



MAGYAR NEMZETI BANK

JELENTÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁSRÓL

2009. ÁPRILIS

Jelentés a pénzügyi stabilitásról

2009. április



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hevesi Nóra

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

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 Jegybank-törvény, 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 törekenységét 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 stabilitás, a Pénzügyi elemzések, a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzforgalom és értékpapír-elszámolás szakterületek közreműködésével készült, Tabák Péter igazgató általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Nagy Márton, a pénzügyi stabilitás helyettes vezetője irányította. A publikációt Király Júlia alelnök hagyta jóvá.

A jelentés egyes részeit készítették: Antal Judit, Bakonyi Ákos, Balás Tamás, Banai Ádám, Fischer Éva, Gyura Gábor, Hoffmann Mihály, Homolya Dániel, Kiss M. Norbert, Komáromi András, Krusper Balázs, Kuruc Emese, Kuti Zsolt, Molnár Zoltán, Nagy Márton, Odorán Rita, Páles Judit, Szegedi Róbert, Szigel Gábor, Tamási Bálint, Tanai Eszter. A jelentésben szereplő elemzések háttérmunkájában részt vett Baksay Gergely, Holló Dániel, Hudecz András, Körmendi Gyöngyi, Luspay Miklós, Mák István.

A jelentés elkészítése során értékes tanácsokat kaptunk a Monetáris Tanácstól, amely 2009. március 23-i és április 6-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.

A jelentés a 2009. március 15-ig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

Tartalom

Kiemelt pénzügyi stabilitási kockázatok	7
1. Pénzpiaci és makrogazdasági környezet	11
1.1. Pénzpiaci környezet	14
1.1.1. Nemzetközi pénzpiaci környezet	14
1.1.2. Hazai pénzpiaci környezet	18
1.2. Makrogazdasági környezet	21
1.2.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet	21
1.2.2. Hazai makrogazdasági környezet	22
1.2.3. A külső egyensúly és az adósságmutatók alakulása	23
2. A pénzügyi közvetítőrendszer stabilitása	27
2.1. A bankrendszer kockázatai	30
2.1.1. Hitelkockázatok	30
2.1.2. Likviditási kockázatok	42
2.1.3. Piaci kockázatok	47
2.1.4. A bankrendszer pénzügyi helyzete	48
2.2. A nem banki pénzügyi közvetítőrendszer kockázatai	56
2.3. A hazai fizetési és elszámolási rendszerek kockázatai	60
2.3.1. VIBER	60
2.3.2. Bankközi Klíring Rendszer (BKR)	62
2.3.3. KELER Zrt. által működtetett értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszer	62
Melléklet: Makroprudenciális indikátorok	65
Jegyzetek a melléklethez	78

Kiemelt pénzügyi stabilitási kockázatok

A korábbi jelentésekben jelzett növekedési és likviditási kockázatok realizálódtak

A 2008. áprilisi „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” című kiadvány és annak októberi, időközi felülvizsgálata óta jelentősen megváltoztak a pénzügyi közvetítőrendszer működési feltételei. A Magyar Nemzeti Bank korábban már felhívta a figyelmet a vártnál rosszabb reálgazdasági teljesítmény és a kedvezőtlenebb likviditási helyzet kialakulásának veszélyeire. A globális és a magyar gazdaság a vártnál hamarabb és nagyobb mértékben esett vissza, továbbá a pénzügyi rendszer likviditási helyzete erőteljesebben romlott. A hazai gazdaságot ért jelentős sokkok összességében kedvezőtlen hatással voltak a magyar pénzügyi rendszer stabilitására.

A globális befektetői hangulat 2008. őszi romlása különösen érzékenyen érintette Magyarországot

A Lehman Brothers 2008. szeptemberi csődjével, majd a globális recessziós félelmek ezt követő felerősödésével a pénzügyi válság új szakaszba lépett. A nemzetközi pénzpiacokon általános bizalomvesztés, növekvő kockázatkerülés, a tőkeáttétel gyors csökkentése miatt szűkült a pénzpiaci likviditás, a bankok tőkeproblémái előtérbe kerültek, ezenkívül a reálgazdaságban nagymértékű teljesítmény-visszaesés volt érzékelhető. A globális befektetői hangulat szeptember-októbertől felgyorsuló romlása – az ország adósságának finanszírozhatóságát illetően felmerült bizalmatlanság miatt – érzékenyen érintette Magyarországot. A deviza-, részvény- és állampapírpiacon a fundamentálisan indokolható mértéket meghaladó nyomás nehezedett.

A nemzetközi pénzügyi csomag, továbbá az MNB és a kormányzat intézkedései csökkentették a sérülékenységet

A rendkívüli helyzetben a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának megőrzése, a tőkekiáramlás és a leértékelődési várakozások további erősödésének megfékezése érdekében a jegybank 2008. október végén 300 bázispontos kamatemelést hajtott végre. A Nemzetközi Valutaalap és az Európai Unió összesen közel 20 milliárd eurós hitelkeretet biztosított Magyarország számára. A hitelkeret-megállapodás fő célja a folyó fizetési mérleg finanszírozhatóságának biztosítása érdekében a devizataralékok növelése, valamint kisebb részben a bankok támogatása volt. 2008 őszétől a bankrendszer működését a jegybank új forint- és devizalikviditást biztosító eszközök bevezetésével is segítette. A monetáris eszköztárban befogadható fedezetek köre bővült, a forinthitel- és a devizawap-tenderek futamideje hosszabbodott, miközben csökkent a kötelező tartalékráta mértéke.

A kelet-közép-európai régió külső megítélése 2009. január–februárban elszakadt a többi feltörekvő piacétól

A külföldi befektetők 2008 októberétől még inkább megkülönböztették az eltérő kockázatú országokat és termékeket. Az általános kockázatvállalási hajlandóság a növekvő recessziós félelmek miatt 2009 elején ennél is tovább csökkent. A piaci turbulencia újabb hulláma a nemzetközi konjunktúráról és pénzpiaci folyamatokról erőteljesen függő régiókat, köztük a kelet-közép-európai országokat már a többiekénél erősebben érintette. A térség romló megítélése számos piacon tetten érhető: a kelet-európai devizák nagyobb mértékben értékelődtek le, az állampapírpiacon működése komolyabb zavarokat mutatott, a devizakötvények nem fizetésére fedezetet nyújtó ún. CDS-termékek felárai jobban emelkedtek ezen országokban, mint más feltörekvő régiókban. A térség piaci megítélését az is befolyásolja, hogy több országban, köztük Magyarországon is fokozódik a politikai kockázat.

Magyarország külső finanszírozási igénye középtávon mérséklődhet, eközben azonban a gazdaság recesszióba kerül

Ehhez a kedvezőtlen gazdasági és pénzügyi környezethez a hazai gazdaság szereplői aktivitásukkal és finanszírozási igényükkel alkalmazkodnak. A külső kereslet visszaesése és a növekvő adósságterhek miatt csökken a magánszektor beruházási és fogyasztási aktivitása, illetve a hitelek iránti kereslete, ezért emelkedik a megtakarítási hajlandósága. A pénzügyi forráshoz jutás nehézségei miatt a bankoknak a lakossági betétekért folytatott árversenye élesedik, miközben hitelezési hajlandóságuk gyengül. A 2006-ban megkezdett fokozatos költségvetéshiány-csökkentés tovább folytatódik. Mindezek következtében a – 2009. februári „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadványban közzétett – makrogazdasági alappályán az ország külső finanszírozási igénye középtávon csökkenhet, eközben azonban a gazdaság recesszióba süllyed.

Kiemelt kockázat a gazdaság vártnál nagyobb visszaesése...

A vártnál kedvezőtlenebb külső vagy belső környezeti feltételek esetén a hazai gazdasági aktivitás nagyobb és tartósabb mértékben csökkenhet. A gazdasági visszaesés miatt a vállalati hitelezés az alappálya mentén is csökken. Ezt két folyamat tovább erősítheti. Egyfelől az emelkedő hitelkockázatok miatt a bankok a vállalatok finanszírozási költségeit megnövelhetik, ami a hitelkereslet további visszaeséséhez vezethet. Másfelől a kockázatvállalási hajlandóság további csökkenése miatt a bankok – elsősorban vállalati – hitelkínálata is a vártnál jobban szűkülhet.

..., amit a vállalati hitelezést támogató eszközök mérsékelhetnek

A gazdaság vártnál nagyobb visszaesését több eszköz mérsékelheti. Ilyen a jegybank hat hónapos devizaswap eszköze, a bankok forráshoz jutását segítő állami kölcsönnyújtás, illetve az államilag támogatott kis- és középvállalati hitelek. Az első két eszköz igénybevételének egyik feltétele a vállalati hitelezés fenntartása.

A bankok likviditási és szolvencia-kockázatai emelkednek

A hazai bankrendszer a romló pénzügyi és kedvezőtlen gazdasági környezet miatt növekvő likviditási és szolvenciakockázattal szembesül. A bankrendszer a nemzetközi befektetők erősödő kockázatkerülése miatt a pénzügyi piacról csak a korábbiaknál magasabb költségek és rövidebb futamidő mellett képes fennálló adósságát megújítani. Eközben a gazdasági visszaesés és a leértékelődött forintárfolyam növeli a főként devizában eladósodott háztartások adósságterheit, ezért romlik a bankrendszer és az azzal szoros kapcsolatban álló lízingcégek hitelfortifóliójának minősége. A háztartási devizahitelek mellett a vállalati ingatlanprojekt-hitelek minőségének várható romlása érdemel kiemelt figyelmet.

A hazai hatóságok beavatkozása és az anyabankok elkötelezettsége csökkentették a likviditási kockázatokat

A nemzetközi intézmények által Magyarországnak nyújtott pénzügyi csomag részét képező, a bankok forráshoz jutását segítő eszközök, valamint az MNB számos forint- és devizalikviditást biztosító lépése a hazai bankrendszer működését támogatja. A pénzügyi stabilitás fennmaradásában a külföldi tulajdonosok magyar leánybankjai iránti elkötelezettsége fontos tényező. Az anyabanki háttérrel rendelkező bankok külföldi forrásainak és devizaswapjainak megújítása eddig zavartalan volt. Mindez hozzájárult ahhoz, hogy a likviditási megfontolások mostanra kevésbé befolyásolják a bankok hitelezési döntéseit.

A várt makrogazdasági alappálya mentén a bankrendszer tőkéje kielégítő

A gazdaság visszaeséséből eredő veszteségek fedezésére a bankrendszernek megfelelő pénzügyi tartalékokkal kell rendelkeznie. A rendszerszintű tőke-megfelelési mutató 2008 végén 11 százalék volt, ami a szabályozói minimumot jelentősen meghaladja. A gazdasági visszaesés és a gyengébb forintárfolyam a hitelezést lassítja, és a portfólió minőségét rontja. Ez a jövedelmezőség nagymértékű és a tőke-megfelelés mérsékelt csökkenését okozza 2009-ben. A makrogazdasági alappálya mellett a 2009-es év végi bankrendszeri szintű tőke-megfelelés így is 10 százalék fölött maradhat.

**A növekvő hitelkockázatok
veszteségekre gyakorolt hatását
számos tényező csökkentheti**

A gazdaság visszaesése és a devizahitelek magas aránya miatt a forint árfolyamának gyengülése a hazai bankrendszer jövedelemtermelő képességét a hitelportfólió várható romlásán keresztül érzékenyen érintik. A növekvő kockázatból eredő veszteségeket azonban számos tényező mérsékelheti. Egyrészt a hazai bankrendszerben a jelzáloghitelek fedezettségi mutatója nemzetközi összehasonlításban magas. Emellett a lakáspiacon a válságot megelőző években – több más európai országtól eltérően – nem volt túlzott árnövekedés. A tulajdonos által lakott lakások magas aránya miatt a hitelfelvevők törlesztési hajlandósága magas maradhat. Végül a késedelembe eső adósságok kezelését segítheti, hogy a bankok is nyitottnak mutatkoznak a hitelfeltételek módosítására a törlesztőképesség megőrzése érdekében.

**A sokkellenálló képesség erősítése
érdekében néhány banknál szükség
lehet tőkebevonásra**

A vártnál kedvezőtlenebb gazdasági környezet hatásainak kivédését segítheti a – főleg a szabályozói minimumhoz közel álló tőke megfelelésű – bankok tőkehelyzetének megerősítése. Ennek érdekében indokolt a bankok 2008-as és 2009-es eredményének tőkét növelő visszaforgatása. A pénzügyi helyzet megerősítésének másik forrása a tulajdonosok vagy befektetők általi tőkeemelés. Ezt elősegítheti, hogy a tavalyi évben számos, a régióban jelen lévő európai bankcsoport megerősítette tőkehelyzetét, ami hozzájárulhat a feltörekvő országokban működő leányvállalataik tőkehelyzetének javításához. Végül a tőkebázis megerősítését szolgálhatja a hazai hatóságok banktámogató csomagjának részét képező állami tőkeemelés lehetősége is.

**A hatóságoknak az utólagos
beavatkozás helyett a megelőzésre
kell a hangsúlyt helyezniük**

A pénzügyi rendszer felügyeletéért felelős hatóságoknak az egyedi intézmények szabályszerű és biztonságos működése mellett a pénzügyi rendszer és a makrogazdasági egyensúlytalanságok kockázatait is figyelniük kell. Az utólagos beavatkozás helyett egyre inkább a kockázat csökkentésére és a kedvezőtlen hatások bekövetkezésének megelőzésére kell összpontosítani. Ezt szolgálhatja a felügyeleti jogkör kibővítése, az elemzési tevékenység fejlesztése és a szabályozás fókuszának megváltoztatása. Az elemzési tevékenységben nagyobb hangsúlyt kell helyezni a kockázatokat mielőbb jelző mutatórendszerek kialakítására és működtetésére, valamint a rendszeres stressztesztekre. A szabályozásban a devizahitelezés kockázatainak kezelését, a hitelezési fegyelem erősítését (különös tekintettel az ügynöki értékesítésre), a pénzügyi rendszer gazdasági ciklust erősítő (prociklikus) viselkedésének mérséklését, a lejáratok összhang eltéréseinek korlátozását, a bankok hitel- és likviditáskockázat-kezelésének fejlesztését célszerű előtérbe helyezni.

A Magyar Nemzeti Bank „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” című rendszeres kiadványa áttekintést nyújt azokról a makrogazdasági és pénzügyi folyamatokról, amelyek a hazai pénzügyi rendszer működését befolyásolják. A Jelentés az MNB februárban közzétett „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadványában foglalt makrogazdasági alappályából indul ki. A pénzügyi és gazdasági világválság közepette a bankrendszer hazai és nemzetközi környezetének gyors változásai miatt a feltételezett alappálya és a jelen jelentés egyes megállapításainak érvényességi ideje lerövidülhet.

1. Pénzpiaci és makrogazdasági környezet





A fejlett piacokról kiinduló pénzügyi stabilitási és makrogazdasági problémák a globális kockázatvállalási hajlandóság csökkenésén keresztül kedvezőtlenül érintették a feltörekvő piacokat. Ráadásul a befektetők a kelet-közép-európai gazdaságokat európai uniós tagságuk ellenére sérülékenyebbnek tartják, mint más fejlődő piacokat, ami tovább emeli a régiós országok, így Magyarország kockázati prímiumát. Ezért a 2008. áprilisi „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” című kiadványban, illetve az októberi felülvizsgálat során azonosított kockázatok bekövetkeztek.

A jövőben a legnagyobb kockázat a globális gazdaság vártnál nagyobb és tartósabb lassulása. A jegybanki és kormányzati

intézkedések hozzájárulnak ugyan a bankközi bizalmi válság és a pénzpiaci feszültségek enyhüléséhez, illetve a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilizálódásához, de még nem lehet látni a konjunktúra fordulópontját.

Magyarországon a hitelkínálat – más fejlett országokhoz hasonló – szűkülése erősítheti a lakossági fogyasztás és a vállalati aktivitás visszafogását. A költségvetési kiigazítás és a romló munkapiaci környezet, valamint a kedvezőtlen jövedelmezőségi kilátások tovább növelik a gazdaság teljesítményével kapcsolatos kockázatokat.

1.1. Pénzpiaci környezet

A nemzetközi bankközi piaci bizalmi válság, valamint a pénzügyi stabilitási és recessziós kockázatok erősödése 2008 őszétől kezdődően a fejlett országokban a jegybankok és kormányzatok aktív szerepvállalását tették szükségessé. A likviditásbővítő és banktámogató intézkedések nyomán a fejlett bankközi piacokra nehezedő nyomás enyhült, de a normális működés továbbra sem állt helyre. A hagyományos csatornákon keresztüli bankközi finanszírozás elsősorban csak rövid távon biztosított, a nemzetközi bankrendszer hosszú futamidejű forrásbevonása jelentős részben nem tőkepiaci forrásokból, hanem állami segítségnyújtáson keresztül valósul meg. Mindeközben a veszteségelírások és a mélyülő recesszió következtében a bankok tőkeigénye nő. A befektetők kockázattvállalási hajlandósága nagyon alacsony; elfordulnak a kockázatos eszközöktől és piacoktól, ami érzékenyen érinti a feltörekvő országokat, ezen belül is elsősorban régióinkat.

Magyarország sérülékenységét a nemzetközi pénzügyi csomag, a jegybank és a kormányzat intézkedései együttesen jelentős mértékben csökkentik. Az általános kockázatterülés és a régió romló megítélése a hazai eszközárak alakulásában azonban továbbra is megmutatkozik. A magyar eszközök kockázati felára magas, a piacok likviditása elmarad a korábbi szinttől. Ezt tükrözi a gyengébb árfolyam, a magasabb hozamok és a megnövekedett volatilitás.

1.1.1. NEMZETKÖZI PÉNZPIACI KÖRNYEZET

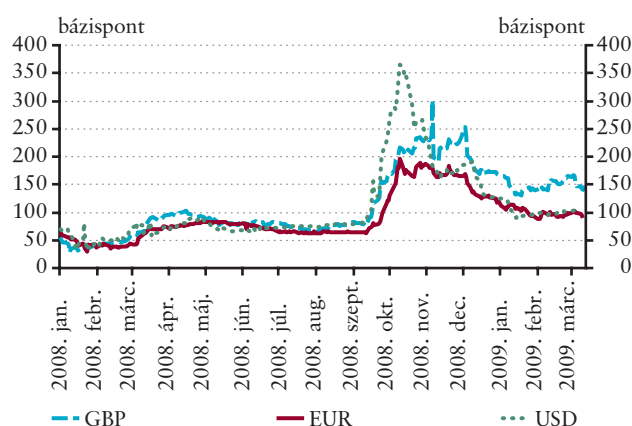
A nemzetközi pénzpiaci zavarok enyhültek, de nem szűntek meg

A globális pénzügyi válság 2008 őszén újabb szakaszához érkezett, amit a recessziós félelmek és a pénzügyi stabilitás megingása jellemez. A kockázati étvágy visszasesése a tengerentúli pénzügyi intézmények likviditási és szolvenciaproblémáival kapcsolatos kedvezőtlen hírek nyomán indult meg, majd a Lehman Brothers szeptemberi csődjét követő időszak a nemzetközi pénzügyi rendszer működésének alapvető megváltozását vonta maga után. A befektetői hangulat radikális romlása, a fokozódó kockázatterülés, a bankok közötti általános bizalomvesztés azt eredményezte, hogy a pénzügyi intézmények jelentősen korlátozták az egymásnak nyújtható hitelek mennyiségét. A bizalmi válság a bankközi dollárlikviditás befagyását eredményezte, s a piac kiszáradása következtében a rövid futamidejű bankközi kamatok rekordmagasságokba emelkedtek. Miután több európai bank problémái olyan súlyossá váltak, hogy állami forrásból kellett a tőkeállományukat megemelni, a bizalomhiány gyorsan áttért

az európai bankközi piacra is, ahol enyhébb mértékű, de hasonló folyamatok játszódtak le. A bankközi kamatok az állampapírhozámokkal, illetve várt irányadó kamattal szembeni felárát mutató dollár és euro TED-szpredek, illetve a bankközi és a swapkamatok különbségét mutató LIBOR-OIS szpredek október közepére rekordmagasságba emelkedtek (1-1. ábra).

1-1. ábra

A 3 hónapos LIBOR-OIS szpredek alakulása

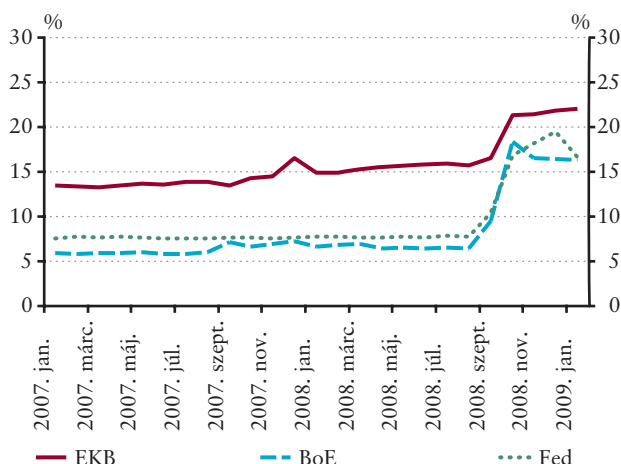


Forrás: Reuters.

A helyzet gyors romlását látva a fejlett országok jegybankjai likviditásbővítő eszközök bevezetésével próbálták oldani a bankközi piacon tapasztalt feszültséget. A jegybankok a gyors kamatcsökkentések mellett többek között jelentősen kibővítették a hitelfelvételkor befogadható fedezetek körét és több piacon közvetlen eszközvásárlást hajtottak végre. Ezen lépések hatása azonban kezdetben kimerült abban, hogy a jegybankok harmadik félként beállva a piaci szereplők közé, átvették a bankközi piac szerepét, miközben mérlegfőösszegük a betét és hitel oldali instrumentumaik egyidejű igénybevételének következtében jelentősen megemelkedett. A rendelkezésre állási eszközök igénybe vétele sokáig magas maradt, a Federal Reserve (Fed) és a Bank of England (BoE) mérlegfőösszege csak 2008 végén, míg az Európai Központi Banké (EKB) csak 2009. februártól kezdett szűkülni a csökkenő igénybevétel következtében (1-2. ábra). A változáshoz hozzájárult, hogy a bankközi piaci feszültségek enyhülése és a pénzügyi rendszer dollár iránti keresletének csökkenése nyomán lehetővé vált eszköztár-módosítások (visszafogottabb likviditásbővítés, az EKB dollár-swapműveleteinek felfüggesztése, kamatfolyosó-szélesítés) ösztönzőleg hatottak a bankokra, hogy a likviditás újraelosztásához ismét a bankközi piacot vegyék igénybe. Ugyanakkor az időszak folyamán egyre elterjedtebbé vált, hogy a Fed, az EKB és a sváj-

1-2. ábra

A fejlett országok jegybankjainak mérlegfőösszege a GDP-hez viszonyítva



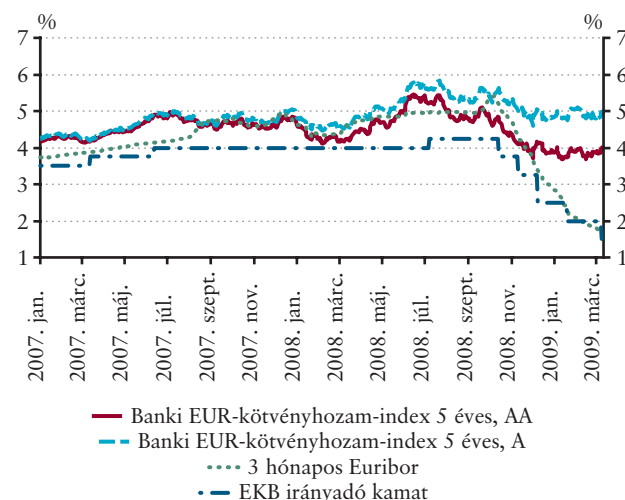
Forrás: Bloomberg, Fed, EKB, Bank of England.

ci jegybank – jelentősen eltérő feltételek mellett – kisebb, illetve feltörekvő országok számára is dollár, euro, illetve svájci frank likviditást nyújt.¹

Az aktív jegybanki és kormányzati intézkedések nyomán a rövid futamidejű bankközi finanszírozás feltételei javulnak, ugyanakkor a hosszabb futamidejű finanszírozás továbbra is csak jelentős felárral érhető el.

1-3. ábra

A különböző futamidejű, euro denominációjú banki források árának alakulása



Forrás: Bloomberg.

A nagy jegybankok által biztosított folyamatos és korlátlan likviditásbőség és a bankrendszert támogató jelentős méretű kormányzati csomagok végül eredményre vezettek, és a bankközi piaci feszültségek a következő hónapok folyamán fokozatosan mérséklődtek, ami a bankközi hozamok csökkenésében és a felárak szűkülésében is megmutatkozott. Ugyanakkor a végrehajtott intézkedések főként a rövidebb futamidejű finanszírozás költségét tudták jelentősebb mértékben csökkenteni (1-3. ábra). Jelenleg a bankok elsősorban csak rövid távon képesek könnyen piaci forráshoz jutni, hosszabb futamidőre leginkább csak állami garancia mellett tudnak hitelt felvenni.² Ez egyrészt ugyan lehetővé teszi az alacsony költségű hosszabb távú finanszírozást, ugyanakkor akadályozza, hogy megerősödjének a hagyományos finanszírozási formák és friss magántőke áramoljon a bankrendszerbe.

A nemzetközi bankrendszer nagymértékű tőkebevonást hajt végre

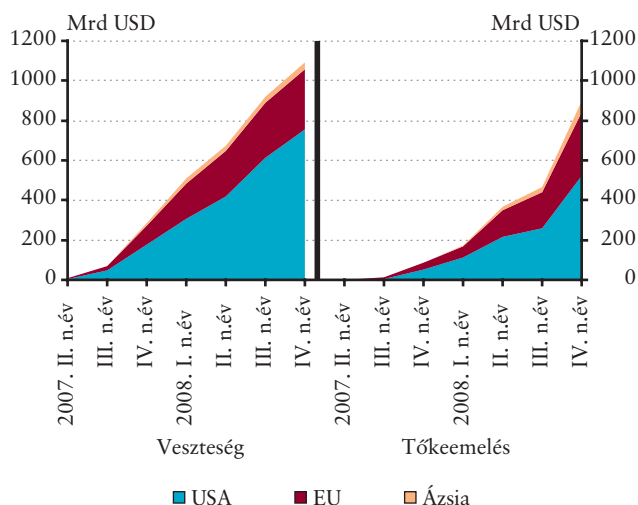
A fejlett országok kormányzati banktámogató csomagokon keresztül javítják a bankrendszer tőkeellátottságát. A jegybanki likviditásbővítés mellett számos országban került sor kormányzati beavatkozásra a banki szolvencia-problémák súlyosbodásának megelőzése érdekében. Az Egyesült Államokban került kidolgozásra egy 700 milliárd dolláros pénzügyi csomag, ami a pénzintézetek feltőkésítését illetve a banki mérlegekben lévő problémás eszközök felvásárlását foglalta magában. Európában első lépésben átalakították a betétbiztosítási rendszert (megemelt összeghatár, eltörölt önrész), majd bankstabilizációs csomagokat dolgoztak ki, melyek keretében egyes banki adósságok utáni állami garancia-vállalásra és a problémás bankok feltőkésítésére került sor. A tőkejuttatásokra a pénzügyi válság kapcsán jelentősen megnövekedett veszteségelírások és banki részvényárzuhanások miatt volt szükség. A tőkebevonás nagysága – főként az állami intézkedések hatására – 2008 utolsó negyedévében gyorsult fel, jelentősen meghaladva a veszteségelírások nagyságát. Az USA-ban a bankok rekordmértékű, összesen mintegy 262 milliárd, míg az EU-ban 142 milliárd dollár összegű tőkeinjekcióban részesültek ebben az időszakban. Ennek ellenére a fejlett országok bankrendszerei továbbra is az összes veszteségnél kevesebb tőkét vontak be a válság kitörése óta, ami negatív fejleménynek tekinthető (1-4. ábra). Mind az Egyesült Államokban, mind számos európai országban (Németország, Franciaország, Dánia, Nagy-Britannia) jelenleg is további banktámogató csomagok formálódnak, ami azt mutatja, hogy a válság őszi hulláma kapcsán történt első állami beavatkozások nem bizonyultak elegendőnek.

¹ A Fed több feltörekvő országnak is a saját devizája ellenében biztosít dollárlikviditást. A svájci jegybank Lengyelországgal, majd Magyarországgal kötött devizaswap-megállapodást, azonban a swapline-t nem a hazai devizával, hanem euróval szemben nyújtja. Az EKB a dán jegybank részére nyújt swapkeretet.

² Emiatt az elmúlt hónapokban már a Fed és BoE is elkezdett hosszú futamidejű állampapírokat vásárolni.

1-4. ábra

A nemzetközi bankrendszerek veszteségleírása és tőkeemelése

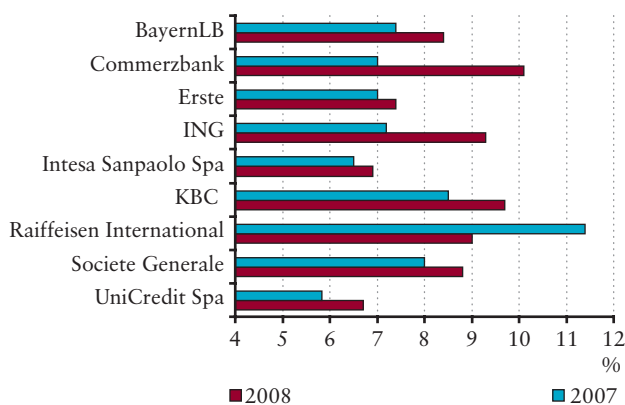


Forrás: Bloomberg.

A régióban jelen lévő európai bankcsoportok is megerősítik tőkehelyzetüket. A tőkeellátottság javítása érdekében a tavalyi év folyamán számos európai nagybank használt fel belső (eredmény visszatartása) vagy külső (hibrid elemek kibocsátása, állami finanszírozás) forrásokat tőkeemelésre, aminek következtében az átlagos banki Tier 1 tőkeemfelelés 7,6 százalékról 8,2 százalékra növekedett az első félévben, ami viszont a további tőkevesztések következtében 7,9 százalékra mérséklődött az év végéig. A régióban is jelen levő

1-5. ábra

Egyes KKE-régióban érdekelt euroövezeti bankcsoportok Tier1 tőkeemfelelése



Forrás: Egyes bankok éves és negyedéves jelentései.

bankcsoportok többsége szintén tőkeemelését hajtott végre a tavalyi évben, részben a strukturális termékportfólión elszennvedett veszteségek, részben a jelentős, határon átnyúló nemzetközi kitétségek miatt (1-5. ábra). Az anyabankok feltőkésítése nagyban hozzájárul ahhoz, hogy a feltörekvő országokban működő leányvállalataik tőkehelyzete is javuljon.

A bizalmi problémák fennmaradásához hozzájárul, hogy a fejlett országok bankrendszerének tőkeszükséglete folyamatosan meghaladja a korábbi várakozásokat. A bankok növekvő tőkeszükséglete három fő tényezőtől ered: az ún. „mérgező” eszközök várakozásoknál nagyobb értékvesztése és árazási problémái, az egyre mélyebb gazdasági recesszióból adódó veszteségek és a befektetők korábbiaknál magasabb tőkeszintelvárásai. Az IMF a kedvezőtlen pénzügyi fejlemények hatására januárban 1400 milliárdról 2200 milliárd dollárra emelte az USA hitelpiacához kapcsolódó, strukturált eszközökön elszennvedett veszteségek várható értékét³, amiből ez ideig közel 1000 milliárd dollár realizálódott. Ebből jól látszik, hogy bár a bankok az értéktelen, rossz minőségű, ún. „mérgező” eszközök jelentős részét már veszteségként leírták vagy átsorolták a mérlegen belül, a teljes portfóliótisztításnak, illetve a problémás eszközök eladásának⁴ jelentős része még hátra van. A problémát a döntéshozók is felismerték, ugyanis az állami banktámogató csomagok a forrásoldal (hitelfelvétel és tőkebevonás) mellett már az eszközoldali konszolidációra is fókuszálnak.⁵ További kihívást jelent, hogy a pénzügyi intézményeknek fel kell készülniük a kedvezőtlen gazdasági környezetre, illetve az ebből származó hitelvesztések fedezésére. A felkészülést azonban nagyban nehezíti, hogy a gazdasági prognózisok, részben pont a bankrendszer prociklikus viselkedése miatt folyamatosan a korábbi várakozásoknál nagyobb visszaesést jeleznek. Végül a befektetők a szabályozó által előírt követelménynél egyre magasabb tőkeerőt várnak el a bankoktól a sokkokkal szembeni ellenálló képesség javítása érdekében.

A befektetők elfordulnak a kockázatos eszközöktől és országoktól

Az alacsony kockázatú eszközök iránti kereslet jelentősen megnőtt és alacsony hozamuk ellenére is tartós maradt. A rekordmértékű kockázatkerülés következtében 2008 szeptemberétől a kockázatos eszközöktől való szabadulás és a tőkeáttétel csökkentése általános tendenciává vált világszerte, amit a befektetők gyakran ártól és a realizált vesz-

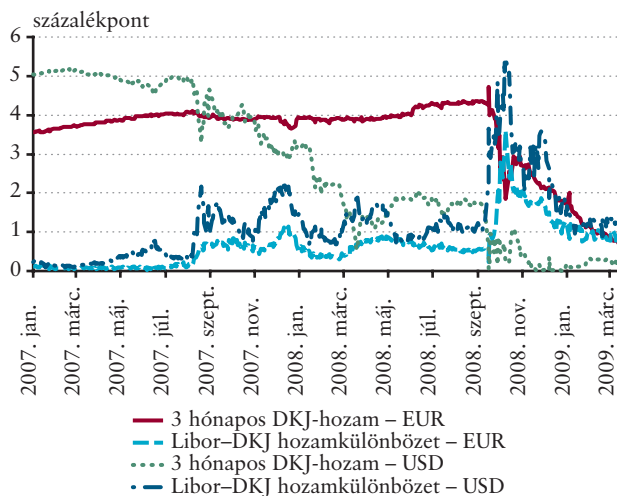
³ A becsült veszteségek nagysága az USA hitelállományának 9 százaléka és az USA éves GDP-jének 16 százaléka.

⁴ Az eladást nagyban nehezíti a piaci árak hiánya, így ezen eszközök értékelése legtöbbször az üzletben nem érdekelt harmadik szereplők szakértői véleményén vagy mikroalapú fundamentális modelleken alapul.

⁵ Az eszközoldali konszolidáció két fő módja terjedt el: az eszközvásárlás és biztosítás. Az első esetben a problémás eszközök kikerülnek a banki mérlegből egy erre a célra elkülönített alapba (SPV) vagy bankba („bad bank”). Ide sorolható Németországban a SachsenLB és WestLB, valamint Svájcban az UBS válságkezelése. Az USA-ban a válságkezelés részeként tervezik egy „bad bank” felállítását. A másik esetben a problémás eszközök a bankok mérlegében maradnak, de az állam garancia nyújtásával a hitelkockázat egy részét átvállalja. Erre példa az USA-ban a Citibank és a Bank of America, míg Európában az ING eszközkonszolidációja.

1-6. ábra

A 3 hónapos dollár és euro DKJ-hozam és a TED szpred



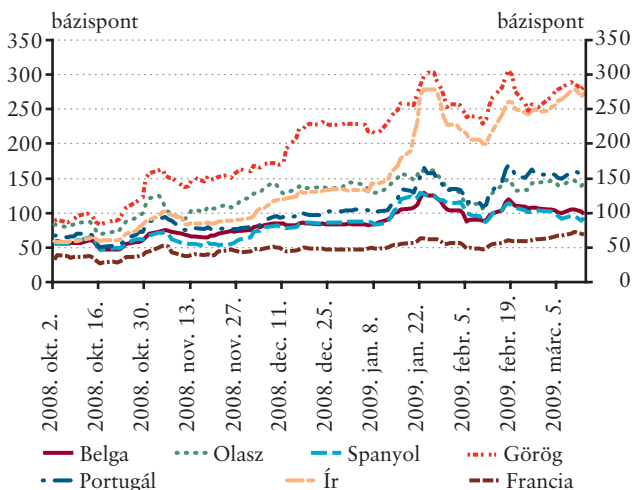
Forrás: Reuters.

teség mértékétől függetlenül hajtottak végre. A nagyon alacsony kockázatvállalási hajlandóság és a befektetői tőke minőségbe menekülése a dollár, illetve jen erősödő árfolyamában is megmutatkozott, utóbbi a fejlett – biztonságosabb – és a feltörekvő – kockázatosabb – piacok közötti hozamkülönbözetet kihasználó kereskedési aktivitás erőteljes visszazorulására utal. Az alacsony kockázati befektetési lehetőségeket kereső tőke a legbiztonságosabbnak tekintett állampapírokba – leginkább amerikai diszkontkincstárjegyekbe – vándorolt, jelentősen lenyomva azok hozamát. A kereslet annak ellenére sem csökkent ezen eszközök iránt, hogy az időszak jelentős részében 0 százalék körül alakult a hozamuk, majd 2009. januártól kezdődően is csak minimális mértékben emelkedett (1-6. ábra).

A piac a hozamokban a korábbinál jóval nagyobb mértékben megkülönbözteti egymástól az eltérő növekedési kilátásokkal és pénzügyi stabilitási kockázatokkal rendelkező fejlett országokat. A fejlett országokban bejelentett gazdaságélénkítő intézkedések jelentős mértékű kormányzati kiadásnövekedéssel járnak. A kiadásokat finanszírozó állampapír-kibocsátások megnövekedett volumene következtében a befektetők már a fejlett piacokon is erősen differenciálnak a hitel- és likviditási kockázatok mentén az egyes kibocsátók között. A jó kockázati megítélés alá eső állampapírok iránti túlkereslet miatt azok hozamai csökkentek, míg az alacsonyabb hitelkockázati besorolású országok papírjait túlkínálat jellemezte. Így a kiadások finanszírozása egyes fejlett országok állampapírjai esetében még amellet is a kockázati prémium emelkedéséhez vezetett, hogy az alacsony kockázati étvággal jellemezhető környezetben a biztonságosnak tekintett állampapírok iránti kereslet összességében magas maradt. Az eurozóna állampapírjainak német államkötvény-

1-7. ábra

Néhány eurozóna-tagország 10 éves állampapírjának hozamfelára a német kötvényhez képest



Forrás: Reuters.

hez képesti felára több állam, elsősorban a perifériális eurozóna-tagországok esetében historikus csúcsra nőtt (1-7. ábra), ami részben a kibocsátási többlet miatti állampapír-túlkínálatra, részben ezen szuverén kibocsátók (Spanyolország, Portugália, Görögország, Írország) hitelminősítésének romlására vezethető vissza. A leminősítésekre jellemzően a pénzügyi rendszert támogató csomagok miatti romló államháztartási helyzet miatt került sor. A fenti országoknak a magasabb egyensúlytalanság miatt nagyobb a szűkülő hitelpiacokra való érzékenysége. A költségvetésükre a magasabb árszinten biztosítható külső finanszírozás jelentős többletterhet ró.

A kockázatvállalási hajlandóság csökkenése erőteljesen hatott a feltörekvő piaci eszközárakra is. Míg korábban a fejlődő piacokat kevésbé érintette a pénzügyi válság, 2008. októbertől kezdődően a fejlett piacokról indult befektetőihangulat-romlás jelentős mértékű tőkekiáramlást és kockázati felár-emelkedést okozott a feltörekvő országok esetében is. A kockázatvállalási hajlandóság mérséklődése nem került el egyik piaci szegmenst sem. A helyzetet tovább rontotta, hogy a fejlett piacokon bevezetett intézkedések egy része (például az EKB által elfogadott fedezetek bővítése nem terjedt ki a feltörekvő devizákban denominált értékpapírokra; kelet-közép-európai leánybankok kizárása a bankközi hitelezésre vonatkozó garanciákból) hátrányosan érintette a feltörekvő piacokat. Ebben a folyamatban a kelet-közép-európai régió külső megítélése 2009. január végétől elszakadt a többi feltörekvő piactól és relatív értelemben is jelentősen romlott. Ennek hátterében az áll, hogy a befektetők a régiós országok többségét mind pénzügyi stabilitási, mind reálgazdasági szempontból sérülékenynek tartják, annak ellenére, hogy az országok az Európai Unió tagságának előnyeit élvezik. A régió romló megítélése számos

piacon tetten érhető: a lebegő árfolyamrendszert működtető országok devizái nagyobb mértékben estek, a devizakötvények nemfizetése esetén fedezetet nyújtó CDS-termékek felárai jobban emelkedtek a kelet-közép-európai országokban, mint más feltörekvő régiókban.

A piaci elemzők és a hitelminősítő intézetek régióról alkotott megítélése is romlott. Több piaci elemzés is az 1997–98-as ázsiai válsággal von párhuzamot a régióban jelenleg tapasztalható folyamatokat illetően, kiemelve, hogy a kedvezőtlenebb globális környezet miatt a régió országai hosszabban elhúzódó és súlyosabb problémákra számíthatnak, a finanszírozási struktúrában fellelhető különbség, azaz a bankrendszer erős külföldi tulajdonosi finanszírozása azonban enyhíti a negatív képet. A hitelminősítő intézetek már korábban, a 2008. október–novemberi időszak kedvezőtlen fejleményei nyomán is sorozatban jelentették be a régiós országok leminősítéseit, illetve kilátásrontásait. Lényegében Szlovákia és Lengyelország kivételével mindegyik kelet-közép-európai ország hitelbesorolása (vagy kilátása) romlott, hazánk esetében az októberi–novemberi időszakban mindhárom nagy hitelminősítő egy kategóriával rontotta Magyarország adósságminősítését. A leminősítések hátterében jellemzően a magas folyó fizetésimérleg-hiány és a rövid lejáratú devizaforrások magas szintje állt. 2009. február folyamán újabb leminősítési hullámra került sor, amelynek során az EU-tagországok közül Románia után Lettország is befektetési kategória alatti besorolást kapott, Észtország és Litvánia figyelőlistára került, míg hazánk kilátásait az addigi stabilról negatívra módosította a Fitch (1-1. táblázat). Az indoklás szerint a balti országok merev árfolyamrendszerére erős nyomás nehezedik, Lettország esetében a romló exportkörnyezet nehezíti a gazdaságélénkítő program sikerét, Litvánia pedig súlyos re-

cesszió elé néz. Mivel a régiós CDS-felárak emelkedése lényegesen meghaladta az országok hitelkockázati besorolásából adódó mértéket, a felárak alapján a piac további leminősítéseket valószínűsít.

