



MAGYAR NEMZETI BANK

JELENTÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁSRÓL

2006. ÁPRILIS

Jelentés a pénzügyi stabilitásról

2006. április



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Missura Gábor
1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

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 képes ellenállni a gazdasági sokkoknak és zökkenőmentesen tudja 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 kockázatokat, amelyek a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztethetik, és azonosítja a pénzügyi rendszer törékenységet 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.

Az elemzés az MNB Pénzügyi stabilitási és kockázatkezelési szakterületének, a Közgazdasági és monetáris politikai szakterületének valamint a Pénzforgalmi és emissziós szakterületének közreműködésével készült. A jelentés elkészítését Zsámboki Balázs, a Pénzügyi stabilitás vezető közgazdasági szakértője irányította Antal Judit, a Pénzügyi elemzések vezető közgazdasági szakértőjének segítségével. A publikációt dr. Kálmán Tamás igazgató hagyta jóvá.

A jelentés egyes részeit készítették: Antal Judit, Bágyi Olga, Bethlendi András, Bodnár Katalin, Brosch Judit, dr. Czajlik István, Dávid Sándor, Elbert Csaba, Gombásné Magyar Csilla, Hoffmann Mihály, Móré Csaba, Morvayné Aradi Anna, Nagy Márton, Póra András, Szabó E. Viktor, Szegedi Róbert, Tóth Máté Barnabás, Varsányi Zoltán, Zsámboki Balázs. A jelentésben szereplő elemzések háttér munkájában részt vettek az egyes szakterületek további munkatársai is.

A jelentés elkészítése során értékes tanácsokat kaptunk a Monetáris Tanácstól, amely 2006. március 20-i és április 10-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található megállapítások a közreműködő szakterületek véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Kiemelt stabilitási kockázatok (Összefoglaló)	7
1. Makrogazdasági kockázatok	11
1.1. Kritikus egyensúlyi helyzet	14
1.2. A magyar fundamentumok piaci megítélésének romlása	18
1.3. Kedvező külső környezet – növekvő bizonytalanság	19
1.4. Alternatív forgatókönyvek	22
1.4.1. A piac által kiváltott korrekció	22
1.4.2. Hiteles költségvetésihiány-csökkentés	24
2. A pénzügyi intézményrendszer	29
2.1. A bankrendszer kockázatai	33
2.1.1. Hitelkockázat	33
2.1.2. Piaci kockázatok	45
2.1.3. Likviditási kockázat	46
2.1.4. A bankrendszer pénzügyi helyzete	48
2.2. A nem banki pénzügyi közvetítőrendszer kockázatai	56
3. Pénzügyi infrastruktúra	65
3.1. Szabályozói kihívások	67
3.2. A fizetési rendszer működése és kockázatai	71
Melléklet	77

Kiemelt stabilitási kockázatok (Összefoglaló)

A magyar gazdaság jelenleg hosszú távon nem fenntartható pályán halad

Az államháztartás tartozásának, valamint az ország nettó külföldi adósságának GDP-hez viszonyított aránya továbbra is emelkedik, ami azt jelzi, hogy a magyar gazdaság hosszú távon nem fenntartható pályán halad. Bár 2005-ben a GDP arányában csökkent az ország külső finanszírozási igénye és emelkedett a nem adóssággeneráló tőkebeáramlás, a külső egyensúlyhiány rendkívül nagy maradt, s ez a gazdaságot sérülékennyé teszi. Az egyensúlyi pályához való visszatérés módját és idejét nem lehet megbízhatóan előre jelezni, azonban az időben előre haladva egyre csökken a valószínűsége annak, hogy a gazdaság a jelenlegi pályát kövesse.

A globális környezet ez ideig kedvező volt, az egyensúlyi problémák ellenére a kockázati prémium nem növekedett számottevően

A globális pénzügyi környezet 2006 februárjáig rendkívül kedvező volt és ez lehetővé tette, hogy az egyensúlyi problémák ellenére a forintpiacot viszonylagos stabilitás jellemezze. A nemzetközi szinten tapasztalható erős kockázatvállalási hajlandóság és az ebből következő alacsony kockázati felárak mind ez ideig hozzájárultak ahhoz, hogy a jelentős külső és belső egyensúlytalanság ellenére a piac által a magyarországi befektetésektől elvárt kockázati prémium ne növekedjen számottevően.

A piaci folyamatok számos intő jellel szolgálnak

A kedvező külső adottságok ellenére a piaci folyamatok számos intő jellel szolgálnak. A forinthozamoknak és az árfolyamnak a régió többi országához képest eltérő viselkedése, a magyar adósság leminősítése, illetve leminősítésének kilátásba helyezése, valamint a külföldi szereplők alacsony forint-kockázat-vállalása egyértelműen jelzik, hogy a piac által a magyar gazdasággal kapcsolatban érzékelt kockázatok növekedtek.

Növekszik a szükségszerűsége egy hiteles költségvetési kiigazításnak

Mindebből következik, hogy nő a hiteles költségvetési konszolidáció szükségessége. Hiteles költségvetési hiány-csökkentés nélkül ugyanis egyre valószínűbbé válik, hogy a számottevő egyensúlytalanság korrekcióját a piac kényszeríti ki, a forintbefektetésektől elvárt többlethozam emelkedése, így az árfolyam gyengülése, illetve a kamatok emelkedése révén.

A pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának alapfeltétele, hogy a gazdaság visszatérjen egy egyensúlyi pályára

A piac által kiváltott korrekció szélsőséges árfolyam- és hozamalakuláshoz, valamint az eszközárak ingadozásának növekedéséhez vezethet, ami kedvezőtlenül befolyásolja a pénzügyi intézményrendszer működését. A forintba vetett bizalom tartós gyengülése ugyanakkor a reálgazdasági folyamatokra is kihat, a piaci korrekció a belső kereslet visszaeséséhez vezet, és tartósan csökkentheti a háztartások rendelkezésre álló reáljövedelmét, illetve a vállalatok profitabilitását. Mindez a pénzügyi intézményrendszer fejlődését és a vállalt kockázatokból eredő lehetséges veszteségek mértékét is alapvetően befolyásolja. A pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának alapfeltétele tehát, hogy a gazdaság visszatérjen egy egyensúlyi pályára, és ezzel elkerülhető legyen egy jelentős mértékű, kamat, és árfolyamváltozással jellemezhető piaci korrekció.

A kockázatok elsődleges forrása a gazdasági szereplők devizában történő gyors ütemű eladósodása

A pénzügyi közvetítőrendszer szempontjából a kockázatok elsődleges forrását a gazdasági szereplők devizában történő gyors ütemű eladósodásában látjuk. A deviza mind a lakossági, mind a vállalati hitelekben belül egyre meghatározóbb részarányt képvisel. Hiteles költségvetési kiigazítás elmaradása esetén a devizahitelezés a piac által kiváltott árfolyam- és hozamkor-

Egy jelentősebb árfolyammozgás a fedezetlen devizaadóssággal rendelkezők törlesztési terhének számottevő emelkedéséhez vezethet

A pénzügyi közvetítés mélyül és a portfólió jelentősen átrendeződik

A magasabb kamatfelár elérését lehetővé tevő piaci szegmensek bővülése és a helyenként gyenge árverseny a bankrendszer jövedelmezőségét növeli

A pénzügyi vállalkozások hitelezési kockázatai számottevők

Az intézményi befektetők súlya növekszik, de a gazdasági szektorok közötti forrásallokációs szerepük egyelőre korlátozott

rekción keresztül számottevő veszteséget okozhat az ügyfeleknek, és ezen keresztül a bankoknak.

Mivel a bankok az ügyfelekre hárítják az árfolyamkockázatot, ezért egy jelentősebb árfolyammozgás a fedezetlen devizaadóssággal rendelkezők törlesztési terhének számottevő emelkedéséhez vezethet. Ez egyrészt az ügyfelek hitelképességének romlásán keresztül a banki hitelveszteségek növekedésében csapódhat le, másrészt a hitelkereslet visszaesésén és a bankokba vetett bizalom esetleges csökkenésén keresztül a pénzügyi közvetítés hatékonyságát és jövőbeli fejlődési lehetőségeit korlátozza. Amennyiben azonban a makrogazdasági egyensúlytalanságok egy önként vállalt költségvetési kiigazítás eredményeként mérséklődnek, akkor hosszabb távon folytatódhat a pénzügyi intézményrendszer elmúlt években megfigyelt gyors ütemű fejlődése.

A devizahitelezéssel járó kockázatok felépülése mellett ki kell emelni a pénzügyi közvetítés mélyülését és a portfólió jelentős átrendeződését. A mérlegfőösszeg növekedésének húzóereje jelenleg a magánszektorban nyújtott hitelek dinamikus bővülése. A vállalati szegmensben belül megfigyelhető a kis- és középvállalati (KKV) kör térnyerése, és emellett a lakossági hitelállomány is jelentős mértékben emelkedik. A bankok azonban nemcsak közvetlenül, hanem egyéb, nem banki pénzügyi intézményeken keresztül is növekvő mértékben finanszírozzák ezeket a piaci szegmenseket, így mérlegükön belül folyamatosan növekszik a nem banki magánszektor részaránya.

A magánszektor hitelezésének térnyerése jelentős mértékben átrendezi a bankok portfólióját a magasabb kamatfelár elérését lehetővé tevő piaci szegmensek felé, ahol helyenként az árverseny is gyengébb. Ennek következtében a bankrendszer jövedelmezősége nemzetközi összehasonlításban is magas. A portfólióba bekerülő új ügyfelek hitelképességéről és a sokkokkal szembeni ellenálló képességéről azonban a rövid hiteltörténetek miatt nem rendelkezünk megfelelő információkkal, ezért a hozzájuk kapcsolódó kockázatok megítélése is nehézségekbe ütközik. Tekintettel azonban arra, hogy ezen piaci szereplők jövedelmi helyzete érzékenyebb a belföldi kereslet alakulására és így egy piaci korrekció negatív hatásaira is, továbbá hogy mind a KKV-szektorban, mind a háztartások esetében a fedezetlen svájcifrank-hitelezés vált dominánssá az elmúlt években, ezért pénzügyi stabilitási szempontból kiemelt jelentőséget tulajdonítunk az ezzel kapcsolatos kockázatok feltárásának és tudatosításának.

A nem banki pénzügyi közvetítők egyre jelentősebb szerepet töltenek be a pénzügyi közvetítésen belül és ezen keresztül erősödik a pénzügyi stabilitásra gyakorolt potenciális hatásuk. A háztartási hitelezésben – és különösen a devizahitelek magas arányával és enyhülő hitelezési feltételekkel jellemzett autófinanszírozásban – rendkívül aktívak a pénzügyi vállalkozások, így az ezzel járó kockázatokat is számottevőnek értékeljük.

A megtakarítások gyűjtésében tovább erősödik az intézményi befektetők szerepe, azonban ezen intézménytípusok jellemzően állampapírokból és bankbetétekből tartják portfóliójukat, így a háztartási és vállalati szektorokon belüli, illetve a szektorok közötti forrásallokációs szerepük egyelőre korlátozott. Ez részben a költségvetés magas finanszírozási igényével, az intézményi befektetők és ügyfelek kockázatkerülő magatartásával, valamint a

pénzügyi kultúra alacsony szintjével magyarázható. Az egyensúlytalansági problémák mérséklődése előnyösen befolyásolhatná ezen intézménytípusok fejlődését is, és az alacsonyabb kockázati prémiumon keresztül ösztönzőleg hatna az állampapíron kívüli alternatív befektetési portfólió tartására, ezzel is hozzájárulva a pénzügyi közvetítés további mélyüléséhez.

A takarékszövetkezeti szektor stabilitását növelné, ha a nem integrált intézményekkel szemben szigorúbb tőkekövetelmény lépne érvénybe

A takarékszövetkezeti szektor stabilitása a lakossági megtakarítások gyűjtésében betöltött szerepe miatt fontos. A szektor stabilitását növelné, ha a nem integrált takarékszövetkezetekkel szemben szigorúbb tőkekövetelmény lépne érvénybe, illetve ha az integrációval kapcsolatos szabályozói elvárások törvényi szinten lennének meghatározva.

A pénzügyi szabályozásban fontos a versenysemlegesség biztosítása, és a pénzügyi piacok egészséges működésének elősegítése

A pénzügyi szabályozásban több fontos európai uniós jogszabály átvételére kerül sor a következő években. A pénzügyi rendszer fejlődése és a monetáris transzmisszió hatékonyságának szempontjából a jegybank számára nagyon fontos a versenysemlegesség biztosítása, a szabályozói arbitrázs lehetőségének kiküszöbölése, és a pénzügyi piacok egészséges működésének elősegítése. Ennek kapcsán az MNB fontos feladatának tekinti a pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv (MiFID) hazai implementálásának előkészítésében való aktív részvételt, mivel ez a jogszabály várhatóan a következő évek egyik fontos piactalakító tényezője lesz. Emellett a nagy kockázatok szabályozásának várható európai reformja is olyan feladat, amely sikeres megvalósítás esetén jelentősen hozzájárulhat a pénzügyi stabilitás erősítéséhez.

A hazai fizetési és értékpapír-elszámolási rendszer stabilan működik, de a bankok árazásában gyenge a verseny

A hazai fizetési és értékpapír-elszámolási rendszer robusztus, stabilan működik. Ezt igazolja, hogy növekvő forgalom mellett csökkenő likviditási kockázattal, folyamatos fejlesztések közepette magas szintű rendelkezésre állással és működési megbízhatósággal látják el feladataikat. Kedvezőtlen jelenség ugyanakkor, hogy az MNB által a bankok felé felszámított VIBER-díjak évek óta megfigyelhető csökkenését a bankok általában nem követik, díjaitkat változtatlanul hagyják – amely számos esetben a jegybanki díj sokszorososa –, így mesterségesen magas árszínvonalon tartják ezt a szolgáltatást. Hasonló piaci magatartás tapasztalható a határon átnyúló kis összegű euroátutalások esetében is.

1. Makrogazdasági kockázatok





Jelenleg Magyarországon az államháztartás GDP-arányos adóssága, valamint ezzel összefüggésben az ország egészének külfölddel szembeni GDP-hez viszonyított tartozása gyors ütemben növekszik. Bár 2005-ben a GDP arányában csökkent az ország külső finanszírozási igénye és emelkedett a nem adóssággeneráló tőkebeáramlás, a külső egyensúlyhiány rendkívül nagy maradt, s ez a gazdaságot sérülékennyé teszi. A növekvő adósságráták azt jelzik, hogy a magyar gazdaság hosszú távon nem fenntartható pályán halad. Azt azonban, hogy hogyan és mikor történik meg az egyensúlyi pályához való visszatérés, nem lehet megbízhatóan előrejelezni. A 2005. novemberi inflációs jelentésben és annak 2006. februári frissítésében bemutatott, gyakorlatilag változatlan fiskális politikát feltételező makrogazdasági pálya feltételelessége ezért igen jelentős, és az időben előre haladva csökken a valószínűsége annak, hogy a magyar gazdaság ezen pálya mentén haladjon.

Míg az államháztartási hiány és a külső finanszírozási igény tartósan magas szintje, és az államadósság és a külső adósság már hosszabb ideje tartó növekedése aggodalomra ad okot, addig a globális pénzügyi környezet 2006 februárjáig rendkívül kedvező volt. A kockázati felárak alacsony szintje hozzájárult ahhoz, hogy a számotte-

vő külső és belső egyensúlytalanság ellenére a piac által elvárt kockázati prémium ne növekedjen számottevően.

A kedvező külső adottságok ellenére a piaci folyamatok számos intő jellel is szolgálnak. A forinthatamoknak és az árfolyamnak a régió többi országához képest eltérő viselkedése, a magyar adósság leminősítése, illetve leminősítésének kilátásba helyezése, valamint a külföldi szereplők alacsony forintkockázat-vállalása egyértelműen jelzi, hogy a piac által a magyar gazdasággal kapcsolatban érzékelt kockázatok növekedtek.

Megítélésünk szerint az idő előrehaladtával növekszik a szükségszerűsége egy hiteles költségvetési konszolidációnak. Hiteles költségvetésihiány-csökkentés nélkül egyre valószínűbb, hogy a számottevő egyensúlytalanság korekcióját a piac fogja kikényszeríteni a forintbefektetésektől elvárt többlet hozam növekedésén, azaz az árfolyam gyengülésén és a kamatok emelkedésén keresztül.

Elemzésünkben két alapvető kérdést vizsgálunk. Egyrészt arra keressük a választ, hogy mi tette lehetővé az elmúlt időszakban a helyzet fennmaradását, másrészt azt elemezzük, hogy milyen forgatókönyvek szerint valósulhat meg az egyensúlyi pályához való visszatérés.

1.1. Kritikus egyensúlyi helyzet

Az elmúlt év tendenciáit tekintve a magyar gazdaság egyensúlyi problémái nem mérséklődtek érdemben. A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai ugyan számottevően növekedtek, a továbbra is expanzív költségvetési politika hatására azonban az ikerdeficit fennmaradt és mind az államadósság-ráta, mind a külső adósságráta tovább növekedett (lásd keretes írások). Változatlan fiskális politika mellett az egyensúlytalanság növekedésére számíthatunk, így egyre kisebb a valószínűsége annak, hogy a gazdasági folyamatok a jelenlegi pálya mentén alakuljanak.

A külső egyensúlyi helyzetet mérő statisztikák bizonytalansága megnőtt. Míg 2005-ben a fizetésimérleg-statisztikában a külső finanszírozási igény számottevően, a GDP 6,5 százalékára csökkent, a pénzügyi számlák szerint a mutató értéke 8,5 százalékot tett ki. A jelentős mértékű bizonytalanság ellenére a statisztikák nemzetközi összehasonlításban továbbra is magas külső finanszírozási szükségletet jeleznek.

2005-ben a belföldi szektorok finanszírozási képességének változása a külső finanszírozási igény 1 százalékpont körüli mérséklődését indokolta volna. A szélesebb értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye¹ a GDP 9,3 százalékára növekedett, ami 0,8 százalékpont körüli emelkedésnek felel meg 2004-hez képest. A magánszektor finanszírozási képessége ezzel párhuzamosan számottevően

en növekedett. A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai éves szinten a GDP 4 százaléka körüli szintre emelkedtek, ebben azonban nem elhanyagolható szerepet játszottak az év végi egyszeri jövedelemnövelő tételek is. A vállalati szektor növekvő állóeszköz-felhalmozási kiadásai pedig a szektor finanszírozási igényének növekedését valószínűsítik.

A fizetésimérleg-statisztika szerint a külső finanszírozási szükséglet eközben jelentős mértékben, 2004-hez képest a GDP 1,8 százalékával csökkent. Az import alacsony szintje mellett látványosan mérséklődő külső finanszírozási igény azonban ellentmondani látszik a gazdaságról rendelkezésre álló egyéb adatoknak, ami bizonytalanná teszi a külső egyensúly javulásának megítélését.² A kimutatott import alacsony szintjében szerepet játszhat, hogy az EU-csatlakozáskor a külkereskedelmi adatszolgáltatás megváltozott, 2004 májusa óta az adatok önbevalláson alapulnak.

A kedvező külső környezetnek köszönhetően stabil pénzügyi folyamatok mellett 2005-ben a GDP reálértelemben ismét 4 százalék feletti ütemben bővült, miközben az infláció egyenletesen mérséklődött. A növekedés motorját az élénk külső keresletnek köszönhetően bővülő export, valamint az elsősorban az állami infrastrukturális beruházások növekedése következtében gyorsuló állóeszköz-felhalmozás jelentette (1-1. táblázat).

1-1. keretes írás: A külső egyensúlyi mutatókkal kapcsolatos bizonytalanság

Az import alulbecslését valószínűsítheti, hogy az elmúlt évben a fogyasztás, a felhalmozás és az export importigényessége alapján becsült import körülbelül a GDP 2 százalékával meghaladta a statisztika által kimutatottat, azaz a hazai reálgazdasági folyamatok magasabb importszintet – és külső finanszírozási igényt – valószínűsítenek. A GDP-statisztika „készletváltozás és egyéb, nem specifikált felhasználás” sorának jelentős mérséklődése szintén a statisztikában megjelenőnél magasabb mögöttes importot valószínűsít. Ha a GDP szerinti nettó export javulása ugyanis csupán a kisebb bejelentett import következménye, akkor – a termelési oldal adataival való összehang megteremtése miatt – a megugró nettó exportot a fenti, statisztikai eltérést is tartalmazó tétel változásának alacsonyabb értékei kell hogy ellensúlyozzák.

A finanszírozási folyamatokat tekintve hasonló ellentmondás érzékelhető: a külső egyensúly javulása csak abban az esetben következhetett be, ha a vállalati szektor GDP-arányos nettó finanszírozási igénye az elmúlt egy évben mérséklődött. A szektor finanszírozási igényének látványos csökkenése pedig akkor valószínűsíthető volna meg, ha a gyorsuló exportértékesítés mellett – a korábban tapasztalttal ellentétben – a vállalati szektor csökkentette volna GDP-arányos felhalmozási kiadásait.

A fentiekkel összhangban éves szinten a fizetésimérleg-statisztika ellentmondásossága is erősödött: a statisztika „tévedések és hiba” sora a GDP 2,5 százaléka körüli értékre emelkedett. A reálgazdasági és finanszírozási folyamatok összességében azt jelzik, hogy 2005-ben a tényleges külső finanszírozási igény – a pénzügyi számlák szerinti értéknek megfelelően – akár a GDP 2 százalékával magasabb lehet a fizetésimérleg-statisztikákban megjelenőnél.

¹ A széles értelemben vett államháztartás fogalmába az államháztartási körön kívül beleértjük az állami tulajdonban lévő intézményeket (MÁV, BKV), az MNB-t, és az állam által kezdeményezett és irányított, ugyanakkor formálisan ún. PPP-konstrukcióban végrehajtott beruházásokat végző intézményeket.

² Lásd bővebben: *Jelentés az infláció alakulásáról* (2005. augusztus), IV-5. keretes írás: Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában.

1-1. táblázat

A főbb makrogazdasági mutatókra adott előrejelzésünk az aktuális inflációs jelentés alapján

	Tény	Tény/Becsítés	Előrejelzés	
	2004	2005	2006	2007
Fogyasztóiár-index, százalék (éves átlag)	6,8	3,6	1,3	2,8
Külső kereslet növekedése, százalék	2,4	1,9	2,1	2
GDP-növekedés, százalék	4,6 (4,4)*	4,1 (4,3)*	4,6	4,3
Külső finanszírozási igény – Folyó fizetésimérleg-statisztika (GDP százalékában)	8,3**	6,5**	8**	7,2**
Külső finanszírozási igény – Pénzügyi számlák (GDP százalékában)	9,9	8,5	–	–

Megjegyzés:

* Zárójelben a szőkönaphatástól megtisztított adat.

** A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet. Prognózisunkban azt feltételeztük, hogy a külkereskedelmi folyamatokkal kapcsolatos bizonytalanság mérséklődik.

Forrás: MNB.

2006–2007-ben a külső konjunktúra kedvezően alakulhat, miközben a külső környezet és a kedvező piaci megítélés változatlanlansága esetén a belső konjunktúra is tovább élénkülhet. A háztartások reáljövedelmének bővülése a minimálbér-emelés és az áfacsökkenés eredményeképpen az 5 százalékot is elérheti, ami a fogyasztási kereslet gyorsuló növekedését valószínűsíti. Az állóeszköz-felhalmozási kiadások ugyanakkor lassabb ütemben bővíthetnek: az államháztartás infrastrukturális beruházásainak csökkenése mellett a háztartások beruházási kiadásai esetében is tartós lassulásra számítunk.

A kedvező konjunkturális kilátások ellenére a fiskális expanzió a külső-belső eladósodás további növekedését valószínűsíti. 2006–2007-ben változatlan költségvetési politika mellett az államháztartás finanszírozási igénye tovább

növekedhet, miközben a háztartások nettó pénzügyi megtakarításai a jövedelemarányos fogyasztás alacsony szintje következtében legfeljebb kismértékben emelkedhetnek. Változatlan fiskális politika mellett tehát a külső és belső egyensúlytalanság ismét növekedhet.

2006-ban a bér- és dologi kiadások tervezett szigorítása legfeljebb ellensúlyozza a korábban bejelentett lazító intézkedések hatását (például áfacsökkenés, családtámogatás emelése). Az ESA-körön kívül tervezett autópálya-beruházások és a GDP 0,35 százalékát kitevő, keresleti hatással nem járó Gripen-vadászgépbeszerezés elszámolása összességében azt eredményezik, hogy az államháztartás teljes finanszírozási igénye a GDP 10 százaléka körüli szintre emelkedhet. 2007-ben a már elfogadott intézkedések a hiány további emelkedését vetítik előre.

1-2. keretes írás: Az államadósság alakulása³

2004–2005-ben a maastrichti kritérium teljesítésénél figyelt, tehát a magánnyugdíjpénztár-korrekciónél számított adósságráta ismét az adósságkritériumban meghatározott 60 százalékos küszöb-

érték fölé emelkedett (1-2. táblázat). A túlnyomó részben determinálnak tekinthető 2006-os év költségvetési hiánya előrejelzésünk szerint várhatóan meghaladja a 2005. decemberi konvergencia-programban foglaltakat, így számításaink szerint tovább fog emelkedni az adósságráta nagysága, amely az év végére meghaladhatja a 64 százalékot.

³ A keretes írás Czeti Tamás–Hoffmann Mihály (2006): *A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk* (MNB-tanulmányok 50.) című tanulmánya alapján készült.

1-2. táblázat

A GDP-arányos államadósság

GDP százalékában	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Bruttó államadósság	87,1	73,6	63,9	61,6	60,9	55,0	53,0	56,6	58,9	60,2	62,3
Magánnyugdíj-pénztárakkal korrigált bruttó államadósság	87,1	73,6	63,9	61,4	60,3	54,1	51,7	54,9	56,7	57,1	58,3

Forrás: MNB.

A 2007–2008-as időszakra vonatkozóan három különböző fiskális forgatókönyv adósságrátára gyakorolt hatását vizsgáltuk meg: (1) az (adósságtávállalások nélküli) elsődleges pénzforgalmi egyenleg 2007–2008-ban a 2006-os szinten változatlanul marad, (2) 2007-től kezdődően csak kisebb mértékű, évi 0,5 százalékpontos elsődleges hiánycsökkentésre kerül sor, (3) 2007-ben az elsődleges hiány 3,5 százalékponttal nullára csökken, és azon a szinten stabilizálódik (1-1. ábra).

A szinten maradási feltételező forgatókönyv nem számol a már ismert determinációk hatásával. Ez azt jelenti, hogy azzal a feltételezéssel élünk, hogy a költségvetés a magasabb hiány irányába mutató determinációkat megfelelő intézkedésekkel ellensúlyozza, de egyéb hiánycsökkentő lépéseket nem tesz. Ebben az esetben az adósságráta 2008 végére 70 százalék közelébe emelkedhet. Az évi 0,5 százalékpontos elsődleges egyenlegjavulást feltételező forgatókönyv mellett, az adósságráta 2008 végére 68,5 százalékos értékre növekedhet. A GDP-arányos adósság növekedésének megállítását a vizsgált forgatókönyvek közül csak a harmadik biztosítja. Az elsődleges egyenleg szintjén kiegyensúlyozott pozíció elérése esetén az adósságráta 2007-től kezdődően csökkenni kezd, és 2008 végére 61,5 százalékra mérséklődhet. Ez azt jelenti, hogy Magyarország a hiány számottevő mértékű csökkentése esetén is csak az adósságráta csökkenő dinamikájával és nem a szintjével tudná teljesíteni az adósságra vonatkozó maastrichti kritériumot.

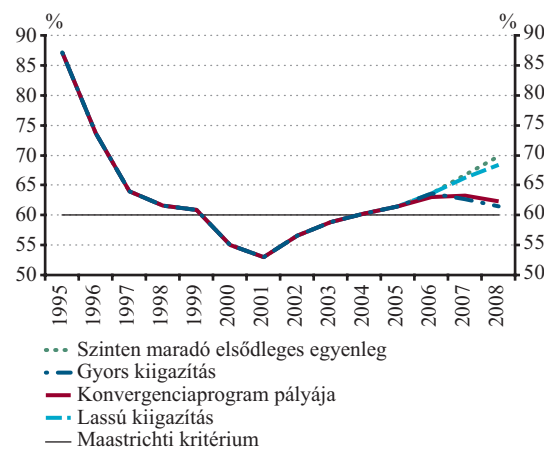
Az adósság szempontjából további kockázatot jelent egyes kvázifiskális tevékenységet ellátó vállalatok finanszírozása. A MÁV és a BKV adóssága 2006 végére elérheti a GDP 1,8 százalékát, ami szükségessé teheti az

állami hitelátvállalást. Módszertani bizonytalanságot jelent a PPP-konstrukcióban épülő autópályák statisztikai elszámolása is: amennyiben az Eurostat jövőbeli állásfoglalása nem teszi lehetővé, hogy a statisztikákban az ÁAK tevékenysége állami körön kívül maradjon, az további, a GDP 2 százalékát meghaladó adósságnövekedést eredményezhet.

1-1. ábra

Az adósságráta várható alakulása különböző forgatókönyvek esetén

(kvázifiskális adósságelemek nélkül)



Forrás: Czeti-Hoffmann (2006).

A sérülékenységet tovább növeli, hogy az adóssággeneráló külső finanszírozáson belül egyre magasabb a devizában denominált tételek aránya, azaz a külső finanszírozásból fakadó árfolyamkockázatot növekvő mértékben a hazai gazdasági szereplők viselik. A háztartások árfolyamkitettsége a jelentős mértékű devizahitel-felvétel hatására 2005-ben 3,3 milliárd euróval emelkedett.

Az államháztartás növekvő arányú devizaforrás-bevonása összességében a jegybankkal konszolidált államháztartás

sintjén nem növeli az árfolyamkitettséget, ugyanakkor növeli az állam kamatkockázatát. Az államháztartás által bevont devizaforrás ugyanis a jegybanknál kerül átváltásra, így a devizaadósság növekedése a jegybanki devizatartalék állományát gyarapítja. Az állam az átváltást követően kapott forintot elkölti, így a devizatartalékok növekedésével párhuzamosan növekszik a bankrendszer jegybanknál elhelyezett kéthetes betétállománya is.⁴ A jegybankkal konszolidált államháztartást tekintve ez azt jelenti, hogy a devizában történő eladósodás hatására nem növekszik az ár-

⁴ A kereskedelmi bankok jegybanki kéthetes betétállomány-alakulását befolyásoló tényezőkről az alábbi tanulmány ad áttekintést: Antal Judit–Barabás Gyula–Czeti Tamás–Major Klára: Likviditásszabályozás az MNB cél- és eszközrendszerében (2001), MNB Műhelytanulmány 22.

folyamkitettség, de nem csökken az állam forint kötelezettségállománya sem, mivel amennyivel csökken a forintátlampapír-kibocsátás, annnyival nő a kéthetes betét állománya. A devizában történő eladósodás hatására tehát az állam forrásain belül növekszik a nagyon rövid, kéthetes

átárazódású kötelezettségek aránya, azaz nő a kamatkockázati kitettség. A jelenlegi struktúra mellett egy 1 százalékpontos hozamemelkedés a konszolidált állam kamatkiadását már az első évben a GDP arányában mintegy 0,4 százalékponttal emeli.⁵

1-3. keretes írás: A nettó külső adósságráta alakulása⁶

A nettó külső adósság '90-es évek közepén tapasztalt dinamikus csökkenését követően a külső adósságráta 1999–2002 között gyakorlatilag stabilizálódott, majd 2002-től ismét növekedni kezdett. A külső adósságdinamika alakulását vizsgálva megállapítható, hogy 1996–2004 között az ország adósságrátájának alakulását elsősorban a háztartási és az államháztartási szektor együttes finanszírozási pozíciója és a privatizációs bevételek határozták meg.

Az adósságráta növekedésének megállítása a háztartások és az államháztartási szektor együttes finanszírozási igényének 3,5 százalékos GDP-arányos csökkenését követelné meg. A jelenlegi helyzetben azonban különböző forgatókönyveket vizsgálva kiderül, hogy középtávon az adósságráta további növekedésére lehet számítani (1-2. ábra).

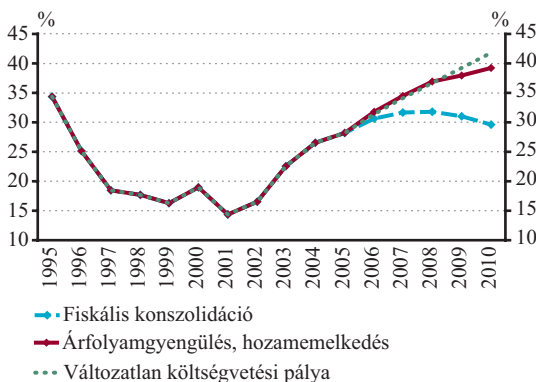
Változatlan költségvetési hiány és a háztartások 2005-ben jellemző megtakarítási hajlandósága mellett a nettó külső adósságráta tovább növekedhet, és 2007-ben elérheti az 1995 végére jellemző 35 százalékos körüli szintet. A növekvő mértékű eladósodás a gazdasági folyamatok hosszú távú fenntarthatatlanságával kapcsolatos kockázatok növekedését jelzi. Az idő előrehaladtával egyre nő a szükségszerűsége egy költségvetési konszolidációnak, ennek hiányában növekszik a valószínűsége annak, hogy a fizetési mérleg korrekcióját a piac váltja ki.

Hiteles költségvetési konszolidáció esetén az adósságráta hosszabb távon csökkenő pályát írhat le. Első szimulációinkban azt feltételeztük, hogy az államháztartás finanszírozási igénye 2008-ra a maastrichti kritérium teljesítéséhez szükséges szintre csökken, ami 2006-hoz képest körülbelül 4 százalékpontos mérséklődést követel meg. Az adósságdinamika alakulása szempontjából kedvező forgatókönyv megvalósulása esetén is a háztartási és államháztartási szektor magas együttes

finanszírozási igénye következtében középtávon az adósságráta átmenetileg tovább növekedhet, majd 2010-re a GDP 30 százaléka alá mérséklydhet.

1-2. ábra

A nettó külső adósságráta alakulása a három alapforgatókönyv mellett



Forrás: Antal (2006).

Változatlan költségvetési pálya mellett növekszik az esélye annak, hogy a fizetési mérleg korrekcióját a piac kényszeríti ki. Megvizsgáltuk, hogy egy egyszeri, 10 százalékos árfolyamgyengülés és ezzel párhuzamos 2 százalékpontos reálhozam-emelkedés hogyan hatna az adósságrátára. A sokkot követő években az árfolyamgyengülés, a magasabb reálhozam-szint, valamint a lassabb reálnövekedés hatására a külső adósságráta tovább növekedhet. Hosszabb távon azonban a fogyasztás és a felhalmozási kiadások csökkenése mellett a külső finanszírozási igény számottevően csökken, így az adósságráta növekedése lassulhat.

⁵ Lásd Czeti Tamás–Hoffmann Mihály (2006): A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk (MNB-tanulmányok 50).

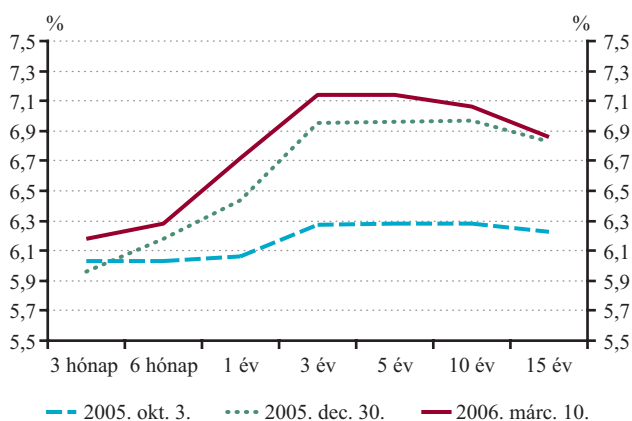
⁶ A keretes írás Antal Judit (2006): Külső adósságdinamika (MNB-tanulmányok 51.) című tanulmánya alapján készült.

1.2. A magyar fundamentumok piaci megítélésének romlása

A magyar gazdaság egyensúlyi folyamatainak kedvezőtlen alakulása rányomta a bélyegét a forintpiaci folyamatokra is. A forinteszközök árfolyamának alakulása egyértelműen elszakadt a közép-európai térség többi piacát jellemző folyamatoktól. A pénzügyi piacokon megfigyelt árváltozások az országspecifikus kockázatok növekedését jelzik (1-3. ábra).

1-3. ábra

A hozamgörbe különböző időpontokban



Forrás: ÁKK, MNB.

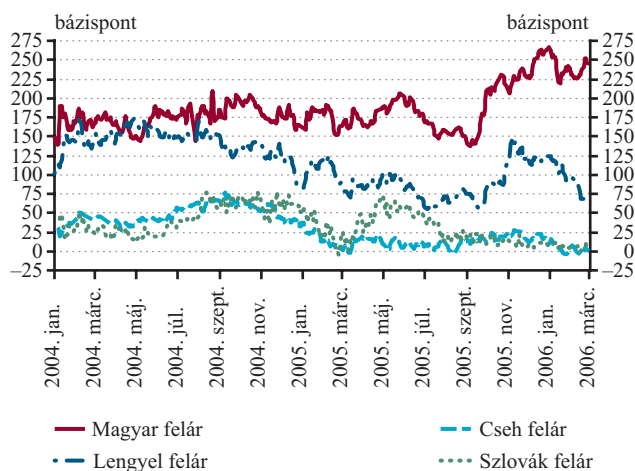
2006 februárjáig a nagyon kedvező globális befektetői hangulat megakadályozta, hogy a forinteszközöktől elvárt hozamprémium növekedése az árfolyamban vagy a rövid futamidejű kamatok szintjében is megjelenjen. A jövőre vonatkozó kockázatok erősödését jelzi viszont, hogy az eurohozamokhoz, illetve a régió többi országához viszonyított hosszabb futamidejű határidős kamatfelárak sokéves csúcsra emelkedtek (1-4. ábra). A hozamprémium regionális összehasonlításban magas szintje mellett 2006 februárjáig a régióban jellemzően erősödő árfolyamokkal szemben a forint árfolyama közel stabilan alakult. A magyar fundamentumok megítélésének romlása a magyar adósság leminősítésében (Fitch, JCA) és az adósság leminősítésének kilátásba helyezésében (S&P, Moody's) is tükröződött. A piaci folyamatok megítélésével kapcsolatban óvatosság-

ra intenek a devizapiaci folyamatok is. Míg az elmúlt fél évben a külföldi szereplők jelentős keresletet támasztottak a régió devizái iránt, Magyarország esetében – a korábbi években tapasztalt intenzív beáramlással szemben – a külföldi szereplők teljes forintkitettsége gyakorlatilag nem változott 2005-ben, azaz a háztartási szektor jelentős devizakínálata mellett a devizapiaci egyensúly a külföldi szereplők forintkereslete nélkül valósult meg.

A régiótól eltérő piaci tendenciák által jelzett kockázatok mellett a hitelminősítői és befektetési banki elemzésekben az elmúlt időszakban többször megjelent, hogy jelentős bizalomvesztést okozhat, amennyiben rövid időn belül nem kerül sor hiteles hiánycsökkentő program bemutatására. A költségvetési politika szükséges irányváltása hiányában az ország devizaadóssága kikerülhet az A kategóriából és jelentős mértékben emelkedhetnek a deviza-, illetve forintfinanszírozási költségek, valamint megnő egy pénzpiaci turbulencia kockázata.

1-4. ábra

Forwardprémiumok a régióban az euróhoz viszonyítva



Megjegyzés: 5 év múlva kezdődő 5 éves származtatott hozamkülönbségek az euróhoz viszonyítva.

Forrás: Reuters, MNB.

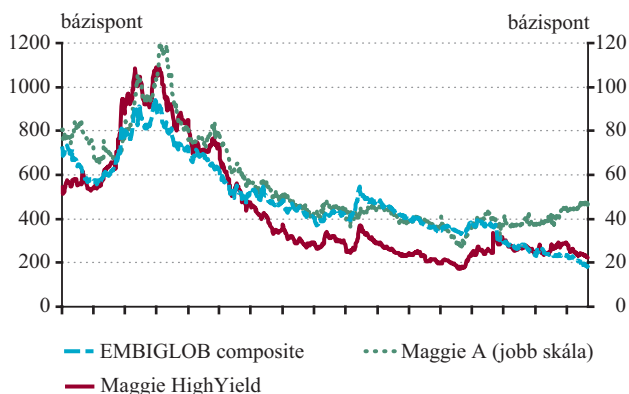
1.3. Kedvező külső környezet – növekvő bizonytalanság

A magyar gazdaság szembetűnő egyensúlyi problémáihoz képest a forintbefektetésektől elvárt prémium szintje 2004–2005-ben nem emelkedett érdemben, amiben a kedvező külső környezet meghatározó szerepet játszott.

A monetáris kondícióknak a világ főbb pénzügyi piacain tapasztalt folytatódó szigorodása ellenére az elmúlt hónapokban továbbra is magas maradt a befektetők általános kockázatvállalási hajlandósága. A kockázati felárak folytatódó csökkenése ellenére 2006 februárjáig töretlen volt a kereslet a kockázatosabb eszközök iránt (1-5. ábra).

1-5. ábra

A globális kockázati mutatók alakulása



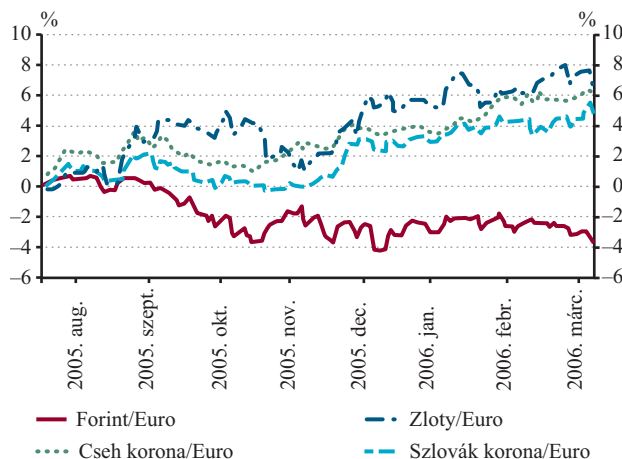
Forrás: J.P. Morgan-Chase, Thomson Financial Datastream.

A feltörekvő piaci felárak csökkenéséhez a fejlett országok (G10) alacsony hozamot nyújtó eszközeiből történő tőkeát-csoportosításon túl fundamentális tényezők is hozzájárultak. A feltörekvő országok növekedése elemzők szerint a következő években tartósan meghaladhatja a fejlett országokét, ugyanakkor ezen országcsoport külső adósságpozíciója is számottevően javult, így az árfolyamválságok és a fertőzés kialakulásának kockázata mérséklődött. Sok feltörekvő ország esetében javult az adósság szerkezete is, miután az alacsony hozamkörnyezet, a minősítés javulása és a nagy befektetői étvágy lehetővé tette az adósság futamidejének, illetve a helyi devizában történő finanszírozás súlyának növelését. A feltörekvő piaci eszközök iránti kereslet mögött azonban technikai tényezők, valamint a kedvező pillanatnyi hangulatra építő tőkemozgások is megtalálhatók, melyeket nem lehet tartósnak tekinteni, mivel a piaci hangulat változásának függvényében rövid idő alatt megfordulhatnak.

A közép-európai régióban a kedvező globális befektetői környezet és a jó növekedési kilátások együttes hatására folytatódott a tőkebeáramlás, ami a devizák további felértékelődéséhez vezetett. Március elejére a lengyel zloty három és fél éves, a cseh, illetve a szlovák korona történelmi csúcsra erősödött az euróval szemben (1-6. ábra). A lengyel jegybank kamatcsökkentéssel, a cseh jegybank verbális intervencióval próbálta fékezni a felértékelődést. Az ERM-II árfolyamrendszerhez csatlakozott Szlovákiában ugyanakkor kamatemeléshez vezetett az inflációs kockázatok növekedése. A régióban – a magyar piacot kivéve – a választásokhoz kapcsolódó politikai kockázatok ellenére folytatódott az elvárt prémium csökkenése.

1-6. ábra

A régió devizaárfolyamainak alakulása



Forrás: Thomson Financial Datastream, MNB.

Kockázatok a külső környezetben

A magyar fundamentumokkal kapcsolatos piaci megítélés további romlása mellett az árfolyam- és a hozamalakulás szempontjából kockázatot jelent, ha a kedvező nemzetközi befektetői hangulat tartósan kedvezőtlenebbre fordul. Az árfolyam- és hozamreakció ráadásul számottevő lehet, mivel a piaci szereplők visszatekintő árazásuk miatt a ténylegesnél alacsonyabbnak értékelhetik a kockázatot. Emiatt nagyobb korrekció esetén az eszközárak elmozdulása jelentős lehet.

