lásd a III. 1-es fejezetet.

## II. A bankrendszer stabilitása

sével, a folyószámla- és kártyahitelek térnyerésével. A koncentrált részpiacok termékei közötti helyettesíthetőség várhatóan lassan növekszik, mely tovább növeli az egyes részpiacokon amúgy is erősödő versenyt.

### *Várhatóan romló portfólióminőség*

Az előző fejezetekben bemutattuk, hogy a hitelezők kockázatvállalási hajlandósága minden

részpiacon növekvő, míg a hitelkereslet várhatóan csökkenő. Ez a két tendencia a háztartási hitel-kockázat növekedéséhez vezet. Azonban az új folyósítások következtében, átlagosan fiatal banki hitelállomány miatt, a felépülő kockázatok egyelőre még nem jelentek meg a portfólió minőségének változásában. A hitelportfólió különböző minőségi mutatói közül egyedül a késedelmes fizetők aránya emelkedett valamelyest.

## II. 2. Piaci kockázatok

Bár a bankszektor közvetlen piaci kockázatai az elmúlt évben nem növekedtek jelentős mértékben, számos olyan tendencia megfigyelhető, amelyeknek fontos stabilitási következményei lehetnek. Az árfolyamkockázat tekintetében a mérlegen belül felépülő pozíciók nagysága, illetve a felépülésének okai a devizapiac fejlettsége és likviditására ellenére a bankrendszer külső sokkokkal szembeni sérülékenységét növeli.

A kamatkockázatokat tekintve az idei év elején bekövetkezett jelentős mértékű hozamcsökkenés és a hozamgörbe ellaposodása rövid távon a bankok transzformációs sajátossága miatt kedvező jövedelmi hatást fejt ki, míg hosszabb távon a spreadek várható csökkenése és a betétek lejáratának esetleges rövidülése miatt a kamatkockázat jelentősége növekedhet.

### II. 2. 1. Devizahitelezés hatása a bankok devizapozíciójára

A devizahitelezés elmúlt évben tapasztalt gyors felfutása nem hagyta érintetlenül a bankrendszer mérlegstruktúráját és árfolyamkockázatát sem. Részben ennek eredményeképpen ugyanis a devizaeszközök devizaforrásokhoz mért többlete 2004 végére korábban soha nem látott szintre, a mérlegfőösszeg 6,3 százalékra (kb. 1000 milliárd forint) emelkedett.

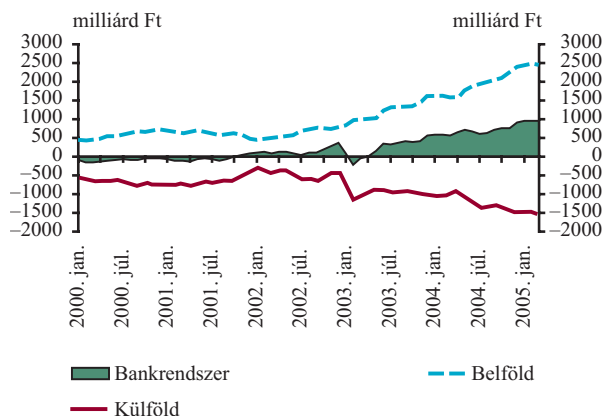
A bankok mérlegen belüli devizapozíciója alapvetően a fizetési mérleg hiányának, illetve a hiány finanszírozási összetételének, denominációs struktúrájának függvényében alakul. A korábbi években például a külföldiek intenzív állampapír-vásárlásai járultak hozzá a mérlegen belüli pozíció nyí-

lásához, mivel az ehhez szükséges forintot a befektetők a bankokkal kötött konverzióval szerezték be. Ezzel szemben a pozíció 2004. évi kinyílását valószínűleg a belföldi szektorok devizahitelek iránti jelentős kereslete dominálta. A pozíció nyílása egyrészt függ a bankok deviza-forrásbevonási képességétől és hajlandóságától, másrészt pedig jelentősen befolyásolja a belföldi gazdasági szektorok devizahitelek iránti keresletének alakulása.

Az alábbi ábra (II-18. ábra) alapján az állapítható meg, hogy a bankrendszer kinyíló devizapozíciója nem oka (nem a külföldről származó deviza-forrásbőség motiválja a bankokat devizahitelezésre), hanem következménye az elmúlt időszak egyre növekvő arányú devizahitelezésének. Az ábrából ugyanis világosan látszik, hogy a mérlegen belüli devizapozíció kinyílásának folyamata már 2001 végén elkezdődött és (a 2003. januári spekulációs támadástól eltekintve) a nyitott pozíció ettől kezdve folyamatosan növekszik. A belföldi szektorok egyre növekvő devizahitel-kereslete, és az ezzel

#### II-18. ábra

A belföld és a külföld bankrendszerrel szembeni, illetve a bankszektor mérlegen belüli devizapozíciója<sup>28</sup>



Forrás: MNB.

<sup>28</sup> Az ábrázolt pozíciók nettó értéket jelölnek (pl.: belföld nettó pozíciója = bankszektor belföldi devizaeszközei – bankszektor belföldről gyűjtött devizaforrása).



## II. A bankrendszer stabilitása

lépést nem tartó külföldről származó devizaforrások együttesen eredményezik a mérleg szerinti devizapozíció tágulását.<sup>29</sup> A belföldiek erőteljes kereslete és a bankok hitelezési hajlandósága miatt elszakadt ugyanis egymástól a belföldi devizapozíció és a külföldről származó devizaforrások állományának alakulása.

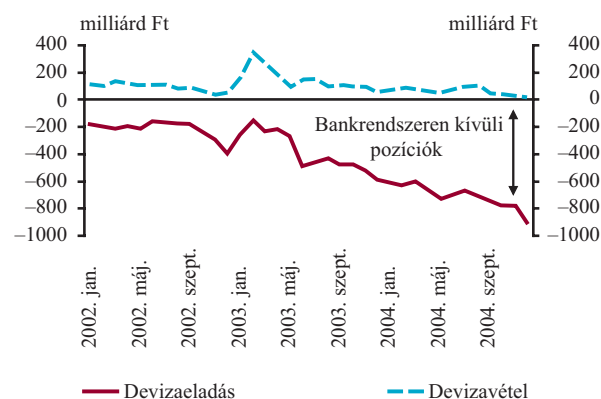
A fentiekben bemutatott tendencia mindaddig nem jelent stabilitási kockázatot, ameddig a devizapiac likviditása a bankok számára elegendő fedezési lehetőséget kínál ahhoz, hogy az így kinyíló mérlegen belüli pozícióját lefedezzék. A mérlegen belüli devizapozíciót ugyanis a bankok mérlegen kívüli ügyletek segítségével többségében fedezik, ami stabilitási és prudenciális szempontból kedvezően értékelhető. A többlet devizaeszköz lefedezésének nettó hatásaként tehát a bankok valójában látszólagos devizaforrást állítanak elő. Mivel azonban a bankoknak alapvetően a devizahitelezésből eredően egyre inkább svájci frankban denominált ügyleteket kell fedezni, ehhez egy euró-svájci frank ügyletet is beiktatnak, a svájci frankforint piac alacsony likviditása miatt.

A legjelentősebb stabilitási kockázatot a fentiekben bemutatott folyamatban az okozza, hogy fenti trend szinte valamennyi hazai bankra érvényes volt az elmúlt kétéves időszakban. Ennek hatására ugyanis a bankszektor teljes egésze (kb. 98 százalék) devizaelladói oldalra került a piacon (II-19. ábra). Míg a korábbi években a bankok sokkal nagyobb mértékben voltak képesek a bankszektoron belüli üzletekkel a devizapozícióik fedezésére, addig mostanra ez a többi gazdasági szektor (vállalatok, külföld) részvétele nélkül már nem lehetséges. Ez a trend a szektor sérülékenységének növekedését eredményezheti, annak ellenére is, hogy a devizapiac likviditása és fejlettsége jelentős javuláson ment keresztül az elmúlt évek során.

A helyzet megítélését alapvetően javítja viszont az, hogy az euró-svájci frank piac likviditásának megszűnése vélhetően alacsony valószínűséggel következhet be.

### II-19. ábra

**A bankrendszer mérlegen kívüli devizapozícióinak iránya**



Forrás: MNB.

### II. 2. 2. Csökkenő kamatkörnyezet hatása a kamatkockázatra

2005. év elején a jelentős mértékű kamatcsökkenést követően a pénzügyi piacokon mérséklődtek a további kamatcsökkentéssel kapcsolatos várakozások. Ennek következtében a forint hozamgörbe március végére közel vízszintessé vált. A gyorsan csökkenő kamatok a kamatkockázatból eredően jelentős hatással lehetnek a bankok stabilitására, különösen annak tükrében, hogy az elmúlt 2-3 év során a forint-lakáshitelezés és a rövid betétek szerepének felértékelődése hatására a kamattranzformációs szerep erőteljesen növekedett (a rövid átárazású forrástöbblet hosszú átárazású lakáshiteleket finanszírozott). Ezzel párhuzamosan viszont a devizahitelezés 2004. évi felfutása nem volt lényeges befolyással az egyes devizákban lévő kamatkockázatokra.

<sup>29</sup> A spekulációs támadást követő rövid időszakban a beáramlott forró tőke kivonulása is hozzájárult a pozíció kinyílásához.

A látszólag növekvő kockázati kitettséggel szemben ugyanakkor érdekes megfigyelni, hogy a bankszektor még a 2004-es év jelentősebb kamatemelkedéseinek idejében sem szenvedett el számottevő veszteséget nettó kamatbevételeiben, sőt a kamateredmény még növekedett is.

A kamatkockázat stabilitási szempontból azért érdemel kitüntetett figyelmet, mert a bankok egyik alapvető funkciójuk keretében vállalják fel. Ennek következtében ez a kitettség nem csupán az egyes bankokra, hanem a rendszer egészére jellemző (endogén kockázat). A bankszektor kamatkockázati kitettsége az alábbi négy tényezőből eredhet.<sup>30</sup>

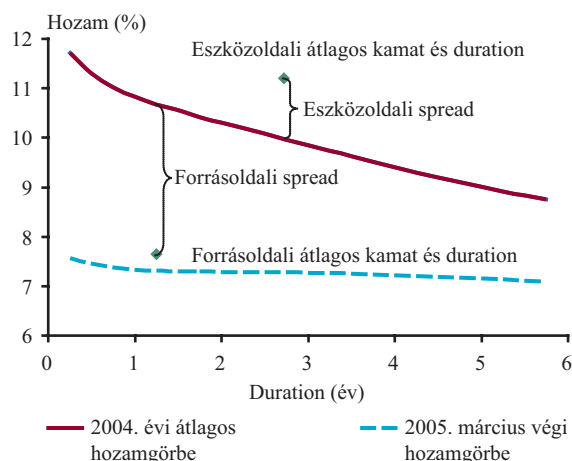
1. **Átárazási kockázat (repricing risk):** a bankok eszközeinek és forrásainak átárazási struktúrájában megjelenő különbség.
2. **Hozamgörbe kockázata (yield curve risk):** az átárazási kockázat jelenléte miatt a bankok pénzügyi helyzetét hozamgörbe alakjának megváltozása (laposodás, meredekebbé válás) is befolyásolja.
3. **Báziskockázat (basis risk):** az eszközök és források kamatai közötti nem tökéletes korrelációból eredő kockázat.
4. **Opciók kockázat (risk of embedded options):** a mérlegben lévő explicit és implicit opciók az eszközök és a források lejáratát és így az első pontban említett kamattranszformációból eredő kitettségét nagymértékben befolyásolhatják.

Az alábbi ábra (II-20. ábra) a kamatkockázatot fent bemutatott meghatározó tényezők jelentőségét mutatja a 2004-es kamatspreadekból kalkulálva. A következőkben ezek alapján vizsgáljuk, hogy a 2005 elején felgyorsult kamatcsökkenési trend milyen befolyással lehet a bankrendszer sta-

bilitására a kamatkockázatra kifejtett hatáson keresztül.

## II-20. ábra

A bankrendszer kamatkockázati kitettségét meghatározó tényezők áttekintő ábrája<sup>31</sup>



Forrás: MNB.

Az átárazási kockázat alapján a csökkenő kamatkörnyezet kedvezően befolyásolhatja bankrendszer helyzetét. Amint az ábrán is jól látható, míg a forrásoldal átlagos hátralévő futamideje (duration) 1,2 év körül volt 2004. év végén, addig az eszközsoldali átlagos hátralévő futamideje már meghaladta a 2,6 évet. Ebből az következik, hogy a gyorsan csökkenő kamatok pozitív hatást fejtenek ki a bankrendszer kamatjövedelmére, illetve saját tőkéjének piaci értékére is.

A második pontként említett hozamgörbe-kockázat szempontjából a vízszintessé válás rövid távon szintén kedvező hatással van. A hozamgörbe ellaposodásának következtében ugyanis automatikusan növekedhet a transzformációból származó kamatjövedelem, illetve növekedhet a saját tőke piaci értéke is. 2004-ben és a korábbi években is a hozamgörbe csökkenő alakja miatt ugyanis kb. 50-100 bázispontnyi látszóla-

<sup>30</sup> A kamatkockázat felügyeletéről és kezeléséről részletesen lásd: Basel Committee on Banking Supervision: *Principles for management and supervision of interest rate risk*, 2004. július.

<sup>31</sup> Fel kell hívni a figyelmet arra, hogy az átlagos hitel és betétoldali kamatláb a devizabontás hiánya miatt a teljes mérlegre vonatkozik, ezért az ábrán látható spreadek mértéke leginkább csak szemléltetésre alkalmas.

gos „veszteség” keletkezett a kamatspread-ben.<sup>32</sup>

A harmadik tényezőt, a spreadek megváltozásának kockázatát (báziskockázat) is figyelembe véve azonban árnyalódik a kép. A spreadek kamatváltozást követően a bankok profitmaximalizálása miatt általában tágulnak (részben ez az oka az elmúlt év magas kamatjövedelmének). A spread ezen átmeneti tágulását, külső tényezőként alapvetően a versenyhelyzet befolyásolja. Mivel a hiteloldali verseny erősebbnek tekinthető, mint a betétoldali, ezért a csökkenő kamatok esetén a bankok átárazást késleltető lehetősége gyengébb, mint emelkedő kamatok esetén.<sup>33</sup> Tehát a lefelé mozgó kamatok esetében az átmeneti spreadnyílás jövedelemjavító hatása alacsonyabb lehet, mint felfelé mozgó kamatok esetén. A kamatok változása mellett a kamatszint csökkenése is kedvezőtlen. Egy bizonyos szintet elérve ugyanis a bankok már betétoldalon sem tudják érvényesíteni a csökkenő kamatokat, mivel bizonyos betétek kamata már jelenleg is az alsó korlát (nulla kamatszint) közelében van. A báziskockázatot tekintve tehát az erős hiteloldali verseny miatt a kamatok csökkenése valószínűleg nem tud

majd jelentős spreadkinyílást okozni, illetve bizonyos betéti kamatok implicit alsó korlátja miatt a kamatok alacsony szintre kerülése a teljes kamatspread csökkenését is előrevetíti.

Az opciós kockázat jelenléte a fenti ábrán úgy interpretálható, hogy a források (megújítási opcióval rendelkező betétek), illetve az eszközök (előtörlesztési opcióval rendelkező jelzáloghitelek) durationje megváltozhat. Forrásoldalon a betétek egy része olyan hosszú lejáratúval rendelkezik, hogy hatásukra a bankok durationrése nullára csökkenhet, hozzájárulva a kamatkockázatból eredő potenciális veszteségek hatékony kezeléséhez. A csökkenő kamatok ezt a helyzetet hosszabb távon két ponton befolyásolják. Egyrészt növekedhet a jelzáloghitelek előtörlesztésének aránya, másrészt az alacsony banki kamatok mellett a betétek effektív lejáratára rövidülhet, az alternatív befektetési lehetőségek attraktívvá válása miatt. Az így kieső vagy arányában csökkenő forrásokat a bankoknak alternatív finanszírozással (értékpapír-kibocsátás, bankközi hitelfelvétel) kell pótolni, amelyek a kamatkockázat kezelése szempontjából a stabil betétekhez képest a fentiek miatt kedvezőtlenebb tulajdonságokkal bírnak.

### II-3. keretes írás: A bankok kereskedési tevékenységének rendszerszintű kockázata

Az árfolyamsáv szélesítését követően a növekvő volatilitás és a devizaliberalizáció hatására jelentősen növekedett a magyar bankszektor kereskedési aktivitása. A kereskedési tevékenység az egyes pozíciók mögéallokált tőkekövetelmény alapján bár látszólag még mindig nem képvisel jelentős kockázatot (összes tőke mindössze 2-3 százaléka)<sup>34</sup>, a pozíciók gyors és együttes elmozdulásának lehetősége stabilitási szempontból már figyelmet érdemel. Az alábbi keretes írásban ezért bankok kereskedési

tevékenységének rendszerszintű vonatkozásait vizsgáljuk. Rendszerkockázat szempontjából rendkívül problémás lehet ugyanis az, ha az egyes bankok kereskedési könyvének kockázatai nagymértékben együttmozognak egymással. Növekvő volatilitás esetén ugyanis a közös kockázatok jelenléte miatt az együttes hatások jelentős mértékben felerősödhetnek. Mivel a bankok tényleges pozícióinak nagyságáról és a pozíciók irányáról nem állnak rendelkezésre megfelelő gyakoriságú ada-

<sup>32</sup> A hozamgörbe alakjából származó kamatspread a lejárat transzformáció kockázati feláráként értelmezhető.

<sup>33</sup> Az egyes részpiacok versenyhelyzetéről részletesebben lásd: Móré Csaba-Nagy Márton: „Verseny a magyar bankpiacon” MNB Füzetek, 2004/9.

<sup>34</sup> Nemzetközi összehasonlításban ez az arány már nem tekinthető alacsonynak. Az amerikai bankok kereskedési tevékenységéről részletesebben lásd: Beverly J. Hirtle: „What market risk capital reporting tells us about bank risk,” Federal Reserve BNY, Economic policy review, 2003. szeptember.

tok ezért azt tudjuk vizsgálni, hogy a pozíciók abszolút nagyságának változása, a mögé allokkált tőke alapján milyen mértékű hasonlóságot mutat. A tőkekövetelmények együttmozgása a pozíciók irányának hasonlóságáról azonban nem szolgál információval. Az elemzéshez 17 kereskedési könyvet vezető hazai bank napi tőkekövetelményét használjuk 2004. március és 2005 márciusa közötti időszakra. A bankok kereskedési pozícióinak tőkekövetelménye kamat, részvényárfolyam, opciós (összefoglalóan: pozíciós kockázat), partner- illetve nagykockázatokból származik. Mivel ezek közül a kamatkockázat és a partnerkockázat teszi ki a kereskedési könyvi tőkekövetelmény mintegy 70-80 százalékát, alapvetően erre a két kockázati faktorra fókuszálunk. Bár bizonyos átmeneti időszakokban a nagykockázat is jelenetős lehet, ez általában mindössze egy-két bankra koncentrálódik.<sup>35</sup>

A kamat, illetve a partnerkockázatok közös faktorait (makroprudenciális kockázatait) vizsgálva azt elemezzük, hogy az egyes kockázatok mögé allokkált bankonkénti tőkekövetelmények két nap között mért változása milyen mértékben mozog együtt. A tőkekövetelmény változása és az így definiált endogén kockázat alapvetően két tényezőtől eredhet: egyrészt a már meglévő pozíciók átértékelődéséből származó azonos irányú változás, másrészt a bankok vállalt pozíciók nagyságára vonatkozó döntése. Mivel csak a pozíció abszolút nagyságát fedező tőkekövetelmény áll rendelkezésünkre, ezért ezen két hatás jelentőségét nem tudjuk elkülöníteni.

Az átlagos közös kitétségi időbeli változását úgy ragadjuk meg, hogy a teljes vizsgált időszakot 30 napos mozgó, egymást átfedő részperiódusokra bontottuk. Az egyes kockázatok napi tőkekövetelményének változásának az egyes bankok között mért páronkénti korrelációiból a teljes bankrendszerre vonatkozó átlagos korrelációt (homogenitási mérőszámot) az alábbi képlet alapján számoltuk a vizsgált részüszakokra:<sup>36</sup>

$$\bar{p}_{T=t}^{t+30} = \frac{\sum_{j=1}^{n-1} \sum_{k=j+1}^n \text{cor}(\Delta c_i, \Delta c_k)}{\frac{n * (n-1)}{2}}$$

ahol  $n$  a vizsgált bankok száma,  $\Delta c_i$  pedig az  $i$ -edik bank,  $\Delta c_k$  a  $k$ -adik bank tőkekövetelményének napi százalékos változása. A fenti eljárást a kamat- és a partnerkockázatok tőkekövetelményére külön-külön végeztük el.

Stabilitási szempontból a pozitív előjelű és az 1-hez közelítő átlagos homogenitási együttható ( $p$ ) értékelhető kedvezőtlenül. Ez ugyanis arra utalhat, hogy az egyedi bankok kereskedési tevékenységében rejlő kockázatok egy időben változnak, azaz valamilyen közös kockázattal néz szembe a bankrendszer. Fel kell hívni a figyelmet arra, hogy a homogenitás növekedése nem feltétlenül jelenti azt, hogy a kereskedési tevékenység összesített bankrendszeri kockázata is növekszik. A homogenitás ugyanis abban az esetben is növekedhet, ha a bankok pozíciója azonos időben csökken. Ez a jelenség önmagában kedvező, mivel csökken a kockázatnak kitett pozíciók nagysága, viszont endogén kockázatok jelenlétére utalhat, ami stabilitási szempontból nagyobb probléma lehet. Csökkenő és negatív átlagos homogenitási együttható viszont a rendszerkockázat mérséklődésére utalhat, abban az értelemben, hogy a kockázatok egyidejű elmozdulásának lehetősége mérséklődik, azaz csökken a közös kockázat mértéke.

Felmerülhet a kérdés, hogy az irányok figyelembevétele mennyiben módosítja a képet, ugyanis stabilitási szempontból az sem mellékes, hogy a kockázatok abszolút változása azonos vagy ellentétes irányú pozíciók fel-, illetve leépüléséből származik-e.<sup>37</sup> A kereskedési könyvi kockázatok esetében viszont véleményünk szerint az irányok mellett fontos információt hordoz maga a pozíció nagysága, illetve ennek változása. Kereskedési könyvi pozícióknál ugyanis a kockázat sokkal inkább a volatilitás megváltozásától, mint a pozíció irányától függ. Emiatt úgy gondoljuk, hogy a kereskedési könyvi pozíciók mögé allokkált tőkének együttmozgásának vizsgálata információval szolgálhat a közös kitétségi jelenlétéről, illetve annak mértékéről. Azt viszont, hogy az ilyen módon definiált közös kitétségi a banki döntésekből, vagy a pozíciók azonos irányú átértékelődéséből származik-e, már nem tudjuk elkülöníteni.

<sup>35</sup> A kamatkockázat teljes tőkekövetelményeként az egyedi és az általános pozíciós kockázat összegét tekintjük.

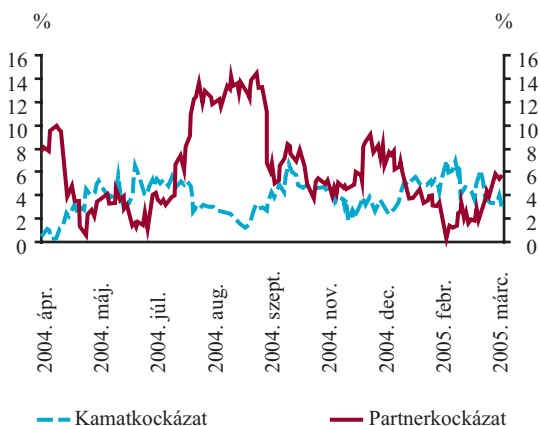
<sup>36</sup> Rendszerkockázat szempontjából természetesen a páronkénti korrelációk eloszlásának egyéb statisztikai jellemzői (kvartilisek, ferdeség stb.) is vizsgálhatók.

<sup>37</sup> Ez különösen a kamatkockázat esetén torzíthatja a képet, ahol potenciális veszteségek nagysága a pozíciók irányától is függ.

### II-21. ábra

A kamatkockázat és a partnerkockázat átlagos korrelációs együtthatójának időbeli alakulása

(30 napos mozgó mintán)



Forrás: MNB.

A mellékelt ábra (II-21. ábra) a fenti módon számított kamat- és a partnerkockázati tőkekövetelmények átlagos korrelációs együtthatóját mutatja a vizsgált időszakban. Ebből az látszik, hogy ebben az időszakban és mindkét kockázati faktorra a tőkekövetelmények változásai mutattak bizonyos mértékű, bár meglehetősen alacsony együttmozgást (0-10 százalék).

A vizsgált időszak viszonylagos rövidsége ellenére a fenti elemzés alapján megállapítható, hogy a bankok kereskedési pozíciója mögé allokált tőke változása csak viszonylag csekély mértékben hasonlít egymásra, azaz viszonylag alacsony az endogén kockázat. Ez stabilitási szempontból önmagában kedvezően értékelhető, ugyanis viszonylag alacsony mértékű annak kockázata, hogy a pozíciók egyidejűleg fel-, illetve leépüljenek a bankrendszeren belül. Mivel a bankok kereskedési tevékenysége a jövőben is minden bizonnyal intenzív marad, a fentiekben bemutatott homogenitási mérőszámok vizsgálata továbbra is fontos információval szolgálhat.

## II. 3. Likviditási kockázat

A kockázatokat tekintve a 2004-es év egyik kedvező fejleménye, hogy enyhült a bankszektor korábban jellemző feszülő likviditási helyzet. Mind a hitelek betétekkel való fedezettségének romlása, mind a likvid eszközök arányának csökkenése egyértelműen megállt az elmúlt évben (II-22. ábra). Ezt a kedvező fordulatot alapvetően két tényező eredményezte. Egyrészt lelassult a hosszú lejáratú lakáshitelezés növekedési dinamikája, másrészt az ezeket finanszírozó hosszú lejáratú források aránya növekedett.

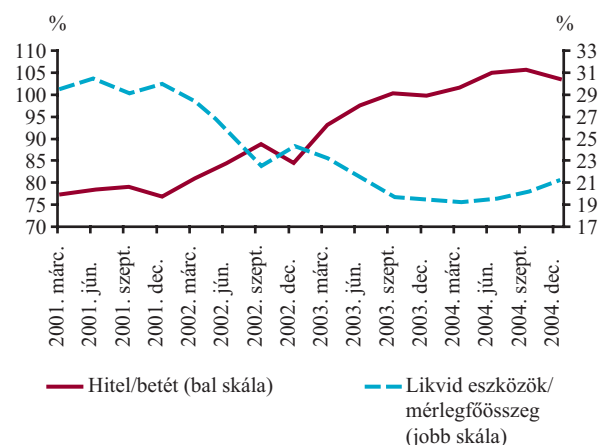
A bankszektor amellett, hogy javult a likviditási helyzete, továbbra is jelentős mértékű strukturális likviditásfelesleggel rendelkezik, ami jelentősen megkönnyíti a likviditás menedzselését. Emiatt a likviditás feszülése még a korábbi években sem okozott jelentős problémát. Hozzá kell azonban tenni, hogy a fölös likviditás bankok közti eloszlása meglehetősen aszimmetrikus. Számos bank ugyanis már jelenleg is jelentős mértékben támaszkodik pénzüpi forrásokra. A 2004-es folyamatok így elsősorban

ezeknek a bankoknak a likviditási kockázatát enyhítették.