1.1.2. HAZAI PÉNZPIACI KÖRNYEZET

A hazai pénzügyi piacokat a nemzetközi pénzügyi csomag és a hazai hatóságok lépései stabilizálták

Magyarország megítélése 2008. ősz folyamán elszádkadt a régiótól. A globális befektetői hangulat 2008. szeptember–októberi romlása különösen érzékenyen érintette Magyarországot. Annak ellenére, hogy Magyarország egyensúlyi mutatói (államháztartási hiány, folyó fizetésimérleg-egyenleg) javuló tendenciát mutattak az elmúlt években, a magas külső és államadósság, valamint az alacsony potenciális növekedés együttesen az eredményezték, hogy Magyarországra a befektetők különösen sérülékeny országgént tekintettek. Több kedvezőtlen tényező – az általános kockázatvállalási hajlandóság visszaesése, a globális likviditás szűkülése és az ország külső adósságának finanszírozhatóságát illetően felmerült bizalmatlanság – együttes hatásaként október közepén a hazai pénzügyi piacokra, különösen a devizapiacra és a devizaswap piacra a fundamentálisan indokolható mértékű jóval meghaladó nyomás nehezedett. A hazai szereplők a korábbiaknál nehezebben és drágábban tudtak devizaforrásokhoz jutni, ami megemelte mind a magán-, mind az állami szféra adósságának megújítási kockázatát. Hazánk megítélésének romlása nagyon gyorsan megjelent CDS-felárunk emelkedésében (mintegy két hónap alatt csaknem négyszeresére nőtt, 1-8. ábra), amit hamarosan követett devizaadósságunk leminősítése.

1-1. táblázat

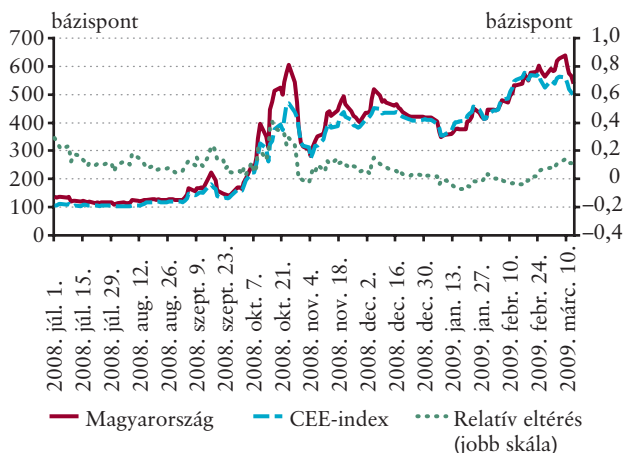
A kelet-közép-európai országok hosszú lejáratú devizaadósságának besorolása

Moody's	Magyarország	Szlovákia	Csehország	Lengyelország	Románia	Bulgária	Észtország	Lettország	Litvánia	S&P; Fitch
	M SP F	M SP F	M SP F	M SP F	M SP F	M SP F	M SP F	M SP F	M SP F	
Aaa										AAA
Aa1										AA+
Aa2										AA
Aa3										AA-
A1		+	~	~			-			A+
A2				~			~		-	A
A3	-			~			-			A-
Baa1								-	~	BBB+
Baa2	-					-				BBB
Baa3					~	~	~		-	BBB-
Ba1					-	-		-		BB+

Forrás: Moody's, S&P, Fitch.

1-8. ábra

Régiós országok CDS-felárának alakulása



Megjegyzés: A CEE-index nyolc régiós ország (Csehország, Szlovákia, Lengyelország, Románia, Bulgária, Horvátország, Észtország, Litvánia) CDS-felárának átlagolásával készült. A relatív különbség számítása az alábbiak szerint történt: $(\text{magyar CDS} - \text{CEE-index CDS}) / \text{CEE-index CDS}$.

Forrás: Thomson Datastream.

A bizalmatlanság növekedése az állampapírpiacon kiszáradásában és a hozamgörbe összes lejáraton történő emelkedésében is tükröződött.

A nemzetközi pénzügyi csomag, a jegybank és a kormányzat intézkedései együttesen csökkentették Magyarország sérülékenységét. A rendkívüli helyzetben a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának megőrzése, a tőkekiáramlás és a leértékelődési várakozások további erősödésének megfékezése, valamint a forint elleni spekuláció megdrágítása érdekében a jegybank 300 bázispontos kamatemelést hajtott végre. Ezzel párhuzamosan a kormány és a jegybank az ország devizafinanszírozásának biztosítása érdekében tár-

gyalásokat kezdeményezett több nemzetközi szervezettel. Az IMF és Európai Bizottság által biztosított, összesen közel 20 milliárd eurós hitelkeret, valamint a tervezett költségvetési kiigazító lépések jelentős mértékben csökkentették az ország külső adósságának finanszírozási kockázatait (bővebben lásd az 1-1. keretes írásban). A jegybank a kamatpolitika alakítása mellett új eszközök bevezetésével segítette a hazai piacok működésének konszolidációját.

A jegybanki és kormányzati intézkedések hatására Magyarország megítélése javult, a regionális hatások szerepe felerősödött. A régiós mozgásoktól korábban elszakadó hazai eszközár-alakulás novembertől ismét a régiós tendenciákat követte, az egyes piacokon tapasztalt feszültségek jelentősen oldódtak. A végrehajtott intézkedések mellett a devizaliquiditási problémák enyhülésében az is nagyon erőteljes szerepet játszott, hogy a külföldi tulajdonban lévő hazai hitelintézetek anyabankjai nemcsak a hitelnyújtás tekintetében, hanem a devizaswapügyletek partnereiként a korábbinál nagyobb mértékben segítették leányukat. A relatív javulás ellenére a feltörekvő piacokat, illetve 2009. január végétől a kifejezetten a régiót érintő kockázatfelár-növekedés nem kerülte el a hazai piacokat sem, s gyakorlatilag minden szegmensben éreztette hatását. Az árfolyam leértékelődött, volatilitása megnőtt, a CDS-felár emelkedésnek indult. Más európai országhoz hasonlóan az állampapírpiacon működése akadozott, az illikvid másodpiacon és a DKJ-kibocsátásokon egyaránt emelkedtek a hozamok. A 2009. január–február folyamán tapasztalt kockázatiprémium-emelkedés és az októberi turbulencia között fontos eltérés volt, hogy míg októberben Magyarország kockázati megítélése jelentős mértékben elszakadt a régiótól, addig 2009 elején elsősorban regionális hatásokra volt visszavezethető a prémiumsokk. Ezt jól mutatja a kockázati felárakban tapasztalt relatív változások erőteljes együttmozgása az időszak folyamán (1-8. ábra).

1-1. keretes írás: A nemzetközi szervezetektől felvett hitelcsomag

Az októberben kialakult turbulens pénzügyi helyzet hatására a kormány a jegybankkal közösen tárgyalásokat kezdeményezett a nemzetközi szervezetekkel egy Magyarországnak nyújtandó hitelkeret feltételeiről. A hitelkeret-megállapodás alapvetően három fő célt szolgált: a fizetési mérleg folyamatos finanszírozásának biztosítását és ennek érdekében a devizataralék feltöltését, valamint a bankgarancia és feltőkésítési csomag forrásának megteremtését.

A Nemzetközi Valutaalappal (International Monetary Fund, IMF) és az Európai Bizottsággal (EB) novemberben született meg a hitelmegállapodás, a Világbankkal (VB) pedig még további tárgyalások szükségesek. A megállapodások értelmében összesen közel 20 milliárd euro értékű hitelkeret áll Magyarország rendelkezésére, amelyet 2010-ig több rész-

letben van lehetőségünk lehívni (1-2. táblázat). Az egyes részletek lehívása csak egy összegben történhet, a rendelkezésre álló keret felhasználásában ugyanakkor az állam viszonylag szabad kezet kapott.

A magyar állam a nemzetközi szervezetek rendelkezésre állásának első részletét (6,9 milliárd eurót) 2008 negyedik negyedévében lehívta, amely az államadósság, illetve az adósságon belüli devizaarány emelkedését is jelentette. A lehívott összeg az állam jegybanknál vezetett devizaszámláján került jóváírásra. Az ÁKK az EB-keretből közel 2 milliárd eurót a költségvetési hiány finanszírozására fordított, a közel 5 milliárd eurós IMF-hiteltől pedig 600 milliárd forintnak megfelelő összeget (kb. 2 milliárd eurót) a bankok pénzügyi stabilitásának elősegítése céljából különítettek el. A fennmaradó hitelösszeg jegybanki devizabetétben maradt.

Érdemes megjegyezni, hogy amennyiben – a korábbi, devizakötvény-kibocsátáskor alkalmazott gyakorlatnak megfelelően – a devizaszámlára kerülő hitelösszeget az elköltést megelőzően a jegybanknál váltják át forintra, a hitel olyan módon kerül felhasználásra, hogy közben a devizatartalék szintje – amely a hitel értékének jóváírásakor szintén növekedett – nem csökken. A költségvetési hiány finanszírozása mellett tehát a devizatartalék is növekszik.

Az IMF-hitel törlesztése a hitellehívástól számított 27 hónapot követően kezdődik és negyedévente, nyolc egyenlő részletben történik, de lehetőség van a hiteltörlesztés megkezdésének 1 évvel történő pro-

longálására. Az igénybe vett hitelre napi kamatot számítanak fel, amely az IMF hivatalos valutáját, az SDR-t alkotó devizák⁶ kamatainak súlyozott átlagát 100 bázisponttal haladja meg. Attól függően, hogy az IMF-től lehívott hitel összege hogyan aránylik a tagország kvótájának nagyságához, a pénzügyi kamatfelárat is felszámol. Az EB-keret részleteinek futamideje átlagosan nem haladhatja meg az 5 évet és az egyes részleteket egy összegben kell törleszteni. Maga a hitel fix kamatozású. A Bizottság az ehhez szükséges forrást a piacon szerzi be, így az egyes részletek kamata az aktuális piaci hozamszinttől függ. Az első részlet finanszírozását 3,25 százalékos hozam melletti eurokötvény kibocsátásával biztosítják.

1-2. táblázat

A nemzetközi szervezetek rendelkezésre állásának ütemezése⁷

(milliárd euro)

Rendelezésre állás	A részlet összege	
	IMF	EB
2008. IV. n.év	4,9	2,0
2009. I. n.év	2,4	2,0
2009. II. n.év	1,4	1,5
2009. III. n.év	1,4	–
2009. IV. n.év	1,4	1,0
2010. I. n.év	0,5	–
Összesen	12,0	6,5

Forrás: MNB.

⁶ Az SDR-t jelenleg USA-dollár (44 százalék), euro (34 százalék), angol font (11 százalék) és japán jen (11 százalék) alkotja.

⁷ Az IMF a hivatalos valutájában, SDR-ben nyújtja a hitelt, amelyet a megállapodáskor érvényes árfolyamon számoltunk át euróra.

1.2. Makrogazdasági környezet

A pénzügyi válság reálgazdaságra gyakorolt hatására a pénzügyi intézmények mellett a magánszektor szereplői is csökkenten kezdték tőkeáttételüket. A nemzetközi konjunkturális kilátások jelentősen romlottak, a pesszimista várakozásokat a megjelent makrogazdasági adatok és vállalati eredmények alapvetően visszaigazolták: számos gazdaságnak tartósan elhúzódó, mély recesszióval kell szembenéznie, amelyet növekvő deflációs kockázatok súlyosbítnak. Mindez megváltoztatta a nemzetközi gazdaságpolitika fókuszát: az intézkedések középpontjába a gazdaságélénkítés, a monetáris lazítás és a hitelezési feszültségek enyhítése került.

Az exportpiacok jelentős keresletszűkülése kedvezőtlenül hat a kis, nyitott gazdasággal rendelkező feltörekvő piacokra, így Magyarországra is. Ezzel párhuzamosan a fiskális kiigazítás, a hitelkínálat szűkülése és a romló munkapiaci környezet a belső keresletet visszaveti: a vállalatok a termelés csökkentésével, illetve létszám- és béralkalmazkodással, a háztartások a fogyasztás visszafogásával alkalmazkodnak. Mindezek hatására a hazai nemzetgazdasági kibocsátás már 2008 utolsó negyedében is csökkent, 2009-re erőteljes, 2010-re mérsékelt visszaesés valószínűsíthető. A hazai reálgazdaságra ható legnagyobb kockázat a külső kereslet és a hitelezési aktivitás további visszaesése.

A fizetési mérleg hiányának csökkenése ellenére Magyarország adósságmutatói historikusan és nemzetközi összehasonlításban is magas szinten állnak. A magas nettó külső adósságszintből fakadó kockázatot azonban két tényező mérsékli. Egyrészt annak jelentős része anyabanki forrásokhoz köthető, amelynek megújítási kockázata a tapasztalatok alapján alacsonynak mondható. Másrészt a hazai szereplők külső követeléseinek leépítése csökkentheti az adósságtípusú forrásokra való ráutaltságot. 2009–2010-es időszakban a mutatók további növekedésére számítunk annak ellenére, hogy az elsődleges egyenleg mindkét esetben többletet mutathat. Hosszabb távon az adósságráták érdemi csökkenése vagy a potenciális növekedés magasabb szintje, vagy a finanszírozási szükséglet tartósan alacsony szintje mellett valósulhat meg.

1.2.1. NEMZETKÖZI MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET

A pénzügyi válság reálgazdaságra történő áttérjedésével romlottak a világgazdasági teljesítménnyel kapcsolatos kilátások. A pénzügyi intézmények tőkeáttételének csökkentését hamarosan követte a reálgazdaság szükségszerű alkalmazkodása. A hitelezési aktivitás visszafogása és a hitelezési standardok szigorodása következtében megindult a ház-

tartások és vállalatok tőkeáttételének csökkenése. A reálszférára eladósodottságának mérséklődése a gazdasági aktivitás erőteljes visszaesését vonja maga után, aminek nyomán a globális gazdasági teljesítménnyel kapcsolatos kilátások erőteljesen romlottak. Ezért a bankközi piaci likviditási feszültségek enyhülése és a bankoknak történt állami segítségnyújtás nem tudta megnyugtatni a piacokat, mivel hamarosan a fejlett gazdaságokat érintő recessziós félelmek kezdtek meghatározóvá válni. A fogyasztói és vállalati bizalmi indexek meredek zuhanása mellett ezt tükrözték a piaci elemzői csoportok, kutatóintézetek, nemzetközi szervezetek erősen lefelé módosított növekedési prognózisai is. Az IMF előrejelzése szerint 2009-ben az USA gazdasága 2,6, az eurozónáé 3,2 százalékkal csökkenhet, majd jövőre 0,2, illetve 0,1 százalék lehet a növekedési ütem ezekben a gazdasági régiókban (1-3. táblázat). A jelenlegi előrejelzések a korábban várt V alakú – mélypont elérése után gyors emelkedést mutató – lefutás helyett egy hosszan elhúzódó, tartósan alacsony növekedéssel jellemezhető U alakú pályát valószínűsítenek, a fellendülés jelei egyelőre nem láthatóak.

A kormányzati és jegybanki intézkedések fókuszába a gazdaságélénkítés és a bankok hitelezési aktivitásának javítása került. A reálgazdaság romló állapota megkövetelte, az inflációs kockázatok csökkenése pedig lehetővé tette, hogy a döntéshozók a recessziós kockázatok enyhítését tekinthessék elsődleges célnak. A gazdaságélénkítés érdekében – egyedül a gazdasági szereplők közül – a kormányzatok és jegybankok növelték tőkeáttételüket. Az államok esetében ez költekezésnövekedést, a jegybankok esetében likviditásbővítést és mérlegfőösszeg-emelkedést jelentett. A bejelentett gazdaságélénkítő intézkedések várhatóan az Európai Unióban a GDP mintegy 1,5 százalékát, az Egyesült Államokban a GDP 3,5-7 százalékát kitevő kormányzati kiadásnöveléssel járnak majd. Emellett a legtöbb jegybank monetáris lazítással próbálja enyhíteni a gazdasági visszaesés mértékét és megakadályozni a hitelezés drasztikus szűkülését vagy összeomlását. A folytatódó agresszív kamatvágások eredményeképpen számos fejlett országban historikus mélypontra csökkent az alapkamat. Egyes gazdaságok esetében (USA, Japán) a 0 közeli alapkamat következtében a kamatpolitika mozgásterét beszűkült, ezért a jegybankok szükségszerűen a hagyományos monetáris politikai eszköztáron kívül eső eszközökhöz folyamodnak. Több esetben is tapasztalható a mennyiségi lazítás irányába történő elmozdulás, bár a Fed a hagyományostól némileg eltérő megközelítésmódot alkalmazva, új formában, ún. hitelezési lazítást visz véghez az újonnan bevezetett alternatív eszközei segítségével. A különböző eszközvásárlási facilitások létrehozásának fő célja a hitelezési folyamatokban tapasztalható fe-

1-3. táblázat

A GDP-növekedésre vonatkozó prognózisok változása

(százalék és százalékpont)

	GDP-növekedés (2009)		GDP-növekedés (2010)	
	Márciusi előrejelzés	Változás a januári előrejelzéshez képest	Márciusi előrejelzés	Változás a januári előrejelzéshez képest
Világgazdaság	-1,0 és -0,5 között	-1,5 és -1,0 között	1,5 és 2,5 között	-1,5 és -0,5 között
USA	-2,6	-1	0,2	-1,4
EU	-3,2	-1,2	0,1	-0,2
Japán	-5,8	-3,2	-0,2	-0,8
Fejlett gazdaságok	-3,5 és -3,0 között	-1,5 és -1,0 között	0,0 és 0,5 között	-1,5 és -0,5 között
Feltörekvő és fejlődő gazdaságok	1,5 és 2,5 között	-2,0 és -1,0 között	3,5 és 4,5 között	-1,5 és -0,5 között

Forrás: IMF.

szükségek enyhítése: az új instrumentumokkal elsősorban a hosszabb távú finanszírozási költségek csökkenését próbálják elérni a jegybankok.

A fejlett gazdaságok kedvezőtlen konjunkturális folyamatai következtében a feltörekvő piacok gazdasága is lassul. A feltörekvő piacok gazdaságát elsősorban a fontos exportpiacok jelentős keresletszűkülése és a nyersanyagárak drasztikus csökkenése érinti érzékenyen. Jelentősen eltérő ugyanakkor a nyersanyagárak zuhanásának hatása az egyes fejlődő országok konjunkturális kilátásaira. A nyersanyag-exportáló országok növekedési kilátásai és kockázati megítélése még kedvezőtlenebbül alakult, mint a hazánkhoz hasonlóan diverzifikált exportstruktúrával rendelkező országoké. Bár a kelet-közép-európai régió devizáinak számottevő gyengülése pozitívan hatott ezen országok versenyképességére, az exportpiacok összehúzódását nem tudta ellensúlyozni. A térség növekedési kilátásaira az orosz-ukrán gázvita és egyes fejlett országok protekcionista törekvései további negatív hatással voltak. A helyzetet tovább rontja, hogy az aktuális előrejelzések szerint a három nagy gazdasági övezet közül az eurózónában kezdődik meg legkésőbb a fellendülés. Így mindezek következtében várhatóan több régiós országnak is komoly visszaeséssel kell szembenéznie.

1.2.2. HAZAI MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET

Az elmúlt hónapokban a nemzetközi konjunktúra romlása a hazai kilátásokat is rontotta. A vállalatok 2008 második felében csökkenő rendelésállománnyal és a hitelhez

jutás szigorodó feltételeivel szembesültek. Mindez első lépésben a tartós fogyasztási cikkek forgalmát érintette és az ipari termelés nagymértékű visszaeséséhez, majd ezen keresztül az általános európai konjunktúra jelentős romlásához vezetett. A nemzetközi konjunktúra közeljövőbeli alakulására vonatkozó üzleti bizalmi indikátorok (EABCI, IFO) továbbra is történelmi mélypontra vagy annak közelébe állnak. A nemzetközi intézmények (IMF, Európai Bizottság) pedig a korábbinál tartósabb recessziót és lassabb kilábalást valószínűsítő prognózisokat tettek közzé. Mindez a külkereskedelmi aktivitás visszafogásával járhat együtt, ami különösen érzékenyen érintheti Magyarországot.

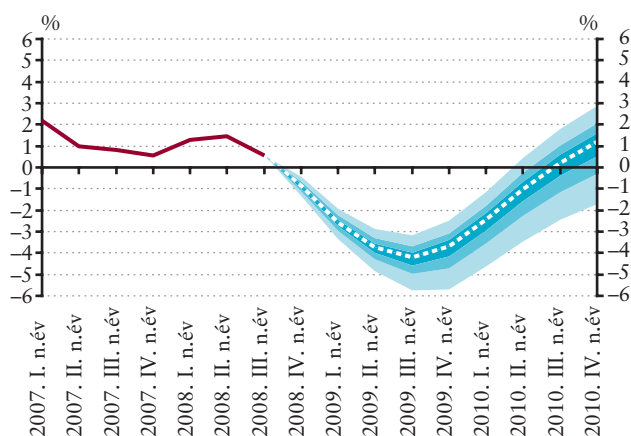
Az egyre romló külső környezet hatását a belső kereslet nem tudja ellensúlyozni. Az elmúlt években a növekedést nagyrészt az export fűtötte, a belső kereslet hozzájárulása – elsősorban a 2006-os költségvetési kiigazítás miatt – már eleve kevésbé volt jelentős. A háztartások a romló munkapiaci környezet, a hitelfelvételi lehetőségek erőteljes beszűkülése és a kormány által bejelentett adócsomag hatására visszafogják a fogyasztási kiadásait. A vállalatok a finanszírozás nehezülésével és a profitkilátások romlásával elhalaszthatják a tervezett beruházásaikat (bár az EU-források ezt részben ellensúlyozhatják). Mindez összességében ahhoz vezetett, hogy a teljes nemzetgazdasági kibocsátás éves alapon már 2008 negyedik negyedében 2,5⁸ százalékkal csökkent. A legnagyobb visszaesést az ipari termelésben figyelhetjük meg, de a recesszió az ágazatok szinte mindegyikét érinti. A Magyar Nemzeti Bank februári előrejelzése⁹ szerint a GDP csökkenése ebben az évben 3,5 százalék lehet, amit 2010-ben további 0,5 százalékos visszaesés követhet (1-9. ábra).

⁸ Naptárhatást is figyelembe véve.⁹ A makrogazdasági előrejelzés részletesen a 2009. februári *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadványban olvasható.

1-9. ábra

A hazai GDP előrejelzésének legyezőábrája

(MNB-előrejelzés 2009–2010-re)



Forrás: KSH, MNB.

A vállalati szektor jövedelmezősége romlik. A termelés visszaesése azt mutatja, hogy a vállalatok csökkenő profitkilátásokkal szembesülnek. A hitelhez jutás feltételei szigorodnak, ami a rövid távú, jellemzően forgóeszközhitelre ráutalt kis- és közepes vállalkozásokat érinti a legérzékenyebben. Ehhez a helyzethez a vállalatok részben a termelés visszafogásával, részben a bérköltségek csökkentésével alkalmazkodnak. A termelés azonban gyorsabb ütemben csökkent, mint a bér és létszám, vagyis a fajlagos munkaerőköltség emelkedett. A gyenge kereslet miatt a vállalatok ezt nem tudják áraikban érvényesíteni, ami a vállalati jövedelmezőség további romlásához vezet.

A recesszió miatt a korábbi évekhez képest erőteljesebb létszám- és béralkalmazkodást figyelhetünk meg. 2008 negyedik negyedévében 34 000 fővel csökkent a foglalkoztatottak száma. A legtöbb munkavállalót a termelő ágazatok (feldolgozóipar és a hozzá kötődő beszállítók) bocsátották el. A foglalkoztatásban bekövetkezett csökkenés csak részben jelenik meg a munkanélküliség növekedésében, mivel az inaktívok száma is számottevően emelkedett. Emellett egyre erősebben érvényesül a negatív kibocsátási rés bérdinamikát visszafogó hatása. A csökkenő kereslet miatti alkalmazkodási kényszer, a növekvő munkanélküliség mellett erősödő munkaadói alkupozió, az alacsonyabb inflációs környezet és az állami szféra nominális bércsökkentései a bérdinamika lassulásának irányába mutatnak.

A lakosság jövedelmi helyzete a romló munkapiaci feltételek, a szűkülő hitelezés, a kormányzati szigorítások hatásaként romlik. A jövedelem csökkenése nem feltétlenül vezetne a fogyasztási kiadások azonos mértékű vissza-

eséséhez, a jelenlegi helyzetben azonban több tényező is érdemben korlátozza a fogyasztás simítására irányuló törekvéseket. A hitelfelvételi lehetőségek szűkültek és csak a háztartások kisebb része rendelkezik megtakarításokkal. A képet árnyalja, hogy a lakossági megtakarítások jelentős hányada (önkéntes nyugdíjpénztári megtakarítások, életbiztosítás) csak költségesen likvidálható. A romló munkapiaci helyzet pedig felértékeli az óvatossági szempontokat, és megtakarításra ösztönöz. Ezért összességében a fogyasztási kiadások visszafogására számíthatunk.

A külső kereslet és a hitelezési aktivitás vártnál nagyobb visszaesése a legfontosabb lefelé mutató kockázat. Amennyiben a globális konjunktúra újbóli beindulása az általunk vártnál később következik be, a kedvezőtlen exportértékesítési lehetőségek érzékenyen érintenék a 2010-es gazdasági növekedést. A hitelezést illetően pedig nem zárható ki, hogy a forrásszerzési feltételek szigorodása, a bankok növekvő kockázatkerülése és a hitelfelvevők jövedelmi helyzetének romlása miatt a nettó hitelfelvétel mind a lakosság, mind a vállalatok esetében negatív marad a következő két évben. Ez elsősorban a 2009-es növekedési kilátásokat rontaná számottevő mértékben. A februári „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadvány publikálása óta beérkezett nemzetközi és hazai makrogazdasági információk az idei növekedési kilátásokkal kapcsolatos jelentős mértékű lefelé mutató növekedési kockázatok realizálódását igazolják. Egyrészt a legfrissebb prognózisok (IMF, OECD, EKB) a 2009-es euroövezeti visszaesés mértékét a korábbiaknál egy százalékponttal nagyobbra teszik. Másrészt a magyar gazdaságról beérkezett konjunktúra-indikátorok a GDP belföldi és exportkomponensében egyaránt korábbi várakozásunknál mélyebb visszaesésre utalnak. Mindezen tényezők miatt megnövekedett annak valószínűsége, hogy 2009-ben a GDP növekedési üteme az 1-9. ábrán található legyezőábra alsó részébe esik.

1.2.3. A KÜLSŐ EGYENSÚLY ÉS AZ ADÓSSÁGMUTATÓK ALAKULÁSA

A külföldi források szűkülése 2009–2010-ben a külső finanszírozási igény érdemi javulását kényszeríti ki. A belföldi felhasználás visszaesése következtében az import-kereslet csökkenése érdemben meghaladhatja az exportban várt mérséklődést. Így 2009-ben a külkereskedelmi egyenleg többletének jelentős, a GDP 2,7 százalékát kitevő növekedésére számíthatunk. A jövedelemegyenleg hiánya előrejelzésünk szerint szinten maradhat. Az adósságon keletkező növekvő kamatkidadások hatását ugyanis ellensúlyozhatja, hogy a külföldi tulajdonban lévő vállalatok profitja csökkenhet, ami a közvetlen tőkéhez kapcsolódó jövedelemkiáramlás mérséklő-

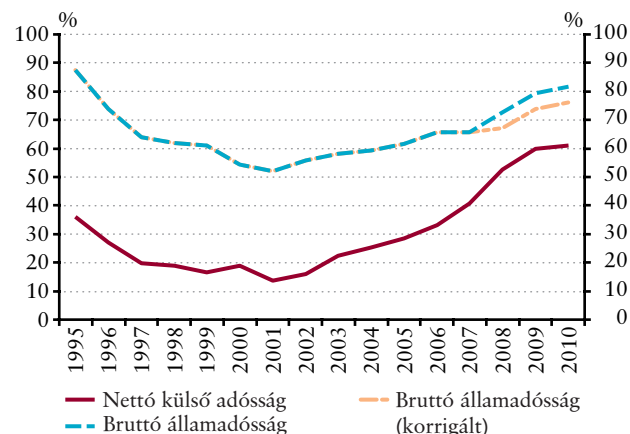
dését vetíti előre. A fenti folyamatok, valamint az EU-traszferek várt növekedésének eredőjeként az ország külső finanszírozási igénye 2009-ben a GDP 2,1 százalékára mérséklődhet. 2010-ben pedig a kormányzat várakozásainak megfelelő EU-forrásbeáramlás esetén további kismértékű külső egyensúlyjavulásra számíthatunk.

A fizetési mérleg 2009. évi javulása ellenére az adósságmutatók növekednek. A folyamatosan magas finanszírozási igény mellett a GDP-arányos adósságmutatók trendszerű emelkedése a fenntarthatósági kockázatok növekedésére, az adósság-visszafizető képesség romlására és a megújítási kockázatok emelkedésére utalhat (1-10. ábra). Fontos hangsúlyozni, hogy a szakirodalom szerint nincs olyan adósságsszint – akár külső adósságot, akár az államadósságot¹⁰ vizsgáljuk, amelynek kitüntetett szerepe lenne a sebezhetőségi kockázatok megítélésében.

1-10. ábra

A GDP-arányos adósságmutatók alakulása Magyarországon

(MNB-előrejelzés 2009–2010-re)



Megjegyzés: A 2008-as nettó külső adósság növekedésében mintegy 5 százalékpontos változást okozott a fizetési mérlegben végrehajtott módszertani váltás. Az államadósság előrejelzésekor az ÁKK 2008. december 10-én közzétett finanszírozási tervében szereplő devizaforrás-bevonással számoltunk. A korrigált bruttó államadósság az állam MNB-nél elhelyezett devizabetéteinek értékével csökkentett bruttó államadósság.

Forrás: MNB.

1-2. keretes írás: A különböző külső adósságmutatók tartalma

A makrogazdasági sérülékenység szakirodalma többféle mutatót használ egy ország külfölddel szembeni eladósodottságának számszerűsítésére. A mutatók pontos tartalmának megértéséhez két kérdést érdemes tisztázni: 1. pontosan milyen pénzügyi instrumentumokat sorolunk az adósságelemek közé; 2. bruttó vagy nettó értelemben használjuk a külföldi adósság fogalmát.

Az adósságot megtestesítő eszközök elhatárolásánál a tulajdonosi hitelek és a pénzügyi derivatívák besorolása jelenthet problémát. A tulajdonosi részesedéseket (pl. részvények, üzletrészek) egyértelműen nem adóssággeneráló instrumentumnak tekintjük. Ugyanakkor a közvetlen-tőke-befektetések között elszámolt tulajdonosi hitelek osztályozása kérdéses: ezek ugyan formailag hitelviszonyt testesítenek meg, azonban a tapasztalatok szerint könnyű az átjárhatóság a tulajdonosi hitel és a részvény jellegű közvetlentőke-befektetések között.¹¹ Ezért számos elemzés a tulajdonosi hitelek nélkül számított külföldi adósságot tekintti a külső sebezhetőség megfelelő mutatójának.

A pénzügyi derivatívák (határidős ügyletek, opciók, swapok) szintén különleges instrumentumok. Egyrészt az alaptermék áralakulásától függően a bennük megtestesülő feltételes tartozás vagy követelés értéke jelentősen változhat, másrészt az ilyen ügyletek esetében nem beszélhetünk visszafizetendő tőkerészről és kamatjövedelemtől. A pénzügyi derivatívákat speciális jellegük miatt általában nem sorolják az adósság jellegű eszközök közé.¹²

Az adósság jellegű külföldi tartozások (bruttó adósság) szintjéből levonható következtetéseket jelentősen árnyalhatja, ha figyelembe vesszük az ország adósságjellegű követeléseit is (nettó adósság). A tőkeáramlások liberalizációja következtében jellemzővé vált, hogy az országok jelentős része egyszerre hitelfeltevőként és hitelnyújtóként is megjelenik a nemzetközi pénzügyi piacokon. Így gyakran előfordul, hogy a magas külső eladósodottság az ország adósság jellegű követeléseinek szintén magas szintjével párosul. Ilyen esetekben a tartozásokat tartalmazó ún. bruttó adósságmutatók helyett célszerűbb lehet a követelések értéké-

¹⁰ Az államadósság esetében a maastrichti kritérium szerint az adósságráta nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát. Ennél magasabb adósságsszint esetén a kritériumrendszer az adósságráta csökkenését követeli meg.

¹¹ Szintén itt kerülnek kimutatásra a vállalatcsoporton belüli hitelek, amelyek ugyan jogilag nem anya- és leányvállalat közötti hitelviszonyt jelentenek, de közgazdaságilag ugyanúgy viselkednek.

¹² Lásd például: *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users* (IMF 2003).

vel csökkentett nettó adósságmutatókat figyelemmel kísérni.¹³ Magyarország esetében a nettó adósságmutatók számottevően kedvezőbb képet mutatnak, mint az ország követeléseit figyelmen kívül hagyó bruttó értékek.

Nemzetközi összehasonlító elemzéseknél további problémát jelenthet a jogilag rezidens, ám a nemzetgazdasághoz lazán kötődő, off-shore-jellegű vállalatok kezelése. A nemzetközi módszertani ajánlások alapján az ún. „speciális célú vállalatok” (SCV) adatait bruttó módon kell szerepeltetni, ami viszont jelentősen torzíthatja a hivatalos statisztikákat. Ezek a vállalatok ugyanis általában csak az adózási előnyök kihasználása miatt települnek be egy adott országba, a rajtuk keresztül folyó pénz-

zek révén sokkal inkább csak közvetítői szerepet játszanak a vállalatcsoporton belül, semmint hogy tényleges célpontjai lennének a közvetlen-tőke-befektetéseknek. Magyarországon a közgazdaságilag megalapozottabb elemzés érdekében a külsőadósság-statisztikák e vállalatok nélkül is elkészülnek. Ugyanakkor a nemzetközi szervezetek adatbázisaiban (pl. Eurostat) egyelőre a módszertani standardoknak megfelelő, teljes vállalati kört lefedő statisztikák érhetőek el.¹⁴

A fenti megfontolások alapján az MNB elemzései az SCV-k nélküli fizetési mérlegre épülnek, és külső sebezhetőségi szempontból a tulajdonosi hitelek és pénzügyi derivatívák nélküli adósságmutatókra fókuszálnak (1-4. táblázat).

1-4. táblázat

Magyarország külföldi adósságának különböző mutatói a GDP arányában

(2008. III. negyedév végi adatok, százalék)

	Bruttó	Nettó
SCV-k nélkül		
Tulajdonosi hitelekkel együtt	105,3	50,5
Tulajdonosi hitelek nélkül	85,1	47,6

Megjegyzés: Pénzügyi derivatívák nélkül.

Forrás: MNB.

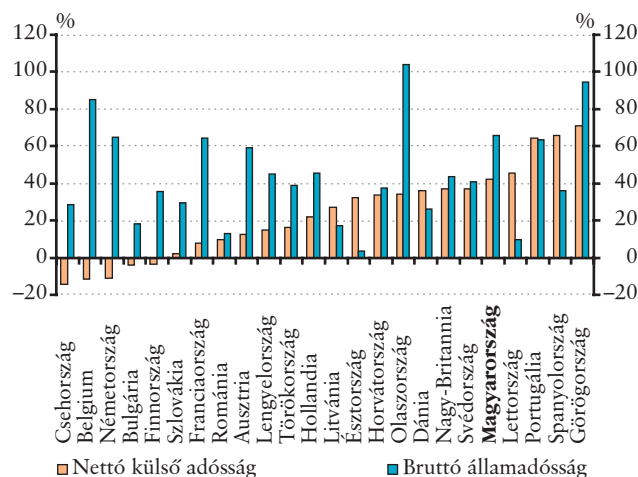
Az államadósság és nettó külső adósság mutatók historikusan és régiós összehasonlításban is magasak. Magyarország esetében az elmúlt években mind a nettó külföldi adósság¹⁵, mind a maastrichti kritériumként is figyelembe vett bruttó államadósság GDP-arányos értéke növekedett. 2008 végére az államadósság a GDP 73 százalékára, a nettó külső adósság GDP-arányos értéke pedig 52 százalék fölé emelkedett (a külső adósságmutatókról bővebben lásd az 1-2. kérés írásban). Az adósságráták értéke mind régiós, mind nemzetközi összehasonlításban magasnak számít (1-11. ábra).

A magas külső adósságrátával kapcsolatos kockázatokat több tényező is mérsékli. Az adósságráta növekedésében a bankok külföldi forrásainak gyors növekedése játszott meghatározó szerepet. 2008-ban a teljes nettó külső adósság mintegy 50 százaléka a hitelintézeti szektorhoz volt köthető. A hazai bankrendszer külföldi forrásainak ugyanakkor több mint fele az anyabankoktól származik. A közelmúlt tapasztalatai szerint pedig a külső források beszűkülésének időszakában az anyabanki finanszírozás szerepe tovább növekedett.

1-11. ábra

A nettó külső adósság és a bruttó államadósság GDP-arányos értéke

(2007. december 31-i adatok)



Forrás: IFS, Eurostat.

¹³ Ehhez a jelenséghez az is hozzájárul, hogy a multinacionális vállalatok és bankcsoportok gyakran egy közbülső országban rezidens leányvállalatot keresztül nyújtanak forrást egy harmadik országban tevékenykedő csoporttagnak. Ebben az esetben a közvetítő ország adósság jellegű tartozása és követelése is emelkedik, miközben a nettó külső adósság nem változik.

¹⁴ Magyarországhoz hasonlóan több más ország (például Luxemburg) is közlést tesz a „speciális célú vállalatok” nélküli fizetési mérlegéről. A nemzetközi statisztikai szabályalkotásban történtek lépések afelé, hogy a jövőben lehetőség legyen mindkét fizetési mérleget jelenteni a nemzetközi szervezetek felé.

¹⁵ Elemzésünkben a nettó külső adósságban nem vesszük figyelembe a vállalatok tulajdonosi hiteleit és a derivatív tartozásokat.

Emellett az adósságszinthez kapcsolódó kockázatokat ugyan-csak csökkentheti, hogy Magyarországon az elmúlt években régiós viszonylatban magas volt a működőtőke-kivitel, valamint a hazai intézményi befektetők külföldi részvényvásárlása. A külső források megújításának megnehezülése a hazai szereplőket külföldi követeléseik leépítésére ösztönözheti, ami az adósság típusú forrásokra való ráutaltságot csökkentheti. Végül a nemzetközi pénzügyi csomag is az adósságrátával kapcsolatos kockázatokat mérsékli.

A 2009–2010-es időszakban tovább emelkedhet a nettó külföldi és az államadósság. A februári „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadvány árfolyamfeltevése és makrogazdasági pályája, valamint a jelenlegi hozamgörbék alapján 2009-2010-ben a reálkamat, a reálárfolyam-változás és a reálnövekedés összhatásaként közel 10 százalékponttal növekedhet a GDP-arányos nettó külső adósság. Így annak ellenére, hogy a külső egyensúlytalanság jelentős korrekciója következtében a külfölddel szembeni elsődleges finanszírozási egyenleg hosszú idő után először többletet mutathat, az adósságráta 2010 végére elérheti a GDP 61 százalékát (1-10. ábra). A bruttó államadósság is annak ellenére emelkedhet, hogy az államháztartás elsődleges egyenlege mindkét évben többletet mutathat. A maastrichti kritériummal konzisztens bruttó államadósság 2010 végére megközelítheti a GDP 82 százalékát.¹⁶

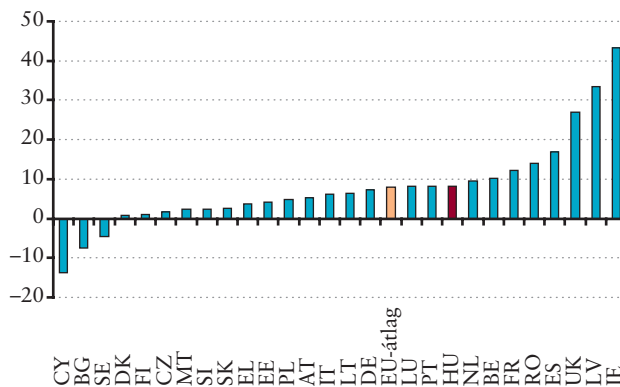
Hosszabb távon az adósságráták legfeljebb lassú ütemben mérséklődhetnek. Középtávon az adósságmutatók alakulásával kapcsolatban jelentős bizonytalansággal szembesülünk. Hosszabb távon, a potenciálisnak megfelelő GDP-bővülést, stabil nominális árfolyamot, cél közeli inflációt, valamint azt feltételezve, hogy az adósságra fizetett reálkamat a historikus átlag szintjére mérséklődik, meghatározható azon elsődleges finanszírozási igény, amely mellett az adósságráták szinten maradnak. A nettó külföldi adósság stabilizálásához az elsődleges finanszírozási igény legfeljebb a GDP 0,4 százalékát teheti ki. Ez a múltban megfigyelhető finanszírozási szerkezetet figyelembe véve azt jelenti, hogy az adósságráta csökken-

sének feltétele, hogy a külső finanszírozási igény tartósan alacsonyabb legyen a GDP 4 százalékánál. Az államadósság esetében csak pozitív elsődleges egyenleg mellett csökkenhet az adósságráta. Ugyanakkor fontos hangsúlyozni, hogy a potenciális növekedés alacsony szintje, illetve a reálkamat szintnek tartósan a historikus átlag feletti alakulása mellett az adósságráta érdemi csökkentésére csak a költségvetési hiány jelentős mérséklése, azaz az elsődleges többlet emelkedése mellett van lehetőség.¹⁷

A világgazdasági recesszió következtében a GDP-arányos államadósság várhatóan az országok többségében jelentős mértékben emelkedik. A gazdasági visszaesésre a fejlett országok többsége – Magyarországgal ellentétben – fiskális lazítással reagál, amely az elsődleges egyenleg romlásán keresztül közvetlenül növeli az adósságrátát (1-12. ábra). Emellett azonban a GDP visszaesése a nagy adósságállománnyal rendelkező országok esetében számottevően növeli az adósságmutató mértékét. Magyarország esetében az Európai Bizottság januári előrejelzése alapján nem tekinthető kiugró mértékűnek az adósságráta várható emelkedése.

1-12. ábra

A GDP-arányos államadósság változása az Európai Unió tagállamaiban 2007 és 2010 között



Forrás: Európai Bizottság 2009. januári előrejelzése.

¹⁶ Abban az esetben, ha az önkormányzatok a további hitelfelvétel helyett a finanszírozási igényüket a meglévő bankbetétek felhasználásával elégítik ki, akkor az adósságmutatók 0,5 százalékponttal mérséklődhetnek.