A pozitív nemzetközi befektetői hangulatot számtalan előre nem látható esemény megzavarhatja, a jelenleg látható fo-

lyamatok közül ugyanakkor – az októberi stabilitási jelentésben jelzettekhez hasonlóan – az egyik legjelentősebb kockázatot a globális egyensúlytalanság esetleges korrekciója jelenti. Az Egyesült Államok magas folyó fizetésimérleg-hiányának dollárleértékelődésen keresztüli kiigazodása, illetve a dollárhozamok kedvező konjunkturális kilátások és inflációs félelmek miatti emelkedése jelentős változásokat okozhat a befektetési források globális allokációban, és a kockázati felárak növekedéséhez vezethet (lásd A globális egyensúlytalanságok és a lehetséges alkalmazkodás csatornái című keretes írást). Ebbe az irányba hathat a tavaly decemberben kezdődött európai kamatemelési ciklus is.

A globális befektetési hangulatot tartósan nem befolyásolja, de a kiegyensúlyozott piaci környezetet kedvezőtlenül érintheti, hogy a piacok megítélése szerint az amerikai kamatemelési ciklus a végéhez közelít, így fokozódhat a monetáris politika jövőbeli alakulásával kapcsolatos bizonytalanság. Növekedhet a piacok érzékenysége a makrogazdasági adatokkal szemben és az új elnök miatt esetlegesen változhat a Fed magatartásáról kialakított kép, ami a hosszú hozamok jelentősebb ingadozását is eredményezheti.

1-4. keretes írás: A globális egyensúlytalanságok és a lehetséges alkalmazkodás csatornái

Mit tekintünk globális egyensúlytalanságnak?

A globális egyensúlytalanságok alatt elsősorban az USA jelentős mértékű – fejlett országokban historikusan kevésbé jellemző – folyó fizetésimérleg-hiányát (külső finanszírozási igényét) értjük, amellyel szemben számos feltörekvő és néhány fejlett ország folyó fizetésimérleg-többlete áll.

A globális egyensúlytalanságok bemutatásánál nehezen megkerülhető a különböző gazdaságpolitikai lépések, illetve folyamatok szerepének bemutatása. A témával kapcsolatos irodalom több olyan gazdaságpolitikai tényezőt említ, amelyek hozzájárulhattak az egyensúlytalanságok kialakulásához, illetve tartós fennmaradásához.

Az egyik ilyen tényező az Egyesült Államok költségvetési politikája, amely az ezredfordulót követően egyre lazábbá vált, így a háztartások növekvő eladósodásával együtt felelőssé tehető a megtakarítási ráta csökkenéséért. Több vélemény szerint a Fed laza kamatpolitikája következtében megjelenő bőséges likviditás és az ezzel potenciálisan összefüggő, vagyoni hatásokkal járó eszközár-dinamika (részvény- és később az ingatlanpiac) szintén felelőssé tehető az amerikai háztartások megtakarítási pozíciójának romlásáért.

Az egyensúlytalanságok kialakulásában, illetve fennmaradásában szerepet játszhat a Japán, Kína és más délkelet-ázsiai országok által követett árfolyam-politika. A szóban forgó országok valutáik felértékelődésének korlátozásával támogatják a külkereskedelemben kerülő termékeket előállító szektoraikat, ennek következtében a dollárral szembeni reálárfolyamuk alulértékeltté vált, és jelentős devizatartalékokat halmoztak fel. Az alulértékelt reálárfolyam az amerikai külkereskedelmi deficit növekedésének irányába hat, míg

a devizapiaci intervenció során felhalmozott jegybanki dollártartalékok az alacsony kockázatú dolláreszközök iránt megnyilvánuló globális keresletet erősítik.

Az egyes európai országokban és Japánban tapasztalható, a strukturális reformok hiányával magyarázható visszafogott mértékű belső kereslet szintén hozzájárulhatott a globális egyensúlytalanságok mélyüléséhez, azonban ez a hatás a szakirodalom szerint viszonylag korlátozottan tekinthető.

Milyen főbb tényezőkből állhat össze egy alkalmazkodási folyamat?

A témával foglalkozó elméleti és empirikus irodalomban széles körű konszenzus alakult ki, amely szerint a globális egyensúlytalanságok – a jelenlegi tendenciák változatlanágát feltételezve – hosszabb távon nem fenntarthatók. Jelentős a bizonytalanság ugyanakkor abban, hogy egy esetleges korrekció mikor, milyen időtávú lefutással és az egyes világgazdasági régiókat milyen mértékben érintve zajlik le.

Egy esetlegesen bekövetkező korrekció esetén feltételezhető, hogy az amerikai megtakarítási-beruházási rés az USA historikusan alacsony nemzetgazdasági megtakarításainak emelkedése következtében fog záródni. A nemzetgazdasági megtakarítások emelkedéséhez szükséges a háztartások nettó megtakarítási pozíciójának javulása, amit segíthet a reálkamatok emelkedése, illetve egy esetlegesen bekövetkező ingatlanpiaci korrekció. A nemzetgazdasági megtakarítási pozíció javulásához hozzájárulhat továbbá a költségvetési politika szigorítása.

Az elmúlt két évtizedben lezajlott jelentősebb fizetésimérleg-korrekciós epizódok tapasztalatai azt mutatják, hogy a megtakarítási-beruházási rés szűkülése jellemzően (reál)árfolyam-gyengüléssel és output veszteséggel jár együtt (lásd Freund és Warnock 2005)⁷, ezek mértékét és tartósságát azonban számos egyéb tényező is befolyásolhatja (pl. a nettó, ill. bruttó külső pozíciók nagysága és tőkeszerkezete, a gazdasá-

⁷ Caroline Freund, Frank Warnock (2005): *The Bigger They Are, The Harder They Fall?*; G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, NBER Conference.

gi szereplők mérlegeinek devizastruktúrája, a pénzügyi rendszer szerkezeti adottságai stb.)

Az USA esetében kalibrált modellekkel végzett szimulációk (pl. Obstfeld és Rogoff 2005⁸, illetve Blanchard és szerzőtársai 2005⁹) arra utalnak, hogy a folyó fizetési mérleg egyensúlyba kerüléséhez a dollár reáleffektív árfolyamának jelentős (Obstfeld–Rogoff alapszcenáriójában 33 százalékos) leértékelődése szükséges, ami hasonló mértékű nominális effektív árfolyamgyengülést implikál. Gourinchas és Rey (2005)¹⁰, illetve Lane és Milesi Ferretti (2004)¹¹ azonban rámutatnak, hogy a külső eszköz-, illetve adósságállományokat érintő átértékelődési hatások egy jelentősebb dollárleértékelődés esetén segíthetik az alkalmazkodási folyamat időben simább lefutását.

Amennyiben a jelentős reáleértékelődés vagy a gazdaságpolitikai preferenciák változása következtében a dollár elveszítené elsődleges tartalékvaluta státuszát (lásd Roubini és Setser 2004)¹², a hosszú dollárhozamok jelentős emelkedésével is számolni kell. Egyes tanulmányok (pl. Warnock és Warnock 2005)¹³ szerint a külföldi jegybankok dollártartalék-akkumulációja nélkül az amerikai 10 éves hozamok mintegy 100-150 bázisponttal lennének magasabbak a 2004 során tapasztalt átlagos szintjüknél.

Egy alkalmazkodási folyamat során számíthatunk az amerikai belső kereslet visszaesésére, a dollár reál- és nominális effektív árfolyamának jelentős gyengülésére, a hosszú hozamok esetleges megugrására és ezek bármilyen kombinációjára. Az alkalmazkodási folyamat időbeli lefutása nagymértékben függhet attól, hogy az egyensúlytalanságok korrekciója nemzetközi gazdaságpolitikai koordináció mellett vagy anélkül valósul meg.

Egy esetleges alkalmazkodás milyen csatornákon érintheti a magyar gazdaságot?

A magyar gazdaságot a globális egyensúlytalanságok esetleges korrekciója konjunkturális és pénzügyi csatornákon keresztül egyaránt érintheti.

Mivel a magyar gazdaság legfontosabb európai külkereskedelmi partnereinek növekedésében az USA-ba irányuló nettó export kontribúciója jelentős, az amerikai folyó fizetési mérleg korrekciója az európai exporttermékek hozzáadottérték-láncába integrálódott magyar kivittelt is negatívan érintheti. Ezt a negatív külső keresleti sokkot tompíthatja, ha az európai országok esetében az export csökkenését ellensúlyozza a belső kereslet erősödése. Amennyiben a korrekció során nagy valószínűséggel jelentkező dollár reáleffektív árfolyamgyengülés első sorban az euróval szemben valósul meg, akkor az amerikai piacokról történő kiárazódás következtében az eurozóna exportjának erőteljesebb visszaesése várható. Ez utóbbi hatás kisebb mértékben jelentkezik, amennyiben a dollár reáleffektív árfolyamának leértékelődése a jelentősebb ázsiai valutákkal szemben is megvalósul.

A hosszú dollárhozamok esetleges gyors és jelentős emelkedése a feltörekvő piaci eszközökkel szembeni befektetői preferenciák megváltozását eredményezheti. A jelenleg érvényesülő erőteljes globális kockázati étvág visszaeshet, ami a feltörekvő piaci eszközöktől elvárt hozamfelárak emelkedéséhez vezet. Magyarország esetében ez a folyó fizetési mérleg-hiány finanszírozási költségeinek emelkedéséhez, illetve – amennyiben a globális kockázati étvág visszaesése nagyarányú tőke kivonást eredményez a feltörekvő piaci eszközosztályból – a forint/euro árfolyam jelentős gyengüléséhez vezethet.

⁸ Maurice Obstfeld, Kenneth S. Rogoff (2005): Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments, Brookings Papers on Economic Activity, 1:2005.

⁹ Olivier Blanchard, Francesco Giavazzi, Filipa Sa (2005): The US Current Account and the Dollar, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics, Working Paper Series (Working Paper 05-02).

¹⁰ Pierre-Olivier Gourinchas, Hélène Rey (2005): International Financial Adjustment, CEPR and NBER (2005. február).

¹¹ Philip R. Lane, Gian Maria Milesi-Ferretti (2004): Financial Globalization and Exchange Rates, IMF Working Paper.

¹² Nouriel Roubini, Brad Setser (2004): The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances, University College, Oxford (2004. november).

¹³ Francis E. Warnock, Veronica Caceres Warnock (2005): International Capital Flows and U.S. Interest Rates, Board of Governors of the Federal Reserve System; International Finance Discussion Papers, Number 840 (2005. szeptember).

1.4. Alternatív forgatókönyvek

A fenntarthatatlan külső és belső egyensúlyhiány, valamint a piaci környezet tartós megváltozásának kockázata azt jelenti, hogy az idő előrehaladtával nő egy hiteles költségvetési konszolidáció szükségszerűsége, ennek hiányában pedig nő a valószínűsége annak, hogy a piac által a forintbefektetésektől elvárt prémium megemelkedik, árfolyamgyengülésre és hozamemelkedésre kerül sor. A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy sikeres költségvetésihiány-csökkentés közép- és hosszú távon a növekedésre kedvezően hat. Rövid távon a konszolidáció költségei pedig számottevően elmaradnak egy piac által kiváltott fizetésimérleg-korrekciónak növekedési áldozatától. Ráadásul a piaci korrekció önmagában csak átmenetileg enyhítheti a külső egyensúlytalansági problémákat, hosszabb távon az egyensúlyi pályára való visszatérés feltétele a fiskális egyensúlytalanság tartós csökkenése.

A fenti két alternatív pálya gazdaságra gyakorolt hatásainak bemutatásakor nem támaszkodhatunk múltbeli magyar tapasztalatokra. Az 1995-ös fiskális konszolidáció rövid távú reálgazdasági hatásait tekintve közelebb állt a piaci korrekcióhoz, mivel a csomag alapvető elemét képezte az árfolyam leértékelése, valamint ezzel összefüggésben a nominális kiadások szinten tartása mellett a reálkiadások jelentős csökkentését lehetővé tevő meglepetésinfláció. A jelentős árfolyamgyengülés és hozamemelkedés, valamint az infláció megemelkedése rövid távon a fogyasztás és a reálnövekedés számottevő visszaesését eredményezte. 1995–96-ban a háztartások fogyasztási kiadásai összességében reálértékben több mint 9 százalékponttal mérséklődtek, a GDP reálnövekedési üteme pedig a konszolidációt megelőző 3 százalékról éves szinten 1,5 százalék körüli szintre lassult. A jelenlegi helyzetben egy hiteles, strukturális reformokat magában foglaló költségvetési konszolidáció mind a hiánycsökkentés eltérő szerkezeténél fogva, mind a piaci szereplők várható reakcióit és az eltérő külső adottságokat tekintve lényegesen kisebb növekedési áldozatokat követelne.

Az önkéntes fiskális konszolidáció és a magánszektor alkalmazkodását megkövetelő piaci korrekció a fenntartható pálya felé történő elmozdulás szélsőséges forgatókönyveit jelentik. A szélsőséges forgatókönyvek mellett nagy a valószínűsége annak, hogy a piac bizalomvesztését tükröző árfolyamgyengülés váltja ki a költségvetési politika szükséges irányváltását. Ebben az esetben azonban a fiskális konszolidáció kiinduló feltételei kedvezőtlenebbek, rövid

távú reálköltségei pedig magasabbak lehetnek, mint akkor, ha a hiánycsökkentésre kedvező külső környezet mellett kerülne sor. Ráadásul a túlzottásszerű fiskális reakció adott esetben azt eredményezheti, hogy a hiteles és tartós hiánycsökkentés feltételét jelentő, rövid távon azonban nagyobb áldozatokat követelő strukturális reformokra nem kerül sor.

Az alábbiakban elsőként a piac által kiváltott korrekció reálgazdasági hatásait elemezzük, mivel ezen forgatókönyv reálgazdasági áldozatait jelentik a valós alternatívát a költségvetésihiány-csökkentés felmerülő rövid távú költségeivel szemben.

1.4.1. A PIAC ÁLTAL KIVÁLTOTT KORREKCIÓ

Ha nem történik meg a hiteles költségvetési konszolidáció, akkor növekszik annak az esélye, hogy a piac által a forintbefektetésektől elvárt a prémium – akár a kedvező nemzetközi piaci környezet, akár a magyar fundamentumokkal kapcsolatban érzékelt kockázatok megváltozása miatt – megemelkedik és árfolyamgyengülésre, valamint hozamemelkedésre kerül sor. A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy a piac által kiváltott korrekció – a bizonytalanság növekedése és a tartós hozamemelkedés következtében – számottevő többletköltséget okoz ahhoz a forgatókönyvhöz képest, amikor az egyensúly felé történő elmozdulás a gazdaságpolitika által kontrollált módon megy végbe.¹⁴ Ráadásul a piaci korrekció az egyensúlytalanság valódi okát, azaz az államháztartás hiányának magas szintjét nem orvosolja, csak a tüneteket (magas külső finanszírozási igény) képes átmenetileg, a magánszektor terhelő jelentős reálgazdasági költségek mellett mérsékelni. A tartós egyensúlyjavulás feltétele a hiteles költségvetési konszolidáció.

Az elvárt prémium hirtelen és jelentős mértékű emelkedése nemzetközi tapasztalatok és a hazai folyamatokra vonatkozó becslésünk szerint elsősorban a kereslet alkalmazkodását válthatja ki. Az árfolyamgyengülés inflációra gyakorolt hatása az árfolyamrezsime mellett függ a monetáris politika reakciójától, illetve az azzal kapcsolatos várakozásoktól, valamint attól, hogy az árfolyamváltozás milyen mértékben érinti a belföldi szereplőket. Magyarország esetében az inflációs célkövetés rendszere, a 2003-ban tapasztalt árfolyamgyengülés után tartósan szigorú monetáris politika, va-

¹⁴ Lásd Tóth Máté Barnabás (2005): Jelentős külső egyensúlytalanságok következményei – nemzetközi tapasztalatok, MNB Háttér tanulmány 2005/5.

lamint a magánszektor jelentős devizakitettsége mellett azt valószínűsítjük, hogy a forintbefektetésektől elvárt prémium emelkedése erős keresletcsökkenést válthat ki, ami az inflációs hatást mérsékelheti. Számottevő árfolyamgyengülés esetén a tartós hozamemelkedés és a devizahitelek tör-

lesztőterhének megemelkedése ugyanis mind a fogyasztási, mind az állóeszköz-felhalmozási keresletet csökkentheti. A fogyasztási kiadások csökkenését tovább erősítheti, hogy a munkapiacra jellemző lassú béralkalmazkodás a reáljövedelmek mérséklődését idézheti elő.

1-5. keretes írás: A piaci korrekciók tapasztalatai

Az alábbi keretes írásban külső egyensúlytalanság mellett történt jelentős nominális árfolyamgyengülések nemzetközi tapasztalatait mutatjuk be, elsősorban a növekedési hatásokra koncentrálva. Az epizódokat 1990-től kezdődően térképeztük fel. A viszonylag közeli kezdő dátumot az indokolja, hogy a szóban forgó időszakban a tőkeáramlások liberalizációja, illetve a pénzügyi innovációk következtében alapvetően megváltozott a globális pénzügyi rendszer, így az azt megelőző korrekciós epizódok relevanciája korlátozott. Fontos továbbá megemlíteni, hogy a vizsgált országok korrekciói, illetve a korrekciót megelőző folyamatai nem minden dimenzióban vethetők össze a jelenlegi magyar helyzettel.

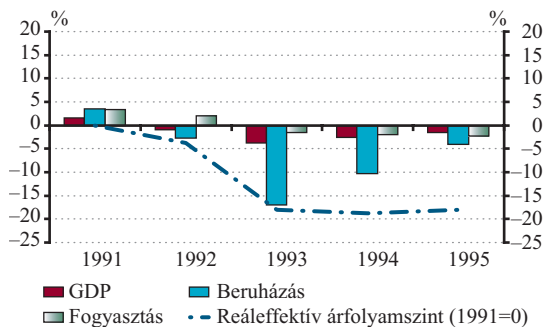
A nemzetközi tapasztalatok bemutatásakor két országcsoporthoz tartozó korrekciós epizódjait elemeztük. Az 1992–93-as ERM-válságok fontos tanulsága, hogy egészséges pénzügyi intézményrendszer és kismértékű makrogazdasági egyensúlytalanságok mellett is kialakulhat reálgazdasági áldozatokkal járó árfolyamválság. A harmadik generációs válságok kialakulásában a jelentős makrogazdasági problémák mellett az intézményi gyengeségeknek is jelentős szerepe volt. Magyarországon az államháztartás növekvő rövid átárazódási idejű forrásbevonása és a magánszektor növekvő devizakitettsége olyan tendenciák, amelyek a harmadik generációs válságokat megelőzően megfigyelhetőek voltak, azonban a magyar gazdaságban a mérleggyengeségek mértéke jelenleg elmarad az elemzett országokban tapasztalt szinttől. Az árfolyam- és kamatkockázati kitettség további növekedése azonban az árfolyam tartós gyengülése esetén – a fenti országokban tapasztaltakhoz hasonlóan – a válság elmélyülését eredményezheti. Összességében az eltérő külső és belső környezet következtében egyik országcsoporthoz tartozó tapasztalatai sem feleltethetők meg önmagukban a magyar helyzetnek, ugyanakkor az egyes dimenziókban meglévő hasonlóságok következtében hasznos információkkal szolgálhatnak arról, hogy egy árfolyamkorrekció milyen hatást gyakorolhat a reálgazdasági folyamatokra.

A vizsgált korrekciós epizódok közös jellemzője, hogy jelentős reálárfolyam-gyengülés és a reálnövekedési ütem visszaesése mellett zajlottak le. A korrekciókat követően a reálárfolyam tartósan a leértékelt szinten stabilizálódott. Az epizódok mindegyikében megfigyelhető továbbá a nemzetgazdasági beruházások jelentős visszaesése, ami kisebb mértékű fogyasztáscsökkenéssel párosult. A volumenváltozásban tapasztalt nagymértékű eltérés ugyanakkor a fogyasztás és a beruházás tekintetében hasonló mértékű (negatív) növekedési kontribúciót takar (1-7. ábra).

A piaci korrekciót elszenvedő országok egy részében (Finnország, Spanyolország, Svédország – ezeket az epizódokat a szakirodalom a második generációs válságok közé sorolja) a korrekcióhoz – viszonylag kisebb mértékű makrogazdasági egyensúlytalanságok mellett – a gazdaságpolitikák egyes elemeinek piaci szereplők által felismert és spekulatív pozíciók felvételére ösztönző inkonzisztenciája vezetett. A moderált mértékű egyensúlytalanságok önmagukban nem feltétlenül indokoltak volna jelentősebb árfolyamgyengülést vagy folyó fizetésimérleg-korrekciót, ugyanakkor nagymértékben korlátozták a spekulatív piaci mozgásokra adható gazdaságpolitikai válaszok mozgásterét.

1-7. ábra

A piac által kiváltott korrekciók átlagos hatása a GDP, illetve a nemzetgazdasági fogyasztás és az állóeszköz-felhalmozás szintjére – az ERM-válságok tapasztalatai*



* Finnország, Olaszország, Spanyolország, Svédország.

Megjegyzés: A GDP, a fogyasztás és az állóeszköz-felhalmozás a volumenszintek HP-trendjüktől vett százalékos eltéréseit jelöli.

Forrás: IFS, World Bank (WDI), Thomson Financial Datastream.

A piaci korrekciók másik csoportjában (Argentína 2002, Brazília 2002, Indonézia 1998, Korea 1997, Malajzia 1998, Mexikó 1995, Törökország 2001), amelyek a harmadik generációs válságok közé sorolhatók, makrogazdasági típusú sebezhetőségi tényezők (magas folyó fizetésimérleg-hiány, túlfűtöttség, hitelezési boom, kedvezőtlen adósdinamika, nem hitelesen rögzített árfolyamrendszerek) és intézményi gyengeségek is megfigyelhetőek voltak. Ilyen volt többek között a rosszul szabályozott vagy felügyelt pénzügyi rendszer, az implicit állami kimentési (bail-out) garanciák, a gyenge mérlegek a magán-, illetve az állami szektorban, valamint az instabil politikai intézményrendszer. Az említett intézményi gyengeségek nagymértékben felerősítették az árfolyamgyengülés pénzügyi mérlegeken keresztül érvényesülő kontrakciós hatását.

A vizsgált epizódok alapján elmondható, hogy a legnagyobb növekedési áldozatot a jelentős külső egyensúlytalansággal és a pénzügyi intézményrendszer gyengeségével egyaránt jellemezhető országok mutatták. Fontos továbbá megemlíteni, hogy bár a vizsgált országok közül többen költségvetési egyensúlytalanság is mutatkozott, az állami fizetőképességben megrendült piaci bizalom csak két esetben (Argentína, Törökország) játszott közvetlen kiváltó szerepet a korrekcióban.

A magyar külső egyensúlyi helyzet bizonyos elemeiben hasonlóságot mutat a második, illetve a harmadik generációs válságepizódokat megelőző folyamatokhoz, ugyanakkor fontos különbségek is kimutathatók. Hasonlóságnak tekinthető a jelentős mértékű külső finanszírozási igény, valamint az állam és az ország növekvő eladósodottsága. A konszolidált államháztartás finanszírozásában növekvő szerephez jutó rövid átárazódási idejű forrásbevonás és a magánszektor mérle-

geiben egyre nagyobb méreteket öltő devizakitettség ugyancsak olyan tendenciák, amelyek a válságot megelőzően megfigyelhetők voltak, azonban Magyarországon a szektorok árfolyam- és kamatkockázati kitettsége jelentős mértékben elmarad az ezen országokban tapasztalt szinttől. Fontos különbség ezenkívül a szűken rögzített árfolyamrendszer hiánya, illetve a pénzügyi és a politikai-gazdasági intézményrendszer stabilitása.

Összefoglalásul elmondható, hogy a magyar gazdaság több olyan sebezhetőségi tényezővel rendelkezik, amelyek a korábbi piaci korrekciós epizódok során jelentősen növelték a reálgazdasági alkalmazkodás költségeit. Ugyanakkor más, a bemutatott epizódok során fontos szerepet játszó sebezhetőségi tényezők hiánya arra utal, hogy kevésbé valószínű a korábbi válságforgatókönyvek azonos formában történő megismétlődése.

A hozamemelkedés, a bizonytalan környezet, valamint a beruházási javak árszintjének az árfolyamgyengülés következtében gyorsabb növekedése a kibocsátás és a felhalmozási kiadások jelentős visszaesését eredményezi. Míg elméletileg az exportra termelő, természetes árfolyamkitettséggel rendelkező vállalatok bevétele a forintgyengülés hatására növekedhet, a gyakorlatban ezen vállalatok jellemzően devizában adósodnak el, így az általuk vállalt árfolyamkockázat minimális. Az elmúlt időszakban azonban egyre dinamikusabban növekedett a devizabevétellel nem rendelkező kis- és középvállalatok devizahitel-állománya. Az árfolyam gyengülése ezt a vállalati kört – a háztartásokhoz hasonlóan – igen kedvezőtlenül érintené.

Az államháztartás finanszírozási igényének alakulása a fiskális politika reakciójától függ. Amennyiben az infláció növekedése mellett a szektor a nominális kiadásait szinten tartja, akkor az elsődleges hiánya enyhén csökkenhet. A hozamemelkedés hatására ugyanakkor a nettó kamatkidadások számottevő mértékben növekedhetnek. Összességében azt valószínűsítjük, hogy a piac forintbefektetésekkel kapcsolatos bizalomvesztését tükröző árfolyamgyengülés a költségvetési politika alkalmazkodását válthatja ki. A kedvezőtlen pénzügyi környezet azonban beszűkítheti a fiskális konszolidáció lehetőségeit és növeli a reálgazdasági áldozatokat.

Mivel a vállalati szektor a reálbérkiadásait várhatóan csökkenti, és az államháztartás a transzfereket nominálisan befagyaszthatja, a háztartások rendelkezésre álló reáljövedelme számottevő mértékben csökkenhet. Az árfo-

lyamgyengülés hatására a devizahitelek törlesztőrészelete megemelkedik, és a devizahitel-kereslet csökkenhet. A hozamok emelkedése pedig a hozamérzékeny pénzügyi eszközök esetében vagyonszereséget okoz. A csökkenő jövedelem és a nettó pénzügyi vagyon csökkenése, valamint a devizahitel-kereslet visszaesésének hatására a szektor jelentős mértékben csökkentheti fogyasztási kiadásait.

A fogyasztási és felhalmozási kiadások csökkenése az export szinten maradása mellett is a reálgazdasági egyenleg hiányának csökkenését eredményezi, így a külső egyensúlytalanság – a magánszektor fogyasztási és beruházási kiadásainak visszaesése árán – átmenetileg mérséklődhet. Fiskális hiánycsökkentés nélkül azonban a külső egyensúlytalanság csak rövid távon enyhül, a fenntartható pályához való visszatérés feltétele a hiteles konszolidáció.

1.4.2. HITELES KÖLTSÉGVETÉSI-HIÁNY-CSÖKKENTÉS¹⁵

A költségvetési kiigazítás több csatornán keresztül befolyásolja a gazdasági folyamatok alakulását. Mivel megszorító intézkedésekre kerül sor, a közvetlen, elsődleges hatások keresletszűkítő jellegűek, de az intézkedések a gazdaság többi szereplőjének viselkedését is megváltoztathatják – megerősíthetik a gazdaság stabilitásába vetett bizalmat, ösztönözhetik a beruházásokat, növelhetik a munkaerő-kínálatot stb. –, s e másodlagos hatások részben, majd az idő előrehaladtával egyre nagyobb mértékben ellensúlyoz-

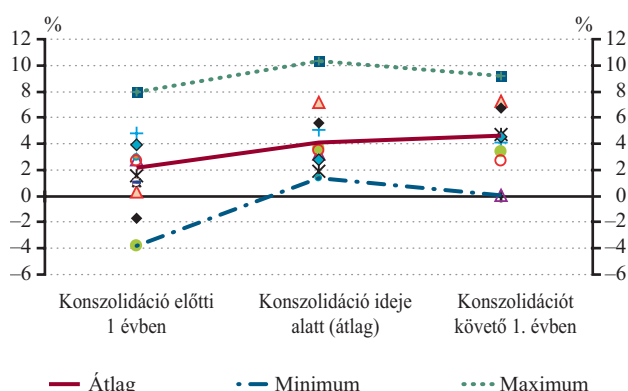
¹⁵ A fejezetben az alábbi tanulmány megállapításaira támaszkodtunk: Horváth, Á., Jakab, M. Z., Kiss, P. G., Párkányi, B.: „Macroeconomic Effects of Fiscal Adjustments in Hungary”, MNB Occasional Papers (megjelenés alatt). Az elemzésben azt feltételeztük, hogy a konszolidációra a kormányzat saját elhatározásából, azaz stabil árfolyamszint mellett kerül sor.

hatják az elsődleges hatásokat. Ezen összetett hatásmechanizmusok eredőjét, időbeli lefutását nagyon nehéz előre jelezni, mivel nagyon sok tényező befolyásolja. Függs a hiánycsökkentés időzítésétől, mértékétől és tartósságától, az intézkedéscsomag összetételétől, az azt megelőző egyensúlytalanságtól (GDP-arányos államadósság szintje), a nemzetközi környezet, valamint a monetáris politika reakciójától is.

A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy az összhata rövid távon – az első évben – negatív, de a növekedés visszaesése jóval kisebb mértékű, mint amekkorát a megszorító csomagból következő közvetlen kereslet-visszaesés – ceteris paribus – indokolna, hosszabb távon pedig az várható, hogy egy sikeres és tartós kiigazítási program akár magasabb növekedési pályára is állíthatja a gazdaságot (1-8. ábra).

1-8. ábra

Reálnövekedési ütemek költségvetési konszolidációk időszakában, nemzetközi tapasztalatok*



* Ausztria (1996–98), Belgium (1993–98), Ciprus (2000), Dánia (1983–86), Észtország (2000–2001), Finnország (1993–98), Magyarország (1995–96), Írország (1997–99), Litvánia (2000–2001), Szlovénia (2002), Svédország (1995–98).

Forrás: IFS, MNB.

A nemzetközi tapasztalatok rámutatnak arra, hogy az alkalmazott hiánycsökkentő intézkedések összetétele mellett meghatározó szerepe van az időzítésnek és a monetáris politikának. Kedvező nemzetközi pénzügyi és reálgazdasági környezet mellett a reálgazdasági költségek alacsonyabbak lehetnek. A hiteles konszolidáció reálgazdasági költségeit és inflációs hatását a legtöbb esetben a monetáris politika is mérsékelheti.

Azon túl, hogy az időzítés és a kamatpolitika mérsékelheti a reálgazdasági áldozatokat, a nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy számos olyan csatorna létezik, amelyek már rövid távon is a gyorsabb gazdasági növekedés irányába hatnak (nem-keynesi hatások). A fenti csatornák érvényesülésében meghatározó szerepe van a várakozásoknak. Amennyiben a piaci szereplők arra számítanak, hogy a hiánycsökkentés tartós, akkor a hozamok csökkenése és a bizonytalanság mérséklődése kedvezően befolyásolja a beruházási és fogyasztási kedvet. Ugyancsak a fogyasztási hajlandóságot növeli, ha a háztartások a jövőbeni adóterhek csökkenése miatt rendelkezésre álló jövedelmük gyorsabb növekedésére számítanak. További pozitív növekedési hatást gyakorolhat, ha a hiánycsökkentés úgy valósul meg, hogy a munkabérek csökkenése mellett a munkakinálatot ösztönzi. Ebben az esetben a vállalatok munkaköltségének csökkenése kibocsátásnövelő hatást gyakorol.

Az alábbiakban azt próbáljuk áttekinteni, hogy a magyar gazdaságban a költségvetési kiigazításnak milyen elsődleges és közvetett csatornái lehetnek jelentősek. Az elsődleges hatások felmérésében modellszimulációkra támaszkodhatunk, míg a másodlagos csatornák tekintetében legfeljebb feltételezéseket fogalmazhatunk meg. Mind az elsődleges, mind a másodlagos hatások tekintetében különbséget jelent azonban, hogy milyen típusú intézkedésekre kerül sor, sőt valószínű, hogy a két hatás között átváltás van – a rövid távon fájdalmasabbnak tűnő intézkedések a közvetett csatornákon sokkal erősebb pozitív hatást válthatnak ki. A nemzetközi tapasztalatok is megerősítik, hogy az ún. orrnehéz, strukturális intézkedéseket és intézményi reformokat tartalmazó programok általában eredményesebbek.¹⁶

Ha a különböző csatornákon keresztül megvalósuló intézkedések lehetséges hatását a magyar gazdaságra felírt *sztenderd* modellszimulációk alapján vizsgáljuk, akkor azt tapasztaljuk, hogy rövid távon azon intézkedéseknek van a legnagyobb növekedési áldozata, amelyek közvetlenül hatnak az árupiacra¹⁷ (1-3. táblázat). Az állami fogyasztási és beruházási kiadások csökkenése közvetlenül csökkenti a GDP növekedési ütemét. A *sztenderd* hatásokat tekintve ugyancsak jelentős növekedési áldozattal járhatnak a munkapiacot érintő (állami foglalkoztatottak létszámának leépítése, bérbefagyasztás), illetve a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét csökkentő intézkedések (adóemelés és a pénzbeni juttatások visszafogása).

¹⁶ P. Kiss Gábor–Karádi Péter–Krekó Judit (2005): Az euró bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika (MNB Háttér tanulmányok 2005/1).

¹⁷ A modellszámítások a jegybank becsült negyedéves új-keynesi modelljével, a NEM-mel készültek.

1-3. táblázat

Különböző csatornákon keresztül történő, a GDP 1 százalékát kitevő hiánycsökkentés szttenderd hatásai az első két évben, változatlan hozamszint mellett

(százalékos eltérés az alappálya éves reálnövekedési ütemétől)

A hiánycsökkentés csatornája	GDP-növekedés		Lakossági fogyasztás (2 év összesen)
	1. év	2. év	
1. Elbocsátás a közsférában*	-0,2	-0,5	1,5-2,0 százalékpontos fogyasztáscsökkenés.
2. Pénzbeli juttatások csökkentése vagy jövedelemadó emelése	-0,4	-0,5	
3. Szabályozott árak emelése	-0,1	-0,2	0,7-1,0 százalékpontos fogyasztáscsökkenés.
4. Áfaemelés	-0,2	-0,2	
5. Államháztartás dologi kiadásainak csökkentése	-0,8	0,0	0,0-0,3 százalékpontos fogyasztáscsökkenés.
6. Vállalatok társadalombiztosítási hozzájárulásának növelése	0,0	-0,1	
7. Államháztartás beruházási kiadásainak csökkentése	-0,5	-0,1	

Megjegyzés: A táblázatban bemutatott hatásokat a monetáris politika és a nem szttenderd csatornák növekedésiáldozat-csökkentő hatásai mérsékelhetik.

** A szimuláció azzal a feltételezéssel készült, hogy az elbocsátott munkavállalók nem tudnak elhelyezkedni.*

Forrás: MNB, NEM modellbecslések.

Az árszintváltozásra gyakorolt hatás szempontjából a szabályozott árak növelése és a munkaköltségek (járulékok) emelése járhat jelentősebb inflációs hatással. A különböző hiánycsökkentési csatornák eltérően érintik az egyes szektorok jövedelmi helyzetét, a fogyasztás és a beruházás dinamikáját is. A közvetlen hatásokat elemezve kiderül, hogy a háztartások esetében legerősebb jövedelemcsökkenést és fogyasztáslassulást a közalkalmazottak elbocsátása, valamint a pénzbeni juttatások csökkentése, illetve az adóbevételek emelése váltja ki. A vállalati beruházásokra gyakorolt hatás a hiánycsökkentés módjától függetlenül elenyésző.

A modellszimulációk összességében azt mutatják, hogy – változatlan monetáris kondíciók mellett – a hiánycsökkentés az alkalmazott csatornák függvényében rövid és középtávon reálgazdasági áldozattal jár. Magyarországon az államháztartás bevételeinek és kiadásainak szerkezete erősen determinálja a költségvetésihiány-csökkentés lehetséges eszközeit. A 2005. novemberi *Jelentés a konvergenciafolyamatokról* című kiadványunk szerint az államháztartás fogyasztási és beruházási kiadásain érdemi megtakarítás – részben a kiadások alacsony szintje, részben a jövőben felmerülő kötelezettségek miatt – nem érhető el. Tartós hiánycsökkentés elsősorban a bérkiadások csökkentésén, a szolgáltatási díjak emelésén, valamint a nettó transzfer és adóbevételek növelésén keresztül lehetséges.

A fenti csatornákon keresztül megvalósuló hiánycsökkentés rövid távú növekedési hatásait nehéz megjósolni, azon-

ban valószínű, hogy jól felépített, hiteles konszolidáció mellett – a nemzetközi tapasztalatoknak megfelelően – számos olyan mechanizmus érvényesülhet, ami csökkenti a rövid távú reálköltségeket. A hiteles konszolidáció feltétele, hogy a szélesebb értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye tartós hatású és nem átmeneti bevétel-növelő és kiadáscsökkentő intézkedések következtében csökkenjen, valamint az állami feladatok ellátásának hatékonysága növekedjen. A hiteles hiánycsökkentés mértéke ugyancsak kérdéses. Az államadósság növekedésének megállításához a nettó kiadások 3,5 százalékpontos csökkentése szükséges. Ahhoz azonban, hogy Magyarország tartósan – azaz nem csak a referenciaévben – képes legyen a maastrichti szerződésben megfogalmazott, az államháztartási hiányra vonatkozó 3 százalékos kritériumot teljesíteni, a szükséges hiánycsökkentés mértéke a már elfogadott intézkedések hatásait is figyelembe véve a GDP 5,5-7 százalékára tehető¹⁸.

Az államháztartási bérkiadások, valamint a pénzbeni társadalmi juttatások csökkenése, és az adóbevételek növelése a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét rövid távon számottevő mértékben csökkenti. A jövedelemcsökkenés és az állami szolgáltatások díjának emelése összességében a háztartások fogyasztási kiadásainak lassuló növekedését valószínűsíti. A háztartási rendelkezésre álló jövedelem és fogyasztás csökkenésének mértéke azonban az alkalmazott konszolidációs csomagtól is függ. Ha a nettó transzfer- és adóbevételek növelése a munkaerőpiacot ösztönző járulék, járadék és adórendszer bevezetésével együtt megy végbe, akkor a költségvetési szférában elke-

¹⁸ Bővebben lásd a 2005. novemberi *Jelentés a konvergenciafolyamatokról* című kiadványt.

rülhetetlen elbocsátások foglalkoztatottságcsökkentő hatása a munkaerőpiac rugalmas alkalmazkodása mellett mérsékeltebb lehet.

A vállalati szektor esetében a hiánycsökkentés sztenderd hatásai lényegesen kisebbek, a beruházási pálya a legtöbb csatorna esetében nem változik érdemben. A közvetett hatások azonban igen erősek lehetnek, és már rövid távon a felhalmozási kiadások gyorsabb bővülését eredményezhetik. A hiteles hiánycsökkentés hatására csökkenő elvárt prémium a forinthozam csökkenésén és az árfolyam erősödésén keresztül, valamint a fundamentumokkal kapcsolatos bizonytalanság csökkenése kedvezőbb beruházási környezetet teremthet, és már rövid távon is a felhalmozási kiadások gyorsabb növekedése irányába hathat (1-4. táblázat).

A nem sztenderd, pozitív növekedéssel járó mechanizmusok a magyar gazdaság esetében három csatornán keresztül hathatnak érdemben. A hozamok csökkenése egyrészt javítja az államháztartás nettó kamategyenlegét, másrészt – a bizonytalanság csökkenésével és a profitkilitások javulásával egyetemben – jótékonyan hathat az állóeszköz-felhalmozásra és ezen belül a közvetlentőke-

befektetésből finanszírozott beruházásokra, valamint korlátozott mértékben a fogyasztásra is. Az elvárt prémium csökkenése a hozamok mérséklődése mellett az árfolyam stabilizálódásában, valamint az árfolyamsáv és a hiteles monetáris politika által korlátozott mértékben az árfolyam erősödésében is lecsapódhat, ami ugyancsak növelheti a belső keresletet.

A többi, kedvező növekedési hatást kiváltó csatorna működése azonban bizonytalan, illetve korlátozott. A háztartások múltban megfigyelt visszatekintő viselkedése következtében nem valószínű, hogy a szektor a rendelkezésre álló jövedelmének jövőben várható növekedésére fogyasztási kiadásainak növelésével reagálna. Ráadásul a magas jövedeleमारányos adósságteher az enyhe likviditási korlátok ellenére akadályozhatja a fogyasztássimító viselkedést. Számos fejlett országban a sikeres fiskális konszolidáció növekedési áldozatát mérsékelte, hogy létrejött egy hatékony társadalmi bérmeállapodás. A munkavállalók rövid távon mérsékeltek bérköveteléseiket, ami megkönnyítette a vállalatok alkalmazkodását és kedvező hatást gyakorolt a foglalkoztatottságra és a kibocsátásra. Magyarországon ez a mechanizmus nem nagyon valószínű, mert kicsi a béralkuk lefedettsége és hitelessége.

1-4. táblázat

Hiteles költségvetési konszolidáció pozitív növekedési hatást kiváltó csatornái és ezek magyar relevanciái

Csatornák	Feltételek és hatásmechanizmus			Magyar relevancia
Bizonytalanság csökkenése, hitelesség növekedése	Elvárt kockázati prémium csökkenése	Közvetlentőke-beáramlás növekedése	Felhalmozási kiadások növekedése	Gyors hozamkonvergencia és kiszámítható környezet Magyarországon esetében is pozitív hatást gyakorolhat.
		Hozamok mérséklődése		
		Árfolyam stabilizálódása, erősödése		
Jövőbeni adóterhek csökkenése / előzetektől lakossági viselkedés	Puha likviditási korlátok		Fogyasztási kiadások növekedése	Háztartások visszatekintő viselkedése és a magas jövedeleमारányos fogyasztás mellett a hatás legfeljebb gyengén érvényesülhet.
Munkakínálat- és kereslet-ösztönző adó- és járulérendszer	Rugalmas munkaerőpiac	Foglalkoztatottság növekedése		A munkaerőpiac a múltban rugalmatlan volt, az intézkedéscsomag javíthatja a rugalmasságot.
Társadalmi bérmeállapodás	Alkuképes munkapiac		Kibocsátás növekedése	Magyarországon béralkuk lefedettsége és hitelessége alacsony, ezért ez a mechanizmus nem valószínű.
Hatékonyabb államháztartás	Strukturális reformok			Átfogó strukturális reformok mellett hatékony.

Forrás: MNB.

Elemzéseinkben azt találtuk, hogy bár a fenti csatornák működése korlátozott, a lakosság likviditási korlátainak enyhülésével és az előretekintő gazdasági szereplők arányainak növekedésével lényegesen nagyobb hatást gyakorolhatnak, mint az 1995-ös költségvetési konszolidáció időszakában.

Összességében arra számítunk, hogy a közvetett hatások a hiteles hiánycsökkentés rövid távú növekedési áldozatait mérséklék, míg az alacsonyabb elvárt prémium következtében csökkenő hozamok, a kiszámítható gazdasági kör-

nyezet és a strukturális reformok eredményeképpen olcsóbb és hatékonyabb államháztartás hosszú távon emeli a potenciális növekedést. A reálgazdasági áldozatok vizsgálatakor fontos hangsúlyozni, hogy míg az elemzésekben a viszonyítás alapjául a változatlan és kiegyensúlyozott makrogazdasági környezet szolgál, ez a legtöbb esetben nem valószínű. Ha nem történik meg a költségvetési hiány csökkentése, akkor az árfolyamválság kialakulásának valószínűsége növekszik, így a konszolidáció reálgazdasági áldozatainak valós alternatíváját a piaci korrekció által okozott költségek jelentik (1-5. táblázat).

