

**JELENTÉS A PÉNZÜGYI  
STABILITÁSRÓL**

**2003. DECEMBER**

**Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi stabilitási főosztálya**

**Vezető: Máger Andrea főosztályvezető**

**és**

**a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági főosztálya**

**Vezető: Kaderjárné Csermely Ágnes főosztályvezető**

**A publikációt jóváhagyta: dr. Kálmán Tamás ügyvezető igazgató**

**és Hamecz István ügyvezető igazgató**

**Kiadja: Magyar Nemzeti Bank**

**Felelős kiadó: Antalffy Krisztina**

**1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.**

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

**ISSN 1419-2926**

## TARTALOMJEGYZÉK

<b>ÖSSZEFOGLALÓ</b>	7
<b>I. MAKROGAZDASÁGI MUTATÓK</b>	13
I. 1. GLOBÁLIS KONJUNKTÚRA ÉS KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS	15
I. 2. HAZAI PÉNZÜGYI FOLYAMATOK	17
I. 3. NÖVEKEDÉS ÉS INFLÁCIÓ	23
I. 4. KÜLSŐ EGYENSÚLY	28
<b>II. A BANKRENDSZER STABILITÁSA</b>	37
II. 1. NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KOCKÁZATAI	41
II. 2. BELFÖLDI BANKOK VÁLLALATI HITELKOCKÁZATA	44
II. 3. HÁZTARTÁSOK	48
II. 4. A PORTFÓLIÓ MINŐSÉGE	53
II. 5. A BANKOK DERIVATÍV TEVÉKENYSÉGE ÉS PIACI KOCKÁZATAI	55
II. 6. A BANKRENDSZER LIKVIDITÁSA	59
II. 7. A BANKOK TŐKEHELYZETE, A KOCKÁZATOK TŐKÉVEL VALÓ FEDEZETTSÉGE	61
II. 8. JÖVEDELMEZŐSÉG	65
<b>III. AKTUÁLIS TÉMÁK</b>	69
III. 1. A STRESSZTESZTEK EREDMÉNYE	71
III. 2. A VÁLLALATI SEKTOR JÖVEDELMEZŐSÉGE ÉS STABILITÁSA	74
<b>IV. TANULMÁNYOK</b>	85
IV. 1. CSÁVÁS CSABA-KÓCZÁN GERGELY: A SZÁRMAZÉKOS FORINTPIAC FEJLŐDÉSE ÉS HATÁSA A PÉNZÜGYI STABILITÁSRA	87
IV. 2. SZALAY GYÖRGY-TÓTH GYULA: A LAKÁSFINANSZÍROZÁS GYAKORLATA, KAPCSOLÓDÓ KOCKÁZATOK ÉS AZOK KEZELÉSE A MAGYAR BANKRENDSZERBEN	100
IV. 3. DR. GELEGONYA JUDIT: A KÜLFÖLDI TULAJDONÚ BANKOK SZEREPE MAGYARORSZÁGON	117
<b>ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE</b>	127



*A Magyar Nemzeti Bankról szóló törvény rögzíti a jegybank alapvető feladatait, melyek között szerepel a pénzügyi rendszer stabilitásának támogatása. A stabilitás fenntartásához és elősegítéséhez elengedhetetlenül fontos, hogy az érintettek a pénzügyi rendszer egészéről, valamint annak működési környezetéről, szűkebb és tágabb feltételrendszeréről átfogó információkhoz jussanak. Ennek jegyében és más központi bankok gyakorlatához hasonlóan a Magyar Nemzeti Bank a „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” címmel félévente megjelenő kiadványában tájékoztatja a szakmai közvéleményt az ország pénzügyi közvetítésének helyzetéről, valamint arról, hogy a jegybank miként ítéli meg annak stabilitását, és a stabilitás szempontjából jelentős belföldi, illetve nemzetközi folyamatokat.*

*A jelentés törekszik arra, hogy a nemzetközileg széles körben használt, a pénzügyi rendszert jellemző, annak szilárdságát mérő legfrissebb statisztikákat rendszerezve, lehetőség szerint összehasonlításra alkalmas módon közölje. Ezen túlmenően átfogó elemzést kíván adni a pénzügyi közvetítésben érintett vagy annak stabilitására hatást gyakorló szektorok helyzetéről, a makrogazdasági folyamatokról. Tekintettel arra, hogy Magyarország – kis, nyitott ország lévén – a nemzetközi áru- és tőkeforgalomba szervesen beágyazott gazdaság, a jelentés külön kitér a pénzügyi stabilitás szempontjából releváns globális konjunkturális és monetáris fejleményekre.*



## ÖSSZEFOGLALÓ

### Romló hazai kockázati megítélés

A világgazdaság főbb régiói közül Japánban és az USA-ban a nyár óta javulnak a gazdasági növekedéssel kapcsolatos kilátások. Az euróövezet gazdasága szerényebb ütemben bővül, és csak 2004 második felében érheti el újból a potenciális növekedési ütemet.

A javuló globális konjunktúrakilátások ellenére Magyarországon az elmúlt fél évet a makrogazdasági stabilitási kockázatok növekedése jellemezte, nőtt a fizetési mérleg hiánya, jelentősen emelkedett az árfolyam és a hozamok volatilitása, emelkedett a forintbefektetésektől elvárt kamatprémium.

### A magas árfolyam- és hozamvolatilitás okai:

#### – fundamentumok romló piaci megítélése

#### – lassabb konvergenciára vonatkozó várakozások

#### – megváltozott árfolyamvárakozások

A magyarországi pénzügyi piacokat jellemző volatilitás és kedvezőtlenebb kockázati megítélés hátterében elsősorban a konvergenciafolyamat várható alakulásával kapcsolatos bizonytalanság áll. Romlott a makrogazdasági fundamentumok piaci megítélése, elsősorban az ország külső egyensúlyi pozíciója kelt aggodalmat a piaci szereplők szemében. Az infláció emelkedő trendje és a költségvetési hiány tervezettnél lassabb mérséklésére vonatkozó piaci várakozások eredőjeként a piac még nehezebbnek tekinti a konvergenciakritériumoknak – a bejelentett 2008-as euróövezeti csatlakozáshoz szükséges – időben történő teljesíthetőségét. A forint árfolyamsávjának június 4-én történt leértékelése jelentősen megváltoztatta az árfolyam jövőbeli pályájára és az ERM II középárfolyamra vonatkozó piaci várakozásokat, ami szintén hozzájárult a volatilitás növekedéséhez. A hazai makrogazdasági folyamatokkal kapcsolatos általános bizonytalanság nyomán nőtt a forint sérülékenysége és a pénzügyi fertőzéseknek való kitettsége. A befektetők a korábbi időszakhoz viszonyítva érzékenyebben reagáltak a regionális, mindenekelőtt a lengyelországi eseményekre.

### A kamatciklus fordulása csökkentheti a feltörekvő piacok vonzerejét

Miközben Magyarországon és a kelet-közép-európai régióban nőtt a bizonytalanság, a feltörekvő piacok összessége számára 2003 eddig eltelt időszakában a korábbi évekkel összehasonlítva rendkívül kedvező volt a kockázati megítélés. Mindez összefügg a historikusan alacsony dollár- és euróhozamokkal. Kockázatokat jelenthet a fejlett országokban várt kamatciklus jövő év második felére várt fordulópontja, mely megváltoztathatja a feltörekvő országok számára jelenleg kedvező befektetési környezetet.

### A nagyobb volatilitás egyelőre nem jelent növekedési kockázatot, az infláció alakulását azonban kedvezőtlenül érintheti

A forintárfolyam tartós bizonytalansága lassíthatja a magyar vállalati szektor beruházásainak már megfigyelhető fellendülését, bár ezt a hatást mérsékeltnek tartjuk, mivel a külkereskedelemben részt vevő vállalatok többsége a magas importhányad miatt jórészt természetes fedezeti pozícióban van. Az egyéves előretékintő reálkamat az elmúlt félévben bekövetkezett, több mint 200 bázispontos emelkedése nem jelent stabilitási kockázatot, a reálkamat ugyanis az év eleji spekulációs támadás után kialakult rendkívül alacsony szintről tért vissza az elmúlt évek viszonylatában általánosnak mondható 3-4% körüli szintre.

A tavalyi évnél átlagosan leértékeltébb árfolyamszint hozzájárult ahhoz, hogy az infláció mérséklődése megállt, és a nyár elejétől emelkedni kezdtek az inflációs várakozások. 2004-ben az indirekt adók emelése közel 2%-kal megnöveli az árszintet. Ahhoz, hogy az egyszeri árszintemelkedésből származó inflációs sokk ne vezessen az inflációs várakozások tartós emelkedéséhez, fontos, hogy a gazdasági szereplők

biztosak legyenek a dezinfláció folytatódásában. Ezért az árfolyam jövőbeli alakulását övező bizonytalanság az infláció hosszabb távú pályája szempontjából is kockázati tényezőt jelent.

**A fellendülés feltétele az európai konjunktúra élénkülése. A fogyasztás lassulása visszafogja a növekedést**

Előrejelzéseink szerint a gazdaság 2003-ban túljut a konjunktúraciklus mélypontján, és 2004-től a növekedés némi gyorsulása várható. A növekedés feltétele az Európai Unió gazdaságainak a stagnálásból való kilábalása, ami kedvező feltételeket biztosíthat az exportorientált növekedéshez. A kiegyensúlyozottabb szerkezetű növekedés irányába történő elmozdulást erősíti, hogy 2004-ben a fogyasztás növekedési üteme várhatóan mérséklődik. Az MNB előrejelzései szerint az elmúlt évek teljesítményektől elszakadó béremelkedése és a forint reálfelértékelődése után a vállalati szektornak csak mérsékelt nominális béremelésre lesz lehetősége, miközben a jövő évi indirekt adóemelés is csökkenti a jövedelmek vásárlóerejét.

**A növekedés összetételének változása miatt növekedhet a szolgáltatói szektorok hitelkockázata**

A lakossági kereslet elmúlt két évben tapasztalható növekedése mellett elsősorban a belföldi piacokra értékesítő szolgáltatói szektorokban jelentős kapacitásbővítésre került sor. Magas volt a beruházási ráta, folyamatosan nőtt a foglalkoztatotti létszám, és a versenyszektor egyéb ágazatainál magasabb volt a béremelkedés üteme. Ezeken a területeken a fogyasztói kereslet növekedésének lassulása és a lakásberuházások esetleges visszaesése kapacitásfelesleghez és jövedelmezőségi problémákhoz vezethet.

**A magas fizetésimérleg-hiányt az államháztartás alkalmazkodása csökkenti**

Az előző két évben a magyar gazdaságot jellemző belső kereslet húzta növekedés eredményeként a folyó fizetési mérleg hiánya 2003-ban várhatóan jelentősen növekszik. A magas külső finanszírozási igény elsősorban a lakossági megtakarítói viselkedés megváltozásának köszönhető. Az elmúlt évtizedben a lakosság általában hozzájárult más szektorok finanszírozásához, de a kedvezményes hitellehetőségek és az elmúlt éveket jellemző gyors jövedelmbővülés eredményeként a lakosság GDP-hez viszonyított pénzügyi megtakarításai 2003-ban zérus közeli szintre estek. A háztartások romló pozícióját részben ellensúlyozta, hogy a vállalati szektorban az alacsony beruházási kedv jelentősen csökkentette a külsőforrás-bevonást. A gazdasági fellendüléssel párhuzamosan azonban a vállalati szektor finanszírozási igényének emelkedése várható, míg a háztartások pozíciójában legfeljebb lassú korrekcióra számíthatunk. A külső egyensúlyi helyzet javulásának forrása csak az államháztartás finanszírozási igényének mérséklődése lehet. Ennél jelentősebb, a kockázatokat illetően is megnyugtató elmozdulás a külső egyensúly felé csak akkor érhető el, ha a lakossági megtakarítások esetében a prognosztizálnál nagyobb javulás következik be, illetve ha a lakossági hitelállomány növekedése mérséklődik.

A 2004. évre elfogadott költségvetés, a jövő évtől hazánkra is érvényes európai uniós szabályok, valamint a kormány elkötelezettsége az euró 2008-as bevezetése mellett az államháztartás külsőforrás-bevonásának csökkenését vetíti előre, az MNB előrejelzései szerint a folyó fizetésimérleg-hiány 2005–2006 folyamán összesen a GDP 1-1,2%-ával mérséklődik. Az EU-transzferek elszámolásának hatását figyelembe véve azonban a külső finanszírozási igény javulása a folyó fizetésimérleg-hiány javulásánál is kedvezőbb lesz.

**A folyó fizetési mérleg szempontjából kockázatot jelent a lakosság alkalmazkodása a reáljövedelem stagnálásához**

A stabilitási szempontokból kedvező előrejelzés ellenére is jelentősek a vártnál nagyobb külső deficit irányába mutató kockázatok. A bizonytalanság egyik forrása az, hogy nem látható előre pontosan a lakosság reakciója a reáljövedelem gyors csökkenésére és a lakástámogatási rendszer megváltozására. Ha a jövőre várható változásokat a háztartások csak átmenetinek tekintik, fogyasztásukat nagyobb mértékben simítják, akkor a szektor romló finanszírozási pozíciója miatt a folyó fizetési mérleg hiánya is magasabb lehet az előre jelzettnél. A GDP-arányos folyó fizetésimérleg-hiány további növekedéséhez vezethet az európai gazdaság gyors fellendülése is. A külső kereslet dinamikus növekedése ugyanis az elhalasztott beruházások és a leépített készletállomány gyors pótlására ösztönözné a vállalatokat, ami hirtelen növelné a szektor és a nemzetgazdaság finanszírozási igényét. Végül kockázatot jelenthet, ha az államháztartás hiánya a vártnál kedvezőtlenebbül alakul.



**A költségvetési konszolidáció és az árfolyam-várakozások stabilizálódása feltétele a fizetésimérleg-hiány biztonságos finanszírozásának**

Az állami finanszírozási igény alakulása azonban nemcsak a folyó mérleg nagysága, hanem finanszírozása szempontjából is kritikus. Az elmúlt időszakban a folyó fizetésimérleg-hiány finanszírozásában nagy szerep jutott a külföldi befektetők állampapír-vásárlásainak. Ez természetes következménye volt annak, hogy elsősorban az államháztartást kellett finanszírozni, ami nem generál a vállalatokra jellemző működőtőke-importot vagy vállalati hitelek formájában történő forrásbevonást. Abban az esetben, ha az államháztartási hiány csökkentése elmarad a bejelentett és a piacok által beárzott mértéktől, megrendülhet a konvergenciafolyamatba vetett bizalom, ami az elvárt kockázati prémiumok további emelkedését vonhatja maga után.

Az elmúlt időszakban a külföldiek állampapír-állományának átlagos hátralévő futamideje némileg rövidült, ezt azonban nem a rövid, hanem a középlejáratú (2-4 éves) papírok iránti kereslet növekedése okozta.

A külföldiek állampapír-befektetéseivel kapcsolatos további kockázati tényező lehet, ha a befektetők változtatnak meglévő befektetéseik kockázati profilján. Korábban az állampapír-befektetők jelentős része nem fedezte le árfolyamkockázatát. A nagyobb árfolyam-volatilitás hatására azonban nőtt az árfolyamkockázat elleni biztosítások iránti igény, ami jellemzően spot+swap ügyletek kombinációjával történt. E fedezeti ügyleteknek a devizapiacra támasztott kereslet-kínálatra gyakorolt hatása megegyezik az állampapír eladásával.

**Változik a fizetési mérleg módszertana**

A fizetésimérleg-statisztika módszertana 2004-től megváltozik. A nemzetközi gyakorlatnak megfelelően a külföldi tulajdonú vállalkozások visszaforgatott profitjának elszámolása megváltozik. Az újrabefektetett jövedelmek megjelennek a folyó tételek jövedelemtranszfer sorában mint kiáramlás, de ugyanez az érték megjelenik a külföldi működőtőke-beruházások egyenlegében, tehát automatikusan finanszírozza a magasabb hiányt. Az új módszertan szerinti hiány várhatóan a GDP 2%-ával magasabb az eddig kimutatottnál. Fontos hangsúlyozni, hogy e magasabb szám nem jelent változást a makrogazdaság tényleges egyensúlyi helyzetében.

**A pénzügyi közvetítés 2003 első félévében mélyült**

A vizsgált időszakot a banki közvetítés mélyülése jellemezte, mivel a hazai bankrendszer mérlegfőösszegének növekedése felgyorsult, és jelentősen meghaladta a GDP bővülését. A mérlegfőösszeg az első félévben az előző év végéhez viszonyítva 12,7%-kal, míg az előző év azonos időszakához viszonyítva 25,6%-kal bővült. A mérlegfőösszeg bővülését a magánszektor hitelezésének erőteljes növekedése kísérte. A gazdasági fellendülés előjelének tekinthető emelkedő vállalati költségek miatt a nem pénzügyi vállalatok hitelkereslete megugrott. Emellett a háztartások hiteligénye tovább bővült, melyet felerősített a második negyedévben a lakástámogatási rendszer 2003 júniusi szigorítása miatt előrehozott hitelkereslet. Folytatódott a nem banki pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek növekedése is.

**A vállalati szektor emelkedő eladósodottságát konjunkturális okok miatt nem tekintjük növekvő kockázatúnak**

A javuló gazdasági kilátásokkal összhangban a nagyvállalati szektor hitelkereslete újra felerősödött. A termelői szektorokon belül erősödött a feldolgozóipar hitelezése. A tranzakciók növekedése mögött döntően rövid futamidejű, tipikusan forgóeszköz-finanszírozó devizahitel-emelkedés és kisebb mértékű hosszú futamidejű, főleg beruházási célú devizahitel-növekedés állt. Kedvező tendenciaként említhető, a szektor javuló jövedelmezőségi kilátásai csökkenthetik a hitelkockázatokat. Tovább folytatódott a banki projekthitelezés erősödése, mely mögött főként az ingatlanfejlesztéseket finanszírozó hitelek bővülése állt. Bár a fejlesztéseket finanszírozó bankok, felismerve a kockázatok növekedését, már 30-50%-os előbérletet várnak el az ügyfelektől egy-egy irodaház építéskor, úgy gondoljuk, hogy ezen a piacon még mindig túl nagy mértékű a bankok kockázatvállalása. A KKV-hiteleknek a teljes vállalati hitelportfólióból való részesedése egy tartós, nagymértékű emelkedés után átmenetileg visszaesett az idei év első félévében. Hosszabb távon viszont a banki verseny erősödésével, a nagyvállalati piac telítődésével a KKV-hitelek további térnyerésére számíthatunk.

Az elmúlt egy évben a vállalati hitelkamatfelár alakulásának elemzését jelentősen megnehezíti a jegybanki kamat volatilitásának emelkedése. Azonban a jelenlegi 1 százalékpont körüli felár nemzetközi összehasonlításban és a kockázatok mértékét figyelembe véve alacsonynak tekinthető.

**Számottevően nőtt a lakosság eladósodottsága, a tendencia folytatódása komoly kockázatot jelenthet**

A háztartási jövedelmek növekedési ütemének csökkenő dinamikája mellett a fogyasztással és lakásvásárlással kapcsolatos hitelfelvétel továbbra is jelentősen bővült. Az eladósodottsági szint kiugró mértékű növekedését alapvetően a lakástámogatási rendszer kiszélesítése, illetve a szigorításokkal kapcsolatos folyamatos várakozások miatt előrehozott kereslet okozta. A támogatási rendszer júniusi változtatásai nem eredményezték a lakáshitel-dinamika számottevő visszaesését. Komoly kockázatot jelenthet, ha az eladósodottsági szint továbbra is jelentős mértékben növekszik. A támogatási rendszer megváltoztatása következtében szűkülő lakáshitelezési kamatmarzsok miatt a bankok vélhetően a hitelezési feltételeket, standardokat fogják némileg szigorítani. A megváltozott feltételek ugyanakkor nem vetik vissza számottevően a keresletet. Az árbuborékból származó kockázatot nem tartjuk túl nagynak, mivel a rendkívül dinamikus hitelbővülés nem járt együtt az ingatlanárak nagymértékű emelkedésével. A nagyobb városokban a hitel/lakásár arány megítélésünk szerint biztonságos menekülési értéket jelent. Az ország azon régióiban viszont, ahol nincs likvid ingatlanpiac, kérdéses, hogy megfelelő áron értékesíthetők-e az ingatlanfedezetek. A tömeges lakáshitel-felvétel, illetve a nem banki hitelek szintén nagymértékű növekedése mellett a fogyasztási és egyéb bankhitelek piacán is számottevő bővülés tapasztalható. A szűkülő lakáshitelezési kamatmarzsok következtében a bankok vélhetően ismét a fogyasztási és egyéb hitelpiac felé fordulnak. Az új folyósítású fogyasztási és egyéb hitelek átlagkamatának emelkedését tapasztalva feltételezhetjük, hogy a bankok a hiteldinamikát a hitelezési feltételek, standardok lazítása révén akarják fenntartani, esetleg növelni.

**A lízingcégek lakossági devizahitelei az árfolyamkockázatot hitelkockázattá transzformálják**

A banki háttérű pénzügyi vállalkozások háztartási kihelyezéseinek túlnyomó többsége devizaalapú. Esetükben az árfolyam-volatilitás a hitelkockázatok növekedését eredményezi. Az ebből származó hitelkockázat-növekedés bankrendszeri szinten nem lenne drasztikus, egyes bankoknál ugyanakkor számottevő kockázatot jelent.

**A banki portfóliók minősége, elsősorban a nagy mennyiségű új folyósítások miatt, javult**

A hitelezés felfutása miatt a portfólió minősége javult. A korábbi romló trendet megtörve a vállalati szegmensben is csökkent a nem teljesítő hitelek aránya. Az elmúlt egy évben jelentősen csökkent a nem teljesítő háztartási hitelek aránya is. Azonban ez a javulás várhatóan csak átmeneti. Ha a jövőben a lakossági hitelállomány növekedése egy alacsonyabb szintre áll be, és a rendkívül nagy új hitelállomány a hitelezési életciklus egy érettebb szakaszába lép, akkor a nem teljesítő hitelállomány arányának növekedése várható.

**A bankok továbbra is tartózkodtak az árfolyamkockázat-vállalástól**

2003-ban a forint árfolyamának korábban nem tapasztalt, nagymértékű ingadozása volt jellemző. A bankok továbbra is tartózkodtak az árfolyamkockázat-vállalástól, így a forint megnövekedett árfolyam-volatilitása közvetlenül nem jelenthetett számottevő veszteségforrást számukra. A jelentős forintgyengülés egyes ügyfélcsoportok devizakitettségén keresztül viszont közvetve a bankok (hitel)kockázati kitettségének növekedése irányába hathatott. Figyelembe véve, hogy a forintgyengülés által kedvezőtlenül érintett adósok hitelállományának aránya a teljes portfólión belül mérsékelte, az ebből adódó kockázatonövekedés mértéke bankrendszeri szinten nem ítéltető számottevőnek. Ennél fontosabb kockázati tényezőt jelent azonban az a tendencia, hogy a külföldiek által nyitott határidős pozíciók fedezésében a bankok jelentős mértékben támaszkodnak vállalatokkal kötött forward-ügyletekre. Megítélésünk szerint kétséges, hogy elég széles-e a fedezeti célú ügyletkötésben érdekelt vállalatok köre, amelyekre a bankok mindig „átháríthatják” a külföldiek által határidős pozíciók nagymértékű ingadozását.

**A kamatvolatilitás növekedése fokozhatja a bankok kamateredményének ingadozását**

Jelentősen felerősödött a pénzpiaci kamatok és a hosszú hozamok volatilitása is. A kamatvolatilitás növekedése az eszközök és források átlagos átárazási ideje közötti jelentős differencia (átárazási rés) miatt fokozhatja a bankok kamateredményének ingadozását. Az állampapírhozamok – júniusához hasonló – nagymértékű emelkedése potenciálisan komoly veszteséget okozhat a nagyobb portfólióval rendelkező bankok számára, a kamatkockázati kitettséget mérsékli viszont a bankrendszeri állampapír-portfólió viszonylag rövid átlagos hátralévő futamideje (durationje).

**A bankoknak egyre kisebb likviditási puffere marad az esetlegesen felmerülő likviditási vészhelyzetek kezelésére**

Az előző évek tendenciájához hasonlóan, a betétállomány növekedése jóval elmaradt a hitelezés nagyon gyors dinamikájától. Ennek megfelelően a bankrendszeri hitel/betét arány jelentős mértékben emelkedett, és június végére már megközelítette a 100%-ot. A hitel/betét mutató elmúlt másfél évben tapasztalható nagyon erőteljes emelkedése döntően a rendkívül gyors lakáshitelezési dinamikával és a háztartások mérsékelt betételhelyezési hajlandóságával magyarázható, amelyhez a vizsgált időszakban már a vállalatok nettó finanszírozási igényének növekedése is hozzájárult. A hitel/betét arány gyors emelkedésére tekintettel, a bankrendszer likviditási kockázatát növekvő mértékűnek ítéljük meg. A magas hitel/betét mutató – a likvid eszközök arányának csökkenésével párosulva – ugyanis azt jelzi, hogy a bankoknak egyre kisebb puffere marad az esetlegesen felmerülő likviditási vészhelyzetek kezelésére.

**A tőkeellátottság továbbra is megfelelő**

A szektor tőkemegfelelési mutatója némiképpen romlott. Ezt elsősorban az okozta, hogy a bankok aktivitásának növekedése meghaladta szavatoló tőkéjük növekedését. Összességében bankrendszeri szinten a tőkeellátottság megfelelő. A jövőben a tőkehelyzet mérsékelt romlása várhatóan folytatódni fog.

**A bankszektor jövedelmezősége kiugróan jó volt. Ugyanakkor a jövedelmezőség szerinti differenciák erősödtek**

A gazdasági növekedés további lassulása ellenére a bankrendszer jövedelmezősége az előző évi nagyon jó teljesítményhez képest is jelentős javulást mutatott, a szektor 104 milliárd forintos adózott eredménye 46%-kal haladja meg a bázisidőszakit. A bankrendszeri jövedelmezőség elmúlt másfél évben megfigyelhető javulásában meghatározó szerepe volt az állami támogatású lakáshitelek dinamikus bővülésének, amely a magas kamatmarzson keresztül jelentős többletnyereséghez juttatta a bankokat. A bankrendszeri eredmény jelentős javulása mellett fontos kiemelni, hogy a bankok közötti jövedelmezőségi differenciák erősödtek 2003-ban, mivel a legjövedelmezőbbben működő bankok előnye jelentősen nőtt az „átlagos bankhoz” képest. A lakáshitelek gyors expanziójának köszönhetően a bankrendszer kiváló eredményében fontos szerepe volt a nettó kamatjövedelem előző évinél jóval erőteljesebb növekedésének, emellett folytatódott a jutalékeredmény dinamikus bővülése is. A működési költségek bankrendszeri szinten az inflációt jóval meghaladó ütemben emelkedtek, ez viszont jóval elmaradt a bevételek és kisebb mértékben a mérlegfőösszeg bővülésétől is, így a bankrendszer költséghatékonysági mutatói is javulást jeleznek.



# I. MAKROGAZDASÁGI MUTATÓK



## I. 1. GLOBÁLIS KONJUNKTÚRA ÉS KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

### GLOBÁLIS KONJUNKTÚRA

A világgazdaság főbb régiói közül Japánban és az USA-ban a nyár óta javulnak a gazdasági növekedéssel kapcsolatos kilátások, ezt jól illusztrálja a várakozásokat meghaladó, 7% feletti – kiugró ütemű – harmadik negyedéves növekedés az amerikai gazdaságban. Az USA-ban az optimistább várakozásokat főleg a vállalati szektor javuló jövedelmezőségi mutatói magyarázzák. Óvatos optimizmusra az ad okot, hogy a vállalati szektor eredményeket ért el a fellendülés idején felhalmozott adósságállomány és többletkapacitások leépítésében. A kilátásokat beárnyékolja, hogy egyelőre az átszervezések következtében még magas a munkanélküliség, és a beruházási tevékenység élénkülése is visszafogott.

A javuló tengerentúli konjunktúrával szemben a 2001–2002-es évek gazdasági lassulását idén sem követte gyors fellendülés Európában, az euróövezetben 2003 első felében alig fél százalékkal bővült a gazdasági tevékenység. Habár az eurózónában a konjunktúrávárakozások elmaradnak a tavasszal várttól, optimizmusra ad okot, hogy a kilátások kedvezőbbé váltak az őszi hónapokban. A szerény európai növekedést főleg a költségvetési hiány növekedése és a készletfelhalmozás tartja fenn, a magánfogyasztás, a beruházás és a nettó export csökkentőleg hat rá. Az alacsony fogyasztói bizalom mellett a növekedés fő gátja az európai export iránti elégtelen kereslet, melyre negatívan hat az euró erősödése is.

#### I-1. táblázat

#### Világgazdasági és regionális növekedési ütemek

	2001	2002	2003*		2004*	
			Ápr.	Szept.	Ápr.	Szept.
Világgazdaság	2,4	3,0	3,2	3,2	4,1	4,1
USA	0,3	2,4	2,2	2,6	3,6	3,9
Euróövezet	1,5	0,9	1,1	0,5	2,3	1,9
Kelet- és Közép-Európa	3,0	3,0	3,4	3,4	4,3	4,1

Forrás: IMF (2003): *World Economic Outlook*, április, szeptember  
\* Előrejelzés

Az euróövezet gazdasága 2004 második felében érheti el újból a potenciális növekedési ütemet. A több éven

át elhúzódó gyenge növekedés erősen próbára teszi a gazdasági szereplőket, így a pénzügyi stabilitás szempontjából is hordoz kockázatokat.

### NEMZETKÖZI KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

A fejlett országokban hosszú ideje gyenge konjunktúra következtében 2003 tavaszára rendkívül alacsony hozamok alakultak ki mind az euró-, mind a dollárpiacon. A nyár folyamán – az USA növekedési kilátásainak javulásával párhuzamosan – a hosszú lejáratú hozamokban korrekció volt megfigyelhető, mindazonáltal historikus összehasonlításban továbbra is igen alacsonynak tekinthetők a dollár- és euróhozamok.

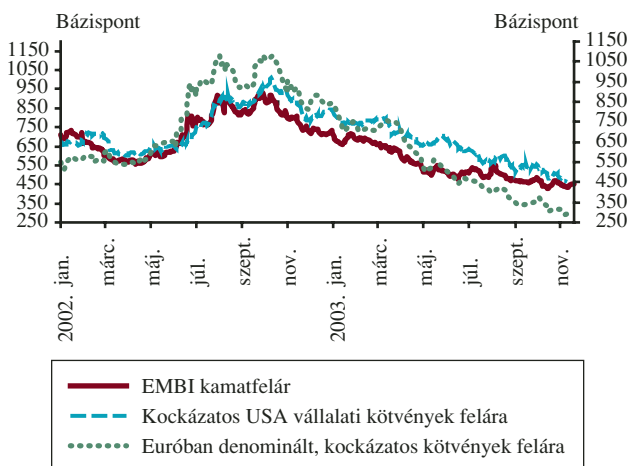
A feltörekvő piacok szempontjából 2003 eddig eltelt időszakában folytatódott a „kockázati étvágy” növekedése, a kockázati mutatók mérséklődését tapasztalhatuk. Egyes feltörekvő országok (pl. Brazília, Oroszország) hitelminősítése javult, és növelték a külföldi befektetők érdeklődését a fejlett országokban kialakult alacsony hozamszintek is.

A feltörekvő országok dollárban kibocsátott kötvényeinek hozamfeláraiból számított kockázati mutató (EMBI) az előző évekkel összehasonlítva rendkívül alacsony szinten áll. A nemzetközi piacon jól követhető összefüggés van a fejlett gazdaságok hozamszintje és a kockázati felárak között. Alacsony dollár- és euróhozamok mellett a befektetők figyelme a magasabb hozamú befektetések, pl. magasabb hozamú kötvények és részvények felé irányul, ami a kockázati felárak csökkenését okozza. Ez a folyamat játszódott le a fejlődő országok szuverén kötvényei mellett a kockázatosabb vállalati kötvények piacán is, mind az európai, mind az amerikai piacon.

Hosszabb távon stabilitási kockázatokat hordozhat, ha tartósan emelkedni kezdenek a dollár- és eurókamatok. A fejlett országokbeli kamatciklus jövő év második felére várt – de jelenleg még bizonytalan – fordulópontja megváltoztathatja a feltörekvő országok számára jelenleg kedvező befektetési környezetet. A befektetők ebben a helyzetben várhatóan csak magasabb hozamkülönbség mellett lesznek hajlandóak kockázatosabb eszközöket tartani, megdrágítva a feltörekvő országok finanszírozási lehetőségeit.

I-1. ábra

## Globális kockázati mutatók



Forrás: Reuters, J. P. Morgan

## REGIONÁLIS KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

A feltörekvő piacok kockázati megítélésének globális javulása mellett azonban szűkebb régiókban romlás volt tapasztalható. A Kelet-Közép-Európában felerősödött regionális bizonytalanság elsősorban annak köszönhető, hogy a csatlakozó országok egy részében a költségvetési hiány – a maastrichti konvergenciakritérium által meghatározott 3%-nál amúgy is magasabb szintről – az utóbbi egy-két évben tovább nőtt, ami a befektetők szemében bizonytalanná tette a konvergenciakritériumok teljesítésének időpontját, valamint a kormányzatoknak az euró bevezetése iránti elkötelezettségét. Mindez – részben a kedvezőtlen európai konjunkturális folyamatoknak tulajdonítható lanyha növekedéssel együtt – növeli a régió kockázatát és a valutaárfolyamokkal kapcsolatos bizonytalanságot.

Csehországban az államháztartási hiány 2003-ban a kormány előrejelzése szerint 7% fölé fog emelkedni, igaz, a cseh kormány már korábban deklarálta, hogy nem híve a korai euróövezeti csatlakozásnak, így a hiány nem kelt akkora aggodalmat, mint Lengyelországban és Magyarországon.

Lengyelország – Magyarországhoz hasonlóan – nyilvánosan is elkötelezte magát a gyors GMU-csatlakozás mellett, a konvergenciafolyamat a költségvetési kockázatok miatt azonban meglehetősen törekeny. A kockázatokkal tisztában vannak a piaci szereplők is, ezért nem bíznak a gyors GMU-csatlakozás lehetőségében. Szeptemberben komoly kételyek merültek fel a lengyel kormány költségvetési terveivel kapcsolatban, és a hónap végére a zloty jelentős mértékben, több mint 5%-kal leértékelődött az euróhoz képest. A lengyel valuta október végéig tovább gyengült, a hosszú hozamok pedig számottevően emelkedtek, mivel a kormány októberben nyilvánosságra hozott középtávú költségvetési terve sem tudta megteremteni a bizalmat az euró korai bevezetése iránt.

A növekvő regionális kockázatok tükröződnek a hitelminősítő intézetek hitelbesorolásaiban is. A Standard & Poor's már júniusban negatívra módosította a Lengyelország hitelképességére vonatkozó kilátásokat, november elején pedig egy fokozattal le is minősítette Lengyelország zlotyban denominált adósságát. A Fitch hitelminősítő július közepén pedig negatívra módosította Magyarország forintban és devizában denominált adósságának minősítési kilátásait.

Oroszország ellentmondásos hatást gyakorolt a kelet-közép-európai régió kockázati megítélésére. A nyár folyamán a nemzetközi hitelminősítők még felminősítették az országot. Ezzel ellentétes hatása volt azonban a Jukosz vállalat körül októberben kialakult feszültségeknek.



## I. 2. HAZAI PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

A 2003 májusa óta eltelt időszakban a magyarországi pénzügyi piacokat nagyfokú volatilitás és bizonytalanság jellemezte. A növekvő volatilitás mellett összességében a forint árfolyama leértékelődött, és jelentős hozamemelkedés zajlott le, ami a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium számottevő emelkedését mutatja. Ennek háttérében döntő részben országspecifikus tényezők, a konvergenciafolyamat várható alakulásával kapcsolatos bizonytalanság áll. Romlott a makrogazdasági fundamentumok piaci megítélése, elsősorban az ország külső egyensúlyi pozíciója kelt aggodalmat a piaci szereplők szemében. A költségvetési politika, valamint az inflációs folyamatok alakulásának hatására pedig megkérdőjeleződött a konvergenciakritériumok – a bejelentett 2008-as euróvezetési csatlakozáshoz szükséges – időben történő teljesíthetősége. A hazai makrogazdasági folyamatokkal kapcsolatos általános bizonytalanság nyomán a befektetők a korábbi időszakhoz viszonyítva érzékenyebben reagáltak a regionális, mindenekelőtt a lengyelországi eseményekre, valamint olyan rövid távú makrogazdasági adatokra is, amelyek önmagukban nem hordoznak jelentős információt a gazdasági folyamatok hosszabb távú alakulásáról. Összességében tehát nőtt a forint sérülékenysége és a pénzügyi fertőzéseknek való kitettsége.

Bár az árfolyam-várakozások alakulásában tetten érhető a várható ERM II-csatlakozással kapcsolatos kormányzati és jegybanki kommunikáció orientáló hatása, az árfolyam-bizonytalanság továbbra is jelentős. A legfőbb kockázati tényezőt a befektetők konvergenciafolyamatba vetett bizalmának további csökkenése jelenti, ami a forinthatamoktól elvárt kockázati prémium további emelkedését eredményezheti, ezáltal a forint leértékelődéséhez, illetve még nagyobb volatilitásához vezethet. A külföldi befektetők magyar gazdaságról való értékítéletének jelentősége az utóbbi években még hangsúlyosabbá vált, ugyanis a folyó fizetési mérleg finanszírozásában a közvetlen külföldi tőkebeáramlás mérséklődésével egyre jelentősebb a külföldiek állampapír-vásárlásának a szerepe.

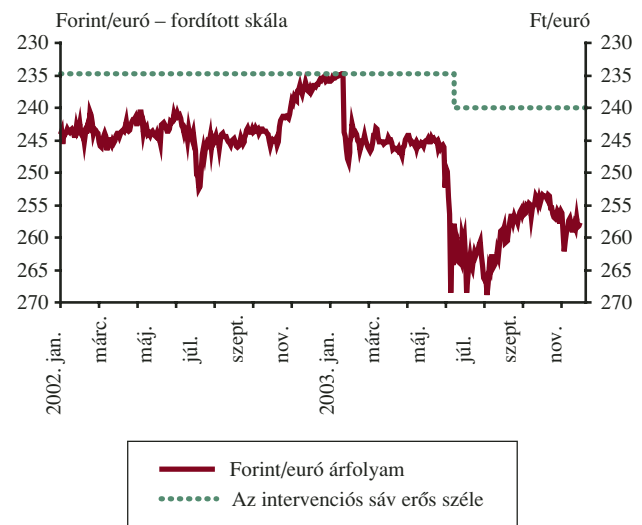
A forintbefektetések kockázati megítélésének romlását okozhatja a folyó fizetési mérleg hiányának szintje, amely a befektetők részéről felvetheti az árfolyam-korrekció lehetőségét. A kockázati megítélés romlását

eredményezheti, ha a költségvetési hiány a vártnál lassabban mérséklődik, vagy az infláció alakul a vártnál kedvezőtlenebbül. Ilyen kedvezőtlen fejlemények az euróvezetési csatlakozás várt dátumának későbbre tolódását okozhatják.

### ÁRFOLYAM- ÉS HOZAMALAKULÁS

#### I-2. ábra

#### A forint árfolyamának alakulása



Forrás: MNB

Az árfolyam- és hozamalakulás szempontjából az elmúlt fél év alapvetően három periódusra bontható.

A májusi–júliusi időszakot a forint árfolyamának szokatlanul nagy volatilitása és – az árfolyamsáv 2001. májusi kiszélesítése óta nem tapasztalt – tartós gyengesége jellemezte (lásd I-3. ábra). A forint árfolyama – amely a januári spekulációs támadás utáni hónapokban viszonylag stabilan, 245 Ft/euró körül alakult – májusban több tényező hatására gyengülni kezdett. A befektetési banki elemzők már az év elejétől aggodalommal figyelték a folyó fizetési mérleg, valamint a költségvetés hiányának növekvő trendjét. Az MNB május 26-án bejelentette, hogy felhagy a januári spekulációs támadást követő hó-

napokban végrehajtott devizapiaci műveleteivel.<sup>1</sup> Az árfolyam a hónap végéig 255 Ft/euróig gyengült, majd további jelentős árfolyamgyengülés következett be azt követően, hogy a kormány és az MNB június 4-én kismértékben, 2,26%-kal leértékelte a forint intervenció sávjának középfolyamát. A piaci szereplők a lépést nem tudták összeegyeztetni a jegybank korábbi monetáris politikájával és célkitűzéseivel. A forint két nap alatt több mint 5%-ot veszített értékéből, az árfolyam-bizonytalanságot tükröző mutatók pedig számottevően emelkedtek (lásd I-3. ábra).