¹⁷ Az adósságráta jövőbeli alakulásával kapcsolatban a múltban jelentős kockázatot jelentett – több más tényező mellett – az állami tulajdonú közlekedési vállalatok (MÁV, BKV) vesztesége, amely bizonyos években adósságátvállalás vagy tőkejuttatás formájában megterhelte a költségvetést is. Ahhoz, hogy a jövőben ne kerüljön sor az adósságot növelő eseményekre, ezen vállalatok hosszú távon is fenntartható gazdálkodást biztosító konszolidációjára van szükség. Ennek hiányában középtávon a hivatalos deficitmutatóhoz képest szigorúbb elsődleges egyenleg elérése lehet szükséges az adósság stabilizálásához.

2. A pénzügyi közvetítőrendszer stabilitása





A hazai bankrendszer a romló pénzügyi és kedvezőtlen gazdasági környezet miatt növekvő likviditási és szolvenciakockázatokkal szembesül. A bankrendszer a nemzetközi befektetők erősödő kockázatkerülése miatt a piacról a korábbiaknál magasabb költségek és rövidebb futamidő mellett képes fennálló adósságát megújítani. A főként devizában eladósodó magánszektor adósságterheit növeli a gazdasági recesszió és a leértékelődött forintárfolyam, ezért romlik a bankrendszer és ezzel szoros kapcsolatban álló pénzügyi vállalkozások, illetve lízingcégek hitelfortfóliójának minősége.

A nemzetközi szervezetek, valamint a tervezett költségvetési kiigazító lépések jelentős mértékben csökkentik az ország és így a bankrendszer külső adósságának finanszírozási kockázatait. A jegybank kamatpolitikai lépései mellett új eszközök bevezetésével javítja a pénzügyi rendszer likviditását. Az anya-

bankok egyre erősebb szerepvállalása ugyancsak enyhíti a leánybankok likviditási feszültségét.

A bankrendszer tőke megfelelési mutatója 11 százalék körüli szintre növekedett 2008 végén, ami a szabályozói minimumot jelentősen meghaladja. A gazdasági visszaesés és a leértékelődött forintárfolyam a hitelezés lassulásán és a hitelfortfólió romlásán keresztül a jövedelmezőség nagymértékű és a tőke megfelelés mérsékelt csökkenését okozza. A makrogazdasági alappálya, azaz a GDP 3,5 százalékos visszaesése mellett a 2009. év végi bankrendszeri szintű tőke megfelelés így is 10 százalék fölött maradhat. Ennek ellenére a jelenleg vártnál kedvezőtlenebb gazdasági környezet hatásainak kivédésére szükséges lehet a tőke helyzet megerősítésén keresztül a bankok sokkellenálló képességének erősítése.

2.1. A bankrendszer kockázatai¹⁸

2.1.1. HITELKOCKÁZATOK

A vállalatok és háztartások hitelkeresletét a romló makrogazdasági környezet mérsékli, miközben a hitelkínálat is szűkül a bankok kockázattudatának hajlandóságának csökkenése miatt. A vállalatok közül főként a kereskedelem és az építőiparban működő kis- és középvállalatok szembesülhetnek a kedvezőtlenebbé váló finanszírozási feltételekkel.

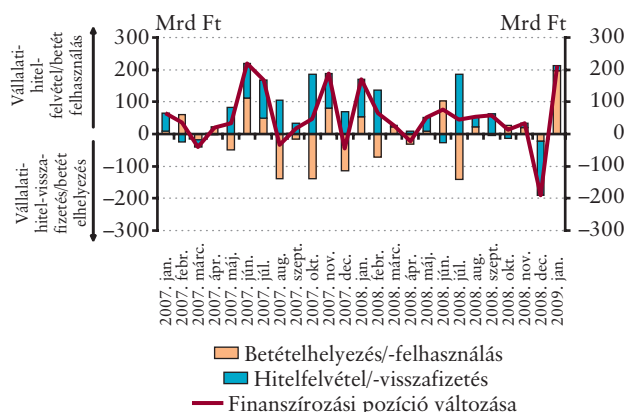
A makrogazdasági alappálya mentén a csökkenő gazdasági teljesítmény és a romló munkapiaci feltételek miatt mind a vállalati, mind a háztartási hitelezés tovább lassul, miközben a hitelportfólió minősége várhatóan tovább romlik. A portfólióromlás főként a vállalati ingatlanprojekt-hitelek esetén és a devizahittel rendelkező háztartások körében lehet jelentős. Ez utóbbi esetben a növekvő hitelkockázat hatását azonban az ingatlanfedezetek magas aránya és a jelzáloghiteleknek megfelelő erős fizetési hajlandóság mérsékelheti.

A vállalatok finanszírozási feltételei romlanak

A vállalatok kedvezőtlen likviditási helyzetét az MNB és a kormányzat intézkedései mérsékelhetik. Az októberi válság óta a bankok visszafogják vállalati hitelkínálatukat, mivel részben a forráshiány miatt hitelezési aktivitásuk mérséklésére kényszerülnek, részben pedig kockázattudatának hajlandóságuk csökken. Emellett a vállalatok hiteligénye is alacsonyabb a szükségszerűen magas forintkamatok, illetve a recesszió által okozott mérséklődő üzleti aktivitás miatt. Ennek eredményeképpen a vállalati hitelek nettó növekménye a korábbiakhoz képest kiugróan negatív értéket mutatott decemberben, és mivel enyhe vállalati betételhelyezésre is sor került, ezért a bankok vállalatokkal szembeni finanszírozási pozíciója csökkent (2-1. ábra). Mindazonáltal januárban a vállalatok jelentős mennyiségű betétet használtak fel, ami azt mutatja, hogy finanszírozási igényük továbbra is meghaladja a bankok hitelezési hajlandóságát, vagyis a hitelezés visszaesésében a kínálati szempontok lehettek a meghatározóbbak. Pozitívum ugyanakkor, hogy a bankrendszer jelentős érdeklődést mutatott az MNB 6 hónapos EUR–HUF swaptendere iránt, aminek feltétele a vállalati hitel-állományok minimum 2008. december 31-i szinten tartása. Ebben segítheti a banko-

2-1. ábra

A bankszektor¹⁹ vállalati szektorral szembeni nettó finanszírozási pozíciójának havi változása, árfolyamszűrt értékek



Forrás: MNB.

kat, hogy a korábbiaknál nagyobb mértékben támaszkodhatnak a hazai és európai refinanszírozási programokra is. Mindezek alapján a hitelkínálat visszafogása mérséklődhet.

A vállalatok a tavalyi év folyamán a forint árfolyamának ingadozására mérlegük devizális összetételének gyakori változtatásával reagáltak. 2008-ban megfigyelhető volt, hogy amint a forint elhagyta a hosszú időn keresztül megszokott 250-255 forint közötti historikus átlagot, a vállalatok többnyire olyan irányú devizaügyletekkel reagáltak, amelyek a forintnak ezen átlaghoz való visszatérésére vonatkozó várakozásokat tükröztek. Így a forint tavaly februári és októberi gyengülésekor devizabetéteiket forintra váltották, „multi-currency” hiteleiket pedig forintról devizára konvertálták (2-2. ábra). A tavasz végi/nyári eleji forinterősödéskor ezzel éppen ellentétes tendenciák voltak megfigyelhetők²⁰ (bár ez a nettó pozícióváltozásban nem látszik, de a bruttó devizabetét-elhelyezés a nyári hónapokban a szokásosnál erősebb volt). Mindez nehéz helyzetbe hozta a bankszektort októberben, amikor a vállalatok ilyen típusú deviza-tranzakciói önmagukban közel 500 milliárd forinttal növelték a hitelintézetek mérleg szerinti nyitott devizapozícióját (a devizabetétek forintra váltása, és a forinthitelek devizára váltása miatt). Ez ráadásul olyan környezetben következett be, amikor a nyitott

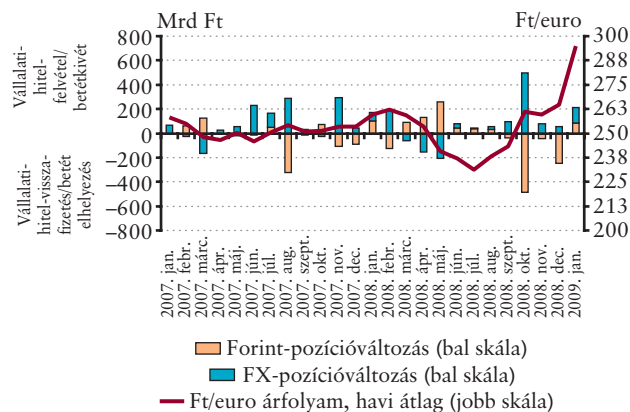
¹⁸ Bankrendszer alatt az Exim, az MFB, a KELER és a szövetségi hitelintézetek nélküli hitelintézeti szektor értendő.

¹⁹ Beleértve a Magyarországon engedéllyel működő banki fióktelepeket.

²⁰ Az azonnali átváltás mellett a tavaly nyári nagymértékű forinterősödéskor a vállalatok egy kisebb, jellemzően exportárbevételre rendelkező része tőkeáttételes ügyletek segítségével épített fel határidős pozíciókat a forint erősödésének semlegesítésére. Itt sok esetben a jövőbeni remélt exportárbevétel lett volna a természetes fedezet, ugyanakkor a pénzügyi válság áttérjedése a reálgazdaságokra az exportlehetőségeket jelentősen szűkítette, így a pozíciók fedezet nélkül maradtak. Az ilyen jellegű pozíciókon ezért tetemes veszteségek keletkeztek, és amennyiben a forint gyengülése tartós marad, ezen vállalatoknál jelentős likviditási feszültség és jövőbelmezőségromlás jelentkezhet.

2-2. ábra

A bankszektor²¹ vállalati szektorral szembeni nettó finanszírozási pozíciójának havi változása, devizális bontásban, árfolyamszűrt értékek



Forrás: MNB.

devizapozíció fedezésére szolgáló devizaswappiac likviditása kiszáradt. Ugyanakkor az is igaz, hogy a vállalatok ilyen típusú magatartása forintgyengüléskor támaszt nyújtott a forintkeresletnek, erősödéskor pedig csökkentette azt.

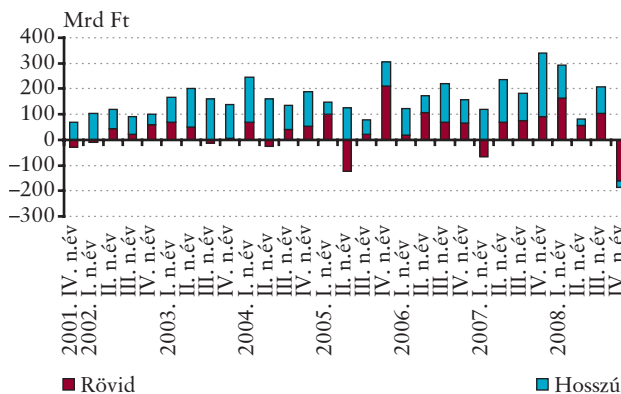
A hitelezés visszaesése eddig elsősorban a rövid lejáratú forgóeszközhiteltek állományában jelentkezett.

A hosszú lejáratú, jellemzően beruházási hitelek stagnálást mutatnak. Mindez nem meglepő: a csökkenő hitelkínálat- illetve finanszírozási kereslet miatti alkalmazkodási kényszer a gyorsabban lejáró hitelszegmensben érvényesül először, míg a beruházási hiteleknél inkább csak a szokásos növekmény elmaradásáról beszélhetünk (2-3. ábra). A rövid lejáratú hiteleknél vélhetően inkább a banki hitelkínálati oldal szerepe lehet az erősebb a visszaesésben, míg a beruházási hiteleknél a hitelkereslet csökkenése lehet a fontosabb tényező. A forráshoz jutás megnehezülése mélyítheti a gazdasági visszaesést, mivel a rövid lejáratú források megújításának elmaradása egyébként működőképes vállalatokat is ellehetetleníthet. Ha azonban a banki hitelkínálat visszafogása valóban megáll, és ezek a rövid lejáratú források megújításra kerülnek, akkor ennek a kockázati tényezőnek a hatása mérséklődik.

A hitelállomány dinamikájának csökkenése a kis- és középvállalati szegmensben erősebb, mint a nagyobb cégeknél. Bár a tavalyi utolsó negyedévben a nagyvállalatok hitelállománya csökkent a legnagyobb (negyedév/negyedév alapon 4,3 százalékos) mértékben, a teljes évet tekintve a kis- és középvállalati (KKV) szektor hitelvolumene alacsonyabb ütemben bővült, a mikrovállalkozásoknál pedig 2008-ban alacsonyabb is lett a hitelállomány (2-4. ábra). Mégis, a legsé-

2-3. ábra

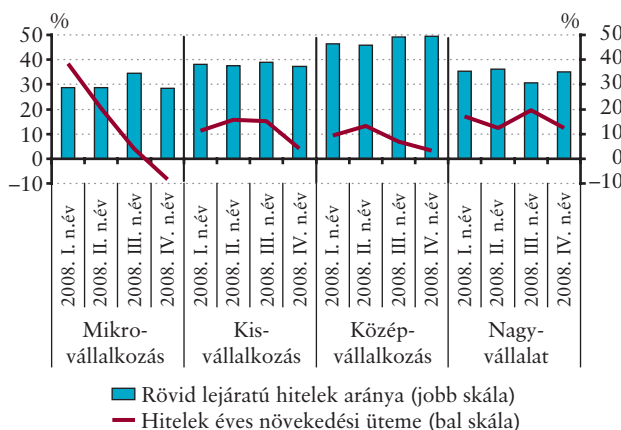
A bankszektor vállalati hiteleinek negyedéves, árfolyamhatástól tisztított, szezonálisan igazított állománynövekménye (flow)



Forrás: MNB.

2-4. ábra

Vállalati hitelek lejárat szerkezete és árfolyamszűrt éves növekedési üteme, vállalatméret szerint



Forrás: MNB.

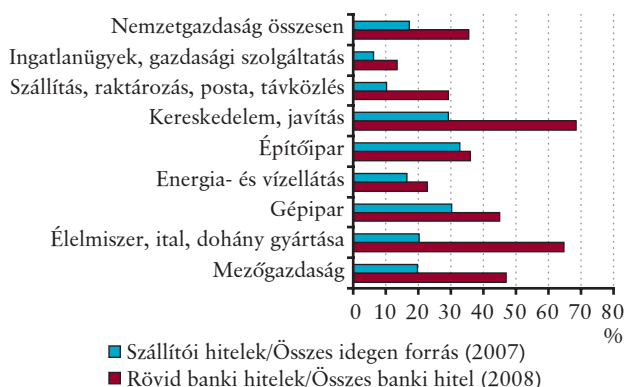
rülékenyebbnek a kis- és középvállalkozások helyzete tekinthető, mivel ezeknél az átlagosnál magasabb a rövid lejáratú hitelek aránya, így finanszírozási problémáik a hitelkínálat szűkülésével hamarabb jelentkeznek. A szektor számára előnyös ugyanakkor, hogy nagyobb mértékben kedvezményezettje a hazai és európai refinanszírozási programoknak.

A szállítói hitelek elérhetősége szűkülhet. Bizonyos ágazatok jobban ráutaltak az idegen forrásokra vagy magas arányban finanszírozzák magukat rövid lejáratú hitelekkel: így a kereskedelem és az élelmiszeripar esetében a banki hitelek több mint fele rövid lejáratú (2-5. ábra), ezeket az ágazatokat tehát nemcsak a kereslet általános visszaesése sújtja, ha-

²¹ Beleértve a Magyarországon engedéllyel működő banki fióktelepeket. A 2008-as adatokból kiszűrtük a MOL néhány egyszeri és technikai jellegű betételhelyezési ügyletét.

2-5. ábra

Egyes kiemelt ágazatok forrásszerkezetének jellemzői



Forrás: Banki hiteleknel MNB, szállítói hiteleknel APEH Panel.

nem a forrásmegújítás nehezülése is. Mindeközben az alternatív hitelforrások is beszűkülnek: a gazdasági szereplők általános likviditási helyzetének romlása nem teszi lehetővé, hogy a bankhiteleket a vállalatok kereskedelmi hitelekkel váltsák ki. Sőt azokban az ágazatokban, mint a kereskedelem, az építőipar és a gépipar, ahol a szállítói hitelek aránya egyébként is magas, a partnerek likviditási problémái miatt várhatóan további ráutaltság keletkezik a banki hitelekre. Egyéb alternatív finanszírozási források közül a nemzetközi háttérrel rendelkező nagyvállalatok számára a külföldi hitelfelvétel vagy a működőtőke-bevonás jelenthetnek megoldást, a kisebb cégek azonban legfeljebb csak a kormányzati és egyéb (például EBRD-s és EIB-es) refinanszírozási programokra számíthatnak.

A hitelezési feltételek szigorodnak. Az MNB által végzett legutóbbi két hitelezési felmérés azt mutatja, hogy a bankok szigorítják hitelnyújtási feltételeiket, és az általános finanszírozási nehézségek miatt megerősödő alkupozíciójukat kihasználva növekvő forrásköltségeiket is sikeresen hárítják át vállalati ügyfeleikre. Ennek következményeképpen az átlagos vállalatikamat-felárak közel megduplázódtak az elmúlt fél év során. Mivel időközben a forint referencia-kamatláb is emelkedett, ezért a vállalati forint-hitelek abszolút mértékben is drágultak, míg az eurohiteleknel a referencia-kamatláb csökkenése többé-kevésbé ellensúlyozza a felárnövekedést.

A vállalati hitelek visszaesése valószínűsíthető 2009-ben, míg a MNB által bevezetett 6 hónapos swaptenderen részt vevő bankoknál a hitelek szinten tartása várható. A vállalatoknál a hitelkereslet egyértelműen csökken a romló gazdasági környezet, valamint a magasabb forint- és deviza-hitelkamatok, illetve a gyengébb árfolyam által okozott nagyobb finanszírozási költségek miatt. A kisebb készlet-finanszírozási igény a forgóeszközhitelek, míg a kapacitáskihasználtság csökkentése a beruházási hitelek utáni keresletet szűkíti. A keresleti oldal mellett azonban a kínálati oldal is szűkül, a bankok romló hitelezési hajlandósága miatt. Likviditási oldalról a külső finanszírozás lejáratának rövidülése és magas költsége, a tőkehelyzet oldaláról pedig a bankrendszer kockázatvállalási hajlandóságának csökkenése mérsékelheti a hitelkínálatot. Mindez a teljes kitettség csökkenésében vagy mérsékelt emelkedésében, valamint portfólió átstrukturálódásában jelenhet meg. Az így számított hitelezési alappálya (2-6. ábra) azonban még nem veszi figyelembe, hogy az MNB 6 hónapos swaptenderén részt vevő bankok kötelezettséget vállaltak 2008. december 31-én fennálló vállalatihitelállományuk szinten tartására, valamint a kormányzat számos intézkedést hozott a vállalatok forráshoz jutásának elősegítése érdekében (bővebben lásd a 2-1. keretes írásban). Mindez együttesen enyhítheti a hitelezési aktivitás tényleges visszaesését. Továbbra is fontos azonban hangsúlyozni, hogy a vállalati hitel-kínálat visszafogása kockázatokat hordoz, mivel erősítheti a gazdaság visszaesését, ami hosszabb távon – a növekvő munkanélküliség miatt – ronthatja a lakosság portfólióminőségét is. Így a gazdasági teljesítmény javulása és a pénzügyi stabilitás erősödése szempontjából a hitelezésben a vállalati szektor preferálása lenne az ideális, még akkor is, ha ez a magatartás a bankrendszer számára rövid távon átmeneti veszteséggel járhat.

zott nagyobb finanszírozási költségek miatt. A kisebb készlet-finanszírozási igény a forgóeszközhitelek, míg a kapacitáskihasználtság csökkentése a beruházási hitelek utáni keresletet szűkíti. A keresleti oldal mellett azonban a kínálati oldal is szűkül, a bankok romló hitelezési hajlandósága miatt. Likviditási oldalról a külső finanszírozás lejáratának rövidülése és magas költsége, a tőkehelyzet oldaláról pedig a bankrendszer kockázatvállalási hajlandóságának csökkenése mérsékelheti a hitelkínálatot. Mindez a teljes kitettség csökkenésében vagy mérsékelt emelkedésében, valamint portfólió átstrukturálódásában jelenhet meg. Az így számított hitelezési alappálya (2-6. ábra) azonban még nem veszi figyelembe, hogy az MNB 6 hónapos swaptenderén részt vevő bankok kötelezettséget vállaltak 2008. december 31-én fennálló vállalatihitelállományuk szinten tartására, valamint a kormányzat számos intézkedést hozott a vállalatok forráshoz jutásának elősegítése érdekében (bővebben lásd a 2-1. keretes írásban). Mindez együttesen enyhítheti a hitelezési aktivitás tényleges visszaesését. Továbbra is fontos azonban hangsúlyozni, hogy a vállalati hitel-kínálat visszafogása kockázatokat hordoz, mivel erősítheti a gazdaság visszaesését, ami hosszabb távon – a növekvő munkanélküliség miatt – ronthatja a lakosság portfólióminőségét is. Így a gazdasági teljesítmény javulása és a pénzügyi stabilitás erősödése szempontjából a hitelezésben a vállalati szektor preferálása lenne az ideális, még akkor is, ha ez a magatartás a bankrendszer számára rövid távon átmeneti veszteséggel járhat.

2-6. ábra

A bankszektor²² vállalati hiteleinek éves, árfolyamhatástól tisztított állománynövekedési üteme

(MNB-előrejelzés 2009–2010-re)



Megjegyzés: A 2009–2010-re vonatkozó adat előrejelzés a makrogazdasági alappálya mentén.

Forrás: MNB.

²² Beleértve a Magyarországon engedéllyel működő banki fióktelepeket.

2-1. keretes írás: Kormányzati programok a vállalati hitelezés fenntartására

A kormányzat 2008 novemberétől négy új programot jelentett be a kis- és középvállalatok forráshoz jutásának támogatására, valamint számos korábbi program feltételeit javította. Az új programok közül három (Új Magyarország Forgóeszköz Hitelprogram, KKV Hitelprogram és Kockázati Tőke Program) jelentett ténylegesen új forrást a hitelintézetek számára, a többi intézkedés inkább a hitelnyújtás feltételeit kívánta kedvezőbbé tenni – például a garanciavállalási keretek vagy a kamattámogatás növelésével. A ténylegesen új refinanszírozási forrást teremtő prog-

ramok összes kerete 225 milliárd forint. Ebből – a legkritikusabbnak tekinthető – forgóeszközhitel-meghosszabbításra rendelkezésre álló keret 140 milliárd forint, ami 10 százalékát teszi ki az egy éven belül lejáró, mintegy 1405 milliárd forintos KKV-hitelállománynak, így jelentős segítségnyújtásnak tekinthető. Az új refinanszírozási forrásokat teremtő támogatások alapvetően uniós forrásból származnak, míg a hazai költségvetés inkább – az alacsonyabb azonnali kiadásokkal járó – garanciavállalásokat és kamattámogatást finanszírozza (2-1. táblázat).

2-1. táblázat

A hazai vállalati hitelezést támogató kormányzati intézkedések

Program neve	Támogatási eszköz	Keret (Mrd Ft)	Célcsoport	Hitelcél	Forrás	Bevezetés
Új Magyarország Forgóeszköz Hitelprogram	Kedvezményes kamatozású, refinanszírozott hitel	140	KKV	forgóeszköz	EU	Új programok 2009-től
Új Magyarország Kis- és Középvállalkozói Hitelprogram	Kedvezményes kamatozású, refinanszírozott hitel	50	KKV	beruházás	EU	
Új Magyarország Hitelgarancia program	Max. 80%-os állami garanciavállalás banki hitelekre	67	KKV	forgóeszköz, beruházás	hazai	
Új Magyarország Kockázati Tőke Program	Refinanszírozás kockázati tőke-alapoknak	35	<1,5 Mrd Ft árbevétel	–	hazai	
Új Magyarország Mikrohitel	Kedvezményes kamatozású, refinanszírozott hitel	83	Mikro-vállalkozások	forgóeszköz, beruházás	EU	2008-ban indított program
Új Magyarország Vállalkozásfejlesztési Hitelprogram	Kedvezményes kamatozású, refinanszírozott hitel	104	KKV	beruházás	hazai	2005-ben indított program
Egyéb mezőgazdasághoz kapcsolódó MFB-s támogatások	Kedvezményes kamatozású, refinanszírozott hitel	56	agrár KKV	forgóeszköz, beruházás	hazai	régebbi programok
Széchenyi-kártya	Kamattámogatás	–	KKV	forgóeszköz	hazai	2009. januárjától a kamattámogatás mértéke 1%-ról 2%-ra emelkedett
Garantiqa Hitelgarancia Zrt.	Max. 70%-os állami viszontgarancia melletti garanciavállalás banki hitelekre	900	KKV	forgóeszköz, beruházás	hazai	2009-től a 450 milliárd forintos keret a duplájára emelkedett
EU Strukturális Alapok	Vissza nem térítendő támogatás	–	KKV	beruházás	EU	Régebbi programok, 2009-től kedvezőbb feltételekkel

Forrás: NFÜ, MFB, NFGM.

A vállalati portfólió minősége főként az ingatlanprojekt-hitelek esetén romolhat

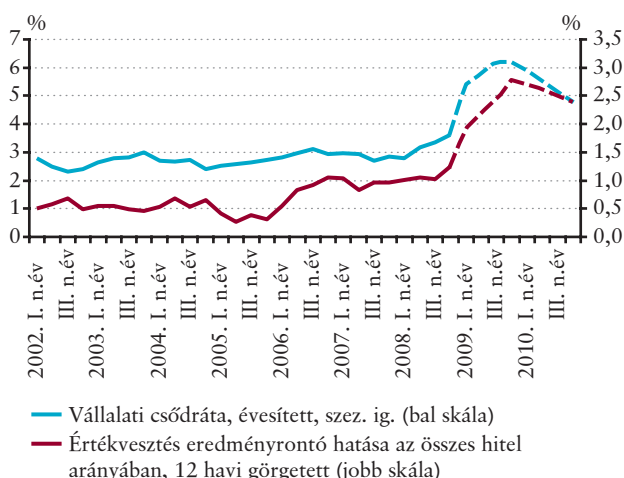
A vállalati szektorban az emelkedő csődráta rontja a hitelportfólió minőségét. Bár 2008-ban a gazdasági kör-

nyezet a jelenleginél még lényegesen kedvezőbb volt, a vállalatok fizetőképessége romlott az év során mind a csődrátát, mind pedig a vállalati hiteleknél tapasztalt késedelmeket tekintve. Ezzel párhuzamosan azonban a bankok által elszámolt értékvesztés az utolsó negyedévet leszámítva nem emel-

2-7. ábra

A bankszektor vállalati hiteleinek fizetési kockázata

(MNB-előrejelzés 2009–2010-re)



Megjegyzés: A 2009–2010-re vonatkozó adat előrejelzés a makrogazdasági alappályára mentén.

Forrás: MNB.

kedett, mivel a hitelintézetek a korábban képzett céltartalékokból fedezni tudták az új veszteségeket. 2009-től azonban a vállalati nem-telejesítési ráta további növekedése, illetve az értékvesztés emelkedése negatív hatással lehet a bankok profitjára²³ (2-7. ábra).

A gazdasági visszaesésből származó kockázatok nem egyenlően oszlanak meg az egyes iparágak között.

A bankok az átlagosnál nagyobb hitelvesztéseket realizáltak eddig is az építőiparban, a feldolgozóiparban és a mezőgazdaságban (2-8. ábra), a keresleti visszaesés mellett pedig a likviditási problémák – amint fentebb utaltunk rá – más ágazatok is sérülékennyé tesznek. A gazdasági recesszió különösen érzékenyen érintheti a kereskedelmi ingatlanberuházásokat (bővebben lásd a 2-2. keretes írásban).

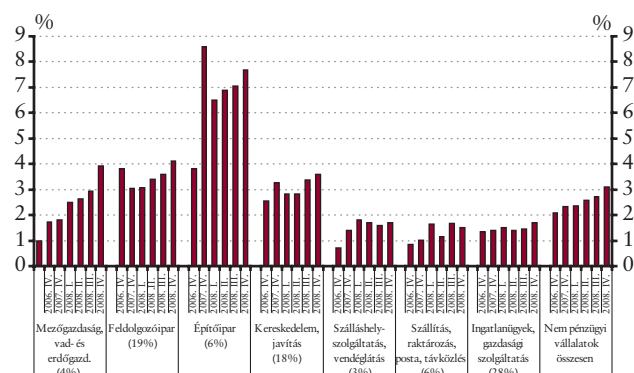
A természetes fedezettséggel nem rendelkező vállalati devizahiteleknél a portfólióromlás nagyobb lehet.

A vállalatok összes hitelein belül a devizában denominált állomány meghaladja a 70 százalékot, ugyanakkor a hazai bankrendszerből származó források között ez 55-60 százalék körül alakul (2-9. ábra). A banki vállalati devizahiteleken belül a svájci frank aránya megközelítette a 30 százalékot, mely részesedés nem vezethető le az ország exportjának földrajzi eloszlásából, így feltételezhetően jelentős része természetes

2-8. ábra

A banki hitelekre képzett értékvesztés iparáganként²⁴

(zárójelben az adott ágazat hiteleinek aránya a teljes banki vállalati hitelfortfólión belül)

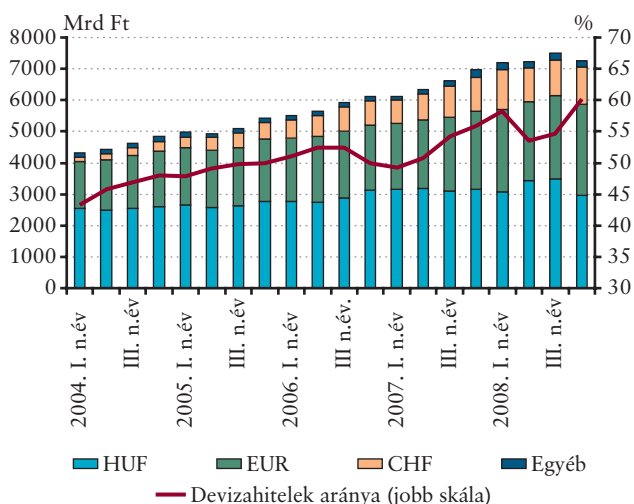


Forrás: MNB.

2-9. ábra

A bankrendszer vállalati hiteleinek denominációs összetétele

(2008. december 31-i árfolyammal)



Forrás: MNB.

fedezettel nem rendelkezik. Emellett az is általános jelenség, hogy azon kis- és közepes vállalkozások is devizában adósdottak el, melyek exportárbevételekkel egyáltalán nem rendelkeznek. Erre a csoportra ugyanakkor a fedezeti ügyletek kötése sem jellemző, így gyakorlatilag nyitott devizapozíciót tartanak. Emiatt a forint tartós és jelentős gyengülése olyan mértékű törlesztésiteher-növekedést okozhatna, mely érdemben befolyásolhatja ezen vállalatok fizetési képességét.

²³ A vállalati nem-telejesítési valószínűséget a nemzetgazdaságban megfigyelt, felszámolás alatt álló vagy felszámolt vállalatok számával közelítettük. A csődben lévő vállalatok számának előrejelzéséhez regressziós modellt becsültünk, melyben a makrováltozók csődráta gyakorolt hatását vizsgáltuk. Magyarázóváltozóként felhasználtuk a GDP növekedési ütemét, a hazai, valamint a külföldi (európai) nominális, illetve reálkamatozt, nominális illetve reálárfolyamot, inflációt, és vizsgáltunk lehetséges nemlinearitási hatásokat is. (Bővebben lásd: Valentinyiné Endrész Marianna–Vásáry Zoltán: Makro stresszteszt ágazatspecifikus csődrátamodellekkel, MNB WP 2008/2.)

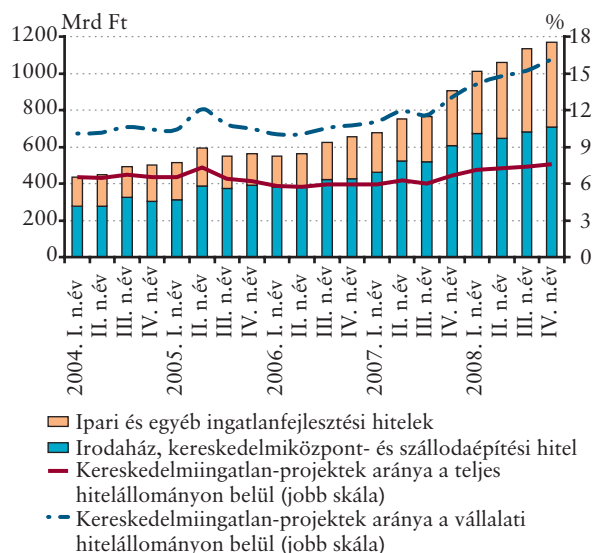
²⁴ 2008 I. negyedévtől módszertani váltás történt az adatsorban, ezért a tavalyi adatok csak hozzávetőlegesen vethetők össze a 2008 előtti adatokkal.

2-2. keretes írás: A hazai üzleti célú ingatlanpiac helyzete²⁵

Az üzleti célú ingatlanszektor banki finanszírozásra való ráutaltsága miatt kiemelt jelentőségű pénzügyi stabilitási szempontból. Hazánkban is nőtt a projekthitelek aránya mind a vállalati, mind a teljes hitelportfólión belül az utóbbi években (2-10. ábra). A teljes hitelállományon belüli 8 százalékos arány nemzetközi összehasonlításban nem számít magasnak, nagyjából megfelel az EU-átlagnak.²⁶ Problémát okoz ugyanakkor a kereskedelmiingatlan-finanszírozásban tapasztalható magas koncentráció: az első három bank a piac több mint 70 százalékát teszi ki, így egyes bankok esetében a kereskedelmiingatlan-üzletnek való kitettség aránya az átlagosnál lényegesen magasabb.

2-10. ábra

A bankszektor kereskedelmi ingatlanokhoz kapcsolódó fejlesztési célú projekthiteleinek alakulása, állományok 2008. december 31-i árfolyamon



Forrás: MNB.

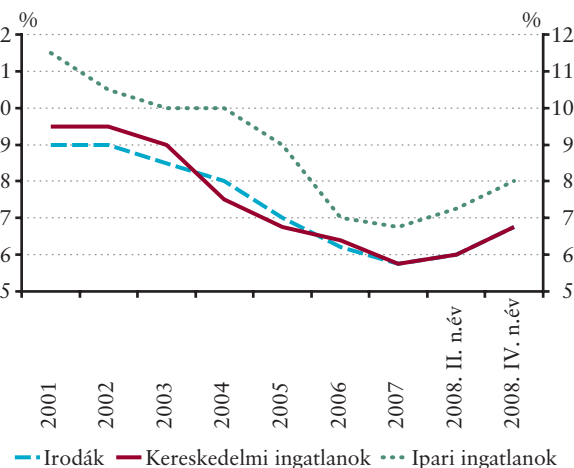
2008-ban globális szinten volt megfigyelhető az ingatlanszektor lassulása. A visszaesés azokban az országokban a legerősebb, ahol a kereskedelmiingatlan-szektorban a korábbi években a legnagyobb felfutás volt tapasztalható (pl. Egyesült Államok, Egyesült Királyság). Nemzetközi tendencia a beruházási aktivitás nagymértékű hanyatlása, a kihasználatlansági ráták növekedése, a bérleti díjak stagnálása vagy csökkenése, valamint a növekvő kockázati prémiumok miatt az elvárt hozamok emelkedése. Mindez a kereskedelmi ingatlanok árának erőteljes csökkenését okozza. Bár a nemzetközi tendenciák hatásai alól a magyar piac sem tudta kivonni magát, a szektorban tapasztalható negatív folyamatok korántsem olyan drasztikusak, mint egyes fejlett gazdaságokban (például az Egyesült Királyságban).

Az új környezethez való alkalmazkodás jeleként a hazai üzleti célú ingatlanpiacon 2008-ban jelentősen, mintegy 80 százalékkal csökkent az indított beruházások értéke 2007-hez képest, ami egyrészt a gazdaság visszaesése miatt várt jövőbeli keresletcsökkenéssel (az ahhoz való alkalmazkodással), másrészt a finanszírozási nehézségekkel magyarázható. Az MNB hitelezési felmérése alapján a bankok nagymértékben szigorítottak a nyújtott projekthitelek feltételein és jelentősen csökkentették a hitelezni kívánt mennyiséget, miközben a hitelkeresletben is erős visszaesést tapasztaltak. Ugyanakkor a korábbi évek beruházási hulláma után 2008-ban így is jelentős nagyságú új állomány jelent meg a piacon. A kereslet szintén emelkedett ugyan, de nem tudott lépést tartani a kínálattal, ami a kihasználatlansági ráták meredek emelkedéséhez vezetett. Mindez és a növekvő nyugat-európai hozamszint, valamint az emelkedő magyar kockázati prémium együttesen járultak hozzá ahhoz, hogy a hazai piacon jelentősen nőttek az elvárt hozamok 2007 vége óta (2-11. ábra), így az ingatlanok értéke csökkent.

2-11. ábra

A hazai üzleti célú ingatlanszektor éves elvárt hozamai

(eurohozamok)



Forrás: CBRE.

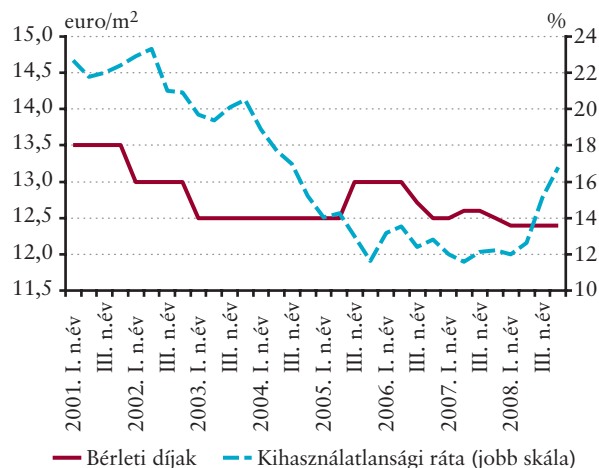
Irodapiac: A korábbi évek beruházási felfutásának következményeként 2008-ban a teljes irodaállomány bővülése rekordot ért el, és bár a bérbeadás is meghaladott minden korábbi mértéket, ezek eredőjeként a kihasználatlanság 16,8 százalékra nőtt az év végére (2-12. ábra). Ugyancsak jellemző tendencia a piac szegmentálódása. A belvárosi, prémium kategóriás irodák továbbra is bérbe adhatók az eddigi árakon, a kevésbé frekvenciált helyen lévő irodák iránt viszont visszaesett a kereslet, így itt a bérleti díjak csökkenésével lehet számolni. A prémium irodák hozamszintje egy év alatt 5,75-ről 6,75 százalékra emelkedett.

²⁵ Az elemzésben a CB Richard Ellis, valamint a DTZ adatait használtuk fel.

²⁶ Forrás: Európai Központi Bank: Commercial Property Markets: Financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures, 2008/12.

2-12. ábra

A budapesti irodapiac bérleti díjai és kihasználatlansági rátája



Forrás: CBRE.

Ipari ingatlanok: Az új kínálat növekedése ebben a szegmensben is rekord mértékű volt, és a bérbeadás is több mint 50 százalékkal nőtt 2007-hez képest. A kereslet bővülése azonban itt is elmaradt a kínálattól, így a kihasználatlansági ráta tavalyhoz képest 6 százalékpont-

tal 16,4 százalékra, míg az átlagos hozamszint 7,25-ről 8 százalékra nőtt. Az ipari termelés erős visszaesése és a 2009 első felében még dinamikus bővülő kínálat miatt e tendenciák várhatóan folytatódnak 2009-ben is.

Kiskereskedelmi ingatlanok: A kiskereskedelmi ingatlan szegmensben 2008-ban már 40 százalékkal csökkent az új ingatlanterület 2007-hez képest, de még most is 10 százaléktól feletti az éves állománybővülés üteme. A következő 3 évben körülbelül 1 millió négyzetméter új terület átadására számíthatunk, melynek fele Budapesten várható. Eközben a csökkenő kiskereskedelmi forgalom miatt a kereslet várhatóan az üzlet-helyiségek iránt is mérséklődni fog.

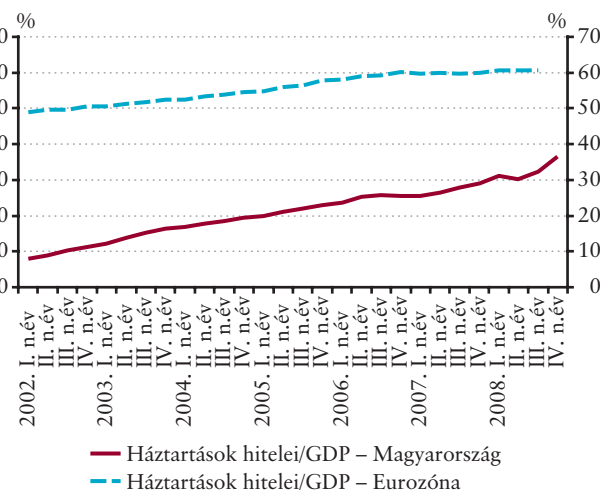
Összefoglalva, 2009-ben is jelentős új állomány jelenik meg a piacon szinte minden szegmensben, ami a várhatóan csökkenő kereslettel párosulva nyomás alá helyezheti a piacot. A kihasználatlansági ráta és az elvart hozamok várhatóan tovább emelkednek minden szegmensben, a bérleti díjak pedig a kategóriától és az elhelyezkedéstől függően a piaci várakozások alapján stagnálni vagy csökkenni fognak. Az új beruházási aktivitás a gazdasági visszaesés és a forrásbevonási korlátok miatt várhatóan továbbra is alacsony marad. A fenti tényezők a projektek jövőbeli nyereségességét csökkentik és rontják a projekthitel-portfólió minőségét, ami egyes, ebben a szegmensben nagy kitétséggel rendelkező bankokat érzékenyen érinthet.

Lassuló háztartási devizahitelezés

A háztartások bankrendszerrel szembeni nettó megtakarítása nő. A korábbi években az erős kínálati verseny és a felzárkózási effektus hatására a háztartások eladósodottsága folyamatosan növekedett, de továbbra is messze elmarad az eurozóna átlagától (2-13. ábra). A rendelkezésre álló jövedelemnek egyre nagyobb hányada a fogyasztást finanszírozta, mellyel párhuzamosan a hitelezés felfutásának köszönhetően a hitelintézetek háztartásokkal szembeni pozíciója folyamatosan romlott. Hónapról hónapra nagyobb hitelfelvételre került sor, mint betételhelyezésre, így 2007 végére a hitelállomány már meghaladta a betétek összegét. Ez a tendencia folytatódott 2008-ban is, egészen októberig, melyet követően azonban éles fordulat figyelhető meg. A hitelezés növekedése megállt, miközben a banki megtakarítások a korábbiakhoz képest nagyobb mértékben bővültek²⁷ (2-14. ábra).