1-5. táblázat

Az alternatív forgatókönyvek hatásai a makrogazdasági folyamatokra

	Hiteles költségvetési hiánycsökkentés	Piac által kikényszerített korrekció
Elvárt hozamprémium	csökken	emelkedik
Árfolyam	–	gyengül
Eszközár-volatilitás	csökken	nő
Háztartások rendelkezésre álló reáljövedelme	csökken	csökken
Vagyonhatás	semleges	vagyonveszteség
Fogyasztásnövekedés	lassul	lassul
Reálnövekedés	átmenetileg lassulhat, közép- és hosszú távon gyorsul, potenciális GDP emelkedik	rövid távon jelentős mértékben lassul és tartósan alacsonyabb
Állóeszköz-felhalmozás	gyorsul	lassul
Külső egyensúlytalanság	tartósan csökken	átmenetileg csökken
Egyensúly-fenntarthatóság	a gazdaság visszatérhet az egyensúlyi pályára	az egyensúlytalanság tartósan nem mérséklődik, a fenntartható pályához való visszatérés feltétele a költségvetési-hiány-csökkentés

Forrás: MNB.

2. A pénzügyi intézményrendszer



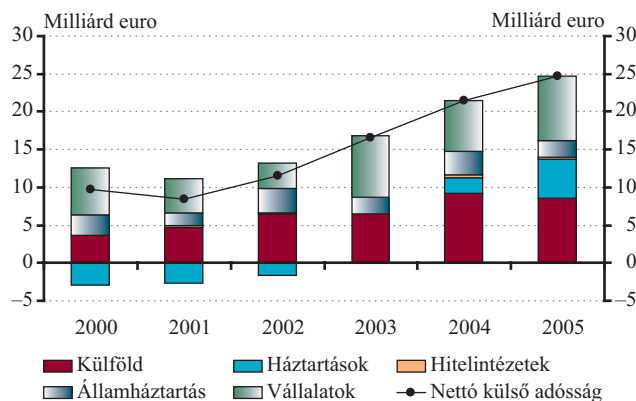


A pénzügyi intézményrendszer fejlődését és a vállalt kockázatokból eredő lehetséges veszteségek mértékét alapvetően befolyásolja, hogy milyen makrogazdasági pályán fog mozogni Magyarország a következő években. Közben mind a fejlett, mind a fejlődő országokban általános jelenség, hogy dinamikus fejlődnek a pénzügyi intézmények és rövid távon általában alacsonynak értékelik a pénzügyi stabilitási kockázatokat, addig Magyarországon komoly veszélyforrást jelentenek a makrogazdasági egyensúlytalanságok. A pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának alapfeltétele, hogy a gazdaság visszatérjen egy egyensúlyi pályára, és ezzel elkerülhető legyen egy jelentős mértékű, kamat- és árfolyam-korrekcióval jellemezhető piaci sokk.

A pénzügyi intézményrendszer szempontjából a kockázatok elsődleges forrását a gazdasági szereplők devizában történő gyors ütemű eladósodásában látjuk (2-1. ábra). Ma már a lakossági fogyasztási hitelek kétharmada, a lakáshitelek negyede külföldi devizában áll fenn, és a vállalatok esetében is 60% feletti a devizaadósság részaránya, és ezeken belül is egyre dominánsabb szerepet tölt be a svájci frank. Egy hiteles költségvetési kiigazítás elmaradása esetén a devizahitelezés a piac által kiváltott árfolyam- és hozamkorrekción keresztül okozhat számottevő veszteséget az ügyfeleknek, és ezen keresztül a bankoknak. Mivel a bankok az ügyfelekre hárítják az árfolyamkockázatot, ezért egy jelentősebb árfolyammozgás a fedezetlen devizaadóssággal rendelkezők törlesztési terhének számottevő emelkedéséhez vezethet. Ez egyrészt az ügyfelek hitelképességének romlásán keresztül a banki hitelvesztések növekedésében csapódhat le, másrészt a hitelkereslet visszaesésén és a bankokba vetett bizalom esetleges csökkenésén keresztül a pénzügyi közvetítés hatékonyságát és jövőbeli fejlődési lehetőségeit korlátozza.

2-1. ábra

Az egyes gazdasági szektorok nettó deviza nyitott pozíciója

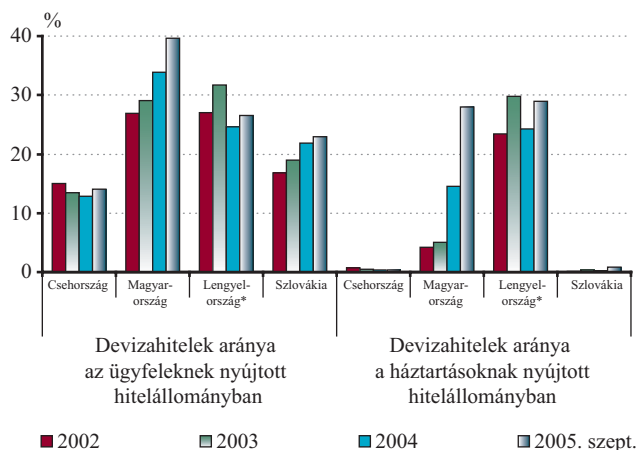


Forrás: MNB.

Bár a kelet-közép-európai régiót tekintve több országra is jellemző a magyarországihoz hasonló gyors hitelnövekedés és egyes országokban a devizahitelezés térnyerése is megfigyelhető (2-2. ábra), ezek általában euroalapú hiteket tartalmaznak és a svájci frank jelentős szerepe a „retail” hitelezésben Magyarországon kívül csak néhány országban jellemző.

2-2. ábra

A devizahitelek részaránya egyes KKE-országokban



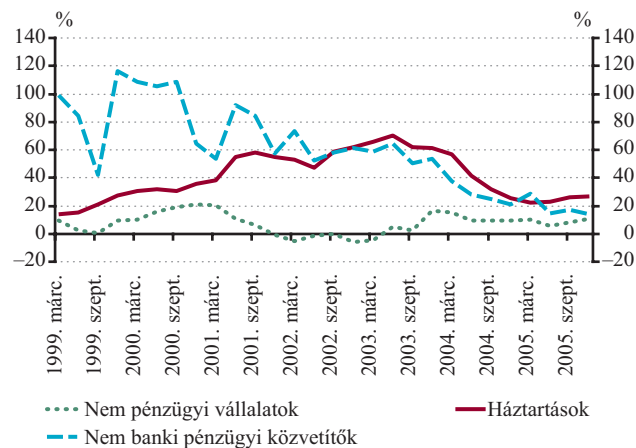
Forrás: Nemzeti jegybankok.

* Lengyelország: 2005. december.

Amennyiben a makrogazdasági egyensúlytalanságok mérséklődnek egy önként vállalt költségvetési korrekció eredményeként, akkor folytatódhat a pénzügyi intézményrendszer elmúlt években megfigyelt gyors ütemű fejlődése. A növekedés húzóereje jelenleg a magánszektorban nyújtott hitelek dinamikus bővülése, melynek eredményeképpen 2005 év végére a bankrendszer átlagos mérlegfőösszeg/GDP aránya 75%-ra nőtt. A bankszektor által nyújtott

2-3. ábra

A hitelállomány növekedési üteme



Forrás: MNB.

tott hitelek dinamikus bővüléséhez a vállalati és a lakossági hitelállomány 14 és 25%-os növekedéssel járult hozzá (2-3. ábra).

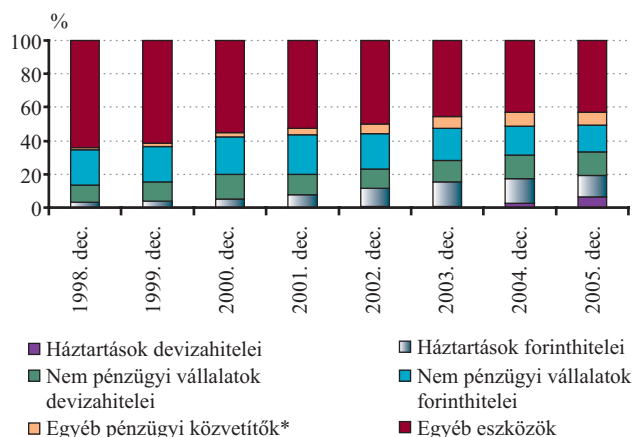
A vállalati szegmensen belül tovább folytatódott a kis- és középvállalati (KKV) kör térnyerése, ami a dinamikus lakossági hitelezéssel kiegészülve a „retail” szegmens további előretörését jelenti. A bankok azonban nemcsak közvetlenül, hanem egyéb nem banki pénzügyi intézményeken keresztül is növekvő mértékben finanszírozzák ezt a piaci szegmenst, így mérlegükön belül folyamatosan növekszik a nem banki magánszektor részaránya (2-4. ábra). Mivel ez a folyamat jelentős mértékben átrendezi a bankok portfólióját a magasabb marzs elérését lehetővé tévő piaci szegmensek felé, ezért a bankrendszer jövedelmezősége is pozitív irányba változott. A portfólióba bekerülő új ügyfelek hitelképességéről és a sokkokkal szembeni ellenállóképességéről azonban a rövid hiteltörténetek miatt nem rendelkezünk megfelelő információkkal, ezért a hozzájuk kapcsolódó kockázatok megítélése is nehézségekbe ütközik. Tekintettel azonban arra, hogy a „retail” szegmens érzékenyebb a belföldi kereslet alakulására és így egy piaci korrekció negatív hatásaira is, továbbá mind a KKV-szektorban, mind a háztartások esetén jellemzően a fedezetlen svájcifrank-hitelezés vált dominánssá az elmúlt években, ezért pénzügyi stabilitási szempontból kiemelt jelentőséget

tulajdonítunk az ezzel kapcsolatos kockázatok feltárásának és tudatosításának.

A bankrendszer kockázatainak feltárása mellett a nem banki pénzügyi közvetítők stabilitási szempontú elemzését szintén fontosnak tartjuk, elsősorban a pénzügyi közvetítésen belül betöltött egyre jelentősebb szerepük miatt. A háztartási hitelezésben – és különösen a devizahitelek magas arányával és enyhülő hitelezési sztyenderdekkel jellemzett autofinanszírozásban – rendkívül aktívak a pénzügyi vállalkozások, így az ezzel járó kockázatokat is számottevőnek értékeljük. Emellett a megtakarítások gyűjtésében tovább erősödik az intézményi befektetők szerepe (2-5. ábra), azonban ezen intézménytípusok jellemzően állampapírokban és bankbetétekben tartják portfóliójukat, így a háztartási és vállalati szektorokon belüli, illetve a szektorok közötti forrásallokációs szerepük egyelőre korlátozott. Ez részben a költségvetés magas finanszírozási igényével, az intézményi befektetők és ügyfelek kockázatkörül magatartásával, valamint a pénzügyi kultúra alacsony szintjével magyarázható. Úgy véljük, hogy az egyensúlytalansági problémák mérséklődése előnyösen befolyásolhatná ezen intézménytípusok fejlődését is, és az alacsonyabb kockázati prémiumon keresztül ösztönzőleg hatna az állampapíron kívüli alternatív befektetési portfólió tartására, ezzel is hozzájárulva a pénzügyi közvetítés további mélyüléséhez.

2-4. ábra

A nem banki magánszektor részaránya a bankrendszer portfóliójában

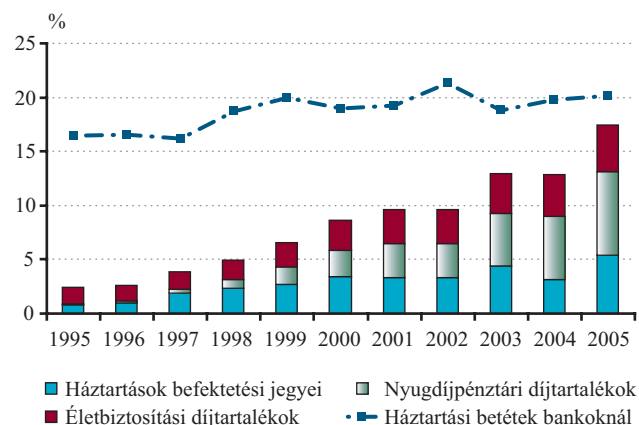


Forrás: MNB.

* Pénzügyi és befektetési vállalkozások, pénzügyi kiegészítő tevékenységet végzők, biztosítók és nyugdíjpénztárak.

2-5. ábra

A pénzügyi intézmények szerepe a lakossági források gyűjtésében
(a GDP százalékában)



Forrás: MNB.

2.1. A bankrendszer kockázatai

2.1.1. HITELKOCKÁZAT

2.1.1.1. Vállalati szektor

Nem fenntartható egyensúlyi pálya mellett javuló vállalati pénzügyi pozíció

A reálgazdaságot élénkülő növekedés jellemezte 2005-ben, amelyből főként az exportértékesítéssel, turizmussal és infrastrukturális fejlesztésekkel foglalkozó vállalatok profitáltak. A külső reálgazdasági konjunktúra által kiváltott erős exportforgalom-növekedés következtében a feldolgozóipar kibocsátása a vártnál gyorsabban növekedett. A feldolgozóipari kibocsátás növekedése a foglalkoztatottak számának csökkenése és az iparcikkek alacsony árinflációja mellett következett be. A piaci szolgáltatások esetén ugyancsak a kibocsátás nem várt növekedése volt tapasztalható. Az év végén a belső kereslet megélénkült, azonban szerkezete megváltozott, azaz a kiskereskedelmi értékesítésnek a szolgáltatások fogyasztásánál nagyobb bővülése játszódtott le. A piaci szolgálta-

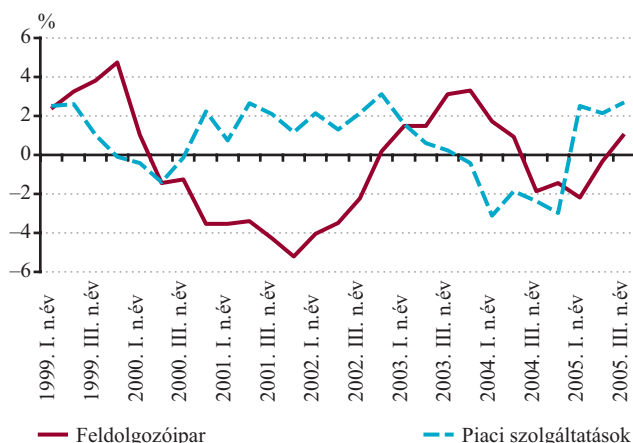
tások esetén folytatódott a foglalkoztatottak számának növekedése, valamint az értékesítési árak átlagot meghaladó emelkedése. Mindez azt jelenti, hogy mind a feldolgozóiparba tartozó vállalatok, mind a piaci szolgáltatásokat nyújtó vállalatok termelékenységének és így profitjának növekedése a vártnál nagyobb, pozitív dinamikát mutatott az elmúlt évben (2-6. ábra).

A bankrendszer hitelkockázata szempontjából kiemelten fontos kis- és középvállalati (KKV) kör pénzügyi pozíciója javult az elmúlt években. A kis- és középvállalatok 2004. év végéig rendelkezésre álló eredménykimutatása azt mutatja, hogy a szektor jövedelmezősége 2001 óta magas szinten stabilizálódott.²⁰ A negatív jövedelmet kimutató vállalatok változatlanul magas aránya viszont arra utal, hogy a szektoron belül a jövedelmezőségi különbségek magasak.²¹ Az elmúlt évi kedvező konjunkturális helyzet tovább erősíthette a KKV-szektor stabilitását, főleg a beszállítói és a kiskereskedelmi vállalatok esetén. Az erős importverseny következtében az élelmiszeriparban azonban továbbra is negatív tendenciák mutatkoztak. A több száz milliárd forintra becsülhető körbetartozás mértéke pedig továbbra is jelentős működésbeli gondokat okoz egyes iparágakban, főleg az építőiparban. A fizetési fegyelem csökkenése egyrészt az erőviszonyok kihasználásából, másrészt a szerződés egyes feltételeinek megkérdőjelezéséből ered.²²

A beruházások GDP feletti növekedési ütemét, valamint az erős értékesítés mögötti készletvásárlásokat a vállalatok hitelfelvétel, jövedelem-visszaforgatással és pótlólagos tőkebevonással finanszírozták. A nem pénzügyi vállalatok mind külföldről, mind pedig belföldről felvett hiteleinek állománya nagymértékben növekedett az elmúlt évben.²³ Denominációs szempontból azonban fontos hangsúlyozni, hogy 2004 eleje óta a forintbitelek szinte változatlan szinten stagnáltak, így az eladósodottság emelkedése szinte teljes egészében a devizahitelek dinamikus bővülésének volt köszönhető (2-7. ábra). A devizában történő eladósodottság mögött egyre nagyobb részben árfolyamkockázat ellen fedezetlen hitelek állnak, melyek nagymértékben felerősítik a vállalatoknak a piaci sokkokra való érzékenységét. Mivel

2-6. ábra

A vállalati profitok éves reálnövekedési üteme a főbb szektorokban¹⁹



Forrás: KSH, MNB.

Megjegyzés: A profit növekedési ütemét a reál munkaerő-egységköltség inverzének növekedési ütemével közelítettük.

¹⁹ Adatrevizio miatt módosultak a korábbi adatok.

²⁰ Az APEH paneladatok alapján a szektor mérlegfőösszeg-arányos jövedelmezősége (ROA) stabilan 4 százalék körül alakult 2001 és 2004 között.

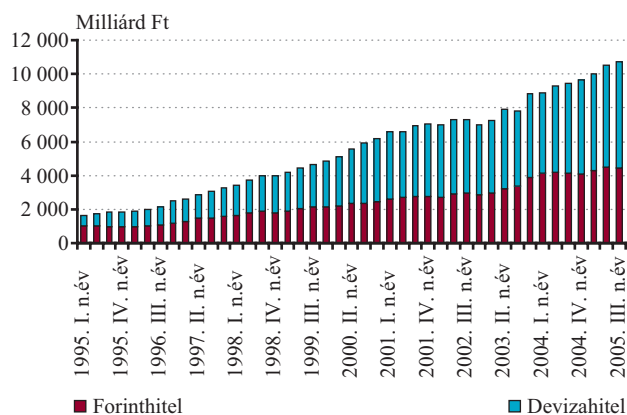
²¹ A KKV-vállalatok 42 százaléka negatív profitot mutatott ki 2004-ben.

²² Az építőipar esetén a minőségi kifogás tekinthető a leggyakoribb jelenségnek.

²³ A nemzetgazdaság pénzügyi számlái alapján a nem pénzügyi vállalatok hiteleinek közel 60 százaléka áll fenn a hazai és 40 százaléka külföldi pénzügyi közvetítőkkel szemben. A hazai pénzügyi közvetítőknél belül domináns szerepet játszanak a bankok (90 százalék) és csak elenyésző a takarékszövetkezetek (3,5 százalék) és pénzügyi vállalkozások (6,5 százalék) súlya.

2-7. ábra

A nem pénzügyi vállalatok forint- és devizahiteleinek alakulása



Forrás: MNB.

úgy véljük, hogy változatlan fiskális politika esetén a jelenlegi makrogazdasági pályán haladva egyre nagyobb a valószínűsége egy piac által kiváltott korrekciónak, ezért az árfolyamkockázat elleni fedezetlen devizahitelezést pénzügyi stabilitási szempontból kiemelt kockázati faktorként azonosítjuk.

Kedvező tendenciának tekinthető azonban, hogy aggregált szinten az adósságállomány emelkedése nem járt a tőkeáttétel növekedésével, hiszen a részvény és a részesedések állománya az erős külföldi működőtőke-beáramlás, valamint a jövedelem újrabefektetése miatt a hitelállomány bővülésénél dinamikusabban emelkedett.

A változatlan gazdaságpolitikát feltételező makrogazdasági pálya szerint a GDP növekedése továbbra is dinamikus marad a következő két évben, azonban az erős külső kereslet mellett megélné a belső kereslet, így a belső értékesítés válik a gazdaság bővülésének fő mozgatórugójává. A lakossági reáljövedelem növekedése, valamint a globális dezinflációs folyamat, az erős importverseny és áfacsökkenés miatti alacsony iparcikk-infláció következtében várhatóan tovább folytatódik a kiskereskedelmi értékesítés növekedése. A szolgáltatások esetén ugyancsak élénkülésre számítunk, ennek mértéke azonban nagyban függhet a januárban elkezdődött kedvező inflációs folyamatoktól, illetve az áfacsökkenés érvényesítésének mértékétől.²⁴ Az állami beruházások erős keresleti hatása az infrastrukturális beruházások lassulása miatt azonban mérséklődhet 2006-tól, mely gyengítheti az építőipari konjunktúrát. Összességében a feltételes pálya szerint a belföldi értékesítéssel foglalkozó vállalatok kibocsátásának növekedés-

re és ezzel párhuzamosan a jövedelmi helyzetnek a tavalyi évinél nagyobb javulására számítunk a következő években. Az exportáló, feldolgozóipari vállalatok profitjában hasonló javulást prognosztizálunk, mint a tavalyi évben. A fennmaradó magas exportdinamika és a folytatódó munkaerő-piaci folyamatok következtében a feldolgozóipar megítélése továbbra is kedvező maradhat.

A fiskális egyensúlytalanság miatt azonban úgy véljük, hogy erősen megkérdőjelezhető a növekedés és a külső egyensúly fenntarthatósága, azaz a jelenlegi makrogazdasági pályához kapcsolódó prognózis feltételrendszere. A változatlan fiskális politikát feltételező makrogazdasági pályán haladva, véleményünk szerint egyre nagyobb a valószínűsége a piac által kiváltott piaci korrekció bekövetkezésének. Ennek egy alternatívája lehet az önkéntes fiskális konszolidáció, amelynek pénzügyi stabilitási hatásait összességében kedvezőnek értékeljük.

Hiteles fiskális konszolidáció rövid távon főleg a belső keresletre érzékeny vállalati szektort érintené hátrányosan, amit az árfolyam stabilitása és a hozamkonvergencia hosszabb távon mérsékelhet. A bérkiadásokon, transzfereken és adókon keresztül megvalósuló konszolidáció egyrészt a lakossági fogyasztás növekedésének lassulásán, másrészt az állami beruházások visszaesésén keresztül átmenetileg mérsékelné a főként a piaci szolgáltatóiparban és építőiparban működő vállalatok jövedelmességét. Hosszabb távon azonban a pozitív hatások dominálnának. A fenntartható fiskális egyensúly mellett az árfolyam stabilitása hozzájárulna egy kiszámítható gazdasági környezet kialakulásához, valamint mérsékelné a fedezetlen devizahitelezés bankrendszeri kockázatát. A kockázati kamatprémium csökkenése által felgyorsuló kamatkonvergencia, főként a tőke költség csökkenésén keresztül gyakorolna pozitív hatást a vállalatok jövedelmi helyzetére és banki hitelképességére. Ezen túlmenően a fenntartható gazdasági környezet elősegíthetné a külföldi működő tőke beáramlását.

A fiskális konszolidáció elmaradása esetén kialakuló piaci korrekció keretében lezajló árfolyam-leértékelődés és kamatemelkedés vállalati szektorra gyakorolt hatásai az előző alternatív forgatókönyv hatásainál drasztikusabbak lehetnek. A nemzetközi tapasztalatokat figyelembe véve az árfolyam leértékelődése különösen a negatív nettó devizakitevességgel rendelkező vállalatoknál okozna veszteségeket, ami a pénzügyi kapcsolatokon keresztül a fertőzés következtében más vállalatokat is hátrányosan érintene.²⁵ A kamatsokk következtében visszaesne a belső fogyasztás és az értékesítés, rom-

²⁴ Jelentés az infláció alakulásáról (2006. február) – időközi felülvizsgálat.

²⁵ A mellékelt keretes írás egy kérdőíves felmérés, valamint ehhez kapcsolódó számítások segítségével próbálja felmérni a KKV-szektor árfolyam-érzékenységét.

lana a beruházási kedv és emelkednének az adósságszolgálati költségek, valamint emiatt gyengülne a hitelkereslet.²⁶ A magas forintkamatok a vállalati szektor belső keresletre érzékeny részét hosszú távon akár recesszióba is sodorhatná. Fontos kiemelni, hogy a piaci korrekció bekövetkezése ese-

tén az egyensúly helyreállása az önkéntes fiskális konszolidációhoz képest a vállalati szektorra számottevő többletköltségeket róna. A piaci korrekció az egyensúlytalanságot nem oldaná meg, viszont jelentősen növelné a szükséges fiskális kiigazítás negatív reálgazdasági hatását.

2-1. keretes írás: A KKV-szektor árfolyam-érzékenységeinek vizsgálata kérdőíves felmérés alapján

A kérdőíves felmérés jellemzői

A hazai kis- és középvállalatok körében 2005 őszén kérdőíves felmérést végeztünk el²⁷, eladósodottságuk, árfolyamkitettséjük és árfolyamkockázat-menedzsmentjük vizsgálata céljából. A kérdőívet azok a magántulajdonú, kettős könyvvitelt vezető, nem pénzügyi vállalatok töltötték ki, akik rendelkeznek adóssággal, akár belföldről, akár külföldről vették fel azt. A minta kialakítása során a KKV-szektor méret és ágazat szerinti, hozzáadott érték alapján tekintett reprezentativitására törekedtünk.

A kérdőív adatai alapján a KKV-k elsősorban a hazai bankszektor felé adósdanak el (a teljes adósság 74 százaléka), és a teljes adósságuk közel harmada külföldi devizában denominált. A *külföldi hitelek* aránya alacsony a KKV-k körében, és szinte kizárólag azok a vállalatok képesek külföldi forrásokat igénybe venni, amelyek külkereskedelmi tevékenységet végeznek, vagy külföldi tulajdonosuk bocsát rendelkezésükre finanszírozást. A *belföldi adósság* zöme banki hitel, nagyrészt forintban jelentkezik, de a svájcifrank- és eurohitelek is megjelennek.

Az egyik legfontosabb kérdés, amit a kérdőívvel vizsgáltunk, a devizaadósság természetes fedezettsége volt, vagyis az, hogy a devizaadósok rendelkeznek-e devizabevétellel. Az adatok alapján azt láthatjuk, hogy ez nem jellemző. A teljes devizaadósság fele, a belföldi (zömében banki) devizaadósságnak pedig kétharmada fedezetlen. A devizaadósok fele ugyanakkor azt gondolja, hogy az árfolyam esetleges elmozdulása nem befolyásolná adósságterhét. Ez az arány megegyezik a természetes fedezettel rendelkező és az anélküli devizaadósoknál.

Megvizsgáltuk, hogy a vállalatok mennyire vannak felkészülve egy esetleges árfolyamváltozás hatására, illetve kezelésére. Azt tapasztaltuk, hogy az árfolyamváltozásnak kitett vállalatok kétharmada nem

veszi figyelembe vagy kicsinek tartja kitettségét, illetve túlságosan költségesnek a fedezést. A megkérdezett cégek többsége (50-75 százaléka) szerint az árfolyam-elmozdulás nem befolyásolja verseny-, illetve pénzügyi pozíciójukat, számos esetben még akkor sem, ha tényleges árfolyamkitettséggel rendelkeznek.

Az árfolyam-érzékenység vizsgálata a minta vállalatai körében

A felmérés során számos pénzügyi adatra kérdeztünk rá, amelyek alapján jelen keretes írásban az árfolyam-érzékenységet próbáljuk meg számszerűsíteni, vagyis azt, hogy – bizonyos, igen szigorú feltevések mellett, elvonatkoztatva az aktuális árfolyamrendszertől is – különböző mértékű és irányú árfolyamváltozások mellett hogyan változna a vállalatok pénzügyi pozíciója. Azt vizsgáltuk, hogy a különböző mértékű árfolyam-elmozdulások a minta vállalatainak mekkora hányadában vezetnének veszteség kialakulásához (a kiadások szintje mely esetekben múltna felül a bevételeket), illetve mekkora lenne a pozitív vagy negatív eredményhatás.

A minta egészére a nettó devizabevétel negatív, vagyis a devizakiadások összességében meghaladják a devizabevételeket. Ez önmagában arra utal, hogy az árfolyam esetleges gyengülése több vállalatot érintene negatívan, mint az erősödése. Ezt várják maguk a vállalatok, és alátámasztják a számítások is.

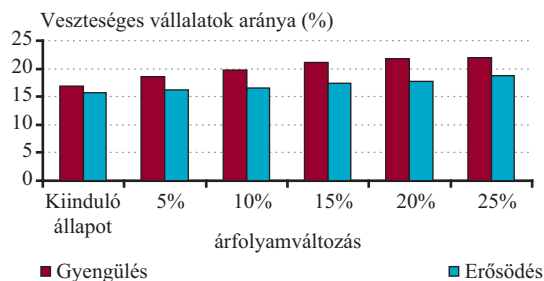
A kiinduló állapotban a mintában szereplő vállalatok 15 százaléka volt veszteséges, ez az arány mind az erősödés, mind a gyengülés esetén emelkedett, de az árfolyam gyengülése több vállalat esetében vezet veszteséghez, mint az erősödése. Az árfolyam 10 százalékos gyengülése esetén a minta adatai alapján negyedével emelkedne a veszteséges vállalatok száma, 25 százalékos árfolyamgyengülés következtében pedig 50 százalékkal nőne a negatív eredményt kimutatók száma. A veszteséges nem váló vállalatok körében is egyedi szinten nagymértékben szóródnak az eredmények. Összességében az eredményhatás negatív, bár a minta heterogenitása miatt arányaiban nem tűnik számottevőnek.

²⁶ Lásd 1. fejezetet.

²⁷ A részletes eredményeket lásd: Bodnár Katalin: *A hazai kis- és középvállalatok árfolyamkitettsége, devizahitelezésük pénzügyi stabilitási kockázatai*. Egy kérdőíves felmérés eredményei, kézirat, megjelenés alatt.

2-8. ábra

Az árfolyam különböző mértékű elmozdulása esetén negatív eredményt kimutató vállalatok aránya a mintában



Forrás: MNB.

Megfigyelhető ugyanakkor, hogy az árfolyamváltozás hatása nem lineáris: relatíve nagyobb ugrás következett be a veszteséges vállalatok számában kis árfolyam-elmozduláskor, mint az árfolyam további adiciós változásakor. Vagyis nagyobb azoknak a vállalatoknak a száma, akik már 5 százalékos árfolyamváltozás esetén is veszteségesé válnának, mint azoké, akik eredménye további 5 százalékos elmozdulás esetén válna negatívvá.

Devizaadósok árfolyam-érzékenysége

Az árfolyam-érzékenységet a fenti módon megvizsgáltuk a devizaadósok alcsoportjára is. A csoportot két részre bontva: devizabevé-

telekkel rendelkező, és azokkal nem bíró vállalatokra vizsgáltuk. A devizabevételekkel rendelkező vállalatok esetében az árfolyam erősödése számos vállalatot veszteségesé tesz, miközben a gyengülés hatása alig látható, ami azzal magyarázható, hogy a devizaadósság a devizabevételnek csak egy részét teszi ki. Vagyis ha van a vállalatnak devizabevétele is a devizaadósság mellett, akkor az árfolyam devizabevételre gyakorolt hatása dominál. A devizabevétel, vagyis természetes fedezettség nélküli devizaadósok esetében a fentiekkel ellentétben a leértékelődés hatna negatívan: szélsőséges esetben harmadával nőne a veszteséges vállalatok száma, illetve ennyivel csökkenne a teljes eredmény. Ezek az eredmények arra utalnak, hogy az adósság denominációjának a bevételek devizanemével való megfeleltetése csökkenti az esetleges árfolyamsokk adósságra gyakorolt hatását.

A fenti számítások és a rájuk alapozott állítások azonban igen feltételesek, a vállalatok reakcióit, az esetleges alkupozíciójuk kihasználását, adósságuk átütemezését nem veszi figyelembe, illetve attól is eltekint, hogy a devizabevételek, -kiadások és a devizaadósság törlesztő részlete esetenként nem teljes mértékben árazódik át az árfolyamváltozás hatására. Emiatt a számítások felülbecslik az árfolyam-érzékenységet. Eltekintettünk továbbá az árfolyamváltozás versenypozícióra gyakorolt hatásától, ami a fenti eredményeket bármelyik irányban módosíthatja, valamint az árfolyamváltozás esetleges belföldi hozamokra gyakorolt hatásától, ami pedig a forintadósokat érintheti negatívan. Ezek miatt a tényleges árfolyam-érzékenység bármelyik irányban eltérhet a minta alapján számítottól.

Javuló banki portfólióminőség, növekvő bizonytalanság

A kedvező konjunkturális helyzetnek köszönhetően a nem pénzügyi vállalatok hazai bankrendszerrel szembeni hitelállománya továbbra is dinamikusan, 14 százalékkal növekedett 2005-ben. A hitelezés fő mozgatórugójának változatlanul a devizahitelezés tekinthető. A vártnál nagyobb nettó exportbővülés, az árfolyamkockázat ellen fedezetlen devizahitelezés bővülése, valamint az erős banki hitelkínálat következtében a devizahitel-állomány 22 százalékkal emelkedett, míg a forinthitelek állománya a GDP nominális növekedési ütemét alulmúlva 7 százalékkal bővült a múlt évben. Fontos kiemelni, hogy az éven belüli devizahitel-bővülés teljes egészében, míg az éven túli devizahitelek esetében a növekedés 30 százaléka svájci frankban denominált hitelekhez kapcsolódott.²⁸

A kis- és középvállalati (KKV) hitelezés továbbra is dinamikusnak tekinthető. Az új folyósítások egyre nagyobb része, közel 35 százaléka azonban már devizában valósul meg, ami arra utal, hogy folyamatosan emelkedik a KKV-szektor árfolyamkitettsége. Az erősödő verseny és a szektor kedvező jövedelmi helyzete következtében továbbra is lazulnak a hitelképességi feltételek és erősödik a termékefejlesztés, melynek keretében folytatódik a sztenderdizált termékek, valamint ahhoz kapcsolódó hitelbírálási és adósmi-nősítési rendszerek kialakítása.²⁹

A gazdasági ágazatok hitelállományi adatait elemezve elmondható, hogy a külső keresletre érzékeny szálláshelyszolgáltatás, vendéglátás, szállítás ágazatokban tevékenykedő szolgáltatóipari vállalatok és az infrastruktúráis fejlesztéseket végző építőipari és szállítási cégek hitelkereslete 2005-ben is erős maradt. Bár a mezőgazdaság hitel-

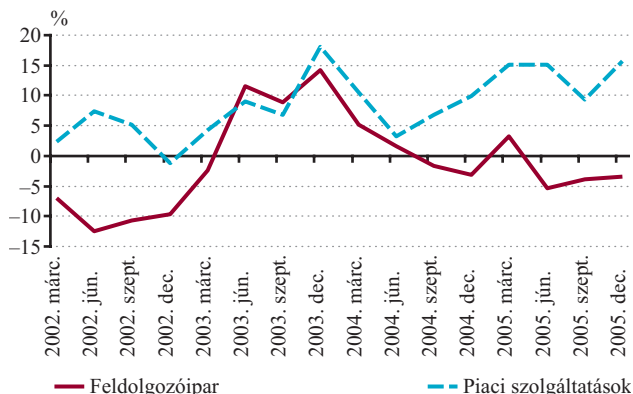
²⁸ A svájcifrank-alapú vállalati hitelek piaca közepesen koncentrálnak tekinthető. A piaci részesedések alapján számított HHI 2005 végén 1280-as értéket mutatott a 2003 évi 1430-as érték után.

²⁹ Hitelezési felmérés (2006. március).

keresletének nagysága elmaradt a 2004-es rekordévától, messze meghaladta a 2004-et megelőző évek hasonló adatát. A feldolgozóipar hazai bankokkal szembeni hitelkereslete azonban változatlanul gyengének tekinthető, a külföldről felvehető hitelek és a működőtőke-finanszírozáson belüli nagyfokú helyettesítési hatása miatt (2-9. ábra).

2-9. ábra

A hazai bankok hitelkínálatának éves reálnövekedési üteme a főbb gazdasági szektorokban



Forrás: MNB.

Megjegyzés: A reáliütemek kiszámításához GDP-deflátort használtunk.

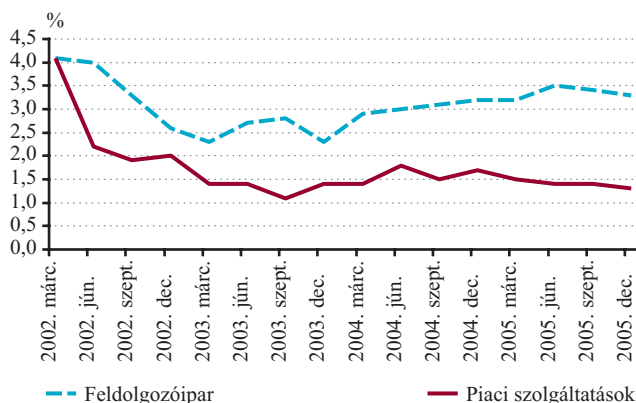
A konjunkturális helyzettel összhangban javult a hazai bankok vállalati portfóliójának minősége. Ez egyrészt a nem teljesítő hitelek teljes hitelállományhoz viszonyított arányának csökkenésében érhető tetten, másrészt az értékvesztés nagyságának a hitelállományhoz viszonyított arányában mutatkozik meg. A nem teljesítő hitelek aránya 2005-ben 3,9 százalékról 3,4 százalékra csökkent, ami az elmúlt három év legalacsonyabb értékének tekinthető. Az értékvesztés esetén az arányszám 2,1 százalékról 1,9 százalékra csökkent. Végül fontos megemlíteni, hogy 9 százalékról 6,4 százalékra csökkent a 90 napon belüli fizetési késedelemmel rendelkező hitelek portfólión belüli aránya, ami a vállalati ügyfelek javuló likviditási pozíciójára és a portfólióminőség további javulására utalhat. A kedvező képét árnyalhatja azonban, hogy a nem teljesítő hiteleken belül jelentős eltolódás figyelhető meg a rossz minősítésűek javára, másrészt 2005-ben a 2004. évihez képest jelentősebb összegű hitelkövetelés eladására, illetve leírására került sor.

A különböző gazdasági ágazatokban elszámolt értékvesztés nagyságát figyelembe véve a piaci szolgáltatások esetén folytatódott a portfólió minőségének javulása. A feldol-

gozóiparban a 2004. évi negatív tendenciákat követően 2005-ben az erős külkereskedelmi forgalomnak köszönhetően bár kismértékben, de ugyancsak a portfólió minőségének javulása volt megfigyelhető. Fontos kiemelni, hogy a feldolgozóiparon belül az erős importverseny következtében az élelmiszeriparban folytatódott a hitelek vissza nem fizetési arányának növekedése. Emellett a gépiparban ugyancsak romlott a portfólió minősége, azonban ez főleg egyedi tényezőknek volt betudható. Ennek következtében a feldolgozóipari és a piaci szolgáltatások között az értékvesztés arányát illetően továbbra is fennmaradt a jelentős különbség (2-10. ábra).

2-10. ábra

Az értékvesztés nagyságának hitelállományhoz viszonyított aránya a főbb gazdasági szektorokban



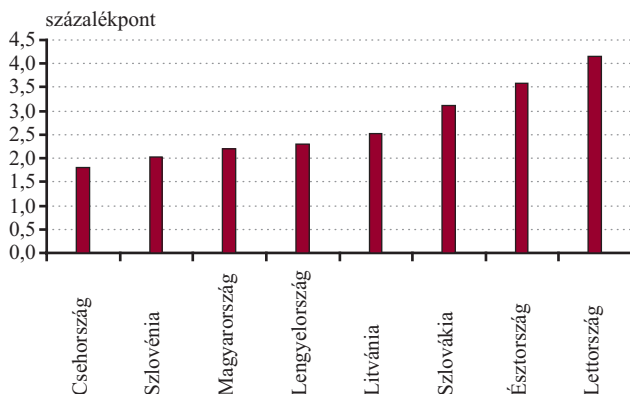
Forrás: MNB.

A portfólióminőség elemzése mellett fontos megvizsgálni, hogy a bankok milyen mértékben árazzák be a kockázatot a hitelek kamataiba. Az elmúlt években azt tapasztaltuk, hogy az éles verseny miatt a kamatfelárak csak részben követték a kockázatok alakulását, sőt 2005-ben a forintHITELEK kamatfelára a 2004. évi 2,2 százalékról 1,8 százalékra csökkent³⁰, miközben a hazai bankok euróban denominált hiteleinek kamatfelára 1,5 százalékon stagnált. A forintHITELEK kamatfelárának szintje nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsonynak tekinthető. A kelet-közép-európai országok közül a relatíve kis bankrendszerrel rendelkező balti országokban és Szlovákiában található az átlagot meghaladó felár, míg a nagyobb bankpiacokon, Csehországban, Lengyelországban, Magyarországon és Szlovéniában a felár alacsonynak tekinthető (2-11. ábra). Ez részben a verseny- és hitelezési kockázatok eltérő fokával, illetve mértékével, valamint mérőhatékonysági különbségekkel magyarázható.

³⁰ A csökkenésben részben szerepet játszott összetételhatás. A 2004. évi átmeneti emelkedés mögött (elsősorban a kisebb összegű szerződéseknél) azonban vélhetően a jelentős összegben megkötött kormányzati támogatású hitelszerződések álltak, amelyek esetében a piaciaknál nagyobb felárat tudtak érvényesíteni a bankok.

2-11. ábra

Banki belföldi devizában denominált hitelek újonnan meghirdetett kamatának a bankközi piaci kamat feletti felára 2004-ben



Forrás: Nemzeti jegybankok.

Megjegyzés: Minden esetben a 3 hónapos bankközi kamatlábat használtuk. A balti országoknál a banki kamatok az újonnan megkötött hitelszerződés teljes állományára vonatkoznak, míg a többi országban csak a változó vagy egy éven belüli kamatfixálású hitelekre.

Előretekintve elmondható, hogy a portfólióminőség, illetve a hitelkockázatok jövőbeli alakulását nagyban befolyásolja, hogy a jelenlegi makrogazdasági pálya fenntarthatatlansága következtében a két alternatív pálya közül melyik és mikor realizálódik. A hitelkockázatok megítélése szempontjából a minél korábbi önkéntes fiskális konszolidáció tekinthető a legkedvezőbb forgatókönyvnek. Ebben az esetben a vállalati szektorban lejátszódó, korábbiakban említett hatásmechanizmusok miatt a portfólió minőségének rövid távú romlására, majd tartós javulására számíthatunk. A fiskális kiigazítás átmeneti, negatív hatásait véleményünk szerint a fenntartható növekedési pálya hitelkockázatokra gyakorolt hosszú távú pozitív hatásai ellensúlyozhatják. A piac által kiváltott korrekció azonban jelentős hitelkockázat-növekedéssel járna a bankrendszer számára. Egyrésztől a lehetséges árfolyam- és kamatsokk, másrésztől a késlekedés miatt a szükséges fiskális kiigazítás jelentős költségeket róna a vállalati szektorra és azon keresztül a bankrendszerre.

2.1.1.2. Háztartások

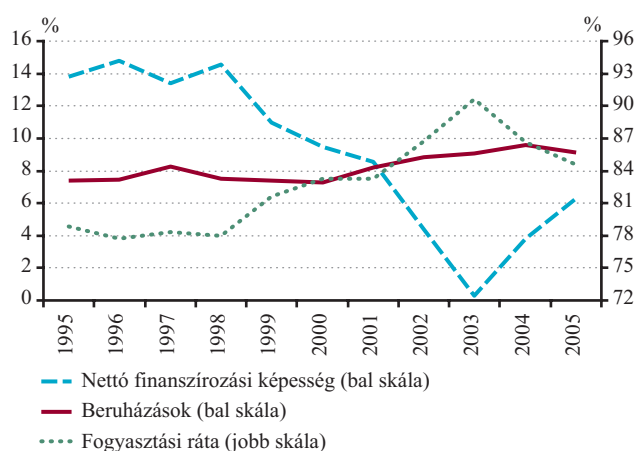
Pozitív jövedelmi alakulás bizonytalanabbá válása

A háztartások fogyasztási és megtakarítási viselkedése egy hosszabb távon fenntarthatóbb irányba mozdul el. A fogyasztási hajlandóság csökkenése 2004 után 2005-

ben is folytatódott és gyakorlatilag visszaállt az ezredfordulón tapasztalható értékére (2-12. ábra). 2005-ben a fogyasztási ráta csökkenésében a 2004 óta folyamatosan növekvő munkanélküliség által generált óvatossági motívum erősödése is szerepet játszott.³¹ A háztartások meg-növekedett – az átlagos nyugat-európai szintet megköze-lítő – adósságterhe is az előbbi erősíti. A beruházások enyhe mérséklődése mellett a pénzügyi megtakarítások számottevően nőttek.

2-12. ábra

A fogyasztási és beruházási kiadások, illetve a nettó finanszírozási képesség alakulása a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének arányában



Forrás: KSH, MNB.

Megjegyzés: 2004–2005 MNB-beclés.