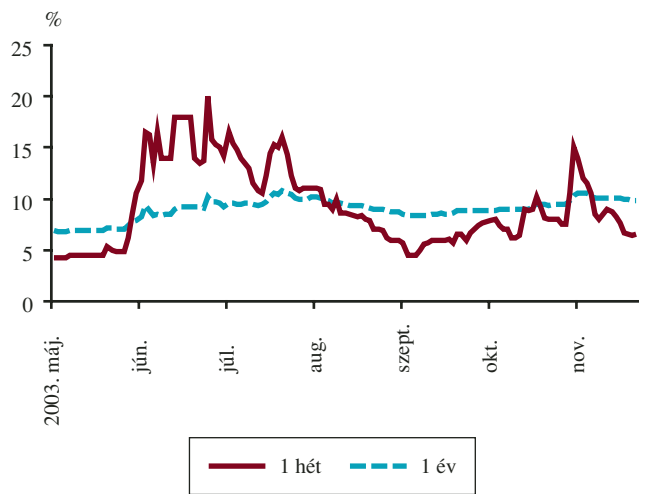
Az árfolyam leértékelődésével párhuzamosan jelentős hozamemelkedés zajlott le (lásd I-4. ábra). A jegybank a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium emelkedésének ellensúlyozásaként júniusban két lépésben, összesen 300 bázisponttal emelte irányadó kamatát az árfolyam védelmében, ami a piaci rövid hozamok hasonló mértékű megugrását eredményezte. A hosszú hozamok szintén számottevően, de a rövid hozamoknál kisebb mértékben nőttek, így az év első felében gyakorlatilag vízszintes hozamgörbe a – korábbi évekhez hasonlóan – ismét erőteljesen negatív lejtésűvé vált.

A sáv eltolását követő két hónapot a gazdaságpolitikai célokkal és kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság, valamint a konvergenciafolyamatba vetett bizalom romlása, és ennek következtében volatilis árfolyam és hozamalakulás jellemezte. Ebben az időszakban a hosszú hozamok szorosan együtt mozogtak a forint árfolyamával: a hozamok növekedése az esetek többségében az árfolyam gyengülésével párosult. Mindez arra enged következtetni, hogy a hozamváltozásokat meghatározó részben a külföldi befektetők által elvárt árfolyam-kockázati prémium változásai és/vagy a várt leértékelődés változásai magyarázták. A két tényezőt a rendelkezésre álló információk alapján nehéz elkülöníteni. A Reuters felmérése alapján az árfolyam-várakozások szintjének eltolódása mellett megmaradt a várakozások felértékelődő pályája, amelynek alapján azt vélhetjük, hogy elsősorban a bizonytalanság növekedése jelentette a döntő tényezőt az elvárt hozam növekedésében, amelyhez kisebb mértékben hozzájárult az euró hosszú hozamok június közepével kezdődő emelkedése is.

A második, július végétől október közepéig tartó szakaszt a június–júliusi volatilis időszakhoz képest jóval stabilabb árfolyam-alakulás, lassú erősödés, valamint a hosszú hozamok fokozatos mérséklődése jellemezte. Július végétől kezdődően a piaci bizonytalanság érzékelhetően csökkent, amit az opcióárakból számolt implikált volatilitások mérséklődése is jelez. Az árfolyam alakulásával kapcsolatos bizonytalanság enyhülésében valószínűleg fontos szerepet játszott az MNB kommunikációja is, amely fokozatosan a 250-260-as sávba terelte a várakozásokat.

I-3. ábra

**A forint árfolyamára vonatkozó implikált volatilitások alakulása\***



\* Forint-euró devizaopciók áraiból számított mutató, amely az árfolyam jövőbeli alakulásával kapcsolatos bizonytalanságot tükrözi.

Forrás: Reuters

A felértékelődési folyamat törekenységét jelzi azonban, hogy a piaci bizonytalanság mutatói szeptemberben újra emelkedésnek indultak, októberben pedig a forint árfolyama is esni kezdett. Az október közepe óta tartó időszakot szintén volatilis árfolyam-alakulás jellemzi, melynek során összességében a forint kb. 2%-ot veszített szeptember végi értékéből.

A felértékelődési trend megtöréséhez feltehetően több tényező is hozzájárult. Egyrészt a vártnál lényegesen rosszabb augusztusi fizetési mérleg októberi publikálását követően ismét felerősödtek az ország külső egyensúlyi helyzetével és a folyó fizetési mérleg finanszírozhatóságának törekenységével kapcsolatos aggodalmak, amelyek tetten érhetők több befektetési bank elemzéseiben is. A régióval kapcsolatos események közül feltehetően a zloty árfolyam-alakulása is hozzájárult az árfolyam-bizonytalanság ismételt növekedéséhez, valamint a forint gyengüléséhez.

Az október 30-át követő átmeneti árfolyamgyengülésben pedig már egyértelműen meghatározó szerepe volt a regionális hatásoknak: a hónap végén a lengyel, majd a magyar állampapírpiacra is rendkívüli mértékű hozamemelkedés zajlott le, amely a forint árfolyamára is hatást gyakorolt. Az emelkedés legnagyobb részben a középtávú hozamokat érintette: a 3 és az 5 éves benchmarkhozamok több mint 100 bázisponttal nőttek egy nap alatt, az éven belüli lejáratok esetén az éven belüli lejáratok 50-90 bázisponttal lettek magasabbak. Az MNB információi szerint a hozamemelkedés háttéré-

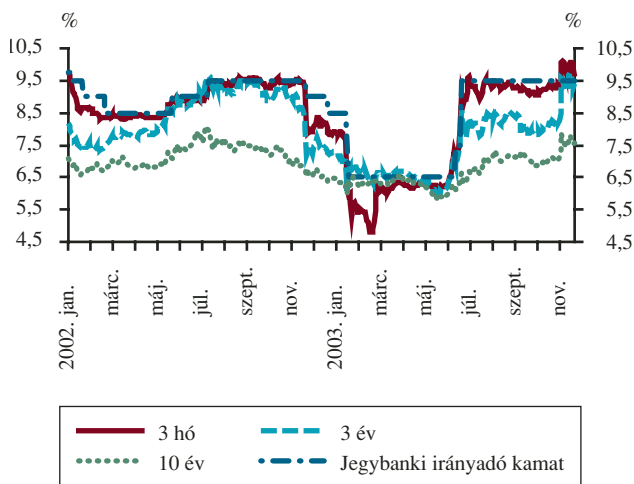
<sup>1</sup> A 2003. januári spekulációs támadást követően a jegybank devizapiaci forintvásárlásokkal segítette elő spekulációs tőke kiáramlását, ami hozzájárult a piaci folyamatok normalizálódásához és az árfolyam stabilitásához. Bővebben lásd Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2003/1.

ben feltehetően átmeneti, regionális okokkal összefüggő állampapír-eladások álltak. Néhány piaci szereplőnek az orosz és a lengyel piaci események miatt át kellett rendeznie a portfólióját, ami az alacsony likviditású piacon jelentős hozamemelkedést eredményezett, más szereplőket is pozíciózárásra kényszerítve. Ugyanakkor nem lehet kizárni, hogy a hozamok emelkedésében forinthozamoktól elvárt kockázati prémium hosszabb távú emelkedése is szerepet játszott.

Az MNB nyílt piaci műveletekkel igyekezett enyhíteni a piaci likviditási zavart. A beavatkozás célja tehát nem a hozamok szintjének tartós befolyásolása volt. A jegybank az állampapír-vásárlásokkal a likviditás hirtelen, és átmeneti okoknak köszönhető elapadása által okozott túlzott hozamreakciókat kívánta megakadályozni. A beavatkozások sikerrel jártak, a hozamok november elejéhez képest mérséklődtek, de november közepén még így is 50-100 bázisponttal haladják meg az október végére jellemző értékeket. Tekintettel arra, hogy ilyen mértékű, egy nap alatt lezajlott hozamemelkedésre már évek óta nem volt példa, számolnunk kell azzal, hogy a hozamokba tartósan beépül egy likviditási prémium komponens.

I-4. ábra

#### Állampapír-piaci referenciahozamok és az irányadó kamat



Forrás: MNB, ÁKK

### A GMU-CSATLAKOZÁSRA VONATKOZÓ VÁRAKOZÁSOK

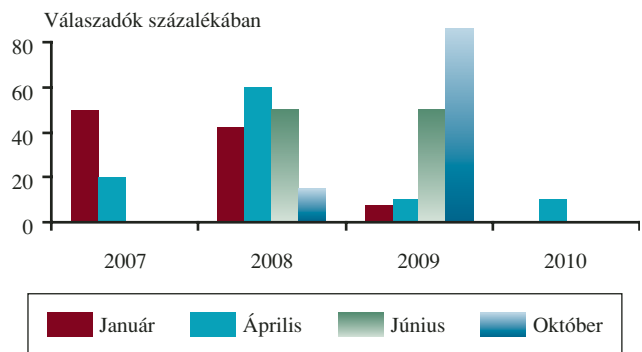
A Reuters elemzői felmérése azt mutatja, hogy az április óta eltelt időszakban határozottan későbbre tolódott a GMU-csatlakozás várt időpontja, amelyhez a sáv eltolása nyomán kialakult, a gazdaságpolitika várható alakulásával kapcsolatos bizonytalanság és a jövő évi költségvetési tervek is hozzájárultak (lásd I-5. ábra). Míg áprilisban az elemzők több mint a fele 2008-at jelölte meg legvalószínűbb dátumként, addig novemberben

már a legtöbben 2009-et tartották a belépés legesélyesebb időpontjának. A makroelemzők tehát annak ellenére nem bíznak a konvergenciakritériumok megfelelő időpontban történő teljesítésében, hogy a kormány és az MNB is a 2008-as csatlakozási dátumot jelölte meg célként.

Míg az euró bevezetése tekintetében a 2008-s dátumnak az elemzők csekély valószínűséget tulajdonítanak, az ERM II-csatlakozásra vonatkozó várakozások alakulásában tetten érhető a kormány és az MNB kommunikációjának orientáló hatása. A makroelemzők – a kormány által megjelölt menetrenddel összhangban – jellemzően 2004–2005-re várják az ERM II-belépést. A középárfolyamra vonatkozó várakozások pedig augusztus óta a 250-260 Ft/eurós sávban mozognak, amely tartományt a Monetáris Tanács augusztusban az árstabilitást és a versenyképességet egyaránt támogató árfolyamszintként jelölt meg.

I-5. ábra

#### A legvalószínűbbnek tartott GMU-csatlakozási időpontok eloszlása



Forrás: Reuters

### REÁLKAMAT

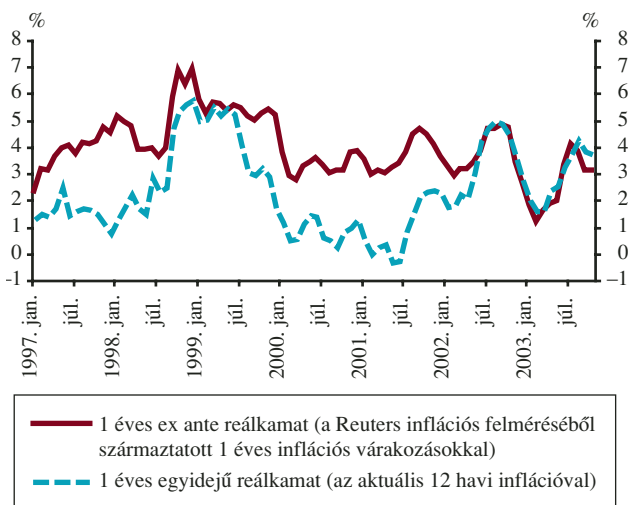
A hozamok május óta bekövetkezett, csaknem 300 bázispontos növekedése nyomán a reálkamat szint is emelkedett, bár – mivel inflációs várakozások is felfelé módosultak – a nominális kamatoknál jóval kisebb mértékben (lásd I-6. ábra). Az egyéves előretekinthető reálkamat az elmúlt fél évben bekövetkezett, több mint 200 bázispontos emelkedése véleményünk szerint nem jelent stabilitási kockázatot, a reálkamat ugyanis a spekulációs támadás után kialakult rendkívül alacsony szintről tért vissza az elmúlt évek viszonylatában általánosnak mondható 3-4% körüli szintre.

### A KÜLFÖLDIEK ÁLLAMPAPÍR-VÁSÁRLÁSAI

A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozásában az utóbbi egy-két évben meghatározó szerepe van a külföldi befektetők állampapír-vásárlásának. Ezért stabilitási szempontból kiemelt jelentősége van a külföldiek ma-

I-6. ábra

Reálkamatok alakulása



Forrás: MNB, Reuters, KSH

gyar állampapírok iránti keresletének és az azt meghatározó tényezők alakulásának.

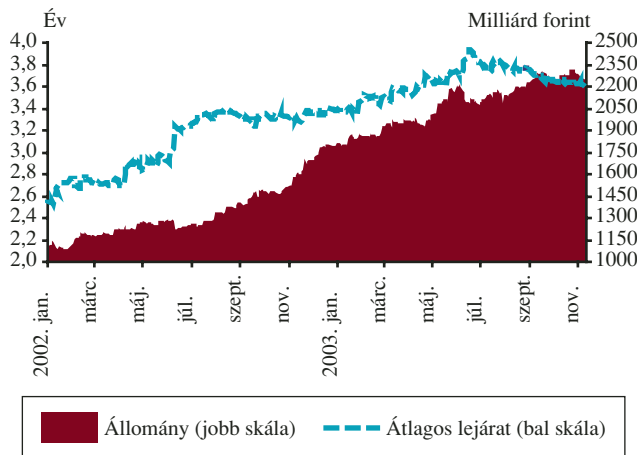
A 2003 májusa óta eltelt időszakban számottevően – mintegy 250 milliárd forinttal – nőtt az külföldiek kezében lévő állampapír-állomány, bár ez a korábbi évekhez viszonyítva jóval lassabb növekedési dinamikát jelent (lásd I-7. ábra). Az állomány az elemzett időszakban viszonylag volatilis alakult, a több ízben is jelentősebb állampapír-eladásokra került sor. Az első eladási hullám júniushoz, a sáv eltolását követő bizalmi válsághoz köthető, amikor – bár csak átmenetileg – az állomány néhány nap alatt mintegy 100 milliárd forinttal csökkent. Az állomány jóval kisebb mértékű, kb. 40 milliárd forintos csökkenését eredményezték az október 30–31-i állampapír-eladások, amelyek azonban rendkívüli mértékű hozamemelkedéssel jártak együtt.

Az elmúlt félév állampapír-piaci eseményeit figyelembe véve felmerül a kérdés, hogy mennyire tekinthető stabil finanszírozási forrásnak a portfólióbefektetések e formája, illetve olyan spekulatív tőkebeáramlásról van-e szó, amely a külföldi befektetők állampapírok iránti keresletének változása esetén – jelentős tőke kivonást vonhat maga után. A következőkben a külföldi befektetők viselkedési jellemzőinek és a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány lejárat szerkezetének elemzése alapján azt vizsgáljuk meg, milyen stabilitási kockázatot hordozhat magában a külföldi befektetők állampapírok iránti keresletének hirtelen változása.

A külföldi befektetők jelenleg a piacképes forintállampapír-állomány 38%-át birtokolják. E magas arány és az állomány gyors növekedése felveti a kérdést, hogy létezik-e olyan kritikus szint, amelyen túl a nettó külföldi kereslet csökkenése valószínűsíthető. A nemzetközi ta-

I-7. ábra

Külföldiek állampapír-állománya és átlagos lejárat



Forrás: ÁKK

paszta-  
latok azon-  
ban azt mu-  
tatják, hogy a külföldiek ará-  
nya a forintkötvényeken belül nem kirívóan magas, te-  
hát az állomány további növekedésének önmagában ez  
nem lehet akadálya.

Az elmúlt években az állampapírok állományának növe-  
kedése gyakorlatilag csak olyan esetekben tört meg,  
amikor jelentősebb mértékben megrendült a gazdaság-  
politika hitelessége, és jelenösen romlottak a konver-  
genciafolyamat várható folytatására vonatkozó várako-  
zások. (pl. a 2003. júniusi sávveltolást követően). A rövid  
távú monetáris politikai várakozások, illetve a nemzet-  
közi „kockázati étvágó” változásai az elmúlt évek alap-  
ján sokkal kisebb mértékben befolyásolják az állampa-  
pírpiaci keresletet. A fentiek alapján úgy véljük, hogy a  
forintállampapírok iránti külföldi kereslet tartós elapadá-  
sára elsősorban abban az esetben kell számítanunk, ha  
komolyan megrendül a konvergenciafolyamatba vetett  
befektetői bizalom, ami a kockázati prémium jelentős  
és tartós megemelkedését jelentheti.

Mivel az állampapírpiacra nagy mennyiségű állampapír  
eladása – a méretbeli korlátok miatt – csak jelentős árha-  
tással lehetséges, kicsi a valószínűsége, hogy egy bizalmi  
sokk esetén az állomány hirtelen leépítésére kerüljön sor.  
A viszonylag alacsony likviditás miatt ugyanakkor egy-egy  
nagyobb tranzakció is komoly hozamváltozáshoz vezet-  
het, indokolatlan hozamvolatilitást eredményezve.

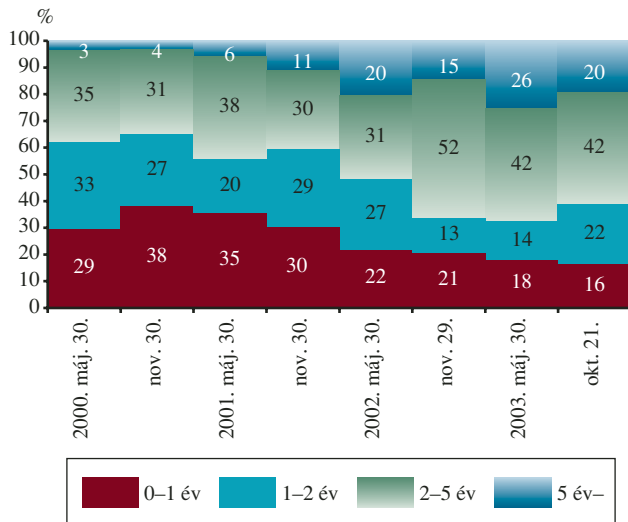
A fenti likviditási szempontok feltehetően jelentős szere-  
pet játszottak az október végi rendkívüli hozamemelke-  
désben, hiszen az állomány október végéhez viszonyítva  
mindössze 40 milliárd forinttal csökkent. Egyelőre azon-  
ban még bizonytalan, hogy az eladási hullámban mekko-  
ra szerepet játszottak a külföldi befektetőknek a hazai  
makrogazdasági helyzettel kapcsolatos romló várakozá-  
sai, így még nem egyértelmű, hogy a jövőben mennyire  
kell a kereslet tartósabb csökkenésével számolnunk.



A külföldi befektetők az elmúlt években többnyire az árfolyamkockázat fedezése nélkül vásároltak állampapírt, vagyis a kamatpozíció mellé árfolyam-pozíciót is vállaltak. Figyelembe kell azonban vennünk, hogy swapügyletek kötésével a befektetők anélkül is csökkenteni tudják árfolyam-pozíciójukat, hogy az állampapírok tényleges eladására kerülne sor.<sup>2</sup> Ez történt idén júniusban, az intervenciós sáv júniusi eltolását követő bizalmi válság idején is, amikor a külföldiek kezében lévő állampapírok állományának csökkenésével párhuzamosan nőtt a swapállomány. A swapállomány növekedése arra utal, hogy a megnövekedett árfolyam-bizonytalanság miatt a befektetők egy része az állampapír eladása helyett a swappal történő fedezéssel mérsékelte árfolyam-kockázati kitétségét, amely stratégia a devizapiacra támasztott kereslet-kínálat tekintetében megegyezik az állampapír-eladással. Az árfolyam-kockázati kitétség ilyen módon való csökkentése, illetve a swappal finanszírozott állampapír-vásárlás ugyanakkor drága módszer, hiszen az állampapír nettó hozamát ellensúlyozza a swap implikált hozama, amit a vevő fizet. Veszteség vagy nyereség csak az eszköz-, és a forrásoldal eltérő durationjából adódik – a hozamgörbe elmozdulása esetén –, mivel a swapok többnyire rövid lejáratúak. A swapállomány júliusi–augusztusi csökkenése pl. arra vezethető vissza, hogy a swappal való finanszírozás (forinthitel felvétele) a jegybanki kamatemelések következtében jelentősen megrágult.

I-8. ábra

### A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány lejáratú megoszlása



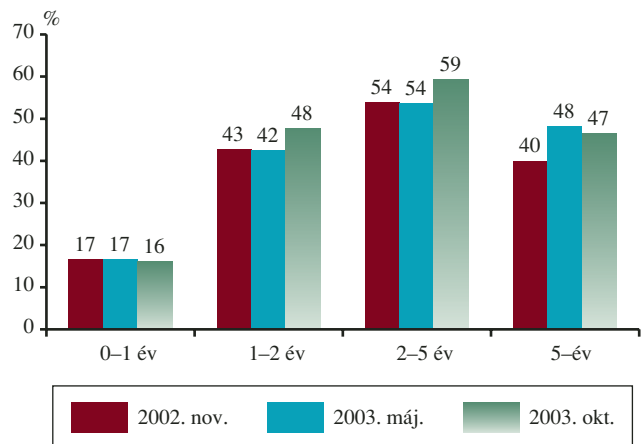
Forrás: ÁKK

A tőkeáramlások ingadozásának való kitétség szempontjából fontos információt hordoz a nem rezidensek állampapír-állományának lejáratú szerkezete. A rövid távú, magas kamatkülönbözetre vagy árfolyamváltozásra irányuló spekuláció elsődleges célpontja a rövid lejáratú

papírok piaca. A külföldiek kezében lévő állampapír-állománynak azonban mindössze 16%-a éven belüli lejáratú, ráadásul az ilyen papírok aránya portfólióban az elmúlt években határozottan csökkenő tendenciát mutat (lásd I-8. ábra). Amíg a külföldiek a teljes állampapír-állomány 40-60%-át birtokolják az éven túli lejáratok esetében, addig az éven belüli lejáraton részesedésük kisebb, mint 20% (lásd I-9. ábra). Még kisebb az arány az eredetileg is rövid lejáratú befektetésként vásárolt diszkontkincstárjegyek esetében, ahol a külföldiek által birtokolt állomány eddig egyszer sem érte el a 10%-ot. Ebből arra következtethetünk, hogy a magyar állampapírpiac szereplő külföldi befektetők zöme nem rövid távú spekuláció céljából, hanem hosszabb távra, a konvergenciafolyamatban bízva tartja a forintállampapírokat.

I-9. ábra

### A külföldiek aránya az állampapírok piacán az egyes lejáratokon



Forrás: ÁKK

Mindezek mellett azonban tény, hogy júniusban megtört a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány átlagos hátralévő futamidejének 2001 óta tartó növekedési trendje, a mutató október végéig a május végi 3,9 évről 3,6 évre rövidült (lásd I-10. ábra). A május végétől számított kumulatív külföldi állományváltozást lejárat szerint megbontva azonban látható, hogy az átlagos futamidő rövidülését nem a rövid, hanem a középlejratú (2-4 év) papírok iránti kereslet növekedése okozta, ami stabilitási szempontból megnyugtatóbb fejlemény.

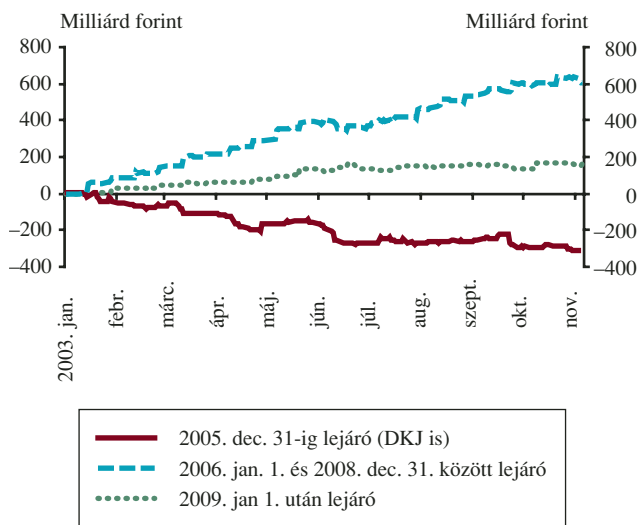
## RÉSZVÉNYPIAC

Az elmúlt fél évben – kisebb átmeneti visszaesésekkel tarkítva – a világ vezető tőzsdéin folytatódott a 2003 tavaszán kezdődött növekedési trend, a főbb részvényindexek 15-30%-kal nőttek a május óta eltelt időszakban (lásd I-11. ábra). A piaci optimizmus erősödése elsősorban a globális konjunkturális kilátások javulásának, min-

<sup>2</sup> Bővebben lásd Csávás-Kóczán: A származékos forintpiac fejlődése és hatása a pénzügyi stabilitásra. Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2003/2.

I-10. ábra

**Az állampapír-állomány változása lejárat szerint január és november között**



Forrás: ÁKK

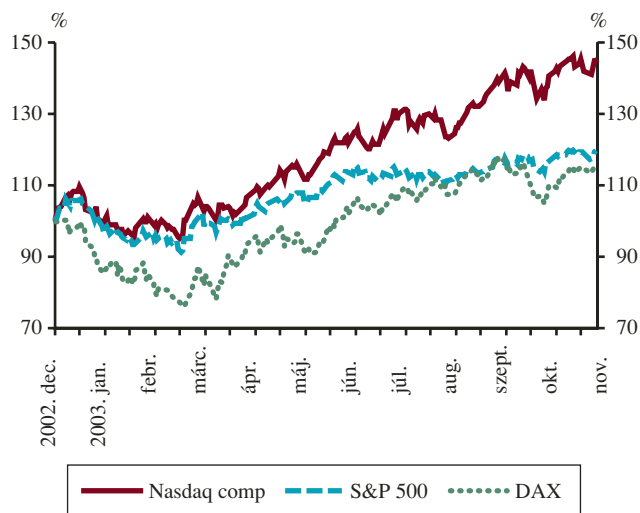
denekelőtt a vállalatok javuló jövedelmezőségének és a hatékonyabb működést elősegítő átszervezéseknek köszönhető. A részvények iránti keresletet erősítette a hosszú hozamok – javuló növekedési kilátásokkal szintén összefüggésben lévő – emelkedése is.

Alapjában véve a nemzetközi trendeket követte a közép-európai regionális tőzsdeindex, a CESI is, október végén azonban az orosz Jukosz cég botrányát követően a közép-európai részvények esni kezdtek (lásd I-12. ábra). A Jukosz-botrány közvetlenül nem befolyásolja a közép-kelet-európai országok gazdaságát. Az elmúlt években emellett az a tendencia rajzolódott ki, hogy a csatlakozó országok kockázati megítélését egyre kevésbé befolyásolják az egyéb feltörekvő országok eseményei. A közép-kelet-európai tőzsdék reakciója ezért inkább azt mutatja, hogy az általános regionális bizonytalanság miatt a befektetők érzékenyebbé váltak a csatlakozó országokat közvetlenül nem érintő információkra is.

A BUX a május óta eltelt időszak egészét tekintve a nemzetközi indexekkel hasonló mértékben – október végéig 17%-kal – nőtt. Az index időbeli alakulása azonban egyéni mintázatot mutat, ami országspecifikus tényezőknek köszönhető. A BUX júniusban – a nemzetközi trendekkel ellentétben – több mint 5%-ot gyengült, ami az intervenció sáv eltolása nyomán kialakult, a gazdaságpolitikával és a konvergenciafolyamattal kapcsola-

I-11. ábra

**Fő tőzsdeindexek (2002. december 31. = 100%)**



Forrás: Reuters

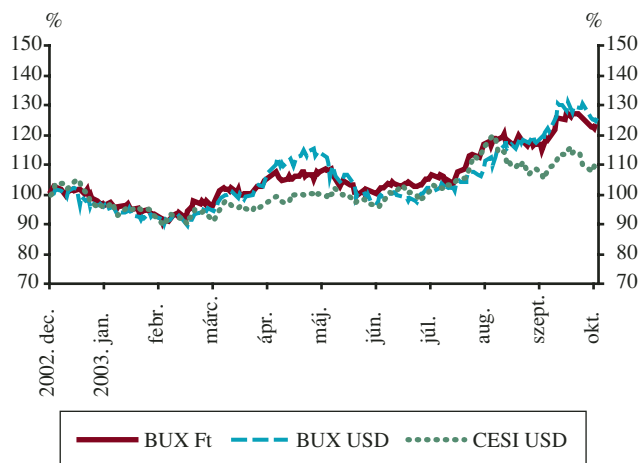
tos bizonytalanságot tükrözi. A magyar tőzsdeindex a bizonytalanság enyhülésével párhuzamosan, júliusban kezdett el ismét növekedni. A BUX a CESI-hez hasonlóan, bár annál kisebb mértékben, esett az október végi regionális bizonytalanság nyomán.

A tőzsdei aktivitás – különösen a II. negyedévben – jelentősen nőtt az elmúlt fél év során: a napi átlagos forgalom az elmúlt évekhez viszonyítva magas, 8,5 milliárd Ft volt.

I-12. ábra

**Közép-európai tőzsdeindexek**

(2000. december 31. = 100%)



Forrás: Reuters

## I. 3. NÖVEKEDÉS ÉS INFLÁCIÓ

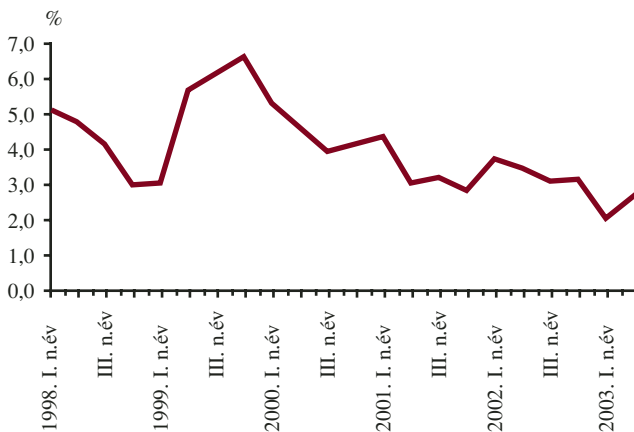
### NÖVEKEDÉSI KILÁTÁSOK

Magyarországon az elmúlt években fokozatosan csökkent a GDP növekedési üteme, 2003 I. félévében a gazdasági növekedés 2,5%-ra süllyedt (lásd I-13. ábra). Stabilitási szempontból kockázatokat hordoz a gazdasági növekedés tartós lassulása, hiszen a kedvezőtlen konjunkturális folyamatok kihatnak a vállalati szektor jövedelmeire, kilátásaira és áttételesen a vállalatokat finanszírozó pénzügyi szektorra is.

I-13. ábra

#### A GDP növekedése

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



A gazdaság növekedési ütemét meghatározó komponensek közül elsősorban – a gyenge európai konjunktúrával összhangban – az export lassulása állt a GDP növekedési ütemének csökkenése mögött. Míg az erős belföldi kereslet miatt az import növekedési üteme nem csökkent 2001 óta, addig az export növekedési üteme több mint 6 százalékponttal esett vissza, így az erőteljesen negatívvá váló nettó export – habár ahhoz hozzájárult a vállalatok beruházási tevékenységének élénkülése is – 2003 I. félévében fékezte a gazdaság növekedését.

A magyar exportdinamika jól követte külkereskedelmi partnereink konjunkturaciklusát. 2000 végétől folyamatosan csökkent főbb külkereskedelmi partnereink importvolumene és exportpiacunk csak 2003 végére éri el ismét a 2000 végi szintet. A kedvezőtlen konjunkturális

feltételek ellenére is folyamatosan tudta növelni piaci részesedését az EU-ban a magyar gazdaság a 2000-ben tapasztalt átmeneti visszaesés után. 2003 első negyedévében ez a tendencia átmenetileg megtört, de hamar korrigálódott: az év egészét tekintve továbbra is nőni fog a magyar vállalatok piaci részesedése az EU-ban.

I-14. ábra

#### Magyarország piaci részesedése az EU-ban\*



Forrás: Európai Bizottság, Eurostat és MNB.

\* Részesedés az EU összes EU-n kívülről származó importjából.

A legfrissebb adatok szerint a magyar gazdaság 2003 első félévében túljutott a gazdasági ciklus mélypontján, és a következő időszakra a lassú fellendülés lesz a jellemző, összhangban az euróövezetben erősödő konjunktúrával. Magyarország kis, nyitott gazdaság, a külkereskedelem döntő részét az euróövezet tagjaival bonyolítja, így a gazdasági ciklusokra meghatározó befolyást gyakorolnak az európai folyamatok. Mindazonáltal az elmúlt években a belföldi gazdasági szereplők viselkedése, a rendkívül dinamikus növekvő belső kereslet jelentősen eltérítette a gazdaság pályáját a külső környezet által indokolttól.

Az európai gazdaság gyengélkedéséből fakadó kockázatokat az elmúlt két évben csökkentette a választási ciklussal összefüggő belföldi keresletélénkítés, mivel hozzájárult a gazdasági növekedés fenntartásához, mérsékelve a magyar gazdaság ciklikus ingadozását. A gazdasági növekedés ilyen szerkezete azonban hosszabb távon nem fenntartható, ezért a magyar gazdaságpoliti-

## I-2. táblázat

GDP és komponenseinek éves növekedési üteme  
(éves növekedési ütem, százalék)

	Tény			Előrejelzés*		
	2001	2002**	2003. I. félév	2003	2004	2005
Lakossági fogyasztás	5,3	9,4	7,9	7,2	1,7	2,5
Háztartások fogyasztási kiadásai	5,7	10,5	8,7	7,9	2,3	2,6
Természetbeni társ. juttatások	3,8	4,9	4,4	4,0	-1,0	2,0
Közösségi fogyasztás	4,9	5,0	5,7	4,0	1,5	2,0
Állóeszköz-felhalmozás	3,5	7,2	0,5	3,6	3,9	4,5
„Belföldi végső értékesítés”***	4,8	8,4	6,2	6,0	2,2	2,9
Belföldi felhasználás	1,9	5,4	6,6	6,6	2,3	3,0
Export	8,8	3,8	2,4	3,4	7,5	8,1
Import	6,1	6,1	7,5	8,0	6,0	7,0
<b>GDP</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>

\* A 2003. novemberi Jelentés az infláció alakulásáról c. kiadvány alapján.

\*\* A KSH 2003. októberi adatközlése, bővebben lásd a Jelentés az infláció alakulásáról c. kiadványban.

\*\*\* Belföldi végső értékesítés = Lakossági fogyasztás + Közösségi fogyasztás + Állóeszköz-felhalmozás.

ka is szükségszerűen a költségvetési hiány fokozatos lefaragása irányába mozdult el. A jövőre nézve azonban a belföldi kereslet szükségszerű összehúzódása eltérő hatásokkal jár az egyes szektorokban, e hatásoknak – elsősorban a háztartások esetében – stabilitási következményei is lehetnek.

A nem fenntartható szerkezetű növekedést az előrejelzések szerint 2004-ben egy – elsősorban a háztartási szektort érintő – igen jelentős kiigazítás követi, mely a következő években kiegyensúlyozottabb növekedést tesz lehetővé. A háztartások nettó reáljövedelme az idei és a tavalyi évben összesen több mint 20%-kal nőtt, míg 2004-ben gyakorlatilag nem fog emelkedni. A háztartási szektornak a reáljövedelmek stagnálása miatt megváltozó fogyasztási és megtakarítási viselkedése több stabilitási kockázatot is felvet. A kockázatokat tovább erősítheti, hogy a háztartások jövedelemvárakozásai tovább romolhatnak a munkapiaci folyamatok miatt. Egyrészt a reálbérek elmúlt időszakbeli jelentős emelkedése miatt a konjunktúra élénkülése ellenére sem várható a munkakereslet szignifikáns bővülése a versenyszektorban, másrészt a közszférában bejelentett nagyarányú létszámleépítés is a jövedelemvárakozások borúsabbá válását okozza.

Jelentős kockázatnak tekinthető a fogyasztási dinamika erőteljes visszaesése, melynek hatása túlmutat a háztar-

## I-3. táblázat

## Lakossági jövedelem, fogyasztás és felhalmozás alakulása (éves növekedési ütemek, százalék)

		Reál nettó lakossági jövedelem	Fogyasztási kiadások reálértéke	Felhalmozási kiadások reálértéke
2002	Tény/beclsés	12,3	10,5*	20–30
2003	Előrejelzés**	7,9	7,8	0–10
2004		0,8	2,3	(–10)–0
2005		3,1	2,6	(–5)–5

\* A KSH 2003. októberi adatközlése, bővebben lásd a Jelentés az infláció alakulásáról c. kiadványban.

\*\* A 2003. novemberi Jelentés az infláció alakulásáról c. kiadvány alapján.

tási szektoron. Makrogazdasági szinten is kockázatot okozhat, hogy az elmúlt évek fogyasztásbővülésére alapozva a szolgáltató szektor jelentős beruházásokba fogott, a fogyasztási kiadások folyamatos növekedésében bízva. Az előrejelzések szerint a következő években a szerény mértékben bővülő háztartási jövedelmeket csak kismértékben fogja meghaladni a fogyasztás emelkedése. A 2004-re várt lassuló fogyasztásnövekedés megkérdőjelezi a piaci szolgáltató szektor kapacitásbővítését, ha azt az elmúlt évek gyors fogyasztásbővülésének fennmaradására alapozták. A pénzügyi szektorban közvetlenül növelheti a kockázatokat, ha a háztartások a fogyasztás simítása céljából növelik a fogyasztási hitelek keresletét, ennek hatására jelentősen romolhat – a bankrendszer mérlegében egyre nagyobb súlyt képviselő – fogyasztási hitel-állomány minősége. Az új fogyasztási hitelek mellett a már meglévő állomány törlesztése is nehézségeket okozhat stagnáló jövedelemszint mellett.

A lakáspiacon és az utóbbi években rendkívül dinamikus növekvő lakáshitelekkel kapcsolatban több csatornán keresztül jelentkezhettek kockázatok. Továbbra is fennáll a lakáshitelek gyors bővülésének veszélye, ezzel egy időben új kockázatok is jelentkeznek. A jelenlegi adósok döntő többsége a gyors reáljövedelem-emelkedés időszakában vette fel a lakáshitelt, így a stagnáló jövedelem a törlesztés terhei miatt kockázat forrásává válhat. E hatáson túl a jövedelemvárakozások romlása csökkentheti az új kereslet megjelenését a piacon.

A bankrendszert közvetlenül nem fenyegeti a lakáshitelek törlesztésének esetleges megingása, hiszen a jelzáloghitelek – nemzetközi összehasonlításban igen pruden módon – az ingatlan értékének csupán 60-70%-át teszik ki. Mindazonáltal, ha a romló jövedelempozíciók mellett az adósok számottevő része nem tudná tovább fizetni a törlesztését, és ezért tömegesen értékesíteni kellene a nemfizetők lakásait, akkor az jelentékeny társadalmi költségekkel járna. A kormányzati döntések hatásaként szigorodó szja-kezdmények tovább csökkentik az érintett háztartások rendelkezésre álló jöve-



delmét. Egy átlagos lakáshitel (6,5 millió Ft) és 4 millió Ft feletti jövedelem esetében az adókedvezmény eltörlése – eredményszemléletben – megfelel az effektív hitelkamatok kb. 5-7%-os emelkedésének. Ez a szigorítás nemcsak az új hitelekkel érinti, hanem azok terhei is növekednek, akik a korábbi években vettek fel lakáshitelt.

A lakáspiaci kereslet megváltozása a lakásárak növekvő volatilitását okozhatja, mivel a kivitelezés időigényéből adódóan rövid távon rendkívül merev a kínálat. Ha a stagnáló jövedelmek és a kedvezőtlen munkapiaci kilátások következtében jelentősen mérséklődnek a jövőbeli jövedelemvárakozások, és az óvatossá váló háztartások erőteljesen csökkentik lakásberuházásukat és így a lakáshitelek iránti keresletüket, akkor az egyrészt a lakásárak ingadozását okozhatja, másrészt a csökkenő kereslet megnehezíti a lakáspiaci beruházók pénzügyi helyzetét, növelve finanszírozóik kockázatát.

A vállalatok beruházási aktivitását szektorális bontásban vizsgálva látható, hogy az elmúlt két évben a teljes vállalati kör beruházási üteme meghaladta a feldolgozóiparét. A növekedési ütemek közötti különbséget a piaci szolgáltató szektor erőteljes – a belső keresletre alapozott – beruházásai magyarázzák.