2-13. ábra

A háztartások eladósodottsága nemzetközi összehasonlításban



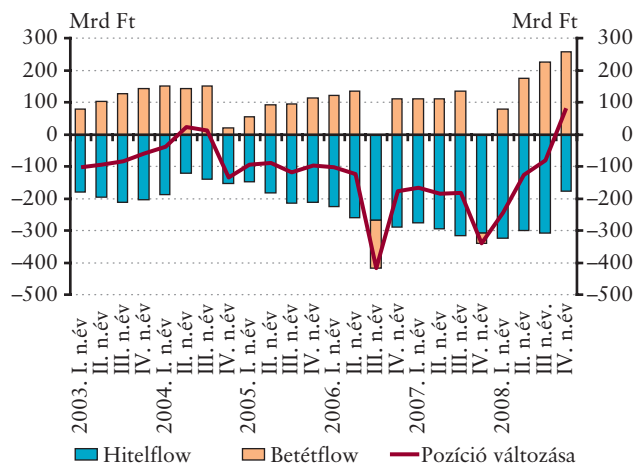
Forrás: EKB, MNB.

²⁷ Ebben szerepet játszottak a bankok által meghirdetett magas kamatozású betétakciók, a betétbiztosítás megemlése, illetve az alternatív megtakarítási források gyenge hozamteljesítményei.

2-14. ábra

A hitelintézetek háztartási szektorral szembeni nettó pozíciójának negyedéves változása

(árfolyamszűrt, szezonálisan igazítva)



Forrás: MNB.

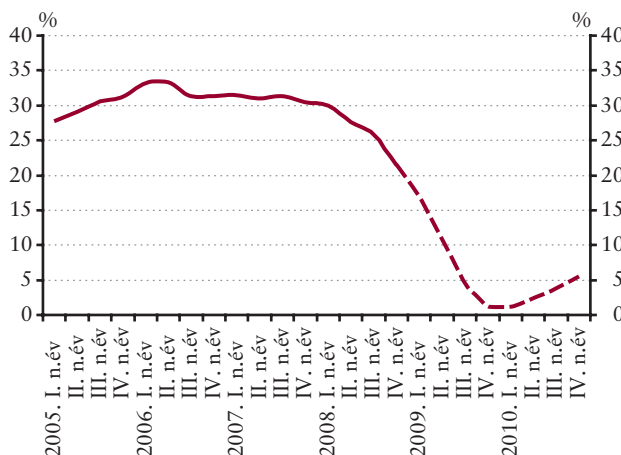
A háztartások hitelkereslete mérséklődik. A lakosság számára mind nyilvánvalóbbá válik a nemzetközi pénzügyi válság súlyossága, ami főként a romló jövedelmi kilátásokban mutatkozik meg. A hitelek iránti keresletet ugyancsak meghatározza, hogy a magyar lakosság rendkívül érzékeny a törlesztési teherre, így a kamatok emelkedése visszaveti a hitelfelvételi kedvet, miközben a törlesztőrészek jövedelemhez viszonyított arányának bővülése miatt a felvehető hitelösszeg is mérséklődik. További tényező lehet, hogy a megemelkedett árfolyamvolatilitás mellett a háztartások nem akarnak devizában eladósodni, ugyanakkor a forintban történő eladósodottságot megakadályozza az, hogy növekvő kockázati prémium következtében magasak a forinthitelkamatok. A gazdaság visszaesésének hatása és a romló pénzpiaci tendenciák összességben a háztartási hitel-kereslet gyengülését eredményezi.

A kockázat alapú verseny mérséklődik, míg a kínálati oldalon az ár- és a nem árjellegű feltételek szigorodnak. A lakossági szegmensen a korábban legnépszerűbb, az új folyósításon belül 80-85 százalékos részesedéssel bíró svájci frank esetében szinte minden bank megszüntette a hitelek akciós kamattal történő értékesítését, illetve a kezdeti költségek elengedését. Azon bankok közül, akik nem függesztették fel teljesen a CHF-hitelezést, több is jelentős, 200-350 bázisponthoz kamatemelést hajtott végre. Ez a mérték lényegesen meghaladja a forrásköltségek növekedését, így inkább a CHF-alapú termékek kiárazásáról van szó. Ezt a feltételezést erősítheti, hogy a már meglévő ügyfeleknél a kamat növekedése csak töredékét tette ki az új szerződéseknél megfigyelhető mérték-

2-15. ábra

A bankszektor háztartási hiteleinek éves, árfolyamhatástól tisztított állománynövekedési üteme

(MNB-előrejelzés 2009–2010-re)



Megjegyzés: A 2009–2010-re vonatkozó adat előrejelzés a makrogazdasági alappálya mentén.

Forrás: MNB.

nek. Az árazásnál megfigyelhető fejleményekkel párhuzamosan a nem árjellegű feltételeket is szigorították a bankok. Több korábbi terméket kivezettek a termékpalettáról, köztük a tisztán fedezetalapú hitelezést, a jelzáloghitelezésben csökkentették a finanszírozási hányadot, illetve nagyobb diszkontot használnak az ingatlanok hitelfedezeti értékének meghatározásához. A kínálati oldalt mérsékli az is, hogy a korábban 50 százalékos körüli részesedéssel rendelkező ügynöki csatornán keresztül²⁸ a hitelintézetek csak korlátozottan fogadnak be új hitelkérelmeket.

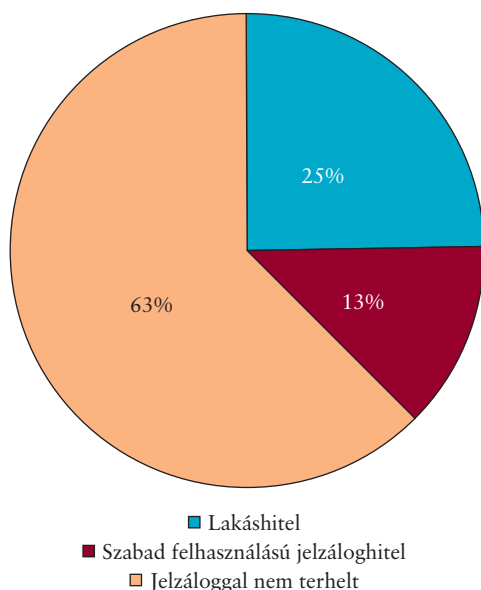
A hitelezési dinamika nagymértékben lassul. A gyengülő hitelkereslet és szűkülő hitelkínálat eredőjeként jelentősen lassul a hitelezés dinamikája. A korábbi 30 százalékos feletti éves dinamika a tavalyi év végére már 20 százalékos közelébe süllyedt. A gazdaság visszaesésével párhuzamban és a bankok hiteloldali alkalmazkodása miatt a dinamika további lassulása várható 2009-ben, és csak 2010-től valószínűsíthető annak fokozatos növekedése (2-15. ábra).

A hitelezésen belül a jelzáloghitelek arányának növekedése várható. Nemzetközi összehasonlításban a magyar lakóingatlanok 90-95 százalékos magántulajdoni aránya kiemelkedőnek tekinthető. Az elmúlt években a meglévő lakásállomány közel 40 százalékára jegyeztek be jelzálogot (2-16. ábra), így a szabad fedezetek magas aránya miatt a jelzáloghitelezés terén további jelentős potenciállal lehet számolni.

²⁸ Bővebben lásd a „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” – időközi felülvizsgálat, 2008. október.

2-16. ábra

A hazai lakásállomány megoszlása jelzáloggal való terheltség alapján



Forrás: MNB-becslés.

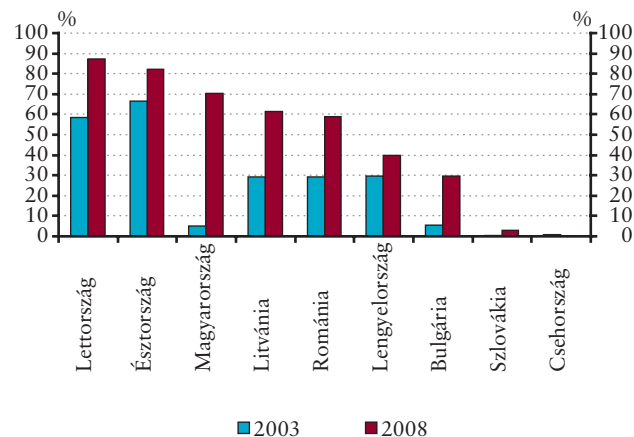
Romlik a háztartási hitelfortfólió, de a nemteljesítő hitelek aránya regionális összehasonlításban alacsony marad

A háztartási hitelfortfólió minősége 2008 végéig csak mérsékelten romlott. A háztartásoknak nyújtott hitelekben belül a 90 napnál régebben lejártak aránya az év során emelkedett, emellett a 30-90 napnál megfigyelhető bővülés további romlást valószínűsít. Az értékvesztés eredményrontó hatása is némileg emelkedett 2008-ban (2-22. ábra), de erre a növekvő forrásköltségek ellenére is jelenleg elégséges fedezetet jelent az érvényesített kockázati felár.

A devizahitelezés korábbi években megfigyelt felfutása a pénzügyi stabilitási kockázatokat növeli. A magas kockázati prémium miatti forint-deviza kamatkülönbözet, a stabil árfolyam és a bankok oldaláról megvalósuló erős hitelkínálati nyomás következtében az elmúlt években a háztartások döntően devizában adósodtak el, így mára a devizahitelek aránya meghaladja a 70 százalékat (2-17. ábra). Mivel az ügyfelek jelentős része nem számolt az árfolyamkockázattal, ezért a természetes fedeztek hiánya rendkívül érzékenyvé teszi őket az árfolyam alakulására. Ebből adódóan egy tartós forintgyengülés esetén megnövekedhet a nemfizetés kockázata. A nemfizetés kockázatát ugyancsak erősítheti, hogy a bankok növekvő finanszírozási költségeinek áthárítása miatt is emelkedhetnek a devizahitelek törlesztőrészei.

2-17. ábra

A devizahitelek aránya a háztartások bankhitelein belül nemzetközi összehasonlításban

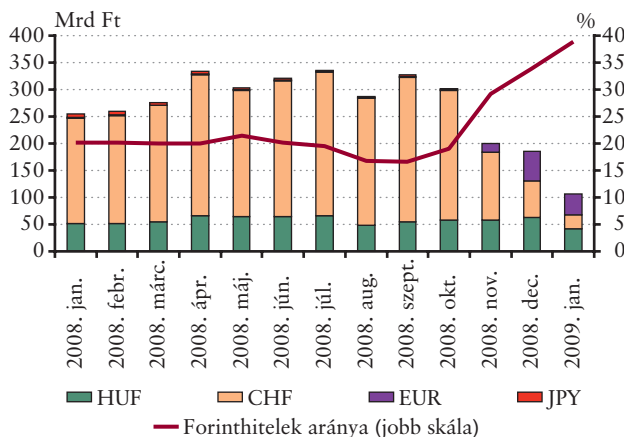


Forrás: Nemzeti jegybankok, MNB.

Az újonnan folyósított devizahitelek értéke azonban már jelentősen csökken. A külföldi források és az devizawappiacon keresztüli devizafinanszírozási feltételek romlása jelentősen megváltoztatta az elmúlt hónapokban a háztartások hitelfelvételének dinamikáját és összetételét. Egyrészt a devizahitel-felvétel jelentősen csökken, miközben a forinthitelvezés volumene csak kissé esik vissza, másrészt a svájci frank alapú hitelek 2008. novembertől kezdődően egyre nagyobb mértékben eurohitelek kezdik kiváltani (2-18. ábra). Ez a folyamat pénzügyi stabilitási szempontból kedvezőnek tekinthető, hiszen bár lassan és hosszabb távon, de hozzájárul a háztartások devizahitel-állományának adósságon belüli részarányának csökkenéséhez.

2-18. ábra

A hitelintézetek háztartási új hitelszerződéseinek denominációs összetétele

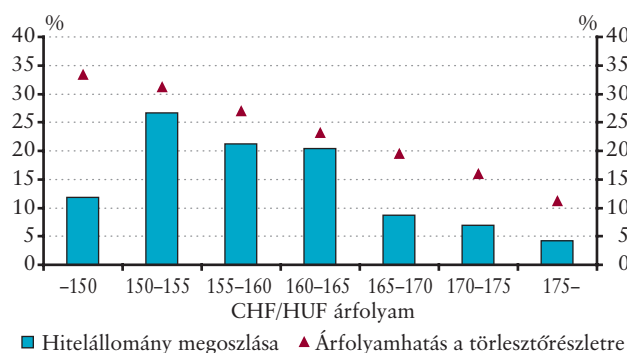


Forrás: MNB.

A leértékelődött hazai deviza, valamint a magas országhoz tartozó felár ronthatja a háztartási hitel-visszafizetési képességet. A devizahitelek döntő részét kitevő svájci frank alapú hitelek legnagyobb hányadának felvételére a „carry trade” időszakában került sor, mely egy aránylag gyenge CHF-árfolyam mellett valósult meg (2-19. ábra). Az általános likviditáshiány, illetve a kockázati étvág csökkenésével párhuzamosan a kamatkülönbözetet kihasználó „carry trade” ügyletek árfolyamgyengítő hatása megszűnt, így a kiindulási devizák árfolyama (JPY, CHF) jelentős mértékben erő-

2-19. ábra

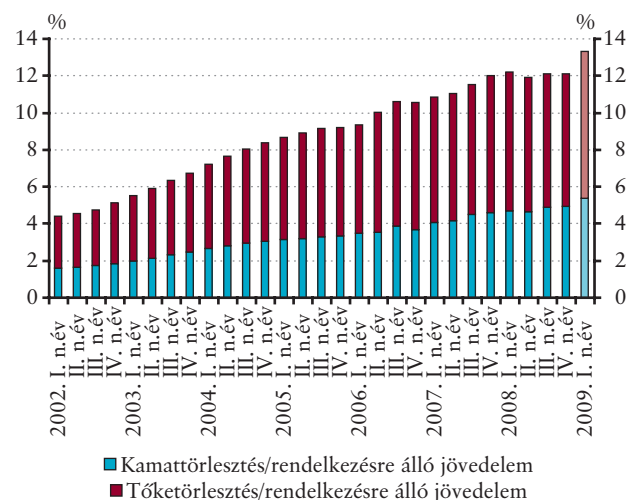
A háztartások által felvett devizahiteleknek a felvételkor árfolyam szerinti megoszlása, valamint a forintárfolyam svájci frankkal szembeni 200 Ft-ra gyengülésének hatása a törlesztőrészletre



Forrás: MNB-felmérés.

2-20. ábra

A teljes háztartási szektorra vetített hiteltörlesztési terhek alakulása



Megjegyzés: A 2009 első negyedévre vonatkozó adat MNB-beclsés.

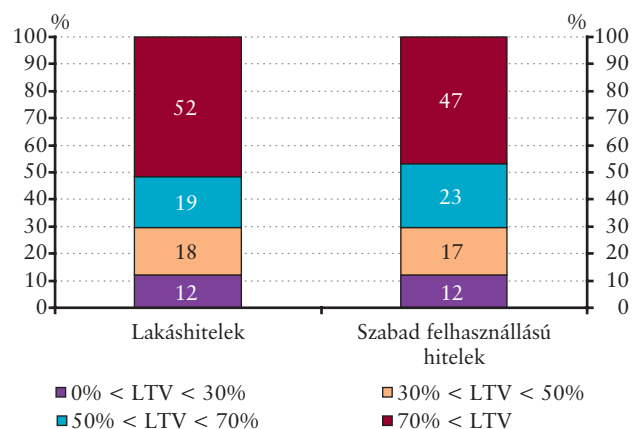
Forrás: MNB.

sődött. További problémát jelent, hogy ez a folyamat együtt járt a feltörekvő országokkal szembeni bizalmatlanság növekedésével, így a hazai deviza gyengülése mellett az országhoz tartozó felárak is emelkedtek. Így hiába mérséklődtek jelentősen a külföldi jegybankok irányadó kamatai, a magyar hitelfelvevők a kamatteher emelkedésével szembesültek.²⁹ Ez a két jelenség a háztartások törlesztőterhét megemeli (2-20. ábra).

A jelzálog fedezetű hiteleknek a konzervatív induló LTV aránya a stabilitási kockázatokat mérsékli. A hitelezésben az ingatlanfedezetek léte potenciális veszteségeket csökkentő funkciót tölt be a pénzügyi rendszer szempontjából. Ugyanakkor az ingatlanpiaccal szembeni koncentráció felépülése miatt a pénzügyi közvetítőrendszer érzékenyebbé válhat a lakásárak alakulására. Ez a jelenség véleményünk szerint Magyarországon továbbra sem hordoz jelentős kockázatot, mivel a lakásárak szintje és múltbeli alakulása egyáltalán nem mutatja az árbuborék kialakulásának jelét (bővebben lásd a 2-3. keretes írásban). Bár az elmúlt években az új hitelezésen belül a 70 százalékos feletti LTV-mutatóval rendelkező hitelek aránya folyamatosan növekedett, a teljes állományra vetítve az átlagos érték még mindig csak 65 százalékos körül alakult 2008 végén, ami nemzetközi összehasonlításban továbbra is konzervatívnak számít (2-21. ábra). A kockázatokat mérsékli az is, hogy a hazai gyakorlatban a jelzálogfedezetek hitelbiztosítéki értéke jellemzően jelentős diszkontot tartalmaz a piaci értékhez képest. Az LTV szintjének értékelésekor figyelembe kell venni, hogy miközben a lakásárak gyakorlatilag függetlenek az árfolyamtól, addig a devizában denominált hitelek forintban kifejezett értéke azzal együtt mozog, így a mutató jelentős forintgyengülés esetén megemelkedhet. A 2009. márciusi árfo-

2-21. ábra

A bankrendszer jelzáloghiteleinek LTV-mutató szerinti megoszlása 2008. december 31-én



Forrás: MNB-számítás.

²⁹ Itt ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy a bankoknak mérlegelési lehetőségük van abban, hogy a megemelkedett forrásköltségeket milyen mértékben hárítják át az ügyfelekre.

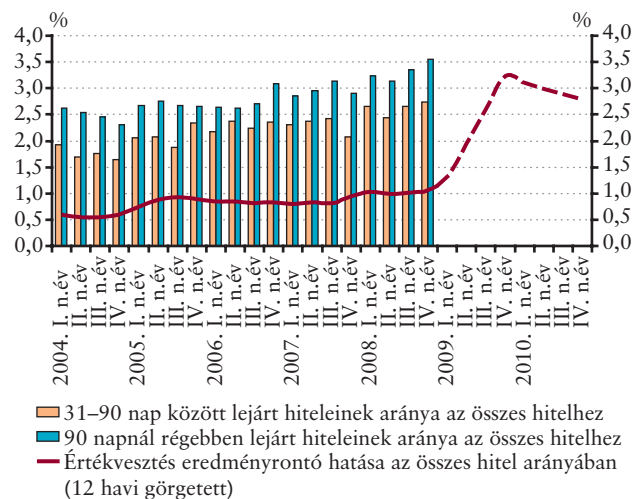
lyamszint mellett (EUR=300 Ft, CHF=200 Ft) az átlagos LTV-szint 70 százalék körül lehet.

A portfólió minősége 2009-ben tovább romolhat. A hitelvezetés lassulása, illetve leállása, valamint a kedvezőtlen makrogazdasági folyamatok (mérséklődő GDP, csökkenő reáljövedelmek, növekvő munkanélküliség) következtében a makrogazdasági alappálya mentén is megemelkedhet az értékvessztésigény³⁰ (2-22. ábra), ezzel rontva a bankrendszer jövedelmezőségi és tőkepozícióját. Az elszenvedett veszteséget ugyanakkor csökkentheti, hogy a jelzáloghitelek törlesztésében a lakosság fizetési hajlandósága rendkívül magas. Ez arra vezethető vissza, hogy hazánkban a bérlakáspiac fejletlen, miközben nagyon magas, szinte kizárólagos a lakásokhoz kapcsolódóan a saját tulajdon aránya, így az ingatlanok elvesztését mindenáron el akarják kerülni az ügyfelek. A potenciális veszteségeket mérsékelheti emellett az is, hogy a bankoknál egyre nagyobb hangsúlyt fektetnek a problémás hitelek kezelésére.³¹ Ennek egyik eszköze lehet, hogy a meg-növekedett törlesztőtörleszteteket a futamidő hosszabbításával csökkenteni lehet. Nemzetközi viszonylatban a jelzáloghitelek felvételkori, átlagosan 18-20 éves futamideje alacsonynak tekinthető, így a lejárat kitolásának számottevő tere lehet.

2-22. ábra

A hitelintézetek háztartási portfóliójának fontosabb minőségi mutatói

(MNB-előrejelzés 2009–2010-re)



Megjegyzés: A 2009–2010-re vonatkozó adat előrejelzés a makrogazdasági alappálya mentén.

Forrás: MNB.

2-3. keretes írás: A hazai lakáspiacon megfigyelhető folyamatok

A lakások esetleges csökkenése több csatornán keresztül lassíthatja a gazdasági növekedést és ronthatja a pénzügyi intézmények helyzetét (pl. a vagyonhatás miatt a fogyasztás, a fedezeti érték csökkenése miatt a hitelezés visszaesése, fedezett hitelek bedőlése esetén növekvő veszteségek, ingatlanberuházások mérséklődése).

Számos országban, köztük az USA-ban, Egyesült Királyságban, Írországban, Spanyolországban és a balti államokban jelentős ingatlanár-emel-

kedés játszódott le az elmúlt években (2-23. ábra). A világgazdasági lassulással párhuzamban a tavalyi évben ezekben az országokban már jelentős reál lakásár-csökkenés volt megfigyelhető.

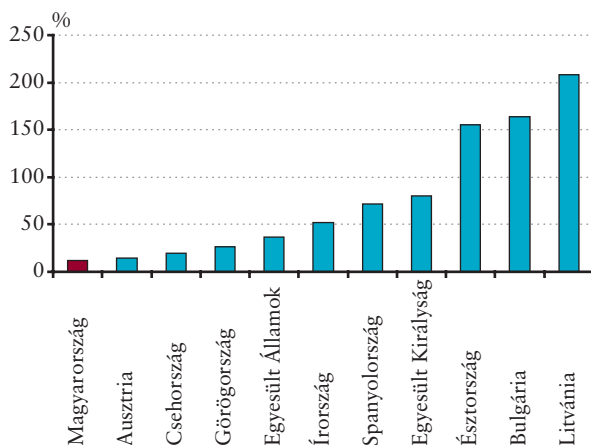
Magyarországon több régiós országgal (például Bulgária, balti államok) szemben az utóbbi években nem lehetett megfigyelni árbuborék kialakulását. A 2004-es csúcs óta a fővárosi lakások reálértéke folyamatosan csökkent az elmúlt években a kínálati áradatok alapján (2-24. ábra).

³⁰ A nemteljesítési valószínűség (PD) szintjét a lakossági hitelportfólió esetén parametrikus módszerrel számítottuk (túlélési analízis). A makrogazdasági alappálya mentén bekövetkező nemteljesítési valószínűség-növekedést (dinamikát) pedig az úgynevezett jövedelemtartalmak megközelítéssel számszerűsítettük. (Bővebben lásd: Holló Dániel–Papp Mónika: Assessing Household Credit Risk: Evidence from a Household Survey, MNB OP 2007/70.)

³¹ A hatékonyabb behajtás érdekében a bankoknál jellemzően létszámbővítést hajtottak végre azokon a területeken, melyek a problémás hitelek kezelését. Míg a korábbi években a magas profitnak köszönhetően akár jelentős veszteséggel is értékesítésre kerültek a hitelek követeléskezelő cégeknek, addig 2008 második felétől egyre általánosabbá válik, hogy csak végső esetben kerül sor a hitelek eladására, mely különösen a jelzáloggal fedezett követelésekre igaz.

2-23. ábra

A reál lakásárak növekedése nemzetközi összehasonlításban 2001 és 2007 között

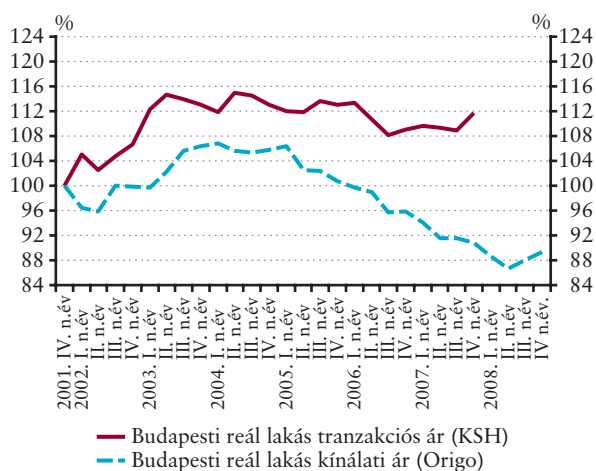


Megjegyzés: Az ábra Magyarországra a KSH által közölt tranzakciós árakat tartalmazza. Csehország esetén a 2001 és 2006 közötti reálárváltozás szerepel az ábrán.

Forrás: BIS, KSH, Case-Shiller index.

2-24. ábra

Budapesti reál lakásárak



Megjegyzés: 2001. IV. n.év = 100 százalék.

Forrás: Origo, KSH.

A közeljövőben a hazai lakáspiacon a reálárak további fokozatos csökkenése vagy stagnálása várható. A lakások iránti hazai kereslet elsősor-

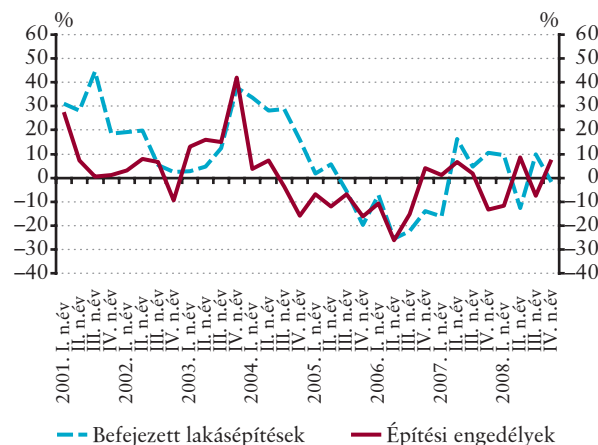
ban a gazdasági visszaesés, valamint ezzel összefüggésben a lakáshitelezés feltételeinek szigorítása³² miatt gyengül. A korábbi likviditásbőség eltűnésével és a kockázatkerülő magatartás előtérbe kerülésével ugyanakkor a külföldiek ingatlanvásárlásaira sem számíthatunk a közeljövőben.

2008-ban hozzávetőlegesen felére csökkent az eladott új lakások száma és a lakásprojektek esetén már megfigyelhető a beruházások nagymértékű visszaesése, valamint az eladatlan lakások állományának emelkedése. A kiadott építési engedélyek és az átadott lakások számában ugyanakkor 2008 negyedik negyedévében még nem látszott a visszaesés (2-25. ábra). Emögött egyrészt az állhat, hogy hosszúak az engedélyeztetési eljárások és sok engedély megadása áthúzódott a negyedik negyedévre, másrészt az ingatlanfejlesztők nem vonták vissza engedélykérelmüket a leállított projektek esetén. A kiadott építési engedélyek számában várhatóan 2009-ben már megjelenik a visszaesés, a befejezett lakások számában ez 1-2 év késéssel jelentkezhet.

A mögöttes folyamatok összességében a lakossági ingatlanpiac gyengülését mutatják, de az továbbra sem jelent számottevő veszélyt a pénzügyi stabilitásra. Bár előreláthatólag folytatódik a reálárak lassú csökkenése vagy stagnálása, a lakásberuházási aktivitás pedig várhatóan alacsony marad a közeljövőben, hirtelen árzuhanásra – árbuborék hiányában – nem kell számítani.

2-25. ábra

Kiadott építési engedélyek és befejezett lakásépítések éves növekedési üteme



Forrás: KSH.

³² A Magyar Nemzeti Bank hitelezési felmérése (SLO) alapján.

2.1.2. LIKVIDITÁSI KOCKÁZATOK

A magas hitel/betét mutató miatt a külföldi forrásokra ráutalt hazai bankrendszer sem tudta függetleníteni magát a nemzetközi pénzügyi piaci turbulenciáktól. A devizaforrások megszerzésének feltételei a korábbinál kedvezőtlenebbé váltak mind a közvetlen külföldi hitelfelvételek, mind a devizaswap esetén. A hazai szereplők mindkét piacon rövidülő futamidővel és emelkedő költségekkel néztek szembe. A devizaswappiaci turbulencia szerepet játszott abban, hogy a bankközi forintpiacon is szűkült a likviditás. A kockázatvállalási kedv mérséklődése miatt a régióban is állampapír-piaci feszültség alakult ki.

Az MNB és az anyabankok aktív szerepvállalása azonban jelentősen javított a likviditási feltételeken. A pénzpiaci turbulenciára reagálva a jegybank új devizaswappiaci és forint-pénzpiaci eszközöket vezetett be, melyek segítik a bankok likviditásszerzését a beszűkült piacokon. Az anyabankok támogatását jelzi, hogy a turbulens időszakokban aktivitásuk erősödött és biztosították a szükséges devizaforrásokat leányaiknak.

Drágulnak és rövidülnek a külföldi források, de megújítási kockázatuk viszonylag alacsony

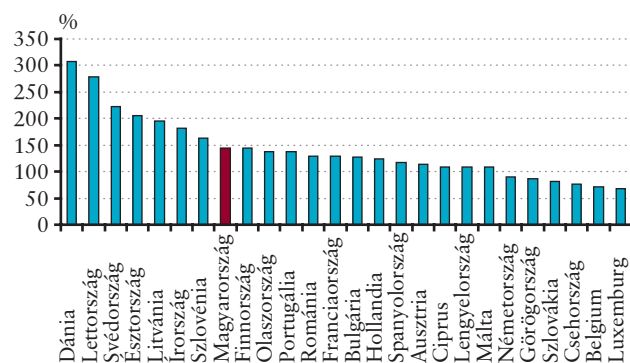
A hitel/betét mutató magas szintje miatt a külföldi forrásokra való ráutaltság magas. A bankok likviditásának kifejezettsége a hitel/betét aránnyal mérhető, hiszen az ügyfélforrások relatív alacsony szintje miatt pénz- és tőkepiaci források bevonása szükséges. A hitel/betét mutató 145 százalékos hazai szintje nemzetközi összehasonlításban is magasnak mondható (2-26. ábra), de néhány fejlett nyugat-európai és balti ország bankrendszerében mért szint alatt marad (Dánia, Svédország, Írország, Lettország, Észtország, Litvánia).

A külföldi forrásbeáramlás folyamatos volt 2008-ban.

A hazai bankrendszer idegen forrásaihoz viszonyítva a külföldi

2-26. ábra

Az uniós bankrendszerek hitel/betét arányának összehasonlítása (2008 vége)

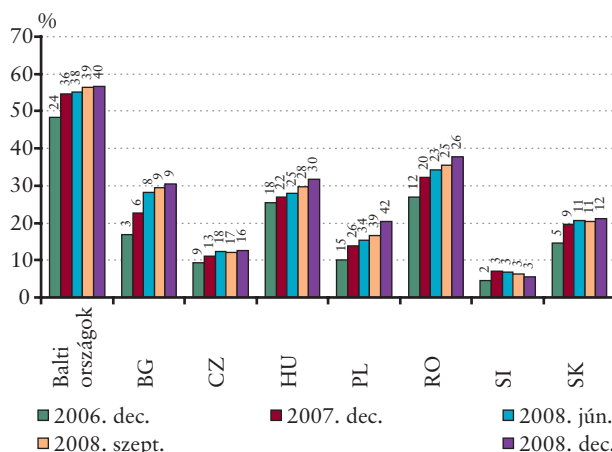


Forrás: EKB, MNB.

di hitelek aránya 2008. december végén 32 százalékos szinten állt, a külföldi kibocsátású értékpapírok figyelembevételével ez az arány 38 százalék (Melléklet 48. ábra). A külföldi forrásokra való ráutaltság régióinkban a Baltikum országaiban a legmagasabb, míg ez az arány Magyarországon Bulgáriával és Romániával közel azonos (2-27. ábra). A külföldi források megújítása kulcsfontosságú a hazai bankrendszer és az egész gazdaság működése szempontjából, hiszen annak elakadása a hitelezés erőteljes visszafogásán keresztül reálgazdasági költségekkel járna. A külföldi források megújítása és beáramlása azonban zavartalan volt, sőt az utolsó negyedévben jelentős többlet külföldi forrás érkezett a hazai bankrendszerbe. Az anyabanki elkötelezettség mellett a hitelezés visszafogását és a jövőbeli külföldi forráskiáramlás kockázatainak csökkentését segítik az MNB hat hónapos euroforrást biztosító swaptendrének feltételei is. Az új eszköz sikerességét vetíti előre az, hogy a meghirdetett 5 milliárd euróból 3 milliárd eurónyi ke-retre jelentkeztek be a hazai bankok.

2-27. ábra

A kelet-közép-európai EU-tagországok bankrendszereinek külföldi hitelállománya és azok idegen forrásokhoz viszonyított aránya



Megjegyzés: Az oszlopok feletti értékek a külföldi hitelek állományát fejezik ki (milliárd euróban)

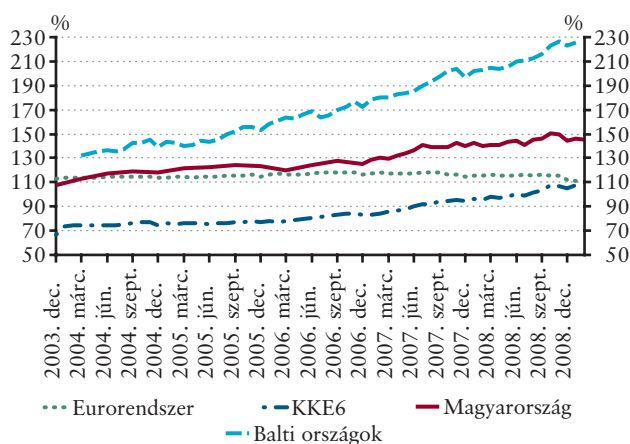
Forrás: EKB.

A hazai bankok a szűkebb likviditáshoz a hitel/betét arány visszafogásával, így a külföldi forrásokra való ráutaltság fokozatos csökkenésével alkalmazkodnak. A nemzetközi összehasonlításban is magas hitel/betét mutató fenntartását a pénzpiacokat jellemző likviditási feszültség egyre kevésbé teszi lehetővé, sőt a kedvezőtlen környezet ennek leépítését igényli. A mutató értéke két alapvető módon változhat. Egyrészt betéti oldalon – óvatosabb finanszírozási struktúra kialakítása érdekében – az ügyfélforrások szerepét lehet növelni a piaci forrásokkal szemben. Ez ma már szinte valamennyi hazai banknál érzékelhető, amelyek magas betéti kamatokkal kívánják a lakossági betételhelyezést növelni.

Másrészt eszköz oldalon a hitelezés visszafogásával javítható a likviditási helyzet és csökkenthető a külső forrásigény. Ez a tendencia ugyancsak érezhető, hiszen 2008. decemberben a kínálat visszafogása mellett, részben a keresleti tényezők miatt, már mind a vállalati, mind a háztartási hitel-állomány csökkent, illetve stagnált. A kétoldali alkalmazkodásnak köszönhetően 2008 végén korrekció következett be a hitel/betét mutatóban, annak mértéke egy hónap alatt a 2008. november végi 150 százalékos szintről 5 százalékponttal 145 százalékra csökkent. A hitel- és betétoldali alkalmazkodásnak köszönhetően a külföldi források idegen forrásokhoz viszonyított részarányának növekedése 2008 utolsó negyedévének második felében lassult. Ez az alkalmazkodás nem egyedi, a régió többi országában, illetve az eurorendszerbeli országok többségében is megfigyelhető a pénz- és tőkepiaci források részarányának csökkenése (2-28. ábra). A finanszírozási feltételek romlása a hitelkínálat visszafogását és ezen keresztül a gazdaság teljesítményének mérséklését eredményezheti. Ebből adódóan a gazdaság és a pénzügyi rendszer teljesítménye szempontjából bizonytalanságot hordoz, hogy a hitel/betét arány csökkenése milyen mértékű és ütemű lesz a jövőben.

2-28. ábra

Hitel/betét arány alakulása az EU bankrendszereiben



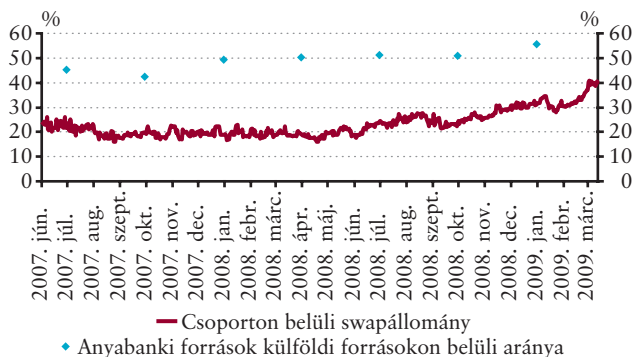
Megjegyzés: KKE6 (Bulgária, Románia, Magyarország, Lengyelország, Csehország, Szlovákia). A magyar adatok 2003. decemberi árfolyammal szűrtek.

Forrás: EKB, MNB.

Az erősebb devizalikviditási igény kielégítésében az anyabankok szerepe növekszik. A hazai bankok két módon juthatnak devizaforráshoz, egyrészt devizahitel-felvétellel, illetve devizában történő kötvénykibocsátással (mérlegen belüli devizalikviditási-biztosítás), másrészt forintlikviditásuk devizaswapügyletekkel történő elcserélésével (mérlegen kívüli devizalikviditási-biztosítás). Az anyabankok szerepvállalása

2-29. ábra

A külföldi anyabankok szerepe a külföldi források biztosításában és a csoporttagokkal kötött forint/deviza swapügyletek részaránya



Megjegyzés: Az ábra a külföldi anyabankkal rendelkező hitelintézetek bruttó, forinttal szemben kötött swapállományán belül mutatja a csoportközi ügyletek arányát (azonnali lábon forintleadás).

Forrás: MNB.

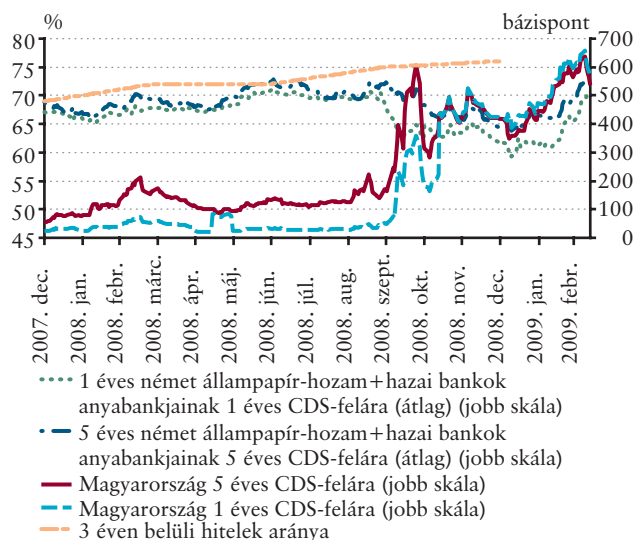
mindkét típusú devizaforrás-biztosításban megfigyelhető: mind az anyabanki források külföldi forrásokon belül aránya, mind a csoporton belüli forint/deviza swapügyletek aránya emelkedik (2-29. ábra).

A hazai bankrendszer külföldi forráshoz jutása nehezebbé válik: a külföldi források hátralévő futamideje rövidül, költsége emelkedik. Elsősorban az Európai Központi Bank lépéseinek köszönhetően, a rövid futamidejű euroalapú források piaca normalizálódott, azonban a hosszú futamidejű források piacának kiszáradása miatt az eurorendszerbeli bankok lejárat szerkezete egyértelműen romlik (1-3. ábra). Ettől a folyamatból – a külföldi forrásokra való magas ráutaltság miatt – a hazai bankrendszer sem tudja függetleníteni magát. A külföldi források hátralévő futamideje fokozatosan rövidül (2-30. ábra), a hosszabb futamidőkön az árbeli tényezőkhöz kívül a mennyiségi korlátok is effektívvé válnak. A korábbi hosszú, három éven túli kötvénykibocsátások már elmaradnak, és a bankközi piacon is egyre inkább az éven belüli források veszik át a szerepet. A futamidő-rövidüléssel párhuzamosan a külföldi rövid források költsége azonban továbbra is magas marad. Bár a rövid lejáratú euro denominációjú bankközi kamatok jelentősen csökkennek, a magyar országgokozati prémium emelkedése ezt túlkompenzálja. A külföldi források drágulása csak 2008 utolsó negyedévében is mintegy 90-100 bázisponttal növelhette a hazai bankrendszer teljes forrásköltségét³³, 2009 elején pedig további forrásköltség-növekedés következhetett be (2-30. ábra).

³³ Erre három tényezőtől következettünk: a) az év végére 2008. szeptemberéhez képest az egyéves német államkötvény hozama mintegy 160 bázisponttal csökkent, b) a hazai bankok külföldi anyabankjainak 1 éves CDS-felára mintegy 40-50 bázisponttal nőtt, és ezzel párhuzamosan c) Magyarország szuverén 1 éves CDS-felára körülbelül 370 bázisponttal nőtt. A forrásköltség-emelkedés számításánál figyelembe vettük a külföldi források idegen forrásokon belüli 38 százalékos arányát.

2-30. ábra

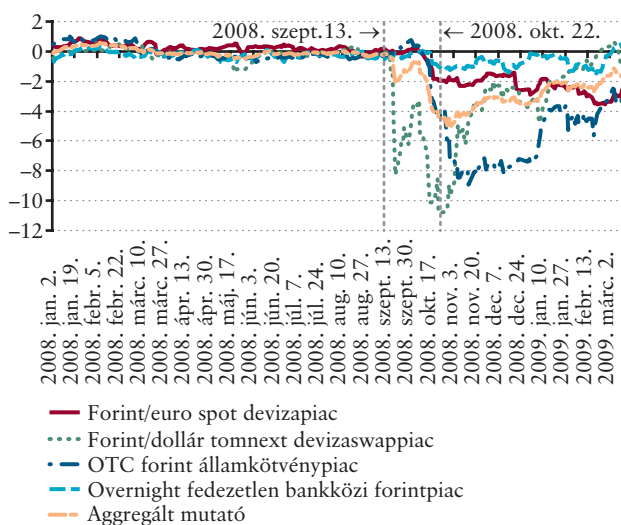
A külföldi források futamidő szerinti megoszlása és költsége



Forrás: MNB, Datastream, Bloomberg, EBF.