A fogyasztási ráta visszaesése ellenére a fogyasztás növekedése továbbra is dinamikusnak tekinthető, amelyben fontos szerepet játszottak a kínálati oldali tényezők is. Az EU-csatlakozás után megnövekedett import és kereskedelmi verseny a kiskereskedelmi forgalomba kerülő termékek növekvő kínálatával és csak mérsékelt áremelkedéssel járt. Ez a növekvő fogyasztási hitel-kínálat karöltve viszonylag erős keresletet generált ezen termékcsoportok javára.

A háztartások beruházása sokkal kisebb változékonyságot mutat, mint a fogyasztás vagy a nettó pénzügyi megtakarítások alakulása. Ehhez hozzájárulnak a demográfiai folyamatok³², illetve a lakásállománnyal kapcsolatos folyamatos amortizáció. Ezek szükségessé tesznek egy bizonyos szintű lakásberuházást (jövedelem 7%-a körüli szint), ami önerőből, korlátozott hitellehetőségek és állami támogatások mellett is létrejön. A 2001-től megnyíló hitellehetőségek, illetve állami támogatások jelentősen megnövelték a háztar-

³¹ A háztartások egyéb jövedelmeinek év végi, a vártnál jelentősebb emelkedése is a fogyasztási ráta csökkenésének irányába mutatott.

³² Az elmúlt években munkaképessé vált korosztályokra még nagy létszám volt a jellemző. Ezenkívül a társadalmi változások, illetve az öregedő népesség következtében az egyszerű háztartások aránya növekvő tendenciát mutat.

tások lakásberuházásra fordított kiadásait. Ezzel párhuzamosan a szektor jövedelmi helyzete is sokat javult, aminek a következtében a beruházási ráta csak mérsékelten emelkedett. A beruházási ráta enyhe mérséklődésére számítottunk a jövőben.

Az elmúlt évek lazuló hitelezési feltételei miatt, a háztartások javuló jövedelmi helyzete ellenére valamelyest emelkedtek a háztartási hitelezési veszteségek. Ez a növekedés elsősorban a portfóliótisztítási tevékenységen (eladás, leírás) keresztül jelentkezett.

A jelentős makrogazdasági egyensúlytalanság miatt a fentiekben vázolt pálya fenntarthatatlansága, illetve a szükséges korrekció mértéke időben növekvő. Sikeres fiskális konszolidáció esetén a háztartási szektor rendelkezésre álló jövedelmének bővülése megtorpanhat, illetve átmenetileg csökkenhet is (elsősorban az állami szektortól származó jövedelem mérséklődése és/vagy az adóterhelés növekedése miatt), ami a hitelezési veszteségeket átmenetileg növelheti. A rendelkezésre álló jövedelem, illetve a fogyasztás és a beruházás mérséklődésének mértéke függ a kiigazítási csomag összetételétől.³³ Középtávon, egy egyensúlyörző növekedési pályára állva a hitelezési kockázat azonban már csökken a háztartások javuló jövedelmi, illetve foglalkoztatási helyzete miatt.

Az előbbivel ellentétben a piaci korrekció esetén a hitelezési veszteségek nagymértékben növekedhetnek a jelentősebb háztartási jövedelmi visszaesés következtében. Egyrészt a háztartásokat érő negatív jövedelmi hatások jelentősebbek lehetnek. A befektetőbizalom-vesztés következtében a magánszektor vállalati beruházása is nagyobb mértékben lecsökkenhet. Így az előző forgatókönyvvel ellentétben a háztartások magánszekortól származó jövedelme, illetve foglalkoztatása is jelentős mértékben mérséklődhet. Másrészt a háztartások jelenlegi törlesztési terhe nemcsak a jövedelemcsökkenés miatt növekedhet, hanem – a fiskális konszolidációval ellentétben – a hitelek törlesztőrészletének emelkedése miatt is. Számításaink szerint egy esetleges piaci sokk (forintgyengülés és hozamemelkedés) miatt bekövetkező törlesztésiteher-emelkedés nagyobb részben már a devizahitelezéshez köthető, holott a teljes állományon és törlesztési terhen belüli súlyuk ennél kisebb (lásd keretes írás). Becsléseink szerint a leértékelődés miatt növekvő törlesztőrészlet mintegy háromszázezer háztartást érintene. Harmadrészt a piaci korrekció negatív hatásai időben elhúzódhatnak. A piaci korrekció az egyensúlytalanság valódi okát, azaz az államháztartás hiányának magas szintjét nem orvosolja, csak a tüneteket képes átmenetileg, jelentős reálgazdasági költségek mellett mérsékelni. A hiteles költségvetési kiigazítás ebben az esetben sem kerülhető el. A költségvetési kiigazítás terhei a piaci korrekció következményeihez hozzáadódhatnak.

2-2. keretes írás: A háztartások törlesztési terhének sokkérzékenysége

Az elmúlt években tapasztalt gyors háztartási hitelezési felfutás ellenére a hazai háztartások adósságállománya szintjében még jelentős mértékben elmarad a fejlettebb hitelpiacok többségében tapasztalható értékektől. A rendelkezésre álló jövedelemre vetített eladósodottsági mutató átlagosan több mint kétszer magasabb az eurozónában. Azonban az eladósodás szerkezete (fogyasztási hitelek lakáshitelekhez viszonyított magasabb aránya), a magasabb hazai kamatszint, illetve hitelpiaci sajátosságok (verseny és veszteségek szintje) miatt számításaink szerint a háztartások törlesztési terhe (kamat és tőketörlesztés összege a rendelkezésre álló jövedelem arányában) megközelíti a fejlett országok értékeit. A kockázatokat tovább növeli, hogy a GfK felmérése szerint az eladósodottak megközelítőleg 60%-a nem rendelkezik likvid pénzügyi megtakarítással.

2005-ben az adósságállomány növekedési ütemének mérséklődése miatt szűkült az adósságállomány és a rendelkezésre álló jövedelem növekedési üteme közötti rés. Számításaink alapján a dinamikus jövedelemnövekedés mellett a törlesztési teher emelkedése lelassult (2-13. ábra). Ennek hátterében elsősorban a már 2004-ben meginduló és 2005-ben dominánssá váló új hitelpiaci jelenségek álltak. Az új hiteleknel a folyósítás időpontjában alacsonyabb hitelköltségű devizahitelezés vált meghatározóvá. Továbbá markáns elmozdulás történt a hosszabb lejáratú és jelzáloggal fedezett (ezért alacsonyabb hitelköltségű) hitelezés felé.

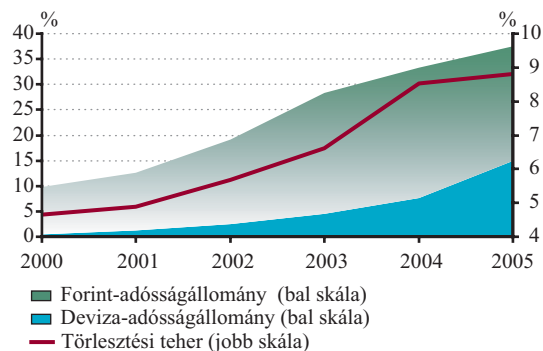
Amíg a háztartások nem szembesülnek negatív tapasztalatokkal az árfolyamváltozással kapcsolatban, addig a kamatkülönbözet megléte miatt a devizahitelezés fennmaradása³⁴, a jelzáloggal fedezett hitelezés bővülése, illetve a rövid lejáratú és magas hitelköltségű forintbitelek stagnálása várható, amiből az eladósodás növekedési rátájától elmaradó törlesztésiteher-növekedés következhet.

³³ Például, ha a költségvetési kiigazítás a munkakeresést és a foglalkoztatást ösztönző járulék, járadék és adórendszer bevezetésével együtt megy végbe, ekkor a jövedelem, és fogyasztáscsökkenés mértéke mérsékeltebb lehet.

³⁴ A háztartások a svájci frank és euro denomináció közül az egy százalékponttal alacsonyabb hitelköltségű svájcifrank-hiteleket választják. Ebből a törlesztőrészlet nagyságára vonatkozó érzékenységből és a kockázatok felismerésének hiányából következik, hogy még kis forint-deviza kamatkülönbség mellett is feltételezhetően a devizakonstrukciót fogják választani.

2-13. ábra

A teljes adósságállomány és a törlesztési teher alakulása a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének függvényében



Forrás: MNB.

Megjegyzés: a törlesztési teher MNB-becslés.

Azonban a devizahitelezés terjedése növekvő kockázatokat hordoz a törlesztőrészlet nagyságára nézve. Ez elsősorban a devizahitelek árfolyamkockázatán keresztül lehet jelentős hatással. Ugyanakkor a devizahitelek kamatának kisebb volatilitása miatt a kamatok emelkedése rövid távon mérsékeltebb növekedést okozhat a törlesztési teherben. A következőkben a piaci korrekció lehetséges rövid távú következményeit vizsgáljuk, különböző árfolyam- és kamatsokkokat feltételezve (10 és 20 százalékos forintgyengülés, illetve 2, 4 és 6 százalékpontos forint-kamatemelkedés minden lejáraton). Számításainkat az egy éven belül átárazandó hitelekre végeztük. Természetesen egy piaci korrekció különböző makroökonómiai következményei több csatornán (infláció, munkanélküliség, vagyonhatás stb.) keresztül is kihatnának a

háztartások pénzügyi és jövedelmi pozíciójára, azonban ezek számszerűsítésétől most eltekintünk. Bár a teljes törlesztésnek jelenleg még csak a negyede köthető a devizatelekhez, számításaink szerint egy piaci sokk miatt bekövetkező törlesztésiteher-emelkedés nagyobb része már a devizatelekhez kötődik. Annak ellenére, hogy rövid távon a hiteleknek csak egy része árazódik át, egy 20%-os forintgyengüléssel és 6 százalékpontos hozamemelkedéssel járó scenárió esetén is közel 10%-kal emelkedne az átlagos törlesztési teher. A terhek emelkedésének egyenlőtlen megoszlása miatt azonban sok adóst ennél jóval komolyabb mértékben érintene hátrányosan az előbbi scenárió. A hitel típusától függően akár 30-40%-kal is növekedhet a havi törlesztőrészlet, így az átárazódás által érintett háztartásoknál a nem teljesítés növekedése jelentőssé válhat.

A törlesztőrészlet emelkedésének átlagos mértéke a devizahitelek magas aránya miatt a nem banki hiteleknel a legnagyobb. Kockázati szempontból viszont kedvező, hogy itt a legkisebb az alsó jövedelmi kvintilisek aránya az adósok között. Az egy éven belül átárazandó hitelekre számított törlesztésiteher-emelkedés mértéke az adósságszerkezet alábbi jellemzőiből következik: Egyrészt a forintlakáshitelek többségében nem árazódnak át egy éven belül, így rövid távon általában kevésbé érintettek. Ugyanakkor az átárazódó hiteleknel már nagyon jelentős, akár 30%-ot meghaladó is lehet a törlesztőrészlet-emelkedés. Másrészt a forint-fogyasztási hitelek egy részének kamatfixálása szintén egy évet meghaladó, továbbá a már jelenleg is nagyon magas hitelköltségükből adódóan a kamatemelkedés arányaiban kisebb hatású lenne, és a hiteleknek csak egy részét érintené. A devizahitelek esetében azonban a leértékelődés hatása gyorsan és teljes egészében megjelenik a törlesztőrészletben, annak következtében, hogy az új törlesztőrészletet a törlesztés napján érvényes árfolyamon számítják ki a bankok.

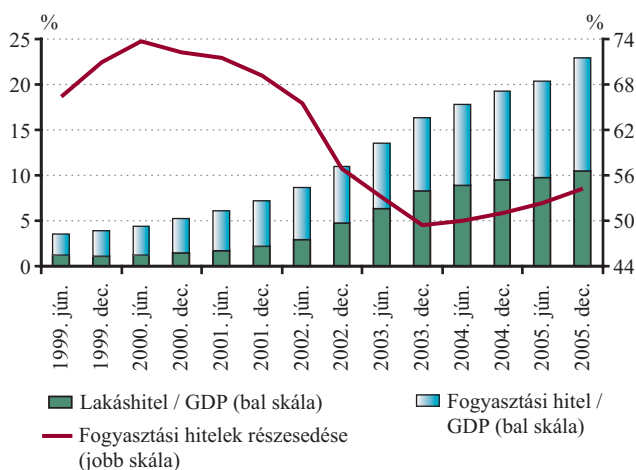
Kockázatosabb kilátások ellenére növekvő banki kockázati étvágy

A pénzügyi közvetítők háztartásokkal szembeni kockázati kitétsége folyamatosan emelkedik. Az eladósodáson belül a fogyasztási hitelek irányába történő elmozdulás tovább folytatódott (2-14. ábra). Ebben nagy szerepet játszik a fogyasztási hitelként nyilvántartott szabad felhasználású deviza-jelzáloghitelek robbanásszerű terjedése. Korábban a támogatott lakáshitelek részben a folyó fogyasztás finanszírozására is felhasználták. Jelenleg a fogyasztási hitelként nyilvántartott szabad felhasználású deviza-jelzáloghitelek fordítják részben lakáskorszerűsítésre, vagy -bővítésre, mivel a fogyasztók számára egyszerűbb az előbbi termék igénylése, illetve folyósításkor alacsonyabb hitelköltségű, mint a lakáshitel.

Amennyiben a hitelezést nem hitelcél, hanem fedezettség szempontjából csoportosítjuk, a jelzáloggal fedezett hitelek

2-14. ábra

A háztartási hitelek összetétele a GDP arányában



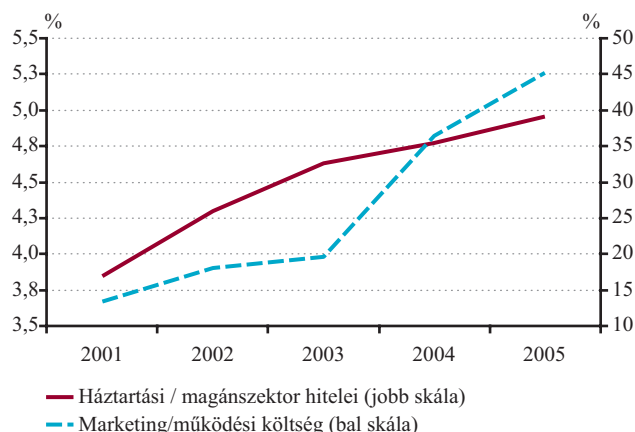
Forrás: KSH, MNB.

zés térnyerését tapasztaljuk. A szabad felhasználású jelzáloghitelek döntő részét a kereskedelmi bankok nyújtják, illetve a gépjárműhitelek lassuló dinamikája miatt a fogyasztási hitelezés piacából a bankok közvetlen részesedése ismét emelkedett.

A Hitelezési felmérés alapján megállapítható, hogy bár a bankok is érzékelik a magyar gazdaság növekvő sebezhetőségét, mégis tovább erősödik a hitelkínálati nyomás (különösen a növekvő kockázatú devizatermékek esetében). A kínálati versenyben egyre nagyobb szerephez jutnak a marketingeszközök és különböző értékesítési csatornák (2-15. ábra). A marketingkiadások gyorsan emelkednek (2005-ben már megközelítették a 25 milliárd forintot). 2005-ben a korábbi stagnálást követően a hálózati egységek száma is emelkedett. A bankfiókok azonban átalakulóban vannak, az új egységek jelentős része már csak 3-4 fővel dolgozó értékesítési pont, ahol a banki szolgáltatásoknak csak egy szűk körét nyújtják.

2-15. ábra

A bankszektor marketingköltségeinek alakulása



Forrás: MNB.

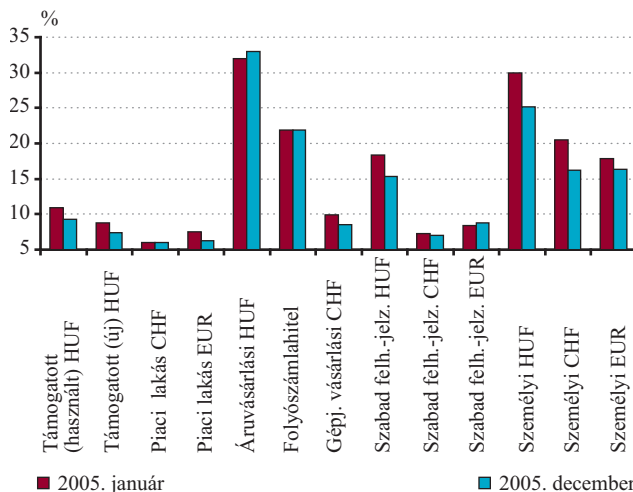
Az előbbieket mellett a versenyben a hitelezési standardok és a nem árjellegű hitelkínálati feltételek bírnak még nagy jelentőséggel, amelyek folyamatosan enyhülnek, illetve a közeljövőre vonatkozóan is enyhítésüket tervezik a bankok. A feltételek közül kockázati szempontból kiemelendő, hogy a lakás- és fogyasztási hiteleknel egyaránt tovább csökkent a megkövetelt minimális önrész, illetve növekedett a maximális lejárat hossza. Ez utóbbi már több terméknél kockázati szempontból megkérdőjelezhető hosszúságú.

Bár a háztartási hitelezés esetén elsősorban a nem árjellegű hitelkínálati tényezők, illetve a marketingaktivitás a meghatározó a hitelkínálatban, bizonyos szegmensekben – személyi és gépjárműhitelek – az árverseny is valamelyest erősödik. A kamatfelár és a verseny kapcsolata nem egyértelmű. A verseny alakulásának vizsgálatakor a kamatfelár mellett a költségstruktúrát és a volumen alakulását is célszerű figyelembe venni. Adatkorlátok miatt azonban a termékek többségénél csak a kamatfelár vizsgálatára szorítkoztunk.³⁵

Az áru- és a folyószámlahitelezés egyáltalán nem követte a forinthozam csökkenését. Azonban míg az áruhitelek gyakorlatilag stagnáltak, a szintén változatlanul magas hitelköltségű és jól jövedelmező folyószámlahitelek állománya nagymértékben növekedett, ami a kereslet viszonylagos árérzékenységét mutatja. Ebből az is következik, hogy az áruhitel stagnálásában a folyószámlahitelek és a korszerűbb hitelkártyák terjedése (erős kínálat) lehet a fő ok, és nem a magas hitelköltségek.³⁶ A támogatott lakáshitelek esetén a támogatási rendszer sajátosságaiból kifolyólag késleltetve követték a bankok a hozamcsökkenést, azonban a kamatfelárakat jellemzően nem szűkítették. A jelentősebb kamatcsökkenés egyedül a forint-személyihiteleknel történt. Ebben valószínűleg nem a forinthozam csökkenése, hanem a devizaalapú személyi kölcsönök által támasztott erős verseny bírhatott nagy jelentőséggel (2-16. ábra).

2-16. ábra

Az egyes hiteltermékek THM-jének alakulása



Forrás: banki ajánlati hirdetmények, MNB.

Megjegyzés: új folyósítású változó kamatozású, vagy legfeljebb 1 éves kamatfixálású hitelek szerződéses összeggel súlyozott THM-jeit szerepeltettük. A támogatott lakáshitelek esetében a kínálati árak súlyozatlan számtani átlagát használjuk. A három deviza közül, amelyekben az adott terméknél csak nagyon kis összegben történt folyósítás, azt nem szerepeltettük.

³⁵ Egy ilyen vizsgálat elméletileg csak változatlan volumeneknél és költségeknél adhatna megfelelő képet a versenyről.

³⁶ Véleményünk szerint az általában debitekártyával összekapcsolt folyószámlahitelek és a hitelkártyák többségében kis összegű vásárlásokat finanszíroznak az áruhitelekhez hasonlóan, azonban a fogyasztónak jóval nagyobb vásárlási szabadságot biztosítanak, ezért az áruhitellel erősen versenyző termékek.

A nagy volument generáló svájcifrank-lakáshitelek esetén a kamatfelár gyakorlatilag változatlan, míg az eurohitelek esetében jelentősen csökkent. Több bank úgy kívánja csökkenteni a devizahitelezés kockázatát, hogy kamatfelárának csökkentése árán az ügyfeleket a valamivel kevésbé kockázatos eurohitelek irányába kívánja eltolni. Azonban ezek az euro-kamatfelárak nyugat-európai összehasonlításban még így is magasnak tekinthetők (kétszerese-háromszorosa a nyugat-európainak) az eltérő költségstruktúra mellett³⁷, ami véleményünk szerint jelentős mértékben a gyenge árversenyre vezethető vissza. A szabad felhasználású deviza-jelzáloghitelek kamatfelára gyakorlatilag stagnált. Jelentősebb kamatfelár-mérséklődés következett be a devizaalapú személyi és gépjárműhiteleknel, ami valószínűleg az ezen a téren meglévő erősebb árversenynek tulajdonítható.

A termékjövödelmezőség és a volumen vizsgálatát elvégeztük a kis összegű fogyasztási hitelek (döntően áruhitel) és a gépjárműhitelek esetében a reprezentatív bankok utóbbi négy év adatain. A számítás során az állományra jutó kamat- és kamatjellegű bevételből levontuk a felmerülő költségeket³⁸. A kis összegű hiteleknel elsősorban a jelentős volumenbővülés miatt a fajlagos hitelköltség csökken, de ezt nem követi a fajlagos bevételek mérséklődése. A méretgazdaságossági előnyöket a bankok a piaci erejükkel – gyenge árversenynél – fogva megtartják, növelve a jövödelmezőségüket. Ezzel szemben a gépjárműhitelek piacán sokkal erősebb versenyhelyzetre következtethetünk. A költségek csökkenésével (méretgazdaságossági előnyök) párhuzamosan hasonló mértékben a bevételek is mérséklődnek, a jövödelmezőség stagnáló, és szintje jóval a kis összegű hitelek alatt marad.

2-3. keretes írás: A fedezetlen devizahitelezés dinamikájának visszafogására alkalmazható eszköztár

2005 végére a devizahitelek részaránya a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelekben belül 60%-ot tett ki, és a háztartásoknak nyújtott hitelekben belül is elérte a 40%-ot. Ezen hitelek jelentős része – jellemzően a háztartási, valamint a kis- és középállamati szektornak nyújtott hitelek – árfolyamkockázat szempontjából fedezetlen devizahitelnek minősül. A lehetséges kockázatok pénzügyi stabilitási következményeire az MNB már számos alkalommal felhívta a figyelmet.³⁹

Magyarországon a devizahitelezéshez kapcsolódó kockázatok elsősorban egy hiteles költségvetési kiigazítás elmaradásakor, a piaci folyamatok által kiváltott árfolyam- és hozamkorrekció esetén okozhatnak számottevő veszteséget az ügyfeleknek és a hitelkockázat megnövekedésével a bankrendszernek is. Tehát a devizahitelezéshez kapcsolódó kockázatok hatékony csökkentését leginkább a fiskális konszolidáció szolgálná. Ennek elmaradása esetén a devizahitelezés növekedési ütemének megfékezésére a pénzügyi stabilitásért felelős három intézménynek (Magyar Nemzeti Bank, Pénzügyminisztérium, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete) rendelkezésére állhatnak bizonyos eszközök. Ezen eszközök alkalmazása a hatásvizsgálatok függvényében valósulhat meg.

A pénzügyi stabilitásban vállalt szerepe és felelőssége alapján a három intézmény egyetértése szükséges ahhoz, hogy a stabilitási szempontból

jelentős kockázatot hordozó fedezetlen devizahitelezés növekedési ütemének visszafogását szolgáló intézkedéscsomag kerüljön bevezetésre. A nemzetközi gyakorlatban több olyan eset található, ahol a pénzügyi stabilitásért felelős hatóságok együttesen léptettek életbe különböző intézkedéscsomagokat, amelyek általában a túlzott hitel növekedés megállítására, illetve részben a fedezetlen devizahitelezés terjedésének megfékezésére irányultak. A következőkben három KKE-ország tapasztalatait ismertetjük.

Romániában 2005-től kezdődően a nemzeti bank monetáris és prudenciális eszközöket vezetett be a devizahitelezés dinamikájának lelassítására. A 2 éven túli devizaforrások utáni tartalékolási kötelezettséget – melyet devizában kell teljesíteni – fokozatosan 40%-ra emelték (az erre fizetett kamat elmarad a piaci kamatoktól: USD: 0,95%, EUR: 0,7%), és a bankok fedezetlen devizahitel-állományát a saját tőke 300%-ában maximalizálták. Amennyiben ez utóbbi küszöböt a bank már átlépte, tervet kell készítenie arra vonatkozólag, hogy hogyan kíván a szabályozásnak megfelelni. A portfólióminősítés is átalakításra került, és a meghatározott öt kategória közül a legjobb minősítésűbe már csak azok a devizahitelek kerülhetnek, amelyeknél az ügyfél jövedelme a hitel devizanemében generálódik. Az intézkedések hatására a devizahitelek részaránya a portfólióban csökkenésnek indult.

Ausztriában intenzív kommunikációval és felügyeleti eszközökkel kívánták a devizahitelek (svájci frank és japán jen) növekedési ütemét visszafogni. A bankokkal szemben meghatározott minimumkövetelmények elsősorban a bankok kockázatkezelési rendjének szigorítását

³⁷ A nemzetközi összehasonlítást nehezíti egyes fontos költségelemekben (előtörlesztési opció, eltérő jogrendszer miatt különböző szintű behajtási költségek, illetve hitelezési veszteségek stb.) meglévő különbségek.

³⁸ A működési költséget, hitelezési veszteséget és forrásköltséget, valamint a nettó jutalékköltséget. A fenti hiteltípusoknál a jutalék jellegű kiadás (kereskedőknek fizetett jutalékok) általában nagyobb, mint az ügyfelektől származó jutalékbevételel.

³⁹ *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* 2005. október, *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* 2005. április, *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* 2004. december, *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* 2004. június

2-1. táblázat

A fedezetlen devizahitelezés megfékezésének lehetséges eszközei és a felelős intézmények⁴⁰

Adminisztratív eszközök	Az árfolyamkockázat szempontjából fedezetlen hitelek tiltása Szektorszintű vagy bankonkénti differenciált limitek a fedezetlen hitelek arányára, illetve a növekedési ütemre	PSZÁF-PM
Prudenciális szabályozás	Az országkockázati céltartalékhoz hasonló (tőkéből levonandó) kategória létrehozása a fedezetlen devizahitelezésre A devizalejáratú transzformáció, illetve a túlzottan rövid forrásra támaszkodás korlátozása Banki nyitott pozícióra (mérlegen belül, teljes) vonatkozó limitek meghatározása, pozíció korlátozása A devizahitelek után szigorúbb eszközminősítési és értékvesztési szabályok Magasabb és differenciált tőkekövetelmény Szigorúbb nem ár jellegű minimum-hitelfeltételek (pl. LTV-korlát)	PSZÁF-PM
Felügyeleti eszközök	A devizahitelezéssel szemben megemelt kockázatkezelési követelmények Szigorúbb felügyeleti ellenőrzés (gyakoribb off /onsite vizsgálatok) a dinamikus devizahitelezést folytató, illetve gyenge pénzügyi helyzetű bankoknál. A pénzügyi vállalkozásokkal való kapcsolódásuk szigorúbb vizsgálata. A kockázatok intenzívebb kommunikációja.	PSZÁF-PM
Pénzügyi kultúra növelése és erkölcsi ráhatás	A retail szektor pénzügyi kultúrájának, illetve a fogyasztóvédelemnek az erősítése A hitelintézeti szektor „erkölcsi meggyőzése”	PSZÁF, MNB, PM
Fiskális lépések	A hitelezéshez kötődő különböző állami támogatások megvonása fedezetlen devizahitelezés esetén A fedezetlen devizahitelezési tevékenység adóztatása	PM, kormány
Monetáris politikai lépések	A banki devizaforrások után magasabb kötelező tartalék, alacsonyabb kamatfizetés	MNB

célozzák. A szereplőknek a devizahitelekre vonatkozó külön belső szabállyal kell rendelkezniük, portfólióra vonatkozó mennyiségi limitet kell felállítaniuk, részletes ügyfélminősítési rendet kell kialakítaniuk (egydi limitek, monitoringrendszer az árfolyamváltozás hatásának vizsgálatával, intézkedéscsomag limittúllépés esetére). Ezenkívül a piaci folyamatok figyelembevételével (az árfolyam, a kamatok és biztosítékok értékének alakulása) folyamatosan értékelniük kell a devizahitel-állomány értékét, és évente egyszer stressztesztet kell végezniük.

Lengyelországban már korábban, 2001-ben prudenciális és felügyeleti eszközöket alkalmaztak a devizahitelezés megfékezésére a szabályozó hatóságok. A devizahitelezés dinamikájára azonban csak az árfolyam nagymértékű leértékelődése tudott tényleges, de csak átmeneti hatást

gyakorolni. Az árfolyam stabilizálódásával a devizahitelezés növekedési üteme újra felgyorsult, így a szabályozó hatóságok számára a devizahitelezés megfékezése újra központi kérdéssé lépett elő. Jelenleg egyeztetések folynak a bankokkal a devizahitelekhez kapcsolódó tőkekövetelmények szigorításáról, illetve kvalitatív jellegű ajánlások bevezetéséről (pl. stresszteszt, kockázatfeltárás a bank részéről, kötelező zloty-hitelajánlat a devizahitel-ajánlatot megelőzően).

A nemzetközi gyakorlat is azt mutatja, hogy a különböző eszközök alkalmazása hosszabb távon akkor hatásos, ha bevezetésükkel párhuzamosan a devizahitelezést kiváltó makrogazdasági okok mérséklésére is irányulnak lépések. A devizahitelek mozgatórugóját jelentő árelőnyt a fiskális konszolidáció következetes megvalósítása szüntetheti meg.

Lakásfinanszírozás és a lakáspiac

A lakáshitelezés gyors felfutása mellett a szabad felhasználású jelzáloghitelezés és a lakásépítési projektfinanszírozás növekedésével a bankszektor lakáspiaci kitétségből

eredő kockázata növekvő. Ezek a hiteltípusok összességében a magánszektor hiteleinek már körülbelül az egyharmadát teszik ki. A lakáspiaci kitétség kockázata döntően a fedezetek érvényesíthetőségében jelentkezik. A banki hitelállományból viszonylag kis részarányt megjelenítő vállal-

⁴⁰ A csoportosítás az alábbi tanulmány alapján készült: Hilbers at al. (2005): Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies. IMF WP/05/151. Az elemzés elsősorban a túlzott hitel növekedés kezelésére alkalmazható eszközök bemutatását célozta, de ezek a fedezetlen devizahitelezés lassítására is alkalmasak lehetnek.

kozái lakásépítés esetén függ közvetlenül az ügyfél fizetőképessége a lakáspiac alakulásától.

A lakáshitelezés állami támogatásának 2003-as szigorítását követően a lakásépítési kedv is lankadni kezdett. 2004-ben az engedélyek száma elkezdett csökkenni, ami már 2005-ben megjelent az elkészült, használatba vett lakások számának mérséklődésében is. Az állami támogatás leginkább a nagyobb városokban, illetve a fővárosban dinamizálta a lakásépítést. Mégis a szigorítást követő visszaesés nagy területi egyenlőtlenségekkel, de összességében vidéken történt. Budapesten az építési engedélyek még 2005-ben is növekedtek. Jelentős túlkínálatról azonban nem beszélhetünk. Ennek oka egyrészt, hogy a főváros gazdasági növekedése erőteljesebb (így a lakás iránti kereslet is), mint ami a vidéki területek többségében tapasztalható. Másrészt az alappálya szerint a háztartások beruházási aktivitásának csak egy mérsékelt csökkenésére számítottunk, továbbá az elkészült új lakások száma a meglévő állományokhoz képest nem túl magas.⁴¹ Az adásvételi tranzakciók száma alapján a lakáspiac likviditása sem csökkent le kritikusan.

Már említettük, hogy a lakáspiaci fejlemények elsősorban a fedezetek érvényesíthetősége szempontjából bírnak jelentőséggel, amiben nem történt lényeges változás. A háztartási lakáshiteleknel, elsősorban a támogatott hiteleknel, megfigyelhető a portfólió érettebbé válása. Azonban a hitelek magas fedezettsége miatt a hitelek utáni értékvesztésképzés csak nagyon kis mértékben emelkedett. A kockázatosabbnak tekinthető, 70 százalék feletti hitel/hitelbiztosítéki értékmutatóval rendelkező hitelek állományi aránya – kiszűrve az állami garanciavállalású konstrukciókat – növekvő, azonban jelenleg még alacsonynak tekinthető. A kényszerértékesítés diszkontja elsősorban a kevésbé likvid piacokon (vidéki), illetve kategóriákban (családi ház) lehet jelentősebb, ez társulva a megnövekedő kínálat miatti nominális árcsökkenéssel már jelentősebb banki veszteségekhez vezethet ez utóbbi kategóriában. Ugyanakkor, mint már említettük, a lakáshitelek jelentős kamatfelárat tartalmaznak, így magas jövedelemi puffer áll a veszteségek fedezésére.

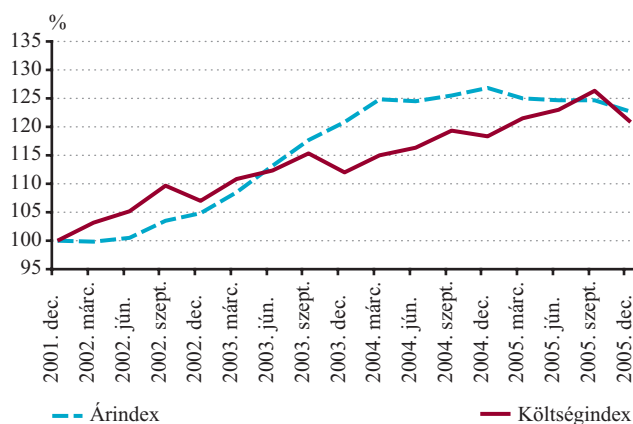
Az elmúlt években a lakásépítés a lakossági házilagos kivitelezés felől jelentős mértékben eltolódott a profi vállalat-

kozái kivitelezés felé, ez utóbbinak az aránya a fővárosban már 90%-os.⁴² Ebből a szempontból új kockázat jelent meg: túlzott beruházói optimizmus esetén az új lakás kínálat elszakadhat a kereslet tényleges alakulásától. Ilyen helyzetben a tipikusan magas tőkeáttétel mellett működő vállalkozásokkal szembeni hitelezési kockázat növekedhet. Ezzel szemben a házilagos kivitelezés esetén a kereslet maga teremti meg a kínálatát, így túlkínálat nem alakulhat ki.

A továbbra is magas budapesti lakásépítési aktivitás mögött több tényező áll. A beruházók ezen a területen a hosszabbodó értékesítési periódust és növekvő marketingköltségeket a projektek méretének (lakásszám) növelésével elérhető méretgazdaságossági előnyökkel (megfigyelhető a nagyprojektek megugró részaránya), illetve az erős hitelkínálat miatti kedvezőbb finanszírozási lehetőségekkel (lásd Hitelezési felmérés) jelenleg még ellensúlyozni tudják. Az építési költségek és a lakásárak emelkedése nem szakadt el nagyon egymástól (2-17. ábra). Ezenkívül keresleti oldalról a külföldi vásárlók is főleg a fővárosban vannak jelen. Így a beruházók magas jövedelmezősége eddig nem mérséklődött. Azonban a méretgazdaságosságból adódó előnyöket csak a tőkeerős nagyvállalkozások tudják kihasználni, ami a kisebb beruházó cégek piacról történő kiszorulásával jár.

2-17. ábra

Budapesti lakásárak és -építési költségek alakulása



Forrás: Origo, KSH.

⁴¹ A fővárosban 2005-ben a használatba vett lakások száma az állomány arányában 1,5%, ami nem tekinthető rendkívül magasnak. Mivel a lakások többségében már nagyobb, több lépcsőben megvalósuló projektek keretében épülnek, ahol az újabb lépcső megvalósítása csak már bizonyos értékesítési szint után kezdődik. Ezért a nagyszámú meghirdetett új lakások egy jelentős részénél az építkezés még meg sem kezdődött, elkészült új lakások nem állnak tömegesen üresen.

⁴² A megnövekedett lakásépítés mellett nemcsak arányaiban, hanem abszolút mértékben is csökkent a házilagos kivitelezés.

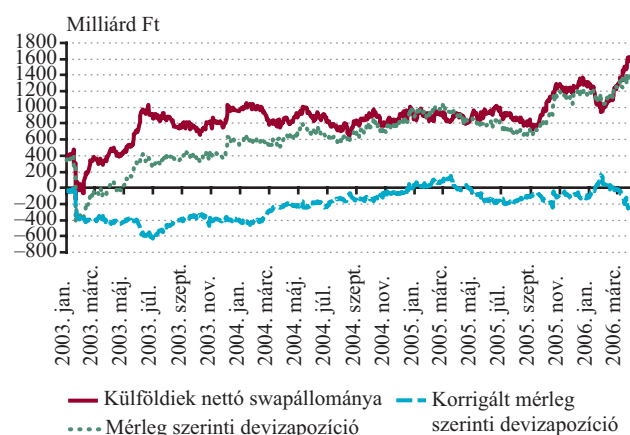
2.1.2. PIACI KOCKÁZATOK

2.1.2.1. Árfolyamkockázat

A bankrendszer (korrigálatlan) mérleg szerinti devizapozíciójának 2005 eleje óta megfigyelhető csökkenő trendje 2005. szeptember közepétől megfordult. Ez azonban döntően a külföldi nettó swapállomány számottevő emelkedésével magyarázható. A külföldiek hazai bankokkal szembeni nettó swapállománya a 2005. január–szeptember időszakban egy viszonylag szűk tartományban ingadozott. 2005 utolsó negyedévében viszont jelentősen emelkedett a swapállomány és a 2006 eleji átmeneti visszaesés után március végén 1600 milliárd Ft-os szintre ugrott. A külföldiek nettó swapállományának szeptember óta megfigyelhető nagymértékű növekedésében a szintetikus határidős (spot+swap) ügyletek segítségével végrehajtott forint elleni pozíciófelvételek, ill. FX-swappal finanszírozott forintoskötő vásárlások egyaránt szerepet játszhattak.⁴³ Ebben az időszakban a bankrendszer mérleg szerinti pozíciója a külföldi nettó swapállománnyal jellemzően szoros együttmozgást mutatott. Emiatt a mérleg szerinti devizapozícióról reálisabb képet kaphatunk a bankok külföldiekkel szembeni nettó swapállományának (illetve az ügylet spotlábának) kiszűrésével. A swapállománnyal korrigált mérleg szerinti pozíció viszonylag szűk tartományban ingadozott 2005 második felében és 2006 első két hónapjában is (2-18. ábra). 2006 márciusában viszont számottevően nyílt a korrigált mérleg

2-18. ábra

A külföldiek nettó swapállománya és a bankrendszer korrigált mérleg szerinti devizapozíciója



Forrás: MNB.

Megjegyzés: a külföldiek nettó swapállományának növekedése azt jelenti, hogy a külföldi szereplő a hazai bankokkal kötött swapügylet keretében spoton forintot vásárol, és ezzel egyidejűleg határidősen eladja azt.

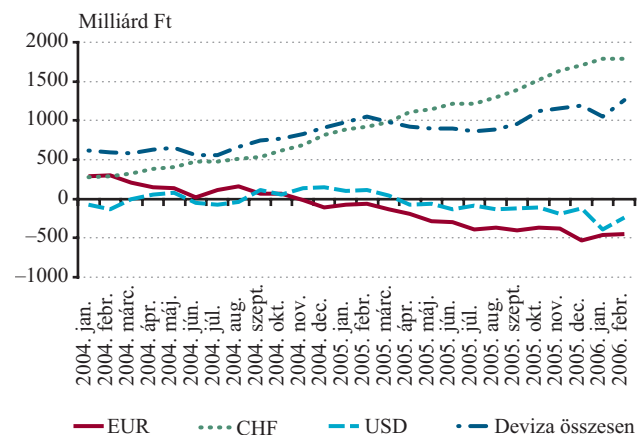
szerinti pozíció, ezzel egyidejűleg megnőtt a hazai vállalatok határidős devizaeladása. Utóbbit vélhetően a növekvő árfolyamkockázat fedezésének szándéka motiválta.

A forint/euro árfolyam volatilitása 2006 márciusában két éve nem látott mértéket ért el. A jelentős árfolyamgyengülés a bankrendszer egészének eredményére közvetlenül csak mérsékelt hatást gyakorolhat, mivel a banki aggregált teljes nyitott pozíció továbbra sem jelentős mértékű, a deviza hosszú pozíció mértéke 2005 márciusában 25–60 milliárd Ft tartományban ingadozott. Összességében a bankok árfolyamkockázati kitettsége változatlanul alacsonynak tekinthető, így nem valószínű, hogy egy nagyobb mértékű árfolyamgyengülés számottevő közvetlen negatív hatást gyakorolna a bankrendszer eredményére.

A swapállománnyal nem korrigált mérleg szerinti devizapozíció alakulását fő devizanemenként vizsgálva megállapítható, hogy a 2005 előtt megfigyelhető emelkedő trend megtorpanása két ellentétes folyamat eredménye. A rendkívül dinamikus svájcifrank-hitelezés a CHF-eszközöbbséget felépülésével járt együtt, viszont ezzel egyidejűleg megnőtt a bankrendszer forrástöbblete euróban, ill. kisebb mértékben dollárban is (2-19. ábra).

2-19. ábra

A bankrendszer mérleg szerinti devizapozíciója fő devizanemenként



Forrás: MNB.

Fontos megemlíteni, hogy a bankok alacsony közvetlen árfolyamkockázata ellenére egy piac által kikényszerített korrekcióval járó jelentős árfolyamgyengülés, ill. egy esetleges tartósan gyengébb forintárfolyam már számottevő negatív hatással lehet a bankok portfóliójára, ill. pénzügyi pozíciójára (lásd 2.1.1. rész). Emellett, a bankok közvetlen

⁴³ A külföldiek swappiacon követett stratégiáiról bővebben lásd Csávás–Kóczán: A származékos forintpiac fejlődése és hatása a pénzügyi stabilitásra. Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2003. december.

árfolyamkockázati kitettségének növekedését eredményezheti, ha egy esetleges piaci korrekció nyomán megdrágulna, ill. megnehezedne a mérlegben nyíló pozíciók fedezése.

2.1.2.2. Kamatkockázat

A 2005 szeptemberéig tartó kamatsökkenés az átárazási hatás, ill. az állampapír-portfólión elért árfolyamnyereség miatt összességében kedvező hatással volt a bankok jövedelmére. Negatív jövedelmi hatást jelentett a rugalmatlan árazású, ill. alacsony kamatozású látra szóló és folyószámlabetéteken elérhető betéti marzs jelentős szűkülése. 2005 szeptemberétől a hozamgörbe felfelé toltott, a benchmark hozamok elsősorban a hosszabb lejáratokon emelkedtek jelentős mértékben.⁴⁴ A szeptemberi jegybanksi kamatlépés óta a további kamatsökkenés iránti várakozások megszűntek, a március végi zérókupon hozamokban év végéig közel 100 bázispontos kamatemelési várakozás volt beárazva. Érdemi kockázatot azonban a hozamok drasztikus emelkedése jelentene egy esetleges piac által kikényszerített korrekció nyomán. Egy ilyen forgatókönyv realizálódása esetén, a kamatemelkedés közvetlen hatása a banki jövedelemre ellentétes irányú folyamatok eredményeként adódna össze. A hozamemelkedés az értékpapír-portfólión jelentős árfolyamvesztést okozhat, emellett a bankrendszeri aggregált negatív átárazási rés miatt is kedvezőtlenül befolyásolhatja a kamatjövedelem alakulását. Ezt ellensúlyozhatja azonban a kamatmarzs tágulása, egyrészt a látra szóló betéti marzs kinyílása, ill. a lakossági betéteknél megfigyelhető késleltetett átárazás miatt. A kamatszint és a kamatmarzs közötti pozitív kapcsolat, ill. a 2003. évi nagymértékű kamatemelkedés tapasztalatai alapján az várható, hogy ez a scenárió elsősorban nem a közvetlen kamatkockázati kitettségen keresztül járna negatív hatással a bankok jövedelmére.