A likviditási helyzet javulását azonban átmenetinek tekintjük. Az elkövetkező időszakban a folytatódó hosszú lejáratú hitelezés, illetve a betétek arányának valószínűsíthető további csökkenése miatt a már jelenleg is likviditáshiányos bankoknak minden bizonnyal újra nagyobb mértékben kell pénzüpi forrásokra támaszkodni.

### II-22. ábra

A bankrendszer likviditási helyzetének alakulása



Forrás: MNB.

### II. 4. A bankrendszer pénzügyi helyzete

A bankrendszer jövedelmezőségének jelentős javulása nyomán a bankok pénzügyi helyzete tovább erősödött. A belső tőkeakkumuláció magas szintjének köszönhetően a korábbi évek tendenciáitól eltérően megtört a bankrendszer tőke-megfelelési mutatójának csökkenése. A bankok magas jövedelmezősége és tőkehelyzetének erősödése stabilitási szempontból kedvező folyamat, mert javítja a bankrendszer sokkokkal szembeni ellenálló képességét.

A kedvező képet árnyalja, hogy a kiugró jövedelmezőség a bankok kockázatvállalási hajlandóságának emelkedésével párosul. A stabil jövedelmezőség fenntartásához elengedhetetlen, hogy a bankok megfelelően beárazzák a „retail” piaci nyitással vállalt addicionális kockázatokat, amit megnehezíthet a verseny erősödése. Emellett középtávon fontos kihívást jelent, hogyan alkalmazkodnak majd a bankok az alacsonyabb kamatkörnyezet-höz. A kamatcsökkenés, párosulva a verseny erősödésével, a kamatmarzs szűkülése felé hat. A megfelelő jövedelmezőség fenntartása érdekében emiatt jobban előtérbe kerülhet a költséghatékonyság javítása.

#### II. 4. 1. Jövedelmezőség

##### *Tovább javuló banki jövedelmezőség<sup>38</sup>*

A bankrendszer jövedelmezőségének javulása folytatódott 2004-ben, a bankok adózott eredménnyel számított 25,4 százalékos tőkearányos

nyeresége a konszolidáció utáni időszak legmagasabb értéke. Kedvezőnek tekinthető emellett, hogy a teljesítmény előző évi javulása az alacsony-közepes jövedelmezőségi kategóriákban is számottevő volt. A látványos eredményjavulás értékelésénél azonban fontos felhívni a figyelmet arra, hogy ahhoz részben nem tartós tényezők, ill. a bankok növekvő kockázatvállalási hajlandósága is hozzájárult. Egyrészt, az eredményjavulás egy része a 2004. évi magasabb átlagos kamatszintnek köszönhető, másfelől a hitelezésben megfigyelhető a kockázatosabb szegmensek, ill. termékek (pl. devizahitelezés) irányába való eltolódás. A lakáshitelezés dinamikájának visszaesése ellenére a jelzáloghitelezés jövedelemtermelésben játszott szerepe továbbra is jelentős maradt.

Az elmúlt évek nagymértékű jövedelmezőség-javulásában mind a bevételtermelő képesség erősödése, mind a költséghatékonyság javulása jelentős szerepet játszott.<sup>39</sup> Emellett, a két tényező relatív súlyát vizsgálva megfigyelhető a költséghatékonyság-javítás szerepének erősödése 2003–2004-ben (II-23. ábra). Utóbbi folyamatot kedvezőnek ítéljük, mivel a költséghatékonyság javulása tartósan járul hozzá a bankok pénzügyi helyzetének erősödéséhez.

A bevételtermelő képesség javulását illetően viszont már árnyaltabb a kép. A bruttó jövedelem/összes eszköz arány változását befolyásoló két fő tényező alakulását összevetve megállapítható, hogy a jövedelemtermelő képesség erősödése elsősorban a bankok nagyobb kockázatvál-

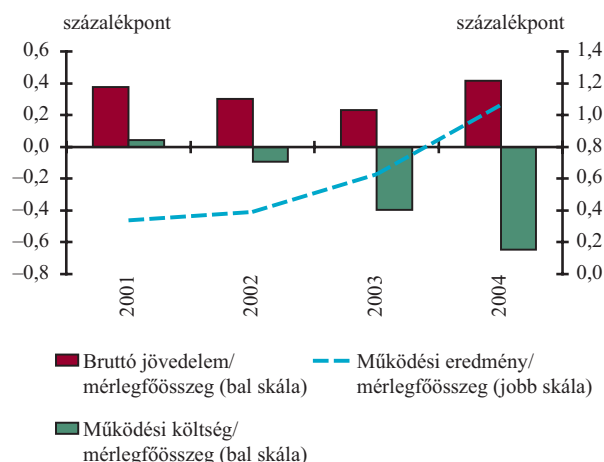
<sup>38</sup> A bankrendszeri jövedelmezőségi tendenciák elemzésében a 2004. évi aggregált adatoknál az év közben fúzió miatt megszűnő két bank évközi halmozott adatait is figyelembe vettük.

<sup>39</sup> Mivel a jövedelmezőség javulásában a céltartalékolási költségek változásának az időszak egészét tekintve csak kis szerepe volt, itt csak a (céltartalékolás nélkül számított) működési eredmény alakulását bontjuk komponenseire.

## II-23. ábra

A bankrendszer működési eredményének és összetevőinek kumulált változása 2001–2004 között a mérlegfőösszeg arányában

(2000=100%)

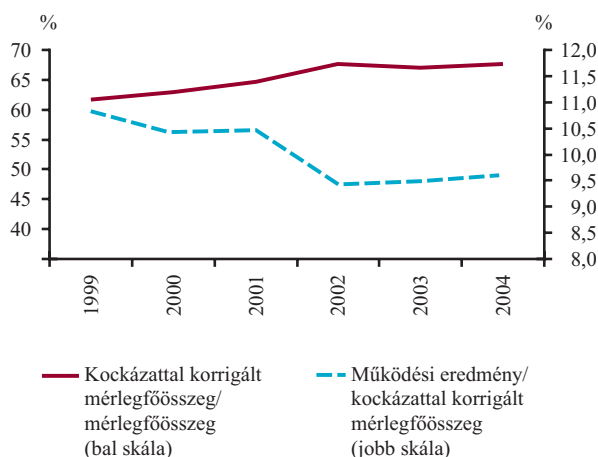


Forrás: MNB.

alási hajlandóságával magyarázható.<sup>40</sup> Ezt jelzi, hogy a kockázattal korrigált mérlegfőösszeg aránya 1999–2004 között szignifikánsan emelkedett, döntően a magánszektorban nyújtott hitelek gyors felfutásának köszönhetően.<sup>41</sup> Ugyanezen időszakban a működési eredmény korrigált mérlegfőösszeghez viszonyított aránya csökkenést mutat, bár szintje még mindig magas maradt és az elmúlt két évben stabilizálódott (II-24. ábra). Figyelembe kell venni azonban, hogy a csökkenő trend megtorpanásában meghatározó szerepe volt a lakáshitelezés felfutásának. Ez elsősorban azért teszi kedvezőbbé a képet, mert a lakáshitelek nagyobb részén a támogatási feltételek szigorítása előtti, a jelzáloghitelezés viszonylag mérsékelt kockázatával összhangban nem álló, magas kamatmarzsot realizál a bankrendszer.

## II-24. ábra

A kockázattal korrigált mérlegfőösszeg a mérlegfőösszeg arányában, illetve a működési eredmény a korrigált mérlegfőösszeg arányában



Forrás: MNB.

## Kamateredmény és nem kamatjellegű bevételek gyors bővülése

A bruttó jövedelem növekedésének forrásait vizsgálva 2004-ben mind a kamat-, mind a nem kamatjellegű jövedelem oldalán erőteljes bővülés figyelhető meg. A nettó kamatbevétel 25 százalékos emelkedése a még mindig dinamikus, bár lassuló ütemű hitelnövekedésnek és a nemzetközi összehasonlításban már eddig is magasnak számító kamatmarzs kismértékű szélesedésének köszönhető.<sup>42</sup> A magas kamatmarzs fennmaradását elsősorban a látra szóló betétek piaci hozamokhoz mért különbözetének számottevő növekedése segítette (II-25. ábra). A látra szóló betéti marzsok alakulása ugyanis a rugalmatlan árazás miatt jelentős mértékben függ a piaci kamatszint változától. A látra szóló betéti marzs jelentős szélese-

<sup>40</sup> Ebben a fejezetben a bruttó jövedelem és bevétel kifejezéseket hasonló értelemben használjuk. A bankok bevétele (bruttó jövedelme) alatt a nettó kamatjövedelem, a nettó jutalék- és díjeredmény, a pénzügyi műveletek eredménye és a kapott osztalék összegét értjük.

<sup>41</sup> A bankok kockázattalállási hajlandóságát a tőke megfelelés számításához használt korrigált mérlegfőösszeg és a mérlegfőösszeg arányával közelítettük.

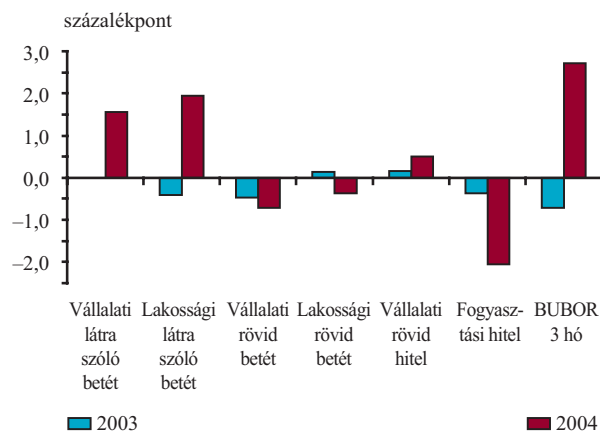
<sup>42</sup> A kamatmarzsot itt a nettó kamatjövedelem átlagos mérlegfőösszeghez viszonyított arányként értelmezzük.



déséből becsléseink szerint az éves kamatjövedelem növekményének mintegy harmada származott. Szintén a marzs szélesedése irányába hat a hitelezés struktúrájának kockázatosabb szegmensek felé való további eltolódása, különös tekintettel a kkv-, ill. a fogyasztási hitelezésre.<sup>43</sup> A kamatmarzs szűkülése felé hat viszont a vállalati és lakossági lekötött betétekért folyó banki verseny erősödése, amelynek nyomán megfigyelhető a betéti kamatok piaci hozamtól vett különbözetének csökkenése.

### II-25. ábra

**Betéti és hitelmarzsok, illetve a BUBOR éves átlagos változása 2003–2004-ben<sup>44</sup>**



*Megjegyzés: a vállalati és lakossági betéteknél egy évnél rövidebb lejáratú lekötött betétekre, a vállalati hitelnél változó kamatozású vagy legfeljebb egyéves kamatfixálású hitelekre.*

*Forrás: MNB.*

A nem kamatjellegű jövedelem hozzájárulása a bevételnövekedéshez továbbra is erőteljes, amit jelez a nettó nem kamatjellegű bevételek 23 százalékos bővülése. Jelentős átrendeződés figyelhető meg viszont a nem kamatjellegű bevételek struktúrájában a volatilisabb jövedelemforrásnak számító pénzügyi műveletek eredménye javára. Ez döntően a devizatételeken és -műveleteken elszámolt eredmény megugrásának köszönhető. A nem kamatjellegű bevételek legstabilabb komponensének tekinthető jutalékeredmény növekedési

üteme viszont visszaesést mutat, ami elsősorban a lakáshitelezés lelassulásához köthető. A jövedelemstruktúra egészét tekintve, a nettó kamateredmény dinamikus bővülése nyomán megtorpant a korábbi években megfigyelhető eltolódás a nem kamatjellegű bevételek felé.

### Javuló költséghatékonyság

A bankrendszer költséghatékonyságának folytatódó javulását tükrözi, hogy a működési költségek emelkedése elmarad mind a mérlegfőösszeg, mind a bevételek növekedésétől. A bankok költséghatékonyságának javulása elsősorban abból fakad, hogy az ügyfélhitelezés és különösen a lakossági hitelezés felfutása nyomán hatékonyabban tudják kihasználni meglévő kapacitásaikat (lásd a bankrendszeri költséghatékonyság és a banki közvetítés közötti kapcsolatról szóló keretes írást). Ennek nyomán, a bankrendszer elmúlt két-évi hatékonyságjavulása a működési költségek reálértékének számottevő növekedése ellenére következett be.

A költségszerkezetet tekintve éles kontrasztot mutatkozik a személyi, illetve a nem személyi jellegű ráfordítások alakulásában. A költséghatékonyság javulása ugyanis döntően a nem személyi jellegű ráfordítások visszafogottabb emelkedésének köszönhető (II-26. ábra). Ezzel szemben a személyi ráfordítások mérlegfőösszeghez viszonyított aránya meglehetősen stabilan alakul, a bankok ezen a téren nem tudtak jelentős költségmegtakarítást felmutatni. Ez részben azzal magyarázható, hogy 2000–2004 között megtorpant a bankrendszeri alkalmazotti létszám csökkenő trendje. A lakáshitelezés felfutása, egyes bankok lakossági üzletág felé való nyitása létszámnövekedést indukált, bár ezt jelentős részben ellensúlyozták az időszakban

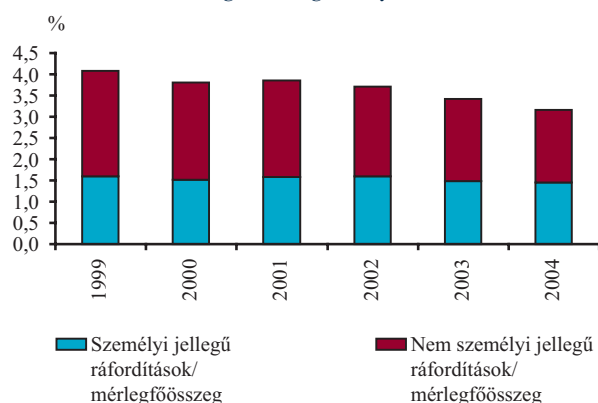
<sup>43</sup> A fogyasztási hitelek marzsa szűkült ugyan 2004-ben, de még mindig magas szinten (10 százalékpont fölött) maradt.

<sup>44</sup> Betéti marzs: BUBOR-betéti kamat. Hitelmarzs: hitelkamatozás-BUBOR.

lezajló fúziókhoz kapcsolódó létszámleépítések. Ugyancsak fontos szerepe volt az egy főre jutó személyi költségek jelentős reálnövekedésének, amelynek éves átlagos üteme 8 százalékos volt 2000–2004 között.

## II-26. ábra

**A bankrendszer személyi és nem személyi jellegű ráfordításai a mérlegfőösszeg arányában**



Forrás: MNB.

A bankrendszeri szintű jelentős hatékonyságjavulás mellett fontos megemlíteni, hogy a költség-hatékonyság előző évi alakulása tekintetében jelentős a bankok közötti heterogenitás. Egyes bankok költségei az átlagosnál gyorsabban emelkednek a lakossági piaci pozíciók erősítése érdekében eszközölt kapacitásnövelő beruházások nyomán. Ezen bankok létszáma és fiókhálózata az utóbbi időben bővülést mutat. A kapacitásnövelő beruházások csak átmenetileg hatnak a költséghatékonysági mutatók romlása irányába, feltéve, hogy a piacszerzésre törekvő bankok reálisan mérték fel a jövőbeni volumennövekedés lehetőségeit. A bankrendszer költséghatékonyságát illetően kedvező irányba hatnak viszont az előző évben lezajlott fúziók, amelyek létszámleépítéssel és fiókbezárásokkal jártak együtt.

## II-4. keretes írás: A bankrendszer költséghatékonysága és a banki közvetítés mélysége

A banki jövedelmezőség elmúlt időszakban megfigyelhető jelentős javulásában mind a bevételtermelő képesség erősödése, mind a költséghatékonyság javulása fontos szerepet játszott. Középtávon a kamatkonvergencia folytatódása és a verseny további erősödése jelentős kihívás elé állítja a bankokat. A kamatmarzs emiatt várható szűkülése ugyanis tartósabban visszafoghatja a hazai bankok legjelentősebb bevételi forrásának növekedését. Nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy a kamatmarzs jelentős szűkülésének negatív jövedelmezőségi hatását elsősorban a költséghatékonyság javításával tudták ellensúlyozni a bankok. Azokban a GMU-országokban, ahol az euróövezeti csatlakozást megelőző kamatkonvergencia viszonylag magas kamatszintről indult, a nagymértékű kamatesökkenés a kamatmarzs jelentős

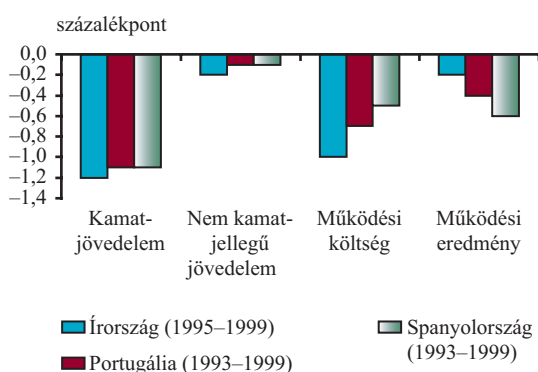
szűkülésével járt együtt. Ezen országokban a jövedelmezőség csökkenésének visszafogásában fontos szerep hárult a költséghatékonyság javítására (II-27. ábra).

A magyar bankrendszer az elmúlt időszakban jelentős előrelépést tett a hatékonyság javításában. Ennek ellenére a működési költségek mérlegfőösszeghez viszonyított aránya még mindig magas, több mint duplája az EU-15 országok átlagának. Ez arra utal, hogy továbbra is jelentős tere van a hazai bankok költséghatékonyság-javításának. Kiterjedt országmintán végzett empirikus vizsgálatok eredményei azt mutatják, hogy a pénzügyi közvetítés mélysége pozitív kapcsolatban van a költséghatékonysággal.<sup>45</sup> Ennek egyik lehetséges magyarázata, hogy a banki közvetítés nagyobb mélysége intenzívebb versennyel jár együtt, ami

<sup>45</sup> Lásd a következő tanulmányokat: Asli Demirgüç-Kunt–Harry Huizinga (1998): „Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence” World Bank, Policy Research Working Paper 1900, illetve Bossone, Biagio–Lee, Jong-Kun (2004): „In Finance, Size Matters: The Systemic Scale Economies Hypothesis”, IMF Staff Papers Vol. 51, No. 1

### II-27. ábra

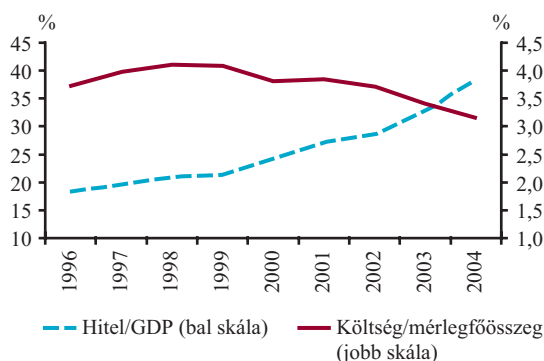
A működési eredmény és összetevőinek változása a mérlegfőösszeg arányában néhány GMU-országban az eurócsatlakozásig tartó időszakban



Megjegyzés: működési eredmény = kamatjövedelem + nem kamatjellegű jövedelem – működési költségek  
Forrás: OECD.

### II-28. ábra

A banki közvetítés mélyülése és a költség/mérlegfőösszeg aránya



Megjegyzés: a hitel/GDP arány átlagos hitelállománnyal számítva; a hitelek a nem pénzügyi vállalatoknak, a háztartásoknak és az egyéb pénzügyi közvetítőknek nyújtott hiteleket tartalmazzák.

Forrás: MNB.

hatékonyabb működésre kényszeríti a bankokat és leszorítja a költségeket. Egy másik hipotézis szerint a mérethatékonysági előnyök az egyedi bankok analógiájára rendszerszinten is értelmezhetőek („systemic scale economies”), emiatt a nagyobb (ill. mélyebb) piacon működő bankok költségei alacsonyabbak.

A fentiek azt sejtetik, hogy a magyar bankrendszer hatékonyságbeli lemaradása a banki közvetítés mélységének folyamatos növekedésével párhuzamosan csökkenni fog. Ezt a várakozást támasztja alá a költséghatékonyság elmúlt kétévi markáns javulása, ami elsősorban a banki közvetítés gyorsuló mélyülésének köszönhető. Noha a bankok költségei reálértéken 9, illetve 4 százalékkal nőttek 2003–2004-ben, ezt jóval túlkompenzálta a hitel/GDP arány csaknem 10 százalékpontos emelkedése ugyan ezen időszakban. Az ügyfélhitelezés – s elsősorban a lakáshite-

lezés – gyors felfutása nyomán ugyanis a bankok hatékonyabban tudják kihasználni meglévő kapacitásaikat (II-28. ábra).

Hosszabb távra előretékelve, stabilitási szempontból fontosnak tartjuk, hogy a bankok alacsonyabb kamatkörnyezethez való alkalmazkodása elsődlegesen a költséghatékonyság további javítása segítségével valósuljon meg. A banki közvetítés mélyülésének természetes folyamata a jövőben tovább segítheti a költségek mérlegfőösszeghez viszonyított arányának leszorítását. A közvetítés mélységének várhatóan folytatódó növekvő trendje mellett azonban megnőtt a kockázata annak, hogy a banki közvetítés mélyülése lassulni fog az előző kétévihez képest. Ennek megfelelően a költséghatékonyság javításában az elmúlt évekhez képest nagyobb szerep hárulhat a bankok szigorúbb költséggazdálkodására.

## Romló portfólióminőség és emelkedő céltartalékolási költségek<sup>46</sup>

A jövedelmezőségi folyamatok egyetlen negatív eleme, hogy az értékvesztés és céltartalékváltozás eredményrontó hatása abszolút érteken jelentős növekedést mutat az előző évhez képest. A hitelek utáni értékvesztés változása (korrigálva az általános kockázaticéltartalék-képzéssel) a mérlegfőösszeg arányában mérsékelt növekedést mutatott 2004-ben, összhangban a portfólióminőség kismértékű romlásával. A nem teljesítő hitelek aránya ugyanis a vállalati hitelportfólió minőségének romlása miatt mérsékeltten emelkedett 2004-ben (II-29. ábra).

A céltartalékolási költségek változása és a céltartalékolás előtti eredmény közötti kapcsolat időbeli (1999–2004) alakulását a bankrendszer egészére vizsgálva úgy tűnik, hogy a bankok jellemzően nem használják jövedelemsimításra a céltartalékolást.<sup>47</sup> A bankok viselkedését azonban jelentős heterogenitás jellemzi e tekintetben. Bár az

aggregált adatok 2004-ben nem utalnak jövedelemsimításra, a bankok jelentős részénél mégis megfigyelhető, hogy a működési eredmény jelentős javulásával egyidejűleg a korábbinál nagyobb mértékben növelték céltartalékolásukat. Néhány bank azonban jóval kisebb mértékben növelte céltartalékolását, mint amennyire a működési eredmény – esetenként – kiugró mértékű bővülése lehetővé tette volna.

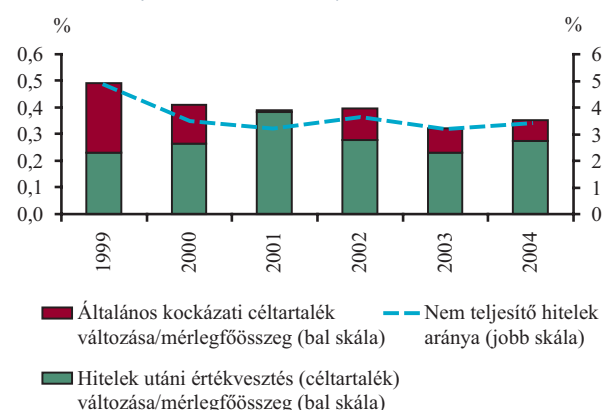
## Jövedelmezőségi kilátások

A kamatjövedelem 2005-ben várható alakulását tekintve úgy ítéljük meg, hogy erősebb lehet a nettó kamatbevétel növekedését fékező tényezők hatása. A kamatjövedelem növekedésének lassulása felé hat a látra szóló betéti marzsok kamatszökkenéssel együttjáró jelentős szűkülése, a vállalati és lakossági hitelezés várható további lassulása, illetve a korábbi kiemelkedően magas marzs mellett nyújtott hitelek arányának folytatódó csökkenése a bankok lakáshitel-állományán belül. Az előbbi tényezőket részben ellensúlyozhatja a banki hitelezés kockázatosabb szegmensek felé való további eltolódása. A bankok a nettó kamateredmény várhatóan lassuló növekedése miatt kieső bevételeket részben a jutalékok és díjtételek emelésével igyekeznek kompenzálni, és ez a jutalékeredmény jövedelemtermeléshez való növekvő hozzájárulását valószínűsíti az átmeneti visszaesés után.

A bevételnövekedés esetleges lassulása nyomán a magas jövedelmezőség fenntartásában nagyobb szerep hárulhat a működési költségek növekedésének visszafogására. 2005-ben folytatódhat a céltartalékolási költségek növekedése,

## II-29. ábra

A céltartalékolási költségek a mérlegfőösszeg arányában és a nem teljesítő hitelek aránya



Megjegyzés: A nem teljesítő hitelek aránya a nem pénzügyi vállalati és háztartási portfólióra vonatkozik.

Forrás: MNB.

<sup>46</sup> Céltartalékolási költségek változásaként a hitelek utáni értékvesztés és az általános kockázati céltartalék változását vesszük figyelembe.

<sup>47</sup> A kapcsolatot torzíja azonban az általános kockázaticéltartalék-képzési szabályok változása. Az általános kockázati céltartalékot 1999-ig kellett feltölteniük a bankoknak a korrigált mérlegfőösszeg 1,25 százalékáig. 2000-ben ezt a szintet még kötelező volt fenntartani, 2001-től viszont a képzés már csak opcionális.

## II. A bankrendszer stabilitása

elsősorban a vállalati hitelportfólió minőségének várható további romlása miatt. Ebben a tekintetben kockázati tényezőt jelenthet a gazdasági növekedés vártnál jelentősebb mértékű lassulása, illetve egyes ágazatokra jellemző fizetési problémák. Mindent egybevetve azonban úgy ítéljük meg, hogy a bankok jövedelemtermelő képessége továbbra is erős marad, így rövid távon nem várható a banki jövedelmezőség számottevő romlása.

A fenti tényezők mellett fontos megemlíteni, hogy az adózott eredményt csökkenti majd 2005–2006-ban a bankokat érintő különadó. A 2004. évi eredményadatok alapján becsülve ez évente 20 milliárd forint körüli többletjövedelem-elvonást jelentene a bankrendszer szintjén. A banki különadó átmeneti bevezetése negatívan hat a banki jövedelmezőség és ezzel a belső tőkeképződés stabilitására. Mivel a hazai bankok működési eredménye várhatóan továbbra is magas marad, nem számítunk arra, hogy a nagyobb jövedelemelvonásnak számottevő rendszerstabilitási következményei lehetnek.