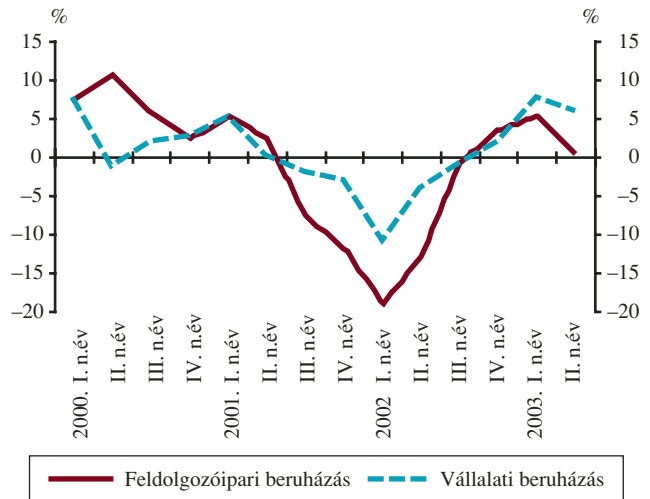
A vállalati szektorban a piaci szolgáltató vállalatok beruházásait érintő – a háztartások fogyasztásának megváltozásából fakadó – kockázatokon túl a feldolgozóipari beruházások esetében a külső konjunktúra alakulása jelent bizonytalanságot. A nagyrészt exportra termelő, feldolgozóipari vállalatok körében jellemzőek a javuló konjunkturális kilátások, az elmúlt időszakban nőtt a kapacitáskihasználtság, és emelkedett a jövőbeni rendeléseikhez képest kapacitásaikat alacsonynak ítéelő cégek részaránya. Tekintve, hogy e cégek az euróövezet gazdaságának gyors fellendülésére alapozzák beruházásaikat, az exportpiacok elhúzódo kilábalása feszültséget okozhat a vállalatok finanszírozásában.

Összességében előrejelzéseink szerint a gazdaság 2003-ban túljutott a konjunktúraciklus mélypontján, és

I-15. ábra

### A feldolgozóipari és teljes vállalati beruházások volumenének alakulása

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



2004-től a növekedés gyorsulása várható. A lakossági fogyasztás növekedési ütemének rendkívül jelentős mérséklődése, valamint a vállalati beruházások prognosztizált emelkedése mindenképpen a gazdasági növekedés szerkezetének kedvezőbb irányba történő változását vetíti előre, amely a következő években kiegyensúlyozottabb növekedést tesz lehetővé.

A makrogazdasági stabilitás szempontjából a legfőbb kockázati tényezőt a háztartások fogyasztási, megtakarítási viselkedésében várt változások okozzák. További kockázatot az euróövezet gazdaságának vártnál lassabb fellendülése jelenthet, amely a vállalati szektor jövedelmezőségének lassabb emelkedését okozhatja.

## INFLÁCIÓ

2003-ban, *Jelentésünk* elkészítéséig, végig 5% alatt maradt az infláció, folytatódott a maginflációs mutató csökkenése (lásd I-16. ábra). A kedvező eredmények ellenére

I-4. táblázat

### A beruházás alakulása (éves változás, százalék)

	Súlyok %	2001	2002**	2003	2004	2005
		Becsült tény		Előrejelzés***		
Vállalati szektor	57	1,0	(-2,1)	2 - 6	3 - 7	4 - 8
Állam*	19	(-6,9)	29,5	2 - 5	0 - 8	0 - 6
Lakosság	24	21,4	18	0 - 5	(-5) - 2	(-5) - 0
<b>Beruházás összesen</b>	<b>100</b>	<b>3,2</b>	<b>7,2</b>	<b>2,0 - 4,0</b>	<b>2,0 - 6,0</b>	<b>2,5 - 6,5</b>

Beruházásadatok, melyek különbözhetnek a bruttó állóeszköz-felhalmozás mutató értékétől.

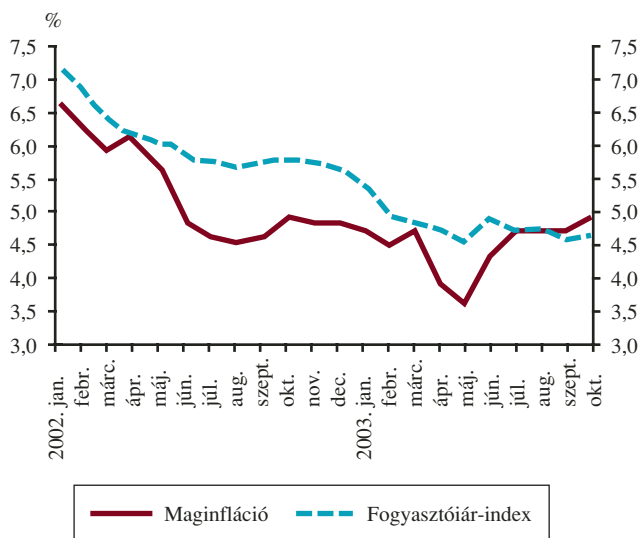
\* Az autópálya-építést az állami beruházások között szerepeltettük.

\*\* A KSH 2003. októberi adatközlése, bővebben lásd a *Jelentés az infláció alakulásáról* c. kiadványban.

\*\*\* A 2003. novemberi *Jelentés az infláció alakulásáról* c. kiadvány alapján.

I-16. ábra

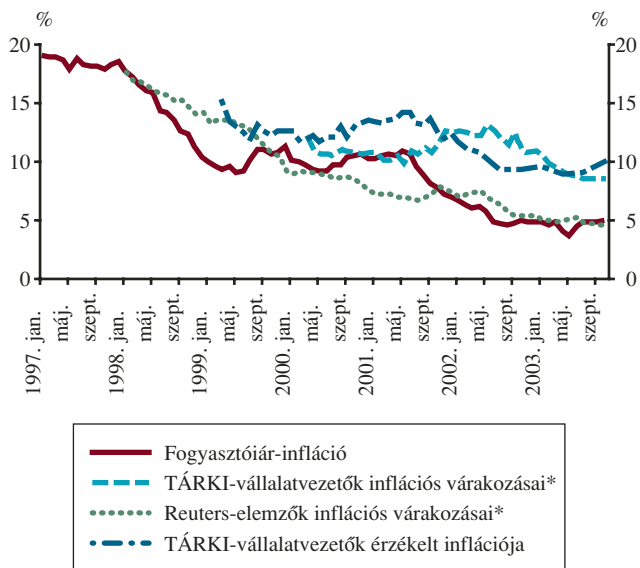
**A fogyasztóiár-index és a maginfláció alakulása**  
(előző év azonos időszakához képest)



bizonytalansági tényezőt jelent, hogy az indirekt adók emelésének következtében 2004-ben – egyszeri hatásként – számottevő mértékben emelkedni fog az árszínvonal. Az infláció növekedése felveti az infláció volatilitásának, illetve az inflációs bizonytalanság emelkedésének kockázatát. A Reuters, valamint a TÁRKI vállalatvezetők körében végzett felmérései azt mutatják, hogy az egy évre előretekintő várakozások növekedése mellett az inflációs sokk ellenére a várakozások bizonytalansága (az előrejelzések szóródása) nem haladja meg a szokásos mértéket. Ez azt mutathatja, hogy az infláció emelkedése viszonylag jól kalkulálható tényezők következménye.

I-17. ábra

**Az infláció és az adott időszakra vonatkozó egy évvel korábbi inflációs várakozások alakulása**



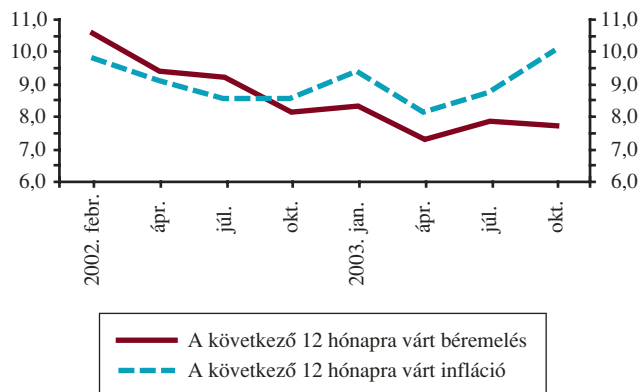
\* Az adott időszakra vonatkozó 12 hónappal korábbi inflációs várakozások.

Annak ellenére, hogy a piaci elemzők igen jól látják előre az inflációs folyamatok tendenciáját, az elmúlt két évben a megvalósult infláció jellemzően alacsonyabb volt, mint az egy évvel korábbi elemzői várakozások. A tévedés mértéke (1-2 százalékpont) azonban nem volt olyan mértékű, hogy stabilitási szempontból figyelemre méltó meglepetésdezinflációról beszélhesünk (lásd I-17. ábra).

Az inflációs várakozásokkal kapcsolatban jelentősebb stabilitási kockázatot hordoz, hogy a vállalatvezetők inflációs várakozásai – az árfolyamsáv szélesítése óta eltelt több mint két évben – folyamatosan és szignifikánsan meghaladják a tényinflációt. Mindazonáltal a vállalatvezetők várakozásai konzisztensek az általuk érzékelt inflációval, az attól vett eltérés kevésbé jelentős.

I-18. ábra

**A vállalatvezetők inflációs és bérvárakozásai a TÁRKI felmérésében**



Az inflációval kapcsolatos további kockázatot jelenthet a vállalati árazási magatartás áfaemelésre való reakciója, mivel az áfa emelése megváltoztatja az árak – piacgazdaságban szokásos – információtartalmát. A kérdés elsősorban azoknál a vállalatoknál releváns, melyek az adóemelés körébe tartozó termékeket állítanak elő. E vállalatoknál, feltételezve, hogy költségeik az inflációval párhuzamosan emelkednek, alapvetően két lehetőség merül fel. Egyrészt növelhetik termelői árakat az inflációnak megfelelően, ekkor azonban a fogyasztói árakat az adóemelés tovább növeli, vagyis nő a termékek reálára, ami csökkenő forgalmat és profitot jelent. Ezzel a magatartással a vállalat azt kockáztatja, hogy „kiárazza” magát a piacról. Ha a vállalat a termelői árakat az inflációnál kisebb mértékben emeli, akkor az adóemeléssel együtt sem nő túlzottan a termékei reálára, vagyis az adóemelés kevésbé érinti a forgalmát. A vállalat profitja ebben az esetben is csökken, hiszen a költségei gyorsabban emelkedtek, mint az árak. A megoldást a költségekben való alkalmazkodás jelentheti, melynek fontos eleme lehet a bérköltségek visszafogása.

Ezen a téren bizakodásra ad okot, hogy a TÁRKI felmérése alapján a vállalatvezetők következő 12 hónapra vo-

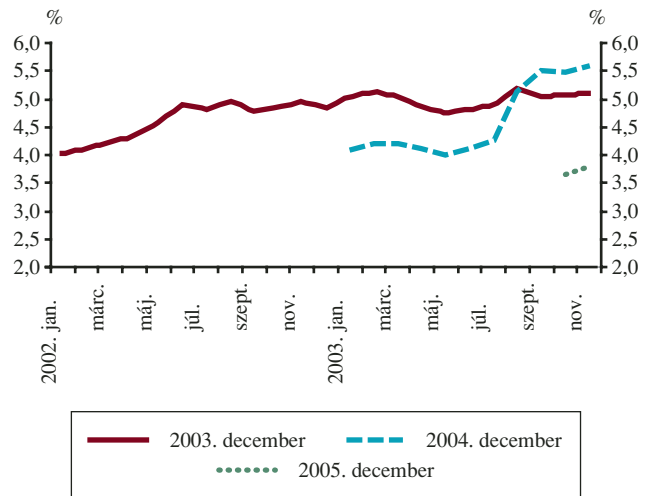
natkozó bérvárakozásai az inflációs várakozásokkal ellentétben nem emelkedtek, ami várható költségoldali alkalmazkodásra utal (lásd I-18. ábra).

Segítheti az inflációs várakozások koordinálását, hogy az Országos Érdekegyeztető Tanács októberben – ellentétben a tavalyi gyakorlattal – nem a reálbérekre, hanem a bruttó keresletnövekedésre vonatkozóan határozta meg 2004-es ajánlását.

Az infláció hosszabb távú alakulása szempontjából komoly kockázati tényezőt jelent azonban, hogy az egyszeri árszintemelkedés okozta inflációs sokk az inflációs várakozások tartósabb emelkedését okozhatja. A Reuters-felmérés eredményei alapján az elemzők 2004 után jelentős dezinflációt várnak 2005-re, vagyis nem számolnak az infláció beragadásával (lásd I-19. ábra). A meghatározó munkapiaci szereplők azonban még nem alakították ki a 2005-ös inflációs várakozásaikat, így a jövő évi áremelkedés-várakozásokra gyakorolt hatása még bizonytalan.

I-19. ábra

## Inflációs várakozások a Reuters felmérése alapján



## I. 4. KÜLSŐ EGYENSÚLY

## I-1. keretes írás

## Módszertani változások a fizetésimérleg-statisztikában

A magyar fizetésimérleg-statisztika 2003-ban és 2004-ben jelentősen, két lépcsőben átalakul. Az áruforgalmi adatok 2003-tól a korábbi banki jelentéseken alapuló pénzforgalmi szemlélet helyett vámstatisztikai adatok alapján kerülnek elszámolásra, ami biztosítja az összhangot a nemzeti számlák rendszere és a fizetésimérleg-statisztika között.

Újabb változást jelent majd, hogy 2004-től elszámolásra kerülnek az újrabefektetett jövedelmek is. Ez három tételt érint, a folyó fizetési mérlegben rontja az ország külfölddel szembeni jövedelemegyenlegét, míg a finanszírozó tételeknél növeli a közvetlen tőke- és a portfólióbefektetés beáramlását. Számításaink szerint a módszertani változás a GDP 2 százalékát meghaladó mértékben növelheti a folyó fizetési mérleg hiányát. Az új módszertan szerint számított fizetési mérleget hivatalosan először 2004 áprilisában teszi közzé a Magyar Nemzeti Bank.<sup>3</sup>

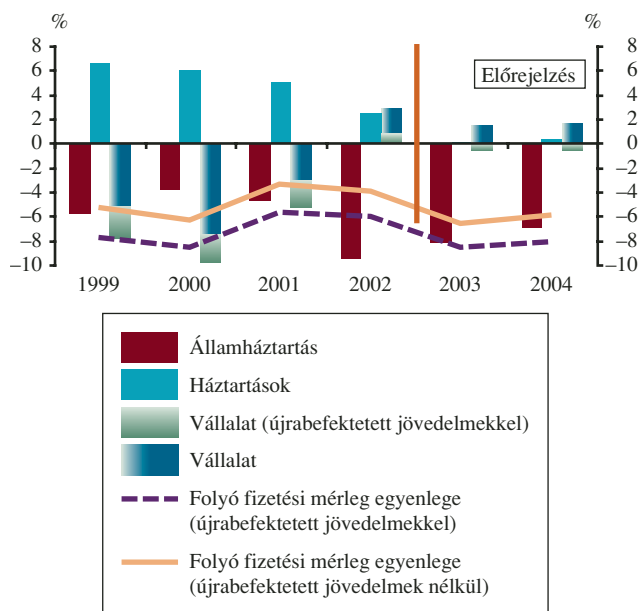
A nemzetgazdaság szektorainak megtakarítási-beruházási egyenlegében 2002–2003 folyamán számottevő átrendezés következett be, és a GDP-arányos folyó fizetésimérleg-hiány – az újrabefektetett jövedelmeket még figyelmen kívül hagyó jelenlegi módszertan szerint – a 2002. évi 3,9 százalék után 2003-ban várhatóan eléri a 6,4 százalékot (lásd I-20. ábra). Az újrabefektetett jövedelmek figyelembevételével a folyó fizetési mérleg hiánya (és a működőtőke-, illetve portfóliótőke-beáramlás) becsléseink szerint a GDP 2 százalékát meghaladó mértékben lenne magasabb. A jövő évi módszertani váltás miatt a nemzetgazdaság külső egyensúlyi helyzetét és az egyes szektorok pozícióját már a jövő évi módszertan szerint, az újrabefektetett jövedelmeket figyelembe véve vizsgáljuk. A folyó fizetési mérleg hiányának 2003. évi növekedését

az okozza, hogy a magánszektor GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarításai várhatóan 4 százalékponttal csökkennek, így az államháztartás hiányának finanszírozásához több külföldi forrás bevonására van szükség.

A jegybank előrejelzése alapján a következő években nominálisan változatlan, GDP-arányosan viszont kismértékben csökkenő folyó fizetésimérleg-hiány várható. A külső forrásbevonás gazdasági szereplők szerinti összetétele azonban várhatóan kedvező irányban változik majd, az államháztartás finanszírozási igénye csökkenni, a vállalati szektoré pedig emelkedni fog.

## I-20. ábra

## A nemzetgazdasági szektorok finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP arányában, a jelenlegi és a 2004-es módszertan szerint



## A nemzetgazdasági szektorok megtakarítási-beruházási egyenlege

A **háztartások** finanszírozási kapacitása 2003-ban történelmi mélypontra süllyedt. A szektor az I. félévben nettó

<sup>3</sup> A módszertani változtatásokról részletesebben lásd Jelentés az infláció alakulásáról, 2003. november. Az új módszertannal korábbi időszakokra becsült hiányokról lásd Sisakné Fekete Zsuzsa–Vadas Gábor: A külső egyensúly alakulása új megközelítésben (MNB Háttéranyag, megjelenés alatt).

hitelfelvevő volt, és a kereskedelmi bankok mérlege alapján a jelenség a III. negyedévben is folytatódott. A megtakarítások szezonálisitása miatt az év egészére a jegybank előrejelzése kismértékű, de pozitív nettó finanszírozási képességet valószínűsít.

A háztartások finanszírozási képességének 2003. évi csökkenésében strukturális és egyszeri tényezők is szerepet játszottak. A háztartások pénzügyi eszközeinek állománya 2003 első félévében közel 14 százalékkal emelkedett, de a szektor adósságának dinamikája ennél számottevően magasabb – mintegy 70 százalék – volt a fogyasztási és ingatlanhitelek felfutása miatt. Az adósságállomány növekedése részben a pénzügyi közvetítőrendszer fejlődésének a következménye, a lakossági hitelezés kialakulása ugyanis lehetővé teszi a későbbre tervezett fogyasztási és felhalmozási kiadások előrehozatalát és hitelből történő megvalósítását. A pénzügyi közvetítőrendszer fokozatos strukturális fejlődését azonban nagyon felgyorsította az ingatlanhitelek állami támogatási rendszerének bevezetése. A lakossági hitelezés felfutása, és a felhalmozási, illetve fogyasztási kiadások előrehozatala valószínűsíthetően folytatódik, ami középtávrá a háztartások tartósan alacsony finanszírozási képességét vetíti előre.

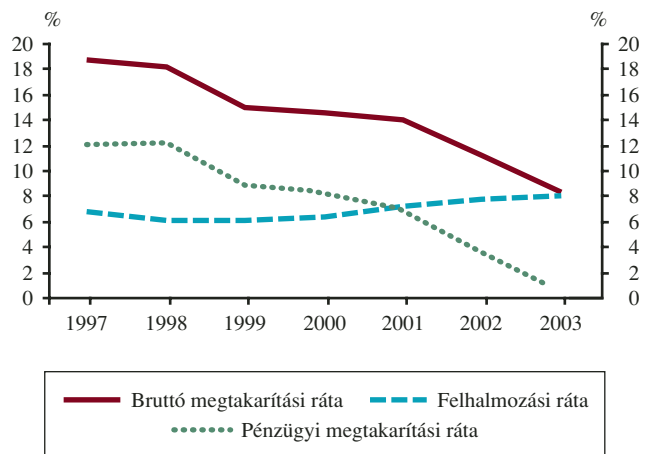
A szektor strukturális, hosszú távú eladósodási folyamatát 2003-ban felerősítették egyszeri tényezők is. Bár a háztartások reáljövedelme és fogyasztása is 7,8 százalékkal nő, és a bruttó megtakarítási<sup>4</sup> ráta nem változik az előző évhez képest, a megtakarítások szerkezeti átrendeződése mégis a pénzügyi megtakarítási ráta csökkenéséhez vezetett. A háztartások ugyanis lakásberuházásait a pénzügyi megtakarítások rovására növelték meg, hogy a lakáshitel felvételével még megelőzzék az ingatlanhitelekhez kapcsolódó állami támogatások csökkentését célzó, előre bejelentett szabályozásváltozást<sup>5</sup>.

A háztartások rendelkezésre álló jövedelmének reálnövekedése 2004-ben jelentős mértékben csökken majd a közalkalmazotti elbocsátások, a mérséklődő bérdinamika és az egyidejűleg emelkedő infláció miatt (lásd I-21. ábra). Mivel a fogyasztását várhatóan továbbra is simítja majd a szektor, a bruttó megtakarítási ráta csökkenése jelezhető előre. A lakáshitel-támogatási rendszer megváltoztatása miatt azonban a jelzáloghitel-felvétel dinamikája és ezzel a lakossági beruházás bővülése valószínűsíthetően mérséklődik, így a bruttó megtakarítások szerkezete várhatóan változik. Ennek következtében – 2003-mal ellentétben – a felhalmozási kiadások súlya várakozásaink szerint csökkenni, a pénzügyi megtakarításoké pedig emelkedni fog. A pénzügyi megtaka-

rítási ráta emelkedését erősítheti, ha a háztartások – igazodva a jelenlegi makrogazdasági folyamatokhoz – csökkentik rendelkezésre álló jövedelmük jövőbeli pályájára vonatkozó várakozásait, és növelik óvatossági megtakarításaik mennyiségét. A fenti tényezők alapján 2004-ben a háztartások finanszírozási képességének kismértékű emelkedése várható.

I-21. ábra

**A háztartások bruttó megtakarítása (és annak megoszlása pénzügyi megtakarításokra és felhalmozásra) a rendelkezésre álló jövedelem arányában (százalék)**



A **vállalati szektor** 2002-ben nettó megtakarító volt.<sup>6</sup> Így éppen az a szektor mérsékelte a nemzetgazdaság külső finanszírozási igényét, amely jellemzően nettó hitelfelvevő. A vállalatok a gazdasági növekedés és a külső kereslet mérséklődése miatt elhalasztották beruházásait és leépítették készleteiket, ami radikálisan csökkentette finanszírozási igényüket. Ez azonban az üzleti ciklussal összefüggő jelenség, a konjunktúra élénkülésével a beruházási kereslet tovább élénkül majd, a készlet-szintet pedig újra fel kell töltenie a vállalatoknak. Ezt jelzi, hogy 2003-ban a konjunkturális várakozások javulása miatt már emelkedett a vállalatok beruházási kereslete, finanszírozási képességük pedig csökkent. A jegybank előrejelzései alapján 2004-ben és középtávon a vállalati szektor finanszírozási igényének növekedését valószínűleg nem tudja ellensúlyozni a háztartások nettó megtakarításainak növekedése. Ezért a folyó fizetésimérleg-hiányra gyakorolt hatást csak az államháztartás csökkenő finanszírozási igénye tudja ellensúlyozni.

Az **államháztartás** finanszírozási igénye a jegybank prognózisa alapján jövőre 1 százalékponttal csökken-

<sup>4</sup> A háztartások bruttó megtakarítása a rendelkezésre álló jövedelem el nem fogyasztott része, azaz a felhalmozásra és a pénzügyi megtakarításokra fordított rész.

<sup>5</sup> A kormányzat már 2003 első felében bejelentette, hogy szándékában áll az állami támogatások rendszerének megváltoztatása. Ugyanakkor a változtatás konkrét tartalma sokáig bizonytalan volt. A jelenlegi szabályozás több okból is érzékenyen érintheti a lakáspiacot: az adókedvezmények csökkentése növeli a lakáshitelek effektív kamatterhet, az építési telek áfakötelessé tétele pedig az ingatlanárak emelkedését okozhatja.

<sup>6</sup> Az újrabefektetett jövedelmeket figyelmen kívül hagyva a szektor várhatóan 2003-ban és 2004-ben is nettó hitelező lesz.



het. Ez várhatóan ellensúlyozza majd a magánszektor nettó pénzügyi megtakarításainak csökkenését, így 2004-ben valószínűsíthetően csökken a GDP-arányos folyó fizetésimérleg-hiány.

### A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNYÁNAK FINANSZÍROZÁSA

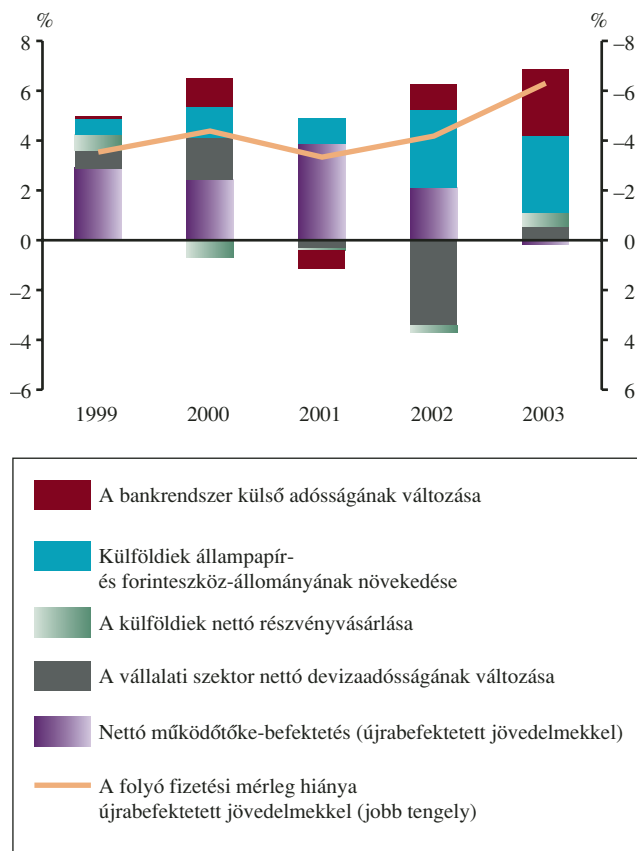
A külső egyensúly romlása mellett jelentős változás következett be a folyó fizetési mérleg hiányát finanszírozó tőkebeáramlás összetételében is (lásd I-22. ábra). A vállalati beruházások visszaesésével párhuzamosan a nettó működőtőke-beáramlás számottevően csökkent, és jelentősen elmarad a többi közép-kelet-európai országban tapasztalt mértéktől. A hiányt elsősorban adóssággeneráló tételek finanszírozzák, amin belül jelentősen felértékelődött a külföldiek által vásárolt forintállampapírok szerepe. A nemzetgazdaság GDP-arányos bruttó külső adóssága a fenti folyamatok miatt 2003 végére várhatóan 5 százalékponttal emelkedve a GDP 22 százalékára nő. A következő években a mutató további emelkedése valószínűsíthető, amiben a konjunkturális okok mellett szerepet játszanak a strukturális folyamatok is.

A nettó FDI-beáramlás visszaesésében a nemzetgazdaság megtakarítási-beruházási egyenlegében bekövetkezett szektorok közötti átrendeződés, és több más tényező is szerepet játszik (lásd I-23. ábra).

A nemzetgazdaság külső finanszírozási igénye a megelőző évekkel ellentétben nem a vállalati szektor, hanem az államháztartás tartósan magas finanszírozási igényére vezethető vissza. A vállalati szektor beruházásait jelentős részben FDI bevonásával elégíti ki, ami az elmúlt években jelentős beáramlást biztosított. A külső kereslet és a beruházási dinamika visszaesése miatt az elmúlt két évben azonban a szektor finanszírozási igénye és ennek megfelelően a bruttó működőtőke-beáramlás is visszaesett. A nettó működőtőke-beáramlást tovább csökkentette, hogy a hazai vállalatok regionális terjeszkedése működőtőke-kiáramlást okozott. Az államháztartás pedig elsősorban kötvénykibocsátással, és – átmenetileg – kisebb részben privatizációval tudja finanszírozni hiányát. A nemzetgazdaság külső finanszírozási igényét tehát olyan szektor generálja, amely nem képes külföldi működőtőke bevonására, így a külső forrásbevonásban szükségképpen csökken az FDI, és nő az adóssággeneráló tételek súlya. A bankrendszer hosszú lejáratú devizahitel felvételével vonja be az átcsatornázáshoz szükséges külső forrásokat. Az államháztartás hiányának nagy részét azonban közvetlenül külföldiek finanszírozzák, 2002-ben és 2003-ban a nettó

I-22. ábra

### A folyó fizetésimérleg-hiány finanszírozása



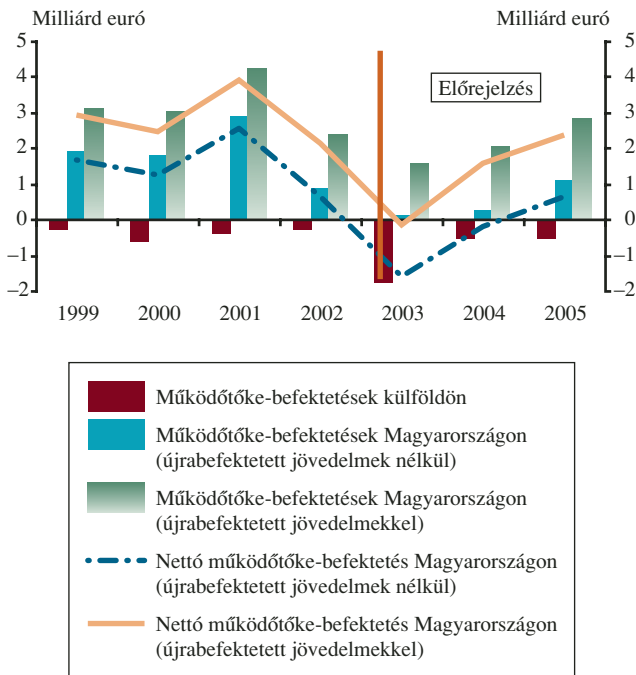
forintkötvény-kibocsátás több mint 50 százalékát nem rezidensek vásárolták meg.

Bár jelenleg az államháztartás pozíciója és a konjunkturális helyzet határozza meg az FDI-egyenleg alakulását, a hosszú távú strukturális tendenciák is abba az irányba mutatnak, hogy a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozásában csökken a működőtőke-beáramlás szerepe. A vállalati tőkeszerkezet egyaránt függ a profit szintjétől és várható volatilitásától. A kis- és középvállalatok emelkedő jövedelmezősége javítja hitelképességüket, és mivel ezzel párhuzamosan a telítődő nagyvállalati piac miatt a bankrendszer a kockázatosabb ügyfelek felé fordul, a kis- és középvállalatok eladósodottsága a felzárkózási folyamattal párhuzamosan emelkedhet. Szintén a tőkeáttétel növekedését eredményezheti, hogy a profit alacsonyabb várható volatilitása esetén az optimális forrásszerkezetben nagyobb az adósság és kisebb a saját tőke súlya<sup>7</sup>. A profitok várható volatilitását ugyanis a vállalat egyedi és ágazati sajátosságai mellett a makrogazdasági és szabályozási kockázat is befolyásolja. Az

<sup>7</sup> Ezt az magyarázza, hogy volatilisabb jövedelem mellett ugyanakkora adósságtéher mellett nagyobb a csőd valószínűsége, aminek költségei jellemzően a tulajdonosok felszámolás utáni reziduális vagyonát csökkenti. Szintén növeli a saját tőke ideális arányát a nagyobb információs aszimmetria és a magasabb csőd költségek (például ha a vállalat sok nagy veszteséggel értékesíthető eszközzel, például immateriális eszközökkel bír) is. A fentiek miatt jellemzően saját tőkével finanszírozzák magukat a kis- és középvállalkozások és a gyorsan növekvő vagy kockázatos ágazatok vállalatai. Ez magyarázza, hogy az 1990-es években működő tőke finanszírozta az Amerikai Egyesült Államokban a folyó fizetési mérleg hiányát a fejlett pénzügyi rendszer ellenére. A kockázatos, gyorsan növekvő és magas immateriális eszközárányú biró információs technológiai szektor finanszírozási igényének kielégítéséhez fenti sajátosságai miatt saját forrást kellett bevonnia.

I-23. ábra

## Magyarország működőtőke-egyenlege



utóbbi kettő pedig felzárkózó országok esetén a fejlődéssel csökken, így a vállalatok optimális tőkeáttétele<sup>8</sup> fokozatosan emelkedik. Ezzel magyarázható, hogy fejlett országok esetében a vállalati szektor külső forrásbevonása jellemzően adósságeneráló tételeken keresztül megy végbe. Bár a magyar vállalati szektor eladósodottsága a 90-es évek második felében számottevően emelkedett, nemzetközi összehasonlításban továbbra sem nevezhető magasnak, így egy konjunkturális fellendülés további emelkedéshez vezethet. Szintén a vázolt strukturális folyamat következménye, hogy a magyar vállalatok működőtőke-kiáramlással járó regionális terjeszkedésüket elsősorban hitelfelvétellel finanszírozzák.

A különböző elemzésekben gyakran felmerülő aggodalom, hogy az elmúlt két évben a nettó magyar működőtőke-beáramlás mértéke még regionális összehasonlításban is rendkívül alacsonnyá vált. A fizetési mérleg-statisztikák FDI-egyenlege alapján történő regionális összehasonlítást azonban több tényező is torzítja. Egyrészt a régió több országával ellentétben a jelenlegi magyar módszertan nem veszi figyelembe – becslésünk szerint a GDP 2 százalékát meghaladó – visszaforgatott jövedelmeket a jövedelem- és a közvetlen tőkebefektetések egyenlegében.

Emellett figyelembe kell venni a regionális összehasonlításoknál azt is, hogy a régió több országával szemben Magyarországon az FDI-beáramlás első két hulláma, a privatizáció és a külföldi cégek, leányvállalatok betele-

pedése már lezajlott. Ebből következik, hogy Magyarország esetében az FDI-egyenleget már elsősorban a konjunkturális várakozások és az eladósodás strukturális trendje határozza meg. Ezzel szemben a később nyitó országok esetében ezeket a folyamatokat elnyomja a privatizáció miatti beáramlás. A fentiek miatt célszerűbb a régió egyes országait az egy főre jutó FDI-állomány, vagy a privatizációval és a visszaforgatott jövedelmekkel korrigált FDI-egyenleg alapján összehasonlítani. A fenti mutatószámok alapján Magyarország helyzete már korántsem annyira kedvezőtlen.

## I-2. keretes írás

## A magyarországi működőtőke-beáramlás regionális összehasonlításban

A külföldiek közvetlen tőkebefektetései (továbbiakban FDI) a 90-es évek elejétől fontos szerephez jutottak a közép-kelet-európai térség országainak modernizációs folyamatában. Leggyorsabban Magyarországon teremtődtek meg a feltételei az erőteljes FDI-beáramlásnak, amit elősegített a térségben jó ideig egyedülállóan átláthatónak minősíthető jogi szabályozás, valamint az első kormányok privatizációs stratégiája. Mindezek következtében a 90-es évek közepére Magyarország az FDI-vonzás tekintetében a legjelentősebb közép-kelet-európai szereplőnek számított mind abszolút (valutaegységben kifejezett), mind relatív (GDP-, illetve népességáramnyos) mutatók alapján.

A 90-es évek vége felé Magyarország kezdeti előnyei lemorzsolódtak, amint a térség más országaiban is sorra megszülettek a szükséges befektetőbarát törvények, továbbá az érintett kormányok mind jelentősebb vagyont kínáltak fel külföldi befektetőknek privatizáció keretében, miközben Magyarországon a privatizáció a végéhez érkezett, és kimerült a képzett munkaerő állománya is. Ezek következtében Magyarország előbb az abszolút, majd a relatív FDI-mutatók tekintetében is elvesztette vezető szerepét a térségben, sőt, úgy tűnt, hogy az FDI-beáramlás Magyarországra lefékeződőben van. Különösen így látszott ez azután az ezredfordulót követő első években, bár ebben már az FDI áramlását globálisan is jelentősen visszafogó világgazdasági recesszió hatásai is érződtek.

A kérdést különösen érzékenyvé teszi, hogy az FDI-beáramlás már a kezdetektől különös hangsúlyt kapott Magyarországon, mint a folyó fizetési mérleg hiányának legkívánatosabb (vagyis az

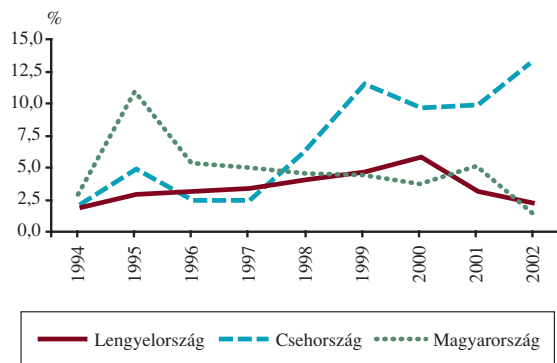
<sup>8</sup> Lásd Világi Balázs: A folyó fizetési mérleg hiánya és a pénzügyi stabilitás összefüggései című tanulmányát (Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2002/2).

ország eladósodottságát nem növelő) finanszírozási komponense. Miután pedig az utóbbi időszakban a pénzügyileg megerősödött magyar vállalkozások maguk is közvetlen befektetőkke váltak külföldi országokban, a folyó fizetési mérleg hiányát ténylegesen finanszírozó nettó FDI (a beáramlások és a kifelé irányuló közvetlen tőkebefektetések különbsége) jelentősen csökkent.

A fizetésimérleg-statisztikákból kirajzolódó folyamatok miatt az utóbbi időkben rendszeresen került Magyarország hátrányos megvilágításba a térség más országaival, mindenekelőtt Csehországgal és Lengyelországgal szemben.

**I-24. ábra**

**FDI-beáramlás a GDP százalékában a fizetésimérleg-statisztikák alapján**



Az I-24. ábra alapján valóban az rajzolódik ki, hogy 1995 óta a GDP arányában Magyarország egyre kisebb FDI-beáramlást realizált, miközben Lengyelországban, de különösen Csehországban az FDI-beáramlás mind jelentősebb lett. Ez az összehasonlítás azonban tartalmilag pontatlan, ugyanis a magyar fizetésimérleg-statisztika nem tartalmazza az ún. újrabefektetett jövedelmeket, amely alatt az országban működő FDI egy adott évben megtermelt nyereségéből az újra itteni befektetésre kerülő részt kell érteni. Ez a komponens a cseh és lengyel fizetésimérleg-adatokban kimutatásra kerül, s 2004-től (visszamenőlegesen is) Magyarország is közölni fogja. A tartalmi összehasonlíthatóság érdekében végeztünk egy becslést az újrabefektetett jövedelmek meghatározására, amellyel korrigáltuk a magyar FDI-beáramlást.

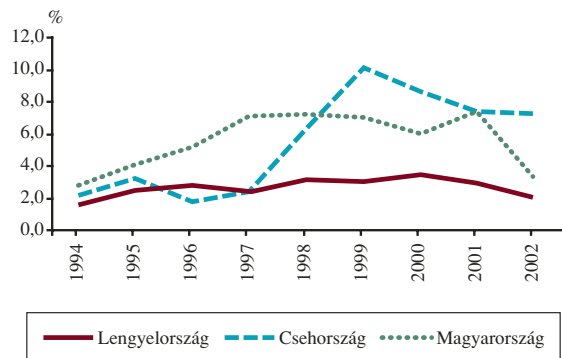
A privatizációs folyamat, mint írtuk, időben jelentős eltéréssel bontakozott ki a térség országai között, de a privatizálható vagyon mindenütt véges, vagyis az FDI-beáramlás hosszú távú alakulásában ez a komponens nem játszik szerepet. Ezért becsléseket végeztünk a három ország FDI-be-

áramlásán belül a privatizációhoz köthető hányad meghatározására is, majd az így kiszámolt privatizációs bevételeket levontuk a fizetésimérleg-statisztikában szereplő számokból, hogy ezáltal az FDI hosszú távú alakulását illetően tudjuk a három ország közötti összehasonlítást elvégezni, másrészt ez kiszűri a privatizációs folyamat időbeli eltéréseiből származó, átmenetinek tekinthető hatásokat is.

A kettős korrekció eredményeként az FDI-beáramlás alakulásáról kirajzolódó kép jelentősen más, mint ami az eredeti fizetésimérleg-adatokból következne.