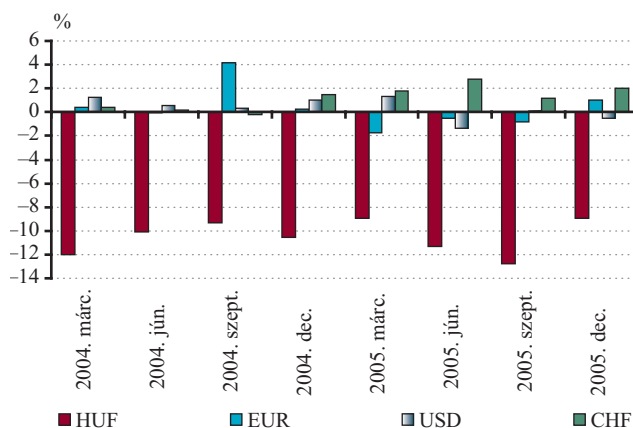
Fontos azonban hangsúlyozni, hogy egy esetleges nagymértékű forinthozam-emelkedés közvetett hatása már igen kedvezőtlen lehet a negatív keresleti és jövedelmi hatás, ill. az adósságszolgálati terhek megnövekedése miatt. A kamatterhek alakulását tekintve ez a forgatókönyv a vállalati szektorban éreztetheti nagyobb mértékben hatását, mivel a vállalati forinthitelek esetében domináns a rövid (éven belüli) átárazódás. A háztartási forinthitelek esetében ugyanakkor jelentős az 1 éven túli átárazódású hitelek részaránya, mivel a forint lakáshitelállomány túlnyomó részét kitevő támogatott hiteleken a kamat éven túli (jellemzően 5 éves) fixálású.

A devizahitelezés térnyerése miatt fontos megvizsgálni a bankok devizakamatok változása szerinti kitettségét is (2-20. ábra). A devizakamatok további emelkedése az átárazási rések alapján összességében nem járna kedvezőtlen jövedelmi hatással a bankok számára. A 3 hónapos kumulált nettó kamaterzékeny pozíció az euro és a svájci frank esetében pozitív, csak a dollár esetében negatív, viszont utóbbi mértéke a legkisebb.

2-20. ábra

A bankrendszer 3 havi kumulált átárazási rése devizanemenként

(a mérlegfőösszeg arányában)



Forrás: MNB.

A kamatváltozás közvetett hatása ebben az esetben is relevánsabb lehet, mivel a devizahitelek túlnyomó többsége rövid átárazódású. A háztartások, ill. a kis- és középvállalatok devizakamat-kitettsége főként a svájci frank esetében emelkedett az elmúlt két évben. A márciusi 25 bázispontos svájci kamatemelés után a piaci várakozások év végéig még további kamatemelkedést valószínűsítenek. A kamatterhek esetleges további mérsékelt növekedése önmagában azonban nem ronthatja számottevően a svájci frankban eladósodó háztartások, ill. kis- és középvállalatok hitel-visszafizetési képességét. Egy esetleges jelentős forintárfolyam-gyengülés kedvezőtlen hatását viszont erősítheti a kamatterhek növekedése.

2.1.3. LIKVIDITÁSI KOCKÁZAT

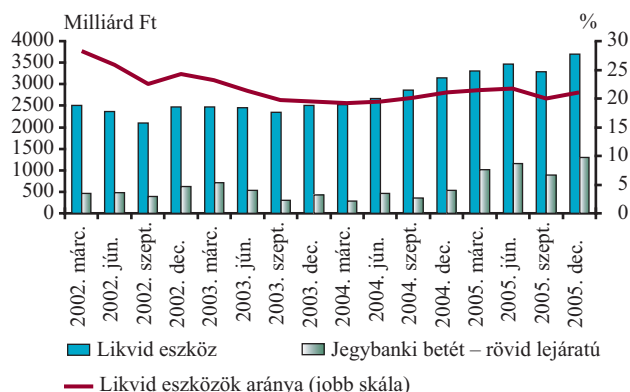
A hitelezés gyors növekedése ellenére a likvid eszközök aránya bankrendszeri szinten viszonylag magas, 20% körüli szinten stabilizálódott a jegybanksi betételhelyezés jelentős emelkedése nyomán (2-21. ábra). Utóbbi mögött elsősorban a költségvetésihiány-finanszírozás devizakibocsátások felé tolódása, illetve az emiatti többlet devizabe-

⁴⁴ 2005. szeptember elejétől 2006. március végéig a 3, 5, ill. 10 éves benchmark hozamok emelkedése is meghaladta a 150 bázispontot.

vonás nyomán szükségessé váló jegybanki sterilizáció áll. A kötvénykibocsátással bevont deviza jegybanknál történő konverziója miatt növekedett a strukturális likviditásfelesleg, amelyet a jegybanki kéthetes betétben kötnek le a bankok.

2-21. ábra

A bankrendszer likvid eszközei



Forrás: MNB.

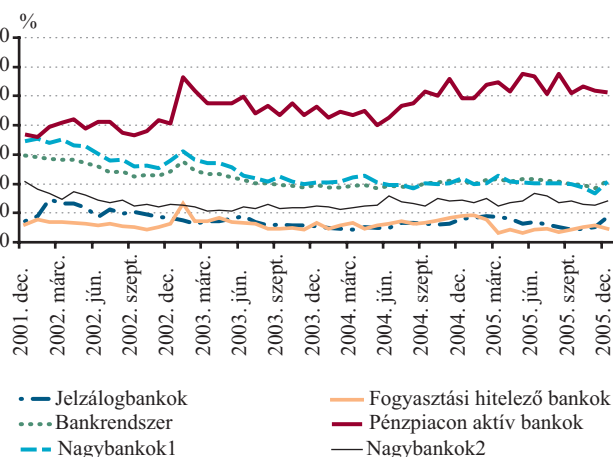
A kockázatok felépülését és a pénzügyi sebezhetőség növekedését figyelembe véve a bankok likvid tartalékainak növekedése stabilitási szempontból kedvezőnek tekinthető. A bankrendszer egésze ugyanis a strukturális likviditásfelesleg miatt jelentős pufferral rendelkezik egy esetleges likviditási sokk kivédésére. A pozitív megítélést árnyalja, hogy néhány nagybank a bankrendszerinél jóval alacsonyabb – éves átlagban 11-13%-os – likvideszköz-rátával rendelkezik. Másrészt figyelembe kell venni, hogy a likvid eszközök arányának stabilizálódásával egyidejűleg jelentős mértékben növekedett a gazdasági szereplők devizakitettsége.

A likvid eszközök tevékenységi kör szerinti vizsgálata nyomán szembetűnő a nemzetközi pénzpiacokon meghatározó szereplőnek számító külföldi bankok leányvállalatainak magas likvideszköz-aránya (2-22. ábra). Ezen bankok jellemzően a pénzpiacok – ezen belül a swappiac – legaktívabb szereplői közé tartoznak, ami indokolhatja az átlagosnál jóval magasabb likvideszköz-tartást. Fontos azonban megemlíteni, hogy e bankok napon belüli likviditási helyzetét tekintve a fenti likvideszköz-ráta nem feltétlenül irányadó. A nagy volumenű devizapiaci forgalomhoz mérten ezen bankok már jóval feszítettebb likviditással rendelkezhetnek.

Említsre méltó még, hogy a lakossági hitelezésre specializálódott bankok a bankrendszeri átlaghoz képest jóval alacsonyabb likvideszköz-rátával rendelkeznek. Ebből nem következik azonban, hogy a bankok ezen csoportjának likviditási kockázata jelentősebb mértékű lenne. A jelzálogbankok alacsony likvideszköz-aránya döntően a tevékenységi sajátosságból fakad. A fogyasztási hitelezésre specializálódott bankok idegen forrásainak túlnyomó részét az anyavállalatok biztosítják, a betétgyűjtés szerepe jellemzően elhanyagolható és likvideszköz-szükségletük viszonylag alacsony.

2-22. ábra

Likvid eszközök aránya a bankok egyes csoportjaira⁴⁵



Forrás: MNB.

A bankrendszer forrásoldali likviditását vizsgálva, a 2003 során negatívvá váló – az ügyfélhitelek és ügyfélbetétek közötti – finanszírozási rés⁴⁶ nyílása 2005 második felében is folytatódott. A finanszírozási rés forintra és devizára bontása alapján kitűnik, hogy a forint betéti többlet (pozitív rés) növekedése nem tudta ellensúlyozni a negatív deviza finanszírozási rés erőteljes nyílását (2-23. ábra). Utóbbi elsősorban azzal magyarázható, hogy a dinamikus devizahitelezést a bankok elsősorban külföldi forrásokból finanszírozzák. Emellett néhány bank a devizahitelezéshez szükséges pótlólagos forrásokat részben devizaswapok segítségével teremti elő forintlikviditását kihasználva.

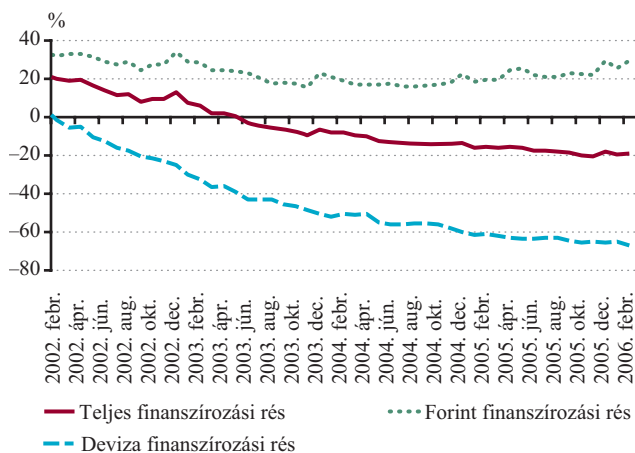
Noha a negatív finanszírozási rés nyílása önmagában nem jelent stabilitási kockázatot, hosszabb távon lehet azonban kedvezőtlen hatása a banki jövedelmezőségre. Ennek egyik lehetséges oka, hogy a hitelexpanziót egyre

⁴⁵ A „nagybankok1” csoportba a háztartási hitelezésben és betétgyűjtésben legerősebb piaci pozíciójú három univerzális nagybankot, a „nagybankok2” csoportba a többi univerzális nagybankot soroltuk.

⁴⁶ A finanszírozási rés a jelentésben korábban használt hitel/betét mutatóhoz hasonló tartalmú, bár kissé eltérő értelmezésű. Finanszírozási résként a nem monetáris pénzügyi intézményektől származó betétek és nem monetáris pénzügyi intézményeknek nyújtott hitelek közötti különbség hitelekre vetített arányát értjük. A negatív finanszírozási rés azt mutatja, hogy a hitelek mekkora részét kell a bankoknak finanszírozni piaci (pl. tőkepiaci, bankközi) forrásokból.

2-23. ábra

A bankrendszer finanszírozási rése



Forrás: MNB.

nagyobb mértékben volatilisabb és drágább piaci források finanszírozzák. Másrészt, a finanszírozási rés túlzott kinyílása a hitelnövekedés finanszírozásának korlátait is jelezheti.

A tőkepiacok fejletlenségéből, ill. a tulajdonosi háttérből következően a magyarországi bankok döntően külföldi bankközi forrásokra – és jelentős részben bankcsoporton belüli finanszírozásra – hagyatkoznak a gyors devizahitel-növekedés finanszírozásához szükséges pótlólagos források előteremtésében. A finanszírozási oldal stabilitása szempontjából kedvező, hogy a külföldi forrásbevonás nagyobb hányada éven túli lejáratú, bár a rövid lejáratú források aránya is jelentős (2005 átlagában 40%). A finanszírozás fenntarthatósága szempontjából pozitív, hogy a külföldi forrásbevonás jelentős részben az anyabanktól, ill. anyabanki csoporttól származik. A nyolc legnagyobb külföldi – stratégiai befektetők által irányított – bankot tekintve, a külföldi forrásaik mintegy fele (49%-a) volt tulajdonosi forrás 2005 végén. Egyes bankok esetében ez az arány jóval alacsonyabb, 10-20% közötti. Utóbbi bankok esetében is feltételezhető azonban, hogy a külföldi anyabanki háttér megkönnyíti a forrásszerzést a nemzetközi pénzpiacokon. Emellett, a finanszírozási rés nyílásának kedvezőtlen jövedelmezőségi hatása sem érzékelhető az elmúlt két évben, ami részben annak is köszönhető, hogy a bankok a devizahitelekben is viszonylag magas marzsot tudnak realizálni.

A devizahitel-ekpanzió külföldi forrásokból történő finanszírozása azonban kockázatokat is rejt magában. Egyfelől, a

devizahitelezés gyors növekedése a devizaeszközök és -források lejáratú összhangjának romlásával jár együtt. Noha a külföldi forrásbeáramlás nagyobb része hosszú lejáratú, az még így sem tartott lépést az éven túli lejáratú devizahitelek nagyon dinamikus növekedésével. Ennek nyomán a hosszú devizaeszközök és hosszú devizaforrások különbsége egy év alatt 7,5%-ról 10,6%-ra emelkedett a mérlegfőösszeg arányában. Másrészt, az ország piaci megítélésének esetleges jelentős további romlása („piaci korrekció” scenárió) a külföldi finanszírozási források megdrágulásához, ill. elapadásához vezethet. Míg egy esetleges piaci korrekcióval járó jelentős árfolyamgyengülés és hozamemelkedés miatt a kereslet visszaesésén keresztül közvetlenül visszafogja a hitelezési dinamikát, ezt hitelkínálati oldalról tovább gyengítheti a külföldiek finanszírozási hajlandóságának csökkenése.⁴⁷ Harmadrészt, a külföldi források gyors növekedését részben a nemzetközi pénzpiacokon tapasztalható likviditásbőség is segíthette. A globális likviditás esetleges szűkülése így megnehezítheti a hitelezési tevékenység finanszírozását.

2.1.4. A BANKRENDSZER PÉNZÜGYI HELYZETE

A hazai bankrendszer pénzügyi helyzete a korábbi évekhez hasonlóan stabil, aggodalomra rövid távon nem ad okot. A jövedelmezőség tovább emelkedett, miközben a tőke megfelelés valamelyest csökkenve még mindig biztonságos szinten áll. 2005 első és második félévében azonban eltérő tendenciák mentek végbe: az első félévben mind a jövedelmezőség, mind a tőkehelyzet javult, miközben a második félévben a profitabilitás mérséklődött, a tőkehelyzet kismértékben romlott. Előretekintve elmondható, hogy egy hiteles fiskális konszolidáció rövid távon mérsékelt hatással lehet a bankrendszer pénzügyi helyzetére, piaci korrekció bekövetkezte esetén azonban a jövedelmezőség jelentősen visszaeshet, bár a jelenlegi magas eredmény vélhetően mérsékelné a sokkok hatását.

2.1.4.1. Jövedelmezőség

Továbbra is kiemelkedő profitabilitás

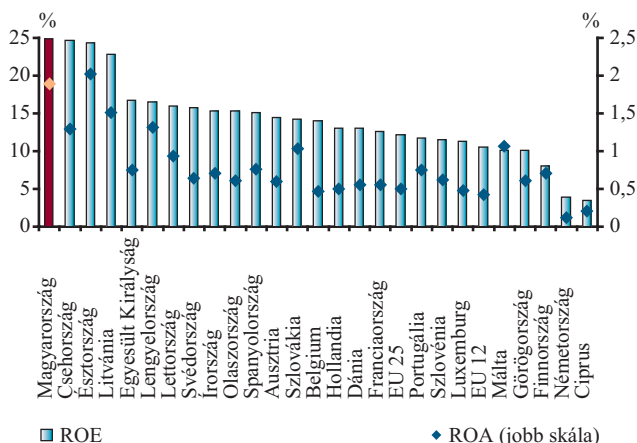
A bankrendszer jövedelmezőségi mutatói 2005-ben tovább emelkedtek, a növekedés azonban az első félévben zajlott, a második félévben kismértékben csökkent a profitabilitás. 2004 végéhez viszonyítva azonban több bank – főleg kis bankok – adózás előtti eredménye visszaesett. A jövedelmezőség nemzetközi összehasonlításban még így is kiemelkedően magasnak számít (2-24. ábra), azon-

⁴⁷ Meg kell jegyezni, hogy az empirikus tanulmányok eredményei ellentmondóak arra nézve, hogy a külföldi bankok viselkedése erősíti vagy gyengíti-e a hitelezés volatilitását krízisek idején.

ban a piac telítődése, a lassan erősödő árverseny és az alacsonyabb infláció hatása miatt a további emelkedés valószínűsége alacsony.

2-24. ábra

A jövedelmezőségi mutatók nemzetközi összehasonlításban

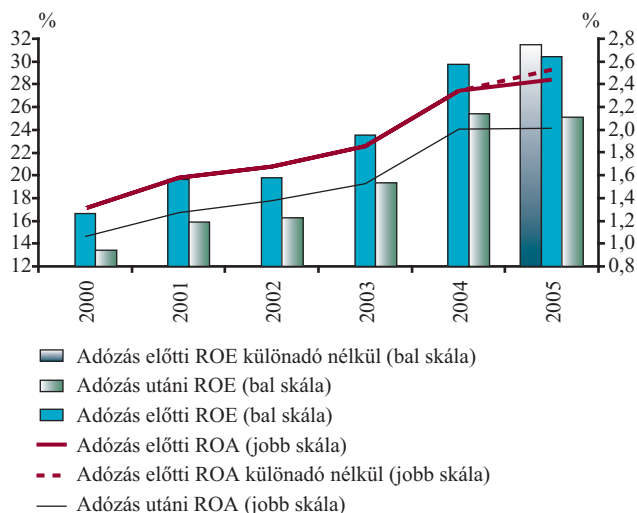


Forrás: EKB, 2004-es konszolidált adatok, adózott eredményből számítva.

A hitelintézetekre és pénzügyi vállalkozásokra kivetett különadó⁴⁸ 2005-ben jelentősen megemelte a bankok adóterhét, de a magas eredmény miatt jövedelmezőségi hatása alacsony volt (a bankrendszeri ROE-t 1 százalékponttal csökkentette). Ugyanakkor az új adónem is szerepet játszott abban, hogy az adózás utáni eredményből

2-25. ábra

A bankrendszeri jövedelmezőségi mutatók alakulása (adózás előtti, illetve adózás utáni eredményből számítva)⁴⁹



Forrás: MNB.

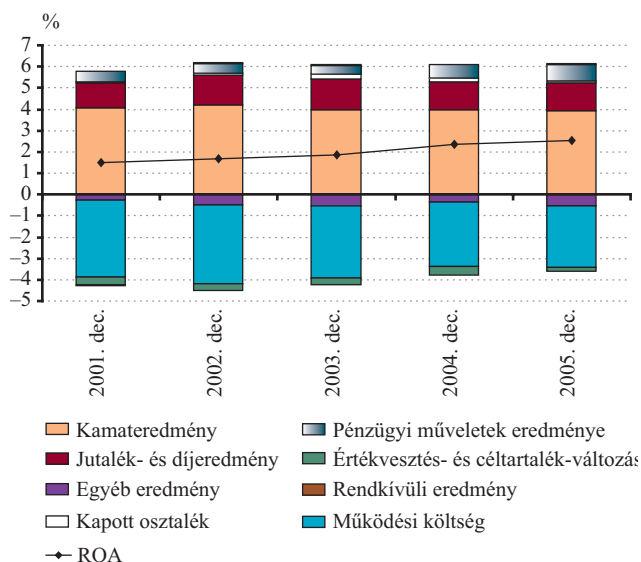
számolt jövedelmezőségi mutatók 2005-ben csökkentek (2-25. ábra).

Csökkenő, de még mindig magas költségszint, növekvő kockázattal

A jövedelmezőség növekedését az egyes mutatók felbontása segítségével magyarázhatjuk. A ROA tényezőkre bontásából látható, hogy szerkezete az előző évhez képest lényegesen nem változott, a kamateredmény hatása változatlanul a legnagyobb (2-26. ábra). A dinamikát vizsgálva feltűnő, hogy a ROA növekedése mögött elsősorban a költségek, valamint az értékvesztés, céltartalékolás mérlegfőösszeznél kisebb növekedése áll. Az első félévben a mutató emelkedéséhez hozzájárult a pénzügyi műveletek eredményének növekedése is.

2-26. ábra

Az adózás előtti eredmény összetevőinek alakulása az összes eszköz arányában (ROA felbontása)



Forrás: MNB.

A működési költségek mérlegfőösszeghez és működési eredményhez viszonyított aránya az elmúlt években folyamatosan csökkent. A működési költségek felét a személyi kiadások teszik ki, amelyek 2005-ben, akárcsak korábban, az inflációt jóval meghaladva emelkedtek. Az egy főre eső személyi kiadások a teljes bankrendszerre vetítve a korábbiánál lassabban, 8 százalékkal bővültek, ez azonban jelentős szórást takar. A létszám és a bankfiókok számának emelkedése az elmúlt két évben némileg magasabb volt,

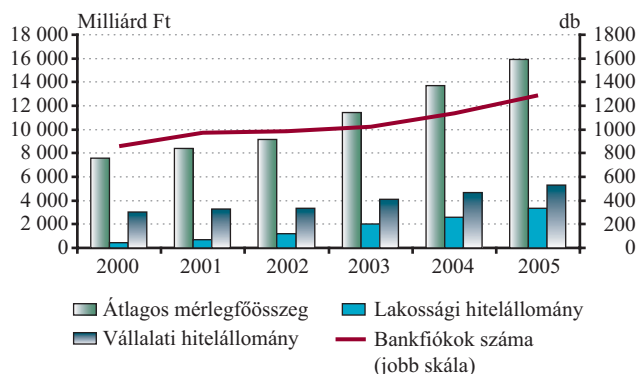
⁴⁸ Lásd a 2004. évi CII. törvényt a hitelintézetek és a pénzügyi vállalkozások különadójáról. A törvény alapján az adó mértéke az adózás előtti eredmény 6 százaléka, amely a társasági adóhoz hasonlóan jelenik meg az eredménykimutatásban. A bankok azonban választhatják a kamatjövedelem utáni adófizetést is, amelynek mértéke 8 százaléka, és az adóalapot csökkentő tételként jelentkezik. Becslésünk szerint a bankrendszer több mint 27 milliárd forintot fizetett be különadó címén, a kamateredmény és az adózás előtti eredmény után befizetett adóterhét részesedése ezen belül közel azonos.

⁴⁹ A jövedelmezőségi mutatók számítása: ROE = eredmény / átlagos (saját tőke – mérleg szerinti eredmény); ROA = eredmény / átlagos mérlegfőösszeg.

mint korábban, a hitelállomány növekedési ütemének mérséklődése ellenére (2-27. ábra). Ez arra utalhat, hogy a bankok közötti versenyben a bankfiókok száma, elhelyezkedése fontos szerepet játszik, szemben az árjellegű tényezőkkel.

2-27. ábra

A mérlegfőösszeg, hitelállományok, illetve a bankfiókok számának növekedése

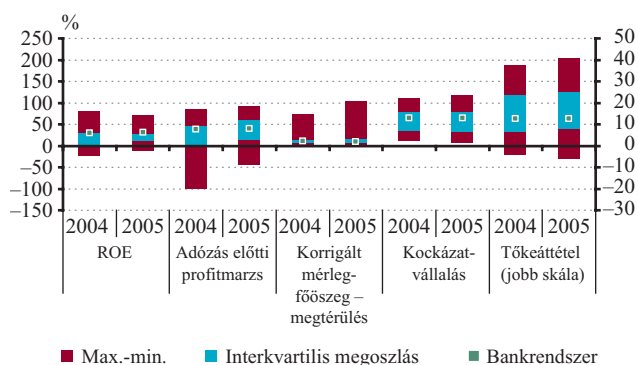


Forrás: MNB.

A tőkearányos jövedelem (ROE) növekedését a legutóbbi jelentésben⁵⁰ négy tényezőre bontottuk, amelyek alakulását stabilitási szempontból eltérőnek ítéljük meg: az adózás előtti profitmarzs, valamint a kockázattal súlyozott eszközök megtérülésének emelkedését pozitívnak, a kockázatvállalást és a tőkeáttételt kifejező mutató bővülését negatívnak véljük. 2004 és 2005 között a teljes bankrendszer adatai alapján a ROE összetevői közül a profitmarzs emelkedése, szórásának jelentős csökkenése, valamint a tőkeáttétel csökkenése pozitív, a korrigált mérlegfőösszeg megtérülésének csökkenése és a kockázatvállalási mutató magasabb értéke negatív folyamatokra utalhat. Összességében

2-28. ábra

A ROE összetevőinek alakulása



Forrás: MNB.

gében tehát a ROE alakulását stabilitási szempontból eltérően értékelhető tényezők határozták meg (2-28. ábra).

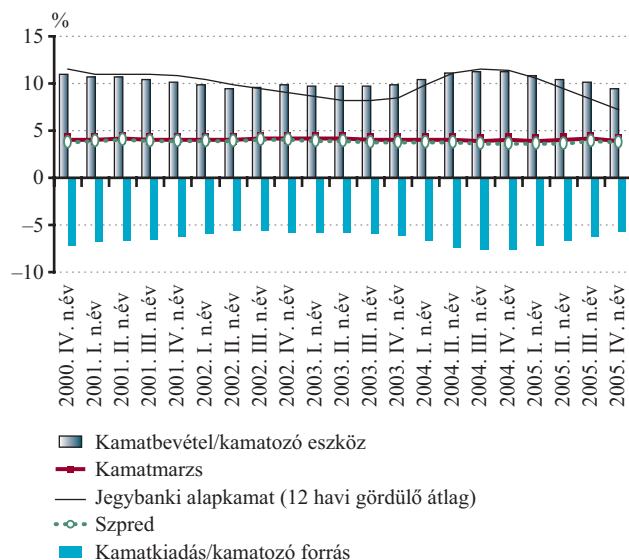
A mutatók közül a kockázatvállalási mutató alkalmazásának, ahogyan azt korábban is említettük, korlátai vannak. Ezen mutató viszonylagos stabilitása mellett ugyanis a retail hitelek – azon belül is a fogyasztási és KKV-hitelek –, a devizahitelek, valamint a vállalati szektorban a fedezetlen hitelek arányának növekedését tapasztaljuk, ami növekvő kockázatvállalásra utal.

Stabil a kamat- és a nem kamatjellegű eredmény súlya

A működési eredmény összetevőinek aránya lényegesen nem változott 2005 során, a kamateredmény súlya 65 százalékos a nem kamatjellegű eredmény 35 százalékos súlyához képest. A kamatmarzs (kamateredmény/mérlegfőösszeg) 2005 során kismértékben, 4 százalékról 3,9 százalékra csökkent, nemzetközi összehasonlításban így is magasnak számít (2-29. ábra). Ennek okairól a 2.1.4. 2. fejezetben írunk.

2-29. ábra

A kamatmarzs alakulása



Forrás: MNB.

A kamateredmény alakulását 2005 első és második félévében eltérő tendenciák magyarázták: az első félévben növekedéséhez leginkább az értékpapírok kamatbevétele járult hozzá, míg második félévben a hitelek kamatbevétele játszott nagyobb szerepet, különösen a lakossági hitelek kamatbevétele emelkedett. Az év egészét tekintve a kamatkülönbség növekedésében most is a kamatki-

⁵⁰ Lásd *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2005. október, 47–48. oldal.

adások kamatbevételeknél gyorsabb csökkenése mutatkozott meg.

A nem kamatjellegű eredményen belül a jutalék- és díj-eredmények arányának lassú csökkenése – amely ellenében áll a nemzetközi tendenciákkal – részben a verseny következménye, erre utal a Hitelezési felmérés eredménye, mely szerint a lakáshiteleknel hosszabb ideje, a vállalati hiteleknel az elmúlt időszakban több bank is enyhített a hitelekért felszámított díjakon. Ugyanakkor a bankok által fizetett jutalék- és díjráfordítások is lényegesen magasabbak voltak 2005-ben, mint korábban. A kamat- és a jutalékeredmény mérsékelt csökkenését a pénzügyi műveletek eredményének lassú emelkedése ellentételezte. Ez a forgatási célú értékpapírok realizált eredménynövekedésének volt köszönhető, amely döntően 2005 első felében volt meghatározó. Az év második felében azonban már visszaesett ez az eredmény-összetevő. A pénzügyi műveletek eredményén belül 2005 során a pénzügyi szolgáltatások eredménye lecsökkent, a jövedelmezőség emelkedésében a forgatási célú értékpapírok bevétele mellett a befektetési szolgáltatások eredményének jelentős emelkedése játszott szerepet.

Magas bizonytalanság a profitabilitás jövőbeli alakulásában

A bankszektor jövőbeli jövedelmezősége nagyrészt a vállalati és háztartási szektor hitelkockázatának, hitelkeresletének, valamint a hozamok és árfolyam alakulásának a függvénye. Közép-, illetve hosszú távon a jelenlegi makrogazdasági pálya nem fenntartható, egy ezt orvosló hiteles fiskális konszolidáció a bankrendszer hosszú távú kockázatait lecsökkentené. Rövid távon a konszolidáció a háztartások jövedelmére és a gazdasági növekedésre gyakorolt hatásán keresztül visszafogná a magánszektor hitelkeresletét. Ugyanakkor a hiteles intézkedések hosszú távon kedvező környezetet biztosítanak a bankok számára, mely az esetleges nem keynesi hatások révén már rövid távon is érezhető pozitív hatását.

A piaci korrekció a fentiekkel szemben komoly kockázatokat hordoz mind a devizahitelek, mind a forintbitelekre gyakorolt hatásán, valamint a hitelkereslet visszafogásán keresztül. A magasabb hitelkockázat mellett a hozamok emelkedése is negatív hatással bírna, amelynek jövedelmezőséget csökkentő hatása vélhetően erősebb lenne a valós értékelést alkalmazó, a kamatcsökkenéskor nyereséget elkönyvelt intézmények esetében. A teljes bankrendszeri jövedelmezőség jelentősen visszaeshet,

és egy mérsékelt szinten maradhat ezen események hatására.

2.1.4.2. A magas kamatmarzsot⁵¹ magyarázó tényezők

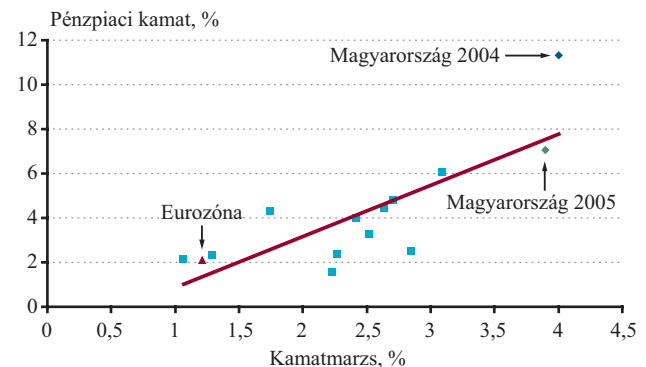
A kereskedelmi bankok jövedelmének legnagyobb részét általában, ahogyan a hazai bankrendszerben is, a kamatjövedelem adja. A hazai bankrendszer kamatmarzsa azonban évek óta nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedően magas és meglehetősen stabil, e fejezetben ennek főbb okait foglaljuk össze stilizált tények alapján, nemzetközi összehasonlításban.

A piaci kamat szintje és változása

A kamatszint és a kamatmarzs *szintje* között általában pozitív a kapcsolat, a látra szóló betétek kamatérzékenységének alacsony szintje, a magasabb infláció miatti magasabb nominális költségek, és esetlegesen kontraszelektációs problémák miatt, hiszen magasabb kamatszint mellett magasabb lehet az elvárt kamatprémium a hiteleken. Az EU-országokkal való összehasonlításból jól látható a kamatszint és a kamatmarzs közötti pozitív kapcsolat (2-30. ábra).

2-30. ábra

A pénzügyi kamat és a kamatmarzs összefüggése az EU-országokban



Forrás: EU-országok: IFS és ECB, az adatok 2004-re vonatkoznak; Magyarország: MNB.

A kamat *változása*, volatilitása, illetve a kamatvárakozások befolyásolják, hogy a kamatmarzs milyen irányban és mértékben mozdul el. A kamatváltozás és a kamatmarzs közötti kapcsolat nem egyértelmű, mivel a kamatszint elmozdulásakor ellentétes irányba ható tényezők befolyása érvényesül.⁵² A kamatvolatilitás mértéke pozitív kapcsolatban áll a kamatmarzssal, a magasabb piaci kockázat miatt.

⁵¹ Kamatmarzsunk nevezzük a kamatjövedelem és a mérlegfőösszeg arányát. Hitelmarzs, illetve betéti marzs alatt a hitelek vagy betétek és a piaci kamatok különbségét értjük.

⁵² Lásd *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2005. április, 56. oldal.

A kamatszint, illetve annak változása és a kamatmarzs között úgy tűnhet, nem volt kapcsolat a magyar bankrendszerben az elmúlt években. A hazai bankok kamatmarzsa mind a kamatemelkedésre, mind a kamatcsökkenésre érzéketlennek mutatkozott. A kamatmarzs szóródása azonban kismértékben reagált a kamatváltozásra: 2004 során a szórás megemelkedett, ami a kamatátgyűrűzés bankok közötti eltérésére utal. A bankrendszeri kamatmarzs és a kamatváltozás közötti kapcsolat hiánya a továbbiakban kifejtett tényezők hatásának tudható be.

Költségek

Egyes empirikus tanulmányok szerint az *átlagos működési költség* a kamatmarzs bankok közötti különbségeinek egyik legjelentősebb hatású magyarázó tényezője.⁵³ A magas működési költség azt eredményezheti, hogy a bankok kevésbé hatékony működésüket az adósokkal, illetve betétesekkel fizettetik meg. A működési költségek csökkenését a bankok nem feltétlenül „terelik át” a fogyasztók felé, vagyis a kapcsolat nem egyértelmű, a verseny szintjétől, intenzitásától jelentős mértékben függ.

A magyar bankrendszer átlagos költségaránya – 2004-es adatok alapján – a második legnagyobb az EU tagországaik között. Az átlagos költség és a marzs közötti erős pozitív kapcsolat mind az EU 25 országok, mind a hazai bankok közötti összehasonlításban megfigyelhető (2-31. áb-

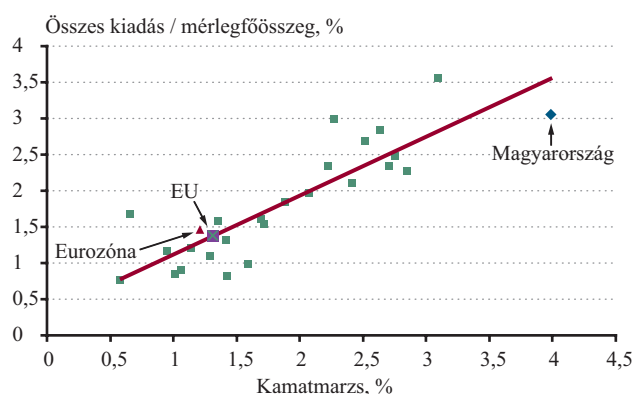
ra). Fontos azonban felhívni a figyelmet, hogy a magyar bankrendszer kamatmarzsa és átlagos költsége közötti rés az elmúlt években jelentős mértékben kinyílt. Ez a folyamat ellentétben áll a hosszú távú nemzetközi tapasztalatokkal, ill. a marzs és az átlagköltség közti differencia a legmagasabb az EU-tagországok között. Ez azt sugallja, hogy a magyar bankok nem vagy csak kismértékben osztották meg a hatékonyságjavulásból eredő átlagköltségcsökkenést az ügyfelekkel, ami az árverseny elégtelenségére is utalhat.

Árazási magatartás az egyes részpiacokon

A verseny szerepének vizsgálata érdekében összehasonlítottuk a viszonyítási csoportnak tekinthető KKE-országokkal a magyar bankok hitel és betéti marzsait (2-32. ábra és 2-33. ábra). Ebből kitűnik, hogy a magyar bankok elsősorban a lakossági részpiacokon realizálnak magasabb kamatkülönbözetet. A marzsok nagysága mellett, a kamatátgyűrűzés mértéke és sebessége indirekt módon utalhat a verseny fokára. A magyar bankrendszerre elvégzett empirikus vizsgálat⁵⁴ eredményei szerint a vállalati hitelek piacán a legteljesebb és leggyorsabb a kamatok alkalmazkodása a piaci hozamok változásához. A többi részpiacot ugyanakkor részleges átárazási magatartás jellemzi, különösen a fogyasztási hitelek és a rövid lejáratú lakossági betétek kamata tűnik ragadósnak.

2-31. ábra

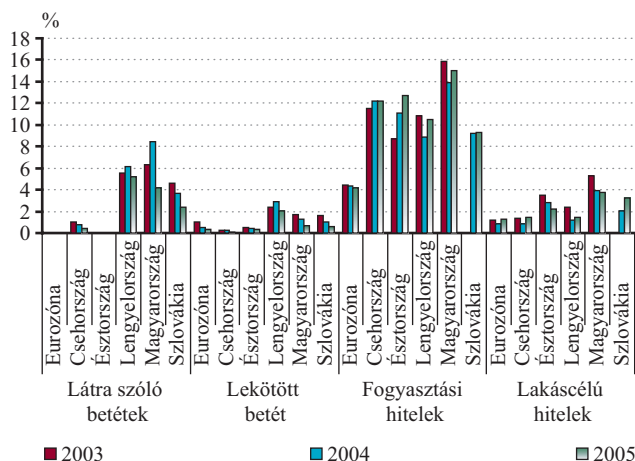
Kamatmarzs és átlagos költség kapcsolata az EU-országok bankrendszereire



Forrás: EU-országok: EU Banking Sector Stability, October 2005, European Central Bank; Magyarország: MNB; az adatok 2004-re vonatkoznak.

2-32. ábra

Lakossági hitelek és betétek marzsa a KKE-országokban



Forrás: MNB, ECB, Eurostat, nemzeti jegybankok.

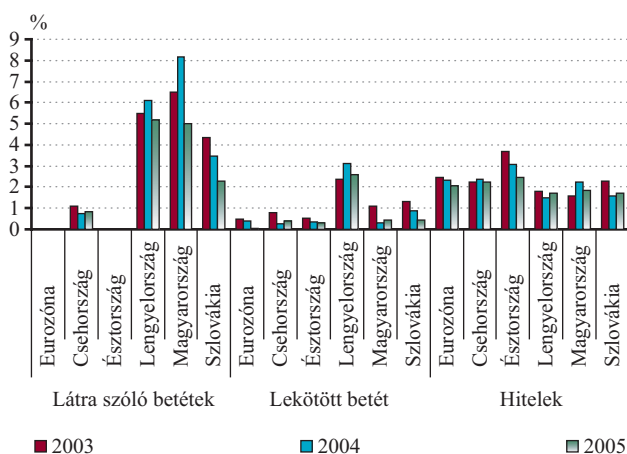
Megjegyzés: az adatokat az állománnyal súlyozott kamatok alapján számoltuk, és csak a hazai valutában denominált hiteleket és betéteket foglalják magukban.

⁵³ Lásd: Maudos-de Guevara: Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union, *Journal of Banking and Finance*, 2004.

⁵⁴ Horváth-Krekó-Naszódi (2004): Kamatátgyűrűzés Magyarországon, *MNB-füzetek* 2004/8.

2-33. ábra

Vállalati hitelek és betétek marzsa a KKE-országokban



Forrás: MNB, ECB, nemzeti jegybankok.

Megjegyzés: az adatokat az állománnyal súlyozott kamatok alapján számoltuk, és csak a hazai valutában denominált hiteleket és betéteket foglalják magukban.

A fentiek csak közvetett bizonyítékot szolgáltatnak a lakossági piaci árverseny alacsonyabb fokára, ezt azonban megerősítik az egyes részpiacok versenyhelyzetének közvetlen mérésével foglalkozó empirikus vizsgálatok is⁵⁵. Ennek eredményei szerint a fogyasztási hitelpiacot az árverseny alacsonyabb foka jellemzi, illetve a lakossági betéti piacon nagyobb a bankok árazási ereje. Ezt részben az is magyarázhatja, hogy az ügyfelek hitelkeresletének és betétkínálatának kamatrugalmassága viszonylag alacsony.

Eszközstruktúra, kockázatok

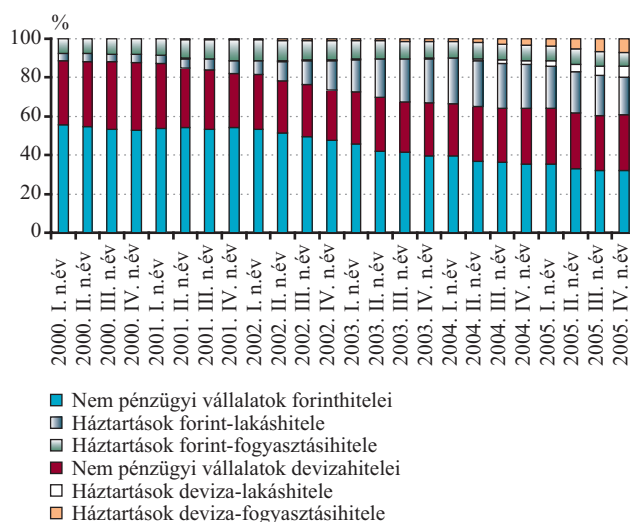
A bankok eszközstruktúrája több vonatkozásban is befolyásolja a kamatmarzsot. A kamatbevételek legnagyobb részét a hitelek kamatbevétele adja, amelyek kockázata magasabb, mint az egyéb kamatozó eszközöké. Az elmúlt évek gyors hitelexpanziója nyomán a hitelek mérlegfőösszegen belüli aránya jelentősen, a 1999 végi 46 százalékról 2005 végére 66 százalékra emelkedett. Az eszközstruktúra számottevő átrendeződése így önmagában is a kamatmarzs növekedése felé hatott.

Emellett fontos azonban megvizsgálni, hogy a hitelállomány összetételének változása hogyan befolyásolta a kamatmarzsot. Egyrészt ugyanis a kamatmarzs kapcsolatban van a hitelkockázattal a kockázati prémium révén. Ezt jól mutatja a hazai bankok körében a nem teljesítő hitelek és a kamatmarzs között megmutatkozó pozitív összefüggés. Másrészt, a hitelstruktúra szerkezete és annak válto-

zása is befolyásolja a marzsot, az állományokon realizált és az új szerződések kamatainak változásán keresztül. A hazai bankrendszerben a hitelezés fokozatosan eltolódik a magasabb marzsú termékek felé. Növekszik a magas marzsú lakás- és fogyasztási hitelek súlya, valamint a vállalati hitelekben belül is nő a KKV-hitelezés, amely magasabb marzs mellett megy végbe, mint a nagyvállalati hitelezés (2-34. ábra).

2-34. ábra

A háztartásoknak és vállalatoknak nyújtott bankhitelek alakulása (2000–2005)



Forrás: MNB.

A hitelportfólió összetétele szempontjából a lakáshitelek helyzete hazánkban speciális, hiszen az állami beavatkozás hatásaképpen a bankok a nemzetközi szintet jóval meghaladó marzsot realizálnak. A lakáshitelezés felfutása 2001-ben indult meg, nagyrészt az állami kamattámogatott lakáshitelezés bevezetése, illetve a háztartások jövedelmi kilátásainak javulása, és ingatlanpiaci kedvező tendenciák hatására. Az állami beavatkozás a piaci szint alá csökkentette a lakáshitelek kamatait, valamint elindította a jelzáloglevél-alapú hitelezést. Az így kialakult konstrukciók átlagon felüli marzsot biztosítottak a bankoknak az állami támogatás révén. A jelentős állami kamattámogatás viszont – a támogatási rendelet 2003 végi szigorításáig – nem tette lehetővé a piaci mechanizmusok érvényesülését a lakáshitelek árazásában. A lakástámogatási rendeletet 2003-ban két ízben szigorították, illetve 2003 második felében jelentősen emelkedett a jegybanki és a piaci kamatszint is. Ennek hatására a támogatott lakáshitelek kereslete és kínálata is visszaesett, helyüket a devizaalapú lakáshitelek vették át.

⁵⁵ Mór-Nagy (2004): Verseny a magyar bankpiacon, MNB-füzetek 2004/9.

A 2001 és 2003 júniusa közötti időszakban nyújtott hitelállományon becslésünk⁵⁶ szerint 7-9 százalékos marzsot realizáltak a bankok. Az ezt követő fél évben alacsonyabb, 3,5-5,5 százalékos marzs mellett nyújtották az állami kamattámogatású lakáshiteleket, majd a 2003. decemberi módosítást követően ez tovább csökkent, de még mindig a nemzetközi szint fölött maradt. A 2005 végéig felépült támogatott lakások hitelállományán a bankrendszer 5-6 százalékos marzsot realizált. Ezen állományt figyelmen kívül hagyva a 2005. évi kamatmarzs a tényleges, 3,9 százalékos szintnél lényegesen alacsonyabb, 3-3,3 százalékos lenne.⁵⁷

A kamatmarzs alakulásában közrejátszhatott a devizahitelek elterjedése is. A devizában denominált fogyasztási és lakáshiteleken ugyanis a bankok akár 5-6 százalékos marzsot is realizálhatnak.⁵⁸ Ebben szerepet játszhat, hogy az ügyfeleket a devizahitel-felvételnél döntően a forinthiteleknel alacsonyabb törlesztőrészlet motiválja. A devizahitelek iránti jelentős kereslet ugyanakkor azonban bizonyos mértékű árazási erőt biztosít a bankok számára, ami az alacsony forrásköltségek ellenére részben magyarázhatja a viszonylag magas devizahitelmarzs kialakulását. A devizahitelek hitelkockázata ugyanakkor magasabb, mint a forint-hiteleké, ami szintén szerepet játszhat az árazásban.