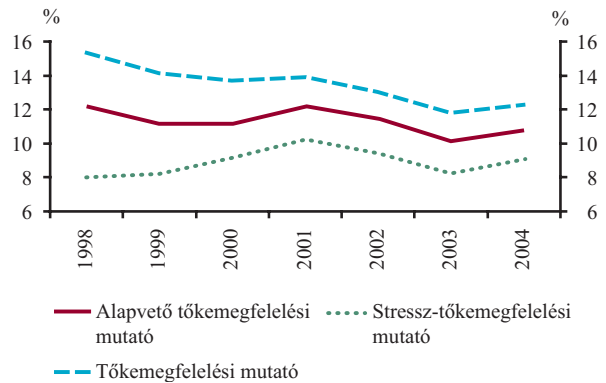
### II. 4. 2. Tőkehelyzet

A bankok tőkehelyzete stabil maradt, a bankrendszer 2004. végi tőke megfelelési mutatója (várhatóan) meghaladja a 12 százalékot.<sup>48</sup> Stabilitási szempontból pozitív fejlemény a tőke megfelelési mutató és az alapvető tőke megfelelési mutató mérsékelt emelkedése az évek óta tartó tendenciaszerű csökkenést követően (II-30. ábra).<sup>49</sup> Az alapvető tőke alapú stressz-tőke megfelelési mutató emelke-

dése a bankrendszer javuló sokkálló képességét jelzi egy szélsőséges scenáriót feltételezve is.<sup>50</sup>

### II-30. ábra

A bankrendszer tőke megfelelési mutatói



Megjegyzés: A stressz-tőke megfelelési mutató számításánál az alapvető tőke megfelelési mutató számlálóját és nevezőjét is korrigáltuk a nem teljesítő mérlegtételek nettó értékével.

Forrás: MNB.

Szintén kedvezőnek értékelhető, hogy a tőkenövekedés elsődleges forrása továbbra is a belső tőkeakkumuláció, a bankok magas jövedelmezőségének és a tulajdonosok által visszaforgatott nyereség magas arányának köszönhetően. A bankrendszer stressztűrő képességének erősödését jelzi, hogy a tíz legnagyobb bank közül már hat bank stressz-TMM-je haladja meg a 8 százalékot (II-31. ábra). A „vonal alatt” maradó bankok viszont jellemzően nem javítottak helyzetükön és két nagybank továbbra is kevés stabil (alapvető tőke típusú) pufferral rendelkezik egy jelentős hitelsokk átveszélésére.

A bankrendszer tőke helyzetének kedvező alakulása ellenére fontosnak tartjuk kiemelni, hogy a tőke megfelelés bankok közötti szórása továbbra is számottevő. Néhány nagybank tőke meg-

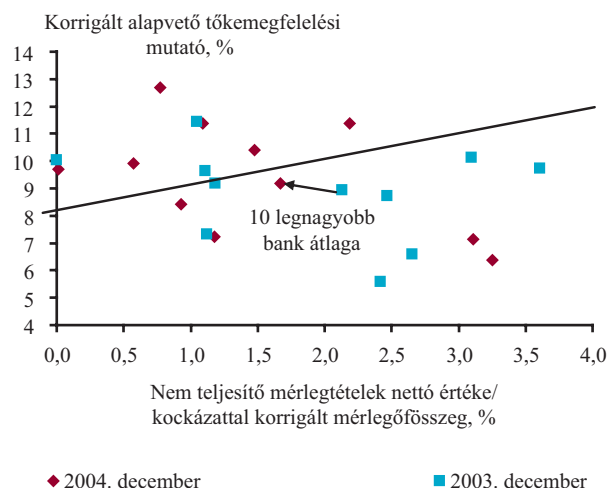
<sup>48</sup> A 2004. végi becsült mutatót a nem auditált pozitív adózott eredmény 70 százalékának visszaforgatásával számítottuk, kivéve ha a várható osztalékfizetésről a jelentés megírásakor rendelkezésre álló információk ennél alacsonyabb arányt indokolnak.

<sup>49</sup> Mivel a törvényi szabályozás a devizaárfolyam-, áru- és kereskedési könyvi kockázat tőkekövetelményét kivette a mutató számításából és ezáltal a mutatóhoz rendelt szankcionálási intézkedések hatóköre alól, a hitelkockázaton felüli tőkekövetelményeknek való megfelelés vizsgálatára az időbeli összehasonlíthatóság érdekében elemzéseinkben továbbra is a 2002-ig hatályos tartalmú tőke megfelelési mutatót használjuk.

<sup>50</sup> A stressz-tőke megfelelési mutató számításánál azt feltételeztük, hogy egy esetleges sokk nyomán a bankoknak a jelenlegi nem teljesítő portfólió nettó értékét teljes mértékben le kell írnia veszteségként.

## II-31. ábra

**A tíz legnagyobb bank alapvető tőke megfelelési mutatója és a nem teljesítő mérlegtételek a korrigált mérlegfőösszeg arányában**



Forrás: MNB.

felelési mutatója a növekvő belső tőkeakkumuláció mellett is csak 9 százalék körül maradt 2004 végén.<sup>51</sup> A 10 százalékos tőke megfelelési mutató alatt működő bankok piaci részaránya nemzetközi összehasonlításban viszonylag magasnak tekinthető. Az EU-15 országok bankjaira ez az arány csak 10,5 százalék, míg a tíz új EU-tagország bankjaira 14 százalék volt 2003-ban, szemben a magyar bankrendszer 25 százalékos

mutatójával. Szintén említésre méltó, hogy ez az arány az utóbbi évek kiemelkedő bankrendszeri jövedelmezősége ellenére stabilizálódott egy magasabb szinten.

A feszítettebb tőke megfelelés mellett működő bankok számára kockázatot jelenthet, hogy kisebb pufferrel rendelkeznek a váratlan sokkok kivédésére. Rövid távon azonban az ebből fakadó kockázatot mérsékeltnak ítéljük. Egyrészt a bankok jövedelemtermelő képessége továbbra is erős marad és lassuló eredménynövekedés mellett is biztosítható a megfelelő belső tőke képződés. Másrészt a stabil tulajdonosi háttér miatt a hazai bankok váratlan sokk esetén is nagy valószínűséggel számíthatnak az anyabanki tőkeemelésre. Hosszabb távra előretekintve, a bankok tőkemenedzsmentje számára fontos kihívást jelenthet az új Bázeli II tőkeszabályozás bevezetése. Bár az új tőkeszabályozás számos kedvező hatással járhat, egyes vélemények szerint negatív mellékkövetkezményként hozzájárulhat a tőkevolatilitás növekedéséhez. Emiatt a jelenleg feszítettebb tőke megfelelés mellett működő bankok számára a bevezetésig tartó felkészülési periódusban (2005–2006) fontosabbá válhat a minimumkövetelmény feletti tőkepuffer növelése.

<sup>51</sup> Emellett, néhány nagyobb bank évközi (az adott évi eredményt még nem tartalmazó) tőke megfelelési mutatója csak mérsékelten haladja meg a 8 százalékos minimumkövetelményt.

### III. Aktuális kérdések







## III. 1. A nem banki pénzügyi közvetítő rendszer kockázatai

Magyarországon az elmúlt években a nem banki pénzügyi közvetítés szerepe fokozatosan növekvő tendenciát mutat.<sup>52</sup> A pénzügyi vállalkozások a háztartások és vállalatok finanszírozásában vesznek részt egyre nagyobb súllyal.<sup>53</sup> A szektor által nyújtott finanszírozás néhány év alatt megduplázódott, és a 2004. évi átlagos kihelyezésállomány meghaladta a GDP 6 százalékát. Az intézményi befektetőknél elhelyezett háztartási megtakarítások aránya is folyamatosan növekszik, 1998-ban a GDP alig 3 százalékát, 2004-ben már 13 százalékát tette ki. A nem banki pénzügyi közvetítői szektor vállalkozásainak meghatározó hányada tulajdonlasi és egyéb viszonyokon keresztül sokrétűen kapcsolódik a bankokhoz, így tevékenységük és kockázataik bemutatása a bankrendszer elemzésének szerves kiegészítését képezi.

A nem banki pénzügyi közvetítők stabilitási jelentőségét elsősorban az adja, hogy a nem pénzügyi magánszektor nettó pénzügyi vagyonának alakulására jelentős hatást fejtenek ki a finanszírozáson és megtakarítási alternatívák nyújtásán keresztül. Szektorszinten közvetlen stabilitási kockázatuk általában csekély. Ma Magyarországon aggodalomra okot adó tényezőket a pénzügyi vállalkozások tevékenységében tapasztalhatunk, valamint a nyugdíjpénztárak esetében láthatók bizonyos működési problémák.

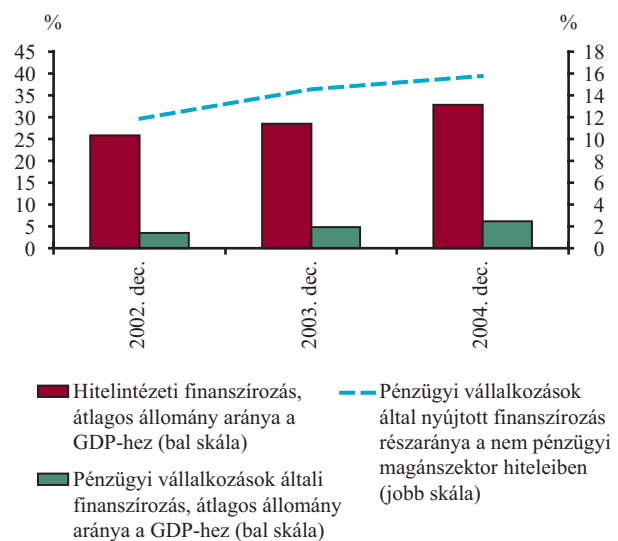
### III. 1. 1. Pénzügyi vállalkozások

#### *A pénzügyi vállalkozások szerepe a nem pénzügyi magánszektor finanszírozásában*

A pénzügyi vállalkozások egyre nagyobb szerepet töltenek be a nem pénzügyi magánszektor finanszírozásában a bankok rovására, 2004 végén részesedésük már közel 16 százalék volt (III-1. ábra). Jelentőségük különösen nagy a háztartások fogyasztási hitelezésében, ezen belül elsősorban

#### III-1. ábra

**A nem pénzügyi magánszektor hitelei a GDP arányában, és a pénzügyi vállalkozások által nyújtott finanszírozás részaránya**



Forrás: PSZÁF.

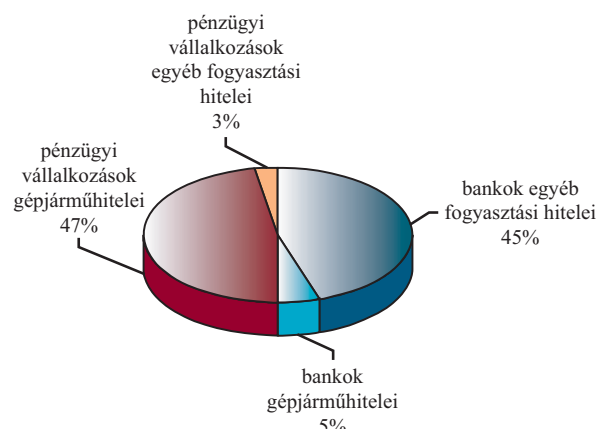
<sup>52</sup> A nem banki pénzügyi közvetítőknél elemzett intézmények köre azonos a korábbi évek jelentéseiben szereplőkkel (pénzügyi vállalkozások, életbiztosítók, nyugdíjpénztárak, befektetési alapok).

<sup>53</sup> A pénzügyi vállalkozások elemzése a PSZÁF–MNB együttműködési megállapodás alapján kapott, a pénzügyi vállalkozások számára előírt PSZÁF-adatszolgáltatáson alapul.

a gépjármű-hitelezésben: a háztartások 860 milliárd forintos gépjárműhitel-állományának több mint 90 százalékát a pénzügyi vállalkozások által nyújtott hitelek adták (III-2. ábra).

## III-2. ábra

**A fogyasztáshitel-piac megoszlása a bankok és pénzügyi vállalkozások között, 2004. december**



Forrás: PSZÁF.

### A pénzügyi vállalkozások és a gépjármű-hitelezés kockázatai

A pénzügyi vállalkozások szektorában az elmúlt években agresszív verseny bontakozott ki a gépjármű-hitelezés piacán, amely kifejezetten nagy kockázatú termékek megjelenésében és a hiteleken realizált marzs alacsonnyá válásában csúcsosodott ki 2004 elejére. A hitelezési standardok lazulása mellett bekövetkező erőteljes növekedés negatív hatása 2003-ban már megmutatkozott a portfólió romlásában. 2004-ben a szektor egy részénél – döntően a banki háttérű vállalkozásoknál – már a jövedelmezőség is visszaesést mutat, részben a nagyobb összegű értékvesztés elszámolások, részben a magas szinten állandósuló

dealeri jutalékok és alacsonyabb marzsok következtében. Az év második felében a folyamatok a normalizálódás irányába mozdultak el, a marzsok kissé emelkedtek, de továbbra is fennáll több komoly kockázati tényező. A szektor portfóliójából adódó magas hitelkockázati kitettség jelentősen növeli a bankrendszer hitelezési kockázatát.

A szektort erős koncentráció jellemzi, a 210 pénzügyi vállalkozásból a 10 legnagyobb vállalkozói csoport az ügyfélkövetelés-állomány közel 90 százalékával rendelkezik. A bankok érdekeltsége a szektorban nagyon erős: a banki háttérű pénzügyi vállalkozások<sup>54</sup> számban a szektor egyötödét adják, ugyanakkor a szektor mintegy 1600 milliárd Ft nagyságú mérlegfőösszegének 70 százalékát mondhatják magukénak, a 10 legnagyobb csoportból 9 banki háttérű. 2004-re a domináns banki háttérű vállalkozások mellett markánsan kirajzóldtak egy újabb vállalkozáscsoport körvonalai, melyet az ún. „captive finance” cégek<sup>55</sup>, azaz a nemzetközi piacon jelentősnek számító, nem banki pénzügyi intézmények leányvállalatai alkotnak. Ez a csoport számban a piac egy tizedét képviseli, ugyanakkor piaci részesedése 22 százalékra emelkedett 2004-ben. A nemzetközi pénzügyi szolgáltatói csoport jelentősen hozzájárult a szektorban tapasztalható piaci verseny kiéleződéséhez.

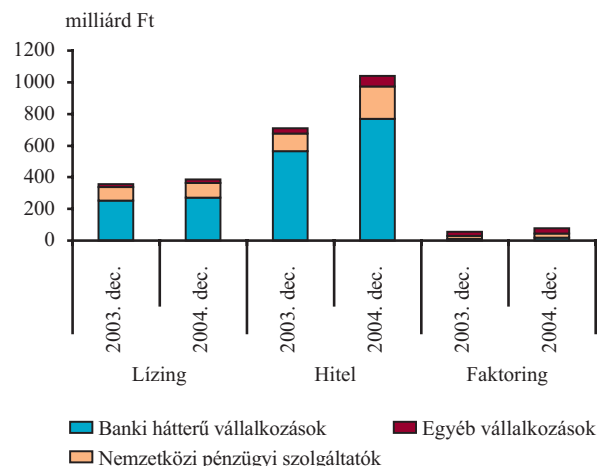
A pénzügyi vállalkozások tevékenységében az elmúlt években a hitelezés vált a növekedés fő forrásává, miközben a faktoring, illetve a hagyományosnak számító lízingüzletágak kihelyezései csak mérsékelt emelkedést mutattak (III-3. ábra). 2004-ben a szektor kihelyezéseinek közel 400 milliárd Ft-os bővüléséből a gépjárműhitelek növekedése

<sup>54</sup> Banki háttérűnek tekintünk egy pénzügyi vállalkozást, ha egy hitelintézetnek vagy egy hitelintézet anyabankjának közvetlenül vagy közvetetten a tulajdonában van, illetve meghatározó irányítása alatt áll.

<sup>55</sup> A „captive finance” kifejezést a gépjármű-finanszírozással foglalkozó, nem banki nemzetközi pénzügyi intézményekre szokták használni. A továbbiakban „nemzetközi pénzügyi szolgáltatók” elnevezéssel fogunk hivatkozni arra a kiemelt pénzügyi vállalkozás csoportra, melynek tagjai gépjármű-finanszírozással foglalkoznak és tulajdonosaik „captive finance” cégek, illetve egyéb finanszírozással (személyi hitel, áruhitel, faktoring) foglalkoznak és tulajdonosaik szintén nemzetközi finanszírozó társaságok.

### III-3. ábra

A pénzügyi vállalkozások kihelyezéseinek megoszlása üzletágak és fő vállalkozáscsoportok szerint<sup>56</sup>



Forrás: PSZÁF.

már mintegy 75 százalékot tett ki. Bár a növekedési ütem 2003-hoz képest lassult, ez nem a hitelezési standardok szigorodásából fakadt, hanem a piac telítődésének eredménye.

A gépjármű-hitelezési tevékenységben az elmúlt években tapasztalt kockázati tényezők 2004-ben is fennmaradtak. Továbbra is számos vállalkozás nyújt alacsony önrész melletti finanszírozást, bár a korábbi rossz tapasztalatok és veszteségek miatt néhány extra kockázatu konstrukció (pl. „roncsautó”-beszámítás) nyújtásától 2004-ben a legtöbb vállalkozás visszalépett. Az alacsony önrész a rosszabb jövedelmi helyzetű, kockázatosabb háztartásokat vonzza, továbbá nagyobb valószínűséggel fordulhat elő, hogy a fennálló tartozás meghaladja a gépjármű piaci értékét, így a hitel eszközzel való fedezettsége fokozatosan csökken. A használtautó-finanszírozás hasonló gondokat hordoz magában.

A gépjármű-finanszírozás kockázatosságát növeli az árazás terén kialakult jutalék- és kamatháború. 2004-ben az autókereskedőknek fizetett jutalék aránya a megelőző években kialakult magas szinten stabilizálódott (a szerződött összeg 6-10 százaléka). A piacszerzés érdekében az év elején drasztikusan visszaesett kereslet fellendítésére először a nemzetközi pénzügyi szolgáltatók, majd a banki háttérű vállalkozások is soha nem látott alacsony kamatu és THM-es akciós konstrukciókkal léptek a piacra. A második félévben megkezdődött a marzsok lassú visszarendeződése.

A hitelezési kockázatot fokozza a devizaalapú hitelezés elterjedése. Az új kihelyezések 2004-ben már gyakorlatilag csak devizában, ezen belül svájci frankban történtek. A devizahitelek részaránya a teljes hitelállomány legalább 80 százalékára tehető 2004 végén.

A fenti tényezők arra utalnak, hogy a meglévő portfólió jelentős kockázatot hordoz magában. A legtöbb piacvezető cég 2004-ben a visszavett autók számának számottevő mértékű növekedéséről számolt be, ami jól mutatja az előző időszakokban nyújtott hitelek kockázatosságát és minőségromlását.<sup>57</sup> Ugyanakkor a lejárt hitelek állománya, az értékvesztés mértéke és az eredmény alakulása a kockázatokat csak részben tükrözi vissza.

A portfólió a lejárt állomány arányát tekintve szektorszínten nem változott lényegesen<sup>58</sup>, ám nagy különbségek mutatkoznak az egyes vállalkozások között. 2004-ben néhány piacvezető vállalkozásnál jelentős mértékű értékvesztés elszámolására került sor: úgy tűnik, a portfólióban lévő hitelek várható veszteségének megítélésében ezek a cégek a korábbiaknál szigorúbban jártak el, másrészt a

<sup>56</sup> Az ábrában a jobb áttekinthetőség érdekében csak a banki háttérű és a nemzetközi pénzügyi szolgáltatói csoportba tartozó vállalkozások értékeit tüntettük fel.

<sup>57</sup> Becslések alapján 2004-ben 10000 autót vehettek vissza a gépjármű-finanszírozók, ami az összes kinnlevő hitel becsült számának 1 százaléka. A legtöbb visszavétel a roncsautó-hitelekéből és 0 százalékos önrészes konstrukciókból került ki.

<sup>58</sup> A lejárt hitelek meglévő portfólióhoz viszonyított részaránya a követeléseladások, valamint a gépjármű-visszavételek útján az állományból kikerülő hitelek miatt nem mutatja jól a tényleges bedőlési arányt.

2004. évi eredmény a csökkenés ellenére még lehetőséget adott a legtöbb vállalkozásnak nagyobb mértékű értékvesztés képzésére.

A hitelezéssel összefüggő kockázatokkal szemben a szektorra a piaci kockázatok alacsony mértéke jellemző: a pénzügyi vállalkozások az anyabanktól vagy egyéb forrásból származó refinanszírozási szerkezetüket mind devizanemben, mind átárazódásban a kihelyezéseikhez igazítják, így árfolyam- és kamatkockázati kitettségük csekély.

2004-ben a pénzügyi vállalkozások összevont adózás előtti eredménye az üzleti aktivitás bővülésének ellenére az előző évi értékhez képest alig változott, közel 40 milliárd Ft-ot ért el. Az eszközarányos jövedelmezőség szektorszinten csökkent, de továbbra is magas, ám az egyes üzletágakat, cégeket és csoportokat tekintve jelentős különbségeket takar (III-1. táblázat). Mindez a következőkkel magyarázható:

– Az elszámolt értékvesztés aránya az egyes vállalkozások esetében nagyon különböző. A banki háttérű cégek általában jóval magasabb értékvesztést számoltak el, mint a kimagasló eszközarányos jövedelmezőséget felmutató nemzetközi pénzügyi szolgáltatók és egyéb cégek, melyeknél az elszámolt értékvesztés vélhetően nem áll összhangban a portfólió minőségével.

– A portfólió nagyobb részén még mindig realizálható olyan mértékű marzs, amely megfelelő jövedelmezőséget biztosít. Ugyanakkor fennáll a kockázata annak, hogy a marzs csökkenése néhány konstrukciónál már túlzott mértékű.

– A nemzetközi pénzügyi szolgáltatói csoport vállalkozásai tulajdonosi szerkezetük következtében a banki háttérű vállalkozásoktól eltérő feltételek mellett működnek. A legtöbbször világ- vagy Európa-szinten jelen lévő tulajdonosok méretgazdaságossági előnyeiből a hazai vállalkozások is profitálnak, ami által alacsonyabb kamatmarzsok mellett is biztosított jövedelmező működésük.

A jövedelmezőség szektorszintű értékelését a fentiekén túl az egyes vállalkozások teljesítményének jelentős szórása, az eltérő profil és a költségelszámolási gyakorlat különbségei nehezítik. A szektor kötődése a bankrendszerhez igen szoros. A banki háttérű vállalkozásoknál a finanszírozást a tőke mellett a felvett hiteleken keresztül szinte teljes egészében az anyabankok biztosítják, de a nem banki háttérűeknél is egyre nő a tőkeátvitel. Emiatt a szektor hitelportfóliójában felépülő kockázatok a bankrendszer kitettségét jelentősen növelik, ugyanis saját pénzügyi vállalkozásaikkal szemben a bankok limitet jellemzően nem állapítanak meg.

## III-1. táblázat

Az eszközarányos jövedelmezőség (ROA) alakulása<sup>59</sup>

|                                  | 2003. dec. | 2004. dec. |
|----------------------------------|------------|------------|
| Banki háttérű vállalkozások      | 3,7%       | 2,8%       |
| Nemzetközi pénzügyi szolgáltatók | 5,8%       | 6,5%       |
| Egyéb vállalkozások              | 9,6%       | 9,3%       |
| Összesen                         | 4,6%       | 4,0%       |

Forrás: MNB.

<sup>59</sup> A ROA-t átlagos mérlegfőösszeg és adózás előtti eredmény alapján számítottuk.

#### *Várható tendenciák a pénzügyi vállalkozások tevékenységében*

A gépjármű-hitelezés üzletágban a piaci szereplők hajlandósága piaci részesedésük további növelésére vagy szinten tartására meglehetősen magas – az anyabank, ill. tulajdonos által támasztott kihelyezési nyomás 2005-ben is érezhető lesz. Az árversenyben rejlő lehetőségek kiapasztását követően a minőségi szolgáltatások irányába történő elmozdulás lehet a további fejlődés iránya (pl. maradványértékes finanszírozás<sup>60</sup>) és a sikeres üzleti stratégia.

A gépjármű-hitelezési boom lecsengését követően várható, hogy a kis- és középvállalkozások finanszírozása terén vállal majd növekvő szerepet a pénzügyi vállalkozások szektora. Az európai uniós és az Európai Fejlesztési Bank támogatási programjai eddig is nagymértékben járultak hozzá e

szegmens finanszírozáshoz (elsősorban lízinghez) jutásához.

A lízing üzletágban is torz struktúrát okoz a finanszírozott eszközök egy eszköztípusra (gépjármű-re) történő túlzott koncentrálódása, és ez sebezhetővé teszi az üzletágot. A nemzetközi gyakorlatban az egyéb gépek és berendezések, valamint az ingatlanok aránya jóval nagyobb, ám a magyar piac elmozdulása ebbe az irányba egyelőre várat magára.

Növekedési potenciál rejlik a faktoring üzletágban is, mivel nemzetközi összehasonlításban a faktoringfinanszírozás aránya alacsony hazánkban. Az üzletágnak lendületet adhat, hogy 2004-ben két jelentős bank is belépett a piacra egy-egy faktorcég felvásárlásával.

A várhatóan növekvő ügyfél-, eszköz- és tevékenységdiverzifikációt stabilitási szempontból kedvezőnek ítéljük.

#### **III-1. keretes írás: A pénzügyi vállalkozások szabályozói és az európai uniós csatlakozással kapcsolatos kihívásai**

A szektor igénye a verseny bizonyos fokú korlátok közé terelésére, ezáltal a kockázatok csökkentésére már évek óta jelen van. A szektor önszervező és szabályozó igénye a Magyar Lízingszövetség Etikai Kódexében testesült meg, ami azonban a kötelező hatály hiánya miatt nem jelenthet teljes megoldást. A legtöbb piaci szereplő a hatósági szabályozást is elképzelhető megoldásnak tartja a verseny feltételeinek alakításában.

A túlzott kockázattvállalás korlátozása két irányból történhet: egyrészt fogyasztóvédelmi előírásokkal, melyek a vásárlók kockázatzérékenységét és tudatosságát hivatottak növelni, másrészt a finanszírozás feltételeire vonatkozó keretszabályokkal, melyek a nemzetközi gyakorlatban nem ismeretlenek

(pl. minimális önerő előírása, a futamidő és a hitelösszeg maximalása stb.). A szabályozási folyamat mindkét esetben meglehetősen hosszú időt vesz igénybe, hatálybalépésének idejére a vállalkozások portfóliója már megtelhet rosszabb minőségű hitelekkel. Nagyobb jelentősége az ezek után növekedésnek induló üzletágakra nézve lehet.