**I-25. ábra**

**FDI-beáramlás a GDP százalékában az adatok tartalmilag összehasonlíthatóvá tétele után**



Miként az az I-25. ábrából jól látszik, a magyarországi közvetlen tőkebefektetések éves eredményéből 1995-öt követően jelentős mennyiség került újrabefektetésre, vagyis a GDP arányában az FDI-beáramlás egészen 2001-ig tartóan magas, a GDP 6 százaléka fölött maradt, és nem volt egyértelmű csökkenő tendenciája. A másik két ország vonatkozásában az figyelhető meg, hogy – bár a cseh FDI-beáramlás így is kiugrónak minősíthető a térségben – a privatizációs bevételekkel való korrekció után a 2000. évet követően az FDI-beáramlás a GDP arányában már náluk sem növekvő. Tény ugyanakkor, hogy 2002-ben már igen jelentős visszaesés volt megfigyelhető a magyar FDI-beáramlásban, ami az eddig rendelkezésre álló adatok alapján 2003-ban is folytatódik.

Az elvégzett korrekciók után, melyek a tartalmi összehasonlíthatóságot biztosítják a térség országainak FDI-beáramlási adatai között, tehát arra a következtetésre juthatunk, hogy 2001-ig Magyarország FDI-vonzó képessége nem csorbult, csak 2002-ben következett be egy kétségtelenül jelentősnek mondható visszaesés. Ez a vis-



szaesés azonban, ha kisebb mértékben is, a térség másik két országában is megfigyelhető, és már valószínűleg az FDI-áramlások globálisan is csökkenő tendenciáját tükrözi.

### KOCKÁZATOK A KÜLSŐ EGYENSÚLY VÁRHATÓ ALAKULÁSÁBAN

Azokban az országokban, ahol az egy főre jutó fizikai és humán tőke elmarad a fejlett országoktól, és ezért hozadéka is magasabb, a tartós folyó fizetésimérleg-hiány természetes és jótékony hatású jelenség. A nem túl magas, a vállalati szektor termelékenység-növelő beruházásaiból fakadó külső finanszírozási igény általában nem is jelent stabilitási kockázatot. Magyarországon azonban a visszaforgatott jövedelmekkel korrigált deficit regionális összehasonlításban is igen magas, noha még így sem haladja meg a 2000. évi szintet. A három évvel ezelőtti helyzethez viszonyítva azonban a nemzetgazdaság megtakarítási-beruházási egyenlegének szektoronkénti összetétele jelenleg sokkal kedvezőtlenebb, stabilitási szempontból pedig kockázatosabb.

A folyó fizetési mérleg hiányának jelenlegi szintje és szerkezete a külső adósság gyors növekedését eredményezi, és nem tartható fenn tartósan. Fenti elemzésünkben bemutattuk, hogy 2004-től a gazdasági fellendüléssel párhuzamosan várhatóan tovább nő a vállalati szektor finanszírozási igénye, és a háztartások pozíciójában sem számíthatunk jelentős javulásra. Így a magánszektor finanszírozási igényének növekedését szükségszerűen az államháztartás pozíciójának javulása kell, hogy ellensúlyozza.

Bár előrejelzésünk szerint középtávon a fentiek teljesülnek, és a GDP-arányos folyó fizetésimérleg-hiány fokozatos csökkenése mellett a külső finanszírozási igény szektoronkénti összetétele is egészségesebbé válik majd, a vártnál nagyobb külső deficit irányába mutató kockázatok jelentősek. A legnagyobb kockázatot az államháztartás vártnál nagyobb hiánya jelentheti, mert az a magánszektor pozíciójának rugalmatlansága miatt a folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiányának növekedéséhez vezetne.

A háztartások nettó pénzügyi megtakarításait illetően is jelentős a bizonytalanság. Várakozásaink szerint ugyan az állami lakástámogatási rendszer 2003. évi változtatásai a szektor felhalmozásának visszaeséséhez és finanszírozási képességének emelkedéséhez vezetnek, a kockázatok jelentősek. Ha a fogyasztás vagy a jelzáloghitel-felvétel – és ezzel a lakossági lakásberuházás – dinamikája meghaladja a prognosztizáltat, akkor a folyó fizetési mérleg hiánya is magasabb lehet az előre jelzetttnél. Ugyanakkor kevés esélyt látunk arra, hogy a háztartások tartósan nettó hitelfelvevők legyenek.

A GDP-arányos folyó fizetésimérleg-hiány további növekedéséhez vezethet az európai gazdaság gyors fellendülése is. A külső kereslet dinamikus növekedése ugyanis az elhalasztott beruházások és a leépített készletállomány gyors pótlására ösztönözné a vállalatokat, ami hirtelen növelné a szektor és a nemzetgazdaság finanszírozási igényét. Ez önmagában nem jelentene stabilitási kockázatot, hiszen a magyar vállalati szektorban dominál a külföldi tulajdon, a beruházások pedig piaci erőforrás-allokáció mellett termelékenység-növelő kapacitások kiépítését finanszírozzák. Azonban a befektetők által figyelt sebezhetőségi mutatók közül a folyó fizetésimérleg-hiány az egyik legfontosabb, és egy szint feletti deficit – gyakran annak okától függetlenül – sebezhetőbbé teheti az árfolyamrendszert és ronthatja az ország kockázati megítélését.

A nemzetgazdaság GDP-arányos külső adóssága nemzetközi összehasonlításban nem nevezhető kirívóan magasnak, még a felhalmozott FDI-t is figyelembe véve teljes külső tartozásállományt figyelembe véve sem. A háztartások és a vállalatok eladósodottsága nem jelentős, devizakitettséjük mérsékelt. A költségvetés adósságának alig negyede devizaadósság, futamideje pedig folyamatosan emelkedik, ami mérsékeli annak megújítási kockázatát. Ezért a fizetéseképtelenség és egy adósságválság kialakulásának esélye mérsékelt. A hazai bankrendszer közvetlen és közvetett devizakitettsége sem számottevő, és a magánszektorban nyújtott hitelei, illetve azok szerkezete miatt valószínűleg egy jelentősebb árfolyamgyengülés sem vezetne bankválsághoz. A kockázati tényezők alapján egy kiterjedt és a bankszektorra is áttérjedő, elmélyülő árfolyamválság kialakulásának mérsékelt a valószínűsége.

A makrogazdasági mutatók alapján – amit tükröz a tőkeáramlások jelenlegi szerkezete is – azonban az árfolyam sebezhetősége nőtt, ami megjelent a forintszekciók árának növekvő volatilitásában. A költségvetési deficitet finanszírozó forintállamkötvények több mint 50 százalékát a GMU-csatlakozásban bízó külföldiek vásárolták meg, melynek swapokkal nem fedezett része biztosítja a nemzetgazdaság külső finanszírozási igényét és a devizapiaci egyensúlyt. Ha az államháztartási hiány csökkentése elmarad a bejelentett és piacok által beárzott mértéktől, akkor megrendülhet a konvergenciafolyamatba vetett bizalom, és megállhat a forintállampapírok vásárlása. Egy ilyen bizalomvesztés a 2003-as tapasztalatok alapján a forint jelentős gyengüléséhez és a hozamok emelkedéséhez vezetne.

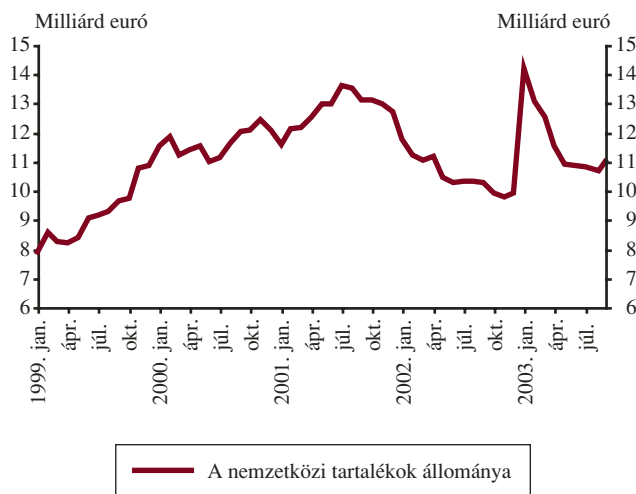
Egy piaci erők által kikényszerített, vagy a gazdaságpolitika által kezdeményezett leértékelés ellehetetlenítené a gazdaságpolitika legfőbb céljainak elérését. Magyarországon az árfolyamgyengülés gyorsan begyűrűzik az árakba, így a nominális leértékelés csak átmenetileg javítaná a versenyképességet, mert a növekvő inflációs különbség hamar felemésztené a reálárfolyam kezdeti

leértékelődését. A gyengülő forint által gerjesztett infláció ugyan javíthatná a költségvetés egyenlegét, de az inflációs várakozások beragadása és a gazdaságpolitika hitelességének csökkenése jelentősen megdrágítaná a jövőbeli dezinflációt. A fentiek miatt egy árfolyamalapú stabilizáció ellehetetlenítené az inflációs kritérium időbeli teljesítését és a gazdaságpolitika által célként kitűzött 2008-as GMU-csatlakozást.

### A devizatartalékok alakulása

I-26. ábra

#### A nemzetközi tartalékok alakulása (milliárd euró)



A feltörekvő és a csatlakozó országoknak számolniuk kell a lehetőséggel, hogy egy fertőzéses válság esetén devizájuk árfolyamára leértékelődési nyomás nehezedhet. Ekkor a jegybank átmenetileg devizatartalékait is felhasználva kénytelen védeni az árfolyamrendszert. Ha a devizatartalékot a befektetők kritikus helyzetekben kevésnek ítélik meg, az önmagában alááshatja egy árfolyamrendszer hitelességét. Ilyenkor a kamatfelárak akkor is emelkednek, ha az fundamentálisan indokolatlan, és sor kerülhet a nemzeti fizetőeszköz leértékelődésére is.

A Monetáris Tanács a nemzetközi tartalékok optimális szintjét több évre előretekintően állapítja meg, szem előtt tartva az árfolyamrendszer sajátosságait és a monetáris politika céljait. A tartalékszint az árfolyamrendszer 2001. évi megváltoztatásakor a gyakorlatilag folyamatos erős sávszéli intervenció miatt számottevően meghaladta az optimálisnak tartott szintet, ami lehetővé tette a nemzetközi tartalékok állományának csökkentését. Mivel a költségvetés 2001-ben és 2002-ben lejáró devizahiteleit nagy részben forintban újtotta meg, a tartalékszint csökkent, és az optimálisnak tartott és a tényleges tartalékmennyiség összhangba került.

Egy deviza sebezhetőségének a megítéléséhez a befektetők is számos mutatót vizsgálnak meg. Ezek általában a válság-előrejelző modellek megbízhatóbb változói kö-

zül kerülnek ki, mint a tartalékszint volatilitása vagy egyes kulcsfontosságú makrogazdasági mutatók. Más mutatók egyszerű krízishelyzeteket szimulálva vizsgálják, hogy adott típusú sokk esetén elegendő lenne-e a devizatartalék az árfolyam védelméhez. Ilyen indikátor a tartalékok/monetáris bázis, a tartalékok/M3, a tartalékok/nemzetgazdaság éven belül lejáró külföldi követelése, vagy a tartalékok/havi import mutató. A tartalékpolitika alakítása során a magyar gazdaság sajátosságaihoz illeszkedő mutatók mellett a Tanács – az önbeteljesítő várakozások jelentősége miatt – figyelembe veszi a befektetők által preferált fenti mutatószámok alakulását is.

A devizatartalékok volatilitása 2003-ban jelentősen megnőtt, amit a januári spekulatív támadás és az azt követő jegybanki intervenció magyaráz. Az év elején a jegybank több mint 5 milliárd eurót vásárolt a devizapiacra az árfolyamrendszer védelmében, amit ellenkező irányú intervenció követett, mert a pozíciójukat felszámoló külföldiek devizakereslete a forint indokolatlan mértékű gyengüléséhez vezethetett volna.

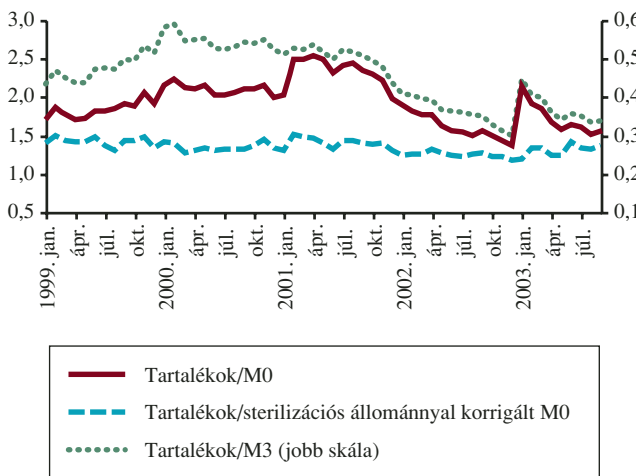
Az intervenció hasonló mértékben változtatta az árfolyamrendszer hitelességének fenntartásához szükséges devizatartalék mennyiségét, mint a tényleges tartalékszintet. A januári jegybanki forinteladás a külföldiek rövid lejáratú és könnyen likvidálható eszközeinek („forró tőke”) növekményében csapódott le, ezért a szükséges tartalék mennyisége ugyanilyen mértékben emelkedett. Később, amikor a jegybank devizát adott el a tartalékból, a külföldi spekulatív pozíciók zárásával, illetve hosszabb lejáratú forinteszközökbe való átcsatornázódásával csökkent a pénzügyi rendszerben keringő forró pénz mennyisége, és ezzel az indokolt tartalékszint is.

A tartalékok/monetáris bázis mutató arról tájékoztat, hogy a devizatartalékok a jegybankpénz mekkora hányadára jelenthetnek fedezetet. Ennél konkrétabb tartalommal bír, ha a mutatót úgy számszerűsítjük, hogy a monetáris bázist korrigáljuk a sterilizációs állománnyal (lásd I-27. ábra). Ha ugyanis a nemzetközi tartalékok állománya meghaladja a sterilizációs állománnyal korrigált monetáris bázis nagyságát, a jegybanknak – elméletileg – lehetősége van az ún. valutatanács intézményének bevezetésére, vagy a kulcsvalutára történő egyoldalú áttérésére (dollarizáció). A korrekcióra azért van szükség, mert ha a jegybank fő eszköze betétoldali instrumentum, akkor az áttérés során a tartalékoknak a jegybanknál elhelyezett sterilizációs állományra is fedezetet kell biztosítani. Ha pedig a monetáris politika fő irányadó eszköze a kereskedelmi bankoknak nyújtott hitel, akkor a szükséges tartalékmennyiség a monetáris bázisnál a kereskedelmi bankok jegybanktól felvett hiteleinek összegével alacsonyabb.

A tartalék/M2 vagy tartalék/M3 mutatókat szintén gyakran használják különböző elemzésekben, hogy összehasonlítsák egyes országok tartalékszintjét. Ugyanakkor

I-27. ábra

### A nemzetközi tartalékok állománya különböző monetáris aggregátumokhoz viszonyítva



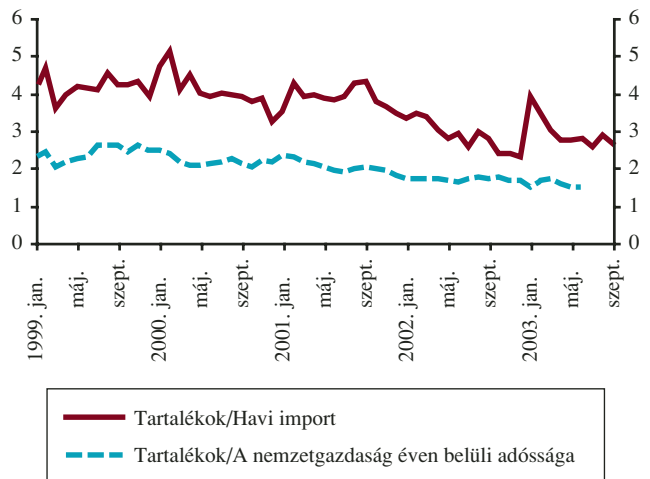
ez a mutató országonként igen nagy szórást mutathat, fejlettebb pénzügyi rendszerekben értéke általában igen alacsony, kevésbé fejlett országok esetében – ahol az árfolyamrendszer hitelessége alacsony – jellemzően magas a tartalékok bővebb pénzmennyiséghez viszonyított aránya.

Az ázsiai válság óta egyre népszerűbb a tartalékszintet a nemzetgazdaság rövid lejáratú külföldi adósságával összehasonlító mutató (Guidotti-szabály). A mutató egy olyan krízishelyzetet feltételez, amikor egy kiterjedt likviditási sokk miatt a gazdaság egyetlen szereplője sem jut új hitelhez, és arról ad tájékoztatást, hogy a devizatartalék hozzávetőlegesen hány évre tenné lehetővé a külső adósság törlesztését. Bár Magyarország esetében a magánszektorra jellemző igen magas külföldi tulajdon miatt egy ilyen válsághelyzet elképzelhetetlen, a mutató fontossága miatt a jegybank figyelemmel kíséri annak

alakulását. A hányados értéke a tartalékszint célzott csökkentése miatt az elmúlt három év során fokozatosan csökkent, de még most is számottevően meghaladja a nemzetgazdaság rövid lejáratú kötelezettségeinek állományát (lásd I-28. ábra).

I-28. ábra

### A devizatartalék a nemzetgazdaság éven belüli külső adósságának és az egyhavi import arányában



\* A fizetésimérleg-statisztika alapján, eredeti lejárat szerint

Hagyományosan figyelt tartalékmutató az ún. importszabály is. Ez a mutató azt vizsgálja, hogy hányszorosan haladja meg a devizatartalék az ország egyhavi áru- és szolgáltatásimportjának devizaszükségletét. Bár ez a mutató a hitel- és pénzpiacok fejlődésével közgazdasági jelentőségét teljesen elveszítette, még mindig gyakran megtalálható befektetési banki elemzésekben. A mutató Magyarország esetében – részben az optimális szintet meghaladó tartalék leépítése, részben pedig az ország növekvő nyitottsága és az újraexportálásra kerülő feldolgozóipari import dinamikája miatt – folyamatosan csökken.



## **II. A BANKRENDSZER STABILITÁSA**

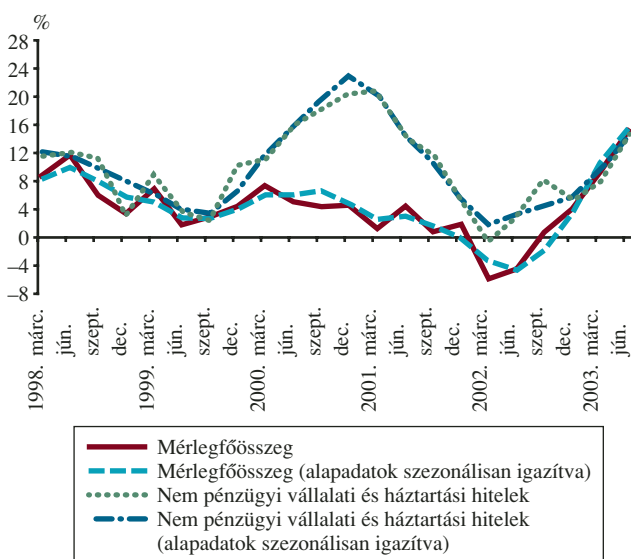


## BEVEZETŐ

2003 első felévét a banki közvetítés mélyülése jellemezte, mivel a hazai bankrendszer mérlegfőösszegének és hitelállományának növekedése felgyorsult, és jelentősen meghaladta a GDP bővülését. A mérlegfőösszeg az első félévben az előző év végéhez viszonyítva 12,7%-kal (reálértelemben 7,2%-kal), míg az előző év azonos időszakához viszonyítva 25,6%-kal (reálértelemben 15,1%-kal) bővült (lásd II-1. ábra).

## II-1. ábra

## A mérlegfőösszeg és a hitelek éves reálnövekedési üteme\*



\* A reálütem kiszámításához a GDP-deflátor használtuk.

A háztartások és a nem pénzügyi vállalatok belföldi bankhiteleinek állománya az első félév alatt 18%-kal (reálértelemben 12,2%), míg egy év alatt 24,7%-kal (reálértelemben 14,3%-kal) növekedett. Az élénkülés mögött döntően továbbra is a háztartások növekvő hiteligénye állt, melyet tovább erősített a második negyedévben a lakástámogatási rendszer 2003 júniusi szigorítása miatt előrehozott hitelkereslet. A gazdasági fellendülés előjelének tekinthető emelkedő vállalati költségek miatt azonban a nem pénzügyi vállalatok hitelkereslete is megugrott, ami túlnyomóan az ingatlanfejlesztéseket,

feldolgozóipart és kereskedelmi tevékenységet finanszírozó devizahitelezést élénkítette. A nem pénzügyi vállalatok hitelállomány-növekedésének közel kétharmad része tranzakciós és egyharmad része a forint árfolyamának gyengülése miatt bekövetkező átértékelődési hatásokból származott.

A nem banki pénzügyi vállalkozásoknak nyújtott banki hitelek növekedésének dinamikája ugyancsak emelkedett. Az állomány az első félévben kiugróan magas mértékben, 35,9%-kal bővült, míg az éves növekedési ütem 70,3%-ra rúgott. Továbbra is jellemző tendencia, hogy a bankok főleg a bankcsoporton belüli, gépjárművásárlásra nyújtott hitelezéssel és lízingsel foglalkozó pénzügyi vállalkozásokon keresztül közvetetten is finanszírozzák a lakosságot és a nem pénzügyi vállalkozásokat.

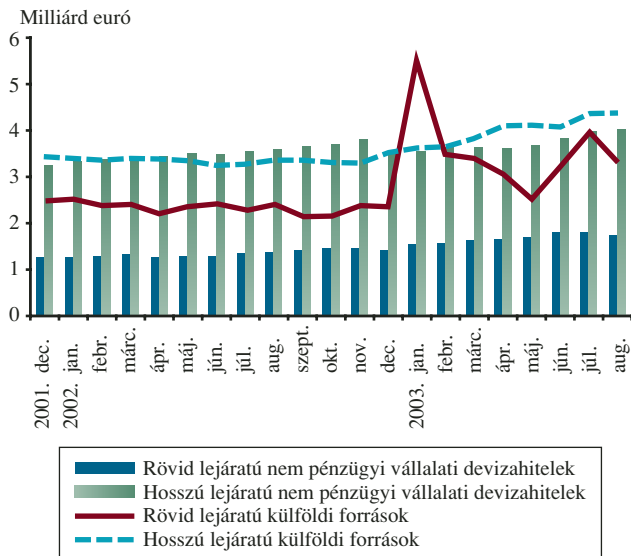
A magánszektor hiteleinek erőteljes bővülését a bankok a külföldi források bevonásával, a banki értékpapírok, jellemzően jelzáloglevelek kibocsátásával, valamint az intézményi befektetők betéteinek bővüléséből és a saját eredmény növekedéséből finanszírozták. A forrásokon belül a háztartások csökkenő megtakarítási hajlandósága miatt a háztartási betétek súlya tovább csökkent, míg a vállalatok növekvő költsége miatt a nem pénzügyi vállalatok betéteinek szerepe is mérséklődött.

Fontos megemlíteni, hogy a januári spekulációs támadás következtében a hazai bankok egy rövid időre jelentős rövid futamidejű külföldi többletforráshoz jutottak. A pluszlikviditás túlnyomó része azonban nem a devizahitelek növekedését finanszírozta (döntően inkább swapügyletekhez kötődött), hiszen a forint felértékelődésére történő spekuláció visszaverését követően, a rövid futamidejű külföldi források gyors apadása ellenére, mind a rövid, mind a hosszú lejáratú nem pénzügyi vállalati devizahitelek tovább emelkedtek az első félév folyamán. A bankok pótlólagos külföldi forrásbevonását jól mutatja, hogy májustól elkezdődött a rövid futamidejű külföldi források tényleges növekedése, illetve egész félévben megfigyelhető volt a hosszú futamidejű külföldi források fokozatos emelkedése (lásd II-2. ábra).

Bár a kockázattal súlyozott mérlegtételek emelkedésének üteme (14,7%) az első félévben még mindig meghaladta a mérlegfőösszeg bővülésének ütemét (12,7%),

**II-2. ábra**

**A nem pénzügyi vállalatok devizahiteleinek és a külföldi források alakulása**

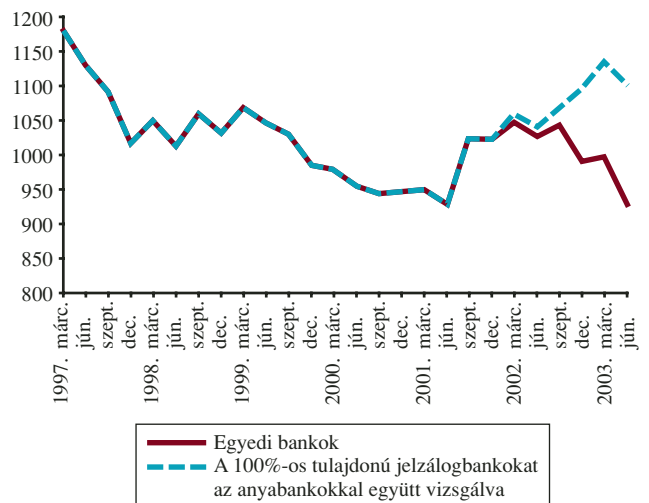


azonban kedvező tendenciaként értékelhető, hogy az elmúlt évekhez viszonyítva jelentősen szűkült a növekedési ráták közti különbség. Ez annak volt köszönhető, hogy a bankok az előző évi gyakorlattól eltérően az eszközoldali átcsoportosítási lehetőségek beszűkülése miatt a hiteldinamika növekedését már pótlólagos forrásbevonással finanszírozták.

Az első öt legnagyobb bank piaci részesedésének és a teljes bankpiacot lefedő Herfindhal-Hirschman Index (HHI) alakulását elemezve elmondható, hogy a bankrendszer koncentrációja tovább csökkent az első felév folyamán. Ez a kép azonban félrevezető lehet, hiszen ha a 100%-os tulajdonú jelzálogbankokat az anyabankkal együttesen vizsgáljuk, akkor a banki struktúra alakulásában ezzel eltérő tendencia rajzolódik ki, azaz a piaci koncentráció valójában stagnált (lásd II-3. ábra).

**II-3. ábra**

**A bankrendszer mérlegfőösszegének koncentrációja (Herfindhal-Hirschman Index (HHI))**





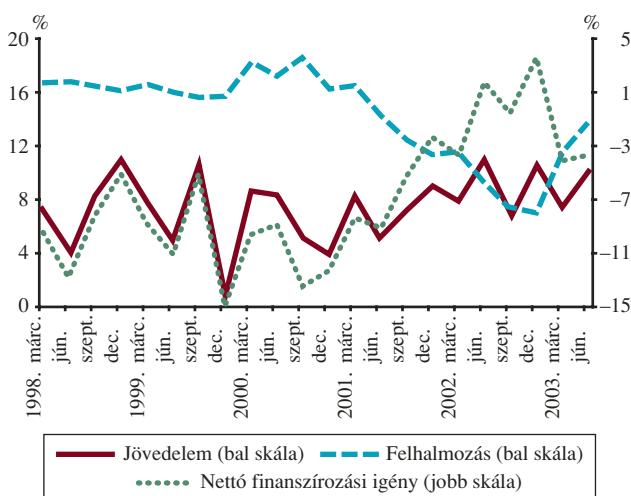
## II. 1. NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KOCKÁZATAI

### Jövedelmi helyzet

A nem pénzügyi vállalatok az előző évben nettó megtakarítók voltak, a gazdasági kilátások javulásával összhangban viszont 2003 első félévében újra nettó hitelfeltevővé váltak. A szektorral szembeni követeléseknek a pénzügyi eszközöknél gyorsabb növekedése miatt a nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos nettó finanszírozási igénye a vizsgált időszakban elérte a 4%-ot.

#### II-4. ábra

### Nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos pénzügyi pozíciója\*



\* Alapadatok szezonálisan igazítva.

A követelések növekedése mögött álló jelentős nagyságú devizahitel felvétele valószínűleg készletfeltöltést és állóeszköz-felhalmozást finanszírozott, mivel a szektor felhalmozási kiadásainak GDP-hez viszonyított aránya is újra növekedni kezdett, szintje 2003 első félévének végére megközelítette a 14%-ot.

A nem pénzügyi vállalatok pénzügyi és felhalmozási pozíciójának alakulásából arra következtethetünk, hogy a szektor jövedelmi helyzete nem változott az első félévben (lásd II-4. ábra). Fontos azonban megjegyezni, hogy a 2002 decemberi állami hitelátvállalás által kiváltott ál-

lami vállalatoknak nyújtott jövedelmi transfertől<sup>9</sup> megtisztított adatok alapján viszont kismértékű javulást mutat a nem pénzügyi vállalatok jövedelmi helyzete az idei év első félévében.

A fiskális politika keresletszűkítő jellege ellenére a külső kereslet lassú élénkülése, a reálárfolyam leértékelődéséből származó versenyképesség-javulás összességében élénkítheti a hazai vállalatok kibocsátását 2003–2004-ben. A vállalati értékesítésemelkedés mellett a fajlagos munkaköltségek növekedési ütemének csökkenése és az infláció emelkedése ugyancsak hozzájárulhat a szektor jövedelmi helyzetének javulásához. A forint árfolyamának leértékelődéséből adódóan a devizahitelek drágulása, a kamatterhek emelkedése viszont csökkentheti a profitot, ennek mértéke azonban valószínűleg nem lesz jelentős a természetes fedezettel rendelkező vállalatok magas aránya és a mesterséges árfolyam-fedezési eszközöket használó vállalatok növekvő száma, valamint a devizahitelek döntően hosszú lejáratú miatt. Ezen tényezők alapján tehát azt gondoljuk, hogy a vállalati szektor jövedelmi helyzete fokozatosan javulhat a következő években<sup>10</sup>.

### Pénzügyi eszközök

A pénzügyi eszközök részaránya az összes eszközön belül változatlan, 45%-os szinten stagnált 2003 első félévében. A nem pénzügyi vállalatok növekvő finanszírozási igénye a szektor pénzügyi eszközeinek struktúráját is megváltoztatta. A nem konszolidált pénzügyi számlák vizsgálata alapján elmondható, hogy 2003 első félévében a készpénz- és betétállomány kismértékű csökkenését a hitelállomány jelentős növekedése kísérte. A hitelállomány bővülése mögött a hosszú lejáratú hitelezés megugrása állt. Ennek következtében a likvid eszközök (készpénz, betét, rövid lejáratú értékpapírok és hitelek) aránya az összes eszközön belül kismértékben, 48%-ról 46%-ra csökkent. Ezt a folyamatot viszont, a konjunktúrális okok miatt, nem tekinthetjük kedvezőtlennek.

### Kereskedelmi célú ingatlanok

A kereskedelmi célú ingatlanok piacát 2003 első félévében általános dekonjunktúra jellemezte. Mind az iro-

<sup>9</sup> 2002 decemberében a központi költségvetés átvállalta a Magyar Autópálya Rt., a MÁV és a BKV összesen 252 milliárd forintnyi hitelét.

<sup>10</sup> Részletesebben lásd a Jelentés az infláció alakulásáról című novemberi kiadványt.

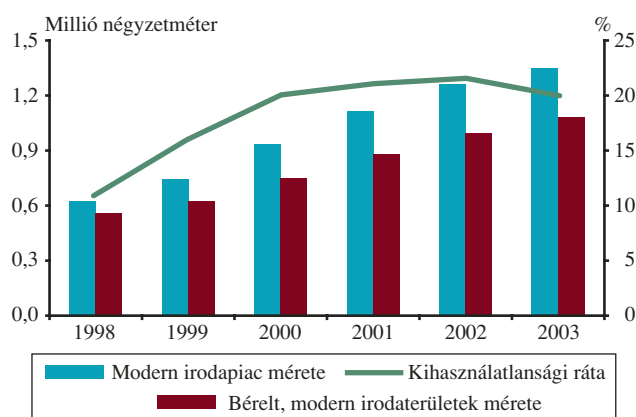
da-, mind a raktárlogisztikai piac méretének, mind pedig a kiskereskedelmi üzlethelyiségek számának növekedési üteme tovább csökkent a vizsgált periódusban.

Az első félévben az irodapiacra felgyorsult a kínálatnak a kereslethez való alkalmazkodása. Ebben az időszakban a budapesti irodapiac mérete alig bővült, míg a tavalyhoz hasonló mértékű új bérlés történt. Ennek eredményeképpen az irodakihasználtság mutatója a tavalyi 22%-ról 19,4%-ra esett. A túlkínálat mérséklődése ellenére viszont a bérlési díjak az előző évi 14-16 eurós szintről 13-15 euróra csökkentek, az irodaeladási árak stagnálása mellett<sup>11</sup>.

Az ingatlanforgalmazók úgy látják, hogy év végére a budapesti ingatlanpiac mérete elérheti az 1,35 millió négyzetmétert. A második félévben 70-80 ezer négyzetméternyi új iroda épülhet, illetve 60 ezer négyzetméternyi új bérlés történhet, aminek következtében a kihasználtság mutatója 20% körül alakulhat és a bérlési díjak 13-15 euró között stabilizálódhatnak (lásd II-5. ábra).

II-5. ábra

### A budapesti irodapiac állapota



Forrás: DTZ Hungary, Budapesti Ingatlanácsadók Egyeztető Fóruma

A piac szereplői szerint Magyarország EU-ba való belépése rövid távon nem fog jelentős hatást gyakorolni a hazai irodapiacra<sup>12</sup>. A korábbi vélekedéssel ellentétben a szakértők most úgy gondolják, hogy a csatlakozás nem fog beindítani egy második irodapiaci boomot. A becslések szerint a jelenlegi irodaállomány néhány év távlatában ki tudja elégíteni a folyamatosan jelentkező igényeket.

Hosszabb távon viszont négy fő hatással számolhatunk<sup>13</sup>. Beruházói szempontból negatív tendenciaként említhető, hogy az EU-ba való belépéssel folytatódhat az irodaházak hozamának mérséklődése. A beruházói környezet kockázatainak csökkenése és az irodapiaci dekonjunktúra miatt az irodaházak hozamszintje mos-

tanra 8,5%-ra esett az 1998–2000-es konjunktúra idején megszokott 10% feletti szintről. A csatlakozással a hozamok további, uniós átlagnak tekinthető 6-7%-os szinthez történő konvergenciájára lehet számítani. Az irodatulajdonosok számára azonban kedvező fejlemény lehet, hogy belépés után a hazai bérlési díjak, felzárkózva az uniós országok magasabb szintjéhez, fokozatosan növekedhetnek. Ugyancsak pozitív hatásként értékelhető, hogy a nagy külföldi ingatlanbefektetési alapok várható megjelenése pótlólagos keresletet támaszthat a nagy értékű piacképes irodaingatlanok iránt. Végül a hazai vállalati szektor megerősödése szintén növekvő keresletet generálhat a jó minőségű irodahelyek iránt.

Minden tényezőt mérlegelve úgy látjuk, hogy jelenleg a túlkínálat mértékének csökkenése ellenére is jelentős kockázatot hordoz a bankok számára az irodapiac hitelzése, hiszen az elmúlt évekhez képest a 20% körüli kihasználtság mutatója még mindig magasnak, illetve a bérlési díjak, mint természetes fedezetek értéke alacsonynak tekinthetők.

A gazdasági dekonjunktúra és a piac fokozatos tisztulása miatt (regionális túlkínálat csökkenése, regionális kereslet kielégítése) a kiskereskedelmi üzletek száma az első hat hónapban összességében csupán 0,3%-kal növekedtek. A második negyedévi üzletszám-emelkedés egyes üzlettypusokban (élelmiszereket, tartós fogyasztási cikkeket, ruházatot árusító üzletek és üzemanyag-töltő állomások) nem tudta ellensúlyozni az első negyedévben bekövetkezett üzletszámcsökkenést. Bár néhány üzlettypus számának csökkenése a telítettség utalhat a kiskereskedelmi üzlethelyiségek piacának strukturális átalakulása miatt, a kockázatok szintjét továbbra is nehéz megítélni.

### Eladósodottság

A nem pénzügyi vállalatok tőkeáttétele az elmúlt félévben a gazdasági kilátások javulásával összhangban alakult. A vállalati szektor növekvő felhalmozási kiadásainak finanszírozása miatt az idegen forrás és a saját tőke aránya 80%-ról 85%-ra emelkedett. Az eladósodottság növekedése mögött főként a belföldről és külföldről felvett devizahitelek felfutása állt.

A pénzügyi intézményektől és tulajdonosoktól felvett hitelek forintban kifejezett állománya 18,7%-kal, illetve az árfolyamhatástól megtisztítva 8,9%-kal emelkedett az első félévben. Átlag alatti bővülést mutattak a rövid, hosszú forinthitelek, miközben átlaggal megegyező növekedés volt tapasztalható a hosszú belföldi és külföldi, valamint a külföldi tulajdonosi hitelek, és átlag feletti emelkedés a rövid belföldi és külföldi devizahitelek esetén. Ez a tendencia azzal magyarázható, hogy a gazda-

<sup>11</sup> Forrás: Csendes a budapesti irodapiac, Ingatlanbefektetés, 16. szám, 2003. augusztus 7.

<sup>12</sup> Forrás: Az ingatlanpiaci konjunktúra alakulása, 2003. II. negyedév, GKI Gazdaságkutató Rt. és Wallis Ingatlan Rt.

<sup>13</sup> Forrás: Ingatlanfejlesztés az EU-csatlakozás után, Ingatlanbefektetés, 11. szám, 2003. május 15.

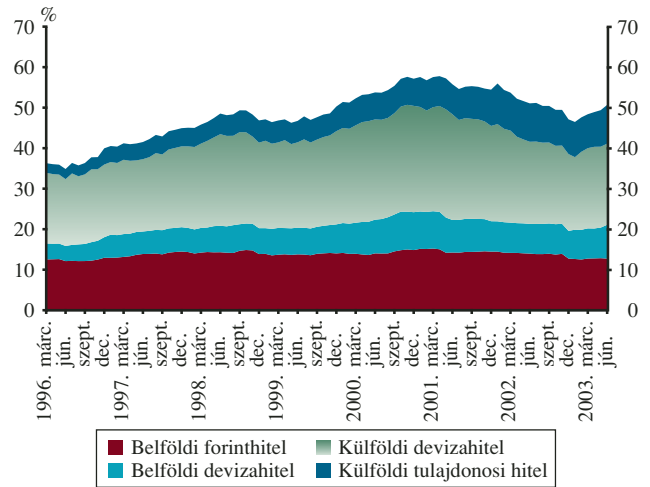
sági kilátások javulásával párhuzamban a természetes fedezettel (exportbevétellel) rendelkező, főleg multinacionális cégek valószínűleg a növekvő készletvásárlásokat rövid futamidejű, míg az erősödő beruházásokat hosszú futamidejű devizahitel formájában finanszírozták.

A banki közvetítés mélyülése oldaláról azonban kedvezőtlen folyamatként értékelhető, hogy főleg a nagyvállalatok devizában továbbra is döntően külföldről finanszírozzák magukat. 2003 első félévében például a hazai vállalatok külföldről kétszer akkora volumenű devizahitelt vettek fel, mint belföldről (lásd II-6. ábra).

A banki kockázatok megítélése szempontjából a hazai vállalatok tőkeáttételének növekedését nem tekintjük veszélyforrásnak, hiszen az eladósodottság emelkedésének egyértelműen konjunkturális okai vannak, illetve a tőkeáttétel szintje továbbra sem haladja meg jelentősen az EU átlagát.

II-6. ábra

### Nem pénzügyi vállalatok banki és tulajdonosi hiteleinek alakulása a GDP százalékában



## II. 2. BELFÖLDI BANKOK VÁLLALATI HITELKOCKÁZATA

II.

2003 első félévében a hazai bankrendszer nem pénzügyi vállalati hitelállománya a mérlegfőösszeg bővülését kissé meghaladva, 13,8%-kal emelkedett az előző év végéhez viszonyítva. A kiugró növekedést a vállalatok hitelkeresletének élénkülése és a forint jelentős leértékelődése magyarázta. Az állományi változásból kiszűrve az árfolyam hatását a nem pénzügyi vállalatok hiteleinek volumene 9,3%-kal bővült. A javuló gazdasági várakozásokkal összhangban a bankok újra a nagyvállalati devizahitelezés felé fordultak. Jelentősen emelkedett a projektfinanszírozás lendülete, erősödött a konjunktúra-érzékeny szektorok hitelezése.