2-31. ábra

Az aggregált likviditási mutató³⁴ és az egyes részpiacok likviditási mutatói³⁵



Forrás: MNB a DRKW és a Reuters adatainak felhasználásával.

A pénzügyi piacok likviditási helyzete stabilizálódik

A bankrendszer működése szempontjából négy pénzügyi piacnak van kiemelt szerepe: a devizaswap, az azonnali deviza, a fedezetlen bankközi forint- és az állampapírpiacon. A devizaswappiacot a hazai bankok mérlegben belüli pozícióik menedzselésére használják, melynek során az egyik devizában rendelkezésre álló likviditást cserélik el a kihelyezések devizaneme szerint igényelt likviditásra. A hitelintézetek az azonnali devizapiacra elsősorban a külföldi, illetve nem banki belföldi ügyfelek tranzakciós igényeit elégítik ki. A fedezetlen bankközi piac a forintlikviditás hazai bankok egymás közötti újraelosztásának az eszköze. Emellett az államháztartás finanszírozását szolgáló állampapírpiacon is lehetőséget nyújt a likviditás bankok közötti újraelosztására.

A külföldi befektetők feltörekvő piacokkal szembeni kockázatvállalási kedve csökkent, aminek hatására a hazai pénzpiacok likviditása szűkült 2008 őszén. A külföldi partnerek fokozatosan szűkítették a hazai pénzpiaci szereplőkkel szembeni limiteket és magasabb kockázati felárat követeltek meg befektetéseiktől, ami mind a négy kulcsfontosságú piac likviditási helyzetét rontotta (2-31. ábra) 2008. szeptemberben–októberben. A devizaforrásokra ráutalt hazai

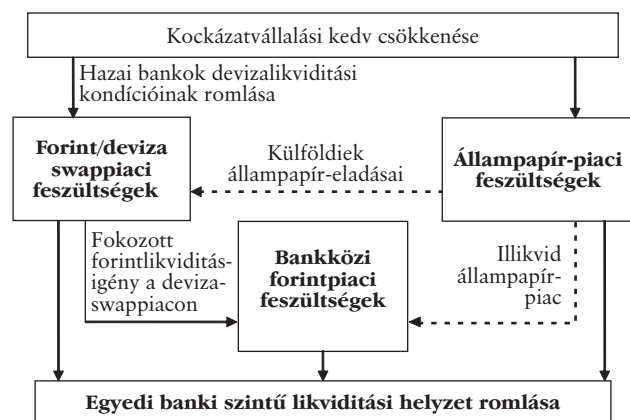
bankrendszer a szükséges devizalikviditásának biztosításához egyre jobban igénybe vette a devizaswappiacot. Ezzel egyidejűleg a külföldi partnerek – akik hagyományosan ezen a piacon jutottak hozzá a befektetéseikhez szükséges forintlikviditáshoz – kockázatvállalási étvágyuk csökkenése következtében állampapír-eladásokba kezdtek, így az állampapír- és swappiaci részvételük csökkent. Mindez likviditási feszültségeket okozott az állampapír- és forint/deviza swappiacon. A swappiacon mutatkozó likviditási feszültség negatívan hatott a spotpiacra is, amely likviditása a kockázati étvágy globális csökkenése miatt is mérséklődött. A spotpiaci likviditási feszültség miatt volatilis és a globális kockázati étvágy csökkenése miatt leértékelődő forintárfolyam pedig kedvezőtlenül hatott vissza a swappiac működésére. A hazai hitelintézetek magas mérleg szerinti nyitott devizapozíciója (Melléklet 39. ábra) és az ezt fedező magas devizaswap-állománya miatt a forint gyengülése a lejáró swapügyletek újrakötésén és a letéti követelmények megemelkedésén keresztül fokozta a forint likviditási-igényt. A forintlikviditás újraelosztásában döntő szerepet játszó fedezetlen bankközi forintpiacra azonban lecsökkentek a limitek. Az egymással szembeni limitek szűkítése mennyiségi korlátot szabott a likviditáshiányos szereplőknek, akik így a piacon nem tudták teljes mértékben kielégíteni a forintkeresletüket (2-32. ábra).

³⁴ A mutatókat a hosszú távú átlaguk és szórásuk felhasználásával normáltuk. A likviditási helyzet abszolút elmozdulásának követhetősége, így az őszi nagy ingadozások hatásának kiszűrése érdekében az indexek normálásához csak a 2008. március 31-ig terjedő időszak adatait használtuk. Az MNB által számított likviditási indexekről bővebben lásd: Páles Judit–Varga Lóránt: A magyar pénzügyi piacok likviditásának alakulása – mit mutat az MNB új aggregált piaci likviditási indexe? MNB-szemle, 2008. április.

³⁵ Az aggregált likviditási index az USD/HUF tomnext swappiac adatait tartalmazza, mivel a kialakításakor a likviditáskézelésben a devizaswap piacon belül ez a szegmens játszott meghatározó szerepet, amely a forint/deviza swappiac likviditási helyzetét jelenleg is megfelelően tükrözi, bár 2008 ősz óta az EUR/HUF swappiac szerepe is felértékelődött.

2-32. ábra

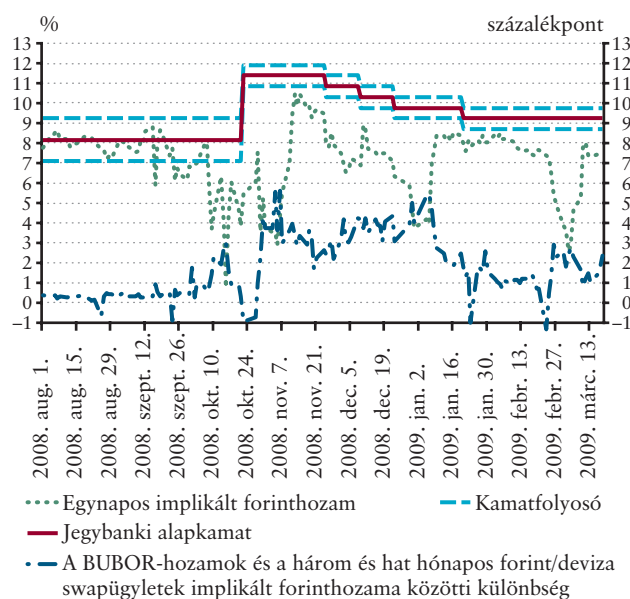
A nemzetközi válság begyűrűzésének csatornái az egyes hazai pénzügyi piacokon



A forint/deviza swappiaci zavarok 2008 októberében az implikált devizahozamokban, a futamidők rövidülésében mutatkoztak meg, majd 2008. novemberétől a piac már a stabilizálódás jeleit mutatta. A devizaswappiacon egyidejűleg jelentkező devizakeresleti és -kínálati oldali változások eredményeként az implikált devizahozamok megemelkedtek, azaz az implikált forinthozamok lecsökkentek. A hozamok 2008. szeptember közepén rövid időre, majd október elején tartósan kiléptek a kamatfolyosóból (2-33. ábra). Az árjellegű tényezők szigorodása mellett a piacon beszűkültek a

2-33. ábra

Az egynapos implikált forinthozam, a kamatfolyosó, valamint a BUBOR-hozamok és a három és hat hónapos forint/deviza swapügyletek implikált forinthozama közötti különbség



Forrás: MNB.

hosszabb lejáratú ügyletkötési lehetőségek is. A swapálmány közel felét 2008 őszén a három hónapon belüli futamidējű ügyletek tették ki. 2008. novemberétől nagyrészt konszolidálódott a piac és a forinthozamok – magas volatilitás mellett – többször megközelítették a kamatfolyosó alját, valamint hosszabb futamidőre is lehetett újra egyre több ügyletet kötni.

A külföldi anyabankok a devizaswap-piaci likviditási feszültségek idején jelentős szerepet vállaltak leánybankok swapigényeinek kielégítésében. Azok a hazai hitelintézetek, amelyek mögött külföldi anyabankok állnak, jelentős volumenű csoporton belüli ügyletet kötnek. 2008 közepétől a devizaswappiacokon egyre korlátozottabbá váló likviditás miatt a csoporton belüli ügyletek szerepe megnövekedett. Míg az év első felében a külföldi leánybankok az azonnali lábon forintot devizára cserélő swapügyleteik 15-20 százalékát kötötték csoporttagokkal, az időszak végén már 35-40 százalékát. Vagyis a külföldi anyabankok szerepvállalása, már említett módon, nemcsak a közvetlen devizaforrás-biztosításon, hanem a devizaswap-üzletkötésekben is tükröződött (2-29. ábra).

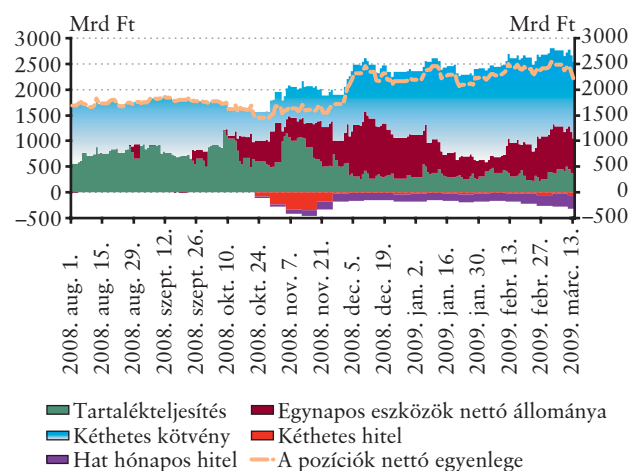
A devizaswappiacon tapasztalt feszültségekre reagálva az MNB új devizaswapeszközöket vezetett be. Az MNB 2008 októberében először kétoldali, egynapos EUR/HUF swaptendert vezetett be, amikor a partnerkockázat mérséklése érdekében közvetítőként állt be a piaci szereplők közé. A későbbiekben az Európai Központi Bankkal kötött megállapodásnak köszönhetően egyoldalú egynapos, majd hat, illetve három hónapos EUR/HUF swapeszközt vezetett be. 2009 februárjától pedig a Svájci Nemzeti Bankkal kötött megállapodás eredményeként egyhetes CHF/EUR swapeszközt biztosít a piaci szereplőknek. Ezek az intézkedések a piaci likviditás szűkülésekor segítik a hazai bankok devizaforrás-megújítását.

A bankközi piacon kialakult feszültségeket az MNB aktív szerepvállalása mérsékli. A már említett módon az egyes hitelintézetek között 2008. október közepére – a globális válság hatására – kialakult bizalmatlanság az egymással szemben alkalmazott limitek csökkenését eredményezte. Emellett a forintpiaci kereslet bővüléséhez vezetett az, hogy a bankok, devizalikviditási igényüknek azt a részét, amit közvetlen devizaforrásból nem tudtak kielégíteni, devizaswapokon keresztül teremtették elő. Amelyik bank nem tudott megfelelő mennyiségű forintlikviditáshoz jutni a bankközi forintpiacon, az a jegybank egynapos hiteleszközét vehette igénybe. Ezen eszköz költségét csökkentette a kamatfolyosó szűkítése, így az egynapos hiteleszközt az MNB partnerei 2008. október 22-től az alapkamatot 0,5 százalékponttal meghaladó kamaton vehetik igénybe a korábbi egy százalékpont helyett. 2008. október végétől a bankközi fo-

rintpiac likviditási feszültségeire a jegybank további lépésekkel is reagált: a) a forintpiacon is bővítette a korábban használt jegybanki eszközök körét, b) bővítette az elfogadható fedezetek körét és c) csökkentette a kötelező tartalékráta mértékét³⁶. A forintlikviditási problémákkal szembesülő bankok nehézségeinek csökkentése érdekében még 2008 októberében sor került a kéthetes és hat hónapos futamidejű fedezett hitelek bevezetésére. Az MNB likviditásbővítő intézkedésein kívül a bankrendszer forintlikviditásának növekedését eredményezte, hogy 2008. december elejétől az ÁKK a lejáró államkötvény-állományt a nemzetközi szervezetek által nyújtott hitelkeret lehívásával pótolta. A lehívott devizaösszegek szükséges részét az MNB-nél konvertálta forintra az ÁKK, így nőtt a devizatartalék szintje és az állampapírok kibocsátásának visszafogásával a forintlikviditási feszültségek enyhültek. A hatósági lépések következtében bár a bankközi piac stabilizálódott, de nem normalizálódott. A jegybank hitel- és betétoldali eszközeinek egyidejű használata egyértelműen a bankközi forintpiacon fennálló likviditási feszültségre utal (2-34. ábra).

2-34. ábra

A jegybanki eszközök hitelintézeti igénybevétele

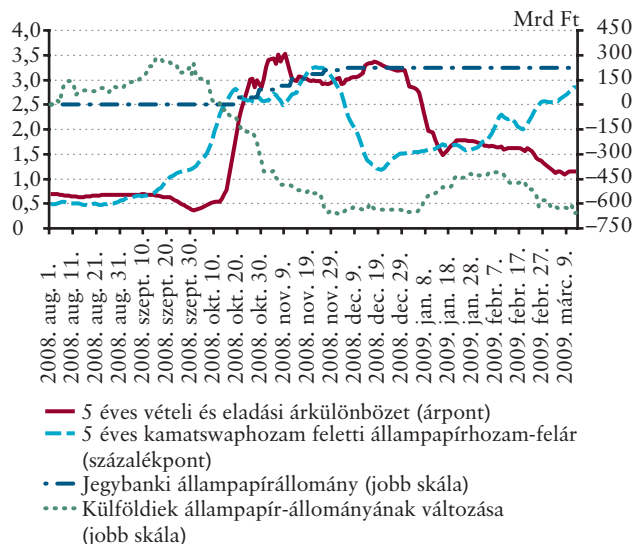


Forrás: MNB.

A kockázati kedv globális csökkenése régiószintű állampapír-piaci likviditási feszültséghez vezetett. 2008. szeptember végétől nagymértékben csökkent az állampapírpiac likviditása. A likviditási prémiumot közelítő kamatswap-hozam feletti állampapírhozam-felár³⁷ 2008. október közepén historikusan magas értéket vett fel hazánkban és december elejéig ezen a szinten maradt. Az index értékének 2008 utolsó hónapjában bekövetkező nagymértékű csökkenését 2009-

2-35. ábra

A vételi és eladási árkülönbözet és a kamatswap-hozam feletti állampapírhozam-felár alakulása Magyarországon, a külföldi szereplők állampapír-állományának változása



Forrás: DRKW, MNB.

ben a 2008. októberinél lassabb, fokozatos növekedés következett. A mutató 2009. március közepére a 2008. októberben megfigyelt érték közelébe emelkedett. Ezt 2008 őszén még igen, idén tavasszal viszont már nem követte a piaci likviditást leíró vételi és eladási árak közötti különbség (2-35. ábra). A likviditás zsugorodása a régió többi országában is egyértelműen megfigyelhető volt, noha – a likviditási prémiumot közelítő kamatswap-hozam feletti állampapírhozam-felár alakulása alapján – hazánknál kisebb mértékben.

Az MNB másodpiaci állampapír-vásárlási aukciói is hozzájárultak a forintpiaci likviditási feszültségek enyhüléséhez. A bankrendszer rendelkezésére álló forintlikviditást bővítették az MNB 2008. október 17-től november végéig tartott másodpiaci állampapír-vásárlási aukciói (névértéken összesen 243 milliárd forint értékben), melyek célja emellett az állampapírpiac másodpiaci likviditásának bővítése is volt. A jegybank aukciói hozzájárulhattak a kamatswap-hozam feletti állampapírhozam-felár átmeneti és a vételi és eladási árak közötti különbség tartós szűküléséhez.

A jó hitelminősítéssel rendelkező államok 2009 eleji megnövekedett állampapír-kibocsátásainak kizorító hatása a magas kockázatú országok állampapírpiacain

³⁶ A hitelintézetek, meghatározott forrásaik után az MNB-nél elhelyezendő, kötelező tartaléka meghatározásához használt tartalékráta 2008. december 1-jétől 5 százalékról 2 százalékra csökkent, aminek következtében a megelőző időszakhoz képest jelentős szabadon felhasználható forintlikviditás került a bankrendszerbe, havi átlagadatok alapján ez 500 milliárd forint körüli likviditásbővítést jelentett.

³⁷ A kamatswap-hozam feletti állampapírhozam-felár jellemzőiről bővebben lásd: Csávás Csaba–Varga Lóránt–Balogh Csaba: A forint kamatswappiac jellemzői és a swappszpredek mozgatórugói, MNB-tanulmányok 2007/64.

viszont tartósan alacsony keresletet okoz. 2009 első hónapjaiban a nemzetközi pénzügyi piacokon jelentős többletkínálat jelentkezett alacsony kockázatú államkötvényekből. A válságban érintett, jó hitelminősítéssel rendelkező államok ugyanis államkötvény-kibocsátással fedezik a bankmentő csomagokból és más gazdaságélénkítő intézkedésekből eredő többletkiadást. A továbbra is alacsony kockázatvállalási hajlandóság mellett megfigyelhető, hogy ezek az alacsony kockázatú kötvények kiszorítják a piacról a magasabb kockázatú állampapírokat. Az elmúlt hónapokban lényegesen nagyobb összegben történt szuverén kötvénykibocsátás a fejlett országokban. Úgy tűnik, hogy ezen alacsony kockázatú országok esetében a megnövekvő államadósságból származó kockázati prémium-emelkedés egyelőre nem jelent meg a hozamokban. Ehhez hozzájárulhatott a fejlett országok jegybankjainak nagymértékű állampapír-vásárlása is.

2.1.3. PIACI KOCKÁZATOK

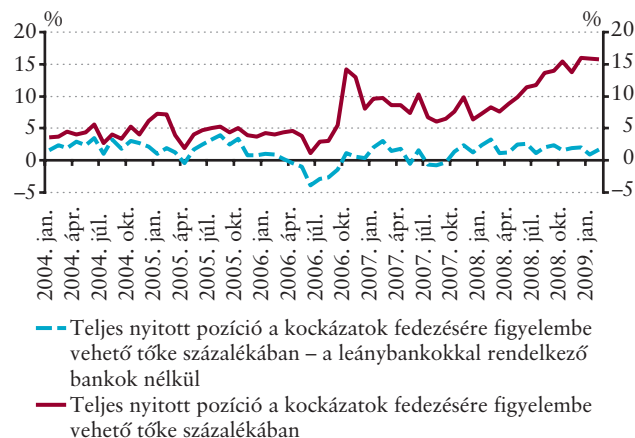
A hazai bankrendszer árfolyamkockázatának fedezésében továbbra is fontos szerepet játszik a forint/deviza swappiac, amelynek megfelelő működése kulcsfontosságú a bankrendszer stabilitása szempontjából. A bankrendszer a külföldön terjeszkedő bankok kivételével a teljes nyitott devizapozíciót stabilan alacsony szinten tartja, azonban az árfolyamkockázat a swapügyletek megújításának nehézségei miatt emelkedik. A fedezéshez kapcsolódó megújítási kockázatot mérsékelheti az anyabankok elkötelezettsége és az MNB aktív szerepvállalása. A bankrendszer kamatkockázata kismértékben emelkedő, de szintje továbbra sem tekinthető magasnak. A pénz- és tőkepiaci kitettség miatt a tavaly tavaszi és őszi, és a 2009 eleji pénzpiaci turbulencia miatti hozamemelkedés az állampapírportfólió ártértékelődésén keresztül veszteséget eredményez a hazai bankok számára.

A hazai bankok a teljes nyitott devizapozíciót a külföldön aktív tevékenységet folytató bankok kivételével stabilan alacsony szinten tartják, ennek azonban fontos feltétele a devizaswappiac megfelelő működése, illetve az anyabankok és az MNB aktív szerepvállalása. A bankrendszer a forintforrásokból történő devizakihelyezések miatt keletkező, mérlegen belüli árfolyamkitettséget részben külföldi devizaforrások bevonásával, részben a forint/deviza swapügyletek segítségével fedezi, amelyeknek határidős lába mérlegen kívüli tételként jelenik meg. Ennek révén a bankrendszer a teljes nyitott pozíciót alacsony szinten tudja tartani (2-36. ábra). 2007 vége óta a hosszabb lejáratú devizaforrásokhoz való hozzáférés korlátai és drágulása,

2008 őszétől pedig a devizaswappiacon tapasztalt likviditási feszültségek és a csökkentett partnerlimitiek miatt az árfolyamkockázat fedezése nehezebbé vált, több bank az MNB devizaswapeszközeinek igénybevételére kényszerült. Árfolyamkockázat-kezelési szempontból kedvezőtlen, hogy az ahhoz kapcsolódó megújítási kockázat emelkedett a devizaswap állomány 2008 őszén megfigyelt rövidülésével párhuzamosan. A megújítási kockázatot azonban mérsékelheti az anyabankok és az MNB aktív szerepvállalása. A külföldön aktív tevékenységet folytató bankok esetén a jelentős összegű devizakihelyezések miatt a teljes devizapozíció magasabb. Ez azonban részben a bankcsoportokba tartozó más tagok nyitott devizapozíciójának, illetve az árfolyam alakulásától függő eredményének a fedezésére szolgál.

2-36. ábra

A bankrendszer teljes nyitott devizapozíciójának alakulása



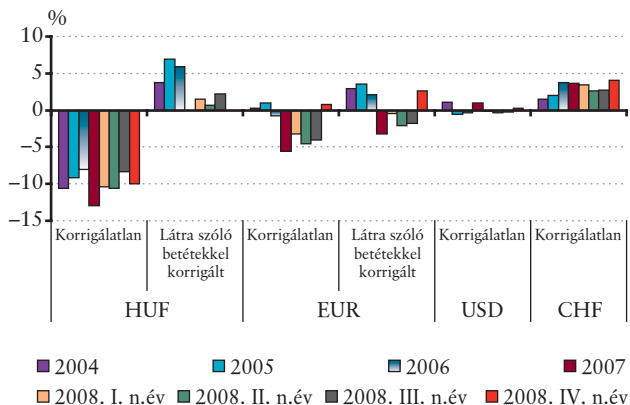
Megjegyzés: A teljes nyitott devizapozíció a mérlegen belüli devizaeszközök és mérlegen kívüli devizakövetelések összegének a mérlegen belüli devizaforrásokkal és mérlegen kívüli devizatartozásokkal csökkentett értéke. Az ábra hó végi adatokat tartalmaz.

Forrás: MNB.

A bankrendszer kamatkockázatai továbbra sem tekinthetők magasnak, de 2008 utolsó negyedéve óta kismértékben emelkednek. A forint esetében elsősorban a devizabetétek októberben történt forintra váltása és részben a rövid lejáratú forgatási célú értékpapírok utolsó negyedévben tapasztalt csökkenése miatt az átárazódási rés³⁸ a negatív irányban jelentősen tárgult, a kamatrugalmatlan látra szóló betétekkel való korrigálás után azonban mértéke továbbra is alacsonynak tekinthető (2-37. ábra). Az euro, dollár és svájci frank esetében az átárazási rés ugyancsak alacsony.

³⁸ A kamatkockázat tartalmazza a mérlegen belüli és mérlegen kívüli tételeket is.

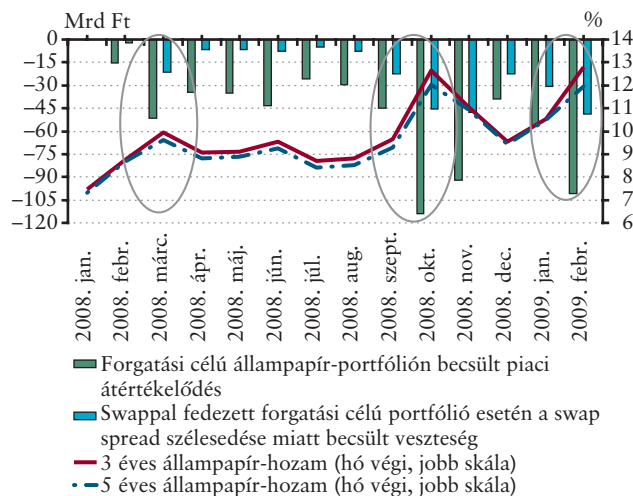
2-37. ábra

A bankrendszer 3 hónapos átárazódási rése³⁹

Forrás: MNB.

A tavaly tavaszi, őszi és az idei év eleji pénzpiaci turbulencia az állampapír-portfólión veszteséget eredményez. A bankrendszer tőkepiaci kitettsége az aggregált mér-

2-38. ábra

A forgatási célú banki portfóliók lehetséges értékcsökkenése 2008 eleje óta⁴⁰

Megjegyzés: Az adott hónapokhoz tartozó értékek azt mutatják, hogy 2008 elejéhez képest a bankrendszer, illetve a fiókok mekkora potenciális veszteséget szenvedhettek el a forgatási célú állampapír-állományok ártértékelődéséből adódóan, ami a hozam- és kamatswapfelár-változások miatt következhetett be.

Forrás: MNB.

legfősszeg 8-10 százalékát éri el, amelynek meghatározó részét az állampapírok állománya teszi ki. Ezen belül év közben körülbelül fele-fele arányban tartott a bankrendszer egésze forgatási és befektetési célú állampapírt. Év végén azonban a forgatási célú értékpapírok részaránya számottevő mértékben csökkent, elsősorban azért, mert azok jelentős részét a számviteli szabály változását⁴¹ követően átsorolták a befektetési célú értékpapírok közé. A forint állampapír-portfólió átlagos hátralévő futamideje megközelítőleg két év, ezért egy tartós és számottevő forinthatározás esetén a bankrendszer jelentős mértékű veszteséget szenvedhet el a forgatási célú állampapír-állományon⁴² attól függően, hogy a bankok a kitettség mekkora részét fedezik (kamatswappal vagy más származtatott termékkel), illetve milyen számviteli eljárásokat alkalmaznak. Ennek megfelelően a tavaly tavaszi és őszi pénzügyi turbulencia során (szeptemberben és különösen októberben), valamint 2009 elején az állampapír-piaci hozamemelkedésből és a kamatswap-felárak tágulásából a bankrendszernek jelentős vesztesége származott. Becslésünk alapján az állományok ártértékelődéséből adódó potenciális veszteségek tavaly márciusban, októberben és idén februárban voltak a legnagyobbak⁴³ (2-38. ábra).

2.1.4. A BANKRENDSZER PÉNZÜGYI HELYZETE

A bankrendszer jövedelmezősége 2008-ban várakozásainknak megfelelően tovább mérséklődött. Az eredmény mérséklődésében meghatározó szerepe volt a forrásköltség emelkedésének, az erősödő verseny miatti kamatkülönbség-szűkülésnek, a pénzügyi műveletek eredménycsökkenésének, a működési költségek dinamikus emelkedésének és az értékvesztés növekvő jövedelemcsökkentő hatásának.

A makrogazdasági alappálya mentén a bankrendszer jövedelmezőségének további csökkenésére számítunk 2009-ben is. Ebben kiemelkedő szerepe van a gazdasági visszaesés és a forint árfolyamának leértékelődés miatti hiteldinamika-lassulásnak és portfólióromlásnak, valamint a forrásköltségek emelkedésének. Idén a bankrendszer tőkehelyzete is romolhat, annak szintje azonban 10 százalék felett maradhat, ami aggregált szinten továbbra is elégséges a lehetséges sokkok kivédéséhez. Egyes, főként tőkepozíciójukat aktívan menedzselő bankok tőke-megfelelése jelenleg azonban 8 százalék körüli, ami tőkebe-

³⁹ Az átárazási rés azt mutatja meg, hogy mekkora a 90 napon belül átárazódó eszközök és források különbsége a mérlegfőösszeg arányában. Negatív átárazási rés esetén a források gyorsabban átárazódnak, mint az eszközök, így egy kamatemelés esetén negatív jövedelmi hatás jelentkezik.

⁴⁰ A számítás során azzal az egyszerűsítési feltevéssel éltünk, hogy a hó végi állampapír-állományok 2008. év elején rendelkezésre álltak, a havi ártértékelődési adatok így az adott hó végi állomány ártértékelési potenciáljára adnak becslést. Az ártértékelési potenciált pedig a 2008. elejéhez képest mért hozamváltozással határoztuk meg.

⁴¹ December 10. óta a kereskedési célú pénzügyi eszközöket át lehet sorolni más kategóriába, ha a rendkívüli körülmények miatt azok tartásának szándéka megváltozott.

⁴² A forgatási célú állampapír-állománnyal közelíthető a valós értékelés alá eső állampapír-állomány.

⁴³ A potenciális veszteségeket a következő képlettel közelítettük: (becsült állampapír-portfólió duration-becsült swap duration)* hó végi állampapír-állomány * kamatswapfelár év elejétől megfigyelt változása.

vonást tesz szükségessé annak érdekében, hogy minden intézmény sokkellenálló képessége a kívánatos, 9-10 százalék közötti tőke megfelelésnek megfelelő szintre emelkedjen. A tőkehelyzet erősítésének három forrása lehet, egyrészt a 2008-2009-es profit minél nagyobb arányú visszaforgatása a tőkepozíció erősítésére, másrészt az esetlegesen egyedi szinten szükségessé váló anyabanki vagy külső forrásból megvalósuló pótlólagos tőkebevonás, harmadrészt a hazai hatóságok banktámogató csomagjának igénybevétele.

A hazai bankrendszer jövedelmezősége a dekonjunktúrával együtt csökken

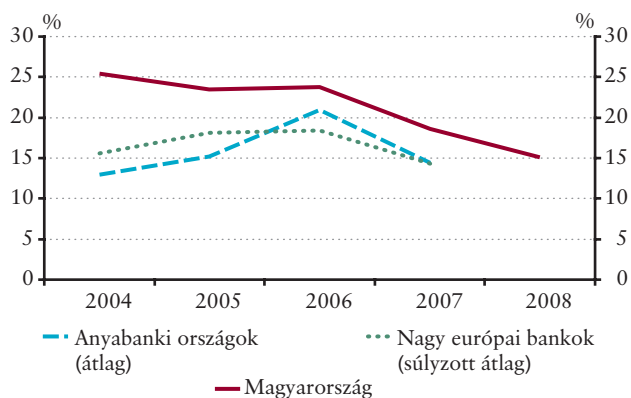
A hazai bankrendszer jövedelmezősége csökken, de továbbra is meghaladja az anyabanki országok szintjét.

A hazai bankrendszer a 2006 előtti két évben kiemelkedő versenyelőnnyel rendelkezett a fontosabb anyaországok egyes bankrendszerének jövedelmezőségével szemben. Az anyabanki piacokhoz viszonyítva 2006–2007 során szűkül, de megmaradt a versenyelőny (2-39. ábra). A hazai bankrendszer ROE-mutatója 2008-ban tovább mérséklődött, bár vélhetően a versenyelőny fennmaradt az anyabanki piacokhoz képest.

2-39. ábra

A ROE-mutatók nemzetközi összehasonlításban

(Adózott eredmény/Tier 1)



Megjegyzés: Anyabank országok: Ausztria, Belgium, Olaszország.

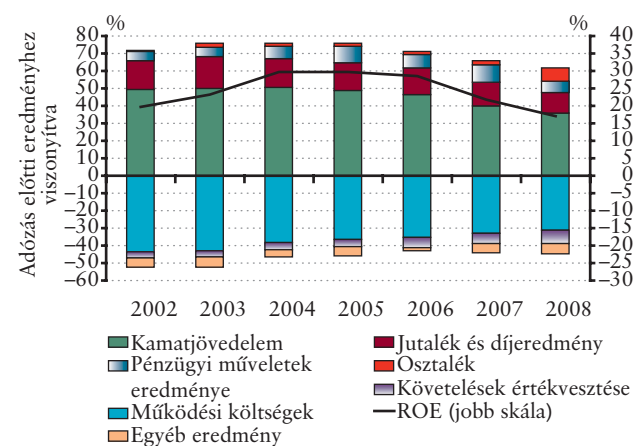
Forrás: EKB, MNB.

A jövedelmezőségi mutatók csökkenését az értékvesztés emelkedése, a működési költségek infláció feletti növekedése, a kamatjövedelem stagnálása, pénzügyi műveletek eredményének visszaesése és egyedi tételek okozták. A magyar számviteli szabályok szerint a bankrendszer adózás előtti eredménye 2008-ban elérte a 346 milliárd

forintot (2-40. ábra). Költség oldalon kedvezőtlen folyamatokat figyelhettünk meg. A követelések értékesítéséhez és az értékvesztéshez kapcsolódó nettó eredmény romlik, miközben a működési költségek az inflációt meghaladóan növekednek. A bankrendszer hatékonysága ezért továbbra is alacsony. A költség/mérlegfőösszeg mutató⁴⁴ (2,4 százalék) szintjében továbbra is lényegesen magasabb, mint a fejlett országokra jellemző adat (0,7-1,6 százalék). A kamatjövedelem tekintetében is kedvezőtlen folyamatok figyelhetők meg. A külföldi források az elmúlt évben, az általános likviditásszűkülés és az országhoz tartozó prémium emelkedése miatt, drágulnak és rövidülnek. A forint források árát emeli egyrészt a magas elvárt kockázati prémium, másrészt a lakossági forrásokért kibontakozó banki verseny. A bankok a lakossági megtakarítások mind nagyobb hányadát vonzzák magukhoz, elsősorban betéti akciókon keresztül. További problémát okozott a megemelkedő forrásköltségek áthárítása a meglévő ügyfelekre, amely időbeni elhúzódnása miatt a kamatbevételek növekedési üteme lényegesen alacsonyabbá válik a kamatkiadásokénál. Ennek következtében a kamatkülönbözet mind a kiadási, mind a bevételi oldalról nyomás alá kerül.⁴⁵ További negatív tendencia, hogy a kamatjövedelem adja a bevételek közel kétharmadát, ennek következtében a hazai bankrendszer bevételi szerkezete európai viszonylatban alacsony diverzifikáltságú, míg ez az arány európai átlagban 50 százalék körül alakul. A jutalék és díjeredmény tekintetében nem lehet beszámolni érdemi változásról, miközben a pénzügyi műveletek eredménye közel harmadával esik vissza. Az eredmény csökkenésben döntő szerepe van a forgatási célú, elsősorban állampapírokon

2-40. ábra

Az adózás előtti eredménnyel számított ROE és összetevőinek alakulása⁴⁶



Megjegyzés: ROE összetevői: adózás előtti eredmény adott összetevője/saját tőke.

Forrás: MNB.

⁴⁴ A hatékonysági mutatók alakulását lásd a Melléklet 53. ábráján.

⁴⁵ A bankok szpredalakulását lásd a Melléklet 52. ábráján.

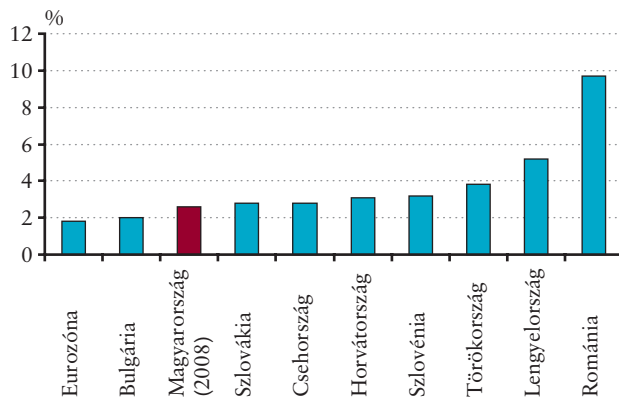
⁴⁶ ROE: Adózás előtti eredmény/(átlagos saját tőke – eredmény).

elszenvedett veszteségeknek. Végül jelentős profithatást gyakorolnak az egyedi tételek is. A bankok többségénél mérséklődik vagy stagnál az adózás előtti eredménnyel számított ROE- (17 százalék) és ROA- (1,3 százalék) mutató. A ROE-mutatók eloszlása alapján a bankok egyedi teljesítménye piaci súlyuk alapján döntően a 20-30 százalékos sávba esik, azonban növekszik a veszteséges, illetve 0-10 százalékos jövedelmezőségi teljesítménnyel rendelkező bankok piaci részaránya⁴⁷.

A hitelportfólió romlása ellenére a hazai bankok nemteljesítő hiteleinek aránya nemzetközi összehasonlításban alacsony szinten marad 2009-ben. 2008 végén a hazai bankrendszer nemteljesítő hiteleinek portfólión belüli aránya alacsony szinten, 2,6 százalékon állt (2-41. ábra). A makrogazdasági alappálya mentén, azaz a gazdaság 3,5 százalékos visszaesése következtében a nemteljesítő hitelek aránya 6-7 százalék közötti szintre emelkedhet 2009-ben, majd 5-6 százalékra mérséklődhet 2010-ben. Figyelembe véve, hogy a világgazdasági recesszió miatt minden országban romlani fog a bankok portfóliójának minősége, regionális összehasonlításban a hazai érték várhatóan továbbra sem lesz kiugró nagyságú.

2-41. ábra

A nemteljesítő hitelek (NPL) teljes hitelportfólión belüli aránya nemzetközi összehasonlításban (2007)



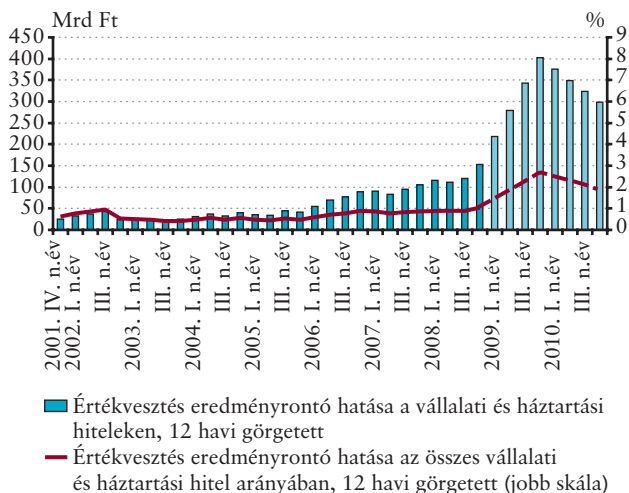
Forrás: OENB, EKB, MNB.

Az értékvesztés eredményrontó hatása is emelkedhet 2009-ben, majd kissé csökkenhet 2010-ben. A hitelportfóliók minőségének romlása a makrogazdasági alappálya mentén a profitot csökkenti (2-42. ábra). A nemteljesítő hitelek arányának növekedése emelkedő értékvesztést generál. Az értékvesztés nagysága 2009-ben a hitelportfólió arányában 1,1 százalékról közel 2,5 százalékra emelkedhet, ami továbbra is alacsony értéknek tekinthető. 2010-ben a gazdasági visszaesés mérséklődésével az értékvesztés portfólióhoz viszonyított aránya újra csökkenhet.

2-42. ábra

A hitelek után elszámolt értékvesztés alakulása

(MNB-előrejelzés 2009–2010-re)



Megjegyzés: A 2009–2010-re vonatkozó adat előrejelzés a makrogazdasági alappálya mentén.

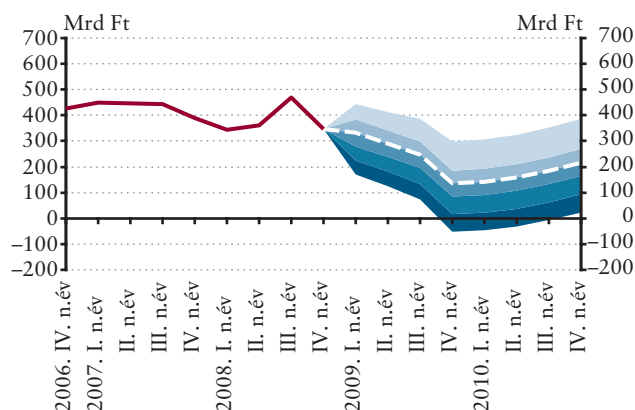
Forrás: MNB.

A bankrendszer eredménytermelő képessége romlik 2009-ben, míg 2010-ben már javulás várható. A romló makrokörnyezet és a leértékelődött forintárfolyam hatására a bankrendszer adózás előtti jövedelme 2009-ben a magyar számviteli szabályok szerinti 350 milliárd forintról várhatóan 100-200 milliárd forintra csökken, 2010-ben pedig a negatív sokk lecsengését követően mintegy 150-250 milliárd forintig növekedhet (2-43. ábra). Ezen eredmények mellett a ROE

2-43. ábra

Adózás előtti bankrendszeri profit

(MNB-előrejelzés 2009–2010-re)



Megjegyzés: A 2009–2010-re vonatkozó adat előrejelzés a makrogazdasági alappálya mentén. A legyezőábrán a bizonytalanságot az értékvesztés, hitel/betét mutató és a kamatmarzs alakulása okozza.

Forrás: MNB.

⁴⁷ A bankok ROE-megoszlását lásd a Melléklet 51. ábráján.

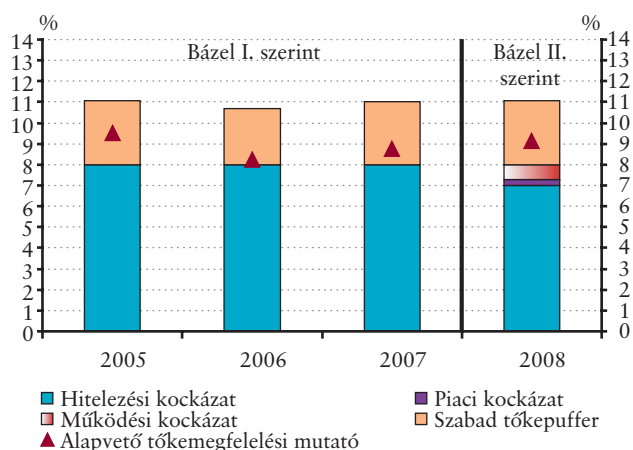
2009 végén 5-10 százalék, 2010 végén pedig 7-12 százalék között alakulhat. Az előrejelzés nagyon érzékeny az értékvesztés, a nettó kamatmarzs és a hitel/betét mutató jövőbeli alakulására. Feltételezéseinket nagyban befolyásolhatja a hitelkereslet/hitelkínálat és a háztartási megtakarítások jövőbeni alakulása és a hitelportfólió romlása. A makrogazdasági alappálya mentén 2009-re közel két és félszeres értékvesztést, változatlan kamatmarzsot és a hitel-betét mutató negyedévente 4 százalékpontos csökkenését feltételeztük. A makrogazdasági alappálya tekintetében jelentősek a lefele mutató kockázatok. 2009-ben a GDP vártnál, azaz a 3,5 százaléknál nagyobb visszaesése esetén a bankrendszer profitja a legyezőábra alsó részében megjelenő értékekhez lehet közelebb.