Az európai uniós csatlakozással a pénzügyi vállalkozások szektorát érintő legszembetűnőbb változások is egyelőre szabályozási oldalról jelentkeztek. A határon átnyúló szolgáltatások és fiókalapítás lehetősége a pénzügyi vállalkozások szektorára nézve is érvénybe lépett. Ugyanakkor ennek hatására új szereplők tömeges megjelenésére nem számíthatunk, mivel már az

<sup>60</sup> Ez a konstrukció lehetőséget ad arra, hogy a finanszírozó hosszú távra magához kösse az ügyfeleket. Az új autó megvásárlását és a hitel felvételét követő 2-5 év múltán az ügyfél ráfizetés mellett (újabb hitel felvételével természetesen) a maradványérték erejéig beszámíthatja régi autóját és megvásárolhatja az új modellt.

EU-csatlakozást megelőzően jelentős számban léptek a hazai piacra leányvállalat alapítása vagy részesedés megszerzése formájában nemzetközi, nem banki finanszírozó intézmények. Egyéb területeken, elsősorban a lízing terén a piaci szereplők

néhány, a piac fellendülését gátló tényező megszűnését várják az EU-csatlakozás hatására: pl. az ingatlanlízing térnyerését nagyban akadályozó, az EU más országaiban alkalmazottól számottevően magasabb illeték csökkentését.

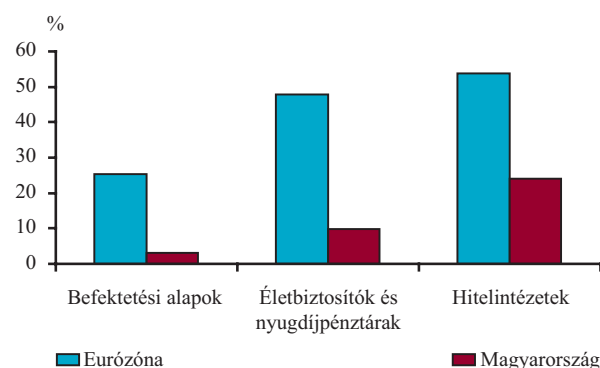
## III. 1. 2. Intézményi befektetők

### Az intézményi befektetők súlyának változása a pénzügyi közvetítésben

Magyarországon az intézményi befektetők pénzügyi közvetítésben betöltött szerepe fokozatos erősödést mutat, bár súlyuk még elmarad az Európai Unió tagországaira jellemző mértéktől (III-4. ábra). Hosszabb távon a lakosság pénzügyi képzettségének és befektetési tudatosságának erősödésével szerepük további növekedése prognosztizálható.<sup>61</sup>

### III-4. ábra

A pénzügyi közvetítőknél elhelyezett háztartási megtakarítások a GDP arányában 2004-ben, az eurózóna és Magyarország összehasonlítása



Euró-zóna adatok: 2004. szeptember, GDP évesítve, a befektetési alapok a teljes nempénzügyi magánszektor állományát tartalmazzák. (Magyarország: 2004. decemberi adatok).

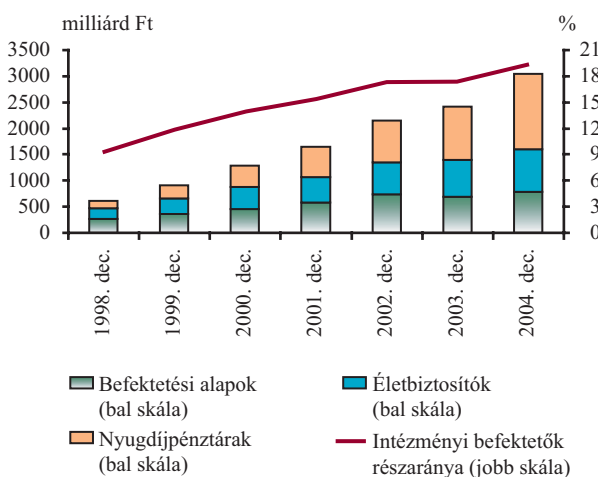
Forrás: EKB.

2003 második félévének és 2004 elejének kedvezőtlen pénz- és tőkepiaci folyamatai mindhárom

szektort érzékenyen érintették befektetéseik átértékelődésén keresztül, ugyanakkor speciális jellemzőik következtében a háztartások megtakarításaiban betöltött súlyuk némileg eltérően alakult (III-5. ábra).

### III-5. ábra

Az intézményi befektetőknél elhelyezett háztartási megtakarítások volumene és részaránya a háztartások bruttó pénzügyi vagyonából



Forrás: MNB.

A lakosság gyakran ésszerűtlen befektetői magatartása (drágán vásárol és olcsón ad el) jól megmutatkozott a befektetési alapok esetében. A befektetési alapokban kezelt vagyon az értékpapírok árfolyamcsökkenése mellett a jelentős befektetői vagyonkivonás hatására esett vissza drasztikusan 2003 végén, 2004 elején. A kedvezővé váló piaci folyamatoknak köszönhetően 2004 második felében a portfólió átértékelődése és a net-

<sup>61</sup> A nem pénzügyi vállalatok az intézményi befektetői megtakarítások közül csak befektetési jegyeket birtokolnak. Ezek részaránya a nem pénzügyi vállalatok bruttó pénzügyi vagyonának mindössze 3,3 százalékát tette ki, így ebben a fejezetben csak a háztartások megtakarításait vizsgáljuk. A háztartási megtakarítások szerkezetének részletes bemutatását lásd a jelentés I-3. számú keretes írásában.

tőkebeáramlás eredőjeként ismét nőtt a befektetési alapokban kezelt vagyon, az év vége felé a befektetési jegyek egyre emelkedő napi árfolyama mellett történt a legnagyobb tőkebeáramlás. 2005-ben a befektetési alapokban kezelt vagyon további jelentős növekedésére számítnak. A befektetői bizalom visszatért, az alternatív hozamok számottevően csökkentek, amivel összehasonlítva a befektetési alapok emelkedő visszatekintő hozamai ismét vonzóvá váltak.

Az életbiztosítási megtakarítások esetében a befektetői magatartás változása kevésbé érhető tetten, bár a unit-linked (befektetési egységhez kötött) életbiztosítások 2004. év vége felé gyorsuló ütemben bővültek. Az életbiztosítási díj-tartalék közel 17 százalékos éves növekedése révén az életbiztosítások részaránya a lakossági megtakarításokban az előző két évhez hasonlóan minimális mértékben emelkedett. Dinamikusabb bővülésre csak hosszabb távon számíthatunk, rövid távon egyelőre egyéb tényezők (pl. adókedvezmény csökkenése) miatt a lassú térnyerés marad jellemző.

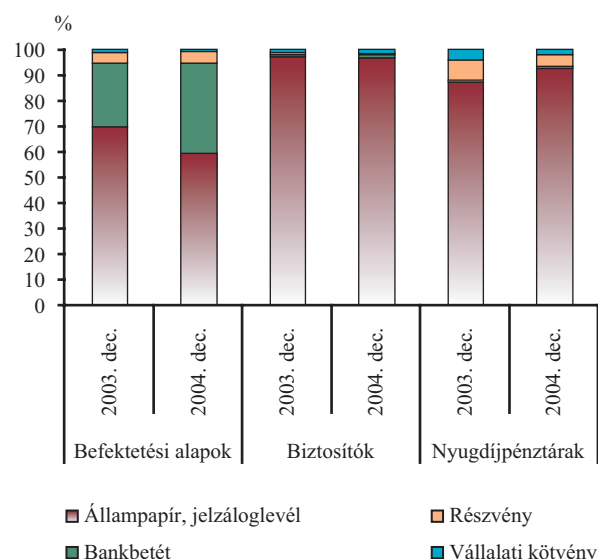
A magán-nyugdíjpénztári megtakarításokat elsődlegesen a jogszabályi háttér befolyásolja<sup>62</sup>, az önkéntes nyugdíjpénztáraknál pedig a munkáltatói tagdíj-hozzájárulások jelentenek ösztönző erőt. A pénztárak súlya a lakossági megtakarításokban az egyenletesen bővülő taglétszámnak és tagdíjbevételeknek köszönhetően folyamatosan emelkedett az elmúlt évben is<sup>63</sup>. Az előző évi pénz- és tőkepiaci folyamatok hatása elsősorban a kezelt vagyon piaci értékére és a nyugdíjpénztári hozamok alakulására nyomta rá bélyegét 2003-ban és 2004 elején.

#### Az intézményi befektetők portfóliója

A hazai intézményi befektetők 2004-ben sem változtattak konzervatív befektetési politikájukon, portfóliójukban továbbra is az alacsony kockázatú bankbetétek és értékpapírok (állampapír, jelzáloglevél) dominálnak (III-6. ábra). Ennek következtében a 2004-es makrogazdasági, ill. pénz- és tőkepiaci folyamatok elsődlegesen az állampapír-portfólión keresztül hatottak az intézményi befektetők vagyonára és teljesítményére.

#### III-6. ábra

Az intézményi befektetők portfóliójának megoszlása



Forrás: MNB.

A befektetési alapok esetében az egyes alaptípusokat a tőke kivonás és árfolyamváltozás a befektetési szerkezet különbségei miatt eltérően érintette, emiatt jelentősen megváltozott az egyes alaptípusok súlya a kezelt portfólió nagyságát tekintve<sup>64</sup>. A korábban a növekedés motorjának számító, hozam szempontjából alacsony kockázatúnak tekintett hazai kötvény alapok nettó eszközértéke 2004-ben

<sup>62</sup> Pályakezdők kötelező belépése a magánnyugdíjpénztárakba, illetve a korábban tb-rendszert választó 30 évnél fiatalabbak átlépési lehetőségének biztosítása. Járulékfizetési változások: a tagdíj mértéke 8 százalékra emelkedett, a tagdíjfizetési kötelezettség maximumát több mint 30 százalékkal megemelték.

<sup>63</sup> Az önkéntes ágba a tagdíjbevételek bővülése lényegesen alacsonyabb volt, mint a magánnyugdíjpénztáraknál.

<sup>64</sup> A kategorizálás az alap jellege alapján történt (Bamosz-ajánlás), azonban az alapok portfóliója néhány esetben eltér az alap kategóriájából következő állománytól, azaz a befektetési alapok elnevezése nem jelent garanciát arra nézve, hogy az alapok valóban csak a nevükben jelzett befektetési tevékenységet végzik.



mintegy 65 milliárd forinttal (12 százalékkal) csökkent. A hasonlóan viszonylag alacsony kockázati profillal rendelkező hazai pénzüpi alapoknál éves szinten már kiugró nagyságú tőkebevonás volt megfigyelhető (+124 milliárd forint, +70 százalék). Az intézményi befektetők a magas állampapír-hozamoknak köszönhetően az előző évek gyenge teljesítményével szemben 2004-ben kiemelkedő hozamokat könyvelhettek el, melyhez kisebb részben, de a részvénytőke év végi jó szereplése is hozzájárult. Hosszú távon a kamatszint csökkenésével párhuzamosan a nyugdíjpénztári és életbiztosítói portfóliók átrendeződése várható a kockázatosabb, de magasabb hozamot biztosító befektetési formák (részvény, vállalati kötvény stb.) irányába.

Bár a befektetési alapok már jelenleg is a különböző kockázati szintet képviselő alaptípusok teljes palettáját kínálják, az egyéni befektetőkre egyelőre a kockázatkerülő attitűd jellemző: az alacsony kockázatú kötvény- és pénzüpi alapokban koncentrálódik a kezelt vagyon több mint 70 százaléka, és részarányuk csak lassan csökken.

## *Az intézményi befektetők szektorszintű jellemzői és működésük speciális kockázatai*

Az életbiztosítási szektorban tapasztalható kockázatok mértéke összességében nem jelentős, a szektor működése stabil és jövedelmező. A konzervatív befektetési politika miatt befektetéseiken keresztül kockázatot jelenleg csak a vállalt hozamgarancián (technikai kamatláb, mértéke jelenleg 4 százalék) keresztül viselnek<sup>65</sup>. Mivel a hozamgarancia a biztosítás teljes futamideje alatt változatlan, így csökkenő kamattrend mellett hosszú távon már növekvő kockázatot képviselhet.

Ezt a kockázatot mérsékli, hogy az eredeti futamidő előtt felbontott szerződések magas aránya az életbiztosítások átlagos lejáratának csökkentése irányába hat. 2006. április 1-jétől a technikai kamatláb jogszabályban meghatározott maximuma 2,9 százalékos lesz, tovább csökkentve a kockázatokat.

A magyar életbiztosítási piac továbbra is meglehetősen koncentrált – a piac 80 százalékát még mindig az öt legnagyobb társaság tartja a kezében –, a koncentráció mértéke folyamatos, lassú csökkenést mutat. A szavatolótőke-követelmények átmeneti idő biztosítása melletti szigorítása miatt<sup>66</sup> néhány kisebb társaság fiókká alakítása, illetve beolvadása várható. Az EU-csatlakozás után 2004-ben már számos külföldi szereplő jelezte belépési szándékát a magyar piacra határon átnyúló szolgáltatás formájában, ám ezek várhatóan nagyon specializált, az ügyfelek és szolgáltatások szűk körére koncentráló tevékenységet fognak végezni. Folytatódott az elmúlt években elkezdődött folyamat: a bankok és biztosítók együttműködése egyre szorosabbá válik („bankbiztosítás”).<sup>67</sup>

A 2004-es év a nyugdíjpénztárak számára több tekintetben is pozitív fejleményeket hozott. A két pénztári ágban összesen felhalmozott nyugdíjcélú megtakarítások értéke az előző évit is meghaladó dinamizmussal, több mint 30 százalékkal emelkedett, és 2004 végére mintegy 1300 milliárd Ft-ot ért el. (Ebből a magán ág vagyona elérte a 800 milliárd Ft-ot.) A nyugdíjpénztárak kimagasló, éves szinten 15-20 százalék közötti hozamot realizáltak, ami 8-12 százalékos reálhozamot jelent.

A magánpénztári szektor szereplői körében 2002 óta nem történt változás, a 18 magánpénztárból 5 banki és 5 biztosítói alapítású. A koncentráció foka elég

<sup>65</sup> A unit-linked biztosítások tartalékaihoz kapcsolódó befektetések lényegesen kockázatosabb összetételt mutatnak, ám ezeknél a kockázatot az ügyfél viseli.

<sup>66</sup> A biztosítónak folyamatosan rendelkeznie kell a minimális biztonsági, illetve a minimális szavatolótőke-szükséglet teljesítéséhez szükséges szavatoló tőkével. A minimális szavatoló tőke arányban áll a biztosító által vállalt kockázatokkal, míg a minimális biztonsági tőke egy abszolút szám.

<sup>67</sup> A bankbiztosítás magyar és nemzetközi tendenciáinak részletes ismertetését lásd az MNB „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” című kiadványának 2004. júniusi számában (83–84.o.)



magas: a tagság és a vagyon közel 80 százaléka 6 nyugdíjpénztárnál koncentrálódik. Az önkéntes pénztáraknál folytatódott a lassú konszolidációs folyamat, összeolvadások révén év végére 75-re csökkent a szereplők száma, melyből 6 banki alapítású. A 2004-es év pozitív változásai mellett ugyanakkor több olyan működési (hatékonysági) probléma látszik a szektorban, amely a nyugdíjpénztárak specifikus makrogazdasági szerepe miatt figyelmet érde-

mel. Ezek a tényezők nem rövid távon, és nem első sorban a pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából jelenthetnek kockázatot, hanem hosszú távon lehetnek kihatással a nyugdíjrendszer működőképességére és a makrogazdasági egyensúlyra. A problémák elsősorban a valós versenyhelyzet hiányából, a jogi formából fakadó tulajdonosi (tagi) ellenőrzés gyengeségéből, a kisebb (főleg önkéntes) pénztáraknál a nem hatékony üzemlétekből fakadnak.

#### III-2. keretes írás: A nyugdíjpénztári szektorban tapasztalható működési problémák

- A magánpénztárak egy tagra jutó működési költsége jelentősen meghaladja az önkéntes pénztárakét, melynek háttérében vélhetően az húzódik meg, hogy a magánpénztárakkal szemben az önkéntes pénztárak sokkal inkább szembesülnek a piaci versennyel, amely hatékonyabb működésre ösztönöz.
- Tényleges versenyről ugyanakkor csak a banksoporthoz nem tartozó kasszák esetében beszélhetünk. Piaci információk szerint mindkét pénztártípusra jellemző, hogy a biztosítói és banki háttérű pénztárak az adminisztrációs feladatokat ellátó, jellemzően ugyanahhoz a pénzügyi csoporthoz tartozó vállalkozások részére az átlagosnál magasabb díjakat kénytelenek fizetni, amely csoporton belüli jövedelemtranszfert takarhat. Ugyanez figyelhető meg a vagyonkezelési díjak esetében is: a banksoporthoz tartozó vagyonkezelők által alkalmazott díjak jellemzően magasabbak és rugalmatlanabbak, mint a piaci versennyel ténylegesen szembesülő vagyonkezelők esetében.
- A vagyonkezelői díjak 2004. évi növekedési üteme szektorszinten mindkét ágban meghaladta a pénztári vagyon gyarapodásának mértékét és a kezelt vagyonhoz viszonyított aránya is emelkedett.
- Továbbra is kockázati tényező a tagság tájékozottságának alacsony színvonala, melynek háttérében elsődlegesen kommunikációs problémák húzódnak meg. A tagság döntő részénél tisztában a pénztárak költségstruktúrájával és hozam-

mutatóinak alakulásával. Az egyes kasszák működési hatékonyságának, valamint szektoron belüli helyzetének értékelését megkönnyítené a felügyelet által közétett információk körének további bővítése (pl.: vagyonkezelői díjak alakulása).

- Az önkéntes pénztárak működését a következő években leginkább a tízéves kötelező várakozási idő 2004-től történő folyamatos lejáratra befolyásolhatja, mivel a tagság a 10 éves felhalmozási periódust követően a felhalmozott hozamhoz adómentesen, az egyéni számlán összegyűlt tőkehányadhoz pedig – az adózási kötelezettségek teljesítését követően<sup>68</sup> – szabadon hozzájuthat. A 2004-ben kifizetett közel 30 milliárd Ft az éves tagdíjbevétel 35 százalékát érte el. A vagyonkivonás intenzitásának emelkedésével az önkéntes ágba áramló friss források a kasszák egy részében várhatóan nem lesznek képesek teljes mértékben ellensúlyozni a kifizetéseket, ami a kezelt megtakarítások csökkenését eredményezi, és aktívabb likviditáskezelést tesz majd szükségessé a pénztárak részéről.

- Mindkét ágban problémát jelent, hogy a hatályos pénztári szabályozás nem kezeli megfelelően a járadékszolgáltatás egyes kérdéseit. A jelenlegi szabályozás alapján nem egyértelmű, hogy milyen szolgáltatói kör (pénztár, biztosító), milyen szabályok alapján nyújthat járadékot. Ennek kidolgozása ugyanakkor elsődleges jelentőségű, mivel az önkéntes ágba felhalmozott megtakarítások esetében már jelentkezik piaci igény a járadékszolgáltatás igénybevételére.

<sup>68</sup> A 2004 áprilisától hatályos szabályozás szerint a tízéves türelmi időszakot követően a felhalmozott tőkehányadra vonatkozóan évről évre 10 százalékkal csökken az adóalapnak minősülő összeg. Ebből következőleg 21 évnyi pénztártagságot követően az egyéni számla teljes összege adómentesen felvehető.

A befektetési alapok a 2003. évi, 2004. év eleji vagyonvesztésre a tőke- és hozamgarantált konstrukciók számának jelentős növelésével és a termékpaletta szélesítésével reagáltak. Az alapkezelők, igazodva a piaci elvárásokhoz, egyre több típusú, egyre specifikusabb, jól körülhatárolható kockázatú befektetési alap-jegyeket kínálnak (pl. alapokba fektető, indexkövető, ingatlanforgalmazó és ingatlanfejlesztő alapok). Az EU-csatlakozás által ösztönözve egyre több alapkezelő kínálja egyre több külföldi befektetési alapjegyét.

A befektetési alapok esetében a befektetési kockázat teljes mértékben a befektetőt terheli. Ugyanakkor figyelmet érdemel kapcsolódásuk a bankok tevékenységhez: a hazai piacon meghatározó befektetési alapkezelők többsége (közvetett vagy közvetlen) banki tulajdonban van, a kezelt vagyon

tekintetében piaci részarányuk 90 százalék fölötti.

A befektetési alapok a bankok számára a termékínálat kiegészítését jelentik, továbbá az alapok bankoknál történő betételhelyezései révén jelentősen alternatív forráslehetőséget.

A befektetési alapok kockázatát a tőkemegóvásra is vonatkozó hozamgarancia egyre szélesebb körű elterjedése elvileg növelheti. Miután a garanciavállalásnak bankgaranciával fedezettnek kell lennie, így ez a kockázat is jellemzően a bankcsoporton belül, az anyabankot terhelő kockázatként jelenhet meg. A garantált alapok jelenlegi, reálisnak tekinthető vállalt hozamszintje, a konstrukciók speciális jellemzői, illetve a garantált alapokban lévő tőkének a szektor által kezelt vagyonhoz viszonyított alacsony összege következtében a garanciavállalások egyelőre nem növelik számottevően az anyabanki kockázatokat.

### III. 2. A fizetési rendszer működése és kockázatai

A jegybank feladata az országos fizetési és elszámolási rendszer kialakítása, a fizetési rendszerek, valamint az értékpapír-elszámolási rendszerek biztonságos, hatékony, zökkenőmentes működésének elősegítése, továbbá a pénzforgalom szabályozása a magas színvonalú fizetési szolgáltatások biztosítása érdekében. A feladat ellátásához a Jbtv., a Hpt. és a Tpt. erős eszközöket biztosít számára. A jegybank szolgáltatóként működteti a VIBER-t, felvigyázóként szabályoz, engedélyez, ellenőriz, adatokat gyűjt, szükség esetén intézkedik. A fizetési rendszerek fontos szerepet játszanak a monetáris politika gyakorlásában és a pénzügyi rendszer egészének stabilitásában.

#### III. 2. 1. Az MNB-t érintő jogi környezet főbb változásai

A Jbtv. módosításáról rendelkező törvény 2004. május elsején hatálybalépett módosításával megváltoztak a jegybank pénzforgalmi feladatai:

- Az MNB alapfeladatai közé tartozó, a fizetési és elszámolási rendszerek biztonságos és hatékony működéséért viselt felelősséghez tartozó felvigyázási jogkört a jegybanktv. módosítása kiterjesztette az értékpapír-elszámolási rendszerekre is. Ezzel összhangban a Jbtv. az értékpapír-elszámolási rendszerek vonatkozásában is felruházta a jegybankot rendeletalkotási jogkörrel. Az MNB a hitelintézeti elszámolóházak mellett az értékpapír-elszámolóház részére is jogosult rendeletben előírásokat adni.
- 2004. május elsejétől az MNB a pénzforgalmi szabályozás keretében az ügyfelek előzetes és utólagos tájékoztatásához, a fizetési módokhoz és alkalmazásukhoz szükséges szabályokat alkotja meg.

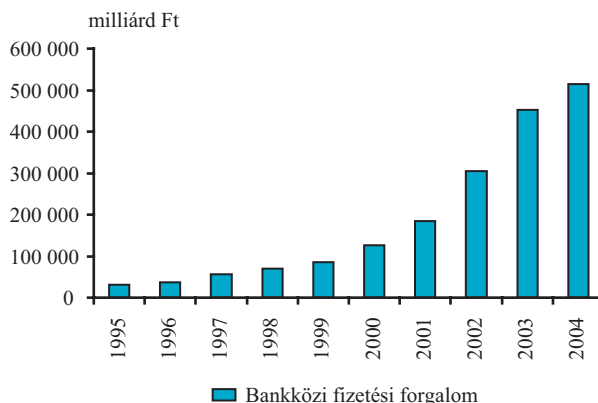
- 2004. május elsejétől hatályos a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerekben történő teljesítés véglegességéről szóló 2003. évi XXIII. törvény. A hatálya alá tartozó rendszerek kijelölésére jogosult hatóságként az MNB végrehajtotta a kijelölést államigazgatási eljárás keretében a GIRO Rt. (Bankközi Klíringrendszer) és a KELER Rt. (értékpapír-elszámolási rendszer) tekintetében.

#### III. 2. 2. A bankközi fizetési forgalom alakulása

A két fő fizetési rendszer az MNB által működtetett Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer (VIBER) és a GIRO Elszámolásforgalmi Rt. által működtetett Bankközi Klíringrendszer (BKR) (III-7. ábra).

#### III-7. ábra

A bankközi fizetési forgalom értékének alakulása 1995–2004 között



Forrás: MNB.

Együttes elszámolási forgalmuk a 2004. évre előrejelzett GDP-adat 24,7-szeresét teszi ki, ez némileg meghaladja az előző évi pontosan huszonnégyszeres arányszámot. A pénzforgalom értékének 2004-ben már kb. 90 százaléka az MNB rendszereiben teljesült.

A Központi Elszámolóház és Értéktár Rt. (KELER Rt.) bonyolítja le a Budapesti Értéktőzsde rész-

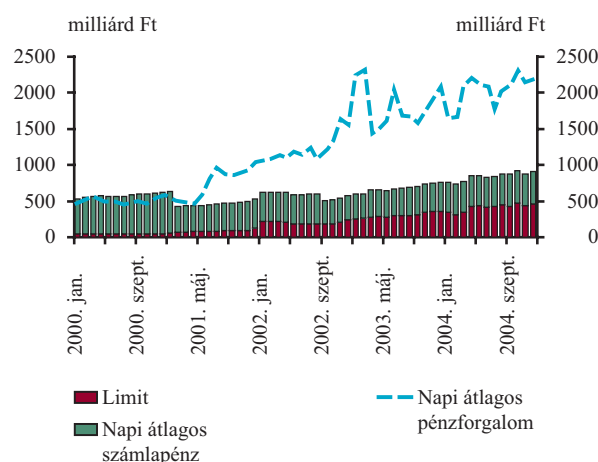
vény-, állampapír- és határidős kereskedésének, a Budapesti Árutőzsde határidős, valamint az OTC-állampapírpiacon ügyleteinek elszámolását. Ezeknek az ügyleteknek a pénzüldali kiegyenlítése a VIBER-ben történik azokban az esetekben, amikor az ügyletben szereplő legalább egyik fél bank. A három piac forgalmának együttes értéke 2004-ben 41,8 billió forintot tett ki, ami az előző évinél 28,8 százalékkal magasabb.

## III. 2. 3. A fizetési és elszámolási rendszerek likviditási helyzetének változása

A bankok fizetési forgalmukat pénzforgalmi számlabetétjük és értékpapír-fedezet mellett az MNB által nyújtott napközbeni hitelkeret (limit) fedezetével bonyolítják le. A bankok által képzett napközbeni hitelkeret átlagos napi állománya 2004-ben jelentősen, 36 százalékkal meghaladta a 2003. évi adatot (III-8. ábra). A bankok bővebb likviditással rendelkeztek a korábbi időszakhoz képest, és ezen belül egyértelműen az ingyenes napközbeni hitelt részesítették előnyben. Az átlagos napi forgalom a napi likviditás 2,5-szeresét tette ki az év folyamán.

### III-8. ábra

A bankok napi átlagos likviditásának és pénzforgalmának összevetése



Forrás: MNB.