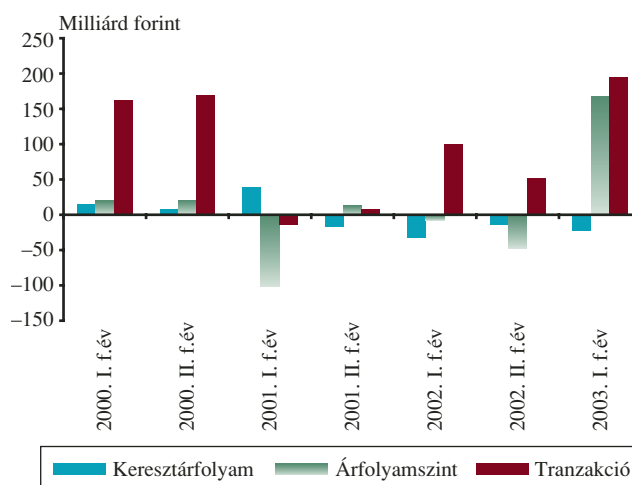
A nagyrészt forgóeszköz és beruházás célú hitelfelvétel, valamint a forint árfolyamának leértékelődése okozta átértékelődés miatt mind a hosszú futamidejű hitelek (14,3%), mind a rövid futamidejű hitelek (12,7%) állománya látványosan emelkedett. Az árfolyamhatástól eltekintve a rövid és hosszú hitelek növekedése (9,7%, 8,9%) ugyancsak dinamikus volt.

A vállalati hitelek denominációs összetétele mind a tranzakciós, mind az árfolyamhatás miatt jelentősen megváltozott. A vállalati forinthitelek 5,4%-kal, míg a devizahitelek 28,1%-kal emelkedtek, így folytatódott a teljes hitelállományon belül a devizahitelek részesedésének emelkedése. 2003 első félévének végén a vállalati forinthitelek a teljes belföldi vállalati hitelállomány 60%-át, míg a devizahitelek 40%-át tették ki. A devizahitelek növekedéséhez a hiteltranzakció 16, az árfolyamhatás 13,9, a keresztárfolyam-hatás -1,8 százalékponttal járult hozzá. Mivel a rövid futamidejű devizahitelek növekedési üteme (43,8%) jóval meghaladta a hosszú devizahitelek bővülését (21,5%), ezért a devizahitelek átlagos lejáratát tovább csökkent (lásd II-7. ábra).

2003 első félévében a külkereskedelmi partnereink javuló gazdasági kilátásaival összhangban a konjunktúra szempontjából legérzékenyebb nagyvállalati szektor hitelkereslete újra felerősödött. A rendkívül kiélezett verseny és alacsony hitelkamatmarzsok ellenére a bankok fő profiljának még mindig a nagyvállalati szektor hitelezése tekinthető, hiszen a nagy ügyfeleknek a bankokhoz történő láncolása hosszú távon növekvő jövedelmezőséget hozhat (jutalékok, számlavezetési díjak stb.). Az első félévben a nagyvállalati hitelállomány 19%-kal

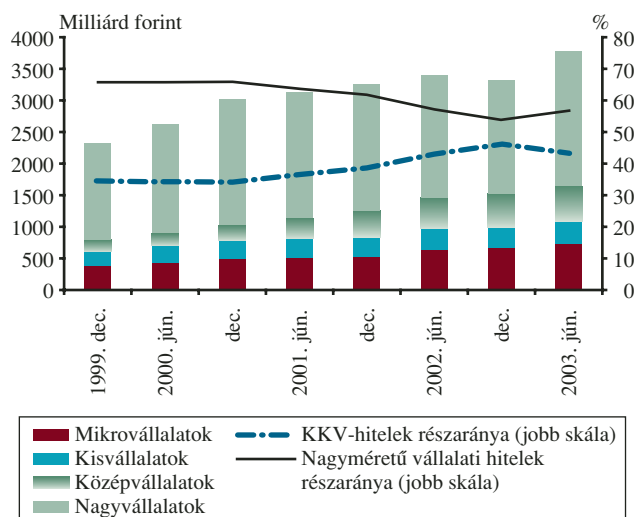
II-7. ábra

### A nem pénzügyi vállalati devizahitel változásainak összetevői



II-8. ábra

### A nem pénzügyi vállalati hitelek vállalati méretstruktúra szerinti megoszlása



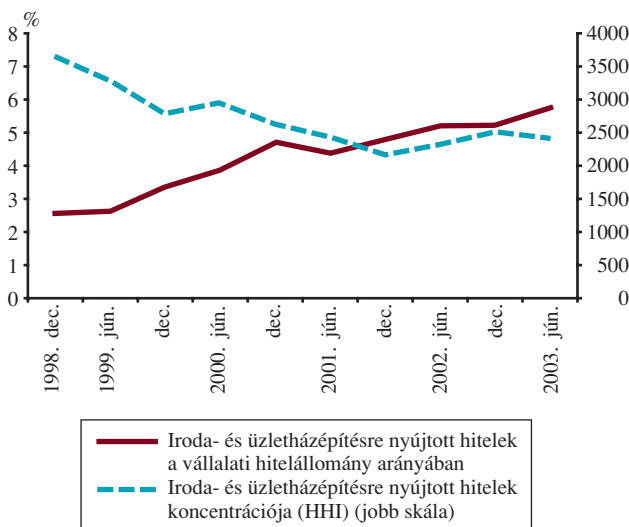
bővült, míg a KKV-hitelállomány 7,6%-kal növekedett. A mikrovállalatok hitelei 4,1%-kal, a kisvállalatok és középvállalatok hitelei pedig 7,8%-kal, illetve 10,3%-kal emelkedtek. Ennek eredményeképpen a teljes vállalati hitelportfólión belül a nagyvállalati rész 54%-ról 56,5%-ra

növekedett, miközben a KKV-rész 46%-ról 43,5%-ra csökkent (lásd II-8. ábra).

Konjunkturális okokból a KKV-hiteleknek a teljes vállalati hitelportfólióból való részesedése egy tartós, nagymértékű emelkedés után átmenetileg visszaesett az idei év első félévében. Hosszabb távon viszont a banki verseny erősödésével, a nagyvállalati piac telítődésével a KKV-hitelek további térnyerésére számíthatunk.

### II-9. ábra

#### Iroda- és üzletházépítésre folyósított hitelek aránya a teljes vállalati hitelportfólióban és a koncentráció



2003 első félévében tovább folytatódott a banki projekt-hitelezés erősödése, mely mögött főként az ingatlan- és kisebb mértékben az energia-, telekommunikációs fejlesztéseket finanszírozó hitelek bővülése állt. Az idei év első félévében a kereskedelmi célú ingatlanok piacát jellemző dekonjunktúra ellenére az iroda- és üzletházépítésre felvett hitelek látványosan, 26,2%-kal, illetve a döntően devizában denominált állományt az árfolyamhatástól megtisztítva 14,8%-kal növekedett, így aránya a mérlegfőösszeget és a teljes vállalati hitelportfólióon belül megközelítette az 1,9%, illetve a 6%-ot (lásd II-9. ábra). Bár ez a szint abszolút értelemben továbbra is alacsonynak tekinthető, kedvezőtlen folyamatként értékelhető, hogy az irodapiaci konjunktúra 2000. évi befejeződése és a dekonjunktúra kezdete óta az iroda- és üzletházépítésre felvett hitelek teljes vállalati hitelportfólióon belüli aránya csaknem megduplázódott.

A banki kockázatok megítélése szempontjából még borúlátóbbá teszi a képet az, hogy az ingatlanpiaci szakemberek a korábbiaktól eltérően most úgy gondolják, hogy a jövő évi EU-csatlakozás valószínűleg nem fog egy újabb ingatlanpiaci fellendülést beindítani, a belépés hatásai csak hosszabb távon, fokozatosan lesznek érezhetőek. Emellett továbbra is jelentős kockázatot hordoz, hogy az iroda- és üzletházfejlesztésre nyújtott

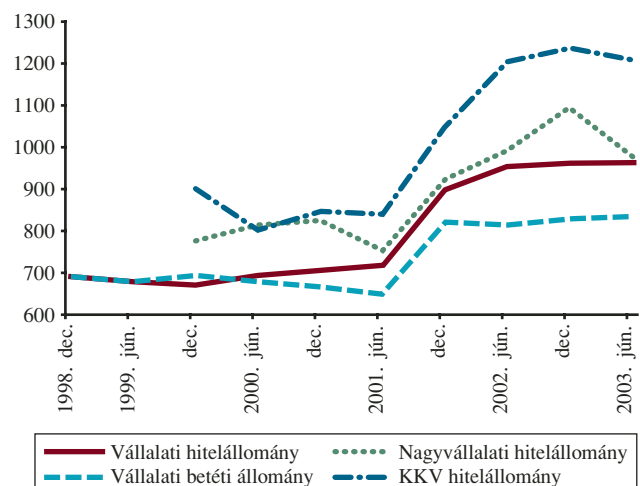
hitelek túlnyomó része (80%) három nagybanknál összpontosul, ahol ezen hitelek részaránya a teljes vállalati hitelportfólióból a bankrendszeri átlag több mint kétszerese. A koncentrációs kockázatot ugyancsak jól mutatja az üzleti célú hitelpiacra számolt HHI, amely bár 1998 óta összességében csökkent, a jelenlegi 2400 feletti érték nagyon magasnak tekinthető a teljes vállalati HHI 1000 alatti értékével összehasonlítva. Bár a fejlesztéseket finanszírozó bankok, felismerve a kockázatok növekedését, már 30-50%-os előbérletet várnak el az ügyfelektől egy-egy irodaház építésekor, úgy gondoljuk, hogy ezen a piacon még mindig túl nagy mértékű a bankok kockázatvállalása.

A nem pénzügyi vállalati hitelek ágazati megoszlását vizsgálva elmondható, hogy 2003 első félévének végén a termelői szektorok hitelállománya a teljes vállalati hitelportfólióon belül 43%-ot, míg a szolgáltatói szektorok 52%-ot és az egyéb szektorok pedig 5%-ot tettek ki. A termelői szektorokon belül erősödött a feldolgozóipar, míg stagnált a mezőgazdaság és bányászat hitelezése. A feldolgozóipari ágazatok közül a legdinamikusabban a vegyipar, gépipar és könnyűipar finanszírozása bővült. A tranzakciók növekedése mögött döntően rövid futamidejű, tipikusan forgóeszköz-finanszírozó devizahitel-emelkedés és kisebb mértékű hosszú futamidejű, főleg beruházási célú devizahitel-növekedés állt.

A szolgáltatói szektorokon belül a bankok főleg az ingatlanfejlesztéseket és a kereskedelmi tevékenységet hitelezték. Míg az ingatlanfejlesztések esetén döntően a hosszú lejáratú devizahitelek emelkedtek, addig a kereskedelmi szektor esetén a rövid futamidejű forint- és devizahitelezés bővült. A nagyobb szolgáltatói szektorok közül csökkent az építőipar finanszírozása, míg kismértékben emelkedtek a szállítási, logisztikai, telekommunikációs tevékenységek hitelezése.

### II-10. ábra

#### A nem pénzügyi vállalatok hiteleinek és betéteinek koncentrációja (HHI)



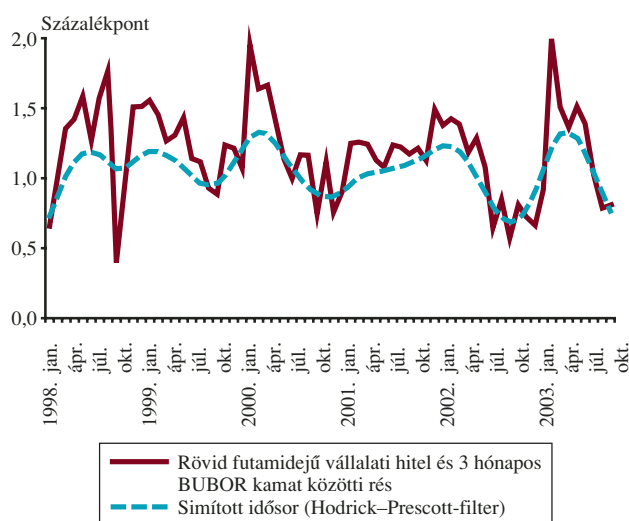


A vállalati hitelpiac struktúráját továbbra is alacsony koncentráció jellemzi. A koncentrációt mérő HHI értéke (960) 2002 féléve óta szinte változatlan (lásd II-10. ábra). A HHI nagysága (960) szempontjából a nagyvállalati hitelpiac már versenyzőinek tekinthető, míg a KKV piacstruktúra továbbra is az 1000 fölötti HHI-val (1210), közepesen koncentrálnak mondható. Érdekesképpen megemlíthető, hogy a vállalati betétek piaca a legkevésbé koncentrált, illetve ez a piac rendelkezik a legalacsonyabb HHI-vel (830) a vállalati üzletágon belül.

Az elmúlt egy évben a vállalati hitelkamatfelár alakulásának elemzését jelentősen megnehezíti a jegybanki kamat volatilitásának emelkedése. A tavaly májusi és júliusi jegybanki kamatemelés hatására a kamatfelár jelentősen lecsökkent 2002 második félévének elejére. Ezt követően a hitelkockázatok megnövekedése és a novemberi, valamint a decemberi jegybanki kamatcsökkentés ellenére viszont a kamatfelár év végéig tartóan alacsonyan, 1 százalékpont körül maradt. Korrekciót csak a 2003. januári, többszöri nagymértékű jegybanki kamatcsökkentések hoztak, viszont a hitelkamat fokozatos alkalmazkodása miatt a kamatfelár ezután újra csökkenni kezdett, és a júniusi jelentős mértékű jegybanki kamatemelés hatására júliusra, augusztusra újra 1 százalékpont alá esett (lásd II-11. ábra). Mindezekből úgy tűnik, hogy a gazdaság lassulása miatt megemelkedett hitelkockázat ellenére az elmúlt évben a kamatemelés esetén a vállalati hitelkamatok alkalmazkodása kisebb mértékű volt, mint kamatcsökkentéskor. Ez talán azzal magyarázható, hogy a bankok átmenetinek gondolhatták a referenciakamatok (BUBOR) emelkedését, valamint a kiélezett verseny a hitelkamatok gyors felfelé történő korrekciója ellen hathatott.

II-11. ábra

**A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott forinthitel kamatfelára**



A 2003 első félévében az átlagos kamatfelár (1,46 százalékpont) közel kétszerese volt a 2002 második félévi-

nek (0,74 százalékpont). Ha viszont a 2002. év végi értéket hasonlítjuk össze a 2003. félév végi szinttel, akkor azt tapasztaljuk, hogy a kamatfelár 1 százalékponton stagnált, sőt idén júliusban és augusztusban a felár a tavalyi féléves szintekre csökkent. Ebből adódóan, úgy gondoljuk, hogy az elmúlt évben a kamatfelár alakulását oroszlánrészben a bankok jegybanki kamatlépésekhez történő aszimmetrikus alkalmazkodása és csak kisebb mértékben a bankok tudatos kockázatvényesítő magatartása magyarázta.

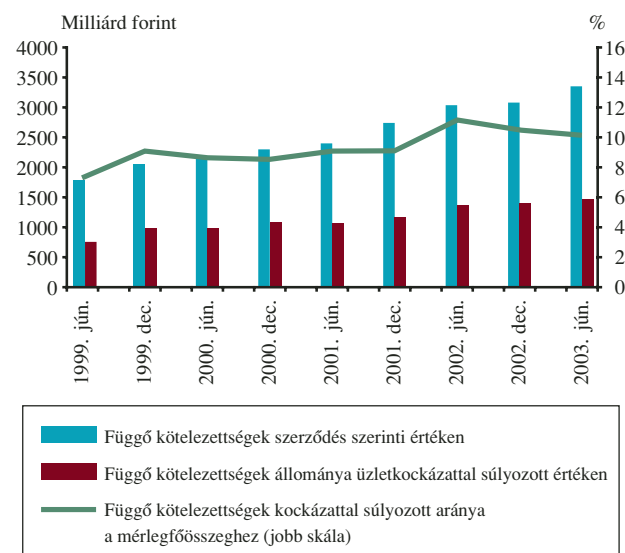
Az elmúlt öt évben a vállalati hitelkamatfelár nagyrészt egy 1-1,5 százalékpontos sávban mozgott. A jelenlegi 1 százalékpontos érték nemzetközi összehasonlításban (GMU-ban ez az érték 2-2,5 százalékpont volt 2003 első félévében) és a kockázatok mértékét figyelembe véve alacsonynak tekinthető. Ezzel együtt azonban ki kell emelni, hogy az elmúlt időszak a volatilitás szempontjából extrémnek tekinthető, továbbá a bankok az erős verseny és alacsony hitelkamatfelárak ellenére a vállalati források árazásával (folyószámlakamat, lekötött betéti kamat stb.), illetve a nem kamatjellegű bevételek növelésével (hitelkeret-fenntartási díj, folyószámla-vezetési díj stb.) a vállalati üzletágon belül összességében pozitív jövedelmezőséget realizálhatnak.

**Függő kötelezettségek**

A függő kötelezettségek szerződés szerinti állománya 8,8%-kal emelkedett 2003 első félévében, jelentősen, mintegy 4 százalékponttal alulmúlva a mérlegfőösszeg növekedési ütemét. Javult a függő kötelezettségek kockázati megítélése, amit rendszerstabilitási szempontból kedvező folyamatnak értékelünk. A függő kötelezettségek ügyletkockázattal súlyozott értéke 5,5%-kal, míg az ügylet- és ügyfélkockázattal súlyozott értéke 8,5%-kal emelkedett. Ennek következtében a teljes

II-12. ábra

**A függő kötelezettségek alakulása**



kockázattal súlyozott állomány mérlegfőösszeghez viszonyított aránya 10% körüli szintre csökkent (lásd II-12. ábra).

A korábbiaktól eltérően, a megváltozott globális gazdasági kilátások és a hazai gazdaságpolitikai fejlemények fényében most úgy látjuk, hogy főként a javuló gazdasági várakozások, a reálárfolyam leértékelődése és a fajlagos munkaerőköltség inflációnál alacsonyabb várható növekedése a nem pénzügyi vállalati hitelkereslet további bő-

vülése irányába hathat. A hitelkínálati oldal ugyancsak erősödhet, a nagyvállalati szektorért folytatott kiélezett és a KKV-szektorért folytatott erősödő verseny miatt.

A nem pénzügyi vállalatok kockázatait továbbra sem érezzük túlzottnak. Egyetlen terület, az ingatlanfejlesztések finanszírozása, ahol a kockázatok szintjét magasnak értékeljük. Kedvező tendenciaként említhető azonban, hogy a feldolgozóipari vállalatok javuló jövedelmi kilátásai csökkenthetik a szektor hitelkockázatait.

## II. 3. HÁZTARTÁSOK

II.

### Jövedelmi helyzet, fogyasztás, felhalmozás, nettó megtakarítás/hitelfelvétel

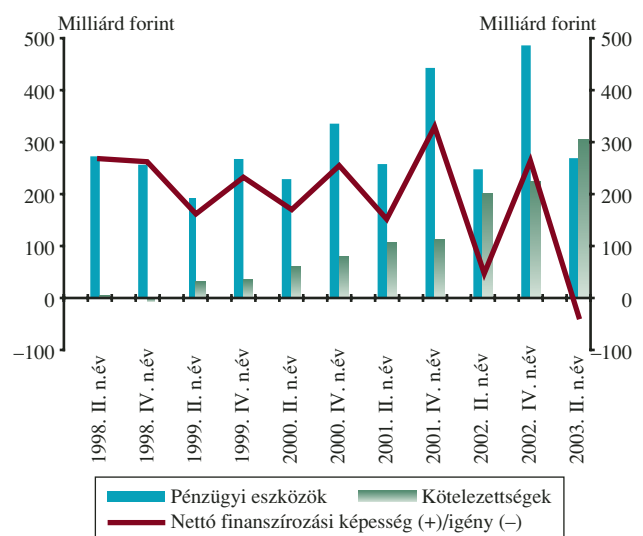
Az előző évi keresetnövelő intézkedések áthúzódó hatásának megszűnése miatt a háztartási jövedelmek éves növekedési ütemének csökkenő dinamikája várható. A háztartások reál nettó jövedelmének 2003-as mérséklődő ütemű növekedése, illetve 2004-es várható stagnálása mellett folytatódott a háztartások fogyasztási kiadásainak, illetve végső fogyasztásának dinamikus bővülése, ami a fogyasztással kapcsolatos hitelfelvétel további jelentős növekedését eredményezte. A magas bázis, illetve a kedvezőtlen időjárás<sup>14</sup> következtében a háztartások felhalmozási kiadásainak növekedési üteme erőteljesen lassult, miközben a lakáscélú hitelfelvétel továbbra is jelentősen növekedett. A háztartások jövedelmének csökkenő dinamikája, a fogyasztással és lakásvásárlással kapcsolatos hitelfelvétel továbbra is jelentős mértékű bővülésével párosulva azt eredményezte, hogy a háztartási szektor 2003 II. negyedévében nettó hitelfelvő volt, ami rendkívül szokatlan és alapvetően egészségtelen folyamatokat jelez (lásd II-13. ábra). A lakástámogatási rendszerben júniusban bevezetett változtatások következményeként a piac augusztustól a lakáshitel-kereslet csökkenésére számított, ami a háztartások nettó finanszírozási képességének csökkenő trendjét (sőt finanszírozási igényének keletkezését) megállíthatta volna. A legfrissebb adatok szerint azonban a lakáshitelállomány szeptemberi növekménye minden eddigit felülmúlt, melyben vélhetően szerepet játszott az újabb tervezett változások miatt előrehozott kereslet (pl. telekafa vélt hatása a lakásárakra). Továbbá a háztartások fogyasztássimítása miatt a fogyasztási hitelfelvétel visszaesésére sem számítunk.

### Eladósodottság

A háztartási hitelezés továbbra is rendkívül dinamikus (fél év alatt 27%-os) bővülése, nagyjából a lakáshitelállomány, kisebb részben a nem banki hitelezés továbbra is nagymértékű (41, illetve 26%-os) növekedésének a következménye (lásd II-14. ábra).

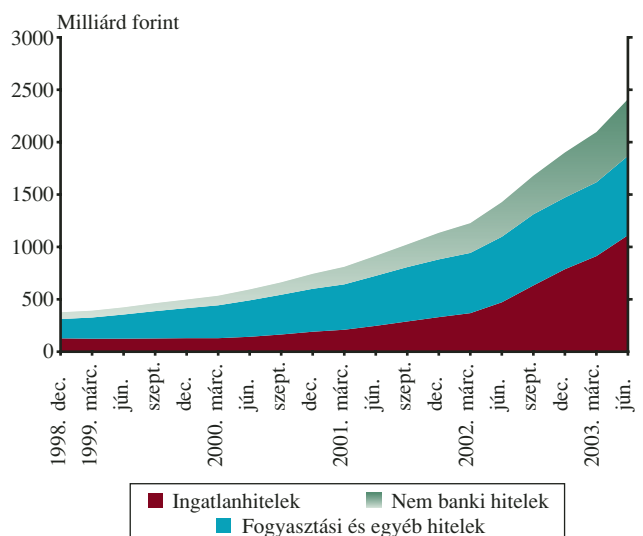
II-13. ábra

### A háztartások nettó finanszírozási képessége/igénye



II-14. ábra

### Háztartási hitelállományok



<sup>14</sup> A hosszú és kemény tél miatt az építkezések a szokásosnál később kezdődhettek meg.



A GDP-arányos háztartási hitelállomány egy év alatt 7,5%-ról 11,3%-ra nőtt, mely szint nemzetközi összehasonlításban még mindig alacsonynak tekinthető. Ugyanakkor a hazai háztartások gyengébb jövedelemszerző képessége miatt a pénzügyi kötelezettségek pénzügyi eszközökhöz viszonyított arányával mért eladósodottsági szint nemzetközi összehasonlításban nem tekinthető alacsonynak (egy év alatt 12,6%-ról 18,7%-ra emelkedett). A háztartások pénzügyi kötelezettségeinek nagysága csaknem eléri likvid pénzügyi eszközeinek<sup>15</sup> egyharmadát, mely arány vélhetően tovább fog romolni, tekintettel a pénzügyi kötelezettségek nagyarányú növekedésének várható folytatódására, illetve az intézményi befektetők térnyerése miatt a likvid eszközök arányának csökkenő tendenciájára (lásd II-15. ábra). A hazai háztartások gyengébb jövedelemszerző képessége, illetve a fogyasztási és egyéb hitelek magas kamata miatt a törlesztési teher sem alacsony nemzetközi összehasonlításban.

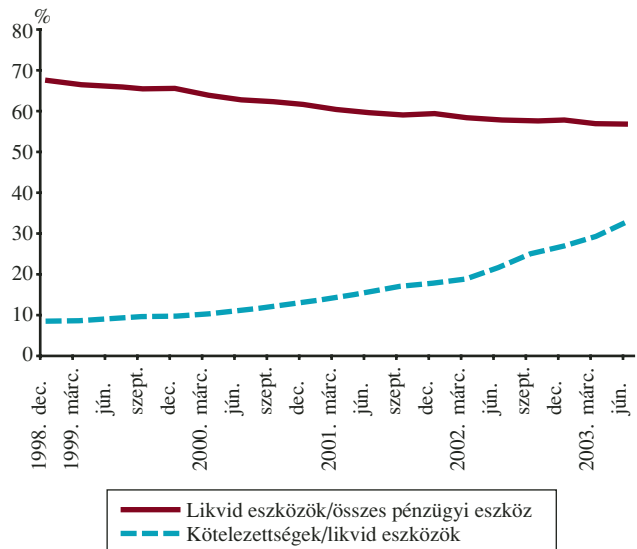
A fentiek alapján megállapítható, hogy az eladósodottsági szint utóbbi időben tapasztalható nagymértékű növekedésének hosszabb távon való folytatódása komoly kockázatot jelentene. Az eladósodottsági szint kiugró mértékű növekedését alapvetően a lakástámogatási rendszer 2002 márciusi kiszélesítése okozta, továbbá szerepet játszott benne a támogatási rendszer szigorításával kapcsolatos várakozások miatt előrehozott kereslet is. Úgy tűnik, a támogatási rendszer júniusi változtatásai nem eredményezték a lakáshitel-dinamika visszaesését, így az eladósodottsági szint további számottevő növekedése várható. Az eladósodottsági szint jelentős mértékű növekedése a reáljövedelmek várható stagnálásával párhuzamosan a törlesztési teher számottevő növekedését okozhatja. A hitelállomány növekedéséhez képest azonban mérsékeltebben nő a törlesztési teher, mivel a hosszú futamidejű, az ügyfelek számára alacsony kamatot jelentő támogatott lakáshitelek súlya egyre nagyobb a hitelportfólión belül.

Növeli a hitelkockázatot, hogy a hazai háztartási hitelezés csak pár éve indult be, így a bankok többsége – tapasztalatok híján – vélhetően nem rendelkezik olyan kifinomult kockázatkezelési gyakorlattal, melynek segítségével a törlesztési nehézségekkel küszködő ügyfelek problémái áthidalhatóak lennének. A háztartások számára hiteltanácsadást folytató cégek, intézmények sem alakultak még ki (ellentétben pl. az USA-val), a háztartások pénzügyi képzettségének színvonala alacsony.

A háztartási bankhitelek 97%-a forinthitel, így az árfolyamváltozásból eredő közvetlen banki hitelkockázat növekedéssel gyakorlatilag nem kell számolni. A háztartások kötelezettségeinek azonban nem elhanyagolható része (2003 első félévének végén 22,3%-a) nem hitel-

II-15. ábra

### A háztartások kötelezettségei likvid eszközeik arányában



tézetekkel szembeni kötelezettség, melynek fele<sup>16</sup> banki háttérű pénzügyi vállalkozásokkal szembeni tartozás. A banki háttérű pénzügyi vállalkozások háztartási kihelyezéseinek túlnyomó többsége (88%-a<sup>17</sup>) devizaalapú, így ezen intézményeknél a forint esetleges leértékelődése következtében a törlesztőrészek megemelkedése növelheti a hitelkockázatot. A banki háttérű pénzügyi vállalkozások háztartási devizakielhelyezései 2002 végén a háztartások összes tartozásának csak 10%-át<sup>18</sup> tették ki, így az árfolyamváltozásból származó hitelkockázat-növekedés bankrendszeri szinten nem lenne drasztikus. Egyedi szinten ugyanakkor ez nem mondható el, mivel több banknál is meglehetősen magas a devizakielhelyezések aránya a konszolidált lakossági portfólión belül. Ami a nem banki háttérű pénzügyi vállalkozásokat illeti, azok a hitelintézeti források (66%) mellett jelentős mértékben támaszkodnak a saját tőkére (18%) is, azaz viszonylag kis tőkeáttétellel dolgoznak. Ezért esetükben nem tartjuk nagynak a finanszírozó bankok által felváltott hitelkockázatot.

### Lakáshitelek

A banki lakáshitel-állomány 2002 júliusától tapasztalható havi átlagos 55 milliárd Ft-os növekedése a támogatások használt lakásokra való kiterjesztésének következménye (lásd II-16. ábra). A bankok eszközállományán belül a lakáshitelek részaránya az egy évvel korábbi 5,8%-ról 2003 szeptember végéig 10,2%-ra emelkedett, ami már megközelíti az eurózónára jellemző 15%-os arányt.

<sup>15</sup> Likvid eszközök: készpénz, betétek, nem részvény értékpapírok a kárpótlási jegy kivételével, tőzsdai részvények, befektetési jegyek.

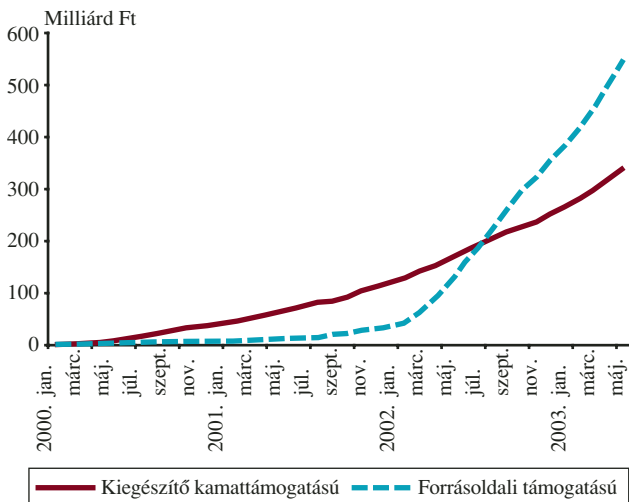
<sup>16</sup> 2002. végi adat.

<sup>17</sup> 2002. végi adat.

<sup>18</sup> 2002. végi adat.

## II-16. ábra

## A támogatott lakáshitel-folyósítás kumulált értékei



Forrás: GKM

A támogatási rendszer megváltoztatása következtében az új folyósítású lakáshitelek esetében a banki marzs szűkülte. Az ügyfelek által fizetendő hitelkamat növelésének lehetősége a támogatás feltételül szabott kamatplafon miatt nagyon korlátozott, ezért a bankok vélhetően a hitellezési feltételeket, standardokat fogják némileg szigorítani. A megváltozott feltételek nem vetik vissza számottevően a keresletet. Egyrészt az új lakások vásárlásához kapcsolódó, kiegészítő kamattámogatású hitelek esetében felemelték a maximálisan igénybe vehető hitelösszeget. Másrészt a forrásoldali támogatású hitelek esetében felére csökkentett maximálisan igénybe vehető hitelösszeg még mindig háromszorosa az átlagos hitel nagyságnak. Harmadrészt a második, harmadik stb. támogatott hitel felvételével kapcsolatos korlátozás alól is van kivétel (nagykorú gyermek, unoka számára vásárlandó lakáshoz igénybe vett támogatott hitelnél adóstárként). Az ügyfelek számára felszámított, még mindig alacsony kamat továbbra is rendkívül vonzóvá teszi a támogatott lakáshiteleket. Végül a támogatási rendszer esetleges újabb változtatásával, komolyabb szigorításával kapcsolatos várakozások, illetve az építéshitelek-áfa bevezetésének vélt árnyékoló hatása ismételt előrehozott keresletet indukálhatnak. A fentiek alapján véleményünk szerint a támogatott hitelek a változtatások után is széles körben igénybe vehetők, így kiszorító hatásuk érvényesül továbbra is a piaci feltételű ingatlanhitelek vonatkozásában. Eltérőek a vélemények a lakáscélú hitelekkel kapcsolatos adókedvezmény módosításának hatásairól.

## II-1. keretes írás

## Lakáshitel adókedvezményének szigorítása

Elképzelhető, hogy a lakáscélú hitelekhez kapcsolódó adókedvezmény feltételeinek szigorítása némileg növeli a hitelkockázatot, de en-

nek mértéke véleményünk szerint nem túl nagy. A hiteltörlesztés első évében a háztartásoknak a teljes törlesztőrészletet ki kell gazdálkodniuk még az adókedvezmény ellenére is, hiszen az adó-visszatérítés utólagos. A jobb jövedelmi helyzetben lévő hitelfelvevők törlesztési képességét nem, vagy csak elhanyagolható mértékben befolyásolja az adókedvezmény megszűnése miatt kieső maximum havi 20 E Ft. A rosszabb jövedelmi helyzetben lévő adósok viszont vélhetően kisebb összegű hitelt vettek fel, illetve a fizetésük adótartalma sem túlságosan nagy, így az adókedvezmény maximális összegének lecsökkentése miatt kieső pénzüsszeg nem jelentős, illetve sok esetben egyáltalán nem játszik szerepet. A forrásoldali támogatású és a kiegészítő kamattámogatású hitelek átlagos nagyságát és 20 éves futamidőt alapul véve becslésünk szerint az adókedvezmény maximális összeghatárának felére csökkentése éves szinten kb. 1,2, illetve 2,1 havi törlesztő-részletnek megfelelő jövedelemkiesést jelent egyéves késletéssel.

Tapasztalataink szerint a lakáshitelek elbírálásakor az ügyfelek hitelképességét befolyásoló jövedelmi helyzet, szociológiai, demográfiai jellemzők egyelőre alig játszanak szerepet, éppen ezért különösen fontos a hitel összegének az ingatlanfedezet értékéhez viszonyított aránya (Loan To Value, LTV). A lakáshitel-állomány nagyobb részét kitevő forrásoldali támogatású hitelek esetében a bankok a hitelbiztosítéki érték (értékbecslő által felbecsült érték 80-90%-a) maximum 60%-áig nyújtanak hitelt. A fővárosban, megyeszékhelyeken, nagyobb városokban, ahol likvid az ingatlanpiac, a hazai átlagos LTV véleményünk szerint biztonságos menekülési értéket jelent. Az ország azon régióiban viszont, ahol nincs likvid ingatlanpiac, kérdéses, hogy megfelelő áron értékesíthető-e az ingatlanfedezetek. Tekintettel az erős kereslet fennmaradására, illetve a csökkenő marzsokra, rövid távon nem várható az LTV-arány számottevő növekedése.

A rendkívüli dinamikájú lakáshitelezés eddig nem okozott kiugró mértékű ingatlanár-emelkedést. Ennek egyik oka, hogy a lakásépítési piac lépést tart a megnövekedett kereslettel (lásd II-17. ábra). További ok lehet a háztartások szerény jövedelemszerző, illetve adósságvisselő képessége. Tekintettel az áremelkedés elfogadható mértékére, továbbá figyelembe véve, hogy a jelzáloghitel-felvétel túlnyomórészt lakásvásárlás céljából történik, az árbuborékból származó kockázatot a rendkívül dinamikus hitelbővülés ellenére továbbra sem tartjuk túl nagyknak. Az építéshitelek-áfa lakáscélú hatásának mértékéről megoszlanak a vélemények.

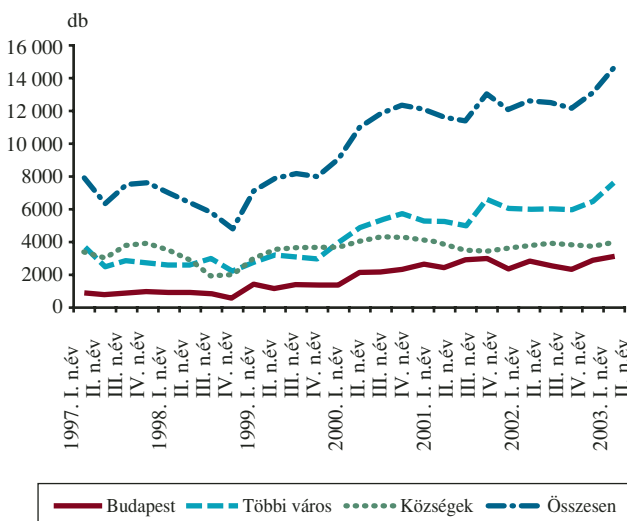
## II-2. keretes írás

## Építéstelek-áfa bevezetése

Véleményünk szerint az építéstelek-áfa bevezetése rövid távon nem növeli meg túlságosan a lakásárakat általában. Közvetlen hatása csak az új építésű lakások esetében lesz. Tekintettel arra, hogy az építési telkek jelentős része magánszemélyek közvetlen tulajdonában van, és magánszemélyek nem tartoznak az áfakörbe, így családi ház építésénél az esetek többségében a telekárfa nem játszik szerepet. Az új, nem túl sok lakásból álló társasházak esetében számottevően növelheti a lakásárakat azokon a helyeken, ahol relatíve magas a telekár, mivel ebben az esetben a telekhányad árának részaránya a vételárban számottevő. Az ország azon régióiban viszont, ahol a telekár az építési költségekhez képest viszonylag alacsony, illetve régiótól nagyjából függetlenül a soklakásos társasházak esetében a lakásárakat kevésbé befolyásolja az építéstelek-áfa bevezetése, mivel ezekben az esetekben a telekhányad ára a vételár kis részét jelenti. Ami a közvetett hatásokat illeti, az áremelkedés használt lakásokra, illetve magánkézben lévő telkekre való átgyűrűződésének mértéke kérdéses, és időben elhúzódóan jelentkezik.

## II-17. ábra

## Negyedévente kiadott lakásépítési engedélyek száma\*



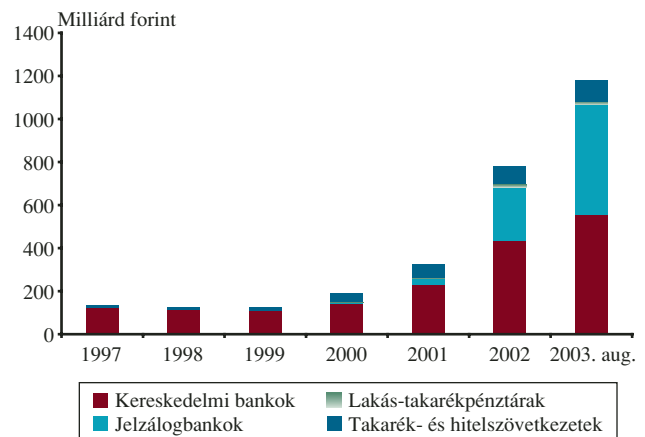
\* Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH

A lakástámogatási rendszer nagymértékben befolyásolja az egyes intézménytípusok piaci részesedésszerzését a lakáshitelpiacon, hiszen a legkeresettebb, forrásoldali támogatású hitelfajta a jelzáloglevél-kibocsátáshoz kötődik, ami a jelzálogbankok kiváltsága<sup>19</sup> (lásd II-18. ábra). A lakáshitel-állományok felépüléséből származó likviditási kockázat csökkentése érdekében történő hosszú lejáratú banki kötvénykibocsátás megelénkülése addig nem

## II-18. ábra

## Az egyes intézménytípusok piaci részesedése a lakáshitelpiacon



várható, amíg a jelenlegi támogatási logika fennmarad. E szerint ugyanis a forrásoldali támogatású lakáshitelek a jelzáloglevél-alapú finanszírozáshoz kötődnek.

A rendkívüli hiteldinamika ellenére a lakáshitel-piaci koncentráció magas szinten rekedt meg, a jelzálogbankokat az anyabankokkal együtt kezelve a Herfindhal-index 3500 felett maradt 2003 első félévében is. A 3, illetve 5 legnagyobb piaci szereplő részaránya a lakáshitelpiacon (75, illetve 83%) gyakorlatilag nem változott a félév során.

## Fogyasztási és egyéb hitelek

A fogyasztási és egyéb bankhitelek állománya 2003 I. félévében 9,1%-kal nőtt, a bővülés nagyobb része a második negyedévre koncentráldott. A tömeges lakáshitel-felvétel, illetve a nem banki hitelek szintén nagymértékű növekedése mellett, továbbá a hitelkamatok emelkedése ellenére a fogyasztási és egyéb bankhitelek piacán számottevő bővülés tapasztalható a harmadik negyedévben is. Amennyiben ennek a folyamatnak az a magyarázata, hogy a lakásvásárlók új vagy nagyobb lakásuk berendezését részben hitelből valósítják meg, az a hitelek koncentráldását, a hitellel rendelkező háztartások eladósodottságának növekedését, és így a banki hitelkockázat megnövekedését jelenti. Pozitív listás

<sup>19</sup> A lakáshitelezés intézményi struktúrájáról, problémáiról, kockázatairól részletesen lásd a 2002. decemberi Stabilitási jelentést.

adósnylvántartás hiányában azonban ezt a kockázatot nem lehet felmérni.