A magas marzsú lakossági hitelek hitelportfólión belüli súlya a vizsgált időszakban jelentősen megemelkedett: a 2000-es 10 százalékról 2005-re 40 százalékra nőtt. A portfólió kockázatossága ugyanakkor valószínűleg nem nőtt hasonlóan, a forintlakáshitelek hitelkockázata ugyanis alacsony. A kamatmarzs magas szinten maradásában tehát a portfólió ártrendeződése igen jelentős szerepet játszott.

Összességében megállapítható, hogy a hazai banki kamatmarzs nemzetközi összehasonlításban magas szintje három fő okra vezethető vissza. Egyrészt, a lakossági részpiacokon a hazaihoz hasonló fejlettségű országokhoz viszonyítva is magas a kamatkülönbözet, ami részben az árverseny viszonylag alacsonyabb fokával is magyarázható. A lakáshitelezési piacon ehhez hozzájárult az állami beavatkozás hatása, illetve a devizahiteleken realizálható magas kamatmarzs. Másrészt, a vizsgált időszakban a hazai bankrendszert magas költségszint jellemezte, ami a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban nagyobb kamatmarzssal járt együtt. Végül, az elmúlt években az EU-országokkal való összehasonlításban magas hazai kamatszint szintén hozzájárult a magas kamateredményhez.

A marzs változását a 2001–2005 közötti időszakban egymással ellentétes hatású tényezők befolyásolták. A hiteleken belül a magas marzsú lakossági hitelek, illetve devizahitelek felé történő elmozdulás a nagyvállalati hitelek arányának csökkenése mellett növelte a kamatmarzsot. A hitelek struktúrájának változása, a támogatott lakáshitelek kivételével, a portfólió kockázatosságának növekedését is tükrözi. A kamatmarzs szűkülése irányába hatott viszont a kamatszint és az átlagos működési költségek számottevő csökkenése. A kamatmarzs magas szinten történt stabilizálódását tehát elsősorban az magyarázza, hogy a csökkenést elősegítő tényezők hatását ellensúlyozta a magasabb marzsú, jellemzően kockázatosabb retail hitelezés súlyának növekedése. Fontos még kiemelni, hogy a lakossági hitelezés gyors expanziója nem járt az árverseny érdemi erősödésével. Ez részben a bankok piaci erejének kihasználására utalhat, másrészt azonban a jelentős állami támogatás piaci mechanizmusokat torzító hatása is magyarázza.

A marzs változását a 2001–2005 közötti időszakban egymással ellentétes hatású tényezők befolyásolták. A hiteleken belül a magas marzsú lakossági hitelek, illetve devizahitelek felé történő elmozdulás a nagyvállalati hitelek arányának csökkenése mellett növelte a kamatmarzsot. A hitelek struktúrájának változása, a támogatott lakáshitelek kivételével, a portfólió kockázatosságának növekedését is tükrözi. A kamatmarzs szűkülése irányába hatott viszont a kamatszint és az átlagos működési költségek számottevő csökkenése. A kamatmarzs magas szinten történt stabilizálódását tehát elsősorban az magyarázza, hogy a csökkenést elősegítő tényezők hatását ellensúlyozta a magasabb marzsú, jellemzően kockázatosabb retail hitelezés súlyának növekedése. Fontos még kiemelni, hogy a lakossági hitelezés gyors expanziója nem járt az árverseny érdemi erősödésével. Ez részben a bankok piaci erejének kihasználására utalhat, másrészt azonban a jelentős állami támogatás piaci mechanizmusokat torzító hatása is magyarázza.

2.1.4.3. Tőkehelyzet

A bankszektor tőke megfelelési mutatója⁵⁹ (TMM), korrigált TMM-je, valamint stressz-TMM-je egyaránt csökkent 2005 során, de még mindig biztonságos szinten áll (2-35. ábra). A 10 százalék alatti TMM-mel rendelkező bankok piaci részesedése csökkent (2005-ben a pozitív eredménnyel korrigált adatok alapján 23 százalékos volt a részesedésük), és egyetlen bank TMM-je sem csökkent 8 százalék alá. A tőke megfelelési mutatók 2004-hez viszonyított csökkenését a korrigált mérlegfőösszeg – becsült visszaforgatott eredménnyel korrigált – szavatoló tőkénél nagyobb ütemű bővülése okozta.

⁵⁶ Szalay-Tóth (2003): A lakásfinanszírozás gyakorlata, kapcsolódó kockázatok és azok kezelése a magyar bankrendszerben, *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2003. december.

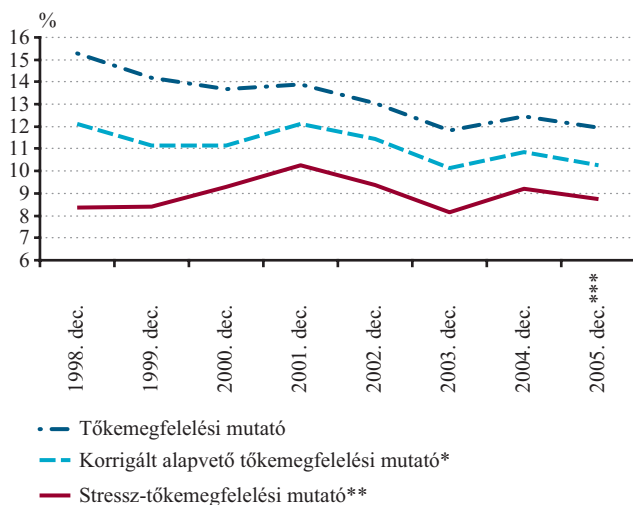
⁵⁷ Fontos megjegyezni, hogy ez a marzs a bankrendszer egészére értelmezendő. Egyedi banki esetben ez a maximális marzs csak a közvetlenül jelzáloglevéllel finanszírozott jelzálogbanki hitelnyújtás esetén realizálható. Jelzálogbanki refinanszírozás esetén a marzs a jelzálogbankok és a lakáshitelt folyósító kereskedelmi bankok osztoznak.

⁵⁸ Teljes hitelköltséggel számítva.

⁵⁹ 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.

2-35. ábra

A TMM, korrigált alapvető TMM és stressz-TMM alakulása



Forrás: MNB.

* (Levonások után fennmaradó alapvető tőke – kereskedési könyvi, devizaár-folyam- és árukockázat tőkekövetelménye)/korrigált mérlegfőösszeg.

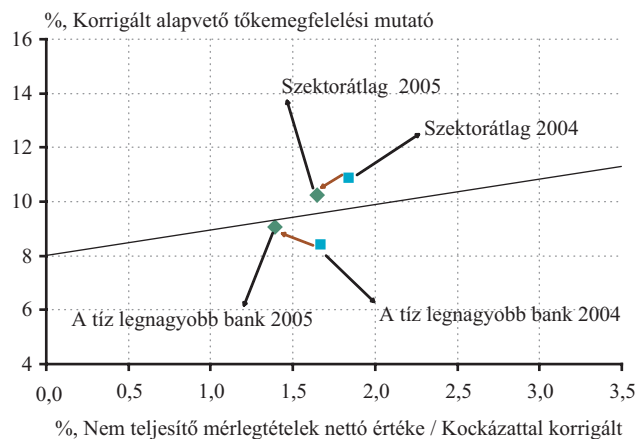
** (Levonások után fennmaradó alapvető tőke – kereskedési könyvi, devizaár-folyam- és árukockázat tőkekövetelménye – nem teljesítő mérlegtételek nettó értéke)/(korrigált mérlegfőösszeg – nem teljesítő mérlegtételek nettó értéke).

*** 2005 év végi értékek a várható visszaforgatott eredménnyel korrigálva.

A stressz-TMM értékét befolyásoló nem teljesítő hitelek állománya a hitelállomány növekedésénél kisebb mértékben, 7 százalékkal emelkedett. Az emelkedést a háztartási minősített hitelállomány emelkedése okozta. Az emelkedés túlnyomó része elszámolási okok miatt történt, vélhetően nem a portfólió romlását vetíti előre.

2-36. ábra

A tíz legnagyobb mérlegfőösszegű bank és a bankszektor tőkehelyzete és a nem teljesítő követeléseken elérhető maximális veszteségen mért kockázata



Forrás: MNB.

A teljes bankrendszer stressz-TMM-jének csökkenése ellenére a tíz legnagyobb bank korrigált alapvető tőke megfelelési mutatójának emelkedése a nem teljesítő tételek korrigált mérlegfőösszeghez viszonyított arányának csökkenése mellett a stressztűrő képesség javulására utal (2-36. ábra). A szektor egészére nézve ellenben a portfólió javulása a tőke megfelelés csökkenése mellett ment végbe. A tőke megfelelés mérséklődése tehát elsősorban kis bankok esetében fordult elő, ahol több esetben a kiemelkedően magas tőke megfelelési mutatók csökkentek az aktivitás bővülése mellett.

2.2. A nem banki pénzügyi közvetítőrendszer kockázatai

A nem banki pénzügyi közvetítő rendszer pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatása több szempontból is figyelmet érdemel: megtakarítási és finanszírozási alternatívák nyújtásán keresztül hatnak a háztartások és vállalatok pénzügyi pozíciójára; a pénzügyi közvetítésben betöltött növekvő súlyuk és sajátos kockázataik révén önmagukban is hatással lehetnek a pénz- és tőkepiacok stabilitására; valamint, a bankrendszerhez fűződő tulajdonosi, finanszírozási, egyéb szoros kapcsolataikon keresztül kockázataik továbbcsatornázódnak a bankrendszer felé (2-2. táblázat). Ebben a fejezetben az utóbbi kétféle kockázati tényező bemutatása kerül sorra.

2.2.1. HITELKOCKÁZAT

A nem banki pénzügyi közvetítésben a legfontosabb kockázatot jelenleg a pénzügyi vállalkozások által nyújtott finanszírozáshoz kapcsolódó **hitelkockázat** jelenti.

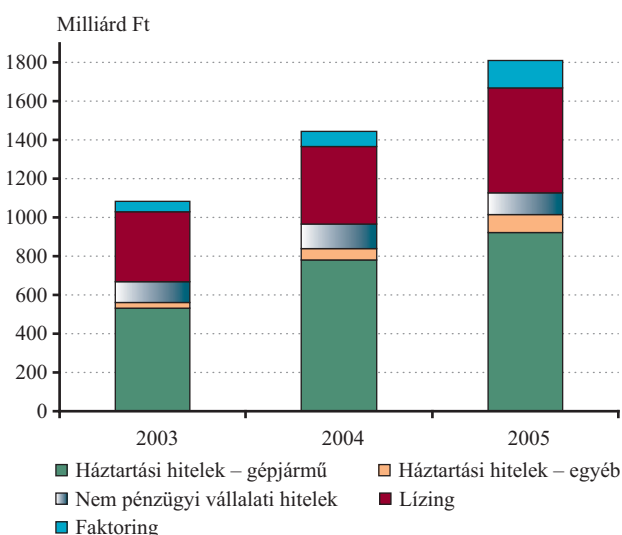
Az elmúlt években a pénzügyi vállalkozások által felmutatott erőteljes növekedés motorját a magyar lízingpiac sajátos fejlődése folytán a gépjármű-hitelezés képezte (2-37. ábra). Ennek következtében a hagyományos, illetve a Nyugat-Európa lízingpiacát jellemző tevékenységi körrel szemben (melyet alapvetően a vállalati ügyfelek kiszolgálása, lízing- és faktoringtermékek elsődlegessége a hitellel szemben, a gép-, ingatlan- és gépjármű-finanszírozás közel azonos részaránya jellemez) a magyar pénzügyi vállalkozási piacon a háztartási szegmens növekvő (2004-ben már 50%-ot meghaladó) részaránya és a hitelezés meghatáro-

zó terméké válása volt megfigyelhető. A pénzügyi vállalkozások gépjárműhitelei 2005 végén a háztartásoknak nyújtott hitelek több mint 90%-át tették ki, de a nem pénzügyi vállalati kihelyezések (hitel és lízing) jelentős része is gépjárműveket finanszíroz.⁶⁰

A szektorban látható folyamatok veszélyeit 2003-tól folyamatosan jeleztük a stabilitási jelentésekben. A gépjármű-

2-37. ábra

A pénzügyi vállalkozások kihelyezéseinek megoszlása



Forrás: MNB.

2-2. táblázat

A nem banki pénzügyi közvetítők és bankok kapcsolata (2005. 12. 31.)

	Pénzügyi vállalkozás	Befektetési alap	Életbiztosító	Magán-nyugdíjpénztár	Önkéntes nyugdíjpénztár
Banki háttérű vállalkozások száma*	43	125	4	4	6
Banki háttérű vállalkozások aránya a szektorban:					
darabszám szerint	19%	74%	18%	22%	8%
piaci részarány szerint**	69%	90%	46%	34% (becslés)	31% (becslés)

* Banki háttérű: közvetett vagy közvetlen tulajdon, nyugdíjpénztárak esetében alapítói érdekeltség, befektetési alapoknál banki tulajdonú alapkezelők által kezelt alapok, életbiztosítók: tulajdonlások, ill. közös anyavállalaton keresztül érdekeltség.

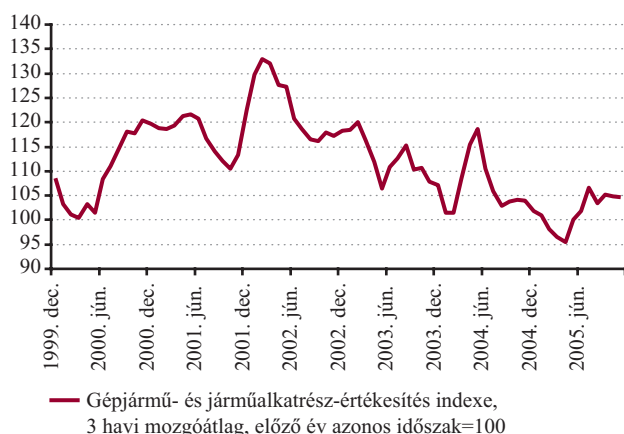
** Pénzügyi vállalkozások: kihelyezésszállomány, biztosítók: tartalékok, befektetési alapok: nettó eszközérték, nyugdíjpénztár: kezelt vagyon alapján.

⁶⁰ A vállalati kihelyezésekre nem áll rendelkezésre pontos termékmegoszlás. A Lízingszövetség adatai szerint a teljes kihelyezésszállomány közel 70%-a személygépkocsikat finanszíroz.

hitelezés magas részaránya sebezhetővé teszi a szektort a gépjárműpiaci folyamatokkal szemben, melyet súlyosbít, hogy az elmúlt években tapasztalt agresszív verseny kockázatos hitelezési gyakorlathoz vezetett. 2005-ben az autófinanszírozás csak visszafogott növekedést mutatott, ám a hitelezési gyakorlatban rejlő kockázati tényezők fennmaradtak (2-38. ábra). Az új gépjármű-eladások számának csökkenésével párhuzamosan növekedett a használtautó-finanszírozás részaránya, a fizetendő önrész aránya tovább mérséklődött, a hitelek futamideje egyre hosszabb. A hitelezési feltételek lazítása természetesen együtt jár az alacsonyabb hitelképességű, kockázatosabb ügyfélkör növekvő részarányával, az alacsony önrész és hosszú futamidő következtében pedig sok esetben a hitelek eszközfedezettsége romlik. A pénzügyi vállalkozási finanszírozásban mára szinte kizárólagossá váló devizaalapú finanszírozás tovább növeli a közvetett hitelkockázatot: 2005 végén a pénzügyi vállalkozások háztartási hitel-állományának 87%-a volt devizában denominált, a teljes kihelyezésállománya vetítve ez az arány 68%.

2-38. ábra

A gépjármű-értékesítés alakulása



Forrás: KSH.

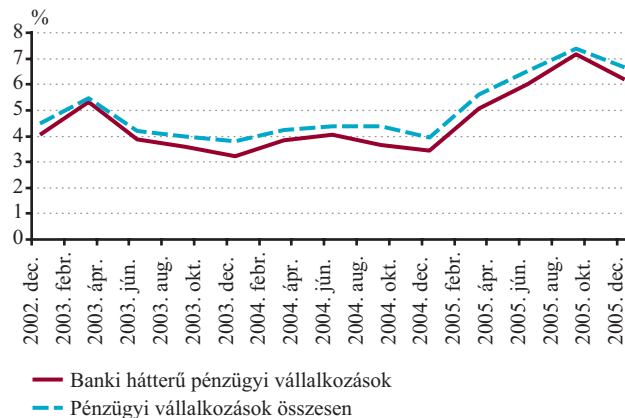
A pénzügyi vállalkozások által felvállalható kockázatok mértékét jelentősen növeli, hogy a hitelintézeti kockázatvállalási szabályoknál több ponton lényegesen lazább előírásoknak kell megfelelniük a kockázatvállalás, portfólióminősítés, értékvesztés-elszámolás tekintetében: a pénzügyi vállalkozások számára nincs előírva tőke-megfelelési követelmény, kinnlevőségeiket csak fordulónapon kötelesek minősíteni, és a minősítésre és értékvesztés-elszámolásra nincsenek pontos szabályok. Ugyanakkor a banki háttérű pénzügyi vállalkozások esetében a szabályozási arbitrázsra lényegesen kisebb a lehetőség a csoport-

szintű előírások miatt: a tulajdonos hitelintézetnek csoportszinten meg kell felelnie a tőke-megfelelési előírásnak, amelyhez csoportszintű kockázat-nyilvántartási rendszerre van szükség; és az irányító hitelintézet köteles gondoskodni arról, hogy a minősítési, értékvesztés-elszámolási gyakorlat a csoportba tartozó vállalkozásoknál is alkalmazásra kerüljön.

Másrészt, a jelenlegi adószabályok a banki háttérű pénzügyi vállalkozásokat sem teszik érdekeltté a problémás követelések portfólióban tartásában, illetve reális mértékű értékvesztés megképzésében, mivel a nem realizált veszteségeket csak korlátozott módon és körben számolhatják el adóalap-csökkentésként. A fentiek következtében a portfólióminőségről és értékvesztés-elszámolásról rendelkezésre álló adatok nem mutatják jól a tényleges nem teljesítési arányt és veszteségeket. Ennek tükrében még inkább aggodalomra ad okot, hogy a portfólióban lévő lejárt hitelek aránya a rendelkezésre álló adatok szerint is jelentősen emelkedett 2005-ben⁶¹ (2-39. ábra).

2-39. ábra

A lejárt hitelek aránya a banki tulajdonú pénzügyi vállalkozások, illetve a teljes szektor gépjárműhitel-portfóliójában



Forrás: MNB.

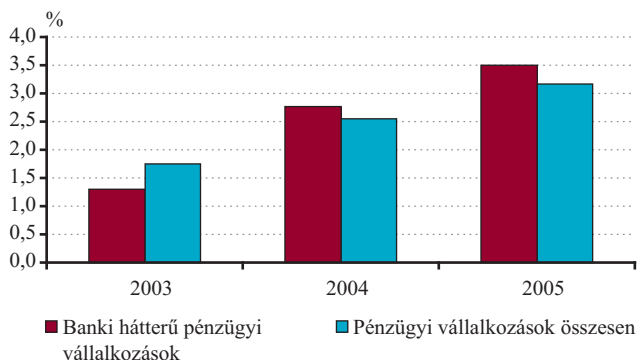
A portfólióban lévő jelentős kockázatot sejteti a visszavett autók magas aránya, amely 2005-ben piaci információk szerint meghaladta a finanszírozott autók 10%-át. Az elszámolt nettó értékvesztés 2004-ben és 2005-ben számottevően növekedett, melynek révén a portfólió értékvesztéssel való fedezettsége nőtt, ám minden bizonnyal továbbra sincs összhangban a ténylegesen várható veszteségekkel, és az egyes vállalkozásokat tekintve jelentős különbségeket takar (2-40. ábra). A banki tulajdonú cégeknél általában magasabb az értékvesztés-

⁶¹ A lejárt hitelek arányának utolsó negyedévi enyhe csökkenését feltételezhetően az okozza, hogy sok vállalkozás az év végét megelőzően a problémás hitelek eladásával realizálja a veszteségeket.

sel való fedezettség, ugyanakkor számos nem banki tulajdonban lévő vállalkozás egyáltalán nem számol el értékesítést.

2-40. ábra

A pénzügyi vállalkozások portfóliójának értékvesztéssel való fedezettsége



Forrás: MNB.

A hiteles költségvetési szigorítás elmaradása esetén valószínűsíthető piaci korrekció a gépjárműeladások számát, ezáltal a pénzügyi vállalkozások kihelyezési lehetőségeit várhatóan jelentősen visszavetné, ami a portfólióban lévő új hitelek csökkenő részarányához, a portfólióminőség további romlásához vezetne. Egy nagyobb forintárfolyamgyengülés esetén a magas devizahitel-arány következtében a pénzügyi vállalkozásoknál is a nem teljesítések drasztikus emelkedésére lehet számítani.

A háztartásokkal szembeni hitelkockázati kitettséget, illetve a szűk termékstruktúrában rejlő kockázatokat csak enyhén, illetve hosszabb távon csökkentheti az a 2005-ben a kihelyezési struktúrában tapasztalt változás, hogy a gépjármű-hitelezés lassulását az egyéb finanszírozási célpontok előtérbe kerülése ellensúlyozni tudta. Ennek révén emelkedett a gépek, tehergépjárművek, illetve az ingatlanfinanszírozás súlya a kihelyezések között. A lakáslízing-tevékenység megindulása újabb termékkör-bővítési alternatívát nyújthat, de a szektor problémáit rövid és középtávon nem oldja meg.

Lakáslízing konstrukcióval 2006 eleje óta több nagy lízingcég megjelent a piacon. A termék iránt erőteljes érdeklődés tapasztalható. Célcsoportja azok a lakást vásárlók, akik az állami és szociális kedvezményeket nem tudják igénybe venni, illetve az alacsony önerővel rendelkező, minőségi cserét fontolgató lakástulajdonosok. A termék a hasonló devizanemben folyósított bankhitelhez képest 1-2%-kal magasabb THM mellett érhető el, a különbség a jelzáloghitelekhez képest magasabb finanszírozási kockázatok

miatt várhatóan hosszabb távon fennmarad. A finanszírozott összeg a lakáshitelekénél jellemzően magasabb, az átlagos futamidő hosszabb, 20-25 éves. Piaci becslések alapján 2006-ban a lízingfinanszírozás volumene 25-30 milliárd Ft-ot is elérhet.

A pénzügyi vállalkozások hitelkockázata közvetve több csatornán át növeli a bankrendszer kitettséget. 2005 végén a kereskedelmi bankok tulajdonába, illetve érdekeltségi körébe tartozó pénzügyi vállalkozások piaci részaránya az ügyfélkihelyezés-állomány mintegy 70%-át érte el. E pénzügyi vállalkozások kihelyezéseit gyakorlatilag teljes egészében az érdekelt bankok forrásai finanszírozzák. A többi pénzügyi vállalkozás esetében is növekszik a bankhitelből történő finanszírozás jelentősége, 2005 végén az általuk felvett bankhitelek összege ügyfélkihelyezéseik 85%-át érte el. A pénzügyi vállalkozások által kihelyezett hitelek súlya az érintett bankcsoportok hitelportfóliójában változó, a háztartási hitelek esetében akár a 70%-ot is eléri. A legnagyobb bankcsoportok a gépjármű-financezírozó vállalkozásokon kívül személyi hitelezéssel, lízinggel, faktoringgal foglalkozó leányvállalatokban is érdekeltnek, melynek révén ki tudják használni a diverzifikációból származó előnyöket.

2.2.2. ÁRFOLYAM-ÉS KAMATKOCKÁZAT

A pénzügyi vállalkozások, különösen a banki tulajdonban lévő cégek eszköz-forrás struktúrájukat jellemzően úgy alakítják, hogy mind devizanem, mind átárazás tekintetében összhangban legyen, így a náluk megjelenő **árfolyam- és kamatkockázat** csekély, és a bankrendszerrel mérhető kockázatokat nem növeli.

2.2.3. BEFEKTETÉSEKHEZ KAPCSOLÓDÓ KOCKÁZATOK

Az intézményi befektetők⁶² teljesítményét és vagyonalakulását a pénz- és tőkepiaci folyamatok nagymértékben befolyásolják. Miközben a portfóliójukban lévő **befektetések** közvetlen **kockázatát** – a befektetési alapok, nyugdíjpénztárak és unit-linked életbiztosítások esetében – maguk a megtakarítást elhelyező befektetők, azaz a háztartások (és befektetésiigény-tulajdonos vállalatok) viselik, ugyanakkor az elért hozammutatók és a piaci folyamatok – különösen a befektetési alapoknál – nagyban befolyásolják a megtakarítások be- és kiáramlását.

Az intézményi befektetők a befektetéseik kockázatát közvetve, elsősorban a vállalt **hozam- és tőkegaranciákon** keresztül viselik. A befektetési alapoknál a garanciavállalás-

⁶² Intézményi befektetők: nyugdíjpénztárak, életbiztosítók, befektetési alapok.

nak bankgaranciával fedezettnek kell lennie, így ez a kockázat jellemzően a bankcsoporton belül, az anyabankot terhelő kockázatként jelenik meg. Miközben mind több alapkezelő, egyre többféle és egyre kifinomultabb kockázatok tartalmazó garantált konstrukciót kínál, ezeknek az alapoknak a piaci részaránya 2005-ben sem emelkedett számottevően, a kezelt vagyon alapján részesedésük 5%. A visszafogott érdeklődés részben szabályozási okokra, részben a garantált hozamok nem attraktív mértékére, valamint a garantált konstrukciók likviditásának biztosításával kapcsolatos technikai nehézségekre vezethető vissza.⁶³

Megítélésünk szerint a garantált alapok – a reálisan megálapított hozamszint, és a konstrukciók speciális jellemzői következtében – jelenleg nem növelik számottevő mértékben az anyabanki kockázatokat. További fontos szempont, hogy a garantált alapokban lévő tőke nem meghatározó a szektor által kezelt vagyonhoz viszonyítva.

Az életbiztosítók szerződéseinél vállalható hozamgarancia (technikai kamatláb) mértéke – ide nem értve a unit-linked termékeket – jogszabály által behatárolt.⁶⁴ A forintban, illetve euróban kötött új szerződésekre⁶⁵ 2006. március 31-ig évi 4%-ot, 2006. április 1-jétől pedig évi 2,9%-ot vállalhatnak a biztosítók. Azoknál a biztosítóknál, melyek jelentik az ügyfelek felé vállalt hozamgarancia mértékét, általában 3-6% között ingadozik az összes élő szerződésre számolt hozamgarancia átlagos mértéke. A hozamgaranciák kitermelése a jelenlegi kamatkörnyezetben még nem jelent problémát a biztosítók számára (a díjtartalékok zömét kitevő matematikai tartalékok mögött álló befektetéseken 7% körüli átlagos hozamot mutattak ki az életbiztosítók). Mivel azonban a hozamgarancia mértéke a futamidő alatt nem változtatható, hosszabb távra tekintve – figyelembe véve, hogy a tartalékok átlagos hátralévő futamideje több biztosító esetében jelentősen meghaladja a befektetések esetében mért átlagos értéket – már nem elhanyagolható a kockázat, illetve a hozam kitermelése érdekében a biztosítók stratégiáját a kockázatosabb befektetések irányába mozdíthatja el.

2.2.4. LIKVIDITÁSI HATÁS

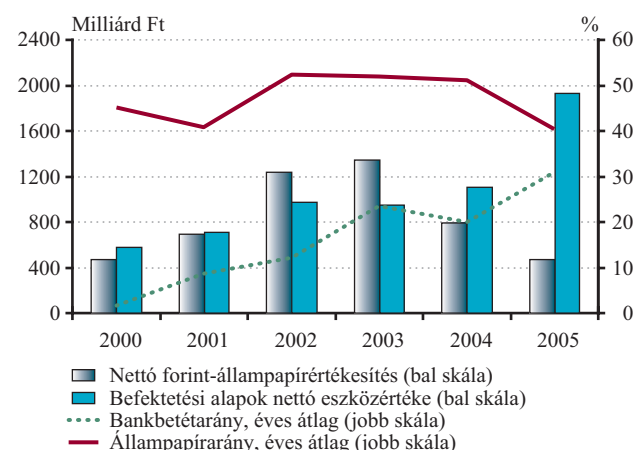
A háztartások megtakarítási preferenciáinak változásával a megtakarítások növekvő hányada csapódik le az intézményi befektetők által kínált termékekben, melynek követke-

tében a bankok elesnek potenciális betéteik egy részétől. A kieső források egy része azonban a bankok érdekeltségi körébe tartozó intézményi befektetők, elsősorban befektetési alapok betételhelyezése révén visszacsatornázódik, ezáltal az intézményi befektetőknel elhelyezett megtakarítások alakulása, illetve az általuk követett befektetési stratégia a hitelintézetek likviditására is hatással lehet.

A befektetési alapok 628 milliárd Ft bankbetéttel rendelkeztek 2005. december végén, ami a bankrendszer háztartási betéteihez viszonyítva, mintegy 13%-nyi pótlólagos forrást jelent. Jellemzően a pénzügyi és az ingatlanalapok helyezik bankbetétbe a forrásait. A befektetési alapok portfólióján belül a bankbetétek aránya ingadozó, de egyértelműen növekvő tendenciát mutat: míg 2003–2004-ben a nettó eszközérték 15-20%-át, 2005-ben viszont 30-35%-át tartották bankbetétben (2-41. ábra). Az így „visszagyűjtött” források néhány banknál koncentrálnak, a befektetési alapok által elhelyezett betétek ezeknél a bankoknál a háztartásoktól származó forrásokat változó – néhány százaléktól egyes esetekben akár 150%-os – mértékben növelték meg. Ugyanakkor a befektetési alapok eszközszerkezetének az állampapírok felől a bankbetétek felé történő átrendeződése részben az állampapír-kínálat csökkenésével is magyarázható.

2-41. ábra

A nettó forint állampapír-értékesítés és a befektetési alapok nettó eszközértékének alakulása, a bankbetétek és állampapírok aránya a befektetési alapok portfóliójában



Forrás: MNB.

⁶³ Garantált alapot eredetileg csak zárt végű formában lehetett létrehozni, ezeket azonban a másodpiaci likviditás érdekében be kell vezetni a tőzsdére. A 2004. évi XLVIII. törvény eredményeként lehetővé vált, hogy a tőke-, vagy tőke- és hozamgarantált alapot nyílt végű formában is létre lehessen hozni. Ez a szabály azonban nem jelentett valódi segítséget a garantált nyílt végű alapok létrehozására, mivel a mögöttes stratégiák miatt nehézkes a befektetési jegyek visszaváltása. Ezt a problémát próbálják orvosolni az elszámolásokra vonatkozó, 2006. januártól érvénybe lépő szabályok.

⁶⁴ A unit-linked termékekre vállalható garancia mértéke nincs korlátozva. Több biztosító is kibővítette unit-linked termékei esetén a választható alapok körét tőke-, ill. hozamgarantált alapokkal. A hozamgaranciákra jellemzően nem képeznek elkülönített tartalékokat, ezért vélhetően az ebből adódó kockázatokat nem tartják jelentősnek.

⁶⁵ Az egyéb pénznemben fennálló kötelezettség esetén az adott pénznemet kibocsátó állam által a leghosszabb futamidőre kibocsátott kötvény hozamának legfeljebb 60%-a és az euróban, illetve forintban fennálló kötelezettségekre meghatározott mérték közül a kisebbik.

A legnagyobb betétfelvevő bankok befektetési alapjaik nettó eszközértékének 50-60%-át csatornázták vissza, alapjaik szinte kizárólag az anyabankhoz helyezték el betétet. Mindezek alapján úgy véljük, hogy egyes bankok tudatosan használják lakossági forrásgyűjtésre a befektetési alapokat. Ugyanakkor az alternatív befektetési lehetőségek kínálásával és népszerűsítésével a bankok saját maguk közvetlen forrásgyűjtése számára gerjesztenek versenyt.

2.2.5. JÖVEDELMEZŐSÉGI HATÁS

A pénzügyi vállalkozásoknál a gépjármű-hitelezés üzletág jelentős veszteségei mellett is viszonylag kedvező, bár romló jövedelmezőségi mutatókat láthatunk, de az egyes üzletágak és egyedi vállalkozások között jelentős eltérések mutatkoznak (2-3. táblázat). A szektor adózás előtti eredménye 43 milliárd Ft volt 2005-ben, növekedése elmaradt az átlagos eszközállomány bővülésétől, így az eszközarányos jövedelmezőség szektorszíntén tovább csökkent.

A gépjárműhitelekben realizált marzsot csökkenti a gépjármű-kereskedőknek fizetett jutalékok magas szintje, amely 2005-ben sem csökkent, és a finanszírozott autó bekerülési árának akár 10%-át is eléri. Ugyanakkor a kapcsolódó szolgáltatásokon realizált jutaléktípusú bevételek (pl. biztosítások közvetítése) lehetővé teszik, hogy a gépjármű-hitelezés alacsony, de pozitív jövedelmezőséget biztosítson egy bizonyos mérethatékonysági szint felett.

A banki tulajdonban lévő pénzügyi vállalkozások eredménye változó, 2005-ben egy bank pénzügyi vállalkozásainak összevont eredménye volt negatív. E vállalkozásokra általában jellemző a magasabb elszámolt értékvesztés-arány, melynek következtében az összevontan számított jövedelmezőségi mutatóik elmaradnak a többi vállalkozás hasonló számaitól.

A portfólióban lévő kockázatok várhatóan jelentős veszteségeket fognak okozni a gépjármű-hitelezésre koncentrált

vállalkozásoknál. A jelenlegi nem teljesítési arányok mellett a várható veszteségek a szektor, illetve a tulajdonosi és hitelezői viszonyokon keresztül érintett bankok stabilitását vélhetően nem veszélyeztetik, a kisebb vállalkozások között számíthatunk konszolidálódási folyamatra. Azonban egy piaci korrekcióval járó kereslet-visszaesés, és a nem teljesítési arány növekedése különösen érzékenyen érintheti a szektort.

Az intézményi befektetőknél hagyományos értelemben vett eredményről, jövedelmezőségről csak az életbiztosítók esetében beszélhetünk, a befektetési alapok és nyugdíjpénztárak által elért hozam a befektetőket illeti. A bankrendszer szempontjából jövedelmezőségi hatásuk elsősorban abban rejlik, hogy az általuk a bankoknak, illetve bankcsoportokhoz tartozó vagyonkezelőknek fizetett vagyonkezelési, letétkezelési és egyéb díjak, jutalékok növelik a bankrendszer eredményét.

A befektetési alapokba a vonzó visszatekintő hozamoknak köszönhetően 2005-ben kimagasló mértékű tőkebeáramlás történt, a kezelt vagyon az ártértékelődés és új tőkebeáramlás együttes hatására 76%-kal emelkedett. Az egyes alapok típusára jellemző eltérő befektetési szerkezet a befektetői preferenciák változásával együtt befolyásolta a vagyonnövekedés mértékét, melynek hatására 2005-ben az ingatlanalapok tényerése volt tapasztalható a kötvényalapok rovására. A 2005-ben jelentős, 20%-os díjtartalék-növekedést felmutató életbiztosításoknál az optimista piaci várakozások a unit-linked biztosítások növekvő részarányában érhetők tetten. A nyugdíjpénztárak esetében a megtakarítások beáramlását szektorszíntén más, nem piaci tényezők határozzák meg elsősorban, de az elért hozammutatók az egyes pénztárak közötti választást elvben befolyásolják.

Az intézményi befektetők portfóliójában továbbra is domináns állampapírok révén 2005-ben is az állampapír-hozamok határozták meg a teljesítményt.

2-3. táblázat

Eszközarányos megtérülés a pénzügyi vállalkozásoknál, üzletági bontásban⁶⁶

%	2003	2004	2005
Factoring	3,4	4,8	2,8
Követelésvásárlás	16,3	8,3	5,9
Hitel	3,8	3,0	2,9
Lízing	3,4	2,1	0,8

Forrás: MNB.

⁶⁶ A vállalkozások jellemző alaptervekenységük alapján kerültek besorolásra a csoportokba, a vegyes tevékenységűeket a számításból kihagytuk.

A befektetési alapok az elmúlt évben a kamatszint csökkenésének, a hazai tőzsdeindex 41%-os erősödésének és az euro forinttal szembeni kismértékű gyengülésének köszönhetően általában kedvező hozammutatókat értek el. Az egyes alaptípusokon belül ugyanakkor jelentős jövedelmezőségi eltérések tapasztalhatók, amelyet befektetési portfóliójuk eltérő összetétele magyaráz.

A biztosítók életági jövedelmezősége stabilan jó, 2005-ben 23% körüli átlagos ROE-t mutattak ki⁶⁷.

2005-ben a nyugdíjpénztárak szektorszintű éves átlagos nettó reálhozama 8,8% volt, ami az utolsó negyedévi kedvezőtlen hozamtendenciák következtében elmarad a pénztárak szempontjából kiemelkedő 2004. évi teljesítményekhez képest. A banki háttérű pénztárak esetében a vagyonkezelést, valamint az adminisztrációs és marketingfeladatok ellátását is jellemzően az alapítói csoporthoz tartozó leánycégek látják el. A bankcsoporton belüli jövedelemtranszfer éves mértékét és megoszlását a 2-4. táblázat foglalja össze.

A fiskális konszolidáció elmaradása esetén kialakuló, piaci korrekcióval járó árfolyam-leértékelődés és kamatemelés elsősorban a befektetési alapokban lévő megtakarításokra lenne jelentős hatással. Miközben a megtakarítási hajlandóság növekedése prognosztizálható, a lakosság befektetési döntéseire jellemző viselkedését alapul véve [amikor a befektetési jegyek olcsóvá válnak (a visszatekintő hozamok esnek) elad, és fordítva] a befektetési alapokra várhatóan visszásan hatna. A hozamok emelkedése leginkább a hosszabb lejáratú állampapírokat nagyobb arányban tartó kötvényalapokra lenne kedvezőtlen hatással, mivel ezek visszatekintő hozamai jelentősen csökkennének, emiatt a befektetők további megtakarításokat vonnának ki, így piaci részarányvesztésük tovább gyorsulna.

A nyugdíjpénztárak esetében a magánág kötelező jellege, az önkéntes ágban pedig a munkáltatói hozzájárulások döntő hányada következtében a lehetséges kiigazítási forgatókönyvek a pénztári megtakarítások volumenének ala-

kulására közvetlen hatást nem gyakorolnak. A kiigazítási lépések a portfólió meghatározó hányadát kitevő állampapírok árfolyamváltozásán keresztül rövid távon elsődlegesen a pénztári hozamokat csökkentik, melynek mértéke a piac által kikényszerített korrekció esetén jóval erőteljesebb lenne, a hosszú távú hatások bizonytalanok.

2.2.6. REPUTÁCIÓS KOCKÁZAT ÉS FERTŐZÉSI HATÁS

A bankok és nem banki pénzügyi közvetítők egyre szorosabbá váló együttműködése általánosan jellemző jelenség. Az azonos név és logo, egymás értékesítési csatornáinak használata, a közös termékfejlesztés az egy banki csoporthoz tartozó befektetési alapok, biztosítók, pénzügyi vállalkozások, esetenként nyugdíjpénztárak vonatkozásában egyre inkább elterjed, sőt tudatos marketingelemmé válik. Ezáltal az ügyfelek a csoporthoz tartozó cégeket azonosítják a csoport vezető intézményével, ami a pozitív termékértékesítési hatások mellett reputációs kockázatot is magában rejthet.

A pénzügyi vállalkozásoknál tapasztalható jelentős kockázatok, és kihelyezéseiknek a tulajdonos bankcsoport portfóliójában betöltött nem elhanyagolható súlya következtében az érintett bankok esetében számottevő reputációs és fertőző kockázattal is számolni kell. A kockázat mértéke bankcsoportonként változó, több banki tulajdonú pénzügyi vállalkozásnál az elmúlt két évben már jelentős portfóliótisztítás történt, és a kihelyezési gyakorlat szigorításra került, kevésbé kockázatos ügyleteket és ügyfeleket célozva meg.

2.2.7. EGYÉB AKTUÁLIS KOCKÁZATOK ÉS MŰKÖDÉSI PROBLÉMÁK

A magánnyugdíjpénztárak működési problémáit és annak államháztartásra gyakorolt lehetséges negatív hatásait az előző stabilitási jelentések részletesen tárgyalták. 2005-ben érdemi változás nem történt. A működési problémák elsőd-

2-4. táblázat

Banki háttérű nyugdíjpénztáraktól származó jövedelemtranszfer 2005-ben, becslés⁶⁸

Milliárd forint	Vagyonkezelés	Adminisztráció	Marketing	Tevékenységek összesen
Magán	2,7	2,1	0,2	5,0
Önkéntes	1,3	0,6	0,1	2,0
Pénztári ágak összesen	4,0	2,7	0,3	7,0

⁶⁷ Előzetes adatok alapján számolva.

⁶⁸ A szektorszintű adatokból a banki háttérű pénztárak vagyon alapján számított részaránya figyelembevételével számított értékek.

leges okai a verseny csekély mértékében, a banki és biztosítói háttérrel működő pénztárak nem megfelelő működési formájában, valamint a költségek transzparenciájának alacsony fokában keresendők. A hatékony működést gátolja a

befektetési portfólió magas állampapír-hányada és egyszerű befektetési összetétele. Ezek a hatások korlátozzák az elérhető pénztári hozamok mértékét, és hosszabb távon a pénztáraktól származó nyugdíjak várható értékét is.

2-4. keretes írás:

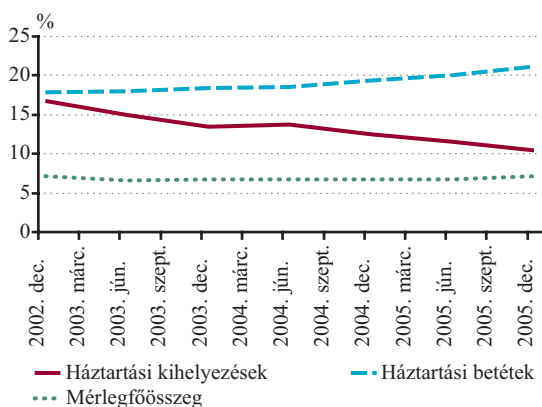
A takarékszövetkezeti szektor kockázatai

A takarékszövetkezetek mind méretüket, jövedelmezőségüket, tőkeerejüket, portfóliójuk minőségét tekintve rendkívül heterogén képet mutatnak. Mindazonáltal a takarékszövetkezeti szektor több tekintetben a bankrendszerrel markánsan eltérő karakterisztikával, kockázatokkal rendelkezik, mivel – a koncentrációs folyamatok ellenére – a takarékszövetkezetek jellemzően lokálisan, kis mérettel működnek, jövedelmezőségük, hatékonysági mutatóik rendre alacsonyabbak a bankrendszerénél. Forrásaik döntően a lakosságtól származnak, eszközeik közel fele állampapírban és bankközi kihelyezésekben hasznosul.

A háztartási források pénzügyi közvetítő rendszerbe való becsatornázásában jelentős a piaci részarányuk, bankrendszeri súlyukhoz képest aktívak (2-42. ábra). A lakossági hitelezésben piacvesztők, amit az okozott, hogy a forrásoldali kamattámogatású lakáshitelezésből és a lakossági devizahitelezésből gyakorlatilag kimaradt a szektor. A vállalati hitelezésben súlyukhoz képest szerény, azonban növekvő mértékű az aktivitásuk, mérlegfőösszegük mintegy 16%-át helyezték ki vállalatokhoz 2005. december végén (2-43. ábra).

2-42. ábra

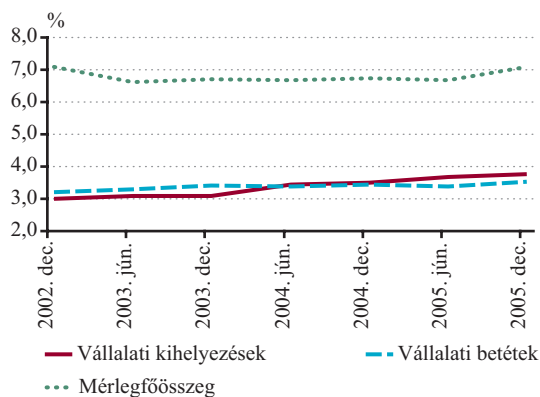
Piaci részarányok a háztartási szegmensben és mérlegfőösszeg alapján



Forrás: MNB.