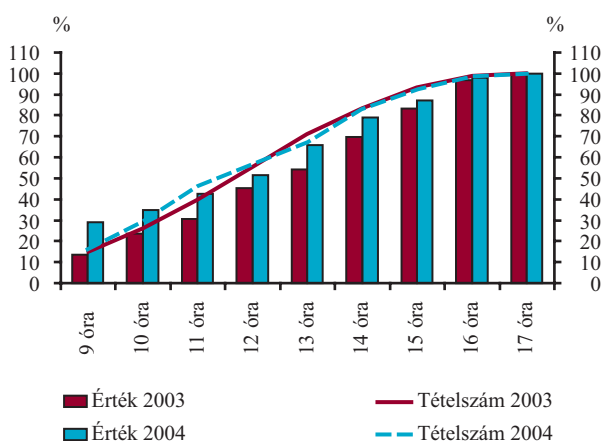
Nemzetközi összehasonlításban a VIBER likviditása kiemelkedően magasnak mondható.

A napvégi hitel nagymértékű növekedésével egyidejűleg a jegybanknál elhelyezett betétek összege 2004-ben az előző évhez viszonyítva egyharmadára csökkent, ami 2004 folyamán egyenletesebb betételhelyezést jelentett 2003-hoz viszonyítva.

A VIBER-t illetően kedvezően változott az a tendencia, hogy a fizetési megbízások kiegyenlítése az üzemidőn belül nem a későbbi órákra tevődött. A tárgyévben tételszám szerint nagyobb hányad esik az üzleti nap első felére. Értékben számítva még kedvezőbb a kép; a tételek értékének 51,4 százalékát teljesítették 12 óráig, míg 2003-ban 45,2 százalékát. 2003-hoz képest lényegesen csökkent az egyes VIBER-tagok kérésére elrendelt üzemidő-meghosszabbítások száma, ami az üzemidő-hosszabbítás szabályainak 2004-ben bevezetett megszigorítására vezethető vissza (III-9. ábra).

### III-9. ábra

A fizetési megbízások napon belüli megoszlása a VIBER-ben 2003–2004. december hónap egy-egy napján



Forrás: MNB.

Kedvezően alakult, 6 százalékkal csökkent a sorban állások gyakorisága. Ugyanakkor a sorban álló fizetési megbízások összege 13,9 százalékkal nőtt 2003-hoz képest. A fedezet megteremtése az üzleti nap végéig minden esetben megtörtént, a

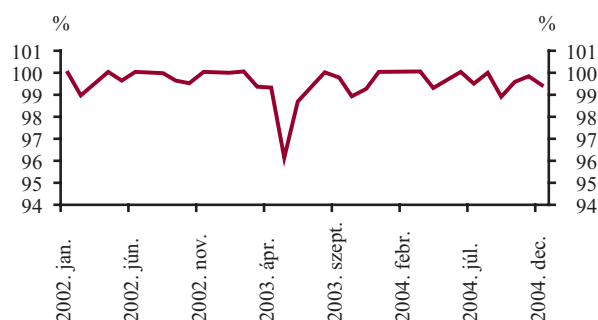
sorban álló tételek napvégi törlesztésre nem volt példa. 2004-ben az MNB kumuláltan 2924,6 milliárd Ft egynapos hitelt folyósított, 54,3 százalékkal többet, mint 2003-ban. Ezen hitelek napi átlagos állománya 10,5 milliárd forint volt. Összességében megállapítható, hogy a fizetési és elszámolási rendszerek oldaláról nem volt olyan tényező, amely a pénzügyi stabilitás fenntartását veszélyeztette volna.

#### III. 2. 4. A rendszerek működésének megbízhatósága

A VIBER rendelkezésre állásának szintje az elmúlt évben 99,8 százalék volt, ami nagymértékű javulást mutat az előző évi 99,2 százalékhoz képest. Az év során a leállások, illetve későbbi indulások száma 9 volt (2003-ban 18), a teljes kiesett üzemidő 6,7 óra, a leghosszabb üzemzavar szeptemberben alakult ki, a két órát is meghaladta a hálózati kapcsolat és SWIFT-kapcsolat hiánya (III-10. ábra).

#### III-10. ábra

A VIBER rendelkezésre állása



Forrás: MNB.

A rendelkezésre állás mutatója megfelel a KBER TARGET-tel szemben támasztott követelményének is. A készenléti tartalékrendszer igénybevétele nem került sor.

A VIBER működési megbízhatóságának javítását szolgálta a rendkívüli üzemidő-meghosszabbítás újraszabályozása. A rendszer megbízható és hatékony működése érdekében az MNB szükséges-

nek látta a korábbinál szigorúbb gyakorlat kialakítását, ezért márciusban az Üzleti feltételek vonatkozó részének szigorításáról döntött.

Kiemelten kezeli a szabályozás az értékpapír-elszámolás biztonságát, ezért a KELER hosszabbítási kérelmét minden esetben elfogadja. Az új szabályozás hatására lecsökkent az üzemidő-meghosszabbítások száma és javult a rendszer működési biztonsága.

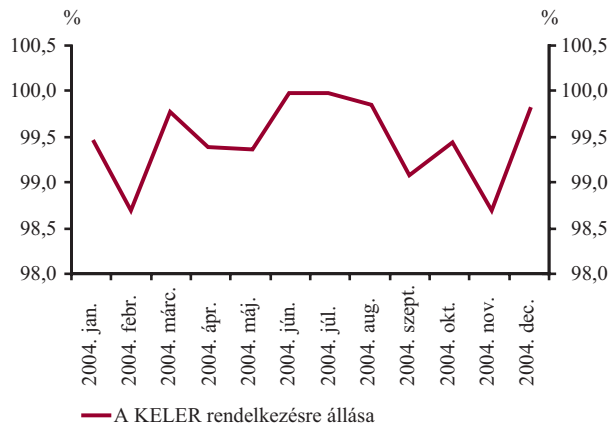
Az BKR-t működtető GIRO Rt. 2004 folyamán 23 alkalommal – különféle okokból – kismértékben eltért az üzletszabályzatában vállalt feldolgozási időktől. Ezek a hibák az elszámolási forgalmat nem veszélyeztették, mivel a rendszerben jelentős tartalékidő áll rendelkezésre.

Tavaly 2 alkalommal fordult elő az üzletszabályzatban meghatározott krízishelyzet.

A KELER-be reggel 8.00 órától este 22.00 óráig lehet beküldeni megbízásokat tárgynapi elszámolásra. A rendelkezésre állási mutató 2004-ben jelentősen javult; a 2003-as 99,1 százalékról 2004-re 99,5 százalékra emelkedett (III-11. ábra).

#### III-11. ábra

A KELER rendelkezésre állása 2004-ben



Forrás: MNB.

#### III. 2. 5. A rendszerekben végrehajtott stabilitást célzó fejlesztés

A KELER Rt. távoli tartalékrendszerének beszerzése 2004 elején megtörtént, majd a nyári beüzeme-

lést és tesztelést követően novemberében megtörtént a rendszer „éles” indítása.

## III. 2. 6. Felvigyázás, az elszámolási rendszerek jegybanki értékelése

Az MNB felvigyázási tevékenységének módszertana a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerek működtetésére és a jegybankok felvigyázási tevékenységére vonatkozó nemzetközi (BIS, EKB) irányelvek és ajánlások, valamint az Eurórendszer tagállamai által elfogadott és bevezetett módszerek alapján került összeállításra. Kiterjed a rendszerekkel kapcsolatos követelmények meghatározására, szabályozására, adatgyűjtés és elemzés útján a rendszerek működésének folyamatos figyelemmel kísérésére és ellenőrzésére, nemzetközileg elfogadott alapelvek és ajánlások alapján a rendszerek időszakonkénti átfogó értékelésére, a rendszerek biztonságos működése érdekében szükségesnek tartott intézkedések előírására és ezek megvalósulásának nyomon követésére.

2004 folyamán mind a VIBER, mind a BKR átfogó értékelését elkészítette az MNB, a vonatkozó ún. BIS-alapelvek (Core Principles for Systematically Important Payment Systems, [www.bis.org](http://www.bis.org)) szerint. Az értékelések eredményét a III-2. táblázat összegzi.

Az alapelveknek való megfelelés nem mindig bontható egyértelmű igen-nem válaszokra, mivel egyes alapelvek komplex kérdésköröket ölelnek fel.

A KBER gyakorlatában az alkalmazott skála egyes értékeinek értelmezése az alábbi:

- Teljesen megfelelő: az alapelv minden fontos kérdéskörének megfelel.
- Alapvetően megfelelő: néhány apróbb probléma fennállhat – azonban ezek érdemben nem

veszélyeztetik az alapelvnek történő megfelelést.

- Részben megfelelő: komolyabb problémák merülnek fel egy-két kérdéskörben.
- Nem megfelelő: szinte minden kérdéskörben felmerülnek komolyabb problémák.

A VIBER a II. és VII. alapelvnek alapvetően, a VIII.-nak részben felel meg; a többinek – ha értelmezhető az alapelv – teljesen megfelel.

- A II. alapelv: a szabályzat az ügyfélpanaszok, reklamációk kezelésére, bejelentésük és elintézésük határidejére, a szolgáltató hibájából történt késedelem esetén a rendszertagok kompenzálásának módjára nem tér ki.

- A VII. alapelv: a VIBER üzletmenet-folytonossági terveiben foglaltak betanítására és dokumentált tesztelésére, mind az alkalmazások, mind az egyes informatikai rendszerek vonatkozásában sor került, azonban az Azonnali Tartalékközpont-ra való átállás teljes körű felhasználói tesztelése még nem történt meg. Az ATK állandó üzemeltető személyzettel nem rendelkezik.

- A VIII. alapelv: a rendszer feldolgozó kapacitása nem tekinthető optimálisnak, túlméretezett; kihasználtsága az eddigi legnagyobb leterheltség esetén is csak 30 százalékos volt. Ez a megállapítás azonban intézkedést nem igényel, mivel rendszerkockázati vonatkozása nincs, és az üzemeltetési költségek nagyságát sem érinti, mert a rendszert támogató hardware a legkisebb platformon működik.

A BKR a VII. és VIII. alapelvnek alapvetően megfelel, a többinek – ha értelmezhető az alapelv – teljesen megfelel.

- A VII. alapelv: az üzemeltetés során fellépő hibák gyakran már az ügyfelek által is észlelhető kategóriába estek.
- A VIII. alapelv: a hatékonyság követelménye sérül, mivel a GIRO Rt. díjai nyereséget tartal-

## III-2. táblázat

A VIBER és a BKR BIS-alapelveknek való megfelelésének összesség

| BIS-alapelv | BIS-alapelv által támasztott követelmény                                                                                                                                                                                                                     | VIBER                     | BKR                       |
|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| I.          | A rendszernek szilárd jogi alappal kell bírnia minden vonatkozó joghatóság szempontjából.                                                                                                                                                                    | teljes mértékben megfelel | teljes mértékben megfelel |
| II.         | A rendszer szabályzatait úgy kell megfogalmazni, hogy a tagok pontosan megérthessék, a tagsággal járó egyes pénzügyi kockázataikat az adott rendszerben miként jelentkeznék.                                                                                 | alapvetően megfelel       | teljes mértékben megfelel |
| III.        | A hitel- és likviditási kockázatok kezelésére egyértelmű eljárási rendet kell kialakítani. Ebben fel kell sorolni a rendszerüzemeltető, illetőleg a tagok kötelezettségeit, és megfelelően ösztönöznie kell a kockázatkezelést és a kockázatok korlátozását. | teljes mértékben megfelel | teljes mértékben megfelel |
| IV.         | A rendszernek azonnali, végleges kiegyenlítést kell biztosítani az értéknapon, lehetőleg napközben, de legalább a nap végén.                                                                                                                                 | teljes mértékben megfelel | teljes mértékben megfelel |
| V.          | Nettó rendszerekkel kapcsolatos követelmény                                                                                                                                                                                                                  | nem értelmezhető          | nem értelmezhető          |
| VI.         | A kiegyenlítésre használt pénzeszköznek lehetőleg jegybankkal szembeni követelésnek kell lennie; amennyiben más pénzeszközt használnak, annak hitelkockázata nem vagy csekély, likviditási kockázata nem vagy csekély lehet.                                 | teljes mértékben megfelel | teljes mértékben megfelel |
| VII.        | A rendszert nagyfokú biztonságnak és működési megbízhatóságnak kell jellemeznie, és megfelelő tartalékmegoldásokat kell biztosítani a napi feldolgozás időben történő befejezése érdekében.                                                                  | alapvetően megfelel       | alapvetően megfelel       |
| VIII.       | A rendszernek olyan eszközként kell szolgálnia a fizetési forgalom lebonyolításához, ami praktikus a használóinak és hatékony a gazdaság számára.                                                                                                            | részben megfelel          | részben megfelel          |
| IX.         | Objektív rendszertagsági feltételeket kell meghatározni, és azokat nyilvánosan ki kell hirdetni. Ennek lehetővé kell tennie a szabad és tisztességes hozzáférést.                                                                                            | teljes mértékben megfelel | teljes mértékben megfelel |
| X.          | A rendszer irányítási rendjének hathatósnak, elszámoltathatónak és átláthatónak kell lennie.                                                                                                                                                                 | teljes mértékben megfelel | teljes mértékben megfelel |

maznak a nemzetközi alapelvben megfogalmazott költségmegtérülés követelményén túl.

A KELER Rt., mint tőkepiaci elszámolóház, a tőzsdei azonnali értékpapír-piaci ügyletek, valamint a származékos ügyletek tekintetében saját tőkéjével garanciát vállalva, központi szerződő félként (CCP) jár el. Ugyanakkor a KELER Rt-nél, mint központi értéktárnál kerülnek zárolásra, MNB-kedvezményezettséggel, a monetáris politikai műveletekhez, illetve a fizetési rendszerek-

hez kapcsolódóan nyújtott jegybanki hitelek értékpapírban megképzett biztosítékai. A központi értéktár funkció biztonságos és zavartalan működése ezért kiemelt jelentőségű a jegybanki monetáris politikai eszközök hatékony alkalmazása, a fizetési rendszerek zökkenőmentes működése, s ezáltal a pénzügyi stabilitás biztosítása szempontjából.

A jegybanki monetáris politikai célok megvalósítása, a pénzügyi stabilitás biztosítása az EKB el-

várásaitól függetlenül is indokoltta teszi a KELER Rt. központi szerződő fél és központi értéktári funkciójának jogilag elkülönült gazdasági társaságokba való szétválasztását.

A szükséges jogszabály-módosítások érdekében az MNB 2005 tavaszán javasolta a Pénz-

ügyminisztériumnak a Tpt. olyan értelmű módosítását, ami előírná egyfelől az értéktári, értékpapírszámla-vezetési, másfelől a garanciavállalást és kockázatkezelést is magába foglaló klasszikus elszámolási funkciók szervezeti szétválasztását.



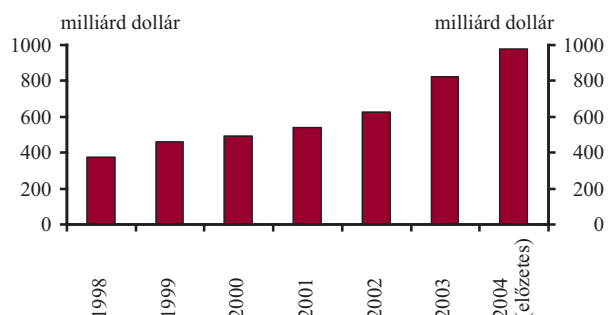
### III. 3. A fedezeti alapok tevékenysége és a kelet-közép-európai valuták árfolyamának alakulása

Piaci szereplők és megfigyelők körében az utóbbi időben gyakran elhangzó megállapítás, hogy a nem hagyományos, úgynevezett „fedezeti alapok” (hedge fundok) az elmúlt években egyre jelentősebb szereplőkké váltak a pénzügyi piacokon. Noha a szóban forgó alapok eltérő stratégiákat folytathatnak, a legtöbbjük esetében közös, hogy nagy tőkeáttétellel, nagy kockázatot vállalva működnek és befektetési horizontjuk rövidebb a hagyományos befektetési, illetve nyugdíjalapokénál. A hagyományos alapoktól abban is különböznek, hogy nem a relatív (pl. egy indexhez vagy piaci szegmenshez mért), hanem az abszolút hozamokra koncentrálnak.

Piaci információk szerint egyre több befektető, köztük növekvő számban hagyományos intézményi befektetők válnak a fedezeti alapok ügyfeleivé. Az alábbi ábrán látható, hogy a fedezeti alapok által kezelt eszközök nagysága valóban gyorsan nőtt az utóbbi években, főleg 2003–2004-ben (III-12. ábra). Megjegyzendő, hogy 2004 második felében a fedezeti alapok hozamai kevésbé voltak vonzóak, így az alapokba irányuló tőkeáramlás is lassult. Ennek ellenére az előrejelzések az alapok által kezelt vagyon további növekedését valószínűsítik.

**III-12. ábra**

**A fedezeti alapok által kezelt vagyon**



Forrás: Hedge Fund Research Ltd.

A fedezeti alapok szerepe a feltörekvő piaci pénzügyi eszközök kockázati prémiumának alakulása szempontjából is érdekes lehet. Az alacsony nemzetközi kamatok mellett a befektetők egyre nagyobb összegeket fektettek a javuló fundamentumokkal rendelkező, magas hozamot kínáló feltörekvő piaci eszközökbe. A globális pénzügyi piacokon uralkodó hozaméhség („search for yield”) egyik megnyilvánulása éppen a fedezeti alapokba beáramló tőke gyors növekedése, és ennek eredményeként mind az árfolyam-, mind pedig a hitelkockázati prémiumok csökkenése. Egyelőre kérdéses, hogy a fedezeti alapok növekvő szerepe és a „search for yield” felerősödése strukturális változásnak minősíthető-e, vagy csupán ciklikus, az alacsony fejlett piaci kamatoknak tulajdonítható jelenség.

Az utóbbi hónapokban többször megfigyelhető volt, hogy a forint árfolyama az euróval szemben erősödött olyan időszakokban, amikor a dollár gyengült. Ezt a viszonylag új keletű jelenséget egy másik, szintén új fejlemény magyarázhatja. Bár nincs megbízható adatunk a fedezeti alapok tevékenységéről regionális bontásban, anekdotikus információkból ismert, hogy ezek a „nem hagyományos” szereplők fokozták a tevékenységüket a magyar, a cseh és a lengyel devizapiacokon. A nem hagyományos szereplők nem alkotnak homogén csoportot. Stratégiáik, az általuk vállalt kockázatok jellege és nagysága, befektetéseik időhorizontja eltérő. Akárcsak máshol, a kelet-közép-európai pénzügyi piacokon is egy időben az egyik, más időben más csoportjuk lehet domináns a körülményektől függően, ennek megfelelően a piaci helyzet is gyorsan változhat a globális pénzügyi kondíciók változásaival. Az írásunk hátralévő részében megvizsgáljuk, hogy vajon magyarázhat-

ja-e a fedezeti alapok erősödő tevékenysége a kelet-közép-európai valuták árfolyamának közelmúltban tapasztalt euróval szembeni erősödését. Ez egy olyan hipotézis, amit adatok hiányában közvetlenül nem tudunk igazolni, de a megfigyelhető folyamatok alapján valószínűsíthetünk (azaz, a megfigyelt folyamatok alapján nem zárunk ki).

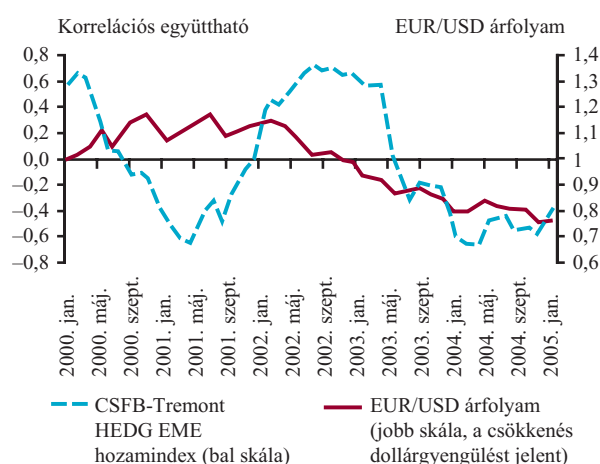
Különböző információk alapján azt lehet feltételezni, hogy a fedezeti alapok már hosszabb ideje, leginkább az USA folyó fizetési mérleg problémájának előtérbe kerülése óta, a dollár gyengülésére számítanak. Ezért úgy alakítják a befektetési portfóliójukat, hogy a felértékelődő valutákban kibocsátott papírok súlyát növelik, miközben a forrásaik között növekszik a dollárban fennálló kötelezettségek aránya. A nem dollárhoz kötött feltörekvő piaci devizákban (így a forint, a lengyel zloty és a cseh korona is) kibocsátott papírok természetes elemei lehetnek egy olyan portfóliónak, amely a dollár gyengüléséből és az euró erősödéséből

profitál. A III-13. ábra igazolni látszik ezt a hipotézist: látható, hogy a feltörekvő piacokon aktív fedezeti alapok hozamai 2003 második felétől negatívan korrelálnak a dollár-euró árfolyammal, azaz az amerikai valuta gyengülése idején növekednek, erősödése idején csökkennek. 2004 elejétől ez a negatív korreláció még erőteljesebb.

Hipotézisünk vizsgálatának következő lépésében azt kellene látnunk, hogy a szóban forgó kelet-közép-európai valuták akkor erősödnek az euróval szemben, amikor a dollár (ténylegesen és feltehetően a várakozásokban is) gyengül, azaz, amikor a fedezeti alapok nyereségre számíthatnak a további befektetésekből az érintett valutákban. Ez technikailag a kelet-európai valuták, illetve a dollár euróval szembeni árfolyamának negatív korrelációjában jelenhet meg. Az alábbi ábráról látható, hogy Magyarország és Csehország esetében 2004 végétől, 2005 elejétől már igaz ez az összefüggés (III-14. ábra). A lengyel zloty korábban jellemző erős rövid távú pozitív korrelációja a dollárral pedig határozott mérséklődés után 2005 első negyedévében nullára csökkent.

## III-13. ábra

**A feltörekvő piacokon befektető fedezeti alapok hozamindexének korrelációja a dollár árfolyamával és az EUR/USD árfolyam alakulása**

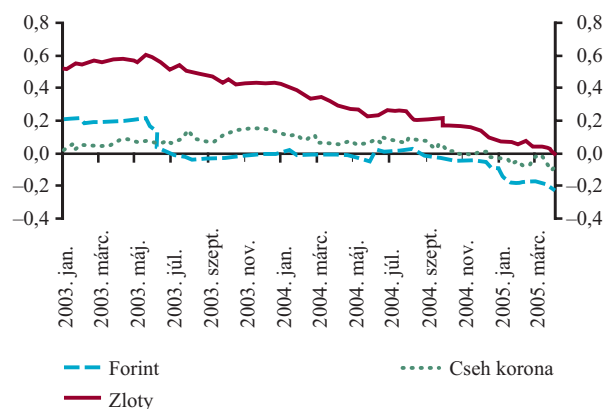


*Megjegyzés: A negatív korreláció azt jelenti, hogy a dollár gyengülésével javul az alapok hozama és megfordítva, a pozitív korreláció azt mutatja, hogy a dollár erősödésével javul az alapok hozama. Az ábrán folyamatos vonallal a havi hozamindex és a havi euró-dollár árfolyam tizenkét havi gördülő korrelációját ábrázoltuk. Szaggatott vonallal a havi EUR/USD árfolyam 12 havi átlagát ábrázoltuk (a csökkenő érték a dollár gyengülését mutatja).*

Forrás: CSFB-Tremont, MNB.

## III-14. ábra

**Három kelet-közép-európai valuta és a dollár euróval szembeni árfolyammozgásának korrelációja**



*Megjegyzés: Az ábrán a három kelet-közép-európai valuta euróval szembeni mozgásának korrelációja látható a dollár euróval szembeni mozgásával. A negatív érték ellentétes mozgást jelöl: a gyengülő dollár idején erősödnek a valuták, illetve fordítva. Napi százalékos árfolyamváltozások 12 hónapos gördülő korrelációját ábrázoltuk.*

Forrás: Reuters, MNB.

### III. Aktuális kérdések

Összefoglalóan megállapíthatjuk, hogy a hipotézisünk nincs ellentétben a látható összefüggésekkel. Vagyis valóban lehetséges, hogy a forint (és a zloty, illetve a cseh korona) időnként tapasztalt, a dolláréval ellentétes rövid távú mozgása az euróval szemben a nem hagyományos intézményi befektetők tevékenységének az eredménye. Mivel a jelentős dollárgyengülésre vonatkozó vá-

rakozások az USA külső egyensúlyi problémáinak enyhüléséig feltehetően nem tűnnek el, ezeknek a szereplőknek a kelet-közép-európai jelenlétével hosszabb távon is számolnunk kell. Rövid befektetési horizontjuk és gyorsan változó stratégiák miatt a régió devizaárfolyamainak alakulását volatilisabbá tehetik a fundamentumok által indokoltnál.

## III. 4. Tanulmányismertető

### III. 4. 1. Tóth Máté Barnabás: Fizetésimérleg-egyensúlytalanságok következményei – nemzetközi tapasztalatok (megjelenés alatt)

A témához kapcsolódó empirikus irodalom<sup>69</sup> szerint a folyó fizetési mérleg egyenlegének ingadozása fejlett országokban alapvetően ciklikus okokra vezethető vissza, a folyó fizetési mérleg hiánya csupán a gazdaság egészében meglévő belső egyensúlytalanságok egy – nem szükségszerűen megjelenő – tünete, amely az egyensúlytalanság mérséklődésével párhuzamosan automatikusan korrigálódik. A fejlett országokra tehát nem jellemző a válságszerű fizetésimérleg-korrekció. Ezzel szemben Edwards<sup>70</sup> szerint a feltörekvő országokban a folyó fizetési mérleg korrekciói szorosan összefüggnek a külső tőkebeáramlásokban bekövetkező hirtelen megállásokkal, és gyakran valutaválságot eredményeznek. Ahogy arra több szerző<sup>71</sup> rámutat, a kilencvenes években a tőkeáramlások egyre kiterjedtebb liberalizációja és globalizálódása következtében a fizetésimérleg-korrekciók mozgatórugói a folyó fizetési mérlegről a finanszírozási oldalra, azaz a tőke- (vagy pénzügyi) mérlegre tevődtek át. A fizetésimérleg-egyensúlytalanságokban (magas folyó hiány, külső adósság kedvezőtlen szerkezete) egyre nagyobb szerepe lett a magánszektornak – finanszírozási és felhasználási oldalról is.

A tanulmányban 24 OECD- és 13 nagyobb feltörekvő ország 1990 és 2003 közti adatai alapján 21 epizódot, illetve periódust választottunk ki és dolgoztunk fel esettanulmányok formájában. A vizsgált mintába mindazok az országepizódok bekeverültek, ahol a folyó fizetési mérleg hiánya legalább 2 évig átlépte a GDP 5 százalékát, vagy amelyek során a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlegében egy év alatt 3 százalékpontot meghaladó mértékű javulás (korrekció) történt. A folyó fizetési mérleg mellett hagyományos makrogazdasági mutatók (GDP növekedése és összetevői, költségvetési hiány, államadósság, nettó külföldi eszközök, infláció), illetve az aggregált árfolyam- és lejárati kockázat mérésére alkalmas mérőszámok alakulását is vizsgáltuk.