A kisösszegű hitelek (pl. áruvásárlási hitelek) felvétele vélhetően az alacsonyabb jövedelemmel rendelkező, komolyabb megtakarításokkal nem bíró rétegekre jellemző, hiszen a jelenlegi hitelkamatok, THM-ek magas szintje és a befektetési lehetőségek relatíve alacsony hozama közti nagy különbség miatt a megtakarításokkal rendelkező háztartások esetében rendkívül ésszerűtlen lenne a vásárlásokat hitelből finanszírozni. Ráadásul az ilyen típusú hitelek jellemzően nem fedezettek. Így ezen hitelek kockázata nagyobb, az értékvesztési arányok növekedése várható a romló lakossági jövedelemvárakozások tükrében.

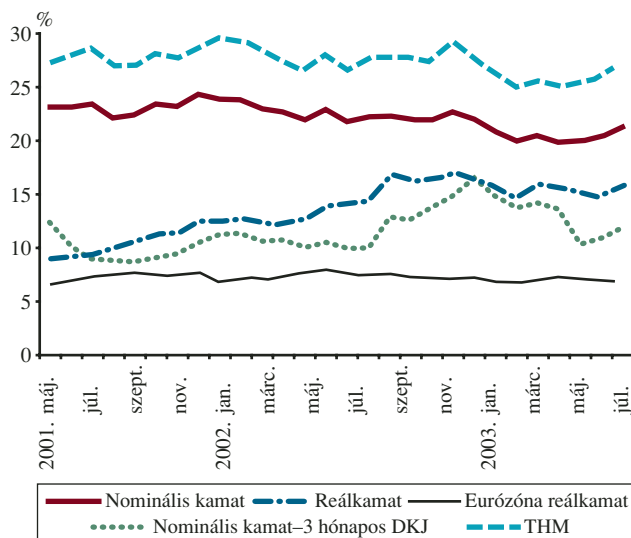
Az, hogy a már korábban is magas banki átlagos hitelkamatok tovább nőttek a júniusi jegybanki alapkamat-emelések hatására, részben azzal magyarázható, hogy a fogyasztási és egyéb hitelek egyes részpiacain viszonylag nagy a koncentráció, három-négy bank uralja egy-egy hiteltípus piacát (lásd II-19. ábra).

A fogyasztási és egyéb hitelezés területén a növekedési dinamika fennmaradása várható. A támogatási rendszer megváltoztatása következtében az új folyósítású lakáshitelek esetében a kamatmarzsok számottevően csökkentek, így a bankok vélhetően ismét a fogyasztási és egyéb hitelpiac felé fordulnak. Az új folyósítású fogyasztási és egyéb hitelek átlagkamatának emelkedését tapasztalva feltételezhetjük, hogy a bankok a hiteldinamikát a hitelezési feltételek, standardok lazítása révén akarják fenntartani, esetleg növelni.

*A háztartási jövedelmek növekedési ütemének csökkenő dinamikája, a fogyasztással és lakásvásárlással kapcsolatos hitelfelvétel továbbra is jelentős mértékű bővülésével pár-*

II-19. ábra

A fogyasztási hitelek kamata\*



\* Nem tartalmazza a folyószámla- és egyéb hiteleket, így az adatok eltérnek az előző jelentésekben közöltektől. 2002 végéig tartalmazza a személyi, áruvásárlási és gépjárműhiteleket, 2003-tól az adatszolgáltató által fogyasztási célúnak minősített hitelek tartoznak ebbe a kategóriába.

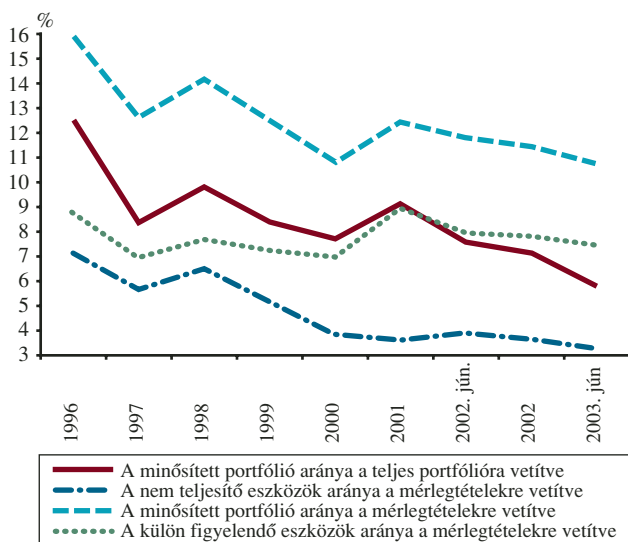
*huzamosan azt eredményezte, hogy a háztartási szektor a második negyedévben nettó hitelfeltevő volt, ami rendkívül szokatlan és alapvetően egészségtelen folyamatokat jelez. Az eladósodottsági szint kiugró mértékű növekedését alapvetően a lakástámogatási rendszer kiszélesítése, illetve a szigorításokkal kapcsolatos folyamatos várakozások miatt előrehozott kereslet okozta. A támogatási rendszer júniusi változtatásai nem eredményezték a lakáshiteldinamika számottevő visszaesését, így az eladósodottsági szint további, jelentős mértékű növekedése várható, ami véleményünk szerint komoly kockázatot jelent.*

## II. 4. A PORTFÓLIÓ MINŐSÉGE

2003 első félévében a minősített portfólió aránya mind a teljes portfólióra, mind a mérlegtételekre vetítve tovább javult (lásd II-20. ábra). A teljes portfólióalapú mutató sokkal dinamikusabb javulása mögött továbbra is elsősorban a gyakorlatilag száz százalékban problémamentes származékos ügyletek boomja áll.

II-20. ábra

### A portfólió minőségét kifejező mutatók alakulása



A mérlegen belüli tételeknél 3,3%-ra csökkent a nem teljesítő hitelek aránya. A javulás legfőbb oka a hitelezés felfutása, a minősítendő követelések 17,7%-kal ugrottak meg, míg a nem teljesítő követelések állománya csak 5%-kal emelkedett. A leírt és eladott követelések ezekhez képest relatíve kis állománya nem módosítja az előző képet.

A hitelezés felfutásával párhuzamosan a saját követelések után (lásd II-1. táblázat) az eredmény terhére elszámolt nettó értékvesztés is jelentősen emelkedett, a 2002. júniusi érték duplájára. A minősített kategóriák és teljes hitelállomány bruttó értékéhez képest az értékvesztés aránya csökkent az elmúlt egy évben (17,3%-ról 15,0%-ra, illetve 1,81%-ról 1,51%-ra), elsősorban a háztartási hiteleknél és a vagyoni érdekeltségeknél csökkent az értékvesztés aránya, míg a vállalati hiteleknél valamelyest növekedett.

II-1. táblázat

### Nettó elszámolt értékvesztés

Kumulált, millió Ft	2001. dec.	2002. jún.	2002. dec.	2003. jún.
Nettó értékvesztés ebből:	29 809	5 265	24 319	12 392
Értékvesztés saját követelés után	18 042	6 443	24 945	12 243
Értékvesztés vásárolt követelések után	-127	199	143	363
Értékvesztés befektetési célú értékpapírok után	2 288	701	650	0
Vagyoni érdekeltségek értékvesztése	9 606	-2 078	-1 419	-214

### A vállalati portfólió minőségének alakulása

Az elmúlt félévben a gazdasági dekonjunktúra folytatódott, de a gazdasági várakozások javultak. Az utóbbi következtében növekedett a nem pénzügyi vállalatok felhalmozási kiadása, ami hitelállományuk megugrását (13,8%-kal) vonta maga után. Míg a dekonjunktúra következményei, a nem teljesítő hitelek állományának növekedése csak mérsékelt volt (3,4%). Az új hitelek jótékony hatással voltak a portfólió minőségére, megtörték a korábbi romló trendet (lásd II-21. ábra). Az általános gazdasági környezet javulása és a hitelállomány további növekedése esetén a portfólió minőségében visszaesés nem várható.

Az elmúlt egy évben az összes minősített vállalati hitelkategóriákban növekedett az elszámolt értékvesztés állományának aránya, mely prudens magatartásra utal (lásd II-2. táblázat).

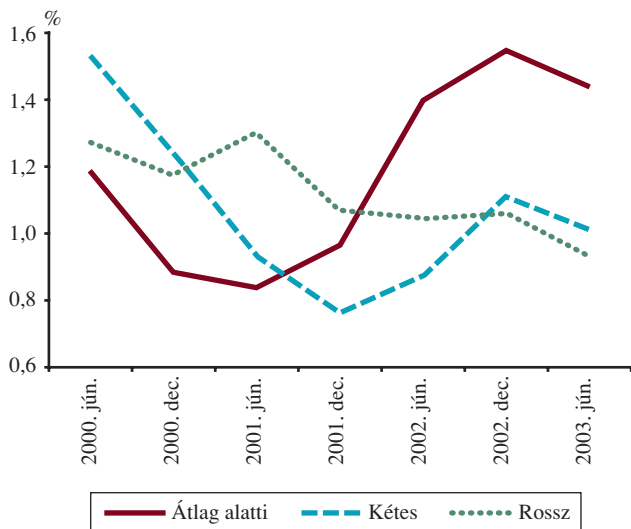
### A lakossági kihelyezések hitelminőségének alakulása

A lakáshitelezés aránya a teljes lakossági portfólión belül – a rendkívül dinamikus növekedése miatt – tovább emelkedett. Aránytoldódás egy alacsonyabb kockázatú hitelszegmens felé hosszabb távon a portfólió minőségének javulását eredményezi. A jelentős mértékű állománynövekedés javítja a portfólió minőségét. Ezt a rövid távú hatás felerősíti, hogy az új lakáshiteleknél a nemteljesítési problémák a fogyasztási hiteleknél jóval később jelentkeznek.



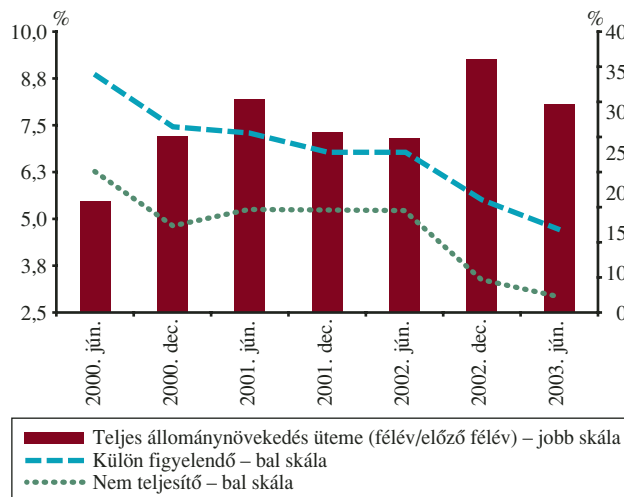
II-21. ábra

A nem teljesítő vállalati hitelek arányának alakulása



II-22. ábra

A háztartási hitelállomány növekedési ütemének, valamint a külön figyelendő és a nem teljesítő háztartási hitelek arányának változása



II-2. táblázat

Az egyes minősített kategóriákban elszámolt értékvesztés arányának alakulása a mérlegtételek bruttó értékének százalékában

Elszámolt értékvesztés a bruttó érték százalékában – nem pénzügyi vállalkozások hiteleinél	Külön figyelendő	Átlag alatti	Kétes	Rossz
2001. június 30.	2,4	18,2	50,3	90,5
2001. december 31.	2,0	23,6	47,9	88,9
2002. június 30.	2,0	17,6	44,9	87,7
2002. december 31.	1,8	19,3	45,1	88,9
2003. június 30.	2,0	20,2	46,4	89,1
Elszámolt értékvesztés a bruttó érték százalékában – háztartási hiteleknel				
2001. június 30.	6,8	20,7	47,6	96,3
2001. december 31.	2,0	17,5	43,6	94,3
2002. június 30.	1,8	16,2	41,8	90,9
2002. december 31.	1,6	16,7	41,9	87,5
2003. június 30.	1,5	14,5	41,2	82,2

A teljes bruttó háztartási hitelállományhoz tartozó értékvesztés arányának csökkenése mögött is elsősorban a hitelezés fellendülése áll, az értéke egy év alatt közel a felére csökkent (3,3%-ról 1,7%-ra). Ezt erősítette a korábban már megfigyelt tendencia folytatódása: mindegyik minősített kategóriában konzisztensen csökken az elszámolt értékvesztés állományának aránya (lásd II-22. ábra). Ez utóbbi valószínűleg már a minősített lakossági hitelekben belül az alacsonyabb veszteségrátájú jelzáloggal fedezett lakáshitelek lassú térnyerésének kö-

szönhető. A jelzáloggal fedezett lakáshitelek rendkívüli növekedésük miatt az érdeklődés középpontjába kerültek. Kockázati megítélésük nehéz, mert a korábbi tapasztalatok a hitelállomány nagyon alacsony szintjére vonatkoztak, ezért ma már sokat veszítettek relevanciájukból. Sajnos nem áll rendelkezésünkre adat a lakáshitelek portfóliójának minőségéről, csak a portfólió-értékvesztés/bruttó érték arányáról, mely jelentősen lecsökkent az elmúlt egy évben, 1,5%-ról 0,5%-ra, míg a nem lakáscélú hiteleknel mérsékeltebb volt a csökkenés, 4,8%-ról 4%-ra. Az arányok csökkenésében a hitelállomány-növekedés mellett a csökkenő értékvesztési állományok is szerepet játszottak. A lakáshitelek esetében 6,1-ről 5,1 milliárd forintra, az egyéb háztartási hitelek esetében pedig 23,1-ről 21,2 milliárd forintra csökkent az értékvesztés állománya. Ez egyrészt – a leírási és work-out politika változatlanágát feltételezve – tükrözheti, hogy a háztartások jövedelmi helyzete sokat javult az elmúlt időszakban, másrészt azt, hogy a bankok a jövőben – elsősorban a lakáshiteleknel – növekvő veszteségekre valószínűleg nem képeztek értékvesztést.

A hitelezés feljutása miatt a portfólió minősége javult. A vállalati szegmensben az általános gazdasági környezet javulása és további hitel-növekedés esetén nem várható romlás a portfólió minőségében. A háztartási szegmensben ha a jövőben a hitelállomány-növekedés egy alacsonyabb szintre áll be, és a rendkívül nagy új hitelállomány a hitelezési életciklus egy érettebb szakaszába lép, akkor a nem teljesítő hitelállomány arányának növekedése várható, mely a nettó értékvesztésképzés növekedésével fog járni.

## II. 5. A BANKOK DERIVATÍV TEVÉKENYSÉGE ÉS PIACI KOCKÁZATAI

### A bankok származékos piaci tevékenysége

A bankok származékos piaci tevékenysége 2003 első félévében is nagyon dinamikus bővülést mutatott. A bankrendszer teljes derivatív állománya 53%-kal bővült a félév során, és június végére meghaladta a 12 000 milliárd forintot. Az erőteljes növekedésben a devizapiaci származékos ügyletek szerepe volt a meghatározó.

A devizapiaci származékos ügyleteket tekintve a hazai bankok nyitott kötésállománya – az év első öt hónapjában megfigyelhető stagnálás, majd a júniusi ugrásszerű növekedés eredményeként – névleges értéken 67%-kal növekedett, és a vizsgált időszak végére meghaladta a 9000 milliárd forintot (lásd II-23. ábra). A devizapiaci derivatívok állományának bővülésében továbbra is a túlnyomórészt külföldiekkel kötött swap-, ill. az elsősorban vállalatokkal kötött forward-ügyletek voltak meghatározóak. A swapok részaránya a félév végi állományban 61%, míg a forwardoké 26% volt. Jelentős élénkülés figyelhető meg az opciós ügyleteknél is, az opciós piacon azonban még csak néhány bank aktív, június végén három banknál koncentráltódott a nyitott kötésállomány mintegy 90%-a.<sup>20</sup>

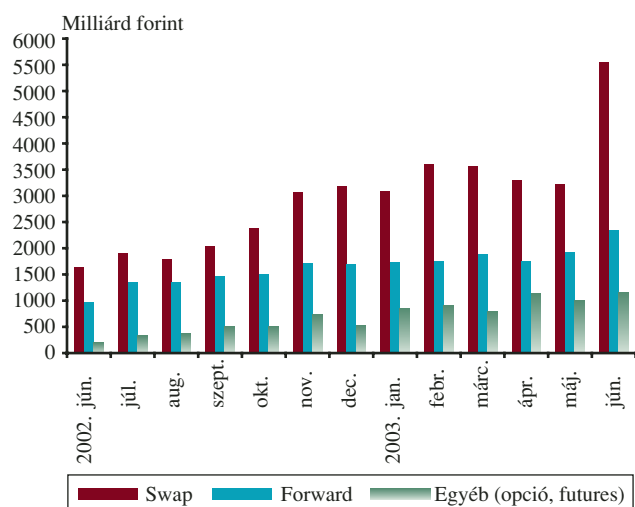
A kamatderivatívok állománya az előző évinél jóval mérsékeltebb ütemben nőtt, a nyitott kötésállomány félév végére meghaladta a 3000 milliárd forintot. Míg 2002-ben a FRA-ügyletek és a kamatswapok állománya is dinamikus módon bővült, 2003 első félévében a növekedés csak a swapügyleteknek volt köszönhető. Június végén a kamatswapok részesedése a kamatderivatívokból 53% volt, míg a forward-ügyleteké 45%-ot tett ki. Meg kell említeni, hogy a kamatswapok állományának koncentráltasága a bankrendszerben rendkívül magas, mivel egy bank adja az állomány közel 80%-át.

### Árfolyam-kockázati kitettség

A bankrendszer mérlegének denominációs összetételét tekintve, 2003 első félévében megtorpant a devizatételek arányának csökkenése (lásd II-24. ábra). A devizaeszközök és -források arányának kismértékű emelkedése azonban döntően a forint leértékelődésével magyarázható. Az

II-23. ábra

### A bankrendszer devizapiaci származékos ügyletei (nyitott kötésállomány)



egy- egyes mérlegtételeket vizsgálva, az árfolyamhatás kiszűrésével is nagyon dinamikus módon bővültek viszont a vállalati és a nem banki pénzügyi közvetítőknek nyújtott devizahitelek, ill. a külföldi bankközi devizaforrások. A hitelek és a betétek fő devizanemenkénti megoszlását tekintve – a vállalati devizabetétek kivételével – az euróban denominált tételek arányának további növekedése figyelhető meg, amelyhez kisebb mértékben a dollár gyengülése is hozzájárult. A legjelentősebb elmozdulás a vállalati devizahitelek denominációs összetételében történt, amelynek nyomán az euróhitelek aránya már 82%-ra nőtt.

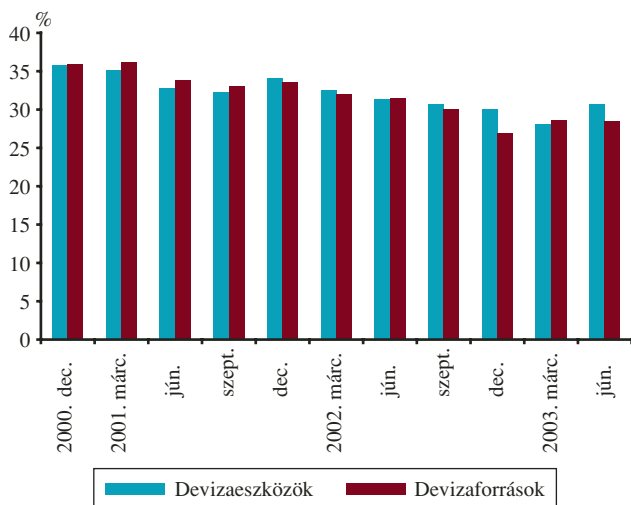
A 2003 januári spekulációs támadás hatására korábban nem tapasztalt mértékű elmozdulás történt a bankrendszer mérleg szerinti és határidős nyitott pozíciójában, miközben a teljes nyitott pozíció változatlanul alacsony maradt (lásd II-25. ábra). A spekulatív támadás során a külföldiek nagyrészt egy spotpiaci forintvásárlás és egy ehhez kapcsolódó swapügylet segítségével alakították ki forint melletti szintetikus határidős pozíciókat a bankrendszer közvetítésével.<sup>21</sup> A hazai bankok így keletkezett hosszú határidős devizapozíciói a jegybank sávszéli intervenciója (de-

<sup>20</sup> Összehasonlításként, a swappiacon a három legnagyobb kötésállománnyal rendelkező bank részesedése 49%.

<sup>21</sup> A határidős forintpozíció két tranzakció, egy spotpiaci forintvásárlás és egy ehhez kapcsolódó swapügylet eredménye.

II-24. ábra

**Devizaeszközök és devizaforrások a mérlegfőösszeg arányában**



vizavásárlása) nyomán záródtak, így a bankrendszer teljes nyitott pozíciója lényegében változatlan maradt. Az árfolyamsáv megvédése érdekében hozott jegybanki intézkedések hatására a forint árfolyama számottevően gyengült. A spekulációs támadás megfékezését követően a külföldiek május végéig fokozatosan leépítették forint melletti pozícióikat, ezzel párhuzamosan a bankrendszer mérleg szerinti és határidős nyitott pozíciója is visszatért a spekulációs támadás előtti szint közelébe.

A spekulációs támadás megfékezését követő konszolidációs periódust május végén a külföldiek forinttal szembeni pozíciónyitása törte meg. Június 4-én a kormány kezdeményezésére a kormány és a jegybank megállapodott a forint középárfolyamának 2,26%-os gyenge irányba történő eltolásáról, a ±15%-os ingadozási sáv változatlanul hagyása mellett. A sáveltolás nyomán a külföldiek forint elleni (határidős) pozíciónyitása tovább erősödött, amely a forintárfolyam további jelentős gyengülését eredményezte.<sup>22</sup> A külföldiek rövid határidős forintpozíciójának nagymértékű (mintegy 500 milliárd forintos) növekedését a spekulatív pozíciók kiépítése mellett elsősorban a korábban nyitott árfolyampozícióval rendelkező állampapír-tulajdonosok fedezeti célú ügyletkötései magyarázhatják. A hazai bankok külföldiekkel szemben nyílt hosszú határidős forintpozícióját ebben az időszakban nagyobbrészt a belföldi nem banki szereplők (jellemzően vállalatok) határidős devizaeladása fedezte, így a bankrendszer teljes nyitott pozíciója változatlanul minimális maradt.

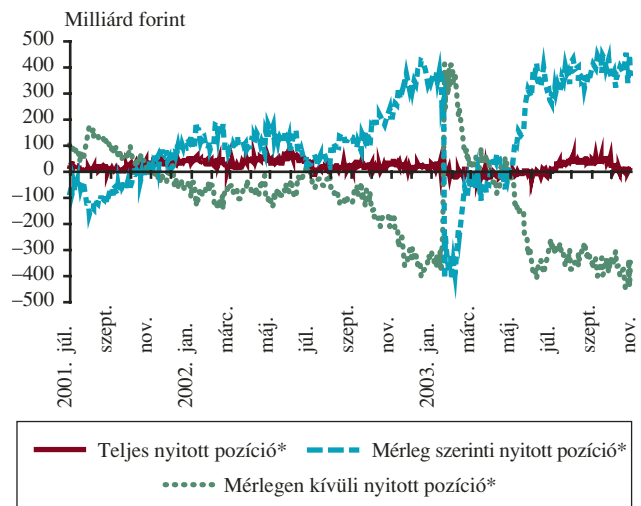
A bankok külföldiekkel és belföldi vállalatokkal szembeni határidős pozíciójának a sáveltolás körüli időszakban tapasztalt nagymértékű kinyúlására korábban nem volt pél-

da. Ennek kapcsán felvetődik a kérdés, hogy a külföldiek által hirtelen nyitott nagymértékű határidős pozíciók milyen mértékben fedezhetők belföldi vállalatokkal kötött ellenirányú ügyletekkel. Nem rendelkezünk teljesen megbízható információkkal arról, hogy mennyire koncentrált a bankok vállalatokkal folytatott határidős tevékenysége, ill. hogy a vállalatok forward-ügyletei milyen mértékben fedezeti vagy spekulatív célúak.<sup>23</sup> Ezen információk hiányában nehezen ítéltető meg, hogy a bankoknak a vállalatokkal kötött forward-ügyletekből – egy jelentős árfolyamgyengülés nyomán – mekkora partnerkockázata származhat. Emellett további kockázati tényezőt jelent, hogy a határidős piacon aktív vállalatok köre viszonylag korlátozottan ítéltető. Így nincs garancia arra sem, hogy a külföldiek nagyobb pozíciónyitásai mindig követhetők a vállalatokkal kötött határidős ügyletekkel.

A sáveltolás utáni árfolyamgyengülés miatti jegybanki – összesen 300 bázispontos – kamatemelések nyomán június végéig megállt a külföldiek forint elleni határidős pozíciójának növekedése, majd július és szeptember között – kisebb ingadozásokkal – a forint erősödését eredményező korrekció ment végbe. A bankrendszer nyitott pozíciójában 2003 júliusától már csak egy nagybank egyedi tranzakciója okozott jelentős elmozdulást, amelynek nyomán a bankrendszer teljes nyitott pozíciója átmenetileg a 40 és 60 milliárd forint közötti tartományba került. Ezen ügylet hatásától eltekintve azonban a bankrendszer pozíciója továbbra is közel semleges maradt.

II-25. ábra

**A bankrendszer nyitott devizapozíciója**



\* Pozitív érték: devizahosszú pozíció.

Noha a bankrendszer közvetlen árfolyam-kockázati kitettsége 2003-ban is alacsony maradt, az elmúlt időszakot jellemző nagy árfolyam-volatilitás, illetve jelentős forintleértékelődés a banki ügyfelek devizakittségén ke-

<sup>22</sup> A pozíciónyitásra a januári spekulációs támadáshoz hasonlóan – csak ellenkező irányban – egy spot-swap ügyletpár felhasználásával került sor.

<sup>23</sup> A bankoktól származó információk szerint a fedezeti ügyleteket kötő exportőr vállalatok dominanciája valószínűsíthető.



resztül közvetve többletkockázatokat jelenthetett a bankok számára. 2003 első felében dinamikus bővülést tapasztalhattunk a vállalati devizahitelezésben és a nem banki pénzügyi közvetítőknek – túlnyomórészt banki háttérű pénzügyi vállalkozásoknak – nyújtott devizahitelekben. A nem pénzügyi vállalatok esetében a nagyobb devizahitel-állománnyal rendelkező vállalatok többsége vagy hosszú devizapozícióval rendelkezik (pl. exportörök), vagy tevékenysége jellegéből adódóan képes kivédeni a forintgyengülés negatív hatásait (pl. importtermékeket forgalmazó cégek). A devizában eladósodó vállalatok kisebb része viszont nem rendelkezik természetes fedezettel, és határidős ügyletekkel sem fedezi rövid devizapozícióját, így ezen vállalatok esetében a januári és júniusi árfolyamgyengülések negatív jövedelmezőségi hatása növelhette a nemfizetés kockázatát.

A banki háttérű pénzügyi vállalkozások (lízincégek) esetében a bankokhoz hasonlóan közvetlen árfolyamkockázat-vállalásról nem beszélhetünk, mivel a nagyrészt devizaalapú lízing- és hitelkihelyezéseket jellemzően az anyabankoktól kapott devizahitelből finanszírozzák, ezzel az árfolyamkockázatot az adósokra hárítják. A pénzügyi vállalkozások ügyfélkörében meghatározó a háztartások, ill. a kis- és középvállalkozások aránya, amelyek viszont nem fedezik határidős devizaügyletekkel árfolyamkockázatukat. A nem banki pénzügyi közvetítőknek nyújtott devizahitelek erőteljes növekedése így bankcsoportszinten a hitelkockázatok növekedése irányába hatott.

Összegezve, 2003-ban a korábbi időszakokban nem tapasztalt nagy árfolyam-volatilitás volt jellemző. A bankok azonban továbbra is tartózkodtak az árfolyamkockázat-vállalástól, így a forint jelentős gyengülése közvetlenül nem jelenthetett számottevő veszteségforrást számukra. A jelentős forintgyengülés egyes ügyfélcsoportok esetében viszont közvetve a bankok (hitel)kockázati kitétségének növekedése irányába hathatott. Figyelembe véve, hogy a forintgyengülés által kedvezőtlenül érintett adósok hitelállományának aránya a teljes portfólión belül mérsékelte, az ebből adódó kockázatonövekedés mértéke bankrendszeri szinten nem ítéhető számottevőnek.

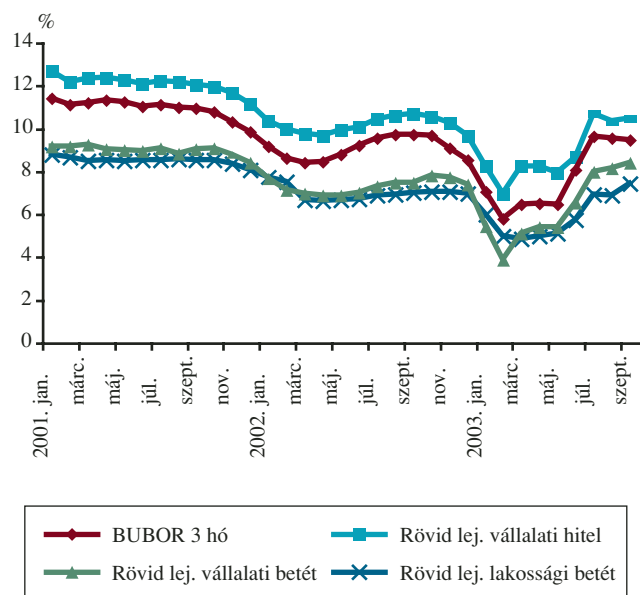
Ennél fontosabb kockázati tényezőt jelenthet azonban az a tendencia, hogy a külföldiek által nyitott határidős pozíciók fedezésében a bankok jelentős mértékben támaszkodnak vállalatokkal kötött forward-ügyletekre. Megítélésünk szerint kétséges, hogy elég széles-e a fedezeti célú ügyletkötésben érdekelt vállalatok köre, amelyekre a bankok mindig „átháríthatják” a külföldiek határidős pozíciójának nagymértékű ingadozását.

## Kamatkockázati kitétség

2003-ban jelentős mértékben felerősödött a pénzügyi hozamok és a banki kamatok volatilitása. A januári felértékelődési spekuláció megfékezése érdekében két nap alatt 200 bázispontos jegybanki kamatcsökkentésre<sup>24</sup>, júniusban pedig a jelentős mértékű forintgyengülés megállítására összességében 300 bázispontos jegybanki kamatemelésre került sor. A banki kamatok viszonylag gyorsan és jelentős mértékben követték az irányadó pénzügyi hozamok alakulását (lásd II-26. ábra). A vállalati hitelek és a lakossági betétek árazásában viszont aszimmetria figyelhető meg az eltérő irányú kamatváltozásokra való reagálásban: a kamatcsökkentésekre mindkét részipiacon rugalmasabb volt a banki alkalmazkodás, mint a kamatemelkedésekre.<sup>25</sup> A vizsgált időszakban a vállalati hitel- és betéti kamatok alkalmazkodása a korábbiakhoz hasonlóan rugalmasabb volt a lakossági betétekénél. Ennek nyomán 2002 decembere és 2003 szeptembere között a vállalati hitelezési és betéti marzs csak minimális mértékben változott (10-15 bázispontos csökkenés), míg a lakossági betéti marzs 50 bázisponttal emelkedett.<sup>26</sup> Meg kell azonban jegyezni, hogy – vélhetően a lakossági forrásokért folyó verseny intenzívebbé válása nyomán – 2003-ban erősödött a lakossági betéti kamatok alkalmazkodása a pénzügyi hozamokéhoz.

II-26. ábra

### A 3 hónapos BUBOR és a banki kamatok alakulása



<sup>24</sup> A spekulációs támadás megfékezésére hozott jegybanki intézkedésektől a jegybanki eszköztár február végi visszaállításáig az alapkamat helyett effektíve a jegybanki O/N kamat vált irányadóvá, 500 bázispontos kamatcsökkentésről beszélhetünk. A bankok árazási lépéseiből azonban úgy tűnik, hogy csak a 200 bázispontos kamatcsökkentést tekintették tartós hatásnak.

<sup>25</sup> Az aszimmetrikus reagálás részben magyarázható a vállalati hitelek és a lakossági betétek piacán uralkodó versenyhelyezettel. A vállalati hitelezés területén megfigyelhető kiélezett verseny valószínűleg az ellen hatott, hogy a pénzügyi kamatok emelkedését teljes mértékben érvényesítsék a bankok. A lakossági betéteknél pedig a bankok éppen nagyobb piaci erejük révén a kamatemelkedést csak kisebb mértékben érvényesítették.

<sup>26</sup> A rövid lejáratú hitelek, ill. betétek marzsának kiszámításához a 3 hónapos BUBOR-t tekintettük referenciakamatnak.

## II-3. táblázat

## A bankrendszer kamatkockázati kitétségének főbb mutatói

	2002	2003. I. félév
90 napos kumulált forint gap (Mrd Ft)	-1060	-937
90 napos kumulált EUR gap (Mrd Ft)	-38	16
90 napos kumulált USD gap (Mrd Ft)	-112	-86
90 napos kumulált forint gap/ mérlegfőösszeg	-10,4%	-8,2%
90 napos kumulált EUR gap/ mérlegfőösszeg	-0,4%	0,1%
90 napos kumulált USD gap/ mérlegfőösszeg	-1,1%	-0,8%

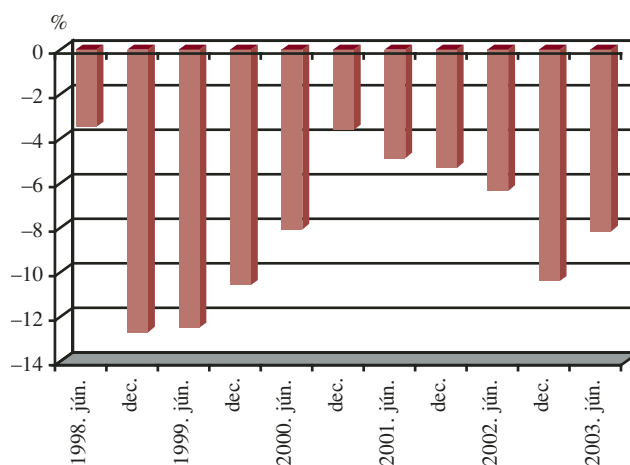
Az átárazási rések elemzése alapján a bankrendszer kamatkockázati kitétsége mérséklődött 2003 első felében, a gap ugyanis abszolút és relatív értelemben is csökkenést mutatott 2002 végéhez képest (lásd II-27. ábra).<sup>27</sup> A 3 hónapos kumulált forintátárazási gap több mint 100 milliárd forinttal szűkült, és a gap mérlegfőösszeghez viszonyított részaránya -8,2% volt június végén (lásd II-3. táblázat). A jelzálog-hitelezés dinamikus bővülése jelentős változásokat indukált a bankrendszer eszközeinek és forrásainak átárazási struktúrájában. Az 1 éven túli átárazású eszközök aránya 8%-ról 20%-ra, az 1 éven túli átárazású források aránya 3%-ról 11%-ra nőtt az elmúlt másfél évben.<sup>28</sup> Változatlanul magas, és 2003 első felében tovább erősödött a bankrendszeri gap bankok közötti koncentrációja.

Meg kell jegyezni, hogy az átárazási gap elemzése viszonylag kevés információval szolgál a kamatkockázati kitétség tényleges mértékéről. A negatív gap mértékét például felülbecsli, hogy a forintbetétek több mint 1/3-a látra szóló és folyószámlabetét, amelyek ugyan a legrövidebb (0–30 napos) átárazási kategóriába sorolódnak, de ténylegesen csak jóval ritkábban és minimális mértékben árazódnak át. Emellett, az elmúlt időszakban jelentős változások mentek végbe a bankok eszköszerezésében (hitel/eszköz arány emelkedése) és a hozamgörbe alakjában is, ezen tényezők pedig jelentősen korlátozzák a gapelemzés felhasználhatóságát.

A 2003-ban megfigyelhető erős hozamvolatilitás a bankok állampapír-portfóliójának értékére és így az állampapírok árfolyameredményére is jelentős hatással volt. Az év első öt (főként január–februárban) hónapjában a bankok jelentős árfolyamnyereséget értek el elsősorban a rövid hozamok esésének köszönhetően. Júniusban a hozamgörbe jelentős mértékben felfelé to-

## II-27. ábra

## A bankrendszer 90 napos kumulált forintátárazási gapjei



lódott, amelynek nyomán a bankoknak a forgatási célú értékpapírokon közel 3 milliárd forint árfolyamvesztesége keletkezett. A hozamemelkedés mértékéhez (200-300 bázispont) képest az árfolyamveszteség relatíve mérsékeltnek mondható, amit a teljes bankrendszeri állampapír-portfólió viszonylag rövid durationje is magyaráz. Június végén a bankok együttesen 1434 milliárd forint értékű állampapírral rendelkeztek, ami a mérlegfőösszeg 12%-át teszi ki. A bankrendszeri állampapír-portfólió durationje 1,2 évre becsülhető, ami jóval elmarad a teljes, forgalomban lévő állampapír-állomány hátralévő átlagos futamidejétől. Ez főként azal magyarázható, hogy a kincstárjegyek és a változó kamatozású konszolidációs kötvények együttesen a portfólió több mint 40%-át teszik ki. Ugyancsak az állampapír-portfólió viszonylag mérsékelt kamatkockázati kitétségére utal, hogy a kereskedési könyvi pozíciós kockázat tőkekövetelménye a bankrendszeri szavatoló tőke mindössze 1,5%-át tette ki június végén.

Összességében, 2003-ban jelentősen felerősödött a pénzpiaci kamatok és a hosszú hozamok volatilitása is. A kamatvolatilitás növekedése az eszközök és források átlagos átárazási ideje közötti jelentős differencia (átárazási rés) miatt fokozhatja a bankok kamateredményének ingadozását. Az állampapírhozamok – júniuséhoz hasonló – nagymértékű emelkedése potenciálisan komoly veszteséget okozhat a nagyobb portfólióval rendelkező bankok számára, a kamatkockázati kitétséget mérsékli viszont a bankrendszeri állampapír-portfólió viszonylag rövid átlagos hátralévő futamideje (durationje).

<sup>27</sup> Fontos megemlíteni, hogy mind a forint-, mind a devizaátárazási gapekkel kapcsolatos adatszolgáltatás megbízhatósága sok kívánnivalót hagy maga után. A bankrendszeri átárazási gapek idősrának összeállításakor ezért jó néhány banknál becslést kellett alkalmaznunk, így az ebből levonható következtetéseket megfelelő óvatossággal kell kezelni.

<sup>28</sup> Meg kell jegyezni, hogy ezek az arányok mind eszköz-, mind forrásoldalon tartalmaznak duplikációt a jelzáloglevelek egy részének hitelintézetek általi lejegyzése, ill. a lakáshitelek egy részének jelzálogbanki refinanszírozása miatt.

## II. 6. A BANKRENDSZER LIKVIDITÁSA

Az előző évek tendenciájához hasonlóan, a betétállomány növekedése 2003 első felében is jóval elmaradt a hitelezés nagyon gyors dinamikájától. Míg a teljes hitelállomány 12 hónap alatt 33%-kal bővült, a betétek és az értékpapírforrások együttesen csak 16%-kal növekedtek.<sup>29</sup> Ennek megfelelően a bankrendszeri hitel/betét<sup>30</sup> arány tovább emelkedett, és június végére már megközelítette a 100%-ot (lásd II-28. ábra). A hitel/betét mutató elmúlt másfél évben tapasztalható nagyon erőteljes emelkedése döntően a rendkívül gyors lakáshitelezési dinamikával és a háztartások mérsékelt betételhelyezési hajlandóságával magyarázható, amelyhez 2003 I. félévében már a vállalatok nettó finanszírozási igényének növekedése is hozzájárult. A hitel/betét arány növekedését kisebb részben az is magyarázza, hogy a forint júniusi leértékelődése – a devizatételek magasabb aránya miatt – a hitelállományt nagyobb mértékben növelte, mint a betétállományt.