Bankrendszeri szinten kielégítő tőkeellátottság, míg egyedi banki szinten, egyes esetekben kívánatos a sokkellenálló képesség növelése

2008-ban a bankrendszer tőke megfelelési mutatója gyakorlatilag nem változott, nagysága rendszer szinten megfelelő. Az évközi eredmény nélküli TMM-mutató 11 százalék, az alapvető tőke megfelelési mutató pedig 9 százalék körüli volt 2008 végén, ami kismértékű emelkedést jelent az előző év végéhez képest⁴⁸ (2-44. ábra). Kedvezőtlen tendencia ugyanakkor, hogy egyedi banki szinten tovább növekedett azon bankok piaci részaránya, amelyek 8-10 százalékos mutatóval rendelkeztek⁴⁹. Egyes hitelintézetek aktívan menedzselik tőkéjüket, tehát tőke megfelelésüket tudatosan tartják 1-2 százalékponttal a törvényi minimum fölött. Az aktív tőkepozíció-kezeléssel járó alacsony tőke megfelelés viszont az is jelen-

2-44. ábra

A bankrendszer szabályozói tőke megfelelési (TMM) és alapvető tőke megfelelési (Tier 1) mutatója



Megjegyzés: A 2008. végi számok az év közben auditált eredményeket is tartalmazzák.

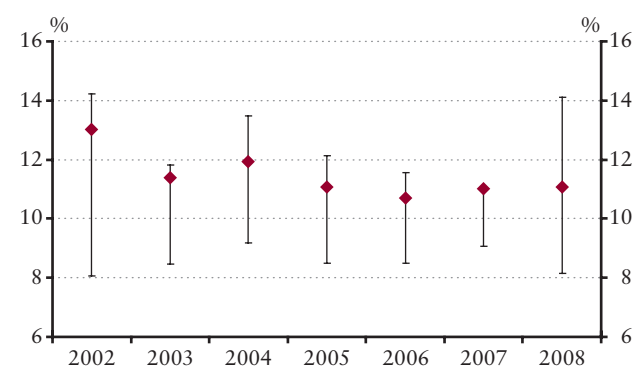
Forrás: MNB.

ti, hogy romló makrogazdasági és volatilis árfolyam környezetben a megfelelő tőkeellátottság biztosítása a bankok részéről nagyobb figyelmet követel. A törvényi minimumot lényegesen meghaladó mutató azon kisebb bankokat jellemzi, melyeknél a nagyhitel-korlát karbantartása miatt tőketöbblet tartása szükséges.

A makrogazdasági alappálya mentén a bankrendszer működése zavartalan, azonban egyedi szinten indokolt a sokkellenálló képesség növelése. A fenn bemutatott profit-előrejelzés alapján a hazai bankrendszer jövedelmezősége feltételezésünk szerint romlani fog 2009-ben, így az ebből származó tőkeakkumuláció mérséklődhet. Ugyanakkor az emelkedő hitelkockázatok és az árfolyam leértékelődése a nominálisan növekvő kockázattal súlyozott eszközállomány emelkedésén keresztül a tőke megfelelési mutatók csökkenését okozhatja. A bankrendszeri szinten jelenleg magas tőketartalékok viszont biztosítják, hogy a makrogazdasági alappálya mentén a 2009–2010 végi rendszerszintű tőke megfelelés 10 százalék fölött maradjon. Figyelembe véve a lefelé mutató kockázatok, az MNB fontosnak tartja, hogy a bankok egyedi banki szinten is biztosítsák a legalább 9-10 százalékos tőke megfelelési mutatót. Az aktív tőke menedzsmentet folytató, alacsony tőke megfeleléssel rendelkező bankok esetén különösen szükséges ezen elvárás érvényesítése, azaz a sokkellenálló képesség növelése (2-45. ábra).

2-45. ábra

A TMM-mutató minimuma, maximuma és bankrendszer szintű értéke



Megjegyzés: A minimumok és a maximumok meghatározásakor a 3 százalékos feletti piaci részaránnyal rendelkező bankokat vettük figyelembe. A 2008. végi számok az év közben auditált eredményeket is tartalmazzák.

Forrás: MNB.

A banki szolvenciahelyzet erősítésének három forrása lehet: egyrészt a megtermelt jövedelem minél nagyobb arányú tőkeemelésre történő felhasználása, másrészt a tulajdonosok vagy új szereplők pótlólagos

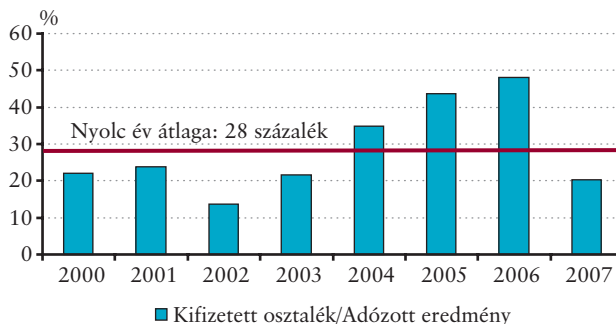
⁴⁸ Néhány bank, élve a törvényi lehetőséggel, évközi eredményét auditáltatta, növelve ezzel a rendelkezésre álló tőkéjét.

⁴⁹ A bankok TMM-eloszlását lásd a Melléklet 55. ábráján.

tőkeemelése, harmadrészt a hazai hatóságok banktámogató csomagja. A profit visszaforgatása a tőkepozíció erősítésének egyik legfontosabb eszköze. Az elmúlt nyolc évben a bankrendszer profitjának 28 százalékát repatriálták a tulajdonosok (2-46. ábra). A bankok tőkehelyzetének javítása, illetve megerősítése érdekében indokolt az osztalékpolitikában a konzervativizmus, a bankrendszer ugyanis a profitkivitel arányának csökkentésével alkalmazkodhat a növekvő kockázatokhoz. Annak érdekében, hogy elégséges tőketartaléka maradjon a sokkok kivédésére, illetve a makrogazdasági alappályánál kedvezőtlenebb környezet negatív hatásainak ellensúlyozására, egyes esetekben tulajdonosi vagy új külső forrásból megvalósuló tőkeemelés is szükségessé válhat. Végül a tőkebázis megerősítését szolgálhatja a hazai hatóságok banktámogató csomagja is (bővebben lásd a 2-5. keretes írásban). A vártnál rosszabb gazdasági környezetre való felkészülés jegyében a bankoknak érdemes előre megemlíteni tőkeegfelelésüket, hiszen az utólagos tőkebevonás

2-46. ábra

Kifizetett osztalék és adózott eredmény aránya



Forrás: MNB.

az esetleges bizalomvesztés miatt már megnehezülhet (stressz-teszt eredményeit bővebben lásd a 2-4. keretes írásban).

2-4. keretes írás: Hitelkockázati stresszteszt eredményei

Hitelkockázati stressztesztünkben a bankrendszer 2009-es tőkeegfelelését vizsgáljuk különböző makrogazdasági forgatókönyvek mellett. Számításaink során feltételezzük, hogy a hitelkockázaton kívül minden más kockázati típus (piaci, elszámolási, operációs és egyéb kockázatok) illetve azok tőkekövetelménye a 2008-as szinten változatlan marad, és a makrogazdasági környezet változása csupán a bank hitelkockázati profiljára hat. Az így kiszámított tőkekövetelményt vetjük össze az egyes bankok szavatolótőkéjével.

A banki tőkének elégségesnek kell lennie a nem várható veszteségek fedezésére 2009-ben. A bankok rendelkezésre álló szavatolótőkéje és a kockázati profilnak megfelelő tőkekövetelmény különbségét nevezzük szabad tőkének vagy tőkepuffernek. Amennyiben ez a különbség negatív, akkor a bank nem rendelkezik elegendő tőkével, ezért a tőkeegfelelés helyreállítása tőkebevonást igényel.

A következőkben két makrogazdasági forgatókönyv banki szolvenciára gyakorolt hatását vizsgáljuk. A 2009. februári „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadvány alapján a makrogazdasági alappálya mentén a forint-euro árfolyam 290, a GDP visszaesés pedig 3,5 százalékos lehet 2009-ben. A stressz-szenárió, azaz egy kis valószínűséggel bekövetkező szélsőséges forgatókönyv mentén ugyanebben az évben a bankrendszer tőkehelyzetét az alappályánál 15 százalékkal gyengébb euroárfolyam⁵⁰ és 7 százalékponttal nagyobb GDP-visszaesés mellett vizsgáljuk.

Megközelítésünkben a nemteljesítési valószínűség (probability of default – PD) az a kockázati paraméter, amelynek segítségével összekapcsoljuk a makrogazdasági környezetet a lehetséges hitelezési veszteséggel. A bankok vállalati hitelportfóliójának különböző makrogazdasági forgatókönyvek melletti nemteljesítési valószínűségét egy aggregált csődmódel segítségével becsültük meg. A csődben lévő vállalatok számának előrejelzéséhez regressziós modellt használtunk, amelyben a makrováltozók csődrátára gyakorolt hatását vizsgáltuk. Magyarázóváltozóként felhasználtuk a GDP növekedési ütemét, a hazai, valamint a külföldi (európai) nominális, illetve reálkamatokat, a nominális illetve reálárfolyamot és az inflációt.⁵¹

A lakossági hitelportfólió esetén az alap nemteljesítési valószínűséget parametrikus módszerrel számítottuk (túlélési analízis). A kockázati pályák mentén bekövetkező nemteljesítési valószínűségnövekedést (dinamikát) pedig az úgynevezett jövedelemtartalék megközelítéssel szűrőcsökkentettük.⁵²

Becsléseink szerint a vállalati csődvalószínűség az alappálya mentén 2009 végén 5,5-6,5 százalékos lehet, míg a stressz-szenárió mellett eléri a 13-14 százalékot.⁵³ A háztartási hitelek esetében 2009-ben az alappálya mentén a nemteljesítési valószínűség 12-13 százalékra emelkedhet, míg a stresszpálya mellett eléri a 18-19 százalékot.

⁵⁰ Feltételezzük, hogy az euro-svájci frank keresztárfolyam nem változik.

⁵¹ Bővebben lásd: Valentinyiné Endrész Marianna–Vásáry Zoltán: Makro stresszteszt ágazatspecifikus csődrátamodellekkel, MNB WP 2008/2.

⁵² Bővebben lásd: Holló Dániel–Papp Mónika: Assessing Household Credit Risk: Evidence from a Household Survey, MNB OP 2007/70.

⁵³ Mivel a vállalati szektor nemfizetési valószínűségét a csődrátákkal közelítjük, ezért jelentős a becslési bizonytalanság.

Számításaink szerint a bankrendszeri szintű tőke megfelelési mutató tőkebevonás nélkül az alappálya mentén 10 százalék felett marad, 500-550 milliárd forintnyi összesített szabad tőke mellett. Ebben az esetben egy bank tőke megfelelése sem csökken a szabályozói minimum alá.

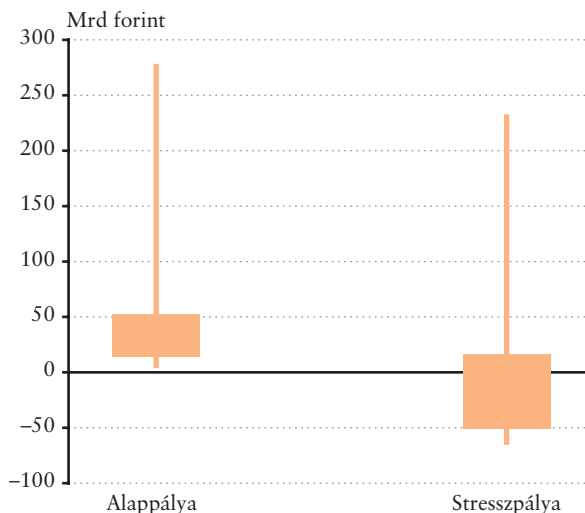
Eredményeink alapján, a hipotetikus stressz forgatókönyv mellett tőkebevonás nélkül 8 százalék körül maradhat a bankrendszer szintű tőke megfelelési mutató, ami 100-150 milliárd forint töketöbbletnek felel meg. Az aggregált szinten kielégítő tőke megfelelés mögött azonban jelentős az aszimmetria. A stressz-szenárió mellett ugyanis mérlegfőösszeg alapján a bankrendszer közel felének tőke megfelelése már nem lesz megfelelő. A tőke megfelelés törvényi minimumának eléréséhez ezen bankoknál azonban csak összesen 250-300 milliárd forintnyi (0,7-0,9 milliárd euro) tőkebevonás szükséges.

A bankrendszeri összesített értékek áttekintése után a tőke megfelelés bankrendszeren belüli eloszlását mutatjuk be. A 2-47. ábrán a vonalak a szabad tőke első és kilencedik decilise közti szakaszt kötik össze, azaz a bankrendszer középső 80 százalékának elhelyezkedését mutatják. A téglalapok az első és harmadik kvartilis közti szakaszokat jelölik, azaz a bankrendszer középső 50 százalékának helyzetét ábrázolják. A 2-47. ábra a 8 százalékos szabályozói minimumhoz képest ábrázolja a teljes bankrendszer szabad tőkéjének eloszlását a különböző makrogazdasági forgatókönyvek mentén. A nulla szint alá eső tartományban tőkebevonás szükséges.

A fentiekben bemutatott számításokat nagymértékű bizonytalanság jellemzi. Számításaink során nem vettük figyelembe a likviditási kockázatot, valamint a bankok egymás közötti kitettségein keresztül terjedő hatását. A különböző makrogazdasági változók és a csőd valószínűségek közötti összefüggések feltárásánál csak igen korlátozott mértékben tudtuk figyelembe venni a nemlinearitásokat, ami különösen a szélsőséges elmozdulásoknál a kockázatok alulbecsléséhez vezethet.

2-47. ábra

A bankok 8 százalékos szabályozói tőke megfelelése feletti tőketartalékának eloszlása



Forrás: MNB.

A háztartási hitelportfólió nemteljesítési valószínűségeinek becslésénél a szerződés kötésekor bevallott jövedelmeket tudtuk csak figyelembe venni. Amennyiben a tényleges jövedelem meghaladja ezt a szintet, a nemteljesítési valószínűsége vonatkozó becsléseink mind szintben, mind dinamikában felfelé torzítanak. A vállalati hitelek nemteljesítési valószínűségének becslésénél a bankok kitettségeit a szektor felé – további információk hiányában – homogénnek kezeltük, azaz nem tettünk különbséget az egyes ágazatok és termékek között.

Számos tanulmány kimutatta, hogy a veszteségráta (LGD) a nemteljesítési valószínűséghez hasonlóan együtt mozog a különböző makrogazdasági változókkal. Mivel nem rendelkezünk az ezt a kapcsolatot megfelelően megragadó modellel, a veszteségrátát ugyanakkorának feltételeztük a különböző makrogazdasági forgatókönyvek esetén.

2-5. keretes írás: Nemzetközi és hazai banktámogató csomagok összehasonlítása

Az Európai Unió országai 2008 szeptemberétől kezdve – a pénzügyi stabilitás már egyedi intézményi problémák által is jelzett megingása, valamint a recesszió növekvő kockázata miatt – sorra jelentették be banktámogató programjaikat. Egyes tagállamok, a bizalmat megerősítendő, jelentősen – olykor korlátlan mértékben – kiterjesztették betétbiztosítási rendszerüket, majd a bankközi piac befagyása miatt már a bankközi források garantálása is felmerült. A programok kezdetben koordinálatla-

nok voltak, ráadásul egyfajta versenyhelyzetet teremtettek, ami esetenként más tagországokra negatív hatást gyakorolt, de legalábbis lépés-kényszerbe hozta azokat.⁵⁴

A nemzeti intézkedéseket végül az eurozóna országai által október 12-én bejelentett – és az Európai Tanács által 2008. október 15-én megerősített – akcióterv hangolta össze. A résztvevők ekkor deklarálták, hogy

⁵⁴ Az externáliák egyik példája volt, hogy a korlátlan – ráadásul a bankközi hitekre is kiterjedő – írt betétgarancia-program bejelentése után megindult a betétek átáramlása az egyesült királyságbeli intézményekből Írország felé.

biztosítják a pénzügyi rendszer stabilitását és ezen keresztül a gazdaság finanszírozását: ennek érdekében a hitelintézetek egyes középtávú kötelezettségeire garanciát vállalnak majd, és megerősítik az intézmények tőkehelyzetét. Az intézkedések gyakorlati kidolgozása és megvalósítása a tagállamokra maradt, de az ősz folyamán az Európai Bizottság és az Európai Központi Bank által kiadott ajánlások következtében a nemzeti programok végül legfőbb részleteikben közelítettek egymáshoz.⁵⁵ Így a legtöbb csomagnak része egy tőkeemelési és egy forrásgarantálási opció, amit esetenként az adott ország pénzügyi rendszeréhez igazított más támogatási lehetőségek is kiegészítenek.

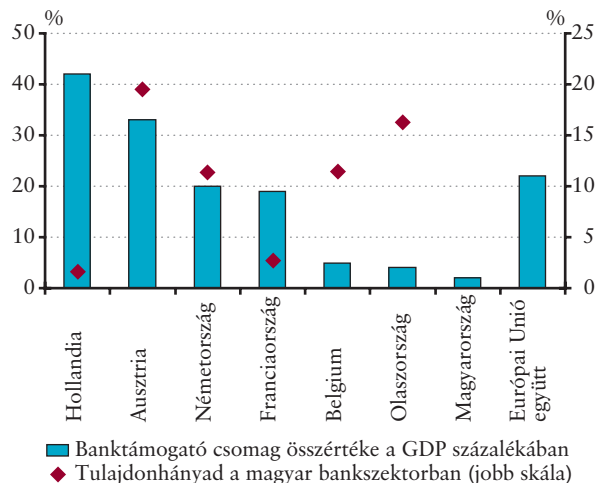
Ezen „konvergencia” ellenére megemlíthendők a banktámogató programok kockázata, esetleges nem szándékolt negatív következményei is. Egyrészt, bár az Európai Uniónak számos versenysemlegességi követelménye van a csomagokkal kapcsolatban, az eltérő költségvetési lehetőségek miatt egyes tagországok jobban megerősíthetik bankszektorukat, ami jelentősen átalakíthatja a piaci erőviszonyokat, valamint egyfajta támogatási versenyt indukálhat az államok között. Felmerül a protekcionizmus, az egységes piac fragmentálódásának veszélye is. A tőkeemelést és a garanciavállalás fejében például – a tőkéért fizetendő osztalék, a garanciáért fizetendő díj és a vezetői fizetések korlátozása mellett – a legtöbb kormány kifejezetten a hazai realgazdaság hitelezését kötötte ki, ami adott esetben a külföldi finanszírozás leépítését is eredményezheti. Kérdés továbbá, hogy a kormányzatok rendelkeznek-e megfelelő visszavonulási („exit”) stratégiával a jelentős részben az államra utalt bankszektorból, hogy amint lehetségessé válik, helyreállhassanak a háttérbe szorult piaci mechanizmusok.

Az őszi európai banktámogató csomagok tehát elsősorban forrásoldali megközelítést alkalmaztak. Ezzel szemben az európaival közel egy időben bejelentett, 700 milliárd dolláros egyesült államokbeli TARP-program eredetileg a problémás hitelintézeti eszközök állami felvásárlására irányult.⁵⁶ Európában a portfóliótisztításra kezdetben periferikus eszközként tekintettek, csupán Spanyolország jelentett be eszköz kivásárlási programot, bár Németország és Olaszország is megteremtette az intézkedés jogszabályi hátterét. 2009 januárjában azonban több állam is eszközoldali programokat jelentett be, mivel a mérlegeket továbbra is nagyfokú bizonytalanság övezte a bizonytalan értékű, „mérgező” eszközök miatt.⁵⁷ A problémás eszközök kivásárlása vagy garantálása erősítheti a bankok egymás közötti bizalmát, javíthatja a bankok likviditását, ezáltal pedig a hitelkínálat szűkülésének esélyét is csökkentheti.

2009. február közepéig az EU tagállamai összesen az EU GDP-jének mintegy huszonkét százaléka mértékében alkottak banktámogató

2-48. ábra

Banktámogató csomagok GDP-hez viszonyított értéke és a magyar bankrendszer országok szerinti tulajdonosi szerkezete



Megjegyzés: Banktámogató csomagok a 2009. február 19. előtti bejelentések alapján.

Tulajdonosi hányad a bankszektor mérlegfőösszege arányában számítva, fióktelepekkel és szakosított hitelintézetekkel együtt; MFB, Eximbank, Keler nélkül.

Forrás: EKB-, MNB-, PSZÁF-adattáblák.

programokat (2-48. ábra). Az említett időszakban összesen közel 170 milliárd euro értékű tőkeemelésre és közel 200 milliárd euro értékű garantált hitelfelvételre vagy kötvénykibocsátásra került sor.

Mivel Magyarország bankrendszere – hasonlóan a régió országaihoz – igen jelentős mértékben rá van utalva a külföldi forrásokra, a hazai bankrendszer támogatásának két csatornán át kell megvalósulnia. Egyrészt a külföldi anyabankoknak maguknak kell leányintézményeiket megerősíteniük, akár a nyugat-európai banktámogató csomagok igénybevételével. Másrészt az anyabankkal nem rendelkező hitelintézetek segítése elsősorban a hazai hatóságok felelőssége.

Magyarország – az IMF-hitelből 600 milliárd forint (2 milliárd euró) keret elkülönítve erre a célra – szintén forrásoldali banktámogató programot alkotott. A 2008. december 15-én elfogadott, 2008. évi CIV. törvény a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának erősítéséről (Stv.) az állam általi garanciavállalást és a tőkeemelést tette lehetővé. A hazai bankok eszközállományának minősége megfelelő, ezért a hazai banktámogató program célja alapvetően a dráguló és rövidülő külföldi

⁵⁵ A konszenzus alapján az államok csak a három hónap és öt év közötti lejáratú új kötelezettségeket garantálják, kockázattal arányos díj fejében. A betétbiztosításokat szabályzó direktívát módosították, eszerint legalább 50 000 euro a betétbiztosítás minimális értéklaplója a tagországokban. (Hazánkban ennek megfelelően 13 millió forintra emelkedett a hitelintézeti törvényben garantált összeg.)

⁵⁶ A TARP-ra rendelkezésre álló keret első részét végül mégis alapvetően tőkeemelésre (azaz a forrásoldalon) használták fel, de 2009-ben a második részt eszközök felvásárlására költötték.

⁵⁷ Példaként említendő az Egyesült Királyság 50 milliárd font keretű programja, melyben a Bank of England leányvállalata eszközfedeztetű értékpapírokat, vállalati kötvényeket és szindikált hiteleket vásárolhat majd fel.

finanszírozás megkönnyítése, a tőkeemelés lehetősége pedig az eszközminőség esetleges romlásához nyújthat biztonsági tartalékot.

Az államháztartási törvény 2009. márciusi módosítása alapján az állam a hazai hitelintézetek forrásainak megújítását két további módon is támogatni tudja. Az állam egyrészt közvetlenül nyújthat számukra hitelt, másrészt az MNB által kibocsátott kötvényeket megvásárolhatja és köl-

csönadhatja a bankoknak, amelyek annak fejében likviditáshoz juthatnak. Ezen lehetőségeket szintén megelőzték hasonló nemzetközi példák: a közvetlen hitel például a szlovén, míg állampapír-kölcsönzés a görög programban is szerepel. Az likviditásjavító intézkedésekben részesülő bankok a magyar állam számára díjat (garanciadíj, hitelkamat, ill. értékpapír-kölcsönzési díj) fizetnek, valamint vállalják a hazai vállalati szektor bizonyos szinten való hitelezését.

2.2. A nem banki pénzügyi közvetítőrendszer kockázatai

A nem banki pénzügyi közvetítők kockázatai növekednek. A pénzügyi vállalkozások tevékenységében a portfólióminőség romlásával számos probléma kerül felszínre. A várható veszteségeket viszont egyelőre fedezni tudják a hitelezésből származó bevételek. A válság hatására ebben a szektorban is a finanszírozási feltételek és sztenderdek szigorodása tapasztalható, ami a korábbi gyors hitelnövekedés visszaesését eredményezi. A befektetési alapoknál tőkekiáramlást láthattunk a 2008-as év utolsó negyedében, amit az alapok gyenge teljesítménye mellett a bankbetétekhez kapcsolódó feltételek (betétbiztosítási értékhatár, betéti ársverseny) alakulása is magyaráz. A negatív folyamatok legnagyobb vesztesei az ingatlanalapok. A tavalyi év második felében jelentkező pénzpiaci zavarok a nyugdíjpénztárak teljesítményére is rányomták bélyegüket. Története során először negatív hozammal zárta az évet a szektor mindkét ága (a magán és az önkéntes ág is). A biztosítóknál hasonló tendencia figyelhető meg. A befektetéseken elért hozamok a kedvezőtlen tőkepiaci történések és részben a magas jutalékok miatt sokszor negatív tartományba kerülnek. Ez a jelenség különösen a unit-linked típusú biztosítási portfóliókat sújtja. A hitelekkel kombinált unit-linked termékek fertőzőési csatornát jelenthetnek a bankok felé.

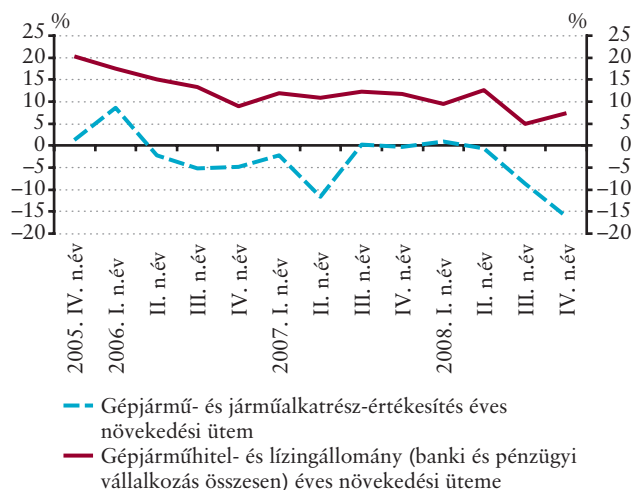
A pénzügyi vállalkozások hitelkihelyezései visszaesnek, portfólióminősége romlik

Folytatódik a pénzügyi vállalkozások tevékenységének lassú átstrukturálódása. A portfólió több mint felét kitevő háztartási kihelyezésekben a gépjármű-finanszírozás arányának némi csökkenése mellett a személyi hitel-állomány és lakáslízing-állomány dinamikus emelkedése tapasztalható. A picon 2005 végén bevezetett lakáslízing konstrukciót a speciális adózási kedvezmények (áfa-visszaigénylés lehetősége, finanszírozás átadására vonatkozó illetékmentesség) teszik vonzóvá, mely állomány növekedését erőteljesen korlátozza a lakásfinanszírozási hajlandóság, illetve a kereslet általános visszaesése.

A személygépjármű-hitelezést a növekedés visszaesése és fokozódó kockázatok jellemzik, melyek miatt a finanszírozók a hitelezési sztenderdek és feltételek szigorításával reagálnak. A gépjármű-finanszírozás alakulásában meghatározó gépjármű-értékesítések 2008 III. negyedétől erőteljes visszaesést mutatnak, miközben a háztartások gépjármű-finanszírozási hitelállományának növekedési üteme lassul (2-49. ábra). A háztartási gépjármű-finanszírozás növekedésének visszaesését részben kompenzálja a vállalatiflotta-

2-49. ábra

A gépjármű- és járműalkatrész-értékesítés, valamint a bankok és pénzügyi vállalkozások által nyújtott háztartási gépjármű-finanszírozás állományának éves növekedési üteme



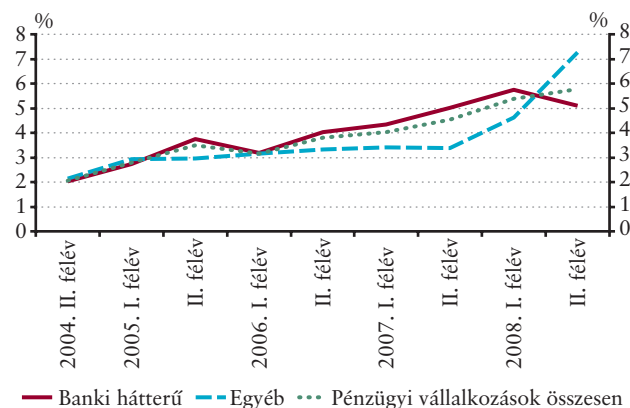
Forrás: MNB.

finanszírozás növekedése, ugyanakkor – köszönhetően a szállítási és fuvarozási iparágban tapasztalt problémáknak – a haszongépjárművek finanszírozásának növekedési üteme már visszaesést mutat. A személyigépjármű-finanszírozásban látható kockázatokra, az ügyfelek hitelképességének romlására és a gazdasági kilátások rosszabbodására a gépjármű-finanszírozók a hitelezési kondíciók szigorításával reagálnak. A pénzügyi vállalkozások kockázattudatosabb viselkedését erősíti ebben a szegmensben, hogy a PSZÁF 2008 decemberében megjelent ajánlásában (korábbi 2007-es vezetői körlevelével összhangban) rendkívül kockázatosnak minősítette a 20 százalékos szintnél alacsonyabb önrésszel rendelkező, illetve 8 éves futamidőnél hosszabb hitelügyleteket. 2009 januárjától a felügyeleti ajánlás szerint kockázatosnak minősített hitelek összegének 50-100 százalékáig többlettőkét kell biztosítaniuk, ami megdrágítja az ilyen konstrukciókat.

A portfólióminőség romlik. Leginkább a háztartási kihelyezéseket jellemezte a késedelmes fizetések növekedése. A 90 napon túl lejárt hitelek aránya, és ezzel párhuzamosan az elszámolt értékvesztés is emelkedik; mindez nemcsak a hitelportfólióban, de a lízingportfólióban is megmutatkozik (2-50. ábra). Mindazonáltal a portfólióromlás nem érhető tetten a pénzügyi vállalkozások eredményében. A szektorszintű adó-

2-50. ábra

A 90 napon túl lejárt követelések alakulása a pénzügyi vállalkozások hitelportfóliójában



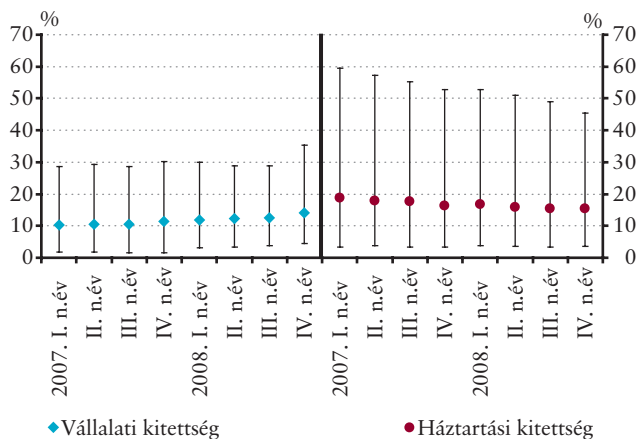
Forrás: MNB.

zás előtti eredmény bár csökkent 2007-hez képest, de még mindig magas, közel 50 milliárd forint volt 2008 végén. A portfólióromlás ellenére viszonylag kedvező eredményadatok arra engednek következtetni, hogy egyrészt a konstrukciók árazása megfelelő, és biztosítja a növekvő nemteljesítési veszteségek fedezetét, másrészt a vállalkozások jelentős része elérte a jövedelmező működéshez szükséges mérethatékony-sági szintet. Ugyanakkor fontos felhívni arra a figyelmet, hogy a tényleges veszteségek egy része vélhetően nem tükröződik az eredményadatokban a rossz követelések értékesítésében, és a reális mértékű értékvesztés megképzésében való ellenérdekeltség következtében.

A pénzügyi vállalkozások likviditása a forrásokat biztosító bankrendszerrel függ, a tulajdonosi és finanszírozási kapcsolaton keresztül néhány bankcsoportnál a pénzügyi vállalkozások kockázata a csoport hitelkockázatát növelheti. A pénzügyi vállalkozások tevékenységét döntő részben a magyar bankrendszer finanszírozza – a szektor forrásainak több mint 75 százaléka származik a hazai hitelintézetektől –, emellett különösen a nemzetközi finanszírozó társaságokhoz tartozó vállalkozások esetében, a külföldi források súlya is számottevő. A hazai bankok, illetve a nemzetközi pénzpiac likviditásának 2008. évi erőteljes romlása tehát alapvetően meghatározza a pénzügyi vállalkozások növekedési lehetőségeit. A forrásköltség növekedését a bankok továbbhárítják a finanszírozott pénzügyi vállalkozásokra, ami egyrészt a marzsok csökkenését vagy a lehetőségek határáig az ügyfélkamatok emelkedését eredményezheti. A pénzügyi vállalkozások kapcsolata a magyar bankrendszerrel igen szoros, az ügyfélkövetelések több mint 70 százalékát hazai bankcsoportok érdekeltségi körébe tartozó pénzügyi vállalkozások nyújtják. A bankrendszerhez szorosan kapcsolódó pénzügyi vállalkozások hitelkockázati kitettsége a bank-szektor kockázatát növeli. A pénzügyi vállalkozások ügyfél-

2-51. ábra

A banki háttérű pénzügyi vállalkozások ügyfélkitettségeinek a bankrendszer ügyfélkitettségeihez viszonyított aránya és annak alakulása (átlag, minimum, maximum) a háztartási és vállalati portfólióban



Megjegyzés: Az átlagos érték mellett feltüntetésre kerültek az egyedi bankokra kiszámított értékek adott időszakra vonatkozó minimuma és maximuma.

Forrás: MNB.

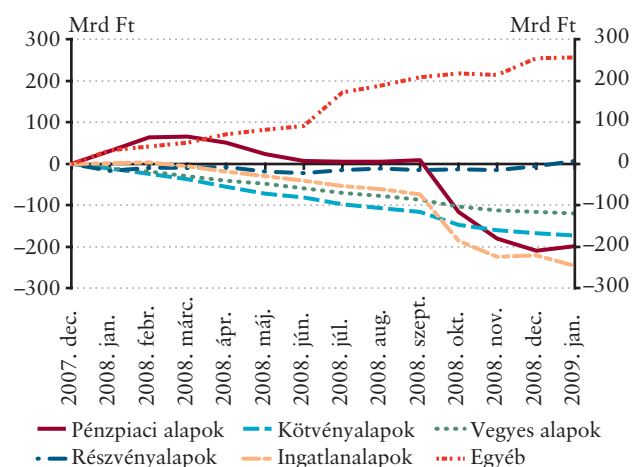
követeléseit a teljes bankrendszer ügyfélköveteléseinek 20 százalékát tették ki 2008 végén, kizárólag a banki háttérű pénzügyi vállalkozások portfólióját tekintve ez az arány 15 százalék (2-51. ábra). Bár ez az arány összességében nem tekinthető magasnak, de az egyes bankcsoportokon belüli súlya a leányvállalati pénzügyi vállalkozásoknak változó, néhány bankcsoporton belül meghaladja a banki portfólió 30-40 százalékát. A bankcsoportok szintjén jelentkező kockázatok növeli az, hogy vélhetően a háztartások a pénzügyi vállalkozások felé fennálló kötelezettségeket hátrébb sorolják a jelzálogfedezetű hitelekhez képest. A bankcsoporti aktivitás visszafogása során így a saját tulajdonú lízingcégek tevékenységének csökkentése egyértelmű cél.

A befektetési alapokból kiáramló tőke nagy része a bankrendszerbe áramlik vissza

A befektetési alapoknál kiáramlás volt megfigyelhető az elmúlt év utolsó negyedében. A nemzetközi turbulencia pénzügyi eszközárcsökkenést okozott hazánkban is. Ennek egyenes következménye volt, hogy a korábban megbízhatóan magas hozamokat nyújtó befektetési alapok teljesítménye is visszaesett, a hozamok esetenként negatívba fordultak, illetve a befektetési jegyek árfolyamának alakulása kiszámíthatatlanná vált. Ezzel egyidejűleg a bankbetétek kondícióiban is jelentős változás történt. Egyfelől megemelkedett a betétbiztosítás összegének felső határa és eltörlése került az önrész, sőt a kormány még ezen határon felül is garanciát vállalt a betétek teljes összegére. Másfelől részben az októberi ka-

2-52. ábra

Kumulált forgalmi adatok a befektetési alapoknál alaptípusonként



Megjegyzés: Az egyéb kategóriába a garantált alapok, a származtatott alapok, a zártkörű alapok és a nem besorolt alapok tartoznak.

Forrás: BAMOSZ.

matemelés miatt, részben pedig a stabilnak számító lakossági forrásokért folytatott erősödő verseny miatt jelentősen megemelkedtek a betéti kamatok, amelyek szintje így felülmúlta az alapok hozamait. Ez a kétoldali hatás összességében arra ösztönözte a befektetőket, hogy vagyont vonjanak ki a befektetési alapokból (2-52. ábra). Befektetési kategóriánként ugyan eltérőek voltak a folyamatok, de szinte minden típusnál csökkenő eszközértéket láttunk. Két nagy nyertese volt ennek az időszaknak, a garantált alapok, illetve a különböző zártkörű alapok (bár ezeknél fontos megjegyezni, hogy nettó eszközértékük növekedése részben új alapok alakulásának volt köszönhető). A pénzpiaci alapok és az ingatlanalapok nettó eszközértéke csökkent a legnagyobb mértékben.

Speciális befektetési politikájuknak köszönhetően a legnehezebb helyzetbe az ingatlanalapok kerültek az elmúlt év utolsó negyedében. A többi alaptípusnál az eszközök nagy része likvid instrumentum (részvények, kötvények, bankbetétek stb.), amik szükség esetén – bár veszteséggel – teljes egészében értékesíthetők. Az ingatlanalapok portfóliójának azonban jelentős része ingatlan, amiket még normál piaci körülmények között is csak veszteséggel lehet gyorsan eladni. 2008 őszén azonban szinte teljesen eltűnt a kereslet a hazai ingatlanpiacról, így a gyors tőkekiáramlás fokozatosan emésztette fel az ingatlanalapok likvideszköz-állományát. 2008. november 10-én a PSZÁF döntése értelmében tíz napra felfüggesztették az ilyen típusú alapok forgalmazását. Ezalatt megszületett a törvényi lehetőség az ingatlanala-

pok zártvégűvé alakulására, illetve az alapok ez alatt módosíthatták szabályzatukat. Így az alapok nagy része a kifizetések időtávját a korábbi néhány napról T+90-re módosította. Ezenfelül november vége óta több alap is a zártvégűvé alakult. A piaci viszonyoknak megfelelően az alapok ingatlanportfólióját leértékelték, hiszen nyilvánvalóvá vált, hogy a korábbi értékelési szinten nem eladhatók. Az alapok számára azonban továbbra is kockázatot jelent, hogy az ingatlanpiacon vevőként és bérlőként is csekély az érdeklődés, ami alapvetően meghatározza ezen alapok helyzetét, teljesítményét.

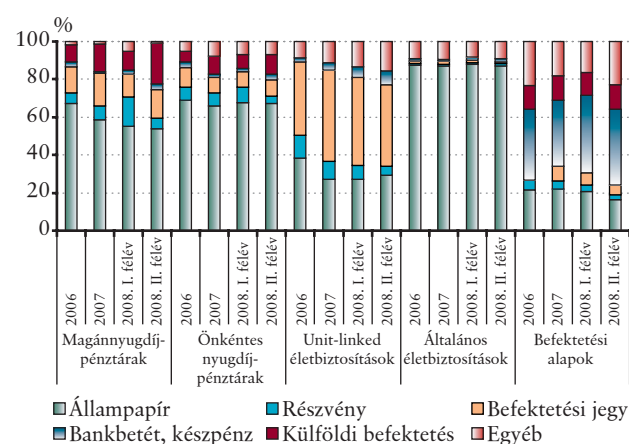
A befektetési alapokban elhelyezett megtakarítások bankrendszer felé történő visszacsatornázásának aránya csökken. A befektetési alapok bankbetétben elhelyezett vagyona stabil 40 százalék körüli, és bár a háztartási betéteknél drágább, de a külföldinél olcsóbb forrást jelent a bankrendszer számára. A szektor zsugorodásával együtt azonban az ilyen formájú visszacsatornázás csökken. Ez a bankrendszer viszont nem érintette hátrányosan, hiszen összességében a bankrendszer háztartásoktól származó közvetlen forrásai (főként bankbetétei) jobban növekedtek, mint ahogy a közvetett források (befektetési jegyben elhelyezett vagyon) csökkentek.

Fokozódó portfólióveszteségek a nyugdíjpénztárak és biztosítók esetén

A 2008-as év folyamán a nyugdíjpénztárak (mind a magán, mind az önkéntes ág) befektetési tevékenységükben elért eredménye negatív. A tavalyi évben folytatódott a magánnyugdíjpénztáraknál az átállás a választható portfóliós rendszerre⁵⁸. Ennek megfelelően további átrendeződés

2-53. ábra

Az intézményi befektetők portfóliójának összetétele



Forrás: MNB.

⁵⁸ A választható portfóliós rendszert 2009. január 1-jéig kellett bevezetni, a szabályaiban megadott portfólió-összetétel elérésének végső határideje pedig az eredeti 2009. június 30-ról 2011. június 30-ra módosult.

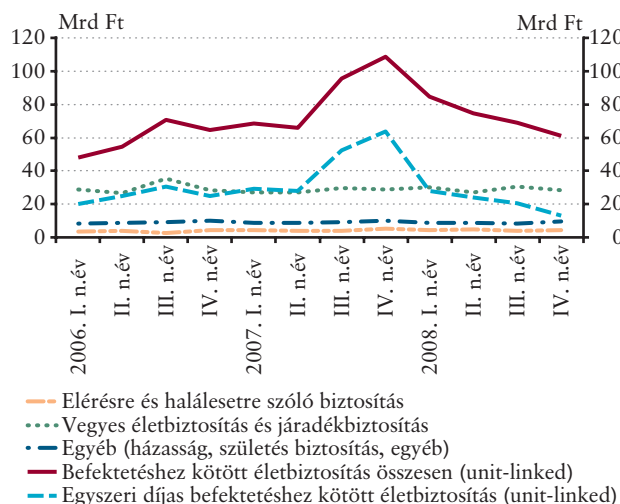
volt megfigyelhető a biztonságosabb eszközök felől a kockázatosabbak felé (az állampapírok aránya csökkent, és nőtt a részvények aránya) (2-53. ábra). Ez a tendencia kissé megváltozott az utolsó negyedévben, hiszen a piaci turbulencia miatt a kockázatkerülés felerősödött, így a hazai részvények portfólión belüli részaránya drasztikusan csökkent, és tovább nőtt a külföldi befektetések súlya. A magánnyugdíjpénztárak hozama így is negatív, -20,4 százalék lett, míg az önkéntes ágnál ugyanez az érték -10,7 százalék.