A tanulmányban vizsgált epizódok alapján elmondható, hogy magasnak tekinthető folyó fizetésimérleg-hiányt hosszabb távon csak kevés ország tudott fenntartani. A 3 százalékpontot meghaladó folyó fizetésimérleg-korrekciók döntő többsége növekedési áldozattal és árfolyamgyengüléssel járt, azonban ezek mértéke igen nagy szórást mutatott (III-3. táblázat). A válságszerű, magas növekedési áldozattal és jelentős árfolyamgyengüléssel járó fizetésimérleg-korrekciók jellemzően a külső tőkebeáramlások hirtelen megállításához, illetve egy spekulatív támadás bekövetkezéséhez köthetők, így kialakulásukhoz nem volt szükséges feltétel a tartósan magas fizetésimérleg-hiány megléte. A relatíve alacsony növekedési

<sup>69</sup> Például Debelle, Guy – Galati, Gabriele (2005): „Current account adjustment and capital flows”; BIS Working Papers No. 169, February 2005; Freund, Caroline (2000): Current Account Adjustment in Industrialized Countries FRB International Finance Discussion Papers No. 692.

<sup>70</sup> Edwards, Sebastian (2004): „Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops” NBER Working Paper No. 10276.

<sup>71</sup> Például Roubini, Nouriel – Setser, Brad (2004): „Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies” Institute for International Economics 2004.

<sup>72</sup> Chile 1999, Izland 2001–2002, Portugália 2002–2003, Lengyelország 2001, Szlovákia 2003.

## III-3. táblázat

A folyó fizetésimérleg-korrekción átesett országok egyes mutatói

| Országok | Output<br>veszteség<br>(százalék-<br>pont)* | Folyó fiz.<br>mérleg<br>egyenlege<br>(GDP száza-<br>lékában) | Államht.<br>egyenlege<br>(GDP száza-<br>lékában) | Átlagos<br>infláció<br>(CPI) | Árfolyamle-<br>értékelődés<br>(%) | AECM <sup>73</sup> | STD/TR <sup>74</sup> | Magánszektorak<br>nyújtott hazai<br>hitelek<br>(GDP százalékában) |       |
|----------|---------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------------|--------------------|----------------------|-------------------------------------------------------------------|-------|
|          | t                                           | a[t-3; t-1]                                                  | a[t-3; t-1]                                      | a[t+1; t+3]                  | d[t-1; t]                         | [t-1]              | [t-1]                | d[t-5; t-1]                                                       | [t-1] |

### Válságszerű epizódok

|                         |        |      |       |      |       |          |         |      |       |
|-------------------------|--------|------|-------|------|-------|----------|---------|------|-------|
| Dél-Korea<br>t=1998     | 13,6   | -2,6 | -0,3  | 2,4  | 47,3  | -12,4    | ..      | 14,4 | 78,8  |
| Indonézia<br>t=1998     | 20,0   | -2,9 | 0,9   | 12,3 | 244,2 | -30,9    | 1,98    | 11,8 | 60,8  |
| Malajzia<br>t=1998      | 16,4   | -6,7 | 1,3   | 1,9  | 39,5  | -1,0     | 0,72    | 51,9 | 158,4 |
| Thaiföld<br>t=1997-1998 | 19,9** | -7,3 | 2,3   | 1,2  | 63,2  | -20,3*** | 1,45*** | 54,3 | 165,7 |
| Argentína<br>t=2002     | 8,0    | -2,9 | -4,6  | 8,9  | 206,0 | -282,4   | 1,37    | -1,1 | 20,8  |
| Mexikó t=1995           | 9,5    | -6,5 | 1,6   | 23,6 | 89,9  | -32,5    | 6,27    | 21,2 | 38,7  |
| Törökország<br>t=2001   | 9,4    | -1,6 | -11,0 | 26,3 | 96,0  | -41,7    | 1,28    | 0,9  | 23,7  |

### „Békés” epizódok

|                           |       |      |      |     |        |      |      |       |       |
|---------------------------|-------|------|------|-----|--------|------|------|-------|-------|
| Izland<br>t=2001-2002     | 2,5** | -8,0 | 2,6  | 2,1 | 16,5** | ..   | ..   | 50,8  | 100,8 |
| Chile t=1999              | 7,4   | -4,9 | 1,4  | 3,3 | 10,5   | -0,5 | 0,10 | 11,3  | 63,4  |
| Lengyelország<br>t=2001   | 3,3   | -6,2 | -1,4 | 1,3 | -8,4   | -8,8 | 0,37 | 6,7   | 27,7  |
| Portugália<br>t=2002-2003 | 3,7** | -9,2 | -3,3 | ..  | 0,0    | ..   | ..   | 50,3  | 147,9 |
| Szlovákia<br>t=2003       | -0,5  | -6,7 | -8,0 | ..  | -2,8   | ..   | 0,48 | -13,8 | 40,6  |

### Köztes epizódok

|                        |      |      |      |      |      |       |      |       |      |
|------------------------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|
| Csehország<br>t=1998   | 4,2  | -5,5 | -0,2 | 3,6  | 4,3  | 6,4   | 0,83 | 2,5   | 75,7 |
| Magyarország<br>t=1995 | -1,7 | -5,9 | -6,7 | 18,7 | 31,6 | -37,8 | 0,15 | -20,1 | 26,5 |
| Szlovákia<br>t=1999    | 3,6  | -9,7 | -3,8 | 7,6  | 11,6 | ..    | 1,60 | 12,9  | 54,4 |

a: átlag, d: változás \* A korrekciós időszakot megelőző három év átlagához képest. \*\* Kumulált. \*\*\* 1997-es érték.

Forrás: IMF IFS, Worldbank WDI, Eurostat, MNB, saját számítások.

<sup>73</sup> A Goldstein és Turner (2004) által konstruált AECM (aggregated effective currency mismatch) mutatószám jól tükrözi az egyes országok gazdasági szektorainak aggregált mérlegében megjelenő árfolyam-kockázati kitettséget, illetve sebezhetőséget. A mutató a devizában denominált adósság (rezidens és nem rezidens) teljes adósságon belüli százalékos arányának (FCD\*100/TD), illetve a nettó devizaeszköz-pozíció (net foreign-currency assets – NFCA) és az export/GDP (XGS) hányadosának szorzataként áll elő. A mutató negatív értéket vesz fel, ha az adott ország nettó külföldi devizatarozás-állománnyal rendelkezik, és annál alacsonyabb, minél kevesebb exportjövdelemmel, illetve minél magasabb devizaadósság aránnyal rendelkezik a teljes adósságállományán belül.

<sup>74</sup> AECM = (NFCA/XGS) (FCD\*100/TD). A rövid lejáratú külső adósság- és a hivatalos devizataralék-állomány hányadosa.

áldozattal járó, „békés” korrekciós epizódok során inkább a belső alkalmazkodási folyamatok szerepe volt meghatározó.

## „Békés” korrekciók

A nem válságszerű, relatíve alacsonyabb növekedési áldozat mellett zajló korrekciós epizódok többségében a folyó fizetésimérleg-egyensúlytalanságok döntően a magánszektor tevékenységéhez köthetők. A magánszektorból kiinduló alkalmazkodási folyamat során a hatóságok monetáris szigorítással próbálták fenntartani a tőkeáramlások folytonosságát, illetve megakadályozni a nominális árfolyam túlzott mértékű gyengülését, valamint az infláció túlzott növekedését, míg az automatikus költségvetési stabilizátorok és diszkrét fiskális intézkedések segítségével a belső kereslet túlzott kontrakcióját kísérelték meg elkerülni. A stabilizációs intézkedések hatásosságának fontos feltétele volt az egyensúly közeli költségvetési pozíció, illetve a monetáris politika hitelessége. A válságszerű korrekció elkerüléséhez jelentős mértékben hozzájárult, hogy a szóban forgó országok esetében a gazdasági szereplők relatíve kis mértékben voltak fedezetlen árfolyamkockázatnak kitelve, a tőkebeáramlásokban pedig nem következett be hirtelen és teljes megállás.

## Válságszerű fizetésimérleg-korrekciók

A vizsgált, egyértelműen válságszerűnek tekinthető fizetésimérleg-korrekciós epizódok<sup>75</sup> közül a korrekciót megelőzően a folyó fizetési mérleg hiánya csupán 3 esetben haladta meg tartósan a GDP 5 százalékát. A korrekciók minden esetben a korábban alkalmazott, erősen menedzselt, stabil árfolyamot fenntartó monetáris politika feladásával

jártak. A délkelet-ázsiai országepizódok esetében a fizetésimérleg-egyensúlytalanságok döntően a magánszektor tevékenységéhez voltak köthetők, amit a túlhevülésre utaló, rendkívül magas beruházási ráták is tükröztek. A többi ország esetében az egyensúlytalanságok kialakulásában az államháztartási szektor közvetlen szerepe is jelentős volt. A fizetési mérleg korrekciója jellemzően a tőkeáramlások megállásának hatására következett be, ami a devizában eladósodott gazdasági szereplők fizetőképességében vagy a rögzített árfolyam hitelességében megrendült befektetői bizalom, illetve több esetben a pénzügyi fertőzés (contagion) hatására következett be.

A válságszerű korrekciós epizódok esetében fontos kiemelni a gazdasági szereplők (jellemzően a vállalati szektor és/vagy az államháztartás) aggregált mérlegeiben megjelenő kockázati illetve, sebezhetőségi tényezők szerepét, amelyek jelentősen növelték a korrekcióval járó növekedési áldozat mértékét és részben felelőssé tehetők az alkalmazkodási folyamat válságszerű lefutásáért. A tipikusan megjelenő mérlegsebezhetőségi tényező a fedezetlen árfolyamkockázat, illetve a lejárat vagy likviditási kockázat volt. A fedezetlen árfolyamkockázat nagyfokú árfolyamgyengülés esetén jelentős állományi átértékelődésekhez vezetett, a lejárat kockázat pedig a tőkeáramlások hirtelen megállásakor súlyos likviditási problémákat eredményezett, ami a strukturálisan gyenge pénzügyi rendszereken keresztül továbbgyűrűzött. A válság idején bekövetkező árfolyamgyengülés tehát nem javította/korrigálta a korábban tőkebevonó szektor hitelképességét, hanem tovább rontotta azt, így kiugróan magas leértékelődést, és elhúzódozó nagymértékű recessziót eredményezett, a kumulált kibocsátási veszteség több esetben meghaladta a GDP 10 százalékát.

<sup>75</sup> Indonézia 1998, Malajzia 1998, Dél-Korea 1998, Argentína 2002, Mexikó 1995, Thaiföld 1997–1998, Törökország 2001.

A válságszerű korrekciós epizódok többségében a pénzügyi rendszer nem megfelelő szabályozása és felügyelete, az implicit állami garanciák, valamint a politikailag preferált intézmények markáns jelenléte a gazdasági szereplők mérlegeiben megjelenő valós árfolyam- és lejáratok kockázatok alulbecslését vagy figyelmen kívül hagyását eredményezheti, illetve a rossz hitelek arányának gyors növekedéséhez, eszközár-buborékok vagy hitelezési boom kialakulásához vezetett. A válságepizódok során általánosan megfigyelhető volt, hogy a rögzített vagy erőteljesen menedzselt árfolyamrendszerek csökkentették a devizában denominált, forrásbevonáshoz kapcsolódó árfolyamkockázat-érzékelést, miközben a magánszektor mérlegeiben gyorsan növekvő árfolyamkockázati-kitettség a hatóságokat a csökkenő hitelességű árfolyamrendszerek fenntartására ösztönözte („fear of floating”). A kibocsátási veszteséghez azok a gazdasági szereplők járultak hozzá a legnagyobb mértékben, amelyek mérlegeiben az árfolyamkockázati-kitettség lejárat vagy megújítási (rollover) kockázattal párosult. Tipikusan ilyenek voltak az exportjövédelmet nem termelő, tevékenységüket rövid lejáratú devizaforrásokból fedező vállalatok, vagy a kiadásait jelentős részben rövid lejáratú devizaadósság kibocsátásával finanszírozó költségvetési szektor.

#### **„Köztes” korrekciók**

A „köztes” fizetésimérleg-korrekciók<sup>76</sup> esetében a kibocsátási veszteség vagy a nominális árfolyam gyengülésének mértéke jelentősen elmaradt a válságszerű korrekción átment országokban tapasztaltakhoz képest, azonban nem sorolhatók egyértelműen a békés korrekció kategóriájába sem, mi-

vel a hatóságok gazdaságpolitikai kiigazítással megelőző jellegű (Magyarország) vagy egy már kibontakozóban lévő válság eszkalálódását megelőző korrekciós folyamatot indítottak el (Csehország, Szlovákia). Az epizódok közül Magyarország esete tekinthető egyértelműen ikerdeficit-situációnak, azonban a strukturálisan gyenge bankrendszernek nyújtott garanciák következtében a cseh és a szlovák költségvetés is jelentős implicit terhekkel rendelkezett, amelyek a korrekciós folyamattal párhuzamosan meginduló bankkonszolidáció során kerültek felszínre.

A szóban forgó epizódok során a tőkebeáramlások megállása vagy megfordulása reális veszély volt, azonban nem volt a válságepizódok során tapasztaltakhoz hasonló mértékű fedezetlen árfolyamkockázati-kitettség a magánszektor mérlegeiben. A kiigazító intézkedések így növelték a gazdaságpolitika hitelességét, és a gazdaság tőkebevonó képességét, így rövid időn belül sikerült stabilizálni a helyzetet.

A korrekció ezen országok esetében is a belföldi kereslet visszaeséséből adódott, de a növekedési áldozat jóval kisebb volt, mint az ún. válságepizódokban. A három ország közül egyedül Magyarországon vezetett az árfolyam leértékelődése tartósan magas inflációhoz. Itt azonban a meglepetésinfláció, illetve később az infláció lassú mérséklése a kiigazítási csomag része volt, amely lehetővé tette a költségvetési deficit, illetve a belföldi kereslet mérséklését.

A köztes korrekciók során a folyó fizetési mérleg hiányának tartós csökkentése jellemzően nem sikerült, de a külső forrásbevonás felhasználási és finanszírozási szerkezete javult, ami részben a korrekciót követő strukturális intézkedések (pl. privatizáció, bankrendszer reformja, beruházásösztönző lépések), valamint kiigazítás hitelességi hatásának tudható be.

<sup>76</sup> Csehország 1998, Magyarország 1995, Szlovákia 1999.



## *Jelenleg is magas folyó fizetésimérleg-hiányt mutató országok*

Két fejlett ország, Ausztrália és Új-Zéland több mint 25 éve átlagosan a GDP 4 százaléka körüli folyó fizetésimérleg-hiányt tart fenn (III-4. táblázat). A két ország esetében a folyó fizetési mérleg alakulása a magánszektor viselkedéséhez köthető, elsősorban a lakosság tartósan alacsony megtakarítási rátájának köszönhető, a költségvetési politika mindkét országban fegyelmezett. A globális tőkepiacokon kialakult kedvező megítélés következtében a gazdasági szereplők nem ütköznek külső finanszírozási korlátokba. A saját valutában történő eladósodás képessége, a devizában történő eladósodás esetén az árfolyamkockázat megfelelő allokálására képes pénzügyi közvetítő rendszer, és a kilencvenes évek során tapasztalt dinamikus növekedési ütem mind hozzájárult ahhoz, hogy a relatíve magas hiányokat mutató folyó fizetésimérleg-pálya és az így felhalmozódó külső tartozásállomány mindkét országnál fenntarthatónak bizonyult.

Néhány kevésbé fejlett EU-tagország<sup>77</sup> is képes volt – legalábbis a vizsgált periódus végéig – magas folyó fizetésimérleg-hiányt fenntartani. Az EU-tagsággal együttjáró gazdaságpolitikai koordinációs intézmények biztosítékot jelentenek a befektetők számára, hogy még abban az esetben is, ha rövid távon nő a gazdaságban az egyensúlytalanság mértéke, középtávon fenntartható pályára álljon a gazdaság. Ilyen garanciának tekinthető a stabilitási és növekedési paktum, illetve a hozzá kapcsolódó túlzott deficit eljárás, illetve az a tény, hogy ezek az országok elkötelezték magukat az euró bevezetése mellett, aminek előfeltétele a makrogazdasági egyensúlytalanság megszűntetése. Ezen túlmenően az euró várható bevezetése

jelentősen lecsökkenti majd a gazdasági szereplők mérlegeiben felhalmozódó árfolyamkockázatból adódó sérülékenységet is.

Ha az euró bevezetéséhez vezető konvergenciapályák hitelesek és megalapozottak, az új tagállamok az euróövezeti tagságból adódó fizetésimérleg-korlát lazulásának előnyeit a közös valuta-bevezetést megelőzően is érvényesíteni tudják. Egy nem euróövezetbeli EU-tagország konvergenciapályájának hitelessége tehát a fizetési mérleg középtávú fenntarthatósága szempontjából is kulcsfontosságú tényező lehet.

A folyó fizetési mérleg hiányának növekedésében az összes vizsgált EU-tagország esetében fontos tényező a magánszektor megtakarítási-beruházási egyenlegének tendenciaszerű csökkenése, ami döntő részben a háztartások megtakarítási pozícióinak romlására vezethető vissza. E felzárkózó országokban a háztartások megtakarítási pozíciójának romlása természetes velejárója a pénzügyi közvetítés mélyülésének, illetve a likviditási korlátok oldódásának. Mindazonáltal a háztartások megtakarítási pozíciójának romlása – különböző hiteltámogatási sémák, vagy túlzottan optimista jövedelemvárakozások kialakulásának következtében – meghaladhatja a pénzügyi közvetítés szerves fejlődése által indokolható egyensúlyi mértéket, ami hozzájárulhat egy reálgazdasági túlhevülés kialakulásához (l. Portugália), illetve potenciálisan eszközárbuborékok felépüléséhez vezethet. A várakozások által fűtött gyors kamatkonvergencia hangsúlyozottan problematikus lehet abban az esetben, ha az euróbevezetéshez vezető fiskális konszolidáció csupán könyveléstechnikai értelemben valósul meg, a valós államháztartási finanszírozási igény, illetve keresleti hatás számottevő és tartós mérséklődése nélkül.

<sup>77</sup> Csehország 2000-től, Észtország 1996-tól, Görögország 2000-től, Magyarország 1998-tól, Portugália 1997-től.



#### *Tanulságok a magyar fizetési mérleg egyensúlytalanságához kapcsolódóan*

Magyarországon az elmúlt 5 évben a 7 százalékos folyamatosan meghaladta a GDP-arányos folyó fizetési mérleg hiányának nagysága. A folyó fizetési mérleg hiányáért döntően az államháztartás tartósan magas külső finanszírozási igénye a felelős, de ugyanilyen fontos tényező a háztartások megtakarítási viselkedésének változása, a megtakarítási hajlandóság mérséklődése. A magas folyó fizetésimérleg-hiány mindeddig finanszírozhatóan bizonyult, bár a befektetők magasabb kockázati felárat várnak el a forintbefektetésektől, mint a régió többi országában, az euróhoz viszonyított öt év múlva induló 3 hónapos kamatkülönbözet kb. 200 bázisponttal haladja meg a cseh és szlovák, és kb. 100 bázisponttal a lengyel mutatót.

Az EU-tagság és az euró bevezetése melletti elkötelezettség a folyó fizetési mérleg hiányát finanszírozó befektetők szemében egyfajta garanciát jelent a gazdaságpolitikai korrekció megvalósítására, illetve a mérlegekben megjelenő sebezhetőségi tényezők jövőbeni megszűnésére. Az euró bevezetésig tartó időszakban azonban nem zárható ki egy esetleges, a hiányt finanszírozó tőkebeáramlások hirtelen megállásán vagy megfordulásán alapuló fizetésimérleg-korrekció. Egy esetleges válságszerű korrekció bekövetkezésének valószínűségét csökkenti az exportszektor magas részesedése a GDP-ből, ami az árfolyamkockázattal szembeni jelentős mértékű természetes fedezeti lehetőséget jelent. A bankrendszer szerkezetileg egészséges, szabályozása és felügyelete a nemzetközi, illetve az uniós normáknak megfelelő. Ezek alapján valószínűsíthető, hogy a vállalati mérlegek sebezhetősége a fentebb vizsgált vál-

ságszerű korrekciós epizódok során tapasztaltakhoz képest alacsonynak tekinthető.

Aggodalomra ad okot azonban, hogy a devizaeladásodás növekszik a természetes fedezettséggel nem rendelkező kis- és közepes vállalatok, illetve a háztartások körében. A devizában történő eladásodás szoros összefüggésben áll azzal, hogy a belső egyensúlyi problémák miatt magas a hosszú hozamok közötti különbség, a belföldi gazdasági szereplők nem akarnak/tudnak saját valutában eladásodni. Ezért a jelenlegi egyensúlytalanság fennmaradása hosszabb távon növekvő sérülékenységgel fog együttjárni. Ezt erősíti, hogy a magánszektor mellett az államháztartás devizaeladásodása is növekvő tendenciát mutat. Megjegyezzük, hogy az euróban történő külső forrásbevonás növekedése az euróövezeti csatlakozást megalapozó, hiteles konvergenciapálya esetén nem feltétlen jelent problémát, az euró bevezetési dátuma körüli bizonytalanság esetleges felerősödése esetén azonban jelentős kockázati tényezőt jelent.

Bár a gazdaság lassulásával és a fogyasztói kereslet mérséklődésével számítunk arra, hogy a lakossági megtakarítási hajlandóság valamelyest növekedni fog, a fizetésimérleg-hiányból adódó kockázati kitettség jelentős csökkenése az államháztartás finanszírozási igényének tartós visszafogasásával érhető el. A fiskális kiigazítás nemcsak mérsékli a folyó mérleghiányt, hanem a befektetők megítélését és a hiány finanszírozhatóságát is javítja. Egyrészt növeli az euróbevezetésre vonatkozó elkötelezettség hitelességét, másrészt a hiteles konvergenciapályából adódó alacsonyabb forinthozamszint arra ösztönzi a magánszektor, hogy ne vállaljon fedezetlen árfolyamkockázatot, így lassíthatja a mérlegsebezhetőségek felépülését.

### III-4. táblázat

A hosszabb ideje folyó fizetésimérleg-hiányt mutató országok egyes mutatói a jelzett időszakokban

| Ország       | Periódus  | Folyó fiz.mérleg<br>egyenlege | Államháztartás<br>egyenlege | Gazdasági<br>növekedés | Magánszektorban nyújtott<br>hazai hitelek (GDP százalékában) |              |
|--------------|-----------|-------------------------------|-----------------------------|------------------------|--------------------------------------------------------------|--------------|
|              |           | átlag                         | átlag                       | átlag                  | változás                                                     | időszak vége |
| Görögország  | 2000–2003 | –7,1                          | –4,0                        | 4,2                    | 29                                                           | 67,1         |
| Portugália   | 1997–2003 | –7,9                          | –3,2                        | 1,2                    | 63,1                                                         | 147,9        |
| Csehország   | 2000–2003 | –5,9                          | –7,3                        | 2,8                    | –20,6                                                        | 33,4         |
| Észtország   | 1996–2003 | –8,6                          | 0,2                         | 5,8                    | 2,7                                                          | 29,2         |
| Magyarország | 1998–2003 | –7,7                          | –6,1                        | 4,1                    | 11,1                                                         | 35,3         |
| Ausztrália   | 1990–2003 | –4,1                          | –0,2                        | 3,2                    | 25,5                                                         | 89,8         |
| Új-Zéland    | 1990–2003 | –4,1                          | 1,4                         | 2,8                    | 42,1                                                         | 118,1        |

Forrás: Worldbank WDI, Eurostat, MNB, saját számítások.

#### III. 4. 2. Csávás Csaba– Gereben Áron: Hagyományos és egzotikus opciók a magyar devizapiac (megjelenés alatt)

A tanulmány a hazai bankközi devizapiac egyik fontos szeletét, a forint-deviza opciók piacát vizsgálja. Célja a hazai devizapiac eme gyorsan fejlődő szegmensének bemutatása, amely több szempontból is fontos a hazai fizetőeszköz árfolyamát nyomon követő gazdasági szereplők, így a jegybank számára is. Egyrészt az opciók áraiból következtetni lehet a piaci szereplők árfolyam-várakozásaira, másrészt az opciós piacon zajló folyamatok gyakran segítséget nyújtanak az azonnali forintpiac eseményeinek megértésében, az opciókhoz kapcsolódó devizapiaci tranzakciók ugyanis stabilizáló és destabilizáló hatással is lehetnek az árfolyamra.

Az opciós piacokat spekulációs, illetve fedezeti célokra használják. Az opciók lehetővé teszik olyan spekulatív pozíciók felvételét, ahol a nyereség nincs korlátozva, ugyanakkor a veszteség le-

hetősége korlátozott. Másrészt opciós ügyletek segítségével a termelő vagy pénzügyi vállalatok megszabadulhatnak tevékenységükből eredő árfolyamkitértiségtől. Az opciók előnye ekkor is abban rejlik, hogy segítségével a kockázatok egyirányúvá tehetők.

A devizaopciós piacok szinte kizárólagos szintjére a bankközi OTC-piac. A tőzsdei opciós piacoktól eltérően a bankközi kereskedés sajátossága, hogy a kereskedők az ügyfelek igényeihez tudják alakítani az opció paramétereit. Míg a tőzsdéken általában csak fix, havi vagy negyedéves lejáratokra és előre meghatározott kötési árfolyamokra szóló opciókkal lehet kereskedni, addig a bankközi piacokon a lejárat időpontja, a kötési árfolyam, a mennyiség stb. mind szabadon alakítható. Az OTC-devizaopciós piac másik sajátossága a tőzsdei opciós piacokkal szemben, hogy kereskedéskor nem az opció díját jegyzik egymásnak a kereskedők, hanem az implikált volatilitást. Az implikált volatilitás a piacon megfigyelt opcióárakból számolható: az a volatilitás, amely mellett a piaci konvenciók szerint használt Black–Scholes képletből számolt opcióár és a pi-

acon megfigyelt opcióár megegyezik. Az implikált volatilitás fontos információforrás az árfolyam jövőbeni változékonyságával kapcsolatos várakozások feltérképezésének szempontjából, hiszen megjelenik benne a piaci szereplőknek az árfolyam bizonytalanságával kapcsolatos vélekedése. A piaci szereplők által jegyzett opciós árak értelmezésekor ugyanakkor figyelemmel kell lenni a lehetséges torzító tényezőkre, például a Black–Scholes árazóképlet torzításaira, ami eltérítheti az implikált volatilitásokat a piac által várt volatilitástól.