2-43. ábra

Piaci részarányok a vállalati szegmensben és mérlegfőösszeg alapján



Forrás: MNB.

Jövedelmezőség, tőke

A bankrendszerrel összevetve a takarékszövetkezeti szektor jövedelmezősége és hatékonysága lényegesen gyengébb, jövedelmezőségi mutatóik rendre csökkentek az elmúlt két évben (2-44. és 2-45. ábra).

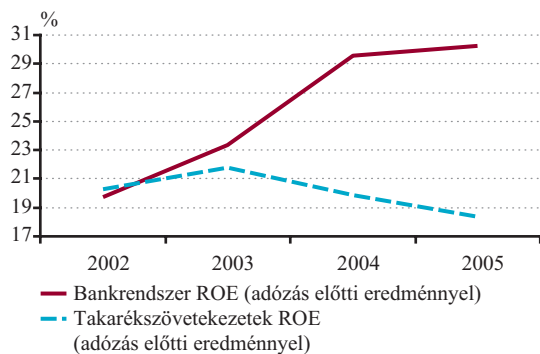
A takarékszövetkezeti szektor működési költsége jelentősen meghaladja a bankrendszerét, az a mérlegfőösszeg 4,4%-a volt 2005 végén (a bankrendszerben ez az arány 2,7%). Adózás előtti eredményük közel 10%-kal, azonban a bankrendszerrel lényegesen elmaradva növekedett 2005-ben. Eredményük forrása szinte kizárólag a kamatkülönbözet, valamint a jutalék és díjbevételek, egyéb eredményük elhanyagolható nagyságrendű.

„Piaci korrekció” scenárió esetén egy esetlegesen leértékelődő forint közvetlenül nem hatna az eredményükre, mivel mérlegükön belül a devizaeszközök, -források aránya elhanyagolható, azonban a kamatszint-emelkedés a leértékelődő állampapír-állományon, és az azt finanszírozó lakossági források drágulásán keresztül érdemben csökkentheti azt.

A fentiek miatt és annak következtében, hogy az ügyfelektől kapott kamatbevételek bővülésének gátat szab a már említett lakossági hitelezési piacvesztés, jövedelmezőségük, és közvetve a tőkeakkumulációs képességük sérülékeny.

2-44. ábra

ROE



Forrás: MNB.

A saját tőke koncentrációja jelentős emelkedést mutat, az átlagos saját tőke a 2004. évi 406 millió forintról 490 millió forintra növekedett, az 1 milliárd forintot meghaladó saját tőkájú takarékszövetkezetek száma megduplázódott az elmúlt két évben (12 db 2005 végén). A tőke növekedésének szinte egyedüli forrása – a szövetkezetek szabályozási sajátosságai miatt – az eredmény. Az átlagos állományt tovább növelte a takarékszövetkezetek számának a csökkenése. Fontos motorja a beolvadásoknak, hogy a hitelintézeti törvény alapján 2006. december végére a saját tőke minimum 200 millió, 2007 végére pedig 250 millió forintra emelkedik. Ezt a tőkeszintet önerőből számos takarékszövetkezet nem tudja elérni, emiatt számuk további csökkenése várható egyesülések, beolvadások következtében.

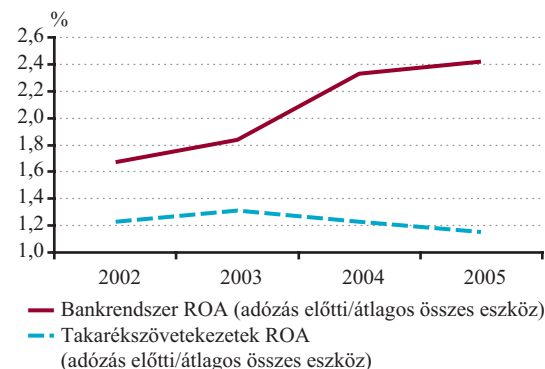
A fizetőképességi mutató az elmúlt években folyamatosan csökkent, 2005 végén 14,25% volt. A bankrendszerénél magasabb mutató főképp a kockázatmentes állampapír-kihelyezések jelentős állományának tudható be. A hitelezési aktivitás esetleges növekedése könnyen tőkekorlátba ütközhet.

Hitelezés, hitelezési portfólió minősége

A lakossági és vállalati kihelyezések aránya a takarékszövetkezetek portfólióján belül kismértékben csökkent, miközben a bankok – egyre nagyobb versenyt támasztva – a takarékszövetkezetek hagyományos ügyfeleit (KKV, lakosság) próbálják megszerezni. A kiszorító hatás miatt, illetve mivel a bankok a jobb ügyfeleket elhódítják, a takarékszövetkezetek a kockázatosabb ügyfélkör kiszolgálása felé kénytelenek nyitni. Mindez adekvát kockázatkezelési rendszerek esetén a jövedelemre kedvező hatással lehetne, mivel azonban a hitelportfólió minősége lényegesen rosszabb a bankrendszerénél – a kockázattal súlyozott, külön figyelendő kategóriával korrigált minősített vállalati és lakossági hitelek aránya több mint kétszerese a

2-45. ábra

ROA

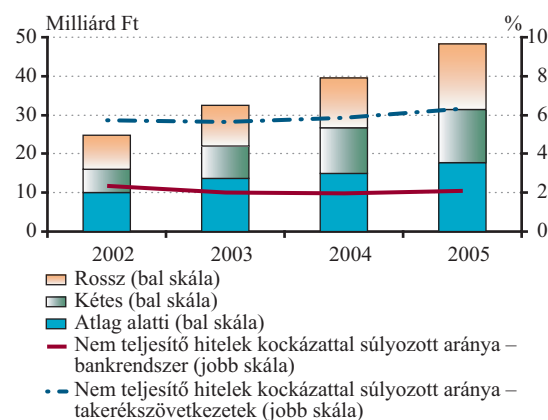


Forrás: MNB.

bankrendszerének –, feltehetően ezen rendszereket fejleszteni szükséges (2-46. ábra).

2-46. ábra

A nem pénzügyi vállalati és a lakossági hitelportfólió minősége



Forrás: MNB.

A rossz, kétes és átlag alatti állományok látványosan emelkedtek. A hitelportfólió minőségének a bankrendszeritől szignifikáns eltérést valószínűleg az eltérő kockázat kezelési kultúra, valamint a kockázatosabb ügyfélkör okozza.

Integráció, pénzügyi stabilitás erősítése

A takarékszövetkezetek esetleges egyedi krízisei a pénzügyi szektor stabilitását közvetlenül nem veszélyeztetnék, azonban közvetetten a lakossági megtakarítások számottevő hányadát érintené a szektorral kapcsolatos bizalom csökkenése.

A hatályos szabályozás az integrációs tagságot, mint kockázatsökkentő tényezőt nem ismeri el, kötelező tagságot nem ír elő, illetve nem tartalmaz előírásokat az integráció tartalmi elemeivel szemben. Az integrált, illetve a nem integrált takarékszövetkezetekre ugyanazon jegyzett- és sajáttőke-előírások vonatkoznak, miközben egy hatékony integráció az intézményvédelmi alapon keresztül mérsékli a tagok kockázatait: egy tag krízishelyzete esetén többek között pénzügyi segítséget nyújt a közös biztonsági tartalék terhére, válságmegelőző/válságkezelő jogosítványai vannak.

Úgy véljük, hogy a szektor stabilitását növelné, amennyiben a nem integrált takarékszövetkezetekkel szemben szigorúbb tőkekövetelmény lépne érvénybe, illetve ha az integrációval kapcsolatos szabályozói elvárások törvényi szinten lennének meghatározva. Az OTIVA által működtetett integráció alapszabálya jó kiinduló alapja lehet a törvényi szabályozásnak, azonban jótékonyan hatna a szektor stabilitásra, ha egyes esetekben az ott találhatónál szigorúbb szabályok kerülnének elfogadásra.

3. Pénzügyi infrastruktúra





3.1. Szabályozói kihívások

A pénzügyi szabályozásban történt változások, előrelépések nagyon sokszor közvetlen módon hathatnak a pénzügyi stabilitásra (pl. tőkeszabályozás), azonban a jogszabályi környezet átalakulásának értékelésekor, a piaci struktúrát, versenyhelyzetet, hatékonyságot érintő közvetett hatásokra is egyaránt figyelemmel kell lenni. Jegybanki szemmel nagyon fontos ezekben az új szabályozó-ösztönző rendszerekben a versenysemlegesség, a szabályozói arbitrázs lehetőségének kiküszöbölése.

A monetáris transzmisszió hatékonyságának szempontjából a pénzügyi piacok egészséges működése kiemelt kérdés, ennek kapcsán a pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv hatálybalépése várhatóan a következő évek egyik fontos piacalakító tényezője lesz. Emellett a nagykockázatok szabályozásának várható európai reformja képvisel olyan kérdést, melyet megítélésünk szerint érdemes pénzügyi stabilitási szemmel is megvizsgálni.

3.1.1. A PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK PIACAIRÓL (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS – MIFID, 2004/39/EK) SZÓLÓ UNIÓS IRÁNYELVCSOMAG

A Pénzügyi Eszközök Piacairól (Markets in Financial Instruments – MiFID, 2004/39/EK) szóló uniós irányelvcsomag magyarországi átvételének határideje 2007. január 31. (a hatálybalépés dátuma 2007. november 1.). Az implementáció számottevő hatást fog gyakorolni a magyarországi befektetési szolgáltatási tevékenységek szabályozására, és ez által a szektor cégeinek működésére is.

A MiFID kiindulópontjául a korábbi befektetési szolgáltatókról szóló irányelv (93/22/EGK) szolgált. Az EU pénzügyi jogalkotásának ütemterve a Pénzügyi Szolgáltatások Akcióterv (Financial Services Action Plan) 2005-től jelölte meg az egységes pénzügyi piac megvalósítási véghatáridejének, amelynek egyik fő prioritása a befektetési szolgáltatások egységes piacának megteremtése. Az Európai Bizottság ezt a célt a korábbi szabályozás modernizálásával kívánja elérni. Az új irányelvcsomag a Lámfalussy-eljárás (lásd MNB *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2005. október, 95–96. oldal) keretében készült, a keretdirektíva általános követelményeit egy bizottsági rendelet és végrehajtási irányelv tölti ki tartalommal. A bizottsági rendelet jogi természetéből fakadóan közvetlenül hatályosul, azaz az abban megfogalmazottak alkalmazásához nincs szükség magyarországi „átvételre”. Ez a gyakorlatban azt jelenti,

hogy a rendeletben megfogalmazott ügyfelekre, illetve tranzakciókra vonatkozó adatrögzítési szabályok, és a tőzsdék, illetve alternatív kereskedési rendszerek számára előírt kereskedés előtti és utáni transzparenciakövetelmények 2006 őszén a végleges formájukban megismerhetőek lesznek. A két irányelv implementációja nagyrészt a tőkepiaci törvény vonatkozó részeinek újraírása révén fog megvalósulni.

A befektetési szolgáltatásokat szabályozó jelenlegi irányelv a Bizottság érvelése szerint már nem felel meg a piaci követelményeknek. Jelentős új szolgáltatások jelentek meg, amelyekre az egységes útlevél hatályát indokolt kiterjeszteni. A '90-es évek elejétől új kereskedési lehetőségek jelentek meg az alternatív kereskedési rendszerek elterjedésével. A korábbi irányelv implementációja igen jelentős nemzeti diszkrecionális lehetőségeket teremtett, melyek következtében számos olyan szabály maradt fent, amely akadályozza az egységes uniós piac kialakulását. A gyakorlatban az üzletviteli szabályok túlnyomó többsége tagállami hatáskörben maradt, s ez nem tette lehetővé a kölcsönös elismerés elvének érvényesülését. Az MiFID irányelvcsomag ezekre a kihívásokra ad szabályozói választ. Az irányelv megteremt a hatékonyan működő befektetési szolgáltatási útlevél feltételeit, biztosítja az egyenlő versenyfeltételek elvét a tőzsdék és az alternatív kereskedési rendszerek között, újrafogalmazza és jelentősen megszigorítja a befektetővédelmi szabályokat, növeli a kereskedést érintő transzparenciakövetelményeket. A szektor számára ezek jelentős változásokat jelentenek. A következőkben az általunk legfontosabbnak tartott szabályokat ismertetjük.

A direktíva hatálya, az egységes útlevél, a szervezeti szabályok

A MiFID bővíti a befektetési szolgáltatási tevékenységek körét. A korábbi szabályokhoz képest befektetési szolgáltatási tevékenységnek minősül a befektetési tanácsadás (eddig kiegészítő befektetési szolgáltatási tevékenységnek minősült), amely a meghatározás szerint személyre szóló tanácsadást jelent. Ez lehetőséget teremt a befektetési tanácsadás kizárólagos tevékenységként történő engedélyeztetésére. Az EU-n belül bejegyzett alternatív kereskedési rendszerek (Multilateral Trading Facility, MTF) az új szabályozás alapján az unión belül bárhová nyújthatnak szolgáltatást (egységes útlevél) és a korábbi OTC jelleg helyett a tőzsdei jellegű piacoknak (szabályozott piacok) minősülnek. Alternatív kereskedési rendszereknek nevezzük azokat a befektetési vállalkozásokat, amelyek által is működtetthe-

tő rendszereket, melyek keretében a professzionális piaci résztvevők kereskedhetnek speciális szabályok mellett (specialista vagy ügynöki jellegű piacok). A MiFID által meghatározott befektetési eszközök köre kibővül az áru- és hitelderivatívákkal.

Az egyik legfontosabb változást kétségtelenül a szolgáltatásnyújtás helye szerinti (host) tagállami kompetenciákat érinti. A szolgáltatásnyújtás helye szerinti tagállamok a jövőben nem írhatnak elő üzletviteli szabályokat a határon átnyúló szolgáltatást kínáló befektetési szolgáltatók számára, azaz teljes egészében a székhelyük szerinti (home) szabályok szerint működhetnek ezek az intézmények. A fiók formában működő intézmények is a székhely szerinti tagállam által előírt szervezeti szabályok szerint működhetnek és a szolgáltatásnyújtás helye szerinti tagállamnak igen limitált lehetősége lesz nemzeti üzletviteli szabályok előírására. Amennyiben a tagállam a MiFID-ben megfogalmazott üzleti szabályokon túlmutató szabályokat kíván előírni, azt be kell jelentenie a Bizottságnak és részletesen meg kell indokolnia az alkalmazásuk objektív szükségességét és arányosságát. Mindez a Magyarországon közvetlenül vagy közvetetten külföldi tulajdonban lévő befektetési vállalkozások számára ösztönzőt jelenthet az euro hazai bevezetése utáni időszakban a szervezeti forma megváltoztatására. Ez a gyakorlatban azt jelentheti, hogy a helyi jelenlétet megkívánó funkciókon (sales, esetleg compliance) kívüli tevékenységek Magyarországon kívül megvalósíthatók lesznek, a jelenlegi helyzethez képest alacsonyabb költségvonzattal.

Az implementáló irányelv a befektetési vállalkozások számára részletes szervezeti szabályokat állapít meg. Ezek közül az alábbiak azért fontosak a szektor szempontjából, mert költségigényük miatt hatással lehetnek a piac belépési korlátaira. Figyelembe véve az adott befektetési vállalkozások tevékenységének komplexitását, méretét, az irányelv az intézményeknek független belső ellenőrzés, kockázatmenedzsment és compliance funkciók kialakítását írja elő. Ahol az előzők alapján a függetlenség nem lesz követelmény, az intézménynek bizonyítania kell, hogy a tevékenység természetének megfelelő részletes szabályzatok és eljárások hatékonyan biztosítják a kontrollfunkciók megfelelő működését. A szervezeti szabályok közé tartoznak az érdekkonfliktusokat szabályozó rendelkezések. Az intézményeknek a közeljövőben definiálniuk kell a potenciális érdekkonfliktusokat, megfelelő eljárásokat és szervezeti megoldásokat kell alkalmazniuk ezek kezelésére, és az ügyfeleket tájékoztatniuk kell a potenciális érdekkonflikték fennállásáról, ha úgy vélik, hogy az alkalmazott eszközök nem elégségesek a kezelésükre. A fentiekből látható, hogy fokozott hangsúly lesz a funkcionális függetlenségen. Az intézményeknek ezért át kell tekinteniük a szervezeti felépítésüket, a jelentési vonalakat és a hatáskör-delegálási rendszerüket.

Az internalizáció, a megbízás-végrehajtási szabályok változása

A MiFID egyik legfontosabb eleme az úgynevezett internalizáció, más néven „*in-house trading*”. Eszerint a befektetési szolgáltató a tőzsdére is bevezetett értékpapírokra vonatkozó ügyfélmegbízásokat a tőzsdei „közvetítés” kihasználásával saját számláról is teljesítheti, illetve a hozzá beérkező ügyfélmegbízásokat akár házon belül is párosíthatja. A szolgáltató az ügyfélmegbízást saját portfóliójából is teljesítheti, de csak az ún. „legjobb teljesítés” („*best execution*”) elve alapján.

Ez azt jelenti, hogy a bróker az összes ügyleti lehetőség közül az ár, teljesítési idő és minden az ügyfél szempontjából fontos szempont alapján köti meg az ügyletet. A tőzsdei kereskedelemben tehát az ajánlati ár a döntő tényező, míg az internalizációnál az ár mellett egyéb tényezőket (járulékos költségek, gyorsaság, elszámolás) is figyelembe lehet venni, amitől a teljesítés rugalmasabbá, jobbá válhat, különösen az átlagosnál nagyobb tranzakciók esetében.

Az eddigi kontinentális gyakorlat eddig elsősorban a tőzsdékényszerre épített. Számos országban persze már korábban is lehetővé tették egyéb csatornák alkalmazását, sok részpiacon (pl. kötvény) az OTC-kereskedés amúgy is meghatározóbb, mint a tőzsdei – a szabályozás tehát nem csupán egyfajta új normát teremtett, hanem nagyon is létező piaci folyamatokra, igényekre reagált.

A fenti szabályok megfelelő érvényesülése esetén ez a rendszer növelheti a pénzügyi piacok hatékonyságát, csökkentheti az ügyletek tranzakcióköltségeit (minimum a tőzsdei kereskedés okozta költségekkel), lehetővé teheti az ügyfeleknél és a szolgáltatóknál a kereskedési kockázatok mérséklését (pl. a nagy ügyleteknél). Nagy valószínűséggel növelni fogja a pénzügyi piacok likviditását, és megfelelő működés esetén a szolgáltatások színvonalát (sebesség stb.) is emelni fogja.

A befektetési szolgáltató, és (előbbi jogkövető magatartását feltételezve) az ügyfél is egy könnyebben kezelhető, gördülékenyebb rendszerrel fog szembesülni a kereskedés során. Jegybanki szemmel az ettől várható piaci hatékonyság és likviditásnövekedés korántsem elhanyagolható: mindez hatékonyabbá teheti a monetáris transzmissziót is, a likviditás növekedése és a forgalom mélyülése pedig a pénzügyi stabilitás egyik természetes „támogatója”.

Az irányelv újításai sok gyakorlati jellegű problémát vetettek fel, ezt az elfogadás során lezajló vitákban igyekeztek is kezelni. A nemzeti implementálás során kiemelt figyel-

met kell majd fordítani a jogszabályok valós szándékának megfelelő szabályozás létrehozására.

Alapvető kérdés az internalizációval kapcsolatban a befektetővédelem, elsősorban a kisbefektetők védelme. A kisbefektetők piacba vetett bizalma, a pénzügyi piacokkal szembeni közhangulat miatt, indirekt módon stabilitási érdek is a megfelelő információval nem rendelkező, és az érdekérvényesítésre korlátozottan képes befektetői réteg védelme. Az irányelv, a befektetők védelmének fokozása érdekében szétválasztja az intézményi befektetőket és a kisbefektetőket. A kisbefektetőknél szigorú ügyfélvédelmi szabályokat kell alkalmazni, intézményi befektetők más, enyhébb elbírálás alá esnek a befektetővédelem szempontjából (ez az ún. „eligible counterparty” intézménye).

Közzétételi követelmények – az átláthatóság megteremtése

Az internalizáció egyik legfontosabb problémaköre az átláthatóság. Az „in-house trading” kulcskérdése a „best execution” megléte, bizonyítása, egyértelmű igazolása. A szabályozásban elsősorban a befektetővédelem szempontjából szokták látni ezt a kérdést, de a piaci hatékonyság szemszögéből nézve mindez azt jelenti, hogy ha a megbízásteljesítés nem párosul megfelelő átláthatósággal, akkor a piac egésze információt veszít, így a várt hatékonyságnövekedés is kérdéses lehet.

Ez volt az egyik ok az irányelvek egyik legtöbbet kritizált, az iparág által talán legjobban vitatott szabálycsokrának, az ún. „trade transparency” szabályoknak a létrehozására. A szektor azért nehezményezte a szabálycsomag létrehozását, mert véleményük szerint az ezeknek történő megfelelés olyan jelentős költségeket róna az egyes piaci szereplőkre, hogy azokat csak és kizárólag a megfelelő mérethatékonysággal rendelkező cégek tudnák teljesíteni. Emiatt viszont a kisebb cégek előbb-utóbb „kiárazódnának” a piacról, amit a piaci koncentráció növekedését, a verseny mérséklődését, ezáltal a piacok hatékonyságának a csökkenését válthatná ki. A súlyos aggályokra a szabályok kismértékű egyszerűsítésével, és az implementációs határidő kitolásával (a felkészülési idő megnövekedésével – hiszen a direktíva szövege már 2 éve elérhető) válaszolt a Bizottság.

A kereskedés mikéntjéből adódóan kétfajta átláthatóságot nevesítenek az irányelvek, a kereskedés előtti („pre-trade”), és utáni („post-trade”) közzétételi kötelezettségeket. A tőzsdei és nem tőzsdei kereskedés közzétételi szabályainál a kisbefektetők érintettsége mellett figyelemmel voltak a kereskedés eltérő jellegére is.

A belső párosításnál az **előzetes közzétételt** a szabályozott piacon kereskedett szokásos mértékű részvényügyletekre korlátozták (ennek oka, hogy kötvénykontraktusokban a kisbefektetők érdekeltsége nem jellemző). A rendszeres internalizációt folytató cégeknek többek között folyamatosan nyilvánosságra kell hozni a tőzsdei részvényekre jegyzett árait (jegyezniük kell árat), a jegyzett mennyiséggel együtt, ettől abban az esetben lehet eltekinteni, ha a kérdéses értékpapír piaca nem likvid (a likviditás kérdése az implementáló jogszabályokban jelenik meg).

A **kereskedés utáni közzétételi kötelezettség** keretében a szabályozott piacon vagy MTF-en kívüli ügyletekre és az internalizáló cégeknek közölniük kell a megkötött ügyletek nagyságrendjét és árfolyamát, valamint megkötésük időpontját. Ezt az információt a valós időhöz legközelebb, ésszerű üzleti alapon, a többi piaci résztvevő számára könnyen hozzáférhető módon kell közzétenni. Bizonyos halasztott közzététel is elképzelhető – ez tagállami diszkréció, de csak kivételes esetekben (pl. egyszeri, a szokásosnál jóval nagyobb ügylet).

A fenti szabályok mellett a cégeknek igazolni kell azt is, hogy a belső párosítással végrehajtott ügylet volt a legkedvezőbb az ügyfél részére. Ráadásul ezeket az információkat hosszú (5 év) ideig meg is kell őrizni. Az átláthatósági és megőrzési (bizonyítási) előírások biztosítják azt, hogy a megbízás-végrehajtás olyan hatékonysággal menjen végbe, hogy az ténylegesen elérje a jogalkotók által kitűzött célt. Nagy valószínűséggel a cégek és a felügyeletek közötti intenzív párbeszéd, koordináció folyamán fognak kialakulni a „best execution”-re vonatkozó értelmezési szten-derdek.

3.1.2. A NAGYKOCKÁZATOK SZABÁLYOZÁSÁNAK EU-SZINTŰ REFORMJA

Az új európai tőke megfelelési szabályozás lehetővé teszi az intézmények számára, hogy saját belső modelljeiket is felhasználhassák a szükséges tőkekövetelmény meghatározásában. Ez nem azt jelenti, hogy a bankok tetszőleges számításokat alkalmazhatnak, hanem azt, hogy egy, a szabályozó által meghatározott képletrendszerbe helyettesíthetik saját paramétereiket.

E képletek mögött egy megalapozott pénzügyi-matematikai modell áll, melynek egyik legfontosabb feltételezése, hogy a hitelezési kitettségek portfóliója jól diverzifikált (vagyis egyetlen kitettségnek sincs akkora súlya, hogy ennek egyedi kockázati tulajdonságai befolyásolják a portfólió kockázati tulajdonságait). A valóságban ugyanakkor nem teljesül e követelmény, hanem a valós portfóliókban

bizonyos dimenziók mentén kockázati koncentrációkat figyelhetünk meg. Ezeknek több típusát (dimenzióját) különíthetjük el: beszélhetünk földrajzi, termékszintű, kockázatifaktor szintű (pl. egy kamatláb), vagy éppen „implicit” vagy másodlagos koncentrációról (amikor nem a kitettségek koncentrálnak valamilyen dimenzió mentén, hanem mondjuk a kitettségek mögötti garanciák). Ide tartoznak az ún. nagykockázatok, mely a kitettségek ügyfelek mentén történő koncentrálódását jelenti.

Nagykockázat alatt tehát olyan, egy adóssal (partnerrel, ügyféllel, illetve csoporttal) szembeni kitettségeket értünk, melyek – méretüknél fogva – veszélyt jelenthetnek egy intézmény stabilitására, amennyiben az adós nem tudja teljesíteni fizetési kötelezettségét. Hogy közgazdasági értelemben mekkora az a küszöb, ami felett egy kitettség nagykockázatnak minősül, nehéz megmondani; a szabályozás általában a hitelező intézmény szavatoló tőkéjének bizonyos százalékában határozza ezt meg. Magyarországon – az Európai Unió tagországaival összehangban – a szavatoló tőke 10 százalékát elérő vagy meghaladó, ugyanazon ügyféllel vagy ügyfélcsoporttal szemben fennálló összes kitettséget tekintjük nagykockázatnak.

Bár a nagykockázatok szabályozásának szükségessége általánosan elfogadott és erre vonatkozóan uniós szintű szabá-

lyozás is született, a nemzeti szabályozói gyakorlatok több ponton eltér(het)nek egymástól. Ezek érintik például a kitettség nagyságának mérését (könyv szerinti érték, bruttó érték, stb.), a nagykockázati szabályozás alkalmazási körét (egyedi intézmények vs. csoportok), a nagykockázatok jelentésének gyakorlatát, csoporton belüli kitettségek kezelését. A jelenlegi szabályozás nagy részét átveszi a készülő új, uniós tőkekövetelmény-direktíva (CRD) is, amely új előírásokat is tartalmaz, elsősorban a fedezetek kezelésével kapcsolatosan.

Az új szabályokkal kapcsolatos tapasztalatok áttekintése, a szabályozás egészének egységesítése és korszerűsítése céljából, továbbá a CRD előírásának is megfelelően az Európai Bizottság kezdeményezte a nagykockázati szabályozás áttekintését. E célra hozták létre a CEBS egyik legújabb munkacsoportját, a WGLE-t (Working Group on Large Exposures, „Nagykockázati Munkacsoport”). A munkacsoportban 12 európai ország (köztük Magyarország) szakértői tekintik át a nagykockázatok jelenlegi nemzeti szintű szabályozását, e kockázatok kezelésének intézményi gyakorlatát, s próbálják kialakítani az új szabályozás kereteit (emellett igyekeznek foglalkozni a kockázati koncentrációk egyéb típusaival is). A munka végső határideje 2007. december 31. (Tekintve e határidőt, a munka tárgyát képezik a CRD vonatkozó rendelkezéseinek alkalmazásával kapcsolatos előzetes elképzelések és a majdani gyakorlatok is.)

3.2. 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, valamint a pénzforgalom szabályozása.

A fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerek vonatkozásában az MNB egyidejűleg több szerepkört tölt be: szolgáltatóként vezeti a hitelintézetek számláit, melyeken a bankközi ügyletekből származó forintpozíciók véglegesen teljesítésre kerülnek, működteti a Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszert (VIBER), továbbá társtulajdonosa a GIRO Elszámolásforgalmi Zrt.-nek (GIRO Zrt.) és a Központi Elszámolóház és Értéktár Zrt.-nek (KELER Zrt.). Az MNB mindhárom elszámolási rendszernek résztvevője. Felvigyázóként az elszámolási infrastruktúra egészét tekintve szabályozó, engedélyező, ellenőrző szerepet tölt be. A piaci verseny szempontjából semleges partnerként az érintettek együttes döntését igénylő infrastruktúrafejlesztés elősegítője, katalizátora.

3.2.1. A FIZETÉSI ÉS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZERT ÉRINTŐ JOGSZABÁLYI VÁLTOZÁSOK

- A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (Tpt.) módosítása: Jelenleg Magyarországon egy szervezet, a KELER Zrt. látja el a tőzsdei azonnali értékpapír-piaci, valamint a származékos ügyletek vonatkozásában a teljesítésért saját tőkéjével is garanciát vállaló központi szerződő fél, valamint a központi értéktári funkciót is. A központi értéktár biztonságos és zavartalan működése kiemelt jelentőségű az MNB számára, tekintettel arra, hogy a monetáris politikai műveletekhez, illetve a fizetési rendszerekhez kapcsolódóan nyújtott jegybanki hitelek értékpapírban megképzett biztosítékai a központi értéktárnál kerülnek zárolásra a jegybank javára. A két funkció eltérő mértékű és jellegű kockázatokat hordoz. A központi szerződő fél funkció által viselt pénzügyi kockázatok potenciálisan veszélyeztethetik az önmagában csak működési kockázatokat hordozó központi értéktári tevékenység ellátását, mert extrém piaci viszonyok között nem lehet kizárni az elszámolóház fizetés- és működésképtelenné válását, amennyiben saját forrásait is garanciális kötelezettségei teljesítésére kell felhasználnia.

A pénzügyi kockázatok egyes funkciók közötti áttérjedésének megakadályozása, a jegybanki monetáris politikai célok megvalósítása, a pénzügyi stabilitás biztosí-

tása, továbbá az Európai Központi Bank ez irányú elvárásai indokolták és szükségessé tették a KELER Zrt. központi szerződő félként eljáró elszámolóházi, valamint központi értéktári funkciójának jogilag elkülönült gazdasági társaságokba való szétválasztását. Az MNB kezdeményezésére és hathatós közreműködésével 2005. decemberében megtörtént a Tpt. ilyen értelmű módosítása. Az önálló központi értéktári tevékenységet végző szervezet engedélyezési, működési feltételeinek, kockázatkezelési, felszámolási szabályainak jogszabályba iktatásával megteremtette egyfelől az értéktári, értékpapírszámla-vezetési, másfelől a garanciavállalást is magában foglaló klasszikus elszámolóházi tevékenységek szervezeti szétválasztásának jogi előfeltételeit. A módosított jogszabály 2006. január 1-jén lép hatályba és két évet biztosít a KELER Zrt. számára a szétválasztás végrehajtására.

- 2005. novemberében megjelent a hitelintézeti elszámolóházak által végzett elszámolásforgalom lebonyolítására vonatkozó tárgyi, technikai, biztonsági és üzletmenet-folytonossági követelmények szabályozásáról szóló, 2006. január 1-jén hatályba lépett 23/2005. (XI.23.) MNB elnöki rendelet, amely a hitelintézeti elszámolóházakkal szemben támasztott követelményrendszert a korábbi szabályozásnál részletesebben és szélesebb körben határozza meg, ami hozzájárul a fizetési rendszer stabilitásának növeléséhez. A rendelet előírásai a VIBER tekintetében az MNB-re is vonatkoznak, ami azt biztosítja, hogy a hazai bankközi fizetési és elszámolási rendszerekre azonos követelmények érvényesüljenek.

3.2.2. A RENDSZEREKBEN VÉGREHAJTOTT FEJLESZTÉSEK, A VIBER MONITOR

A VIBER új funkcióval bővült 2005-ben: lehetővé vált és megindult az év végén a monitorszolgáltatás a VIBER-tagok számára. Ezzel a korábbi SWIFT üzenettel történő adatkérés lehetősége mellett lehetővé vált a saját bankszámlára, valamint a napi pénzforgalomra vonatkozó adatok folyamatos, on-line figyelemmel kísérése, a még nem teljesített fizetési megbízások módosítása, a prioritási sorrend megváltoztatása, illetve a korábbi adatok lekérdezése.

Az új szolgáltatás korszerű eszközt nyújt a VIBER-tagok számára pozíciójuk folyamatos, aktív kezelésére, szükség esetén – esetlegesen előforduló turbulens piaci körülmények között – azonnali beavatkozási lehetőséget biztosítva

számukra, amivel hozzájárul a rendszer likviditási kockázatainak csökkentéséhez, a bankok likviditási pozíciójának hatékony menedzseléséhez.

A napvégi pozíció optimális beállítását segíti továbbá a jegybanki rendelkezésre állás meghosszabbítása a VIBER-üzemidőt követő fél órával.

3.2.3. A FIZETÉSI ÉS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZER FORGALMA, LIKVIDITÁSA, MŰKÖDÉSI MEGBÍZHATÓSÁGA

A hazai fizetési és értékpapír-elszámolási rendszer robusztus, stabilan működik. Ezt igazolja, hogy növekvő forgalom mellett csökkenő likviditási kockázattal, folyamatos fejlesztések közepette magas szintű rendelkezésre állással és működési megbízhatósággal látja el feladatait.

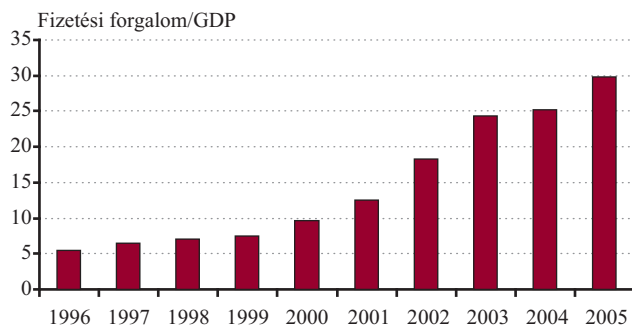
A forgalom alakulása

A bankközi átutalási forgalom lebonyolítása a VIBER-ben (Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer), illetve a BKR-ben (Bankközi Klíring Rendszer) történik.

Az MNB, illetve a GIRO Elszámolásforgalmi Zrt. által működtetett rendszerek forgalma dinamikusan nő (értékben jelentősebben, mint tételszámban, ami a kiemelkedően nagy egyedi értékű fizetések növekvő számának a következménye). Az együttes forgalom 2004-ben a GDP mintegy 25-szörösét tette ki, ez a mutató 2005-re elérte a 30-as arányszámot (3-1. ábra).

3-1. ábra

A bankközi fizetési forgalom értékének alakulása a GDP-hez viszonyítva



Forrás: MNB.

A korábbi évek növekedési ütemét is túlszárnyalja a KELER Zrt. által lebonyolított értékpapírügyletek (Budapesti Értéktőzsde és Árutőzsde, valamint az OTC-állampapírok) értékben mért növekedése (39%). A forgalom több

mint 90%-át az MNB valós idejű rendszerében, a VIBER-ben egyenlíti ki.

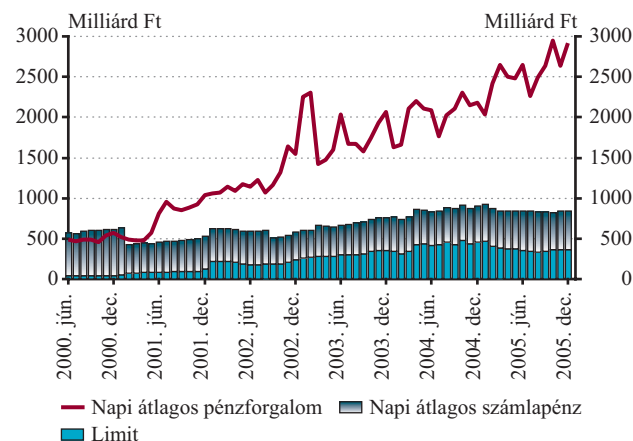
Tárgyévben a forgalom értékének 91%-át meghaladó része teljesült az MNB által működtetett rendszerekben. A valós idejű rendszer forgalmának háromnegyed részét bankok egymás közötti (bank-to-bank) tételei, valamint az általuk kötött értékpapírügyletek teszik ki tételszám szerint.

A fizetési és elszámolási rendszerek likviditási helyzetének változása

A forgalom gyors (26%-os) emelkedése mellett a fedezetül szolgáló likviditás csaknem változatlan szinten maradt, a hitelkeret 9,8%-kal csökkent, melyet némileg ellensúlyozott a számlapénz-állomány 10,7%-os növekedése (3-2. ábra). Az átlagos napi pénzforgalom és a likviditás aránya a 2004. évi 2,5-szeres arányról 2005-re 3-szorosra változott, ami továbbra is bőséges likviditást mutat. Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy az arányszám az egyes bankok esetében jelentős szóródást mutat, valamint, hogy az arányszám bankonkénti nagysága és a sorban állások között kimutatható összefüggés áll fenn, ami az érintett bankok szintjén a fokozott likviditásmenedzselés szükségességére hívja fel a figyelmet, a rendszer egészének stabilitását azonban érdemben nem befolyásolja.

3-2. ábra

A bankok napi átlagos likviditásának és pénzforgalmának összevetése



Forrás: MNB.

A fizetési megbízások napon belüli eloszlása továbbra is zavartalan pénzforgalmat jelez: 15 óráig a forgalom 91–95%-a lebonyolódik (értékben és tételszámban is), tehát a napvégi tömeges forgalom nem jellemző. Változás az előző évhez képest, hogy a reggeli órákra jellemző nagyobb forgalom némileg későbbre esik.

A VIBER-ben a sorban állások száma csaknem másfélszeresére nőtt az előző évhez képest, a sorban álló összegek értéke pedig megduplázódott. Nap végén két alkalommal fordult elő, hogy fedezetlenség miatt sorban álló tételt törölni kellett (2004-ben nem volt ilyen eset). Mindezek ellenére a sorban állás nem olyan mértékű, amely rendszerkockázati szempontból bármilyen beavatkozást igényelne.

A rendszerek működésének megbízhatósága, rendelkezésre állásuk

A VIBER rendelkezésre állásának szintje az elmúlt évben átlagosan 99,8% volt, az év végén fokozott hibaelőfordulással (3-3. ábra). A napközbeni üzemidő-kiesésen túl a VIBER nyitás előtti és napzárással összefüggő problémái szaporodtak. Ez a rendelkezésre állás egyébként megfelel az előző évi szintnek. Az előfordult hibák egyetlen esetben sem voltak olyan hatásúak, hogy veszélyeztették vol-

na a VIBER, illetve a kapcsolódó fizetési rendszerek stabilitását. A VIBER által produkált rendelkezésre állási mutató kiállja a nemzetközi összehasonlítást, az EU nagy értékű, sürgős fizetéseinek kiegyenlítését végző TARGET1 rendszerrel.

A KELER Zrt. működési megbízhatósága

A KELER Zrt. rendelkezésre állási mutatója is az előző évi szinttel azonos (99,5%), kismértékben alacsonyabb a VIBER-nél (3-4. ábra). Az előfordult alapvetően informatikai jellegű üzemzavarok az értékpapír-elszámolási rendszer biztonságos működését nem veszélyeztették. Stabilitási szempontból ez a szint elfogadható.

3.2.4. SZOLGÁLTATÁSOK, VERSENY, TRANSPARENCIA ÉS DÍJAK

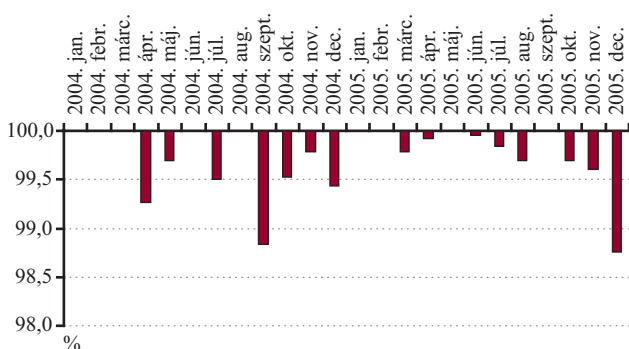
Az MNB az általa működtetett rendszerek és a hozzájuk kapcsolódó szolgáltatásai esetében olyan díjakat alkalmaz, amelyek nem tartalmaznak profitelemet, hanem csak a működtetésükkel kapcsolatos költségeknek és a létrehozásuk költségeinek 5 év alatt történő megtérülésére nyújtanak fedezetet. A jegybanksi díjpolitika a pénzügyi közvetítő rendszer hatékonyságának növelését, a piaci szereplők közötti verseny fokozását hivatott szolgálni. E pozitív hatás érvényesülése azonban a hitelintézetek ügyfelei felé sok esetben egyáltalán nem, vagy csak kismértékben valósul meg.

Az MNB által a bankok felé felszámított VIBER-díjak évek óta megfigyelhető csökkenését a bankok általában nem követik, díjaikat változatlanul hagyják – amely számos esetben a jegybanksi díj sokszorosa –, így mesterségesen magas árszínvonalon tartják ezt a szolgáltatást, ami hozzájárul ahhoz, hogy az ügyféltételek aránya nem éri el a 20%-ot a VIBER-ben.

Hasonló piaci magatartás tapasztalható a határon átnyúló kisösszegű euroátutalások esetében. A hazai bankok döntő többsége valamilyen formában csatlakozott az 50 000 euro összeghatár alatti átutalásokat lebonyolító, 2003 áprilisa óta működő páneurópai elszámolási rendszerhez (STEP2), amelyen keresztül a tranzakciók gyorsabban és olcsóbban lebonyolíthatók, mint a hagyományos levelezőbanksi kapcsolatok használatával. Erről a lehetőségről azonban az ügyfelek döntő többsége nem értesült, mivel a bankok e tranzakciók díjtételeit külön nem tüntetik fel a díjtáblázatukban, ezáltal sérül a díjtransparencia elve.

3-3. ábra

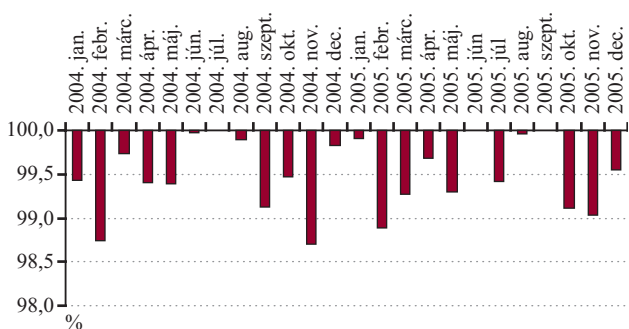
Üzemidő-kiesések a VIBER rendelkezésre állásában 2004-ben és 2005-ben



Forrás: MNB.

3-4. ábra

Üzemidő-kiesések a KELER rendelkezésre állásában 2004-ben és 2005-ben



Forrás: MNB.

3-1. keretes írás: Az MNB díjai a VIBER-ben és a kis összegű eurofizetéseknél

A VIBER-ben feldolgozásra kerülő tételek után az MNB a közvetlen VIBER-tagok esetében a megterhelt számla tulajdonosa részére 450 Ft/tétel, nem közvetlen VIBER-tagok részére – az MNB közvetítésével benyújtott fizetési megbízások esetében – 900 Ft/tétel díjat számított fel 2005-ben. Ezek a 2004-ben alkalmazottaknál kedvezőbbek, mert akkor a közvetlen VIBER-tagok részére 750 forintot számított fel az MNB. A díjak évente felülvizsgálatra kerülnek az előző évi költségek és bevételek összevetése alapján.

Az MNB a Giro Zrt.-vel végzett közös fejlesztés eredményeképpen 2005 márciusában teremtette meg a lehetőséget a hazai bankok szá-

mára, hogy rajta keresztül csatlakozzanak a kis összegű fizetéseket lebonyolító rendszerhez (HUNSTEP2 szolgáltatás). Az MNB közvetlen csatlakozásával minden hazai nemzetközi bankszámlaszámmal (IBAN) rendelkező bankszámla címezhetővé vált. Az MNB a kimenő euroátutalásokat 0,2 euróért, azaz kb. 50 forintért számolja el, ami töredéke a kereskedelmi bankok levelező bank útján nyújtott fizetési szolgáltatásai díjainak. A bejövő tételek elszámolása az MNB-n keresztül csatlakozott hitelintézeteknek számára díjmentes. Ez a szolgáltatás a kedvező tranzakciós díjon túl – a GIRO kommunikációs hálózat előnyeit kihasználva – a SWIFT-költség megtakarításával jár, ami az ügyfelek számára versenyképes díj megállapítását teszi lehetővé.