A biztosítók befektetéseinek elért hozamok negatívak, különösen a unit-linked alapú biztosításoknál, ahol az éves díjbevétel növekedése is csökken. Az életbiztosítások mögött álló portfólió összetételében nem figyelhetők meg érdemi változások (2-53. ábra), ugyanakkor a unit-linked biztosításokhoz kötődő tartalékok szintje egy év alatt mintegy 10 százalékkal csökkent, köszönhetően a hozamok erőteljes visszaesésének. 2008-ban a biztosítók befektetéseiken negatív hozamokat értek el, az egyes negyedévek hozama és a befektetések éves átlagának alapjára vetített hozam a biztosítási szektor szintjén -14 százalék volt. A hozamok esése különösen a unit-linked típusú biztosítási portfóliót sújtja, ahol egyes eszközalapok esetén akár 50 százalékos negatív hozamok is kialakultak. A 2008 végén közel 600 milliárd forint tartalékmennyiséget elérő unit-linked biztosítások kockázatát növeli az, hogy a portfólió egy része nagyon kockázatos, nemzetközi vagy éppen fejlődő piacokhoz kötött eszközalapokban van, másrészt a bankok felé fertőzőési csatornát jelenthet a hitelekkel kombinált ügyletek esetén az, amennyiben negatív hozamot elért befektetésből kell az ügyfélnek törlesztenie. Ez a múltban kötött ügyletek hiteltörlesztési szakaszbaérésénél akár nagyobb mértékű problémát is okozhat. Miközben az életbiztosítások szerződéses állománya darabszámban kifejezve 2008-ban közel változatlan maradt, az

éves díjbevétel mintegy 10 százalékkal visszaesett. A díjbevétel visszaesésében meghatározó szerepe volt a befektetéshez kötött, unit-linked típusú életbiztosításoknál tapasztalt csökkenésnek. Ez ugyanis 2008-ban az életbiztosítási üzletág díjbevételének 60 százalékát adta. Ebben a termékcsoporthoz az állomány, bár csökkenő dinamikával, de tovább nőtt. Ugyanakkor a termékkörhöz kapcsolódó díjbevételek a biztosítóknál erőteljesen visszaestek (2-54. ábra). Ez részben azal magyarázható, hogy a háztartási befektetők más befektetések, vélhetően elsősorban banki betétek felé mozdultak el. Emellett a háztartási, elsősorban lakáscélú hitelezés visszaesése a unit-linked biztosítással történő kombináció népszerűségét is csökkenthette.

2-54. ábra

Egyes életbiztosítási termékcsoporthoz tartozó negyedéves díjbevételének alakulása



Forrás: MNB.

2.3. A hazai fizetési és elszámolási rendszerek kockázatai

A VIBER résztvevői a hazai és nemzetközi pénz- és tőkepiaci turbulenciára reagálva, részben óvatossági céllal, növelik a forgalom lebonyolításához rendelkezésre álló hitelkeretüket. A likviditási helyzetben bekövetkezett változáson túl a bankok kockázattudatosabb tétlmenedzsmenttel, kisebb átlagos tételnagyságokkal, a küldések időzítésének megváltoztatásával reagálnak az új piaci helyzetre. Köszönhetően a likviditásellátottság javulásának, a BKR likviditási kockázata továbbra is alacsony marad. A hazai értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszer a beépített kockázatkezelési eszközök segítségével szintén ellenállónak bizonyul a kedvezőtlen pénz- és tőkepiaci eseményekkel szemben.

2.3.1. VIBER

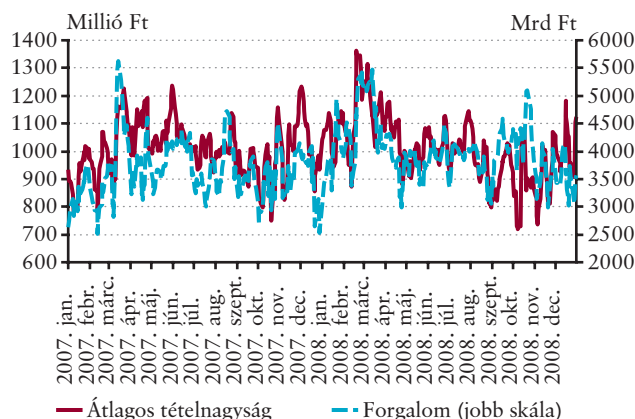
2008-ban a turbulens pénz- és tőkepiaci helyzetben a VIBER zökkenőmentesen működött, ami a jegybanki intézkedéseknek és a résztvevők oldalán tapasztalt, viszonylag gyors alkalmazkodási mechanizmusoknak köszönhető. Az elmúlt év eseményei a VIBER-t jellemző likviditási-késési, valamint forgalmi jellemzőket is átrajzolták. A lebonyolított forgalom alapján 2008-ban voltak olyan időszakok, amikor az előző évhez képest a VIBER mind tételszám, mind érték szerint igen magas forgalommal birkózott meg. 2008 októberében kiemelkedő volt ebből a szempontból, a későbbi hónapokban ez némileg visszakorrigálódott (2-55. ábra). A sorok forgalomhoz viszonyított százalékos mértéke, valamint a likviditás forgási sebessége⁵⁹ csökkent mind a rendszer egészére, mind az első öt, illetve tíz legnagyobb forgalmat lebonyolító⁶⁰ résztvevőre vonatkozóan (Melléklet 57. ábra). A nagyobb forgalmat a rendszer zökkenőmentesen bonyolította le, ezt a rendszertagok új helyzethez való viszonylag gyors alkalmazkodása, illetve jegybanki intézkedések is segítették.

A (részben) óvatossági céllal megnövelt hitelkeretek, illetve az elfogadható fedezeteket bővítő jegybanki intézkedések hatására javult a VIBER likviditásellátottsága.

2-55. ábra

A VIBER-forgalom értékének és átlagos tételnagyságának alakulása

(2007–2008)



Megjegyzés: Az ábra a VIBER „tartozik” forgalma alapján készült, a nap eleji, egyenlegrendező tételekkel kiigazított adatsorokból, 5 napos mozgó-átlag felhasználásával.

Forrás: MNB.

2008 októberében a VIBER-ben – a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban – a résztvevők növelték a fizetési rendszerben rendelkezésre álló likviditást, amely elsősorban a hitelkeretek emelkedésében jelentkezett⁶¹ (2-56. ábra). A hitelkeret-kihasználtsági adatok⁶² arra utalnak, hogy a hitelkeret megemlése inkább óvatossági céllal történt. A megnövekedett (hitel- és likviditási) kockázatterékenységek miatt a rendszertagok vélhetően nem bíztak abban, hogy a VIBER-ben a bejövő tételek finanszírozó szerepe olyan mértékben és napközbeni ütemezésben tud majd érvényesülni, ahogy az korábban jellemző volt. A fentiekkel ellentétes hatást kifejtő kötelezőtartalékráta-csökkentés decemberben éreztette először a hatását, azonban a rendszerben 2008 végén a rendelkezésre álló likviditás a szeptemberi, illetve az azt megelőző időszakhoz képest még mindig egy magasabb szinten állt.⁶³

⁵⁹ A VIBER-ben a likviditás forgási sebessége a VIBER-ben lebonyolított forgalom aránya a rendszertagok számára rendelkezésre álló likviditáshoz (nyitó számlaegyenleg és az általuk zárolt fedezetek – egy részének – fejében rendelkezésre álló napközbeni hitelkeret).

⁶⁰ A VIBER-ben első öt és tíz legnagyobb forgalmat lebonyolító résztvevők listája évek óta stabil, a tartozik forgalomból való részesedésük folyamatosan kb. 60 (CR5), illetve 80-85 százalékos (CR10).

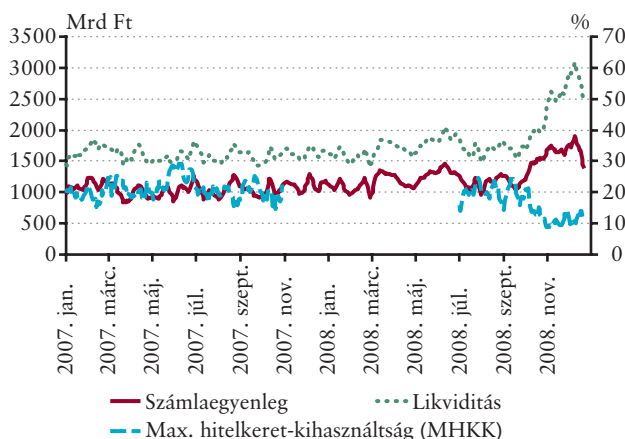
⁶¹ A fedezetként zárolt értékpapír-portfólió nyújt fedezetet a monetáris célú fedezett hitelek esetében is, amelyek kéthetes és hat hónapos futamidővel 2008 októberében indultak el.

⁶² A hitelkeret-kihasználtság megmutatja, hogy mekkora volt az a százalékos maximumérték, amennyire a rendszertag a hitelkeretét kihasználta.

⁶³ Ezt részben támogatja az MNB is, hisz a jegybanki műveletek teljesítése során (mind induláskor, mind lejáratkor) olyan műveleti sorrendet igyekszik követni, amely hitelkockázat felvállalása nélkül a hitelintézetek (jegybanki partnerek) számára likviditási szempontból kedvező (így pl. az O/N betételhelyezéseket még a VIBER indulása előtt, az MNB számlavezető rendszerében lekönyveli, hogy azzal a likviditással a rendszertagok már a VIBER nyitáskor rendelkezzenek).

2-56. ábra

A VIBER-tagok számlaegyenlegeinek és likviditásának, valamint a rendszer maximális hitelkeret-kihasználtságának az alakulása



Megjegyzés: A számítások során a nap eleji egyenlegrendező tételeket, illetve az MNB-t kiszűrtük. A MHKK-adatok csak 2007. január és november között, valamint 2008 júliusától állnak rendelkezésre. Az adatokat minden esetben 5 napos mozgóátlaggal számítottuk.

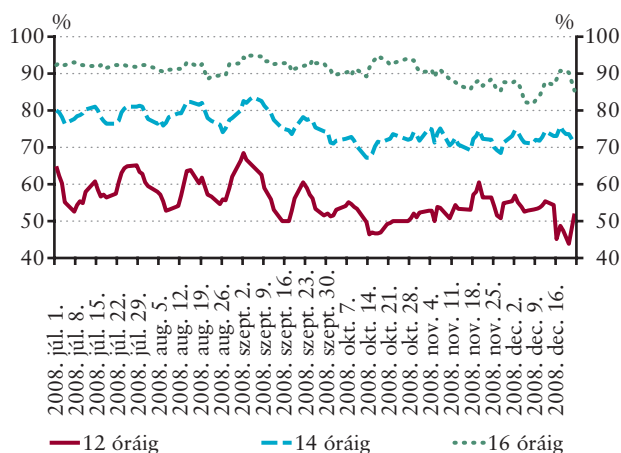
Forrás: MNB.

A kockázattudatosabb tételmenedzsment hatására csökkent az átlagos tétel nagyság. A rendszer likviditásellátottságának javulásával párhuzamosan a VIBER-résztvevők egy kockázattudatosabb tételmenedzsment és időzíteni magatartás irányába mozdultak el. A kockázattudatosság a piaci helyzet kapcsán megnövekedett hitel- és likviditási kockázat-érzékenységet tükrözött. A csökkenő átlagos tétel nagyság (2-55. ábra) arra utalt, hogy a hazai hitelintézetek korábbi gyakorlata, miszerint „csomagolva”, nagy összegben – sokszor az ügyfelek részére jóváhagyott fedezetlen napközbeni hitelkeretek terhére – adták fel a tételeket a rendszerbe, megváltozott. A hitelintézetekkel folytatott jegybanki interjúkon az adatok alapján kirajzolódó kép megerősítést nyert, ahogy az is, hogy a hazai hitelintézetek külföldi levelezettjeikkel szemben szigorúbb hitelkontrollt vezettek be a számukra biztosított napközbeni hitelkeret terén is.

Tudatosabb menesztési kontroll következtében némileg későbbre tolódott a tételek beküldése, amely azonban a VIBER működésében fennakadást nem okozott. A fenti tapasztalatokkal párhuzamosan a rendszertagok egy szigorúbb menesztési kontrollt is megvalósítottak, ennek megfelelően a tranzakciók benyújtása némileg későbbre tolódott, bár az év vége felé ez valamelyest visszakorrigálódott (2-57. ábra). A későbbre tolódó küldés a rendszerről rendelkezésre álló információk alapján a VIBER működésében fennakadást nem okozott. A VIBER-ben a nap végén likviditáshiány miatt visszautasított tétel nem volt, üzemidő-hosszabbí-

2-57. ábra

A VIBER-forgalom napon belüli megoszlásának alakulása a teljes forgalom arányában



Megjegyzés: Az ábra mutatja a 12.00-ig, 14.00-ig és a 16.00-ig teljesült napi forgalmat a napi összeforgalom százalékában. Az ábra a tartozik forgalom alapján készült, amelyből a nap eleji egyenlegrendező tételeket, illetve az MNB tranzakcióit kiszűrtük. A napon belüli megoszlás számítása során a tételek rendszerbe való beérkezésének időpontjai kerültek felhasználásra.

Forrás: MNB.

tásra az előző évekhez képest kevesebbszer került sor, akkor is technikai és nem likviditási okok miatt.

Javult a rendelkezésre állási ráta és folytatódik a működési kockázat csökkentése érdekében megfogalmazott intézkedési terv végrehajtása. A VIBER éves átlagos rendelkezésre állási mutatója 2008-ban 99,8 százalékot mutatott, ami az előző évekhez képest (2006: 99,8 százalék, 2007: 99,4 százalék) javulást jelent. Négy hónapban süllyedt a nemzetközi gyakorlatban elvárásként rögzített 99,7 százalék alá a havi rendelkezésre állási ráta (Melléklet 58. ábra). Egy órát meghaladó üzemidő-kiesés egy volt, de az a két órát nem érte el. 2008-ban megkezdődött a működési kockázat csökkentése érdekében megfogalmazott intézkedési terv megvalósítása, amelyben kijelölt feladatok végrehajtása 2009-ben tovább folytatódik.

A VIBER a 2008. októberi „tételszámcsúcsokat” kapacitásproblémák nélkül lebonyolította. A hazai pénzügyi piaci tranzakciók pénzügyi teljesítését biztosító VIBER a működtetők becslése alapján bír akkora többletkapacitással, hogy még egy esetlegesen nagyobb forgalmat is lebonyolítson. 2008-ban sor került a VIBER átfogó felvigyázói értékelésére, amely alapján a rendszerrel szemben, a működési kockázatok kezelésével, illetve a hatékonysággal (költségszámítás és árazás) kapcsolatban támasztott felvigyázói elvárások alapján további feladatok fogalmazódtak meg. Ennek megfelelően a VIBER összességében alapvetően megfelel a nemzetközi sztenderdek alapján kialakított felvigyázói elvárásoknak.

2.3.2. BANKKÖZI KLÍRING RENDSZER (BKR)

A BKR-ben a likviditási kockázat továbbra is alacsony, a rendszer működését javítja a VIBER-nél már elemzett hitelkeret-növekedés okozta likviditásbőség. A fedezetlenség következtében sorban maradt tételek nagysága elenyésző, illetve a forgalom lebonyolításához szükséges likviditás átlagosan jelentősen kisebb, mint a rendelkezésre álló likviditás (Melléklet 56. ábra). A BKR-ben tapasztalható túlfedezettség egyrészt annak köszönhető, hogy a hitelintézetek a kötelező tartalékolás miatt kötelesek előírt havi átlagos egyenleget tartani, és a nap végi számlaegyenleg a BKR-ben rendelkezésre álló likviditás részét képezi. Másrészt lehetőségük van hitelkeretet képezni, amelyet általában a VIBER-ben használnak, de az alacsony lehetőségköltségek, valamint a hitelkeret fedezetének zárolásával és zárfeloldásával járó tranzakciós költségek miatt napon túl is fenn tartanak. A VIBER-nél leírtakkal összhangban a BKR-ben a 2008 decemberétől hatályba lépő kötelezőtartalékráta-csökkentés hatását a megemelt hitelkeretek ellensúlyozták. A jelenlegi működési rend⁶⁴ alapján a két elszámolásforgalmi rendszer (BKR és VIBER) a likviditásért nem versenyez, ami értelemszerűen továbbra is likviditásbőséghez vezet a BKR-ben.

A BKR rendszer igen magas műszaki megbízhatósággal rendelkezik. A duplikált hardverelemek és kommunikációs csatornák miatt az esetlegesen bekövetkező műszaki meghibásodások, vonalkiesések a rendszer rendelkezésre állását nem befolyásolják. 2009-ben a BKR elszámolóműve informatikailag megújul, a specifikáció során a fenti redundanciára vonatkozó követelményeket a BKR-t üzemeltető GIRO Zrt. figyelembe vette.

2.3.3. KELER ZRT. ÁLTAL MŰKÖDTETETT ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI ÉS -KIEGYENLÍTÉSI RENDSZER

2009. január 1-jén megvalósult a hitelkockázatot hordozó központi szerződő fél funkció központi értéktár tevékenységről történő leválasztása. A KELER Zrt. az általa működtetett infrastruktúra integráltságából fakadóan 2009. január 1-jét megelőzően, mint központi szerződő fél hitelkockázattal is szembesült. A központi értéktári és a központi szerződő fél funkciók egy szervezetben való koncentráltága kockázatokkal járt, hisz ha a központi szerződő fél a saját tőkéjét elérő vagy azt meghaladó kockázatot vállalt volna, akkor a partnerekkel kapcsolatos hitelkockázati esemény szélsőséges esetben felemészthette volna az értéktári tevé-

kenység biztonságos működéséhez szükséges sajáttőke-elemeket is. A központi szerződő fél funkcióból fakadó hitelkockázatok központi értéktári tevékenységről történő leválasztását tűzte ki célul az a nemzetközi és hazai ajánlások nyomán elindult projekt, amely 2009. január 1-jén befejeződött, és számos érintett együttműködését igényelte.

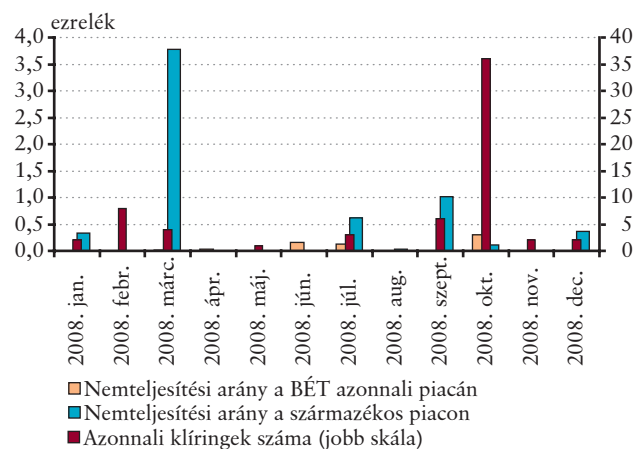
2008-ban a még integráltan működő értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszer a piaci turbulenciák közepette is ellenállónak bizonyult. A forgalmi adatok alapján a KELER Zrt. átmenetileg megugró, majd jelentősen visszaeső forgalommal szembesült mind a BÉT azonnali és származékos piacán, mind az OTC piacon. Nemzetközi összehasonlításban a nem teljesítések forgalomhoz viszonyított aránya kicsi (2-58. ábra), ez nyilván annak is köszönhető, hogy egyes külföldi rendszerekben az időközben fizetéképtelenné váló tagok nem teljesítéseivel is számolni kellett. A KELER Zrt. által működtetett értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszerben értéknapon túlnyúló nem teljesítés csak egyetlen esetben fordult elő, azonban a nem teljesítésbe eső fél az értéknapot követő napon kiegyenlítette a kötelezettségét. 2008 októberében számos esetben kellett azonnali klíringet elrendelnie a KELER Zrt.-nek (elsősorban a részvények esetében), mert az alaptermékek áringadozása jelentős volt (2-58. ábra).

A hazai értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszer rendelkezésre állása stabilitási szempontból elfogadható. Az ügyfelek számára közvetlenül érzékelhető szol-

2-58. ábra

A nemteljesítések forgalomhoz viszonyított aránya a BÉT azonnali és származékos piacán, valamint az azonnali klíringek száma

(2008)



Forrás: KELER Zrt.

⁶⁴ A BKR a VIBER, majd az MNB számlavezető rendszerének zárása után „megkapja” a hitelintézetek rendelkezésre álló teljes likviditását (így képes fedezet-ellenőrzéssel, bruttó módon működni). A BKR elszámolásból adódó könyvelések a VIBER nyitásaig megtörténnek az MNB számlavezető rendszerében.

gáztatás-kiesést jelző rendelkezésre állási mutató az előző évi szintekhez képest (2006: 99,1 százalék, 2007: 99,4 százalék) javult, 2008-ban 99,5 százalékot tett ki (Melléklet 58. ábra). Ez stabilitási szempontból még elfogadható szintű rendelkezésre állást jelent. 2008-ban folytatódott a KELER Zrt., illet-

ve egyúttal már a KELER KSZF Kft. működési megbízhatóságát erősítő intézkedések végrehajtása, így például a fent említett azonnali klíringet támogató informatikai infrastruktúra működési megbízhatósága is nőtt.

Melléklet: Makroprudenciális indikátorok

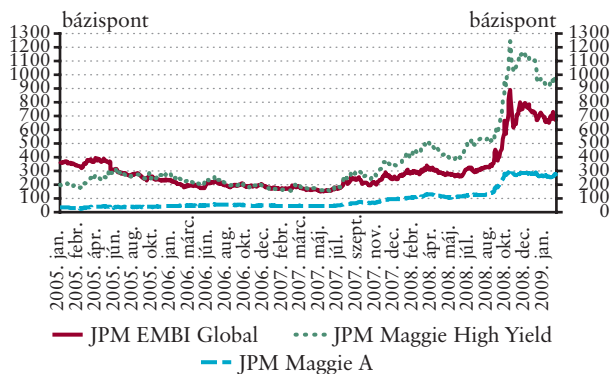




1. Kockázati étvágy

1. ábra

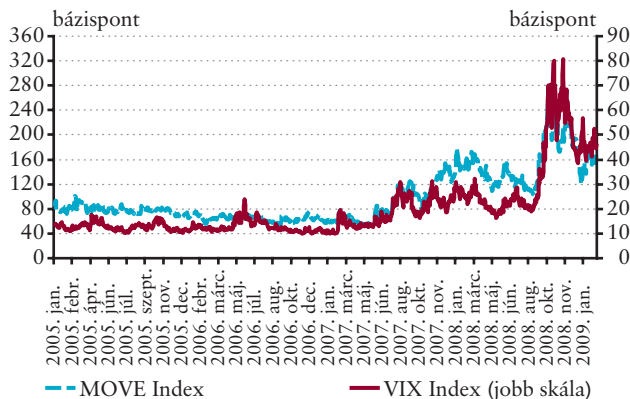
Kockázati indexek alakulása



Forrás: Datastream (<http://www.thomson.com/financial>), JP Morgan.

2. ábra

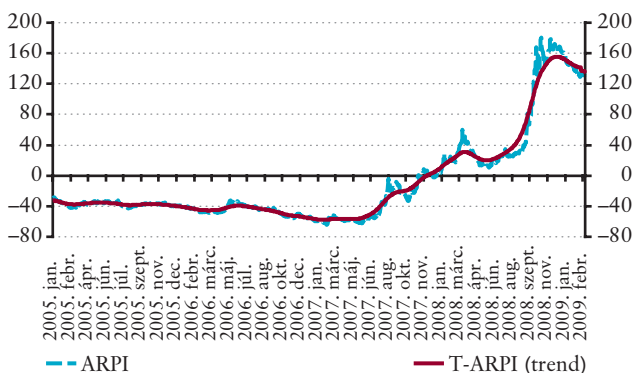
A főbb piacok implikált volatilitása



Forrás: Datastream, Bloomberg.

3. ábra

Dresdner Kleinwort indikátor



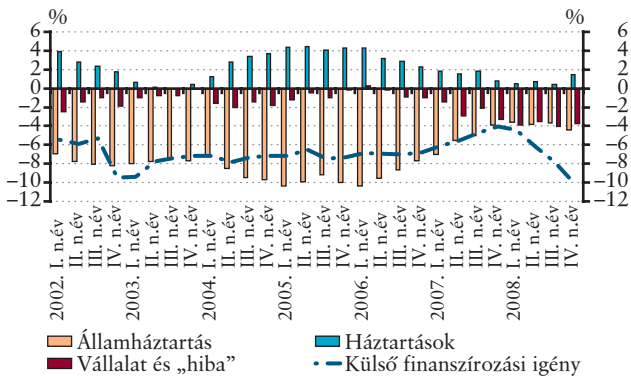
Forrás: DrKW.

2. Külső egyensúly és sebezhetőség

4. ábra

Az egyes szektorok GDP-arányos finanszírozási igénye és a külső egyensúly alakulása

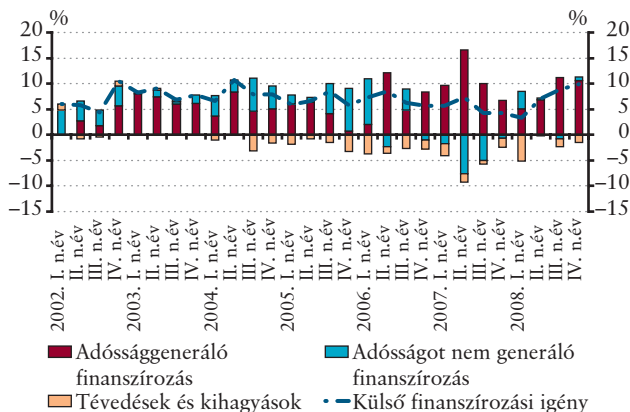
(széleskörűen igazítva)



Forrás: MNB.

5. ábra

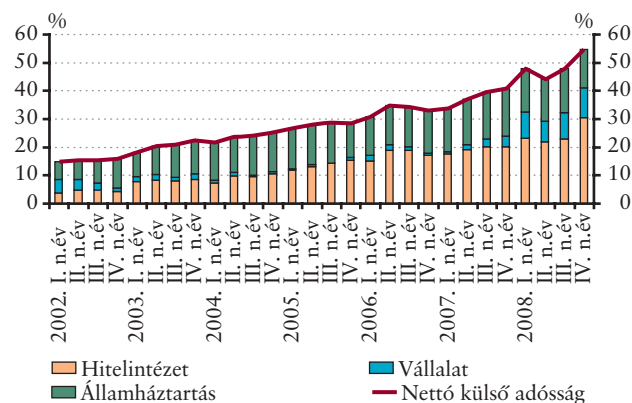
A GDP-arányos külső finanszírozási igény és a finanszírozás szerkezete



Forrás: MNB.

6. ábra

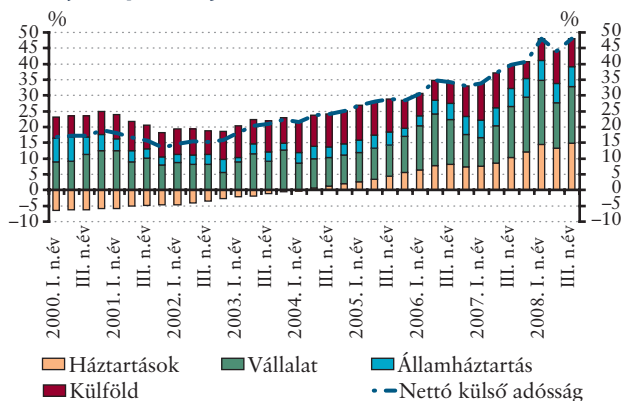
GDP-arányos nettó külső adósság



Forrás: MNB.

7. ábra

Az egyes szektorok GDP-arányos nyitott árfolyam-pozíciója



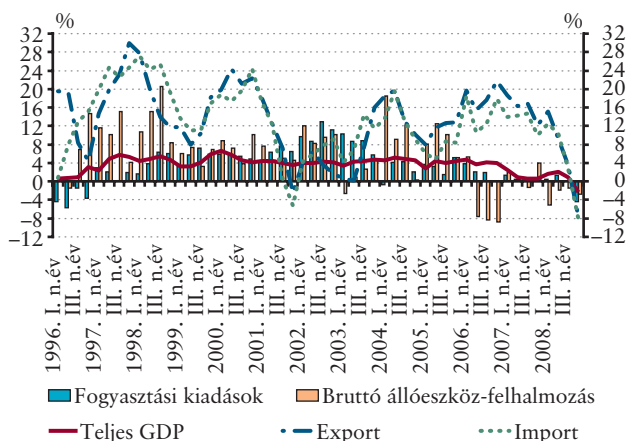
Forrás: MNB.

3. Makrogazdaság teljesítménye

8. ábra

A GDP és komponenseinek növekedése

(az előző év azonos időszakához képest)

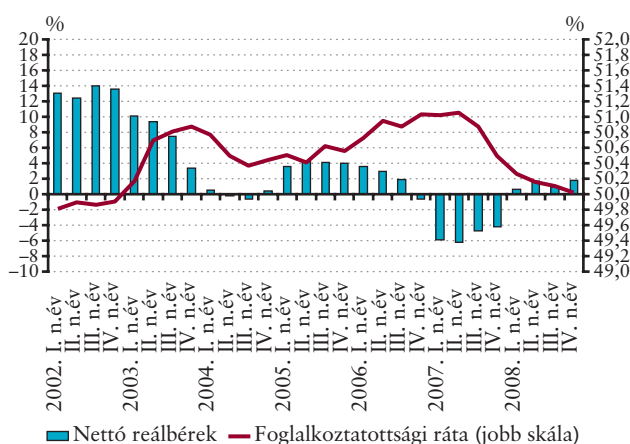


Forrás: KSH.

9. ábra

A foglalkoztatottsági ráta és a nettó reálkeresetek alakulása

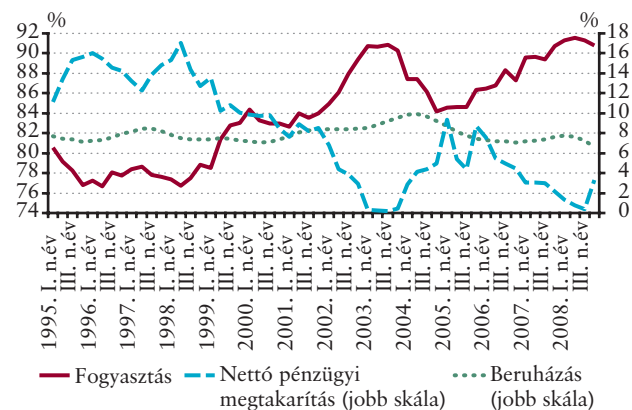
(az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH.

10. ábra

A lakossági felhasználás a rendelkezésre álló jövedelem arányában

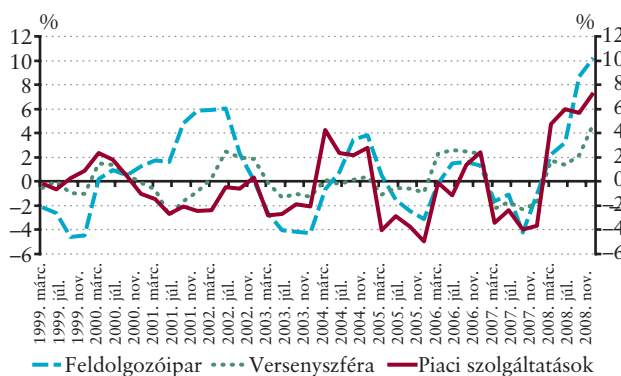


Forrás: KSH, MNB.

11. ábra

A versenyszektor vállalati reál ULC-változása

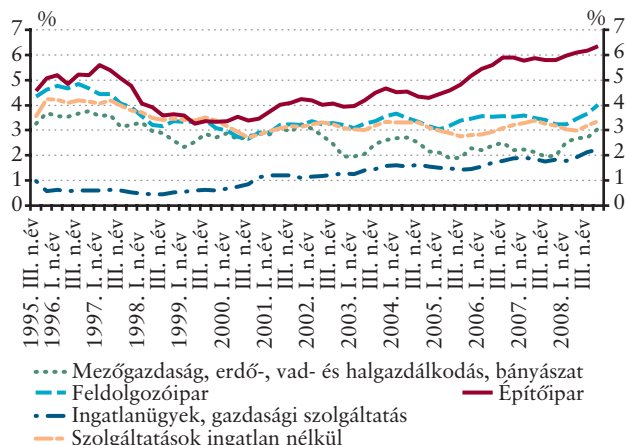
(az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH, MNB.

12. ábra

Ágazati csődráták

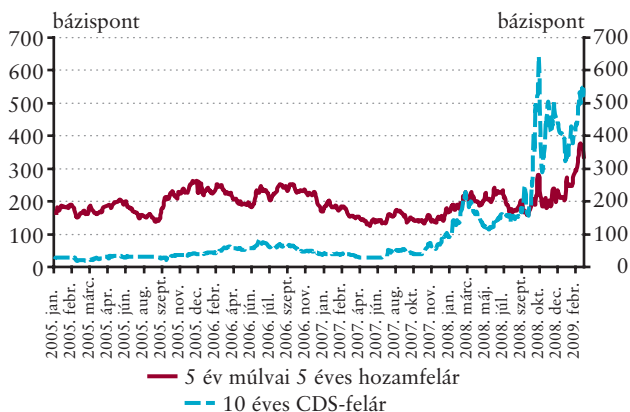


Forrás: Opten, MNB, KSH.

4. Monetáris és pénzügyi kondíciók

13. ábra

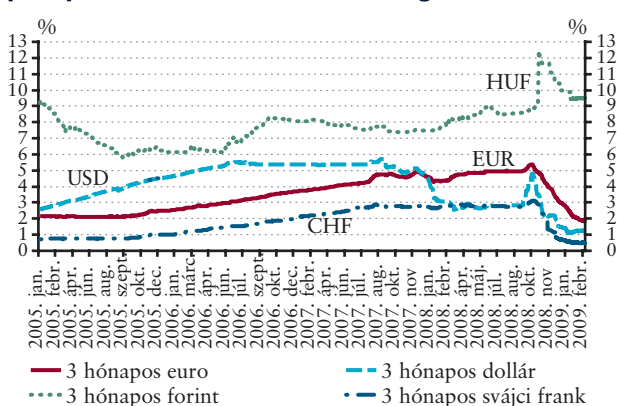
A magyar állam hosszú távú nemfizetési kockázata és forwardfelára



Forrás: Datastream, Reuters.

14. ábra

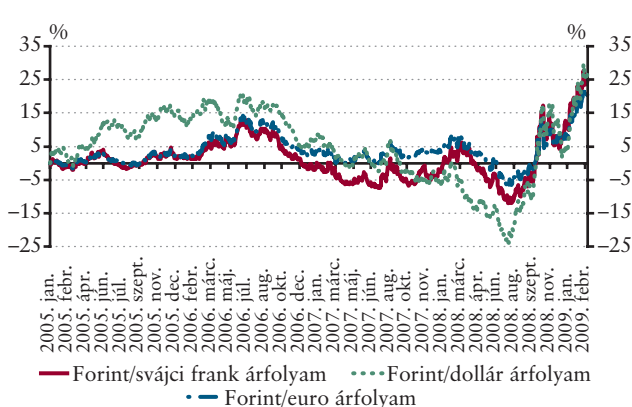
Három hónapos euro, dollár, svájci frank és forint pénzpiaci kamatlábak (LIBOR-fixing)



Forrás: Reuters.

15. ábra

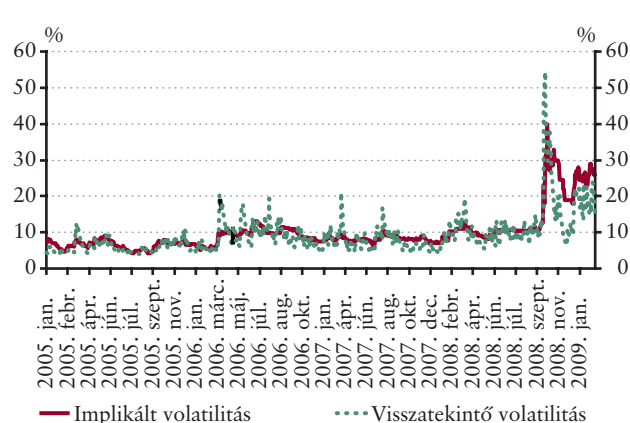
Forint/euro, forint/dollár és forint/svájci frank árfolyam változása 2005. január 3-hoz képest



Forrás: Reuters.

16. ábra

Forint/euro árfolyam volatilitása

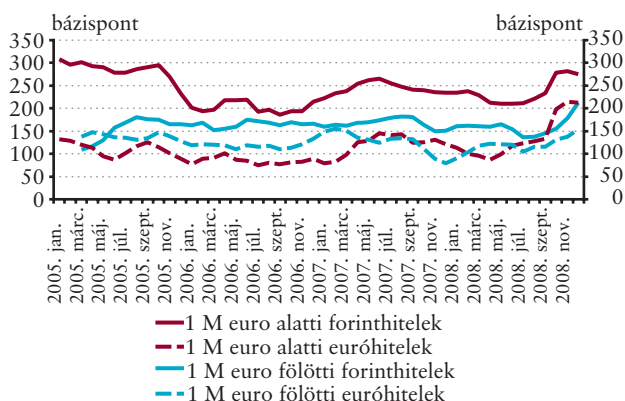


Forrás: MNB, Reuters.

17. ábra

Új vállalati hitelek kamatfelára

(BUBOR, illetve EURIBOR felett, 3 havi mozgóátlag)

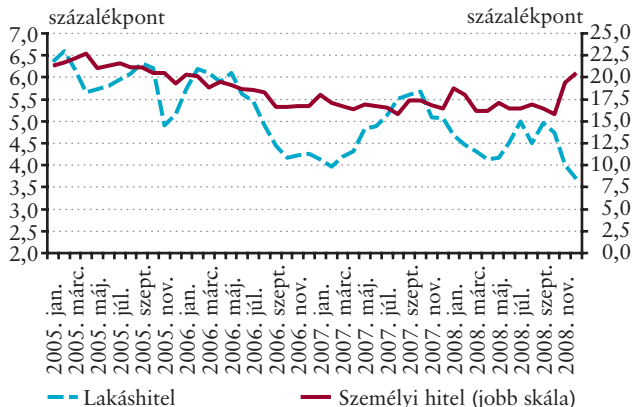


Forrás: MNB, EURIBOR.

18. ábra

Új háztartási forinthitel kamatfelára

(3 hónapos BUBOR-kamat felett)

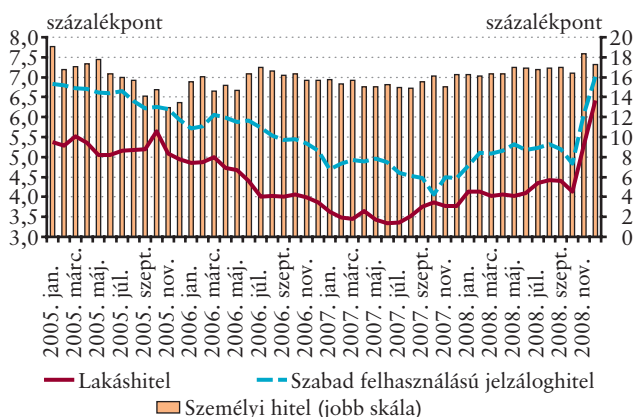


Forrás: MNB.

19. ábra

Új háztartási CHF-hitelek kamatfelára

(3 hónapos CHF-kamat felett)

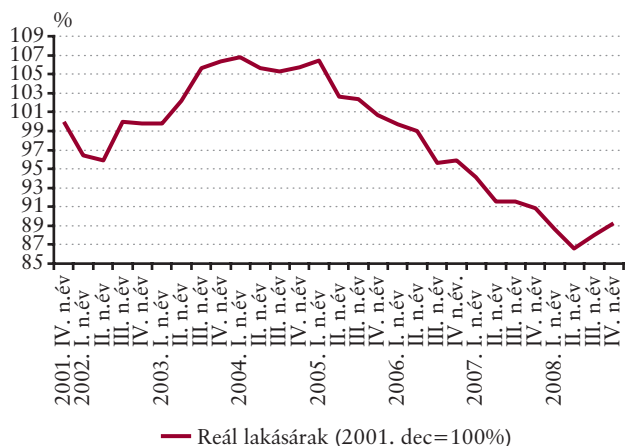


Forrás: MNB.

5. Eszközárak

20. ábra

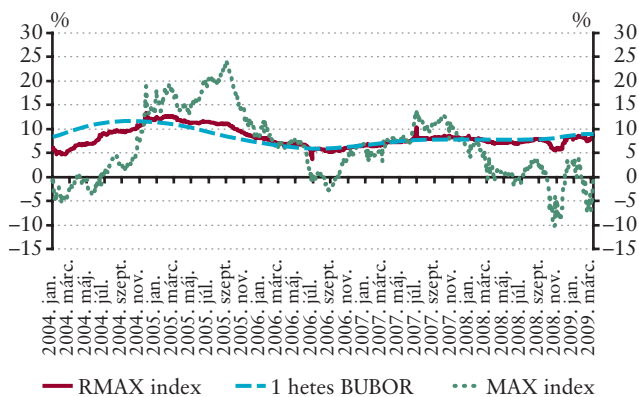
A reál lakásárak alakulása



Forrás: Origo.

21. ábra

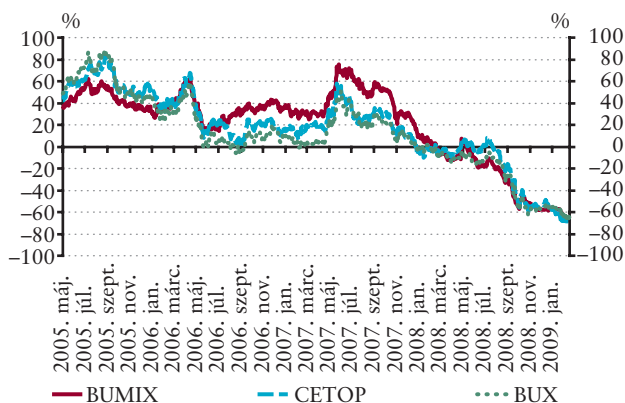
Állampapírindexeken és a pénzpiacon realizált évesített hozamok alakulása



Forrás: ÁKK, MNB, portfolio.hu.