Magyarországon a 2001-es devizaliberalizáció lehetővé tette, hogy külföldi befektetők is köthesse nek forintra szóló származékos ügyleteket, köztük opciókat is. A hazai devizaopciós piacon 2002 közepétől tapasztalható élénkülés, ekkortól kezdett el növekedni a forgalom, és kezdtek el jelentősebb pozíciókat felvállalni a külföldi szereplők. A forgalom igen változékonyan alakult az elmúlt három évben, az opciós piacon különösen a jelentősebb árfolyammozgások időszakában láthattunk élénkülést. 2004-ben az átlagos napi opciós forgalom forint-deviza viszonylatban megközelítőleg 5 milliárd forint volt. Az azonnali devizapiachoz képest ugyan nem jelentős a forintopciós piac hazai forgalma, a londoni opciós piac mérete viszont a hazainak többszörösét teszi ki.

A devizaopciós-piaci aktivitás növekedése, a piaci forgalom bővülése különböző hatásokat gyakorolhat az azonnali devizapiacra, és azon keresztül a forint árfolyamának alakulására. Ezek a lehetséges hatások nemcsak önmagukban lehetnek érdekesek, de stabilitási szempontból is fontosak.

Az opciós piaci ügyletek elterjedésének egyik előnye, hogy az hozzájárulhat az alaptermék likviditásának növekedéséhez, ami jelen esetben az azonnali devizapiac likviditását jelenti. Az opciókkal történő árfolyamfedezés más derivatíváknál általá-

ban kedvezőbb, mivel a magát opciókkal fedező ügyfél csak a számára kedvezőtlen irányú árfolyammozgások ellen lesz fedezve, míg a kedvező irányú árfolyam-elmozdulásokból továbbra is profitálhat. Ennek köszönhetően kevésbé kockázatkedvelő befektetők is beléphetnek a spotpiacra, a piaci szereplők számának növekedése pedig kedvező hatással lehet az azonnali piac likviditására. Az opciós piaci tevékenység és az azonnali piac közti egyik legfontosabb kapcsolatot az opciók spotpiaci fedezése jelenti. A fedezés bizonyos feltételezések mellett növeli, ellenkező esetben csökkenti az árfolyam volatilitását. Az opciós piacon árjegyzőként működő befektetési bankoknak a kereskedés közben kialakuló nyitott pozíciójukat fedezniük kell, kockázatot csak korlátozott mértékben vállalhatnak fel. Hagyományos opciók esetében az árfolyamkockázat fedezését legegyszerűbben az azonnali devizapiacra tehetik meg. Azt, hogy egy adott opció kockázatának pontos ellen-súlyozásához mekkora spotpiaci pozíciót kell nyitni, azt az opció deltája, azaz az opciós díj árfolyamra való érzékenysége határozza meg. Az opciós árjegyzők fedezeti tevékenysége spot devizapiaci pozíciók nyitását vonja maga után. Ha például a piaci szereplők az árjegyzőkkel szemben a forint erősödésére irányuló opciós pozíciókat vesznek fel, akkor az árjegyzők forint melletti pozíciókat kénytelenek felvenni az azonnali piacon, azaz forintot vásárolnak. Az árjegyzők fedezési stratégiája miatt így az opciós piacon felvett pozíciók visszahatnak az azonnali piacra. Ha az azonnali piac likviditása alacsony az opciós piachoz képest, akkor az opciók fedezése által kiváltott spot devizapiaci kereslet hatással lehet az azonnali árfolyamra. Bár az opciós piac forgalma általában töredékét teszi ki az azonnali piacénak, előfordulnak olyan időszakok, amikor az opciós forgalom megugrik, és a fedezésükhöz kapcsolódó kereslet

a spotpiaci árfolyamot is képes lehet elmozdítani. Az opciók nemcsak keletkezésükkor gyakorolhatnak hatást az azonnali piacra, hanem a lejáratukig folyamatosan. Ez abból fakad, hogy az opciók deltája az opciók élete során folyamatosan változik, mivel a deltát is ugyanazok a tényezők befolyásolják, mint az opció díját. Ezek közül a legfontosabb az árfolyam változása, és ebből eredően az árjegyzőknek folyamatosan módosítaniuk kell fedezeti pozíciójukon. Ezért nevezik ezt a fedezeti stratégiát dinamikus deltafedezésnek.

A dinamikus fedezés árfolyamra gyakorolt hatását alapvetően az határozza meg, hogy az árjegyzők milyen nettó opciós pozícióban vannak. Ha az árjegyzők több opciót írnak ki, mint amennyit vesznek, akkor a fedezés azt követeli meg, hogy az árfolyam erősödése esetén vegyék, gyengülés esetén pedig eladják az adott devizát. Ha a mennyiségek az azonnali piac likviditásához képest nagyok, akkor ez a mechanizmus destabilizáló módon hat az árfolyamra, mivel felerősíti az árfolyam erősödését és gyengülését is, megnövelve az árfolyam volatilitását. Ellenkező esetben, ha az árjegyzőkre az a jellemző, hogy inkább opciókat vesznek, akkor ezzel ellentétes folyamatok zajlanak le: az árfolyam erősödése gyengülést, gyengülése pedig erősödést vált ki. Ez a fajta negatív visszacsatolás pedig stabilizálhatja az árfolyamot, csökkentve a volatilitást. Ha az árfolyam egy opció kötési árfolyama közelében tartózkodik, akkor a lejárat közeledtével ez a szint „mágnesként” húzhatja magához az árfolyamot, feltéve, hogy jelentős opciós pozíciók kapcsolódnak ehhez az árfolyamszinthez.

A hazai opciós piac vizsgálatával adhatunk egy becslést arra, hogy a piaci szereplők inkább venni vagy eladni szoktak opciókat. Bár a hazai bankok általában több opciót írnak ki, mint amennyit vesznek, a vett és az eladott opciók kumulált állománya szorosan együttmozog, melyből arra követ-

keztethetünk, hogy a piaci szereplőkre általában egyszerre jellemző opciók vétele és kiírása. Ez abból ered, hogy a hazai bankok többnyire csak közvetítik az opciókat. A hazai adatok arra utalnak, hogy az opciós piac forintpiacra gyakorolt hatása általában nem jelentős. A londoni opciós piacon azonban a magasabb forgalomból eredően az árjegyzők kitettsége is lényegesen nagyobb lehet, mint a hazai bankok esetében, így fedezésük erőteljesebb hatást gyakorolhat a hazai devizapiac stabilitására.

A dinamikus deltafedezés piaci hatásainál azt is figyelembe kell venni, hogy a fedezés által generált spotpiaci pénzmozgások nettó értéke nulla egy opció teljes futamideje alatt. A devizapiacra gyakorolt semleges keresleti hatás miatt a fedezési aktivitás hosszú távon nem befolyásolja az árfolyam alakulását. Amire viszont hatással lehet, az az, hogy az árfolyam magasabb vagy alacsonyabb volatilitás mellett jut el egyik pontból a másikba.

Az utóbbi időben a forintárfolyam alakulásával foglalkozó piaci elemzések gyakran hivatkoznak ún. egzotikus devizaopciókra. A londoni forintopciós piacon az egyik leggyakrabban előforduló egzotikus ügylettípus a „reverse knock-out” opció: anekdotikus információk szerint számottevő mennyiségben kötöttek ilyen opciókat a múltban, így a jelenleg fennálló opciós pozíciók nagyságrendje is jelentős lehet. (A knock-out opciók jellemzőiről és piaci hatásairól lásd az I-2. számú keretes írást.) Az ilyen típusú opciók vásárlóinak és kiíróinak kockázatuk fedezése, kezelése érdekében bizonyos esetekben az árfolyam kis változásaira is nagymértékű fedezeti vagy spekulációs pozíciók nyitásával érdemes reagálni, ami időnként erősebb árfolyam-ingadozásokat, illetve kevésbé kiszámítható árfolyammozgásokat okozhat. Ez a destabilizáló hatás leginkább az opciók kiütési árfolyamának közelében, a lejáráthoz közeledve jelentke-

het. Ugyanakkor, a knock-out opciók fedezése – a hagyományos opciókhoz hasonlóan – csak átmenetileg lehet hatással az árfolyam alakulására, megítélésünk szerint az árfolyam hosszabb távú dinamikáját az egzotikus opciók sem befolyásolják.

#### **III. 4. 3. Lublóy Ágnes: A magyar bankközi piac rendszerkockázati vonatkozásai (MNB Füzetek, 2004/10)**

A MNB Füzetek 2004/10. számában megjelent tanulmány a magyar bankközi piacon keresztüli fertőzési hatás vizsgálatát tűzte ki célul. A fertőzés kockázatának milyensége számos intézményi tényező függvénye, a bankközi piac szintjén a bankközi piac struktúrája a meghatározó. Ötven kiválasztott nap állományi adatait alapul véve a magyar bankközi piac a Herfindahl–Hirschman-index alapján mérsékelten koncentrált. A koncentrációs arányszámot tekintve a bankközi kihelyezések és felvételek piacán a három legnagyobb piaci szereplő részesedése egyaránt 45 százalék körüli, az öt legnagyobb szereplő piaci részesedése közel 60 százalék, míg a tíz legnagyobb szereplő a piac 80 százalékát fedi le. A magyar bankpiac nem teljes, azaz számos olyan bank van, amelyek a bankközi piacon keresztül egyáltalán nem kapcsolódnak egymáshoz. A bankközi piac struktúrája leginkább egy több pénzközponttal rendelkező piacra hasonlít, ahol a pénzközpontok szerepét tizenöt bank tölti be.

A kutatás alapkérdése az volt, hogy egy esetleges pénzügyi válság esetén előfordulhat-e, hogy a bankok bankközi forrásaik vissza nem fizetése révén likviditási problémájukkal az egész pénzügyi rendszert megfertőzik. Ennek megfelelően a tanulmány a fedezetlen bankközi hitel- és betétügyletek adatai alapján a szimuláció módszerének felhasználásával minden bank egyszeri, idioszinkratikus

csődjének hatását követte nyomon. A modell egyfajta stressztesztnek tekinthető, és kizárólag a közvetlen hitelezésre koncentrált, azaz arra, hogy egy bank bankközi forrásainak vissza nem fizetése milyen hatással van a kihelyező bank tőkéjére. Ha a szimuláció során nem volt olyan bank, amely a kezdeti bankcsőd hatására bankközi kötelezettségének ne tudott volna eleget tenni, azaz nem következett be fertőzés, a folyamat véget is ért. Ha volt fertőzés, azaz a kezdeti csőd következtében lett újabb inszolvens bank (első körös fertőzés), ezen bank bankközi kötelezettségének szintén nem vagy csak részben tett eleget. Így lehettek még újabb inszolvens bankok, amelyek szintén nem jutottak hozzá követeléseikhez (második, harmadik stb. körös fertőzés). Az iteráció kezdődött előlről és egészen addig tartott, amíg a következő iterációban már nem volt újabb inszolvens bank. A kezdeti bankcsőd hatására újabb bankcsőd akkor következett be, ha a veszteségrátától függő hitelezési veszteség meghaladta a bank korrigált alapvető tőkéjének nagyságát.

Az első forgatókönyvben fertőző bankcsőd akkor következett be, ha – 100 százalékos veszteségrátát feltételezve – egy bank a korrigált alapvető tőkéjét teljesen elvesztette. A fenti feltételezések mellett a vizsgált 1950 esetből bankcsőd összesen 11 esetben következett be, ami az esetek 0,55 százalékát jelentette. Második körös fertőzés egyik esetben sem történt. Valamennyi első körös fertőzés annak tudható be, hogy egy hitelintézet idioszinkratikus csődje továbbterjedt egy, a bankcsoporthoz tartozó leánybankra is. A vizsgált 50 nap alatt a bankrendszer átlagosan korrigált alapvető tőkéjének 0,53 százalékát veszítette el. A legrosszabb esetben a veszteség a bankrendszer teljes korrigált alapvető tőkéjének 3,53 százalékát tette ki, ezen belül kilenc bank szenvedett el az alapvető tőkéjének 10 százalékánál kisebb veszteséget, két-két bank veszítette el az alapvető tőkét.

jének 10-20 százalékát, illetve 20-50 százalékát. Az érintett két-két bank bankrendszeren belüli eszközállománya azonban minimális.

Az 1996. évi hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló többször módosított CXII. törvény 151. § (3) a) és 157. § (1) része értelmében külön forgatókönyvben elemzésre került, hogy milyen rendszerkockázati hatása lenne, ha egy bank egy másik bank csődjének következtében tőkéjének akkora hányadát vesztené el, hogy a fizetőképességi mutatója 4 százalék alá csökkenne. Egy adott bank tehát csődbe jutna, ha korrigált szavatoló tőkéje a kockázatok fedezéséhez szükséges minimális szavatoló tőke felére csökkenne. A veszteségrátát továbbra is 100 százalékának véve az 1950 scenárióból 51-szer, azaz az esetek közel 2,62 százalékban következett be első körben fertőzés. A második körben egyik esetben sem volt újabb fertőzés. Az 51 esetből 43 első körös fertőzés annak tudható be, hogy egy anyabank idioszinkratikus csődje továbbterjedt a csoporthoz tartozó leánybankra is. Öt esetben négy különböző nagybank kezdeti csődje két középbankra terjedt tovább. Egy esetben pedig egy kisbank idioszinkratikus csődje egy középbank csődjét vonta maga után. A bank-

rendszer átlagosan a maximálisan elveszthető tőkéjének 0,8 százalékát veszítette el, a maximális veszteség 10,9 százalék volt. A bankrendszer tőkevesztése – a fertőzéses napok közül legrosszabb esetben, illetve abszolút értelemben a legrosszabb esetben – az III-5. táblázatban bemutatott módon alakult. A visszafizetési ráta küszöbpontja a leánybank csődjét kiváltó anyabank esetén 68,7 százalék, a többi bank esetén egyik esetben sem haladta meg a 11,5 százalékot.

A valóságban azonban egy bank csődje nem egy hirtelen bekövetkező, nem várt esemény, hanem sokkal inkább egy folyamat eredménye. Így a többi banknak van esélye arra, hogy bankközi kitettségét a csőd szélén álló bankkal szemben részben leépítse. A piaci várakozások effajta dinamikájának modellbe kapcsolása azt jelentette, hogy a csőd szélén álló banknak a bankok nem nyújtottak újabb hitelt, azaz az adott bank nem rendelkezett egyetlen olyan hitellel sem, amelyet hét naptári napon belül kötöttek. A vizsgálat kiinduló alapját jelen esetben kizárólag az 51 fertőzéses scenárió jelentette. A várakozások modellbe építése után a korábbi 51 fertőzéses esetből már csak 9 esetben következett be fertőzés, az is főként továbbra is a

## III-5. táblázat

### A bankrendszer feltételezett maximális napi tőkevesztése

| Veszteség a maximálisan elveszthető tőke százalékában | Fertőzéses napok közül legrosszabb eset |                                                                 | Legrosszabb eset |                                                                 |
|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|------------------|-----------------------------------------------------------------|
|                                                       | Bankok száma                            | Érintett bankok eszközállományának bankrendszeren belüli aránya | Bankok száma     | Érintett bankok eszközállományának bankrendszeren belüli aránya |
| Kevesebb, mint 10%                                    | 6                                       | 33,83%                                                          | 10               | 66,74%                                                          |
| 10 és 20% közötti                                     | 3                                       | 27,54%                                                          | 3                | 5,71%                                                           |
| 20 és 50% közötti                                     | 4                                       | 9,12%                                                           | 4                | 6,02%                                                           |
| 50% feletti                                           | 0                                       | 0,00%                                                           | 1                | 5,61%                                                           |
| Csőd                                                  | 1                                       | 0,23%                                                           | 0                | 0%                                                              |

Forrás: MNB.

rövid – 14 napos – futamidejű kitétségekből eredően. Korábban tehát a dominóhatás áldozatává vált bankok csődje a kezdetben csődbe ment bankokkal szembeni magas rövid futamidejű kitétségeik állományának volt betudható.

Végül elemeztük, hogy mi történne, ha egyszerre nem egy, hanem több, azonos kitétségi profillal rendelkező bank menne csődbe. Az együttes bankcsődöt vizsgáló forgatókönyvek képzésének alapját a bankok ingatlanfejlesztési projekthiteleinek, a mezőgazdasági hiteleinek, a pénzügyi vállalkozásokkal szembeni kitétségeinek nagysága, illetve a stressztesztok eredményeinek felhasználásával a bankok árfolyamkockázati kitétsége jelentette. A fertőzés valamennyi esetben meglehetősen korlátozott mértékű, a szimuláció során egy bank eseti csődje következett be. A csődbe jutott bankok a második körben újabb bankcsődöt nem váltottak ki.

A hazai eredmények külföldi eredményekkel való összevetése kapcsán megállapítható, hogy Magyarországon amellet, hogy a fertőzés hatása jóval kisebb – akár a bankok számát, akár a bankok eszközállományát tekintve –, a bankrendszer tökevesztése is lényegesen alacsonyabb. Magyarországon a dominóhatás mind abszolút, mind relatív értelemben – még a meglehetősen szélsőséges esetekben is – korlátozott. Ez leginkább a hazai bankok alacsony bankközi kitétségeivel magyarázható, mind a bankrendszer mérlegfőösszegéhez, mind a bankrendszer alapvető tőkéjéhez képest. A fenti tények együttes eredőjeként – alapvető tőkéhez képesti alacsony állományok, relatíve kevésbé koncentrált bankközi piac – nem meglepő a hazai dominóhatás korlátozott mértéke. Nemcsak a fertőzés bekövetkezésének valószínűsége alacsony, hanem a fertőzés súlyossága is. Angol terminológiával élve a magyarországi bankközi piacon keresztüli fertőzés a low probably – low impact jellemzőkkel írható le.

#### **III. 4. 4. Valentinyiné Endrész Marianna: Strukturális törések és pénzügyi kockázatkezelés (MNB Füzetek, 2004/11)**

A Structural breaks and VaR forecasts című 2004/11. MNB-füzet empirikusan vizsgálja azt a kérdést, hogy a kockázat mérésére, illetve előrejelzésére szolgáló modellek teljesítménye javítható-e, ha figyelembe vesszük a strukturális törések jelenlétét.

A pénzügyi szektorban az elmúlt évtized során széleskörűen elterjedt kockázati mérőeszközzé vált a Value at Risk (kockáztatott érték, továbbiakban VaR). A VaR-t számos elméleti és empirikus kritika érte bevezetése óta. Ennek ellenére a bankok ezt használják számos pénzügyi döntéshez – a tőke nagyságának és a kereskedési limiteknek a meghatározásához, befektetési döntések és teljesítményértékelés során. Elterjedéséhez hozzájárult a szabályozás is, amely elfogadja a VaR szemléletű belső modellek használatát a kereskedési könyvi tőkekövetelmény meghatározására. Bár Magyarországon még nem jellemző a belső modellalapú tőkemeghatározás, belső kockázatkezelési célokra szinte minden bank használja ezeket a modelleket, illetve az ezekből számolt VaR-mutatókat.

Másrészről, amikor magyar adatokat elemzünk, gyakran szembesülünk azzal a problémával, hogy az idősorokban strukturális töréseket valószínűsítünk. Ezek jelenléte jelentősen torzíthatja az elemzés eredményét, pl. a használt modellek előrejelző képességét, vagy az egyes piacok viselkedéséről kialakított véleményünket. Strukturális törésnek nevezzük az adott változó (pl. egy pénzügyi eszköz ára: kamatok, árfolyamok, részvényindexek) viselkedését leíró ökonometriai folyamat paramétereinek változásait. Tipikusan a változó átlagának és volatilitásának szintjében megfigyelt tartós



(!) elmozdulások érdekelnek bennünket. Strukturális törés az, ha pl. egy piac hatékonyabbá válása miatt csökken az adott piacon megfigyelt napi hozam átlagos szintje, vagy ha az árfolyamrendszer változása miatt (intervenciós sáv kiszélesítése) megemelkedik a volatilitás átlagos szintje. Nem strukturális törés viszont a rövid ideig ható sokkok okozta változás, vagy a pénzügyi időszakokban gyakran megfigyelt GARCH-hatás (alacsonyabb és magasabb volatilitású időszakok váltakozása).

Az elmúlt évtized során jelentős fejlődés volt megfigyelhető a strukturális törésteszték ökonometriájában. Ezekkel az új technikákkal felvértezve az empirikus kutatások számos területen jutottak meggyőző, gyakran a korábbiakkal ellentétes eredményekre – mint pl. a feltörekvő országok piacai hatékonyságának, piacok közötti kapcsolatok és potenciális fertőzőési csatornák létének, vagy a vásárlóerő-paritás teljesülésének kérdésében.

A tanulmány a fenti fogalmak összekapcsolásával két kérdést vizsgál. Egyrészt a BUX 1995–2002 közötti napihozam-adatait felhasználva megnézi, hogy az erre a célra kifejlesztett tesztek találnak-e töréseket, jelentős elmozdulásokat a hozam átlagának és volatilitásának szintjében. Majd kísérletet tesz a törések okainak feltárására. Másrészt megvizsgálja, hogy ezeknek a töréseknek a beépítése a VaR-számítások során használt modellekbe javítja-e a modellek előrejelző képességét. Miért várjuk azt, hogy a strukturális törések hatással vannak a VaR-számításokra? Egyszerű szimulációval kimutatható és empirikus tanulmányok is alátámasztják, hogy ha figyelmen kívül hagyjuk a strukturális töréseket, akkor túlbecsüljük a GARCH-hatás (a volatilitás időbeli korrelációja) jelenlétét, annak perzisztenciáját (ami egyfajta mércéje lehet annak, hogy a piac milyen gyorsan dolgozza fel az új információkat). Ezenkívül a törések tipikusan

megnövelik az eloszlás szélének vastagságát (a szélsőséges árváltozások nagyobb gyakorisággal fordulnak elő, mint a gyakran feltételezett normális eloszlásból következik), ami jelentősen befolyásolja a VaR-bebecsléseket.

A strukturális törések VaR-számításokra gyakorolt hatása két ok miatt is fontos a rendszerkockázatok felett őrködő jegybank számára. Egyrészt a legtöbb hazai bank használ VaR-modelleket belső kockázatkezelésében. A bankok kockázatkezelésének minősége pedig egyik fontos eleme a rendszerkockázatnak. Másrészt a pénzügyi stabilitás elemzésekor rendszeresen futtatunk stressztesztet, melyek egy része szintén VaR-alapú mutatókat alkalmaz.

A tesztek számos törést találtak a BUX napi hozamainak idősorában. A hozam átlagában jelentős csökkenések figyelhetők meg 1997–1998 során. Ez két tényezőnek tudható be. Egyrészt 1996–1997 során egy erős növekvő trend van jelen az index értékében, aminek eltűnése jelentősen csökkentette a hozam átlagos szintjét. Másrészt ezt a hatást erősítette a piac hatékonyságának növekedése is. A volatilitás átlagos szintjének több lépcsőben lezajlott emelkedése pedig a forgalom növekedésével hozható összefüggésbe, de szerepet játszhatott benne a sokkok számának és intenzitásának (bad luck) megugrása is. Mértékét tekintve a legjelentősebb hatást az ázsiai és az orosz válság fejtette ki, de ezek hatása átmeneti volt, csak rövid ideig tartott, ezért nem tekinthetők strukturális törésnek.

A VaR-előrejelző képesség értékelésénél a következő modelleket hasonlítottuk össze: historikus 250 és 500 napi mozgó átlag, a RiskMetricsből ismert EWMA, GARCH és végül egy olyan GARCH-modell, amely figyelembe veszi a strukturális töréseket. A strukturális törések beépítése jobban illeszkedő modelleket eredményezett, és kedvezőbb képet mutatott a piac információs hatékonyságról.



ságáról. A VaR-előrejelző képességet több szempont szerint értékeltük: ideális esetben a tényleges veszteség a választott konfidenciaszintnek megfelelő gyakorisággal (az esetek 1, 5 stb. százalékában) haladja meg az előre jelzett VaR-értéket és ezek a „túllépések” időben nem koncentrálnak. Ezenkívül az egyes modelleket aszerint is összevetettük, hogy amikor a veszteség meghaladja a VaR-t, akkor mekkora ennek a különbségnek az átlagos értéke. Vagyis nemcsak a túllépés tényét, hanem annak mértékét is vizsgáltuk.

A mintán belüli előrejelzés alapján egyértelmű a strukturális töréseket figyelembe vevő modellek

fölénye, mintán kívüli előrejelzésnél valamivel gyengébb bizonyítékokat találtunk. Itt az eredmények érzékenyek a VaR-számításnál használt konfidenciaszintre és az értékelési kritériumra.

Az előrejelző képesség összevetése alapján erős érvek szólnak amellett, hogy a VaR-elemzés során figyelembe vegyük a strukturális törések jelenlétét. Ugyanakkor a vegyes eredmények rávilágítanak azokra a nehézségekre is, amelyekkel a modellválasztás során szembesülünk. Ez különösen a szabályozó hatóságok felé hordoz üzenetet, hiszen felhívja a figyelmet a banki modellek értékelésének nehézségeire.



# Melléklet

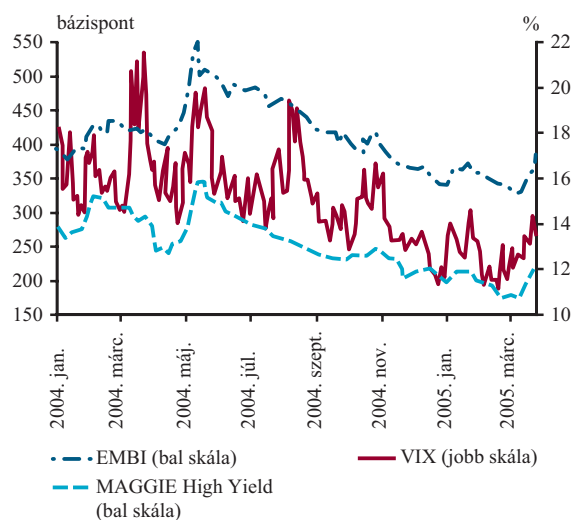




## Makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet

1. ábra

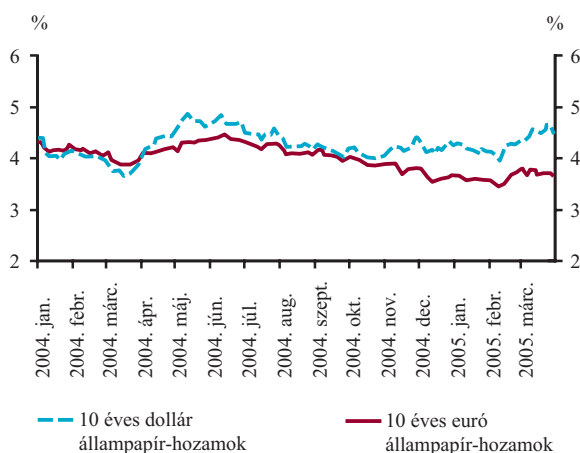
Globális kockázati mutatók



Forrás: J.P. Morgan, Standard and Poor's és CBOE.

2. ábra

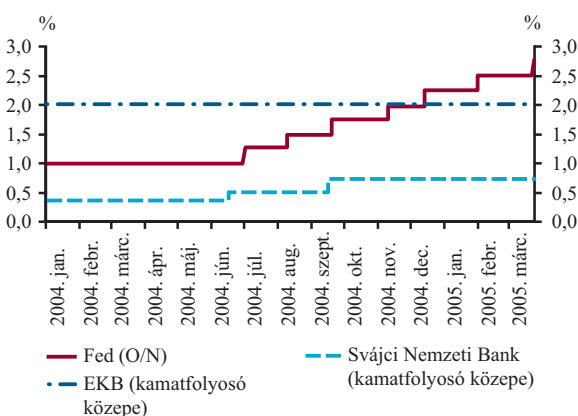
Hosszú lejáratú kötvények hozama az USA-ban és az euróövezetben



Forrás: Reuters.