II-28. ábra

### Hitel/betét arány a bankrendszerben

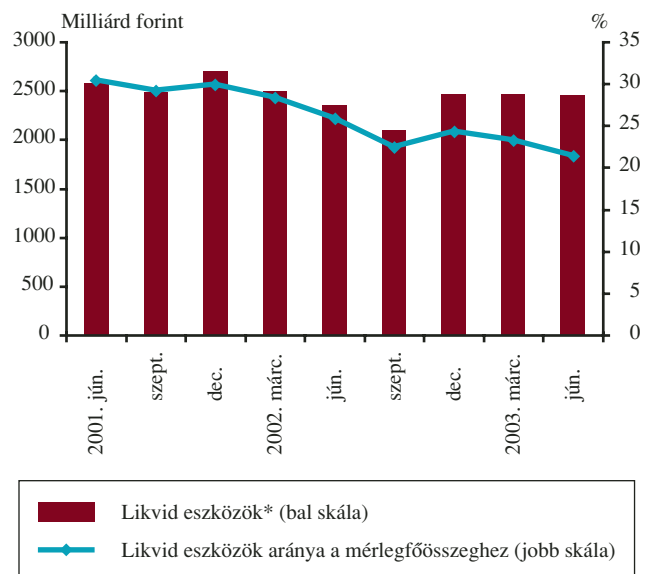


A bankrendszer likvid eszközeinek aránya – a januári spekulatív támadással összefüggő átmeneti megugrástól eltekintve – tovább csökkent 2003 első felében

(lásd II-29. ábra). 2002. I–III. negyedévével eltérően azonban nem a likvid eszközök leépítése szolgált a hitelexpansió finanszírozásának addicionális forrásául, hiszen a likvid eszközök értéke – a januári megugrástól eltekintve – a félév során végig a 2002. végi szint körül alakult. Ezt elsősorban a külföldi források nagymértékű beáramlása tette lehetővé. A külföldi devizaforrások ugyanis – az árfolyamhatást kiszűrve – mintegy 30%-kal nőttek a félév során, amiből közel hasonló mértékben részesedtek a rövid és a hosszú lejáratú források. A külföldi rövid bankközi források nagymértékű növekedése következtében a bankok pénzügyi kitétsége is valamelyest erősödött 2003 első felében (lásd II-30. ábra).

II-29. ábra

### Likvid eszközök aránya



\* Likvid eszközök: pénztár és elszámolási számlák, kincstárjegy, államkötvény (konszolidációs kötvény nélkül), jegybanki kötvény, rövid jegybanki és külföldi bankközi kihelyezések.

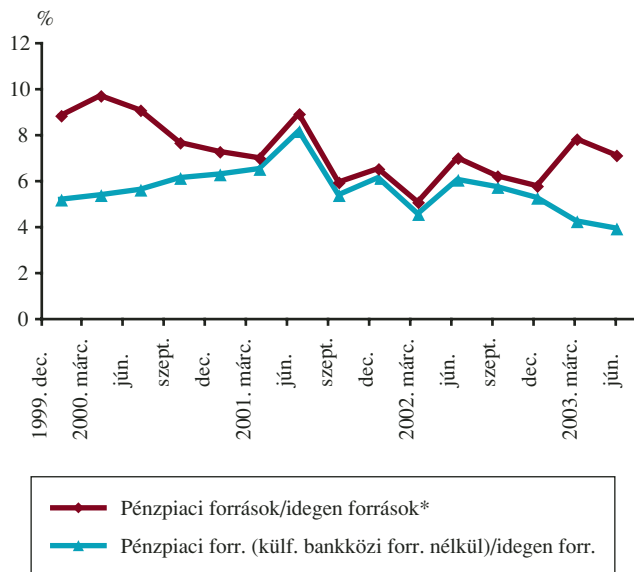
2003 első felében mind az éven túli eszközök, mind az éven túli források aránya jelentősen emelkedett, miköz-

<sup>29</sup> Ezen belül a betétállomány növekedése önmagában 13%-os volt.

<sup>30</sup> A hitelek és a betétek nemcsak a vállalati és lakossági állományokat, hanem az összes, nem hitelintézetnek nyújtott hitelt, ill. a nem hitelintézettől származó betéteket és az értékpapírforrásokat tartalmazzák. Utóbbiból kiszűrtük a más belföldi hitelintézet által lejegyzett értékpapírokat.

II-30. ábra

Pénzpiaci kitétttség

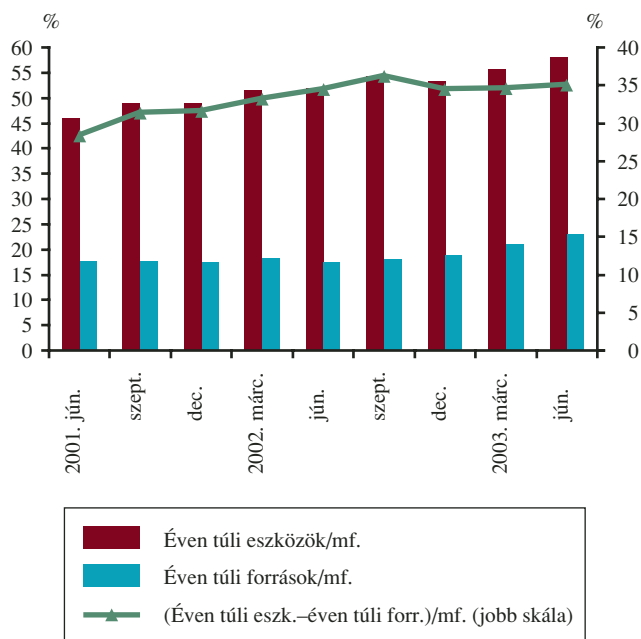


\* Pénzpiaci források: rövid bankközi források + jegybanki aktív repo

ben a bankrendszer által végrehajtott lejáratú transzformáció mértéke az előző évtől eltérően csak minimális mértékben nőtt (lásd II-31. ábra). Az eszközstruktúrában a hosszú lejáratok felé megfigyelhető eltolódást a vizsgált időszakban a jelzálog-hitelezés folytatódó dinamikus bővülése és a vállalati éven túli hitelezés fellendülése magyarázta. Az éven túli lejáratú források arányának emelkedésében a jelzáloglevél-kibocsátások mellett a külföldi bankközi források jelentős növekedése volt meghatározó.

II-31. ábra

A bankrendszer éven túli eszközei és forrásai, ill. különbségük a mérlegfőösszeg arányában



Összességében, a bankrendszer likviditási kockázatát – elsősorban a hitel/betét arány gyors emelkedésére tekintettel – növekvő mértékűnek ítéljük meg. A magas hitel/betét mutató – a likvid eszközök arányának csökkenésével párosulva – ugyanis azt jelzi, hogy a bankoknak egyre kisebb puffere marad az esetlegesen felmerülő likviditási vészhelyzetek kezelésére.

## II. 7. A BANKOK TŐKEHELYZETE, A KOCKÁZATOK TŐKÉVEL VALÓ FEDEZETTSÉGE

2003. január elsejétől több változtatás történt a hitelintézetek tőkemegfelelésének és a szavatoló tőke számításának módszertanában, melyek hatással voltak az általunk használt mutatókra, ezeket a változtatásokat a keretes részben foglaltuk össze. A különböző tőkemegfelelési mutatók – TMM 11,6%-ra, a stressz TMM pedig 7,9%-ra – az előző időszakhoz hasonlóan csökkentek. A stressz TMM értékét még a szabályozói változás is csökkentette 0,3 százalékponttal. Visszaforgatott nyereséggel korrigálva<sup>31</sup> a mutatók azonban csak alig maradnak el az év végi értékeiktől<sup>32</sup>. Ezek alapján bankrendszeri szinten a tőkeellátottság bár enyhén romlott, de összességében megfelelő. A törvényben előírt minimális 8%-os fizetőképességi mutatót – várható visszaforgatott eredmény figyelembevétele nélkül – minden bank eléri. Azonban a kereskedési könyvi tőkekövetelményt is magában foglaló 8%-os TMM-et már két bank nem elégíti ki (lásd II-32. ábra).

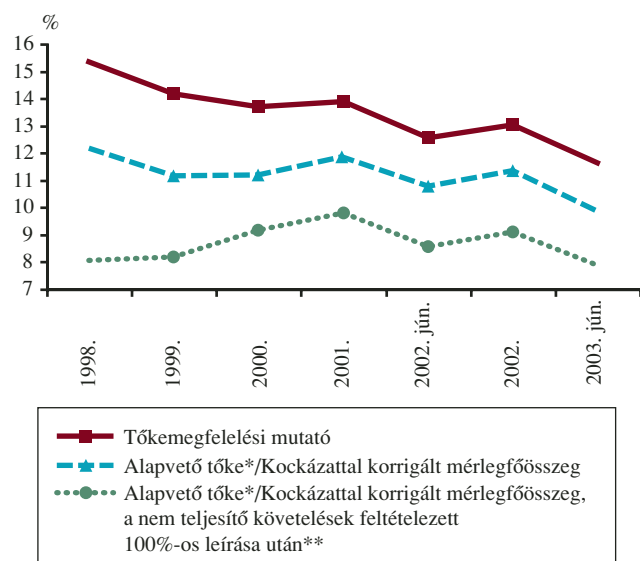
Az öt legnagyobb bank tőkemegfelelése továbbra is alacsonyabb, mint a szektor többi résztvevőjének a TMM-je. Azonban a különbség 3 százalékpont alá csökkent. Ez azonban csak átmeneti jelenség, mely mögött az egyik nagybank külföldi leánybank megvásárlására való tőkeoldali felkészülése áll (lásd II-4. táblázat).

A tíz legnagyobb bank stressztűrő képessége romlott (lásd II-33. ábra). A feltételezett maximális veszteség elszívódása esetén az alapvető tőke alapú stressz TMM csak három banknál (eredmény korrekcióval négyenél) maradna 8% felett. Az egyik banknál, mely korábban bőven a vonal fölött helyezkedett el, az alapvető tőkét érintő szabályozási változás miatt csúszott jóval a vonal alá.

A kockázattal korrigált mérlegfőösszeg az elmúlt félévben 15%-kal – a mérlegfőösszeg növekedési ütemét alig meghaladóan (13%) – emelkedett. Tavaly év végén megszűnt az az éveken át tartó tendencia, hogy a kockázattal korrigált mérlegfőösszeg a mérlegfőösszeg növekedési ütemét számottevően meghaladva növekszik. A bankok nagy többségének likviditási helyzete ma már

II-32. ábra

A TMM, a stressz TMM, illetve az alapvető tőke elemek/kockázattal korrigált mérlegfőösszeg mutató alakulása



\* Szavatoló tőke a TMM-hez – járulékos tőke

\*\*  $(\text{alapvető tőke}^* - \text{nem teljesítő követelések nettó értéke}) / (\text{kockázattal korrigált mérlegfőösszeg} - \text{nem teljesítő követelések nettó értéke})$

nem engedi meg, hogy a hitelexpanziót a mérlegszerkezet átstrukturálódásával finanszírozzák. A bankok ma már külső forrásbevonásra szorulnak (lásd II-5. táblázat).

A szektor belső tőkeakkumulációs képessége jelentős, az aktivitás bővülésével közel azonos nagyságrendű. A különböző levonások előtti szavatoló tőke – döntően a visszaforgatott nyereség révén, mely a tavalyi alacsony osztalékfizetési hányad miatt nagyon magas volt – az elmúlt egy évben 19%-kal (2003-as első féléves visszaforgatott nyereséggel korrigálva 28%-kal), az elmúlt félévben pedig 5%-kal nőtt (hasonló korrekcióval 12%-kal). A szavatoló tőkét érintő szabályozói változtatások ellenére a járulékos tőke aránya csak kismértékben<sup>33</sup> növekedett,

<sup>31</sup> A szavatoló tőke értékét növeljük a „bankok összesített adózott eredménye szorozva (1-osztalékfizetési hányad)”-dal, az osztalékfizetési hányadra óvatos becslés alapján 30%-os mutatót használunk. Az általános kockázati céltartalék képzését figyelmen kívül hagyhatjuk, mert képzése egyrészt növeli a szavatoló tőkét, másrészt csökkenti az adózott eredményt és így a szavatoló tőkét is, ezért a szavatoló tőkére a kevesebb adófizetési kötelezettség miatt gyakorolt pozitív összehatása kicsi.

<sup>32</sup> A TMM 12,6%, stressz TMM 8,9% lenne, szemben a tavalyi év végi 13% és 9,1%-kal.

<sup>33</sup> Az egy évvel ezelőtti értékhez képest kevesebb, mint egy százalékponttal, 12,8%-ra növekedett a különböző levonások előtti szavatoló tőkén belül a járulékos tőke aránya.



## II-4. táblázat

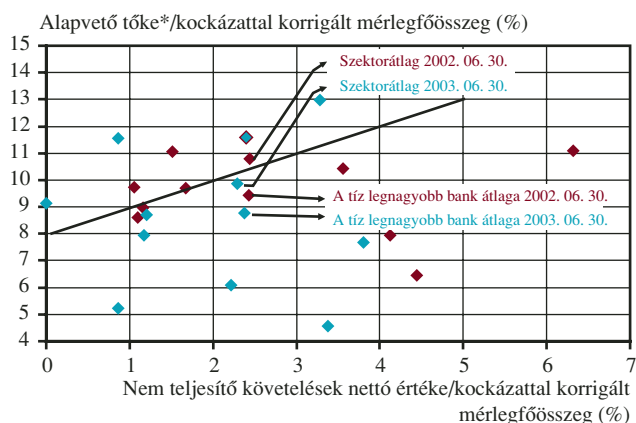
## Az öt legnagyobb mérlegfőösszegű bank és a szektor tőkehelyzetének alakulása

	2001. jún.	2001. dec.	2002. jún.	2002. dec.	2003. jún.
A legnagyobb öt bank részesedése a bankrendszer eszközeiből	54,8%	60,4%	59,6%	58,7%	59,6%
A legnagyobb öt bank átlagos* TMM-je	12,1%	11,9%	10,5%	11,7%	10,5%
A bankrendszer átlagos* TMM-je az öt legnagyobb bank nélkül	14,8%	16,7%	15,5%	14,9%	13,3%
A bankrendszer átlagos* TMM-je	13,5%	13,9%	12,5%	13,0%	11,6%

Megjegyzés: \* Súlyozott

## II-33. ábra

## A tíz legnagyobb mérlegfőösszegű bank, ezek átlagának, illetve a szektor átlagának tőkehelyzete és a nem teljesítő követeléseken elérhető maximális vesztesége, mint kockázata 2002. és 2003. június 30-án



\* Szavatoló tőke a TMM-hez – járulékos tőkeelemek.  
Megjegyzés: az átlagok súlyozottak.

## II-5. táblázat

## A korrigált mérlegfőösszeg összetevőinek alakulása

Eszközök súlyozott értéken (százalékban)	2001. jún.	2001. dec.	2002. jún.	2002. dec.	2003. jún.	2003. jún./2002. jún.*
20 százalékos súlyozású eszközök	4,6	5,0	3,4	4,0	3,9	1,45
50 százalékos súlyozású eszközök	2,0	2,4	3,5	5,2	6,0	2,15
100 százalékos súlyozású eszközök	73,7	73,6	72,2	70,6	71,0	1,23
Súlyozott mérlegtételek összesen	80,3	80,9	79,1	79,8	81,0	1,28
Függő és egyéb jövőbeni kötelezettségek súlyozott értéke	18,9	18,2	20,0	19,2	18,0	1,13
Határidős követelések súlyozott értéke	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	1,46
Kockázattal korrigált mérlegfőösszeg (Mrd Ft) = 100 százalék	5031	5363	5955	6508	7468	1,25
Mérlegfőösszeg (Mrd Ft)	8495	9053	9142	10185	11480	1,26

Megjegyzés: \*Az indexszámok a mögöttes alapadatok növekményeiből származnak.

visszaforgatott jövedelemmel korrigálva nem változott az aránya. A pénzügyi intézményeknek, biztosítóintézeteknek, illetve befektetési vállalkozásoknak (PIBB) nyújtott alárendelt kölcsöntőke, illetve az ezekben szerzett befektetések miatti tőkelevonások ebben a félévben is tovább nőttek, közel 10%-kal, 73,5 milliárd forintra.

## II-2. keretes írás

## A hitelintézetek tőke megfelelésének és a szavatoló tőke számításának módszertanában bekövetkezett változások

Az eddig használt tőke megfelelési mutató (TMM) helyett a Hpt. a fizetőképességi mutatót szerepelteti. Ez nem csak névváltozást jelent, hanem fontos tartalmi módosítással is járt. Az új mutató számlálója tartalmazza azokat a tőkeelemeket is, melyek – a számítás egy későbbi fázisában – devizaárfolyam-, áru- és kereskedési könyvi kockázatok tőkekövetelmény-teljesítésére lesznek igénybe véve. Míg a TMM számlálójából ezek a tételek már levonásra kerültek. Ezért a kereskedési könyvet vezető intézmények esetében a fizetőképességi mutató értéke mindig magasabb lesz a TMM-nél. A Hpt.-ben az eddig a TMM alakulásához (minimális tőkekövetelmény fenntartásához) kötött intézkedések ezentúl a fizetőképességi mutatóhoz kapcsolódnak. Ez azt jelenti, hogy a devizaárfolyam-, áru- és kereskedési könyvi tőkekövetelmény kikerült e szankcionálási intézkedések hatóköre alól. Így gyakorlatilag a törvényi minimális tőkekövetelmény csökkent. Véleményünk szerint prudenciális szempontból a TMM a megfelelőbb mutató, több kockázat tőkekövetelményét foglalja magában, ezért elemzéseinkben a továbbiakban is ezt fogjuk használni.

A Hpt. 5. számú melléklete – a szavatoló tőke elemei és kiszámítási módja – is átalakult:

Az alapvető tőkéből levonásra kerül, és ezentúl a járulékos tőke részét képezi az osztalékelsőbbbségi (a nyereséges évben az elmúlt év(ek) elmaradt hozamkifizetésére is feljogosító) jegyzett és befizetett részvények. Ezzel a változtatással a magyar alapvető tőke kategória meg egyezik az EU-direktívában (2000/12/EC) szereplő tier 1 kategóriával. 2002. december 31-i auditált adatok szerint ez a változás az alapvető tőke 1,4%-át érinti, ennyivel csökkenti azt, a járulékos tőke nagyságát azonban már 11,1%-kal növeli. Az osztalékelsőbbbségi részvények használata ma már szektorszinten nem jelentős, csak egyetlen bankot érint.

A kiegészítő tőke részeként ezentúl figyelembe lehet majd venni a járulékos tőkének az alapvető tőkéhez és az alárendelt kölcsöntőkének a járulékos tőkén belüli arányához kapcsolódó korlátozások miatt fel nem használható részét. Jelenleg ez a változtatás gyakorlatilag csak egy bankot érint, bankrendszeri szinten elhanyagolható a hatása.

Ezentúl szavatoló tőkével kell fedezni a teljes tevékenységre – már nemcsak a kereskedési könyvi, hanem a banki tételekre egyaránt – mért árukockázatot. Ennek a 2003. 06. 30-i állománya sem banki, sem szektorszinten nem számottevő (az utóbbi is csak 23 millió forint).

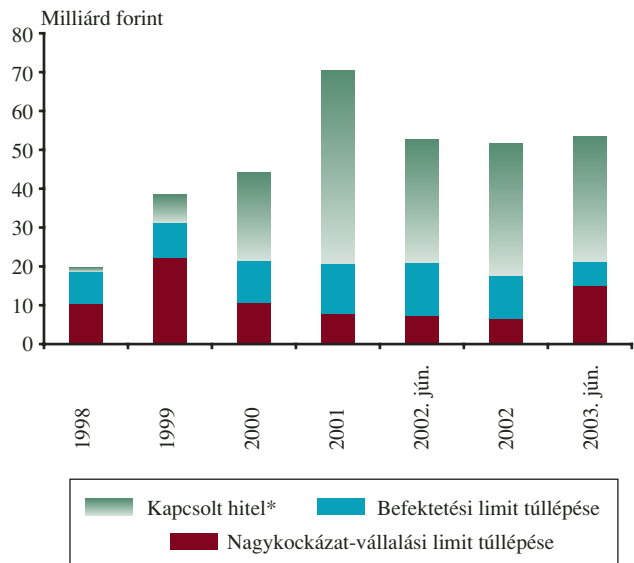
A limittúllépések koncentrátsága nem változott, nagy részük továbbra is három bankhoz kötődik. Viszont a levonások összege az aktivitás bővülését jóval alulmúló ütemben növekedett (3,7%-kal), és ezzel együtt arányeltolódást tapasztaltunk: a kapcsolt vállalkozásokkal szembeni nagykockázati limittúllépések és a befektetési korlátozások miatt tőkelevonások csökkentek, míg az egyéb nagykockázati limittúllépések növekedtek (lásd II-34. ábra).

Az országkockázati tőkekövetelmény összege fél év alatt mintegy 90%-kal, 16,2 milliárd forintra növekedett, az egész állomány, illetve annak erős ingadozása egy bankhoz köthető. A limittúllépések és országkockázat tőkével fedezendő együttes összege a tavalyi értékhez képest 60-ról<sup>34</sup> 69,6 milliárd forintra növekedett (lásd II-35. ábra).

A kereskedési könyv tőkeszükséglete továbbra is rendkívüli módon növekszik, az elmúlt félévben 67%-kal

II-34. ábra

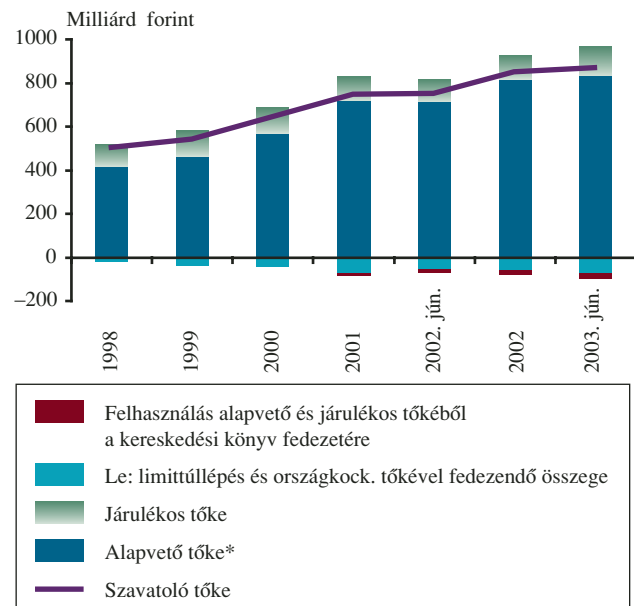
## A Hpt. szerinti limittúllépések



\* 2001. I. 1-jétől: Hpt. 79. (7) bek. szerinti túllépés.

II-35. ábra

## A TMM-hez szükséges szavatoló tőke és összetevőinek alakulása



\* Csökkentve a PIBB-befektetések miatti levonással.

emelkedett (25,3 milliárd forintra), a növekedés üteme messze meghaladta a deviza-árfolyamkockázat tőkeszükségletének 13%-os emelkedését (3,5 milliárd forintra).

<sup>34</sup> A mostani érték a 2003. júniusi Stabilitási jelentésben szereplő értéknél (77,9 milliárd forint) közel 18 milliárd forintra alacsonyabb. Ugyanis az egyik bank auditált adatai 15 milliárd forintra kevesebb levonást tartalmaztak az előzetes adatokhoz képest.



*Az elmúlt félévben a szektor TMM-je 1,4 százalékponttal romlott, ebből 1,7 százalékpontnyit az aktivitás bővülése és csupán 0,4 százalékpontot a szavatoló tőkét érintő levonások növekedése okozta, a szavatoló tőke növekedése pedig 0,7 százalékpontnyit javított a TMM-en. Ha a féléves visszaforgatott eredménybecsléssel*

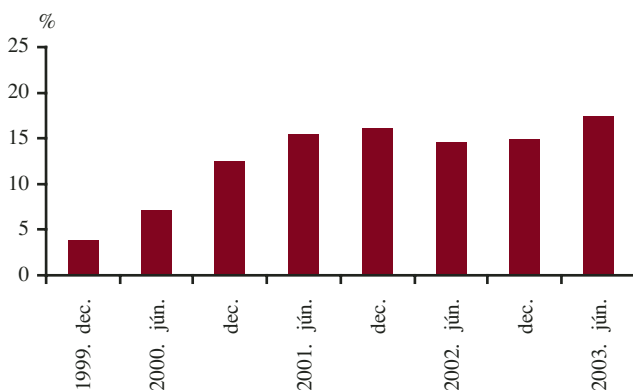
*korrigáljuk a fenti számítást, akkor a szavatoló tőke bővülése csaknem teljesen ellensúlyozza a TMM-re csökkentőleg ható tényezők növekedését. Összességében bankrendszeri szinten a tőkeellátottság megfelelő. A jövőben a tőkehelyzet mérsékelt romlása várhatóan folytatódni fog.*

## II. 8. JÖVEDELMEZŐSÉG

A gazdasági növekedés további lassulása ellenére 2003 első félévében a bankrendszer jövedelmezősége az előző évi nagyon jó teljesítményhez képest is jelentős javulást mutatott: a bankszektor 104 milliárd forintos adózott eredménye 46%-kal magasabb a bázisidőszakinál. Az eszköz- és tőkearányos jövedelmezőségi mutatók is látványos javulást jeleznek az egy évvel korábbi értékekhez képest: a ROA 1,58%-ra (2002. I. félév: 1,33%), míg a ROE 17,4%-ra nőtt (2002. I. félév: 14,6%) (lásd II-36. ábra).<sup>35</sup> A bankrendszeri jövedelmezőség elmúlt másfél évben megfigyelhető javulásában meghatározó szerepe volt az állami támogatású lakáshitelek dinamikus bővülésének, amely a magas kamatmarzson keresztül jelentős többletnyereséghez juttatta a bankokat.<sup>36</sup> 2003 első félévében, becsléseink szerint, az állami kamattámogatású lakáshiteleken realizált profit a bankok együttes eredményének mintegy 10-13%-át tehető ki.<sup>37</sup>

II-36. ábra

### A bankrendszeri ROE



A bankrendszeri eredmény jelentős javulása mellett fontos kiemelni, hogy a bankok közötti jövedelmezőségi differenciák erősödtek 2003-ban. A legjövedelmezőbb

ben működő bankok előnye ugyanis jelentősen nőtt az „átlagos bankhoz” képest, ami elsősorban a jelzálog-hitelezésben kialakult magas koncentrációval magyarázható. A veszteséges bankok száma – a 2002 és 2003 első félévében is működő bankok körében – 7-ről 9-re nőtt.<sup>38</sup> A veszteséges bankok együttes piaci részesedése viszont a mérsékelt növekedés ellenére is alacsony (8%). Rendszerstabilitási szempontból kedvező, hogy a nem nyereségesen működő bankok között továbbra is csak kisebb intézményeket találunk.

A bankrendszer eredményének kedvező alakulásában ismét nagy szerepe volt a jutalékeredmény dinamikus bővülésének, 2002-től eltérően viszont a kamatjövedelem növekedése – abszolút értéken – meghaladta a jutalékeredmény változását. A működési költségek növekedése ugyan számottevően gyorsult az előző évhez képest, de így is jóval elmaradt a bevételek bővülésétől. 2002 első félévéhez képest nagyobb mértékű volt az értékvesztés és a kockázati céltartalékok nettó növekedéséből származó eredménycsökkentő hatás (lásd II-6. táblázat).

2003 első felében a bankrendszer kiváló eredményében fontos szerepe volt a nettó kamatjövedelem előző évinél jóval erőteljesebb növekedésének, ami jelentős részben a hitelezési dinamika erősödéséből fakadó kedvező volumenhatással, ill. a magas kamatmarzst biztosító lakáscélú hitelek részarányának további emelkedésével magyarázható. A lakossági hitelezés egyre növekvő szerepét jelzi a profittermelésben, hogy a lakáscélú és fogyasztási hitelek kamatbevételének aránya 2003 első félévében a hitelek kamatbevételének már közel 1/4-ét tette ki, míg 1999-ben (azaz a lakástámogatási rendszer bevezetése előtt) ez az arány még nem érte el a 10%-ot.

A lakossági hitelek súlyának növekedése ellenére a bankok átlagos eszközhozama és forrásköltsége közötti spread 25 bázisponttal szűkült 2003 első félévé-

<sup>35</sup> A ROA és ROE adatok mindig a legutóbbi két félév egészére vonatkoznak.

<sup>36</sup> Az állami támogatású lakáshiteleken – a támogatási feltételek 2003. júniusi változtatásáig – 7-9%-os kamatmarzst érhetnek el a bankok.

<sup>37</sup> Az állami támogatású lakáshiteleken a 2001-ben bevezetett forrásoldali és kiegészítő kamattámogatások mellett nyújtott hiteleket értjük, a „rég” típusú – OTP által folyósított – támogatott hiteleket nem számítottuk ide.

<sup>38</sup> Emellett egy 2003-ban induló bank mutatott még ki veszteséget az első félévben.

## II-6. táblázat

## A bankrendszer eredménye

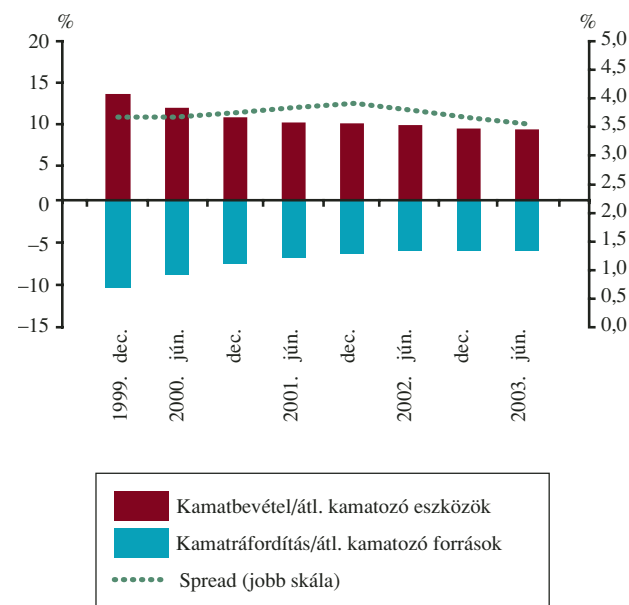
	2002. I. félév	2003. I. félév	Változás	
			Mrd Ft	Index
Kamatjövedelem	179,9	209,6	29,7	116,5%
Kapott osztalék	1,3	11,3	10,0	893,7%
Jutalék- és díjeredmény	60,4	79,6	19,2	131,8%
Pénzügyi műveletek nettó eredménye	20,6	28,1	7,5	136,4%
Egyéb üzleti tevékenység eredménye	-9,6	-13,3	-3,7	138,6%
Általános igazgatási költségek	164,2	181,2	17,0	110,4%
Értékvesztés és kockázati céltartalék változása	-5,9	-13,5	-7,7	230,6%
Szokásos (üzleti) tevékenység eredménye	80,3	118,3	38,0	147,4%
Rendkívüli eredmény	0,2	-1,0	-1,2	
Adózás előtti eredmény	80,5	117,3	36,8	145,7%
Adózott eredmény	70,8	103,6	32,8	146,3%

ben az egy évvel korábbihoz képest (lásd II-37. ábra). A spread szűkülése felé hatott, hogy az év elején átmenetileg – a spekulációs támadás kezelésére hozott jegybanki intézkedések nyomán – ugrásszerűen megnőtt a bankok alacsony kamatozású eszközeinek (jegybanki O/N betét) részaránya. Emellett, a minimális kamatot biztosító látra szóló és folyószámlabetétek esetében csak korlátozott mértékben volt lehetséges az év eleji jelentős kamatcsökkentések követése. Az év második felében már nem számíthatunk a spread további csökkenésére, mivel a – teljes forintbetét-állomány 37%-át kitevő – látra szóló és folyószámlabetétek rugalmatlan árazása a júniusi kamatemelések nyomán várhatóan tágítani fogja a betéti marzsot. Noha az új folyósítású lakáshitelek marzsának zsugorodása a spread szűkülése felé hat a második félévben, a hitelállomány túlnyomó részén még a támogatási feltételek 2003. júniusi változtatása előtti magas kamatkülönbséget realizálják majd a bankok.

A bankrendszer jutalék- és díjeredménye 32%-kal haladta meg a bázisidőszakit, ennek köszönhetően szerepe tovább erősödött a profittermelésben.<sup>39</sup> Mivel a jutalék- és díjbevételek a legstabilabb bevételi források közé tartoznak, a jövedelemstruktúra ilyen irányú változását kedvezőnek ítéljük. A pozitív képet kissé árnyalja, hogy az egyes bankokat tekintve a jutalékeredmény súlya szerinti differenciák nagyon jelentősek, sőt 2003-ban tovább erősödtek. Ennek megfelelően magas a jutalékeredmény bankrendszeren belüli koncentrációja is: a bankok együttes jutalék- és díjeredményének 65%-a három banknál összpontosult 2003 első félévében. Össze-

## II-37. ábra

## A spread és összetevői



hasonlításul, a három legnagyobb kamatjövedelemmel rendelkező bank együttesen 43%-kal részesedik a bankrendszer kamateredményéből, ill. ugyanennyi a három legnagyobb bank együttes piaci részesedése a bankrendszeri mérlegfőösszegekből is.

A nettó jutalék- és díjbevételek dinamikus bővülésének egyik fontos forrását a lakáshitelezéshez kapcsolódó nem kamatjellegű bevételek jelentik.<sup>40</sup> A hazai kibocsátású bankkártyákkal lebonyolított forgalom 25%-os bővülése nyomán a kártyaüzletágból származó bevételek is jelentős mértékben hozzájárultak a jutalék- és díjeredmény gyarapodásához. Emellett duplájára (8,1 milliárd forintra) nőtt a bankok garancia- és kezességvállaláshoz kapcsolódó díjbevétele. A jutalék- és díjeredmény növekedését segítette elő az is, hogy a bankok az I. negyedévben számottevő mértékben emelték a pénzforgalmi szolgáltatások jutalékait és díjtételeit.

A pénzügyi műveletek nettó eredménye 7,5%-kal nőtt 2003 első hat hónapjában az előző év hasonló időszakához viszonyítva. A jelentősen megnövekedett árfolyam-volatilitás nyomán mind a devizaeszközökön és forrásokon realizált árfolyamnyereség és átértékelési eredmény, mind a határidős devizaügyleteken elszedett veszteség nagymértékben nőtt. Ennek eredőjeként a – pénzügyi műveletek eredményének legnagyobb hányadát adó – devizakereskedelemből és -árfolyamváltozásból származó nettó eredmény mintegy 3%-kal haladta meg a bázisidőszakit. A kamatvolatilitás

<sup>39</sup> A jutalék- és díjeredmény aránya a bruttó működési eredményben a 2002. évi 22,9%-ról 24,4%-ra emelkedett.

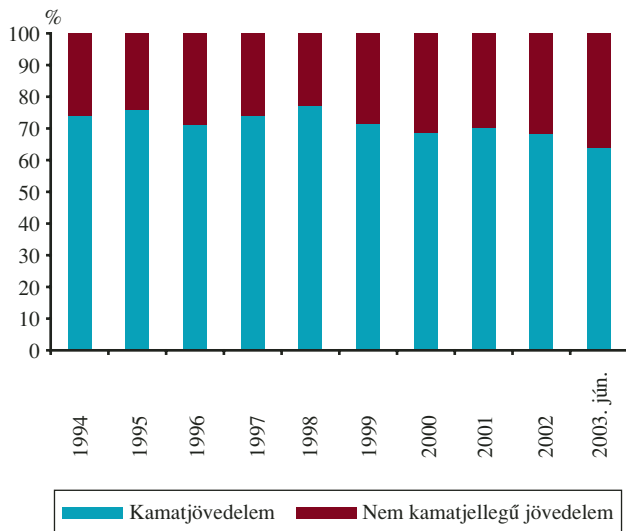
<sup>40</sup> A számviteli szabályok szerint nem tartoznak ide olyan kamatjellegű jutalékbevételek, mint pl. a kezelési költség, a folyósítási jutalék vagy a rendelkezésre tartási jutalék.

jelentős erősödése következtében a forgatási célú értékpapírok árfolyameredménye összességében kedvezőbb alakult a bázisidőszakhoz viszonyítva. A félév egészében ugyanis közel 4 milliárd forint nyereséget realizáltak a bankok, annak ellenére, hogy a júniusi kamatemelések miatt mintegy 3 milliárd forintos veszteség keletkezett a bankrendszernek a forgatási célú értékpapírokon.<sup>41</sup>

A nem kamatjellegű bevételek aránya összességében 36%-ra emelkedett 2003 első félévében az előző évi 32%-ról (lásd II-38. ábra). Ebben a jutalékeredmény markáns növekedése mellett nagy szerepe volt az osztalék-bevételek jelentős egyszeri megugrásának is, amely nagyrészt egy nagybankhoz köthető. A nem kamatjellegű bevételek arányának látványos növekedését felerészben magyarázza a kapott osztalékok nagymértékű növekedése miatti egyedi hatás.

II-38. ábra

### Kamat- és nem kamatjellegű jövedelem aránya a bruttó működési eredményben



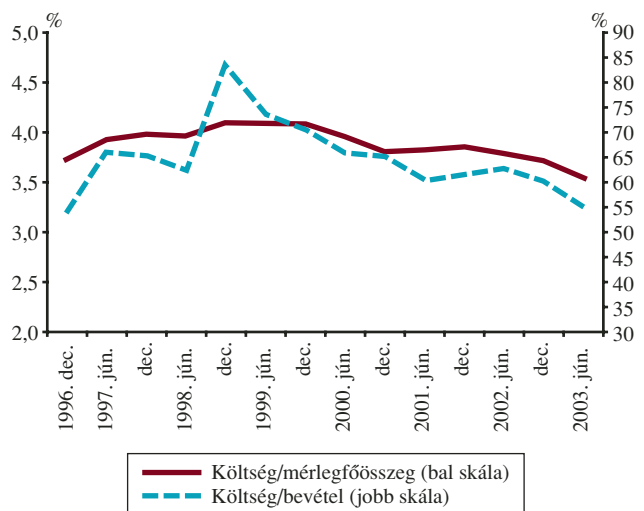
2003 első felében az értékvesztés és a céltartalék nettó növekedése több mint duplája volt a bázisidőszakinak. A hitelek utáni értékvesztés nettó növekedésének nagyobb része a vállalati hitelekhez kapcsolódik, amelynek nyomán a vállalati hitelportfólió értékvesztéssel való fedezettsége mérsékelten nőtt az egy évvel korábbihoz képest. A vagyoni érdekeltségek után elszámolt értékvesztés nettó változásának 2003 első félévében semleges volt az eredményhatása, míg a bázisidőszakban még mérsékelten javította az eredményt.

2003 első félévében a működési költségek bankrendszeri szinten az inflációt jóval meghaladó ütemben emelkedtek (10,4%). A személyi jellegű ráfordítások – az átlagos létszám 5,5%-os és az 1 főre jutó ráfordítások közel 3,6%-os növekedésének eredőjeként – 9,3%-kal emelkedtek. Az alkalmazotti létszám növekedése elsősorban a lakáshitelezési tevékenység fellendülésével hozható összefüggésbe. A lakossági hitelezés szerepének növekedésével magyarázható a marketingköltségek 26%-os növekedése is, ugyanakkor a számítástechnikai költségek 10%-kal csökkentek az előző évi gyorsabb emelkedés után.

Mivel a bankok bruttó működési eredménye (bevétele) összességében 26%-kal bővült, a költség/bevétel arány a költségek reálértékének számottevő növekedése ellenére is markáns javulást mutatott, ugyanis 56%-ra csökkent az egy évvel korábbi 63%-ról. Szerényebb mértékben, de tovább javult a költség/mérlegfőösszeg arány is, amely 3,8%-ról 3,6%-ra mérséklődött egy év alatt (lásd II-39. ábra).<sup>42</sup> A költséghatékonysági mutatók – ezen belül is elsősorban a költség/bevétel arány – javulását azonban óvatosan kell értékelni, mivel a mérlegfőösszeg és a bevételek dinamikus bővülésében is jelentős szerepe volt a lakáshitelek állami kamattámogatások által gerjesztett boomjának. Emiatt a hatékonysági mutatók javulása a ténylegesnél kedvezőbb képet nyújthat a bankok hatékonyságáról.

II-39. ábra

### A működési költségek mérlegfőösszeghez és bevételekhez viszonyított aránya



<sup>41</sup> 2002 I. félévében a forgatási célú értékpapírok árfolyamváltozásán nem volt nyeresége a bankoknak.

<sup>42</sup> A költség/mérlegfőösszeg arányára vonatkozó adatok mindig az elmúlt két félév egészére értendők.



### **III. AKTUÁLIS TÉMÁK**





### III. 1. A STRESSZTESZTEK EREDMÉNYE

A bankszektor rendszerszintű kockázatainak megítéléséhez – a korábbi években követett gyakorlatnak megfelelően – megvizsgáljuk néhány releváns szélsőséges esemény hatását. Az egyedi bankok által elszenvedett veszteségeket aggregáljuk, és a bankrendszer egészének alapvető tőkéjére vetítjük. Hangsúlyozzuk, hogy az itt alkalmazott megközelítés lényegesen eltér a Stabilitási jelentésnek a bankrendszer kockázati kitettségét elemző részeitől. Például abban, hogy itt a bankok eszközeinek értékváltozását, nem pedig jövedelmi hatást becslünk. Ez az értékvesztés az esetek egy részében nem azonnal realizálódik, és bizonyos határok között van mód a veszteség elkerülésére, ezért az eredmények csak nagyon durva becslésnek tekinthetők.