22. ábra

Főbb magyar és kelet-európai tőzsdeindexek éves hozamának alakulása

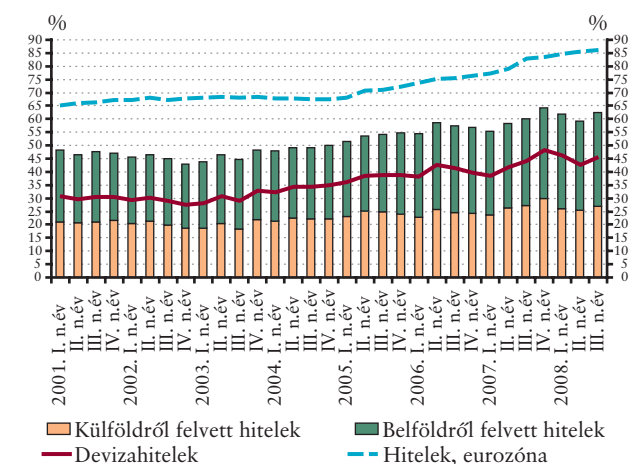


Forrás: BÉT, portfolio.hu.

6. Pénzügyi közvetítőrendszer kockázatainak mutatói

23. ábra

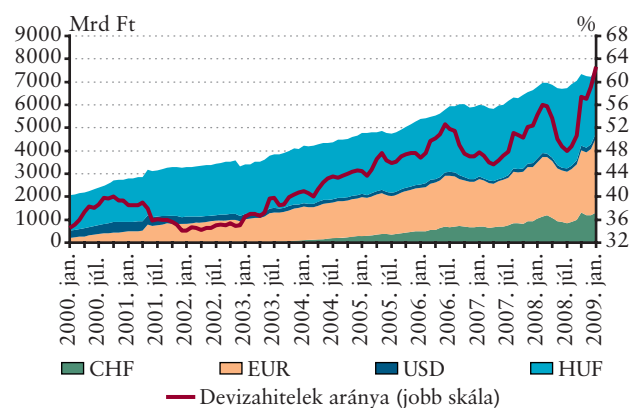
A nem pénzügyi vállalati szektor GDP-arányos eladósodottsága



Forrás: MNB, Eurostat.

24. ábra

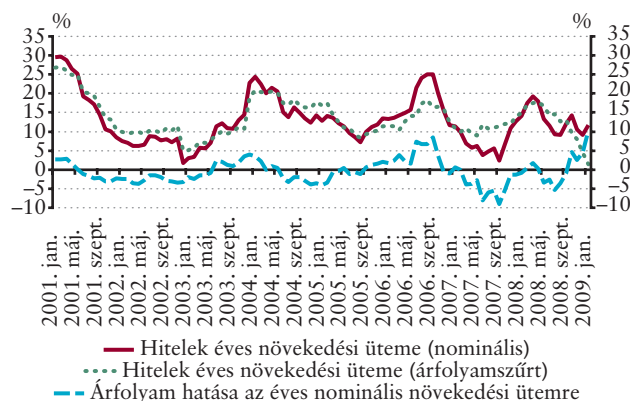
A nem pénzügyi vállalati szektor belföldi banki hiteleinek denominációs szerkezete



Forrás: MNB.

25. ábra

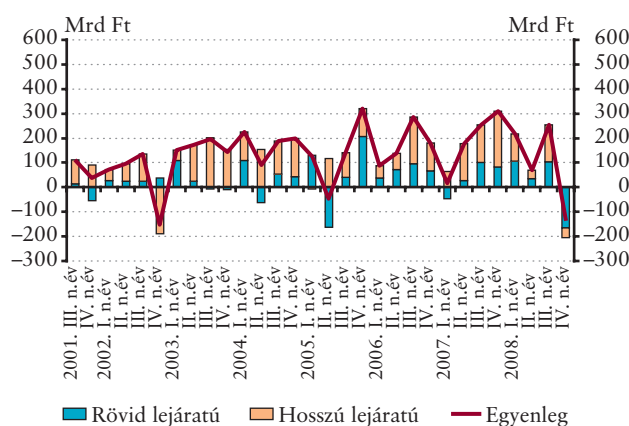
A belföldi bankok által a vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme



Forrás: MNB.

26. ábra

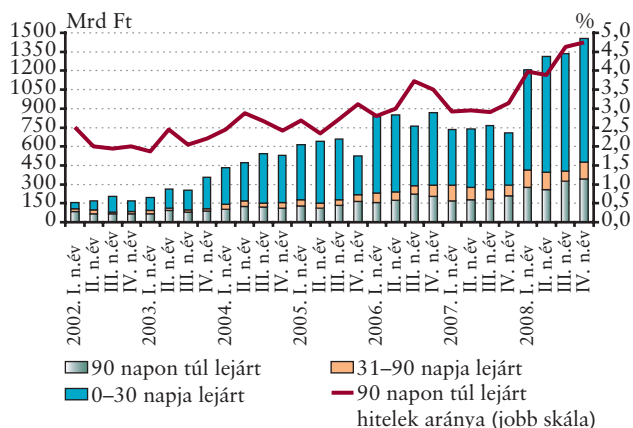
A nem pénzügyi vállalatok nettó belföldi banki hitelfelvételének negyedéves alakulása



Forrás: MNB.

27. ábra

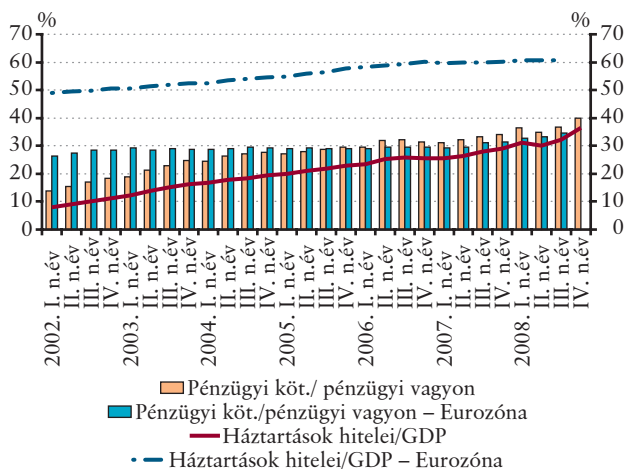
Késedelmes hitelek a bankrendszer vállalati portfóliójában



Forrás: MNB.

29. ábra

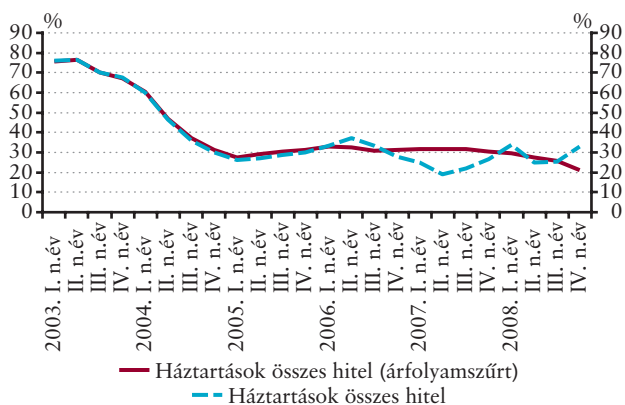
A háztartások eladósodottsági mutatói nemzetközi összehasonlításban



Forrás: MNB, EKB.

31. ábra

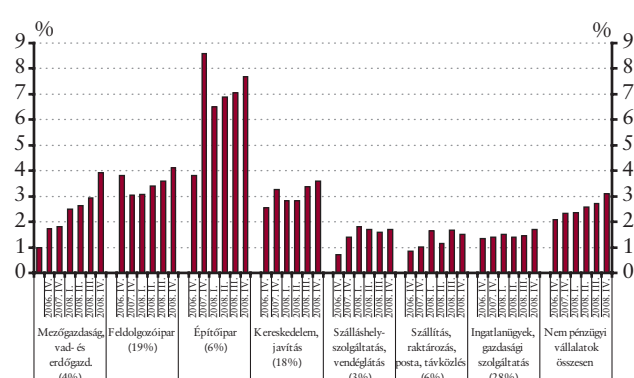
Háztartások hiteleinek éves növekedési üteme



Forrás: MNB.

28. ábra

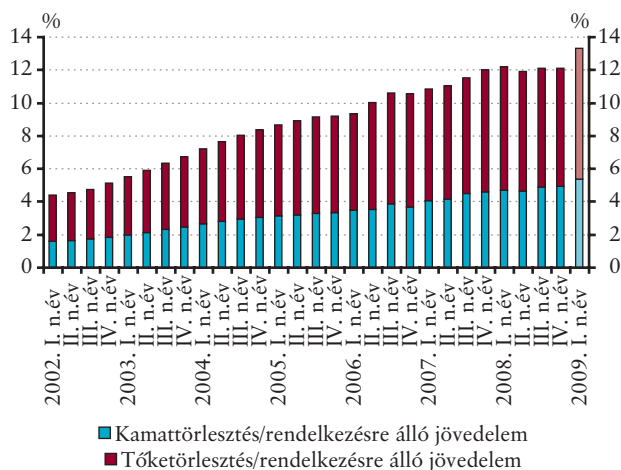
A bankrendszer vállalati hitelállományának értékvesztéssel való fedezettsége ágazatonként



Forrás: MNB.

30. ábra

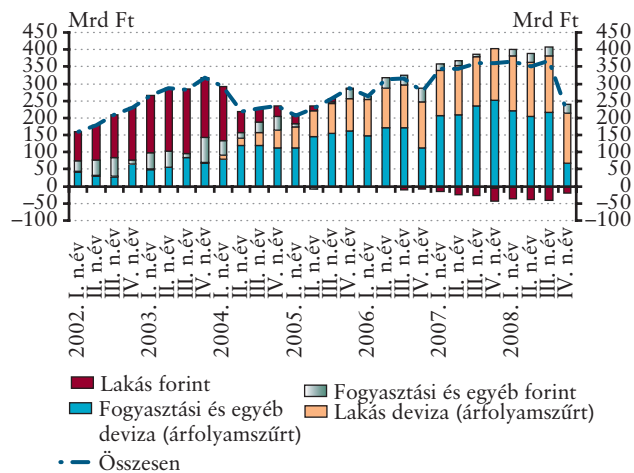
A háztartások törlesztési terhe



Forrás: MNB.

32. ábra

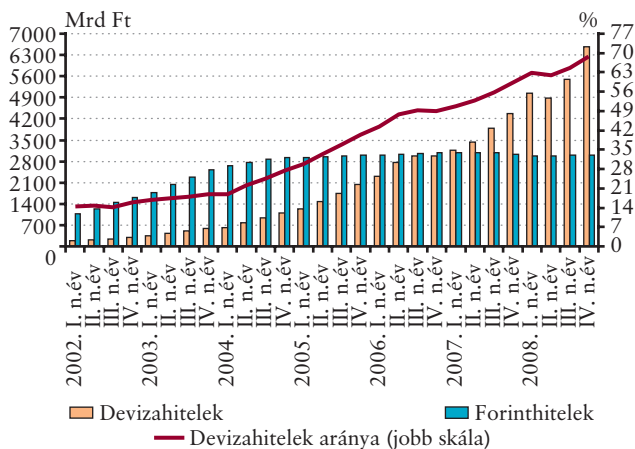
Háztartások negyedéves nettó hitelfelvétele, főbb termék és devizális megbontásban



Forrás: MNB.

33. ábra

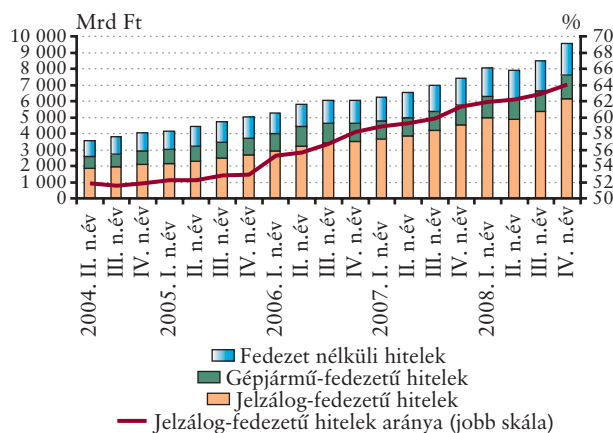
Háztartások hiteleinek denominációs szerkezete



Forrás: MNB.

34. ábra

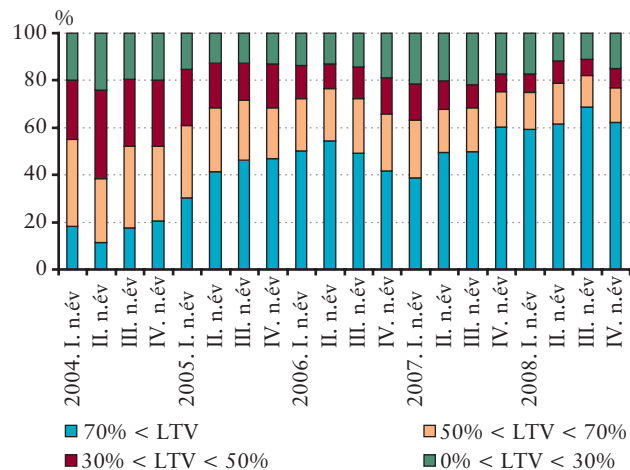
Háztartások hiteleinek fedezettség szerinti megbontása



Forrás: MNB.

35. ábra

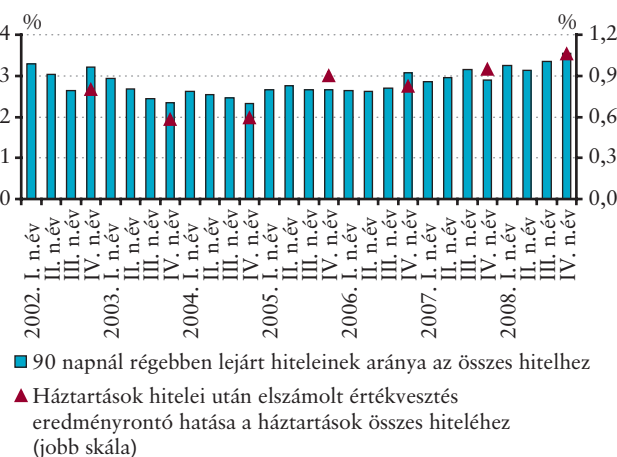
Az új kibocsátású lakáshitelek LTV szerinti megbontása



Forrás: MNB.

36. ábra

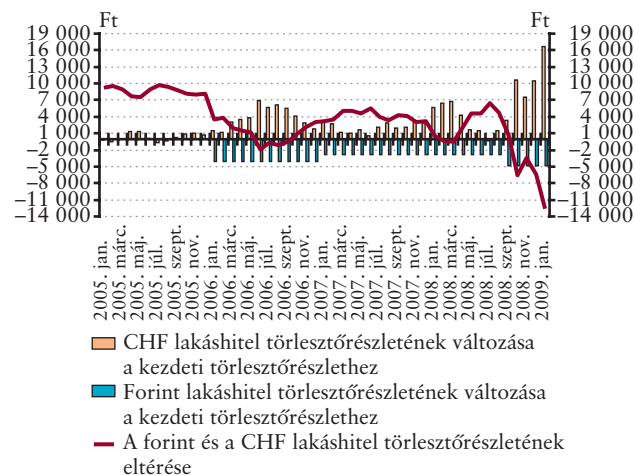
A háztartások portfólióminőségének fontosabb mutatói



Forrás: MNB.

37. ábra

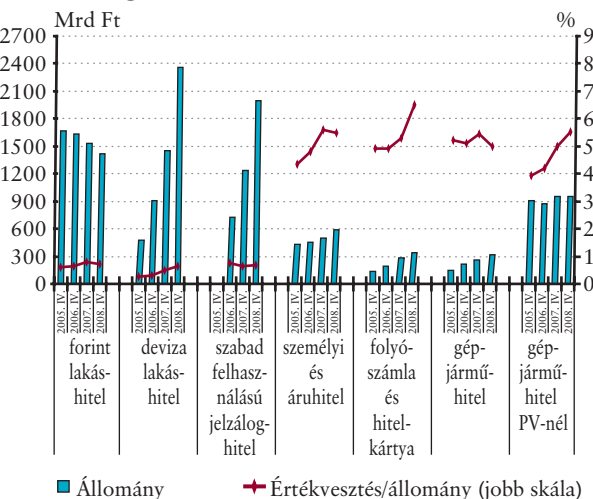
CHF- és forintalapú lakáshitelek törlesztőrészletének összehasonlítása



Forrás: MNB.

38. ábra

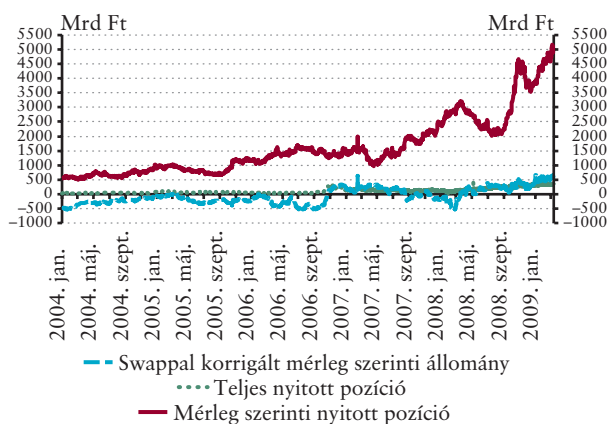
Háztartások hiteleinek értékvesztéssel való fedezettsége



Forrás: MNB.

39. ábra

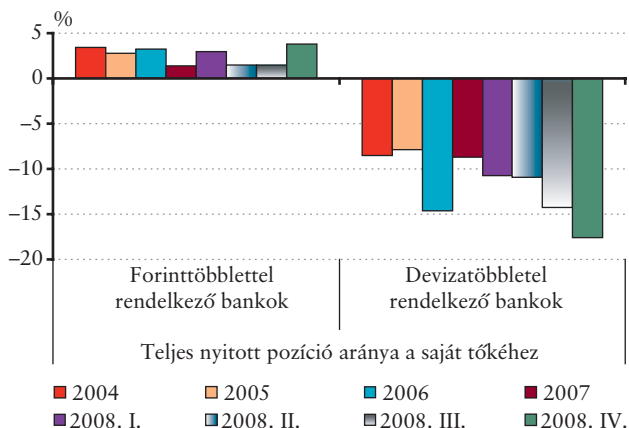
A bankrendszer deviza nyitott pozíciójának alakulása



Forrás: MNB.

40. ábra

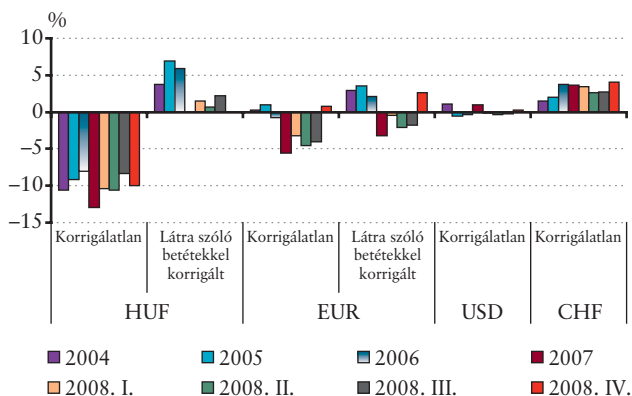
A bankrendszer árfolyam-kockázati kitettsége



Forrás: MNB.

41. ábra

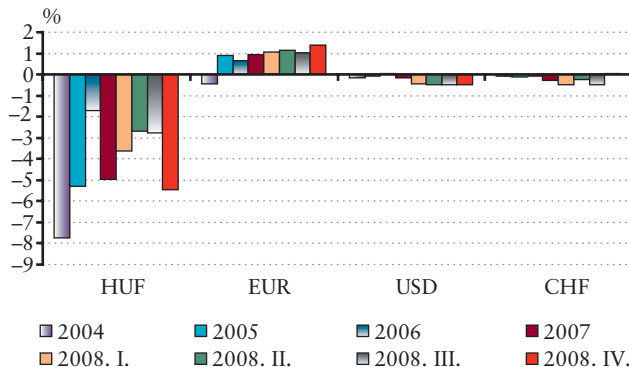
A bankrendszer 90 napos átárazási rései



Forrás: MNB.

42. ábra

A kamatkockázati stresszteszt alapján várható maximális veszteség a saját tőke arányában

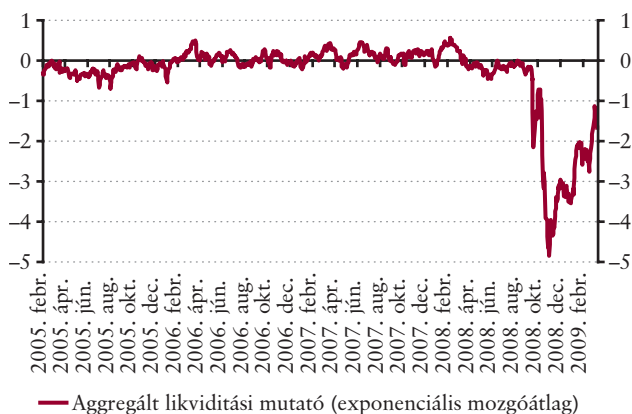


Forrás: MNB.

43. ábra

Aggregált likviditási mutató

(exponenciális mozgóátlag)

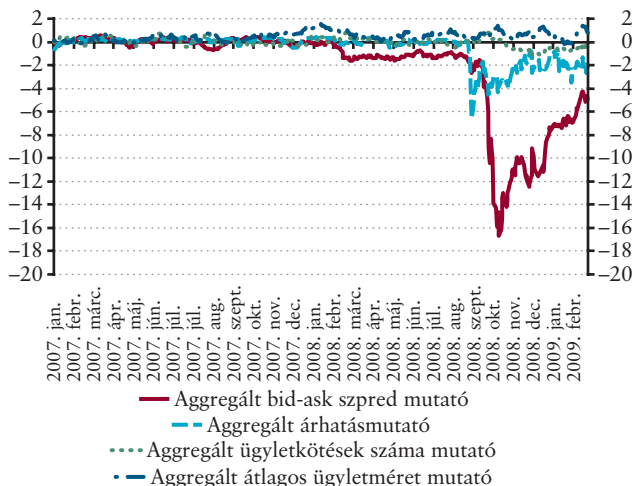


Forrás: MNB, Keler, Reuters, DrKW.

44. ábra

Aggregált likviditási részindexek

(exponenciális mozgóátlagok)

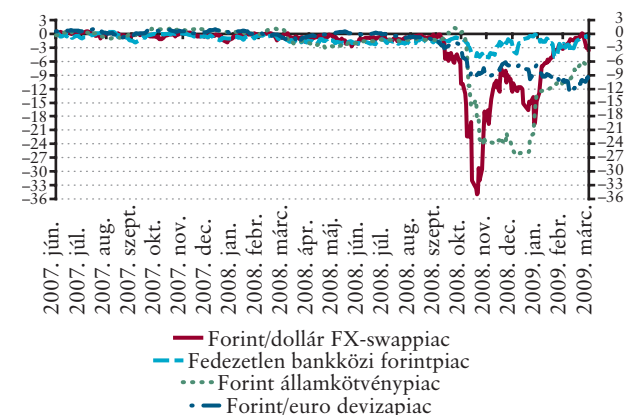


Forrás: MNB, Keler, Reuters, DrKW.

45. ábra

A legfontosabb hazai pénzügyi piacok bid-ask szpred mutatója

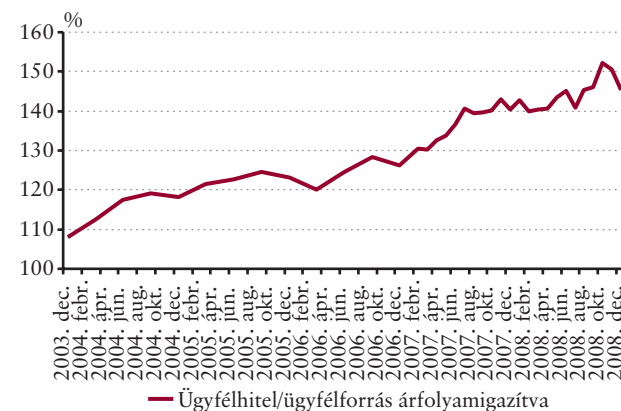
(exponenciális mozgóátlagok)



Forrás: MNB, KELER, Reuters, DrKW.

46. ábra

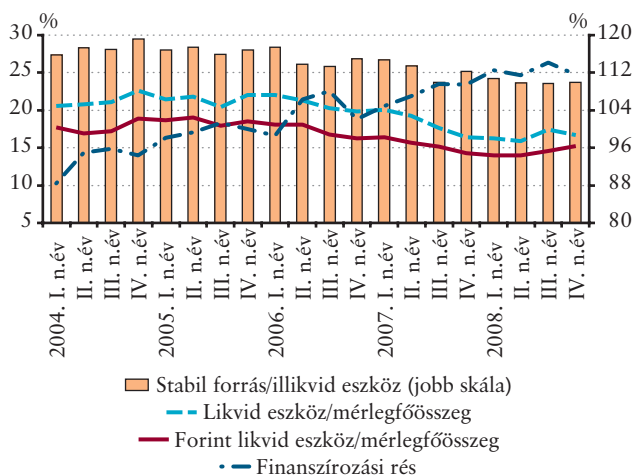
A bankrendszer ügyfélhitel/ügyfélbetét mutatójának alakulása



Forrás: MNB.

47. ábra

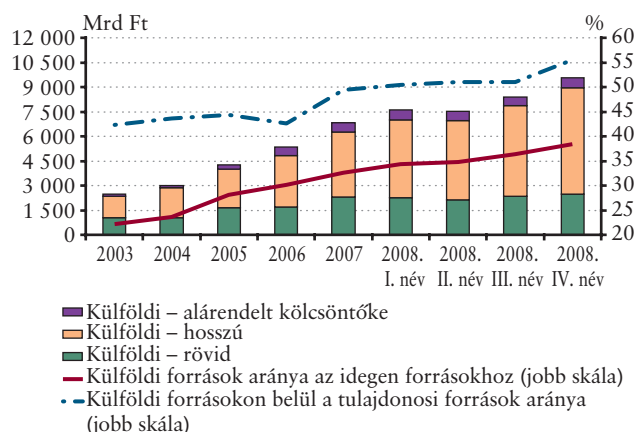
A bankrendszer likviditási mutatói



Forrás: MNB.

48. ábra

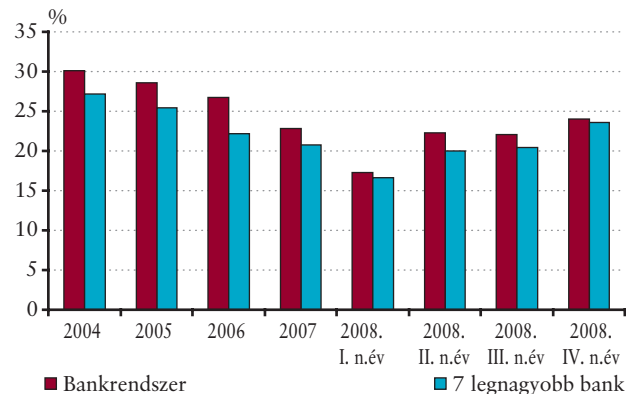
A bankrendszer külföldi forrásai



Forrás: MNB.

49. ábra

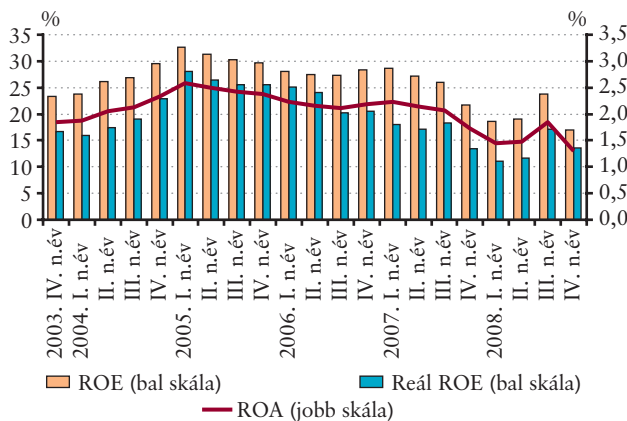
A vizsgált bankok átlagos 1 hónapos likviditástesztesz-mutatója



Forrás: MNB.

50. ábra

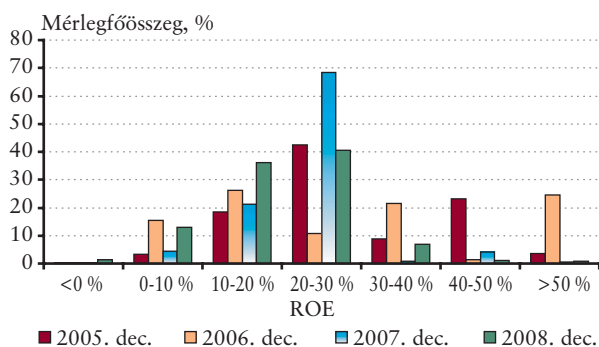
A bankrendszeri ROA, ROE és reál ROE alakulása



Forrás: MNB.

51. ábra

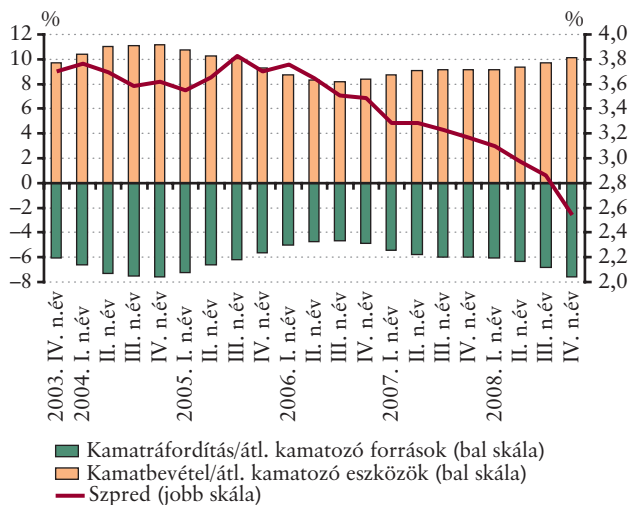
A bankok részesedése a mérlegfőösszezből a ROE-mutató függvényében



Forrás: MNB.

52. ábra

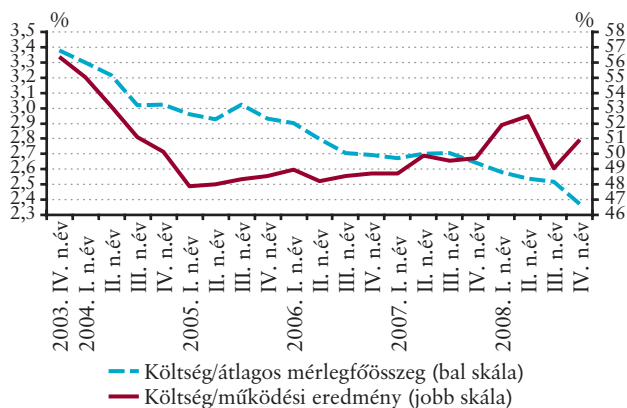
A bankrendszeri szpred és összetevői



Forrás: MNB.

53. ábra

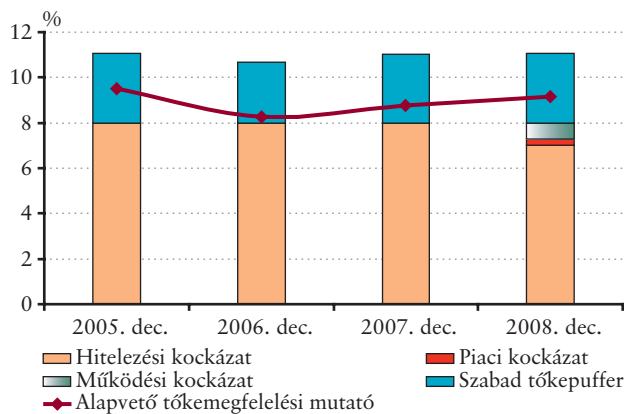
A bankrendszer működési hatékonyságának mutatói



Forrás: MNB.

54. ábra

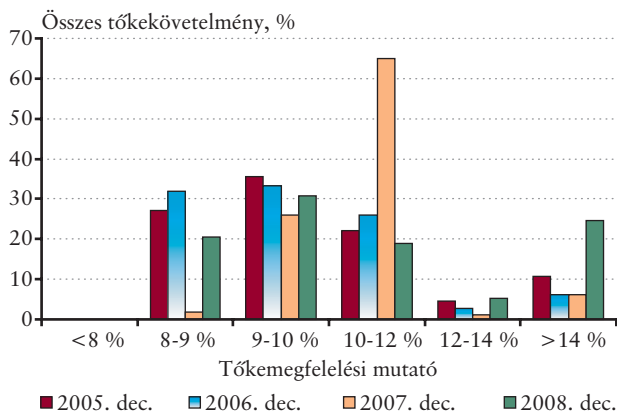
A tőkeigyelelési (TMM) és az alapvető tőkeigyelelési (Tier 1) mutató alakulása



Forrás: MNB.

55. ábra

A bankok részesedése az összes tőkeigyelelményből a tőkeigyelelési mutató függvényében

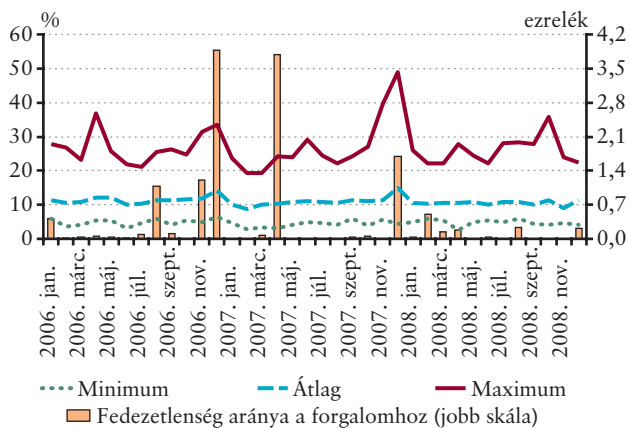


Forrás: MNB.

7. Fizetési rendszerek kockázatai

56. ábra

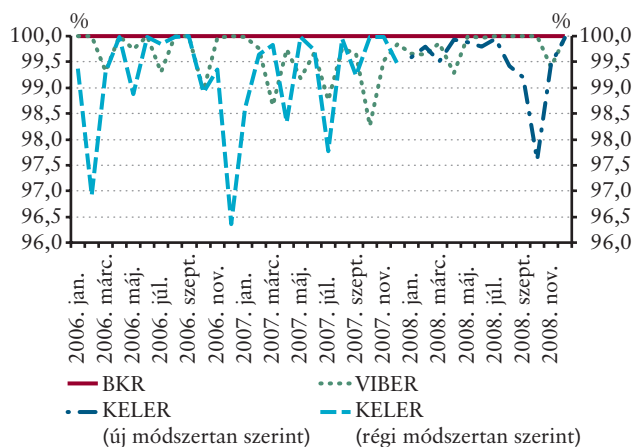
A BKR-elszámoláshoz szükséges fedezet aránya a kerethez viszonyítva, valamint a fedezetlenség miatt sorban maradt tételek aránya a tranzakciók összegéhez



Forrás: MNB.

58. ábra

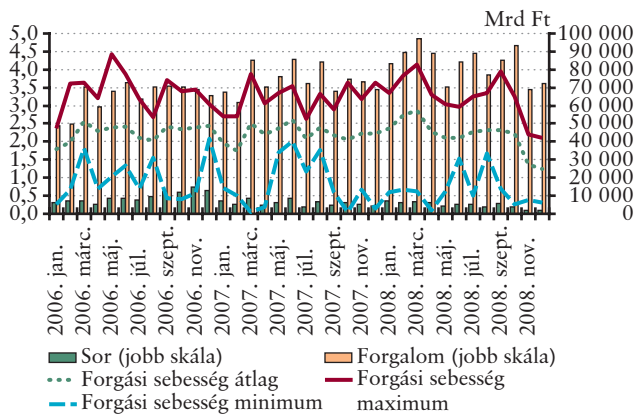
A hazai felvigyázott rendszerek (BKR, KELER, VIBER) rendelkezésre állása



Forrás: MNB.

57. ábra

A VIBER-ben a likviditás forgási sebessége, valamint a forgalom és a sorkezdő tételek összege rendszerszinten



Forrás: MNB.

Jegyzetek a mellékletehez

Az ábrákon az év megjelölése (pl. 2008) az időszak véget jelenti (2008. dec. 31.), amennyiben ez másként nincs meghatározva.

1. ábra:

A mutató emelkedése a kockázati étvágy csökkenését, a magasabb érzékelt kockázatot tükrözi.

2. ábra:

VIX: S&P 500 részvénytapi index implikált volatilitása (CBOE)

MOVE: USA-állampapírok implikált volatilitása (Merrill Lynch)

3. ábra:

A mutató emelkedése a kockázati étvágy csökkenését, a magasabb érzékelt kockázatot tükrözi.

4. ábra:

Államháztartás: SNA módszertan szerinti államháztartási hiány.

Vállalat és „hiba”: A vállalatok finanszírozási képessége maradékelven adódik, ezért a hibát is tartalmazza.

Külső finanszírozási igény: Az EU-csatlakozás miatt előrehozott import által okozott eltérések, valamint az EU-csatlakozás következtében megszűnő vámraktárak és a Gripen-beszerezések importnövelő hatásával korrigált adatok.

5. ábra:

A finanszírozás összetevőinek összege a Fizetési mérleg statisztika „Tévedések és kihagyások” sorának magas értéke miatt nem egyezik meg a finanszírozási igénnyel.

10. ábra:

A lakossági jövedelem MNB-becslés, ami a jövedelemfelhasználás alapján készült.

12. ábra:

A jogi személyiségű társas vállalatokkal szemben indított felszámolási eljárások száma az eljárás kihirdetésének dátuma szerint, 4 negyedévre kumulálva, az egy évvel korábbi, működő, jogi személyiségű társas vállalkozások számával osztva.

13. ábra:

Az 5 év múltai 5 éves forint forwardhozam felára az euro forwardhozamhoz képest (3 napos mozgóátlag), valamint a 10 éves magyar credit default swap ár.

16. ábra:

Historikus volatilitás: a napi árfolyamváltozások feltételes (GARCH) szórása.

Implikált volatilitás: 30 napos ATM deviza opciós jegyzésekből származtatott volatilitás.

20. ábra:

Budapesti kínálati lakásárak.

25. ábra:

A devizahitelek 2000. decemberi, hó végi árfolyamon, a forint-hitelek a 2002. decemberi állami hitelkiváltással korrigálva.

26. ábra:

Devizahitelek 2000. decemberi, hó végi árfolyamon.

39. ábra:

A külföldiek nettó swapállományának növekedése forint melletti spot lábbal rendelkező swapkötést mutat. A hitelintézetek napi operatív devizapiaci jelentéseiből, a hitelintézetek által külföldiekkel kötött swapügyletek alapján. A jelentési hibák és nem szabványosított ügyletek miatt az adatfelülvizsgálatok utólag is jelentősen módosíthatják az idősort. Az idősor a külföldieknek a fióktelepeknek, a speciális hitelintézetekkel és a szövetkezeti hitelintézetekkel kötött swapügyleteit nem tartalmazza. A swapállomány a termin lábak aktuális árfolyamon átszámított értékeinek összegét jelenti.

42. ábra:

A kamatkockázati stresszteszt azt mutatja meg, hogy szélsőséges kamatesemény – jelen feltételezésben a hozamgörbe párhuzamos felfele tolódása a forint esetén 500, euro, amerikai dollár és svájci frank esetében 200 bázisponttal – milyen eredményhatással jár. A számítások során átárazódási adatokat, illetve az azokból számított Macaulay durationt használtuk.

43. ábra:

Az aggregált likviditási mutató emelkedése a pénzügyi piacok likviditásának növekedésére utal.

44. ábra:

Az aggregált likviditási mutatóhoz hasonlóan, a likviditási részindexek emelkedése a likviditás adott dimenziójának növekedésére utal.

45. ábra:

Az ábrázolt mutatók emelkedése a bid-ask szpred szűkülésére, vagyis a piac feszességének és likviditásának növekedésére utal.

49. ábra:

Stressz szcenárió: egyedi, bankspecifikus likviditás szűkülést (pl. bizalmi válság) feltételez. Fő feltevések:

- A bankok nem tudják megújítani 1 hónapon belül lejáró, nem betéti típusú forrásait (elsősorban bankközi források).
- Az ügyfelek lehívják a hitelkeretek 1 hónapon belül esedékes részét, ill. beváltják a garanciák 1 hónapon belül esedékes részét.
- A pótlólagos forrásszerzéshez a bankok likvid eszközeiket csak – eszköztípusonként eltérő – „haircut”-tal tudják igénybe venni.
- Az ügyfelek nem fizetik vissza a folyószámlahiteleket.

1 hónapos likviditási stresszmutató: a stressz-szcenárió feltételezésével, illetve a „haircut”-tal csökkentett likvid eszközökkel korrigált 1 hónapos lejáratú rés viszonyítva az ügyfélforrásokhoz. Ez a mérőszám azt mutatja meg, hogy az egyes bankok az ügyfélforrások legfeljebb milyen arányú kivonására rendelkeznek fedezettel feltételezve, hogy nem tudnak újabb forrásokat bevonni.

50. ábra:

ROE: Adózás előtti eredmény/(átlagos saját tőke – eredmény)

ROA: Adózás előtti eredmény/átlagos mérlegfőösszeg

Annualizált adatok!

Adózás előtti eredmény: gördülő 12 havi adat

Átlagos mérlegfőösszeg: gördülő 12 havi számtani átlag

Átlagos sajáttőke-eredmény: gördülő 12 havi számtani átlag

Deflátor: Előző év azonos hó=100 CPI (százalék)

51. ábra:

Adózás előtti eredménnyel.

52. ábra:

Évesített értékek!

Kamatbevétel: gördülő 12 havi érték

Kamatráfordítás: gördülő 12 havi érték

Átlagos kamatozó eszközök: gördülő 12 havi számtani átlag

Átlagos kamatozó források: gördülő 12 havi számtani átlag

53. ábra:

Költség: gördülő 12 havi

Működési eredmény: gördülő 12 havi

Átlagos mérlegfőösszeg: gördülő 12 havi számtani átlag

54. ábra:

Tőke megfelelési mutató = (kockázatok fedezésére figyelembe vehető szavatolótőke / tőkekövetelmény) * 8 százalék

Alapvető tőke megfelelési mutató = (kockázatok fedezésére figyelembe vehető alapvető tőke / tőkekövetelmény) * 8 százalék

57. ábra:

A számítások során a nap eleji egyenlegrendező (START-) tételeket és az MNB-t kiszűrtük.

58. ábra:

A rendszerek közötti összehasonlítás a rendszerek eltérő jellege és a számítási módszertan eltérései miatt nem célszerű. A KELER Zrt. rendelkezésre álló mutatójának számítási módszertana 2008 januárjától megújult. A régió és az új módszertan szerint számított mutatók nem összehasonlíthatóak, így a továbbiakban külön idősorban fogjuk közölni azokat.

Jelentés a pénzügyi stabilitásról

2009. április

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