3. ábra

Az EKB, a Fed és a Svájci Nemzeti Bank irányadó kamatai



Forrás: Reuters, MNB.

4. ábra

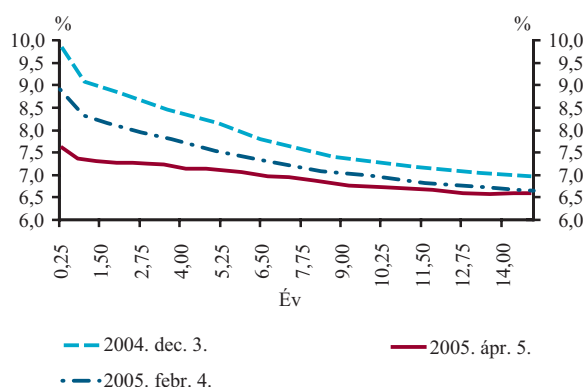
A forint euróval szembeni árfolyama



Forrás: MNB.

5. ábra

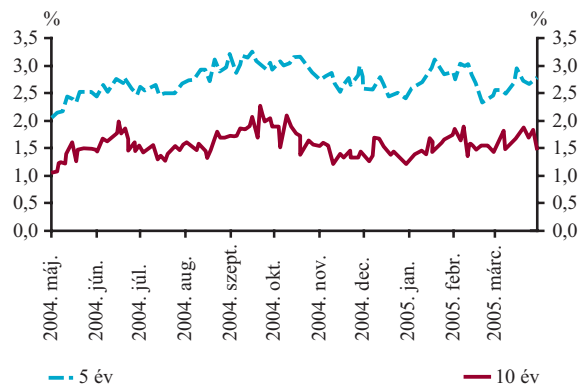
A hozamgörbe különböző időpontokban



Forrás: Reuters, MNB.

6. ábra

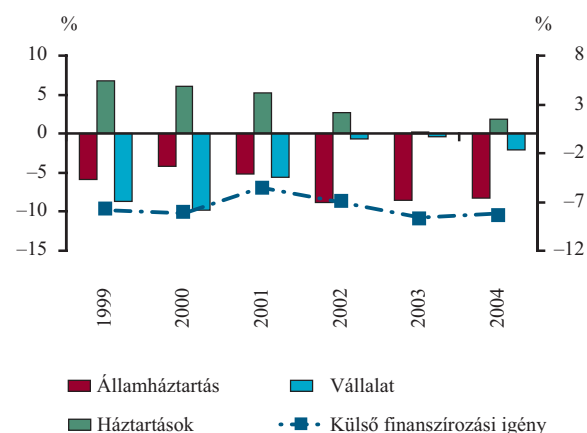
3 hónapos származtatott forwardkülönbségek alakulása



Forrás: Reuters, MNB.

## 7. ábra

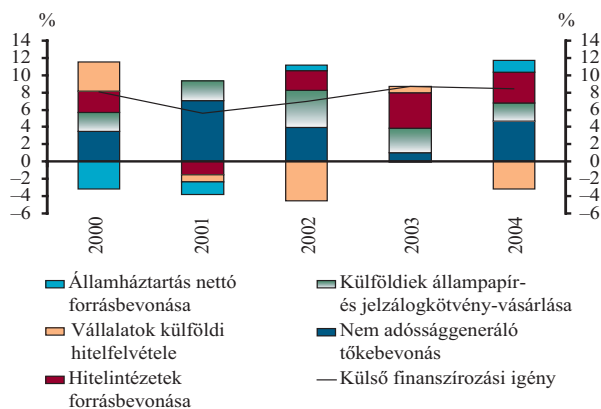
A szektorok GDP-arányos finanszírozási pozíciója



Forrás: MNB.

## 8. ábra

A GDP-arányos külső finanszírozási igény és a finanszírozás szerkezete

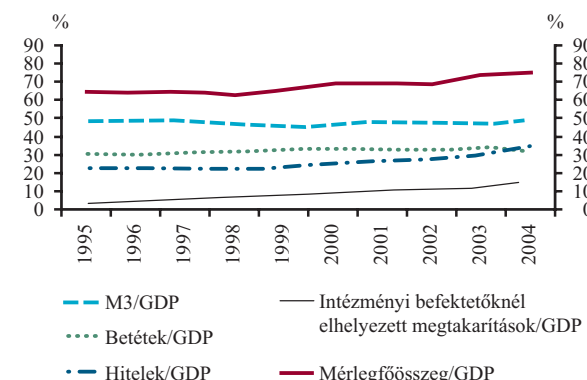


Forrás: MNB.

## A bankok pénzügyi stabilitási indikátorai

## 9. ábra

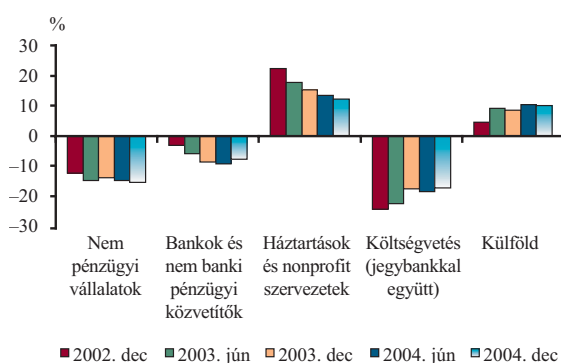
A pénzügyi közvetítés mélységének mutatói



Forrás: KSH, MNB.

## 10. ábra

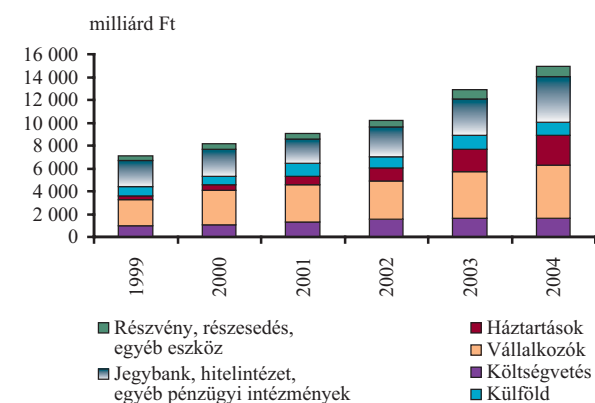
A gazdasági szektoroknak a hazai bankrendszerrel szembeni nettó pénzügyi pozíciója



Forrás: MNB.

## 11. ábra

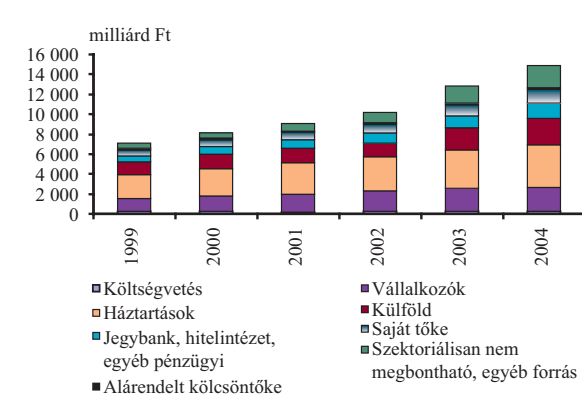
A bankok eszközei



Forrás: MNB.

## 12. ábra

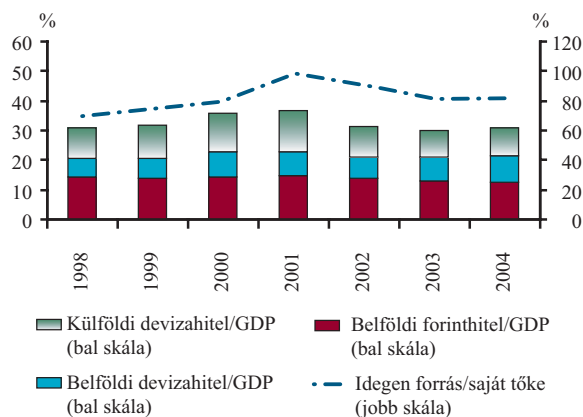
A bankok forrásai



Forrás: MNB.

## 13. ábra

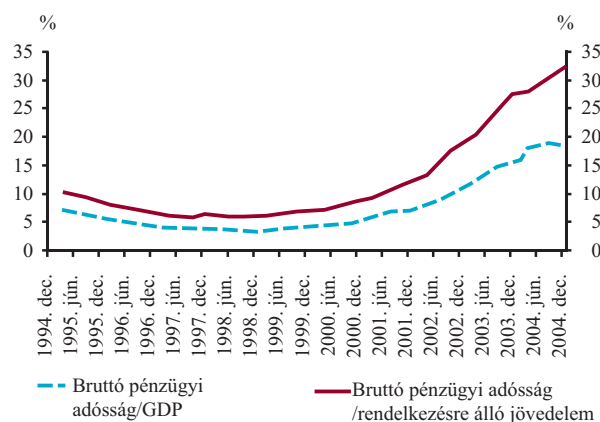
A nem pénzügyi vállalatok eladósodottsága



Forrás: MNB.

## 14. ábra

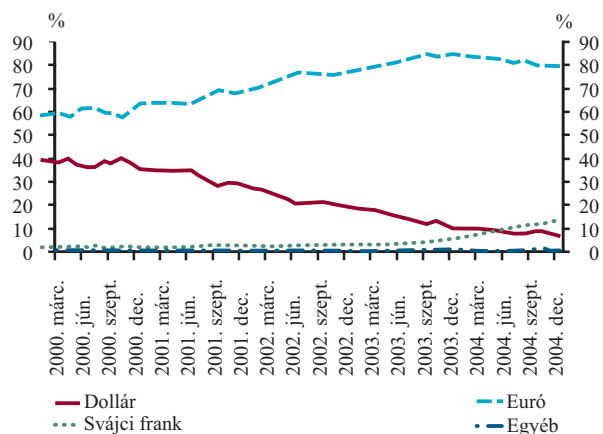
A háztartások eladósodottsága



Forrás: KSH, MNB.

## 15. ábra

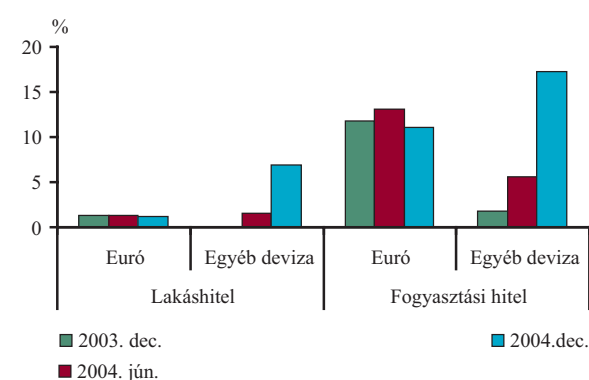
A nem pénzügyi vállalatok belföldi devizahiteleinek denominációs összetétele



Forrás: MNB.

## 16. ábra

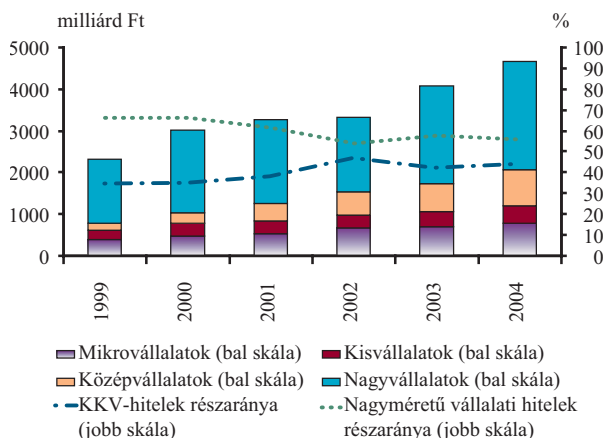
A bankok háztartási devizahiteleinek denominációs összetétele



Forrás: MNB.

## 17. ábra

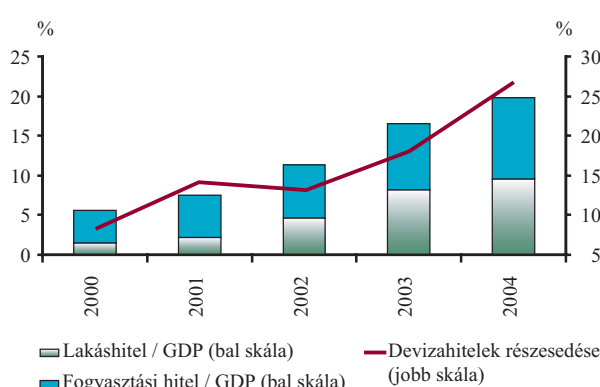
A nem pénzügyi vállalatok hitelei méretkategóriáinként



Forrás: MNB.

## 18. ábra

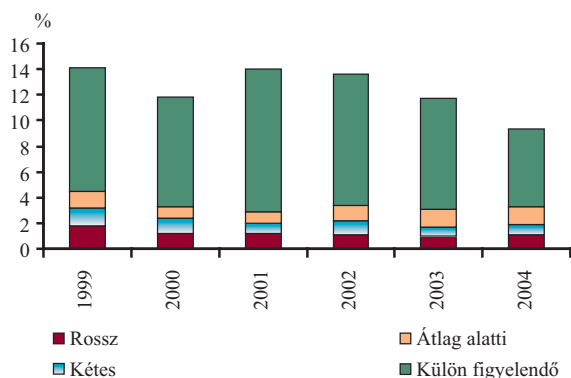
A háztartási hitelek növekedése és összetétele



Forrás: KSH, MNB.

## 19. ábra

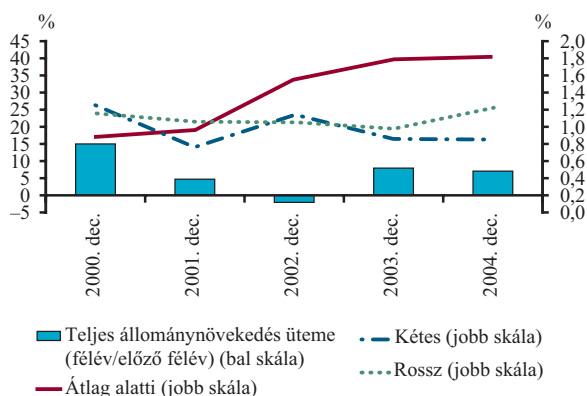
A minősített hitelek portfólióján belüli megoszlása



Forrás: MNB.

## 21. ábra

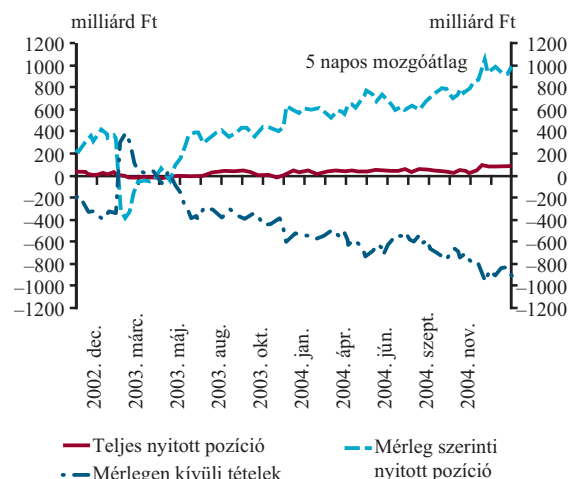
A nem pénzügyi vállalatok hiteleinek portfólióminősége (a bruttó hitelek arányában)



Forrás: MNB.

## 23. ábra

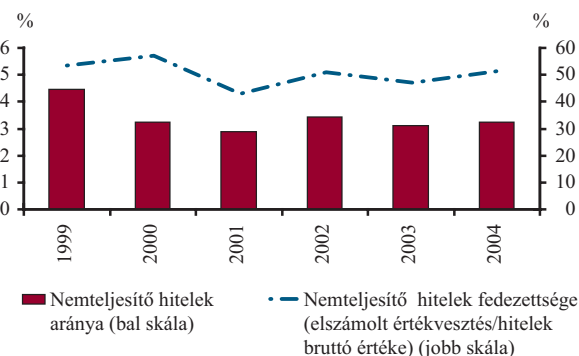
A bankok devizapozíciója



Forrás: MNB.

## 20. ábra

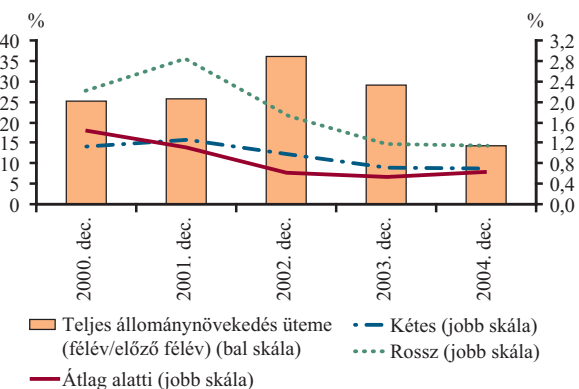
A bankok nemteljesítő hiteleinek fedezettsége



Forrás: MNB.

## 22. ábra

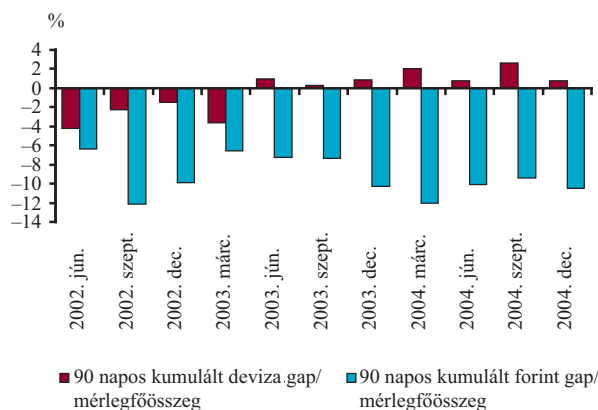
A háztartások hiteleinek portfólióminősége (a bruttó hitelek arányában)



Forrás: MNB.

## 24. ábra

A bankok kamatkockázata

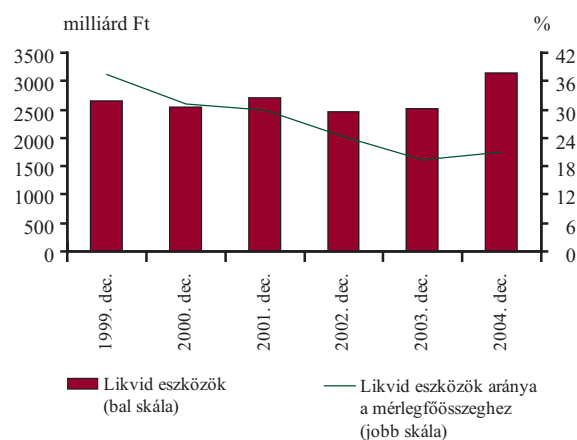


Forrás: MNB.



25. ábra

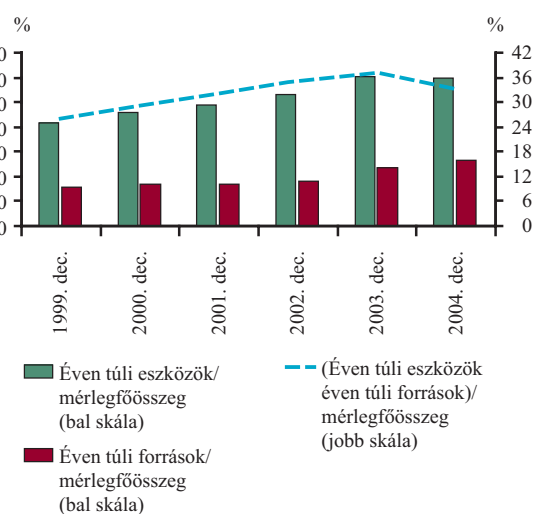
## A bankok likvid eszközei



Forrás: MNB.

26. ábra

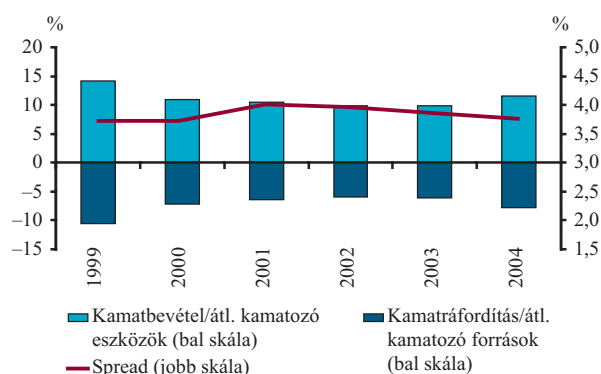
## A bankok éven túli eszközei és forrásai



Forrás: MNB.

27. ábra

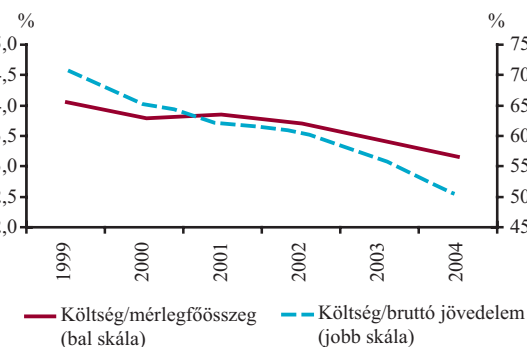
## A spread összetevői



Forrás: MNB.

28. ábra

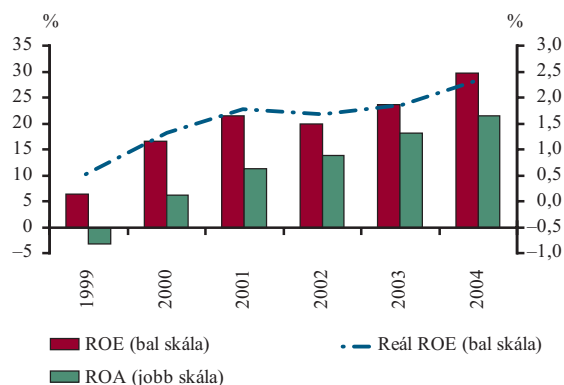
## A bankok költséghatékonysági mutatói



Forrás: MNB.

29. ábra

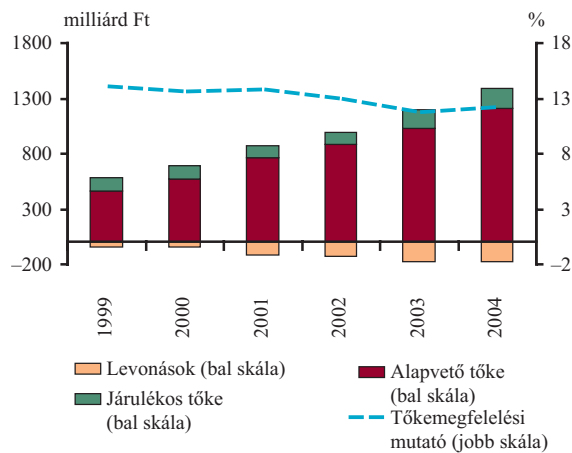
## A bankok eszköz- és tőkearányos jövedelmezősége



Forrás: MNB.

30. ábra

## A bankok szavatoló tőkéje és tőkemegfelelése



Forrás: MNB.

## **Jegyzetek a mellékletehez**

**1. ábra:** EMBI Global Composite – A J.P. Morgan-Chase által számolt, szuverén és kvázi szuverén kibocsátók dollárban denominált kötvényeinek kamatfelár indexe. Maggie High Yield – A J.P. Morgan-Chase által számolt, euróban denominált vállalati és államkötvények, jelzálogkötvények kamat-felárainak indexe. VIX Az S&P500 részvényindexekre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás.

**9. ábra:** M3: Az EKB szerinti definíciónak megfelelően: M2 + Repó + Pénzpiaci alapok befektetési jegye + Legfeljebb kétéves lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok. Hitelek, betétek és intézményi befektetőknel elhelyezett megtakarítások: nem pénzügyi vállalatok(nak/tól) és háztartások(nak/tól). Intézményi befektetőknel elhelyezett megtakarítások: életbiztosítás, befektetési alap, nyugdíjpénztár.

**10. ábra:** A mérlegfőösszeg arányában.

**11. ábra:** Az egyéni vállalkozókat 2001 májusáig a vállalkozói szektor, 2001 júniusától a háztartási szektor tartalmazza. A háztartási szektor 2001 májusáig csak a lakosságot tartalmazza.

**12. ábra:** Az egyéni vállalkozókat 2001 májusáig a vállalkozói szektor, 2001 júniusától a háztartási szektor tartalmazza. A háztartási szektor 2001 májusáig csak a lakosságot tartalmazza.

**16. ábra:** Az egyéb sor döntően svájcifrank-hitelt tartalmaz.

**17. ábra:** 2004 decemberére az adatokat becsültük.

**18. ábra:** A pénzügyi vállalkozások hiteleinek denominációs összetétele MNB-becslés.

**19. ábra:** A teljes minősített hitelállomány a teljes minősítendő hitelállomány százalékában.

**20. ábra:** A teljes nem teljesítő hitelállomány a teljes minősítendő hitelállomány százalékában.

**23. ábra:** Pozitív érték: deviza hosszú pozíció.

**25. ábra:** Likvid eszközök: pénztár és elszámolási számlák, állampapírok, jegybanki kötvény, rövid jegybanki és külföldi bankközi kihelyezések.

**26. ábra:** Éven túli források: saját tőke és céltartalék nélkül.

**27. ábra:** Spread: Kamatbevétel/átlagos kamatozó eszközök – Kamatráfordítás/átlagos kamatozó források. A bankrendszeri jövedelmezőségi tendenciák elemzésében a 2004. évi aggregált adatoknál az év közben fúzió miatt megszűnő két bank évközi halmozott adatait is figyelembe vettük.

**28. ábra:** A nettó kamatjövedelem, a nettó jutalék- és díjeredmény, a pénzügyi műveletek eredménye és a kapott osztalék összege. A bankrendszeri jövedelmezőségi tendenciák elemzésében a 2004. évi aggregált adatoknál az év közben fúzió miatt megszűnő két bank évközi halmozott adatait is figyelembe vettük.

**29. ábra:** Adózás előtti eredménnyel számított értékek.

A bankrendszeri jövedelmezőségi tendenciák elemzésében a 2004. évi aggregált adatoknál az év közben fúzió miatt megszűnő két bank évközi halmozott adatait is figyelembe vettük.

**30. ábra:** A 2004. végi becsült mutatót a nem auditált pozitív adózott eredmény 70 százalékának visszaforgatásával számítottuk, kivéve, ha a várható osztalékfizetésről a jelentés megírásakor rendelkezésre álló információk ennél alacsonyabb arányt indokoltak. 2001 májusáig a pénzügyi intézménybe, befektetési vállalkozásba és biztosítóba történt befektetés és nyújtott alárendelt kölcsöntőke miatti levonások az alapvető tőkét csökkentték.





Jelentés a pénzügyi stabilitásról  
2005. április

Nyomda: D-Plus  
H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.