A központi bank által alkalmazott díjpolitika alapján felszámított díjak – amelyek a pénzügyi szektor pénzforgalmi díjainál lényegesen alacsonyabbak – a fizetési rendszerekkel szemben támasztott megbízható, biztonságos, hatékony és transzparens működés követelményeinek megfelelnek, így a stabilitás fontos elemét képezik.

Hosszabb távon ezek az árak és az egységes euro pénzforgalmi övezet (SEPA) kiépülése a kereskedelmi bankokat olyan versenyhelyzetbe hozzák, amelyek az általuk nyújtott szolgáltatások árainak – változatlan színvonal mellett – a fogyasztók számára kedvező csökkenéséhez vezethet.

3-2. keretes írás: SEPA, az egységes euro-pénzforgalmi övezet

SEPA-szolgáltatások alatt olyan páneurópai fizetési eszközöket – átutalás, közvetlen terhelés, kártya, e-fizetések, mobilfizetések – értünk, amelyek szabványosítási folyamat eredményeképpen technikai lag (számlaszám, üzenetformátum, stb.) és eljárási rend tekintetében (meghatározott szolgáltatási kritériumok, díjelszámolás módszere) az euroövezeten belül egységesek, és amelyek idővel felváltják a sajátos nemzeti fizetési módokat és szabványokat.

Az eurozóna tagállamaiban az Útiterv (Roadmap) program szerint már 2008-tól a bankoknak kínálniuk kell ügyfeleik részére az új pá-

európai átutalást, beszedést, és biztosítani kell az egységes kártyahasználhatóságot is. Az eurozónabeli, European Payments Councilban részt vevő bankok elkötelezték magukat a tekintetben, hogy nemcsak ezeknek az instrumentumoknak a kidolgozásában, hanem a bevezetésében is részt vállalnak, annak reményében, hogy példájuk révén minél hamarabb elérhetőek lesznek azok a kritikus mennyiségek, amelyek már visszafordíthatatlanná és egyben hatékonyá teszik ezeknek a fizetési módoknak a használatát.

Az eurozónán kívüli országok bankjai részére a SEPA-fizetési sémákhoz és infrastruktúrákhoz történő csatlakozás nem kötelező, de egyedi önkéntes alapon lehetséges.

3.2.5. FELVIGYÁZÁS, AZ ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK JEGYBANKI ÉRTÉKELESE, KELER ZRT.

Az MNB az alapvető jegybanki feladatai közé tartozó felvigyázási tevékenységet a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerek működtetésére és a jegybankok felvigyázási tevékenységére vonatkozó nemzetközi (BIS, EKB) irányelvek, ajánlások, valamint az Eurorendszer tagállamai felvigyázási gyakorlatának figyelembevételével kialakított módszertan alapján végzi. A fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerek működésének adatgyűjtés és elemzés útján történő folyamatos figyelemmel kísérése és ellenőrzése mellett a felvigyázási tevékenység egyik fontos elemét képezi a rendszerek átfogó értékelése annak megállapítására, hogy megfelelnek-e és milyen mértékben a rájuk vonatkozó nemzetközi követelményeknek.

2005 folyamán az MNB a KELER Zrt. belföldi értékpapír-ügyletekkel kapcsolatosan működtetett értékpapír-elszámolási rendszerének átfogó értékelését végezte el a BIS vonatkozó ajánlásai (Recommendations for securities settlement systems, www.bis.org) szerint. Az értékelés az elszámolóház nemzetközi, határon átnyúló értékpapír-ügyletekkel kapcsolatos szolgáltatásaira nem terjedt ki (16. és 19. BIS ajánlás).

Az ajánlások többsége komplex kérdéskört ölel fel, ami az igen-nem válaszokkal való egyértelmű megfeleltetést nem mindig teszi lehetővé. Ezért az MNB is a KBER által alkal-

mazott, árnyaltabb értékelést lehetővé tevő skálát követi, amelynek értelmezése a következő:

- Teljesen megfelelő: a megfelelés minden fontos kérdés-körben megállapítható.
- Alapvetően megfelelő: néhány kisebb eltérés fennállhat, azonban ezek érdemben nem befolyásolják a megfelelést.
- Részben megfelelő: komoly hiányosság tapasztalható egy-két kérdéskörben.
- Nem megfelelő: szinte minden kérdéskörben komoly hiányosságok merülnek fel.

A hazai értékpapír-elszámolási rendszer az értékelésbe bevont 17 BIS ajánlás közül 16 ajánlás esetében teljes mértékben megfelel az általuk támasztott követelményeknek.

2005-ben az üzemeltetés során – a 2004. évvel gyakorlatilag azonos számban és időtartamban – fordultak elő az ügyfelek által is érzékelhető üzemzavarok, azonban ezek az értékpapír-elszámolási rendszer zavartalan működésében komoly fennakadásokat nem okoztak, ezért a 11. ajánlásban a biztonsággal, működési megbízhatósággal és az üzletmenet-folytonossággal szemben támasztott követelmények alapvetően teljesülnek. Meg kell jegyezni azonban azt is, hogy a gyakorlatban nincs olyan értékpapír-elszámolási vagy fizetési rendszer, amelynek biztonsági színvonalán, működési megbízhatóságát ne lehetne javítani.

Melléklet

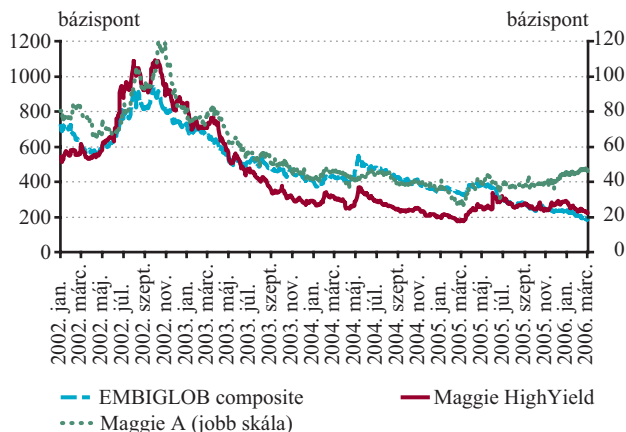




Makrogazdasági és pénzügyi piaci környezet

1. ábra

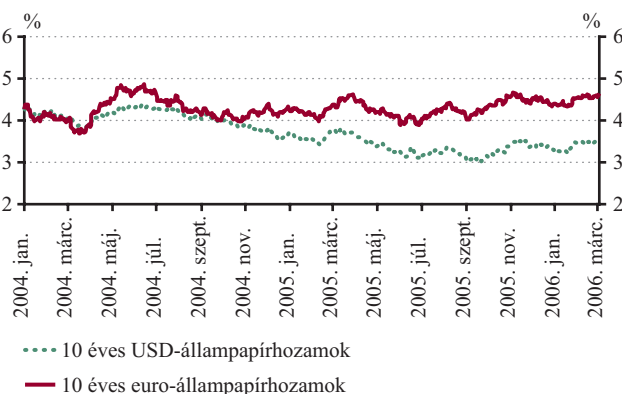
Globális kockázati mutatók



Forrás: J.P. Morgan-Chase, Thomson Financial Datastream.

2. ábra

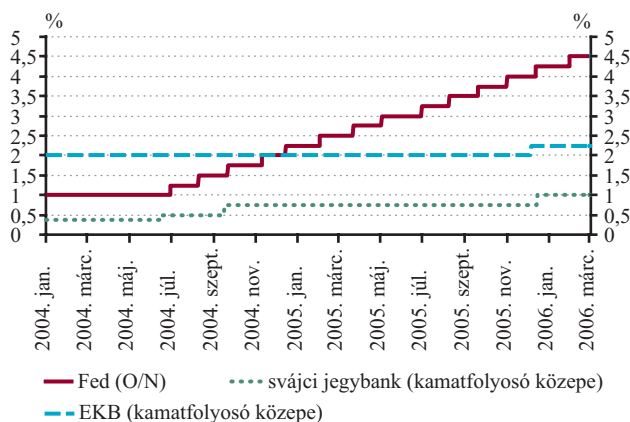
Hosszú lejáratú kötvények hozama az USA-ban és az euroövezetben



Forrás: Thomson Financial Datastream.

3. ábra

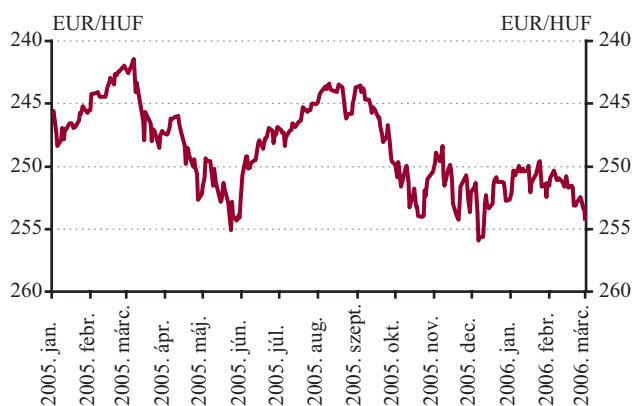
Az EKB, a Fed és a svájci jegybank irányadó kamatai



Forrás: Thomson Financial Datastream.

4. ábra

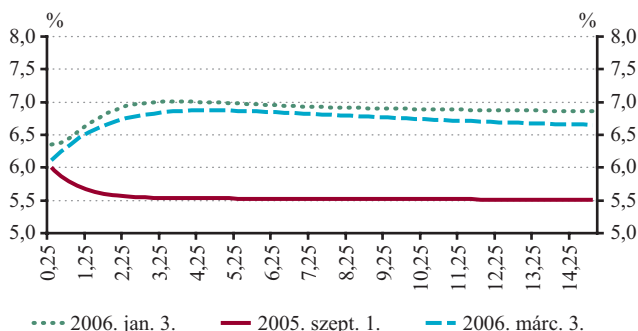
A forint euróval szembeni árfolyama



Forrás: MNB.

5. ábra

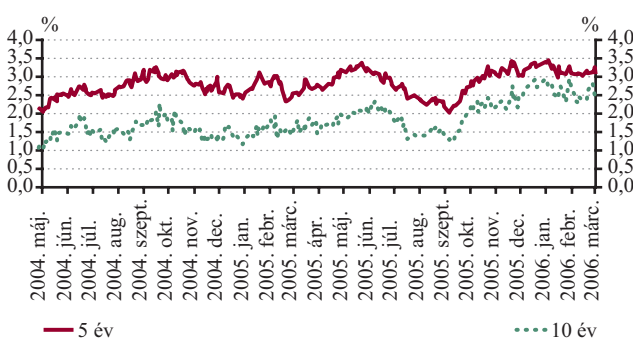
A zérókupon hozamgörbe különböző időpontokban



Forrás: Reuters, MNB.

6. ábra

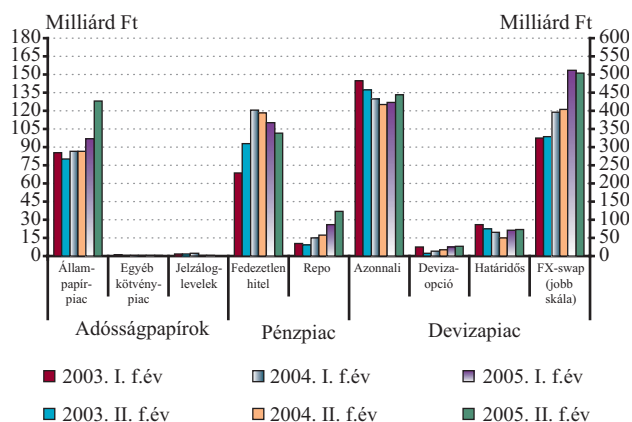
3 hónapos származtatott forwardkülönbségek alakulása



Forrás: MNB.

7. ábra

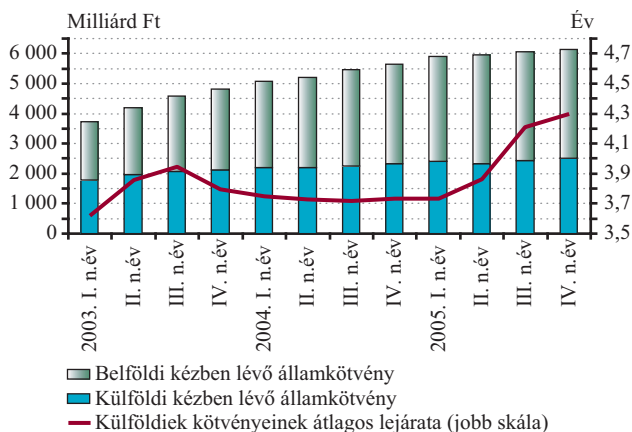
A hazai pénzügyi piacok egyes szegmenseinek átlagos napi forgalmának alakulása



Forrás: MNB.

9. ábra

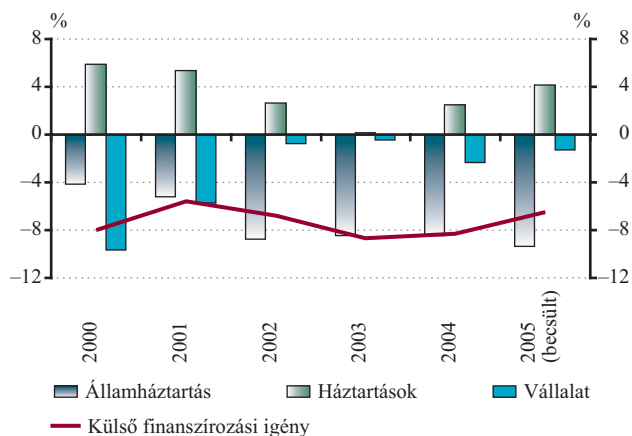
Külföldi és belföldi szereplők részesedése a forint állampapír-állományból, és a külföldi portfólió átlagos lejárata



Forrás: ÁKK, MNB.

11. ábra

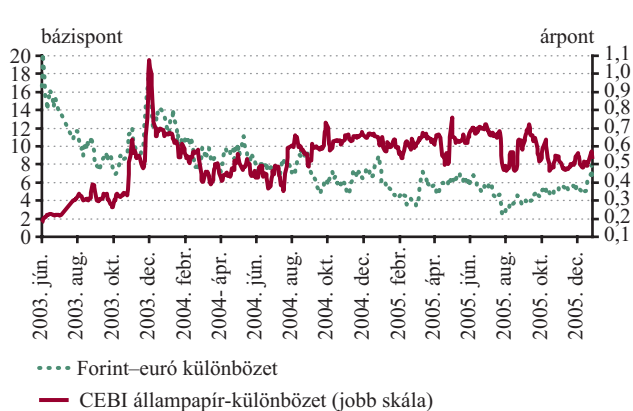
A gazdasági szektorok GDP-arányos finanszírozási pozíciója



Forrás: MNB.

8. ábra

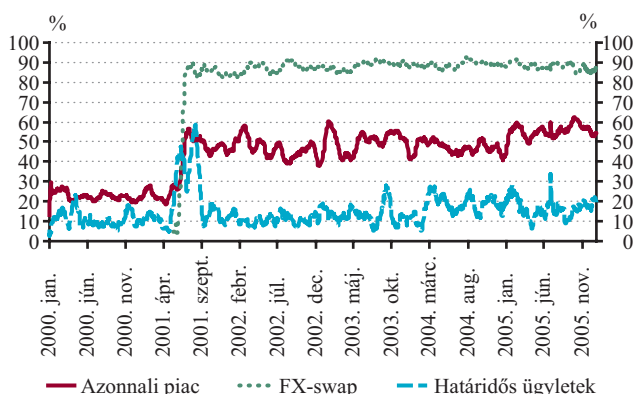
Az azonnali devizapiaci és az állampapírpiaci vételi/eladási különbözet alakulása (ötnapos mozgóátlag)



Forrás: Reuters, DrKW.

10. ábra

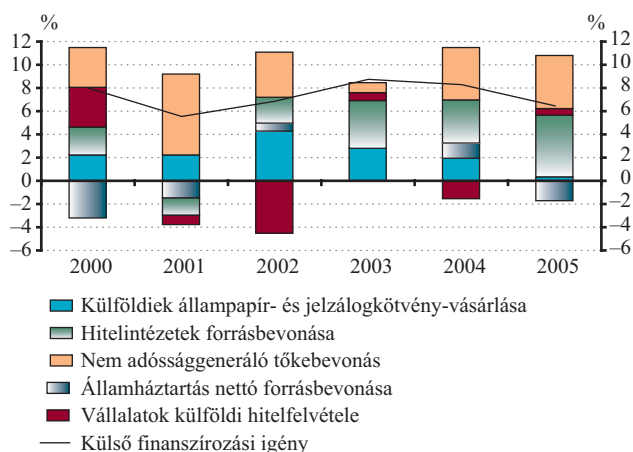
A külföldi szereplők részesedése a hazai devizapiaci forgalomból



Forrás: MNB.

12. ábra

A GDP-arányos külső finanszírozási igény és a finanszírozás szerkezete

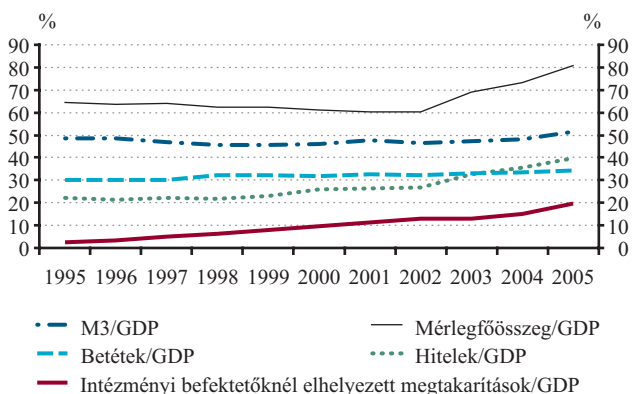


Forrás: MNB.

A bankok pénzügyi stabilitási indikátorai

13. ábra

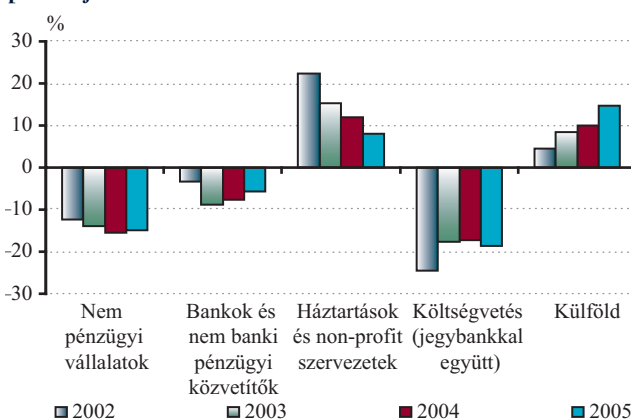
A pénzügyi közvetítés mélységének mutatói



Forrás: MNB.

14. ábra

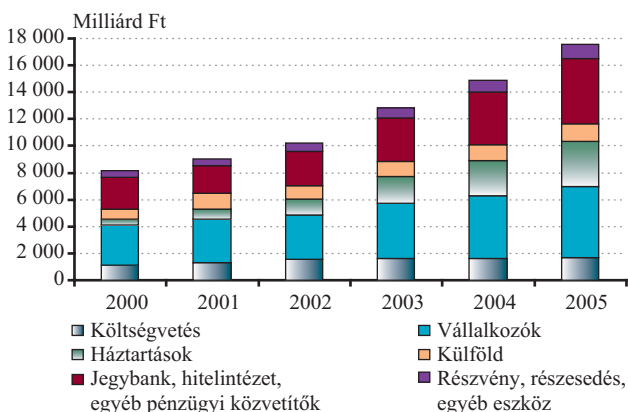
A gazdasági szektorok bankokkal szembeni nettó pénzügyi pozíciója



Forrás: MNB.

15. ábra

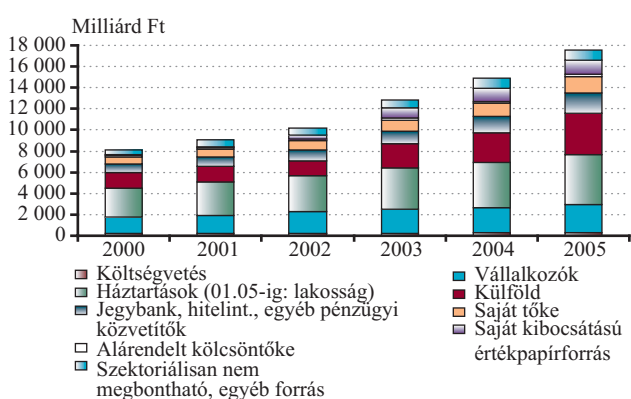
A bankok eszközei



Forrás: MNB.

16. ábra

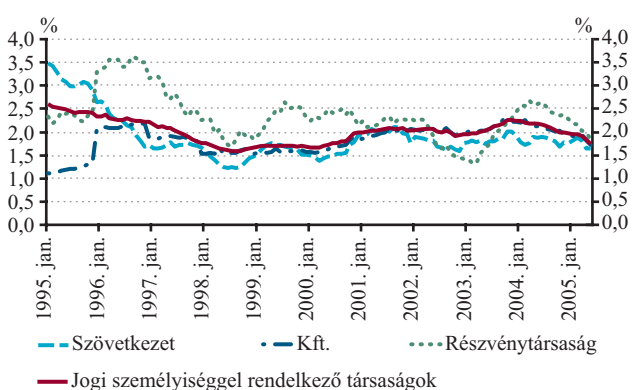
A bankok forrásai



Forrás: MNB.

17. ábra

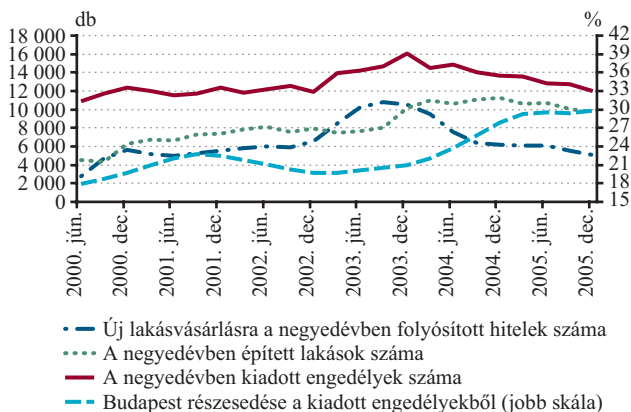
A jogi személyiséggel rendelkező nem pénzügyi vállalatok éves csődrátái



Forrás: Opten Kft.

18. ábra

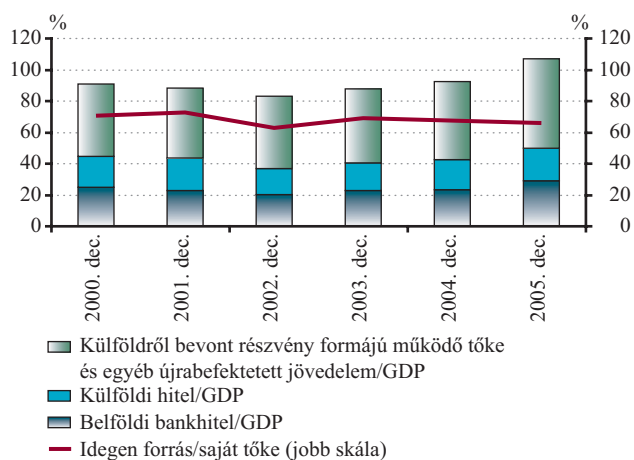
A lakáspiac mutatói



Forrás: KSH, DEM.

19. ábra

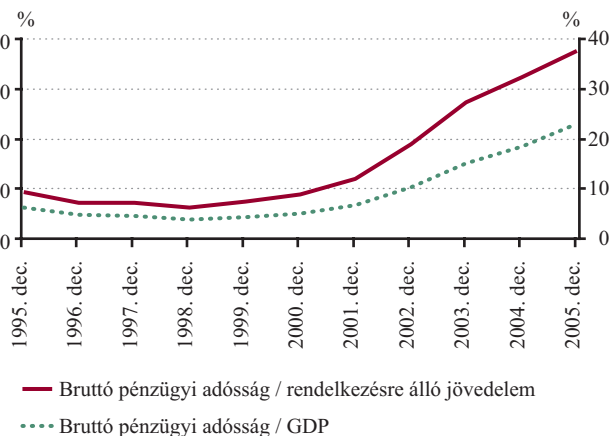
A nem pénzügyi vállalatok eladósodottsága



Forrás: MNB.

20. ábra

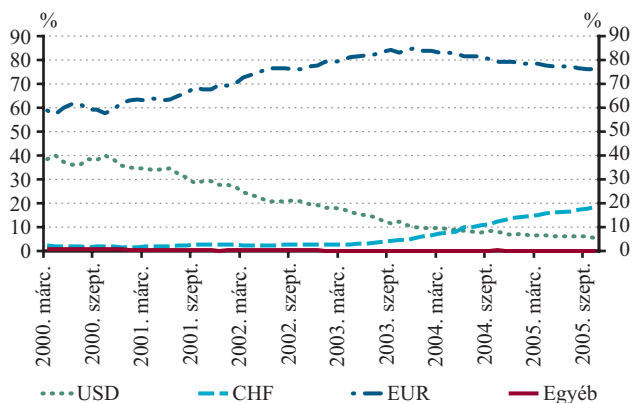
A háztartások eladósodottsága



Forrás: KSH, MNB.

21. ábra

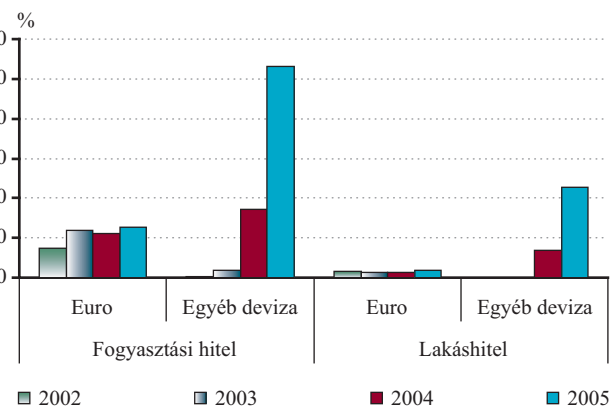
A nem pénzügyi vállalatok belföldi devizahiteleinek denominációs összetétele



Forrás: MNB.

22. ábra

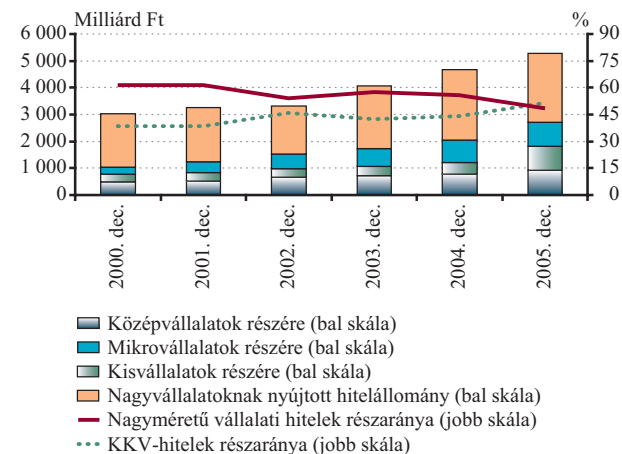
A bankok háztartási devizahiteleinek denominációs összetétele



Forrás: MNB.

23. ábra

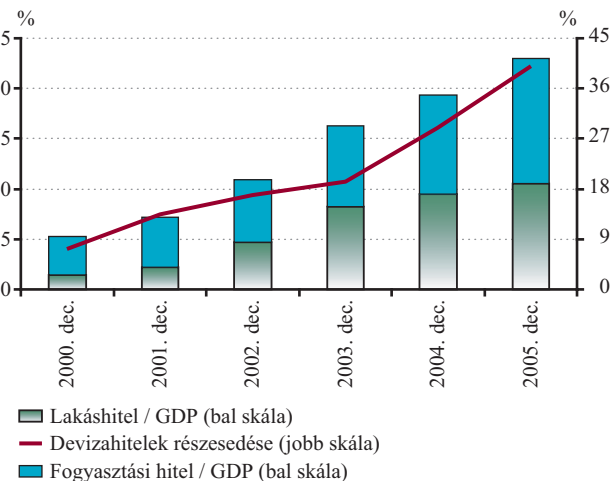
A nem pénzügyi vállalatok hitelei méretkategóriánként



Forrás: MNB.

24. ábra

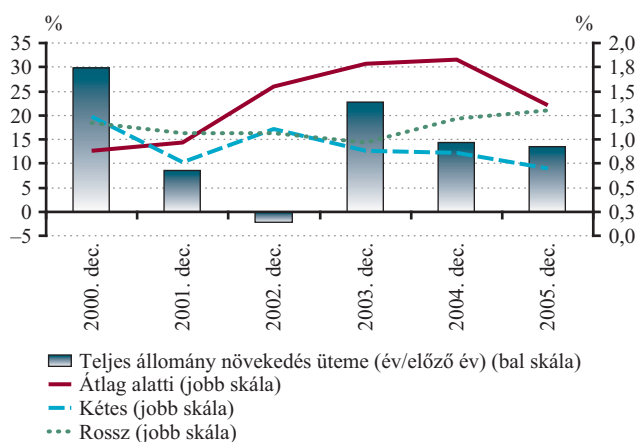
A háztartási hitelek növekedése és összetétele



Forrás: KSH, MNB.

25. ábra

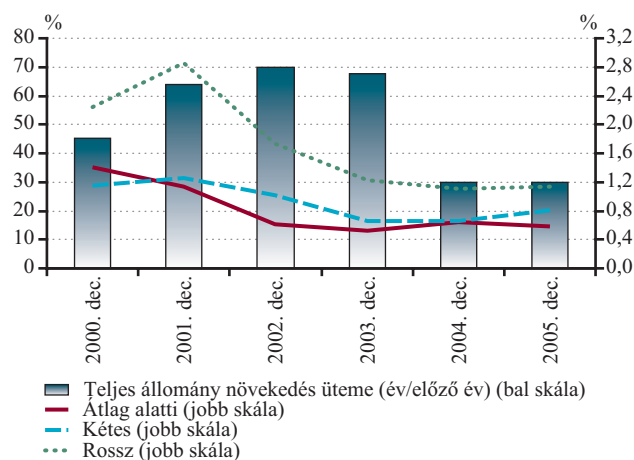
A nem pénzügyi vállalatok hiteleinek portfólióminősége



Forrás: MNB.

26. ábra

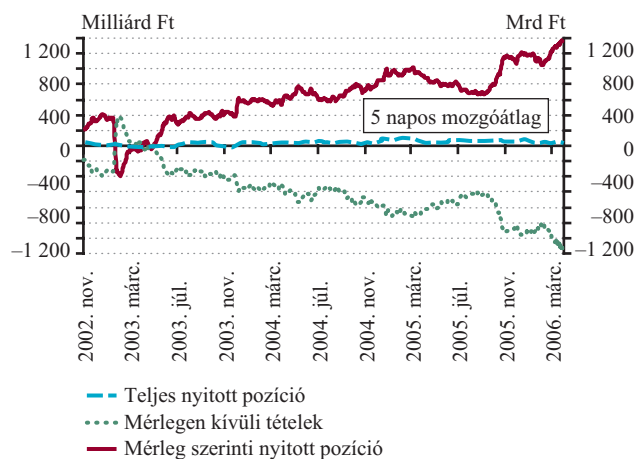
A háztartások hiteleinek portfólióminősége



Forrás: MNB.

27. ábra

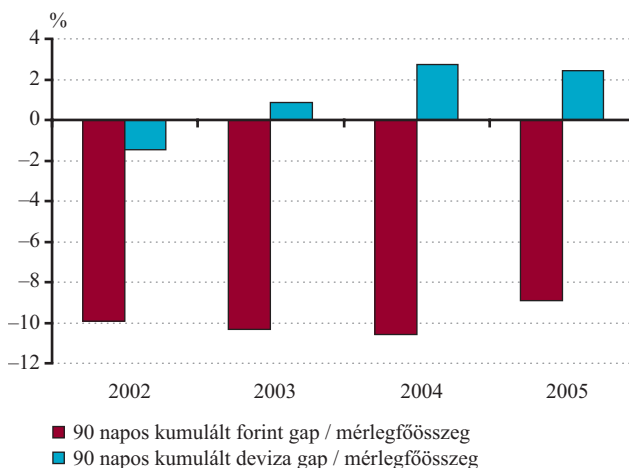
A bankrendszer deviza nyitott pozíciója



Forrás: MNB.

28. ábra

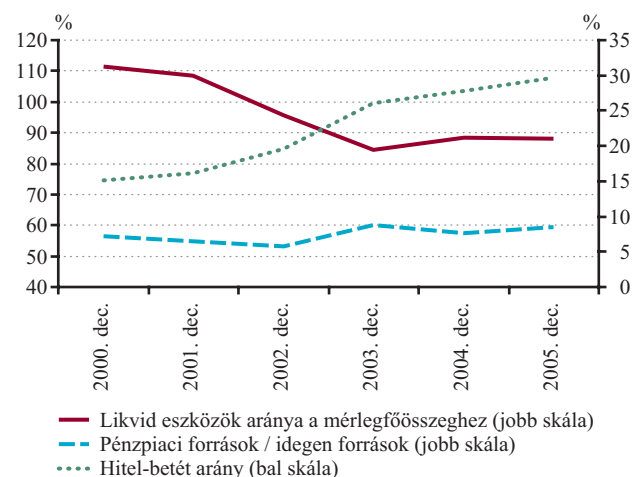
A bankok kamatkockázata



Forrás: MNB.

29. ábra

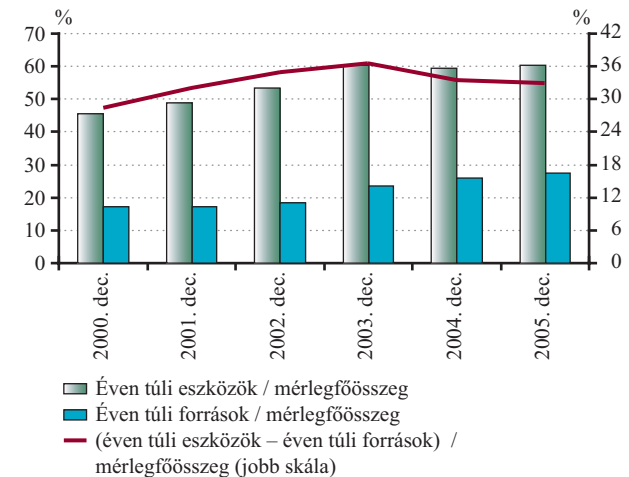
A bankok likviditási mutatói



Forrás: MNB.

30. ábra

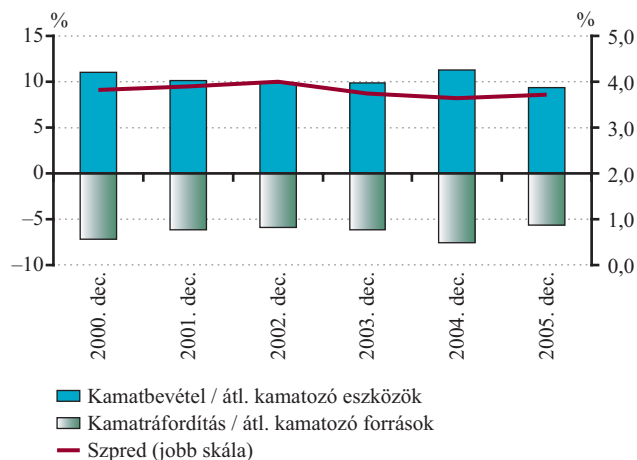
A bankok éven túli eszközei és forrásai



Forrás: MNB.

31. ábra

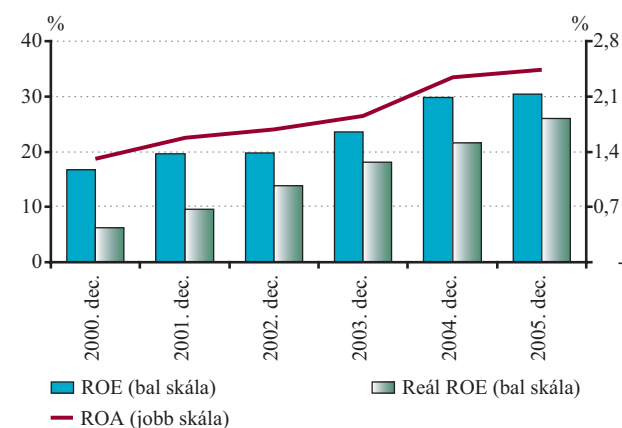
A szpred összetevői



Forrás: MNB.

33. ábra

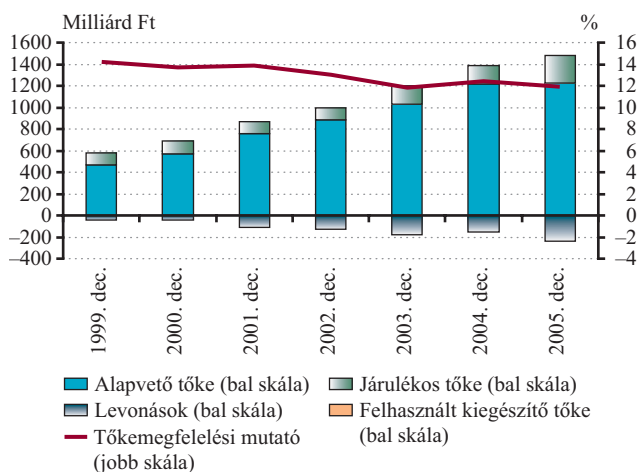
A bankok eszköz- és tőkearányos jövedelmezősége



Forrás: MNB.

35. ábra

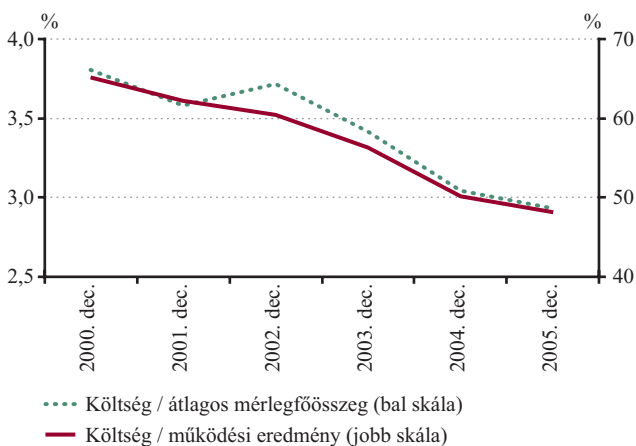
A bankok szavatoló tőkéje és tőkemegfelelése



Forrás: MNB.

32. ábra

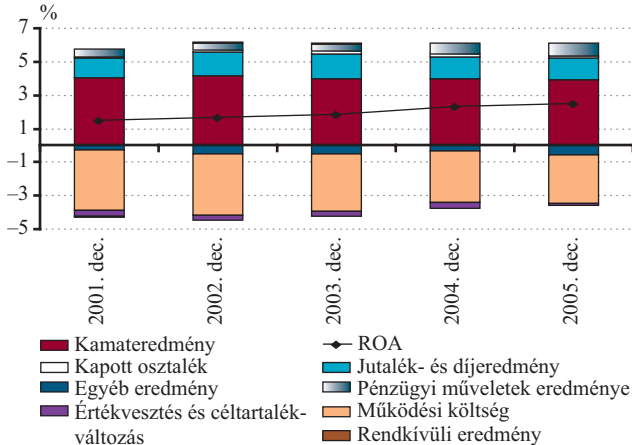
A bankok költséghatékonysági mutatói



Forrás: MNB.

34. ábra

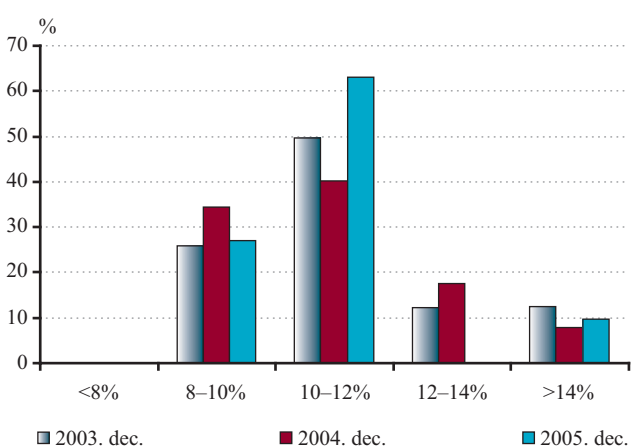
Az adózás előtti eredmény összetevőinek alakulása az összes eszköz arányában



Forrás: MNB.

36. ábra

A bankok tőkemegfelelési mutatóinak megoszlása



Forrás: MNB.

Jegyzetek a mellékletehez

1. ábra: EMBI Global Composite – A J. P. Morgan-Chase által számolt, szuverén és kvázi szuverén kibocsátók dolárban denominált kötvényeinek kamatfelár-indexe. Maggie – A J. P. Morgan-Chase által számolt, euróban denominált vállalati és államkötvények, jelzálogkötvények kamatfelárainak indexe.

8. ábra: A forint–euro különbség a Reuters elektronikus kereskedési rendszerébe beadott legjobb vételi és eladási ajánlatok árfolyamainak különbségéből került meghatározásra. Az állampapír-piaci különbség a Dresdner Kleinwort Wasserstein (DrKW) által bevezetett Central European Bond Index (CEBI) különbségek magyar állampapírpiacra vonatkozó adata.

13. ábra: M3: Az EKB szerinti definíciónak megfelelően: M2 + repó + pénzügyi alapok befektetési jegye + legfeljebb két éves lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok. Hitelek, betétek és intézményi befektetőknel elhelyezett megtakarítások: nem pénzügyi vállalatok(nak/tól) és háztartások(nak/tól). Intézményi befektetőknel elhelyezett háztartási megtakarítások: életbiztosítás, befektetési alap, nyugdíjpénztár.

14. ábra: A mérlegfőösszeg arányában.

15. 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 egyéni vállalkozókat 2001 májusáig a vállalkozói szektor, 2001 júniusától a háztartási szektor tartalmazza. A háztartási szektor 2001 májusáig csak a lakosságot tartalmazza.

17. ábra: A megelőző 12 hónap során újonnan indított csőd- és felszámolási eljárás alá vont vállalatok száma a csoport összes vállalatának százalékában.

18. ábra: Az új lakásvásárlásra felvett hitelek nem tartalmazzák a devizaalapú hiteltermékeket. Azonban ebben a

kategóriában a devizahelyettesítés valószínűleg alacsonyabb.

22. ábra: Az egyéb sor döntően svájcifrank-alapú hitelt tartalmaz.

23. ábra: A kis- közép- és mikrovállalatok definíciójának megváltozása miatt a 2005. évi adatok csak korlátozottan összehasonlíthatóak a korábbi adatokkal.

24. ábra: Fogyasztási hitelek: folyószámla és értékpapír vásárlására nyújtott hitelekkel együtt. A pénzügyi vállalkozások hiteleinek denominációs összetétele MNB-beccslés.

27. ábra: Pozitív érték: deviza hosszú pozíció.

29. ábra: Likvid eszközök: pénztár és elszámolási számlák, állampapírok, jegybanki kötvény, rövid jegybanki és külföldi bankközi kihelyezések. Pénzügyi források: hitelintézetektől származó rövid lejáratú betét és hitel.

30. ábra: Éven túli források: saját tőke és céltartalék nélkül.

31. ábra: Szpred: kamatbevétel/átlagos kamatozó eszközök – kamatráfordítás/átlagos kamatozó források. Annualizált adatok.

32. ábra: Működési eredmény: a nettó kamatjövedelem, a nettó jutalék- és díjeredmény, a pénzügyi műveletek eredménye és a kapott osztalék összege. Annualizált adatok.

33. ábra: ROE: Adózás előtti eredmény/(átlagos saját tőke – eredmény). Annualizált adatok. ROA: Adózás előtti eredmény/átlagos mérlegfőösszeg. Annualizált adatok.

35. ábra: 2001. májusáig a pénzügyi intézménybe, befektetési vállalkozásba és biztosítóba történt befektetés és nyújtott alárendelt kölcsöntőke miatti levonások az alapvető tőkét csökkentették.

36. ábra: A sávba tartozó bankok részesedése a kockázattal súlyozott eszközökből.

Jelentés a pénzügyi stabilitásról
2006. április

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