A tesztek eredményét befolyásolja a bankok tőkeellátottságának alakulása, az egyes kockázatokkal szembeni kitettség mértéke és a vizsgált sokkok köre. Ami az elsőket illeti, a bankrendszer alapvető tőkéjének<sup>43</sup> nagysága 2002. december 31-én 16,3%-kal haladta meg az egy évvel korábbi értéket<sup>44</sup>.

#### Piaci kockázat<sup>45</sup>

A vizsgált sokkok köre nem változott<sup>46</sup>. Ezek meghatározásánál továbbra is erősen támaszkodunk a BIS módszertani ajánlásaira és néhány nagy nemzetközi befektetési bank nyilvános gyakorlatára. Meg kell azonban jegyezzük, hogy a historikus sokkok az elmúlt időszakban tapasztalt nagymértékű árfolyam- és kamatvolatilitás miatt jobban megközelítették a hipotetikus szélső értékeket, mint korábban bármikor. A belföldi kamatlábváltozásra +500 és -300 bázispontváltozást elemezzük. Az árfolyamváltozásnál továbbra is a 40%-os le-, illetve felértékelődés hatását vizsgáljuk. A külföldi kamatoknál pedig 200 bázispontnyi csökkenés, illetve növekedés szerepel a sokkok között.

A kitettség mértéke a belföldi kamatnövekedés esetében a legnagyobb. Nemcsak annak szintje, de az el-

#### III-1. táblázat

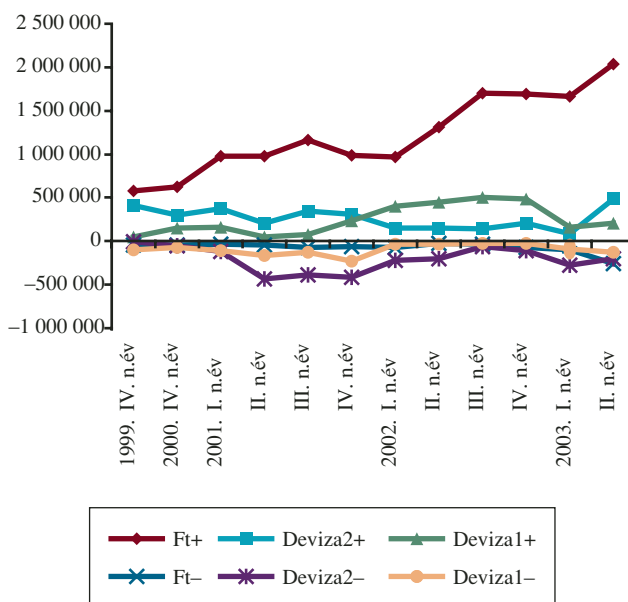
##### Vizsgált piaci sokkok

Piaci kockázat	Belföldi kamat	Külföldi kamat	Árfolyam (%)
Sokk 1	+500 bp	+200 bp	40
Sokk 2	-300 bp	-200 bp	-40

múlt másfél év során tapasztalt növekedése is kiugróan nagy. E növekmény nagy része azonban egyetlen banknak tulajdonítható, melynek lejáratú transzformációja jelentősen növelte a lakossági jelzálog-hitelezés fel-futása miatt.

#### III-1. ábra

##### Kockázati kitettség (diszkontált, durationnel súlyozott pozitív, illetve negatív nettó pozíciók)



<sup>43</sup> A számításokhoz a 2002. végi alapvető tőke adatokat használjuk, a negyedéves rátáknál is. Ha majd rendelkezésre állnak a megfelelően korrigált negyedéves alapvető tőke adatok, természetesen erre fogunk áttérni.

<sup>44</sup> Az elemzés a 2002. december végén működő bankokat öleli fel. Azonban a korábbi évek stressztesztjeivel ellentétben, és igazodva a Stabilitási jelentés bankszektorra vonatkozó fejezeteihez, most kivettük az Eximbankot és az MFB-t. Ennek megfelelően módosítottuk a korábbi évekre vonatkozó számításokat is.

<sup>45</sup> Az adatszolgáltatásban bekövetkezett változások közül kettőt szükséges kiemelni. Változott az átárazási mérlegek felbontása (a 3 hónap–1 év kategória helyett 3–9 hónap és 9 hó–1 év szerepel). Továbbá a deviza is bontásra került (mi az euróban és USD-ban denominált tételeket elemezzük). A nagyobb bontás következtében pontosabb információk állnak rendelkezésre. Ennek hatása a tesztek eredményére nem elhanyagolható, de semmiképpen nem jelentős.

<sup>46</sup> Lásd Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2002. december.

Az árfolyam-, illetve külföldi kamatváltozásnak való kitettség nem mutat határozott irányú elmozdulást a korábbi évekhez képest. A negyedéves adatok azonban jelentősen ingadoznak.

A belföldi kamatnövekedés miatt keletkező veszteségek relatív nagysága folyamatosan nőtt a vizsgált időszakban, az árfolyam esetében pedig 2003-ban volt kiugró.<sup>47</sup> A belföldi kamatnövekedés okozta veszteség koncentráltasága is nőtt, mintegy 50%-a (2003. II. negyedév végén 68,7%-a) egy banknál jelentkezne. Ez a veszteség azonban az érintett bank alapvető tőkéjének csak 23, illetve 37%-át tenné ki. Az árfolyamváltozás okozta veszteségek ugyan kevésbé koncentráltak, viszont több banknál jelentkezne 50% fölötti, sőt egynél 100% fölötti veszteség. Ugyanakkor a belföldi kamatok csökkenése, illetve a külföldi kamatok változása jelentéktelen veszteségeket okozna.

A piaci stressztesztek alapján két jelenség emelendő ki. Egyrészt egyetlen bank növekvő lejáratú transzformációja jelentős kamatkockázatot hordoz. Ehhez azonban figyelembe kell vennünk azt, hogy egyrészt eszközoldalán a veszteségek csak hosszabb távon jelentkeznek (nem vagy csak lassan realizálódnak), elvileg van idő korrekcióra. Másrészt a hazai banki árazás gyakorlata forrásoldalán is akadályozza a kamatemelés érvényesülését. A rövid lejáratú források egy jelentős része ugyanis kevésbé kamaterzékeny. Az árfolyamváltozás a bankrendszer és egyes bankok szintjén is valamivel nagyobb veszteséget okozna, mint a korábbi években, bár a kitettség és a veszteség mértéke is erősen ingadozik.

### HITELKOCKÁZAT

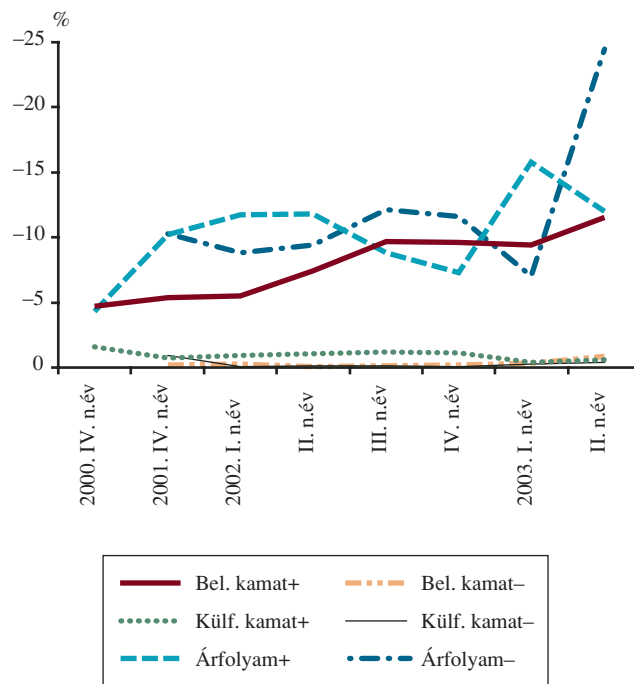
A követelésportfólió tekintetében folytatódtak a korábban megindult változások: csökkent a nem teljesítő követelések (továbbiakban NPL)<sup>48</sup> és a kockázatmentes eszközök részaránya, valamint a nem teljesítő követelések szórása.

Bár a vizsgált hitelsokkokat ugyanúgy definiáltuk, mint korábban<sup>49</sup>, a fenti folyamatoknak megfelelően ezek átlagosan enyhébb sokkokat jelentenek. A négy esemény, amit vizsgálunk: a kockázatmentes eszközök feléből hitel lesz, az NPL állománya 2 szórásnyival nő (utolsó 7, illetve 6 év adataiból becsülve), az NPL állománya kétszeresére nő.

Az eredmények a bankszektor hitelsokkokkal szembeni javuló ellenállásáról tanúskodnak. A javuló tendenciához jelentős mértékben járul hozzá a korábban veszteséges nagy bankok rendbetétele. Óvatosságra int az is, hogy a lakossági hitelezés felfutása rövid távon két csa-

### III-2. ábra

#### Veszteség az alapvető tőke százalékában



### III-2. táblázat

#### A követelésportfólió jellemzői az év végén

Év	NPL		Kockázatmentes eszközök (%)	NPL szórása (M Ft, ill. %)	
	Részaránya (%)	Változása (%)		Utolsó 7 év	Utolsó 6 év
1999	2,6	106,7	21,10		
2000	1,7	77,5	18,20	61,557 (31.4%)	48,531 (26.8%)
2001	1,5	105,1	15,20	44,822 (24.7%)	45,372 (25.7%)
2002	1,1	101,0	13,10	35,958 (22.8%)	38,709 (24.6%)

### III-3. táblázat

#### A hitelsokkok okozta veszteségek az alapvető tőke százalékában

	Sokk 1	Sokk 2	Sokk 3	Sokk 4
2000	3,2%	31,1%	25,0%	17,3%
2001	2,0%	19,2%	16,3%	14,2%
2002	1,4%	13,9%	13,1%	12,1%

tornán keresztül is pozitívan hat az eredményeinkre: a javuló jövedelmezőségen és portfólió-összetételen keresztül. Ez a hatás azonban csak időleges.

<sup>47</sup> A fixkockázatoknál egyszerűen összegeztük az euró és USD nettó eszközökön keletkező veszteségeket, ami felső korlátot ad. Ez egyébként valamivel magasabb, de nem tér el lényegesen a valuták közötti nettósítással számolt veszteségektől.

<sup>48</sup> NPL-nek tekintjük a kétes és rossz követeléseket.

<sup>49</sup> Lásd Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2002. december.

**III-4. táblázat****100% fölötti veszteséget elszenvedők részaránya**

	Sokk 2			Sokk 3		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Eszköz	22,85%	5,54%	3,92%	5,51%	5,54%	3,92%
Veszteség	80,22%	35,23%	37,22%	37,20%	41,07%	40,89%

Az alapvető tőkéjüknél nagyobb veszteséget elszenvedők részesedése a bankrendszer teljes eszközállományából alacsony, a korábbi évekhez képest is tovább csökkent. A teljes veszteségből való részesedésük viszont inkább stagnált. A veszteségek koncentráltasága sem változott érdemben.

**III-5. táblázat****A veszteségek koncentráltasága**

	Sokk 1		Sokk 2	
	2001	2002	2001	2002
Legnagyobb	39,5%	35,0%	30,1%	37,2%
5 legnagyobb	90,2%	83,7%	77,4%	71,1%
	Sokk 3		Sokk 4	
	2001	2002	2001	2002
Legnagyobb	37,1%	40,9%	24,2%	20,3%
5 legnagyobb	73,2%	71,1%	69,8%	68,3%

## III. 2. A VÁLLALATI SZÉKTOR JÖVEDELMEZŐSÉGE ÉS STABILITÁSA

Az alábbiakban a nem pénzügyi vállalati szektor helyzetét elemezzük a pénzügyi stabilitás szempontjából legfontosabb jövedelmezőség, eladósodottság és likviditás alapján. A elemzést a társaságiadó-bevallásban szereplő mérleg- és eredménykimutatás-adatok alapján végeztük el.<sup>50</sup>

### ÖSSZEFOGLALÓ

A nem pénzügyi vállalatok stabilitási helyzete 2002-ben egyik dimenziót tekintve sem változott jelentősen. A szektor egésze jövedelmezőségi szempontból rosszabb helyzetbe került 2001-hez képest, azonban a változás mértéke az elmúlt évekkel összevetve nem jelentős.

A gazdasági környezet 2001–2002-ben tapasztalt változásai a vállalati szektor egyes ágazatait eltérően érintették. A külfölddel versenyző ágazatok működésének feltételei ebben a két évben nem javultak, ami negatívan hatott az exportőreink jövedelmezőségére. Kedvező fejlemény viszont, hogy ezekben a hagyományosan magasabb jövedelmezőségű ágazatokban a 2001-ben tapasztalt jelentős csökkenéshez képest 2002-ben a dekonjunktúra és a forintárfolyam felértékelődésének ellenére alig mérséklődött a profitabilitás. A feldolgozóipar egészének jövedelmezősége pedig éppenséggel enyhén javult. A szolgáltatóágazatokban a 2001-es növekedést követően 2002-ben nem változott jelentősen a jövedelmezőség. Abban, hogy a jövedelmezőség szintje továbbra is magas, vélhetően jelentős szerepe volt annak, hogy 2001–2002-ben dinamikusan nőtt a fogyasztás, és a szolgáltatásokra fordított fogyasztási kiadások gyorsabban nőttek, mint az aggregált fogyasztás. Az aggregált jövedelmezőség jövőbeni alakulásával kapcsolatban két fő hatással számolunk. Az exportőrök profitabilitását javíthatja, hogy a nemzetközi konjunktúra, és így az európai gazdasági növekedés 2003–2004-ben

várt gyorsulásával a magyar exporttermékek iránti külső kereslet is élénkülni fog. Ugyanakkor a belföldi fogyasztás dinamikájának jelentős lassulását várjuk, ami jövedelmezőségi szempontból kedvezőtlenül érintheti a szolgáltatóágazatokat.

A jövedelmezőséghez hasonlóan a vállalatok tőkeszerkezetében sem álltak be olyan változások, amely fokozta volna a szektor egészének stabilitási kockázatát. Kedvezőtlen fejlemény viszont, hogy a pénzügyi stabilitás szempontjából leginkább veszélyeztetett vállalati kör helyzete 2002-ben sem javult. Ezek súlya a teljes szektorban alig változott, és továbbra sem elhanyagolható.

### JÖVEDELMEZŐSÉG

A vállalati jövedelmezőség mérésére a tavalyi Stabilitási jelentésben alkalmazott mutatókat használtuk. Az első, természetes mutató a veszteséges vállalatok összes vállalat-hoz viszonyított aránya. 2002-ben a vállalatok 29%-a produkált üzemi szintű veszteséget. Ez nem jelent szignifikáns változást 2001-hez képest<sup>51</sup>, ugyanakkor stabilitási szempontból kedvező fejlemény, hogy 2002-ben az aggregált veszteség aránya három százalékponttal, 44%-ról 41%-ra csökkent.

A társaságiadó-bevallás mérleg- és eredménykimutatásadataiból számított mutatók részletes elemzésével alaposabb vizsgálatra nyílik lehetőségünk. A nem pénzügyi vállalatokat első lépésben két indikátor, az eszközárnyos nyereség és a profitmarzs segítségével elemeztük.

ROA (Return on Assets) = üzemi tevékenység eredménye/mérlegfőösszeg<sup>52</sup>

Profitmarzs = üzemi tevékenység eredménye/nettó árbevétel.

<sup>50</sup> Eredményeink nem minden esetben hasonlíthatóak össze közvetlenül a 2002. novemberben megjelent Stabilitási jelentésben szereplő eredményekkel, mert a tavaly elemzett mintához képest változott a vizsgált vállalatok köre. A tavalyihoz hasonlóan ideit elemzésünkben sem foglalkozunk a pénzügyi, a költségvetési gazdálkodás körébe tartozó, és a nonprofit vállalatokkal. Változás viszont, hogy kizártunk azokat a vállalatokat, amelyeknél adott évben kettőnél kevesebb volt a foglalkoztatottak száma, illetve ha három egymást követő évben 5 fő alatt volt a foglalkoztatotti létszám. Ezzel az 1992–2002 között rendelkezésre álló megfigyelések száma 66%-kal, 429 ezerre csökkent.

<sup>51</sup> A mutató értéke 2001-ben 28% volt

<sup>52</sup> A ROA mutató esetében a nevezőben szereplő stock változó év végi értékét használtuk éves átlag helyett. A stock- és flow-adatok felhasználásával számított mutatók szintje nem tekinthető mérvadónak, az elemzésben az éves változásokra koncentráltunk. Megjegyezzük, hogy mivel a mérlegfőösszeg-adatok időpontra, az eredményadatok pedig időszakra vonatkoznak, a ROA-típusú mutatók magas és csökkenő inflációs környezetben is torzítottak lehetnek, mert a flow-adatokban az éves átlagos infláció mértéke, a stock-adatokban pedig az év végi infláció mértéke jelenik meg. Mivel elemzésünkben az utóbbi évek folyamataira koncentráltunk, ezen hatások kiszűrésétől eltekintünk vizsgálataink során.

A vállalatok profitabilitási helyzetét az 1993–2002 közötti időszakban vizsgáltuk, aggregált szinten és ágazati bontásban egyaránt.

### Aggregált jövedelmezőség

Annak érdekében, hogy a szektor profitabilitás-változásáról pontosabb képet alkothassunk, az üzemi jövedelmezőséget felbontottuk egy input- és egy output-hatékonyságot megtestesítő komponensre.

$ROA = (\text{üzemi eredmény} / \text{árbevétel}) \times (\text{árbevétel} / \text{mérleg-főösszeg})$

Az árbevétel-arányos üzemi eredmény az üzemi profitmarzs, ami a vállalati költséghatékonyság indikátoraként fogható fel. Azt méri, hogy a vállalati kibocsátás milyen mértékben válik eredménnyé, azaz a vállalat költséghatalon mennyire képes alkalmazkodni a gazdasági környezet változásaihoz. Az eszközarányos árbevétel pedig egyfajta kapacitáskihasználtság-mutató, amely a vállalatok output-oldali alkalmazkodását írja le.

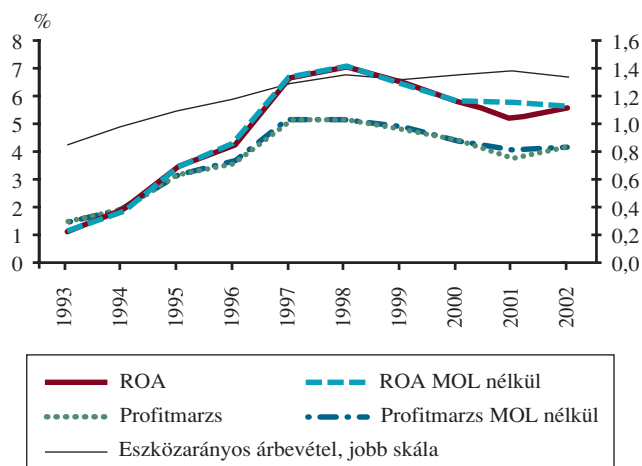
A III-3. ábrán<sup>53</sup> a ROA-t a fenti két komponensével együtt tüntettük fel. A vizsgált időszakban szinte végig jellemző, hogy a ROA érzékenyebb a profitmarzs, jelenlegi értelmezésünkben az inputhatékonyság alakulására. Így volt ez 2001-ben is, amikor a romló költséghatékonyság okozta a vállalati jövedelmezőség romlását. 2002-ben ezzel szemben nem változott a vállalatok aggregált profitmarzsa, az üzemi szintű jövedelmezőség kismértékű csökkenése az árbevétel enyhe csökkenésére vezethető vissza.

A 2002-ben tapasztalt jövedelmezőségromlás mértéke azonban nem jelentős, és nem haladja meg a 2001-es enyhe csökkenést. A jelenlegi helyzetben a vállalati szektor jövedelemtermelő képessége még mindig megközelíti az egész időszakot vizsgálva magasnak számító 1997-es és 1999-es szintet. A jövedelmezőség 1997–1999-ben tapasztalt magas szintjében a nemzetközi konjunktúra mellett szerepet játszott a 90-es évek közepén különösen jelentős működőtőke-beáramlás, mely különösen gyorsan javította az export jövedelmezőségét. E vállalatcsoport profitabilitását külön fejezetben elemezzük.

Az aggregált jövedelmezőség mellett stabilitási szempontból releváns kérdés, hogy a legalacsonyabb jövedelmezőségű vállalatok profitabilitási helyzete nem romlott-e az átlagosnál is nagyobb mértékben. Erre a kérdésre az egyedi vállalati jövedelmezőségi mutatók eloszlásának vizsgálatával tudunk választ adni (lásd III-4. ábra). Az eloszlás elemzésére a vállalatok ROA szempontjából alsó és felső 20%-ának határát jelentő kvin-

### III-3. ábra

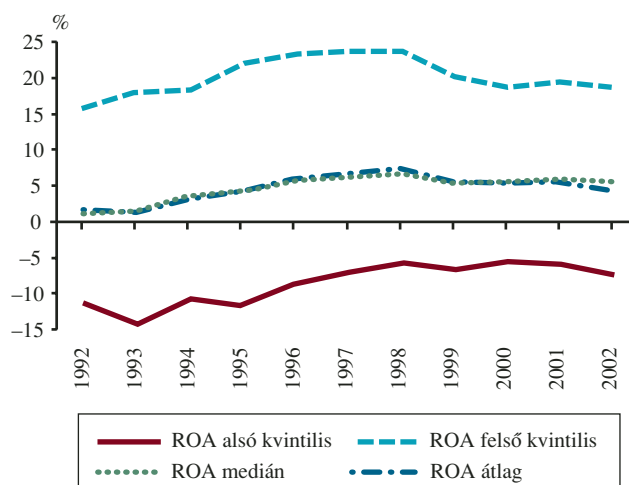
#### Jövedelmezőségi mutatók a vállalati szektorban, 1993–2002



tiliseket és két középvértéket – a mediánt és az átlagot – választottuk ki. Az indikátorok jól mutatják a vállalati jövedelmezőség 1998-ig tartó javulását: az említett évig a középvértékek és a kvintilisek is növekedtek, vagyis az eloszlás nem „ferdült”. Az eloszlás 1999–2000-ben megfigyelhető „szűkülése” azonban azt mutatja, hogy az aggregált jövedelmezőségromlás elsősorban a legjövedelmezőbb vállalatok rosszabb teljesítményének köszönhető.

### III-4. ábra

#### A ROA eloszlása, 1993–2002



Stabilitási szempontból fontos kérdés, hogy a leggyengébben teljesítő vállalatok milyen mértékben szakadtak el az eloszlás középvértékét jelentő mediántól. Erről, vagyis a legkevésbé jövedelmező vállalatok átlagához képesti re-

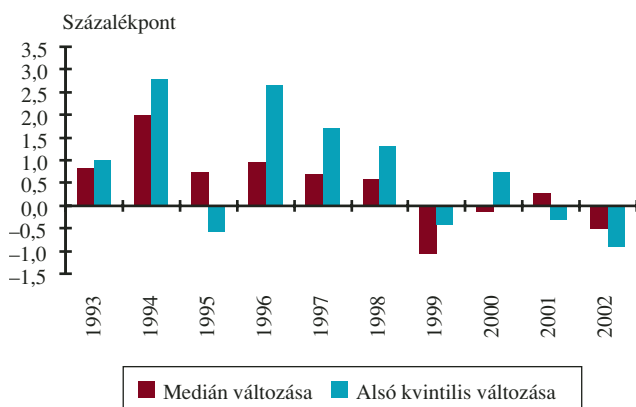
<sup>53</sup> 2001-ben a MOL üzemi eredménye a gázüzletágon elszenvedett veszteség miatt erősen negatív volt, ami az egész időszakban szokatlan fejlemény. Ennek érdekében, hogy ennek a nagy súlyú rendellenes megfigyelésnek az egyszeri hatása ne torzítsa a szektor egészéről alkotott képünket, az ábrán szerepeltettük a jövedelmezőségi mutatók MOL nélkül számított változatait, és elemzésünkben ez utóbbi mutatókra koncentrálnunk.



latív helyzetének javulásáról vagy romlásáról informál az alsó kvintilis és a medián relatív helyzetének változása. Stabilitási szempontból az a legkedvezőbb, ha az eloszlás középértéke és az alsó kvintilis is nő, de az utóbbi növekedése gyorsabb. Ez, vagyis a legkevésbé jövedelmező vállalatcsoport felzárkózása volt megfigyelhető egészen 2000-ig (lásd III-5. ábra). Az egyetlen kivétel 1999: ebben az évben az egész eloszlás balra tolódott, ugyanakkor a legrosszabbak relatív pozíciója ekkor is javult, mert a medián jobban csökkent, mint az alsó kvintilis.

III-5. ábra

**A ROA mediánjának és alsó kvintilisének változása (1993–2002)**



2001-ben a felzárkózási folyamat megtört, és a legkevésbé profitábilis vállalatok távolodtak a mediántól. 2002-ben a távolság tovább nőtt a medián és az alsó kvintilis között, vagyis folytatódott az egy évvel korábban megindult differenciálódás. Ez azonban nem azt jelzi, hogy a legrosszabb jövedelmezőségi pozícióban lévők által megtestesített stabilitási kockázat jelentősen megnőtt volna, hiszen még mindig a 2000-ben elért maximum közelében van a jövedelmezőségük.

**Ágazati jövedelmezőség**

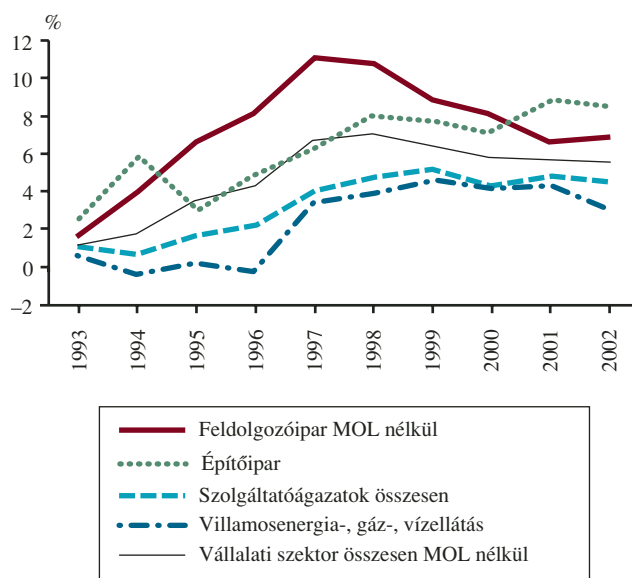
A részletes adatok tanúsága szerint a két legnagyobb ágazatcsoport<sup>54</sup>, feldolgozóipar és a szolgáltatások határozzák meg a vállalati szektor egészének dinamikáját a vizsgált időszakban (lásd III-6. ábra). A feldolgozóipar meghatározó szerepére tekintettel annak jövedelmezőségét külön vizsgáljuk, ebben a részben a többi ágazat folyamatait elemezzük röviden.

A szolgáltatások jövedelmezősége folyamatosan javult egészen 1999-ig, míg a 2000-es évet enyhe jövedelmezőségcsökkenés jellemezte. 2001-ben és 2002-ben a profitabilitás az 1999-re elért csúcspont közelében ma-

radt. A szolgáltatók jövedelemtermelő képességének utóbbi két évben tapasztalt magas szintje arra vezethető vissza, hogy tovább javult az üzemi eredmény alapján legfontosabb *Kereskedelem, javítás*<sup>55</sup> jövedelmezősége. Ez vélhetően összefüggésben volt a lakossági jövedelmek és fogyasztás erőteljes növekedésével. Ugyanakkor a másik jelentős szolgáltatóágazatban, a *Szállítás, raktározás, posta, távközlés* ágazatban működő vállalatok a 2000-ben bekövetkezett erőteljes romlást követően 2001-ben nem voltak képesek javítani profitabilitásukon, 2002-ben pedig éppenséggel csökkent a jövedelmezőség. Ezt magyarázhatja, hogy 2002-ben a kőolaj világgpiaci ára újra számottevően emelkedett, ami közvetlenül növelhette a szállítási költségeket.

III-6. ábra

**Jövedelmezőség (ROA) az egyes ágazatokban, 1993–2002**



Az *Építőipar* jövedelmezősége 2002-ben alig változott, az ágazat jövedelmezősége továbbra is a 2001-ben elért maximum közelében van, amit a kormányzat lakáspolitikai intézkedései és az infrastrukturális beruházások magyarázhatnak. A *Villamosenergia-, gáz-, gőz-, víz-ellátás* jövedelmezősége csökkent, a romlás ellenére azonban az ágazat profitabilitása a 90-es évek második felében tapasztalt stabilan magas szint közelében maradt<sup>56</sup>.

A *feldolgozóipari* jövedelmezőség 2001-ben érzékelt jelentős csökkenése 2002-ben megállt. Az ágazat teljesítményét annak a teljes vállalati szektor eredményében képviselt nagy súlyára tekintettel külön fejezetben elemeztük.

<sup>54</sup> A vizsgált időszakban a vállalati szektor egészében az üzemi eredmény átlagosan 50%-át a feldolgozóipar, 33%-át pedig a szolgáltatóágazatok adták. Az ábrán nem szereplő Mezőgazdaság, illetve Bányászat ágazatok a teljes nem pénzügyi vállalati szektor eredményének csupán 5%-át teszik ki.

<sup>55</sup> A *Kereskedelem, javítás* a teljes szolgáltatószektor üzemi eredményének mintegy felét, a *Szállítás, raktározás, posta, távközlés* pedig 20%-át teszi ki.

<sup>56</sup> Az ágazat értékelésekor figyelembe kell venni, hogy nagy részben hatósági árszabályozás körébe tartozó tevékenységről van szó, így a piaci folyamatok hatását torzítják a mindenkorai kormányzat árdöntései.

A 2001-ben tapasztalt jelentős reálfelértékelődés és a 2002-ben tartósan felértékelődött árfolyam megkülönböztető eseménye volt e két évnek. Ezért annak eldöntéséhez, hogy a vállalati szektorban végbement differenciálódást magyarázhatja-e a vállalatok eltérő forintárfolyam-kitettsége, megvizsgáltuk az exportorientált vállalatok<sup>57</sup> és a hazai piacokon jelen lévők jövedelmezőségét.

### Exportőrök és nem exportőrök jövedelmezősége

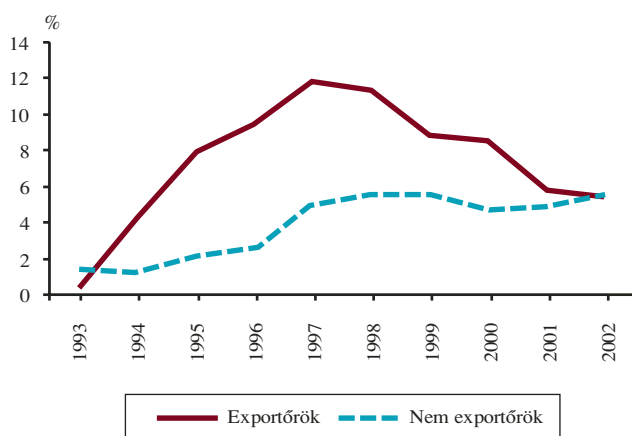
Jól látható, hogy az exportőrök a vizsgált időszakban szinte végig profitábilisabbak voltak a nem exportőröknel (lásd III-7. ábra). Az export jövedelmezősége gyorsan javult a 90-es évek első felében, és 1997-ben, a gyorsuló EU-növekedés és az ebben a két évben folyamatosan csökkenő olajár idején érte el csúcspontját. Ebben a nemzetközi konjunktúra mellett azonban fontos szerepe volt annak is, hogy a közvetlen tőkebefektetések mértéke is ebben az időszakban, 1997–1998-ban érte el csúcspontját.

A vállalatcsoport jövedelmezőségének ezt követő csökkenése vélhetően összefüggésben volt az orosz válság elhúzódó hatásaival, hiszen ebben az időszakban még jelentősebb volt az oroszországi export aránya. Az exportőrök és a hazai piacot megcélzó vállalatok közötti különbség jelentősen csökkent 2001-ben, a forint felértékelődésének idején. Mivel a felértékelődés 2001-ben egybeesett az EU növekedésének visszaesésével és a magyar exporttermékek iránti külső kereslet ezzel összefüggő lassulásával, e két tényezőnek az exportőrök jövedelmezőségére gyakorolt hatását nem tudjuk elkülöníteni.

Kedvező fejlemény, hogy az export profitabilitása 2002-ben, tartósan felértékelődött forintárfolyam mellett is jóval kisebb mértékben csökkent, mint a felértékelődés idején.

#### III-7. ábra

### A jövedelmezőség (ROA) alakulása az exportőrök és nem exportőrök esetében, 1993–2002



A két vállalatcsoport közötti különbségek felderítésében segít a különböző költségnemek és az üzemi eredmény, pontosabban az árbevétel-arányos költségnemek és az üzemi szintű profitmarzs változásának vizsgálata (lásd III-6. és III-7. táblázat). A 2002-es adatokból jól látható, hogy folytatódott a hazai orientációjú vállalatok profitmarzsának javulása. A javulás annak ellenére ment végbe, hogy az árbevételnél is dinamikusabban nőttek a személyi jellegű ráfordítások: a bérnövekedés önmagában egy százalékponttal rontotta az üzemi profitmarzsot. Az anyagjellegű ráfordítások kedvező alakulása azonban ellensúlyozta ezt a hatást. Ez azt jelentheti, hogy a tartósan felértékelődött forintárfolyam-szint a magas importhányaddal működő nem exportőrök anyagköltségét kedvezően befolyásolta.

Ha a tartósan felértékelődött forintárfolyamnak érzékelhető szerepe volt az exportjövedelmezőség romlásában, úgy ennek a forintban denominált költségelemek arányának növekedésében kellene jelentkeznie. Ezek közül a jelentősebbek a személyi jellegű ráfordítások, és az anyagjellegű ráfordításokból az igénybe vett anyagjellegű szolgáltatás, valamint az alvállalkozói teljesítmények értéke. Ugyanakkor a feldolgozóipar magas importhányada miatt az anyagjellegű ráfordításokon belül jelentős lehet a devizában denominált rész (anyagköltség), ezért a tartósan felértékelődött árfolyam e költségnemen keresztül pozitív hatást is gyakorolhat a jövedelmezőségre.

A III-6. táblázatból látható, hogy az exportprofitabilitás enyhe romlásának az árbevétel csökkenése volt az egyik oka. Az árbevétel visszaesése jól mutatja az elhúzódó nemzetközi dekonjunktúra jövedelmezőségre gyakorolt hatását. A másik ok a személyi jellegű ráfordítások alakulása volt. A vállalatcsoportban nem változott a bértömeg 2002-ben. Ez azonban nem azt jelenti, hogy a 2001-ben és 2002-ben tapasztalt béremelkedés hatása itt nem jelentkezett. Éppen ellenkezőleg: a dinamikus bérnövekedés hatására az exportőrök már 2001-ben elbocsátásokba kezdtek, és 2002-ben fokozták a leépítések mértékét (lásd III-8. ábra). Mindez azt eredményezte, hogy ez a költségnem egy százalékponttal járult hozzá a profitmarzs romlásához.

A másik jelentős költségnem, az anyagjellegű ráfordítások változása viszont pozitívan hatott az export jövedelmezőségére 2002-ben. Az anyagjellegű ráfordítások árbevételnél gyorsabb csökkenése azt eredményezte, hogy ez a költségnem 2 százalékponttal javította az exportőrök profitmarzsát. Ez azt jelentheti, hogy a tartósan felértékelődött forintárfolyamszint a magas importhányaddal működő exportőrök anyagköltségét kedvezően befolyásolta. A két legnagyobb költségkomponens ellentétes hatásának köszönhetően az exportőrök üzemi profitmarzsa, vagyis az üzemi szintű költséghatékonyság nem változott 2002-ben.

<sup>57</sup> Ide azokat a vállalatokat soroltuk, amelyek esetében az árbevételnek több mint 20%-a származik exportból.



**III-6. táblázat**

**Az exportőrök és nem exportőrök eredményének és költségnevei és eredményének változása**

Változás (2002/2001)	Üzemi eredmény	Nettó árbevétel	Anyagjellegű ráfordítások
Exportőrök	0,90	0,90	0,88
Nem exportőrök	1,23	1,07	1,05
	Személyi jellegű ráfordítások	Egyéb ráfordítások	Értékcsökkenés
Exportőrök	0,99	1,06	1,10
Nem exportőrök	1,13	1,03	1,13

**III-7. táblázat**

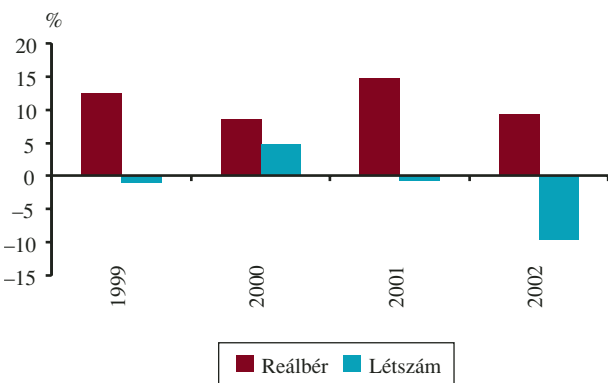
**Az egyes költségnevek hozzájárulása a profitmarzs változásához\***

Változás (százalékpont)	Profitmarzs	Anyagjellegű ráfordítások	Személyi jellegű ráfordítások	Egyéb ráfordítások	Értékcsökkenés
Exportőrök	0	2	-1	-1	-1
Nem exportőrök	1	2	-1	0	0

\* A kerekítések miatt az árbevétel-arányos tételek változásának összege nem feltétlenül eredményezi az árbevétel-arányos üzemi eredmény változást.

**III-8. ábra**

**A reálbér\* és az átlagos létszám változása az exportőrök esetében**



\* PPI-vel számított

**Jövedelmezőség a feldolgozóiparban**

Elemzésünk következő lépéseként megvizsgáltuk, hogy a jövedelmezőség hogyan alakult az egyes feldolgozóipari ágazatokban, és a profitabilitási helyzet változásai mely költségek változásaira vezethetők vissza. Ehhez először összevetettük a feldolgozóipari árbevétel és az üzemi eredmény alakulását. Az ágazati szintű adatokból kiderül, hogy a feldolgozóiparban a felértékelődést követően 2001-ben az értékesítési és az exportárbevétel növekedési üteme is csökkent (lásd III-8. táblázat). A tavalyi évben pedig az ágazat egésze már nem volt képes növelni árbevételét. Ugyanez mondható el az exportból származó bevételről is<sup>58</sup>.

**III-8. táblázat**

**Az üzemi eredmény, az árbevétel és az exportárbevétel növekedési ütemei MOL nélkül<sup>59</sup> (százalék)**

	Nettó árbevétel	Exportárbevétel	Üzemi eredmény
2000	24	27	23
2001	16	22	-15
2002	-5	-11	3

Az ágazati szintű adatok szerint (lásd III-9. táblázat) a feldolgozóipari árbevétel nominális értéke 2002-ben 5%-kal alacsonyabb volt, mint 2001-ben. Ebben jelentős szerepe volt annak, hogy az üzemi eredmény alapján legnagyobb súlyú gépiparban jelentősen esett az árbevétel. Mivel 2002 még a dekonjunktúra éve volt, a gépipari árbevétel csökkenése nem meglepő, hiszen a járműgyártás az egész világon az egyik legciklikusabb iparágnak számít.

A vállalatok output-oldali folyamatait megjelenítő árbevétel csökkenésével szemben az üzemi eredmény nem csökkent a feldolgozóiparban. A MOL nélkül számított feldolgozóipari üzemi eredmény a 2001-ben tapasztalt csökkenés után 2002-ben mérsékelten, de növekedett. A szerény növekedési ütem mögött az alágazatok teljesítményének differenciált alakulása húzódik meg.

Ahhoz, hogy a 2002-ben az árbevétel visszaesése ellenére enyhén javuló jövedelmezőség okait kiderítsük, megvizsgáltuk az egyes ágazatok profitmarzsának alakulását, valamint számszerűsítettük, hogy a különböző költségnevek milyen mértékben járultak hozzá a profitmarzs változásához 2002-ben (lásd III-10. táblázat).

<sup>58</sup> A tisztított adatok alapján némileg módosítjuk a feldolgozóiparban 2001-ben lezajlott folyamatokról alkotott képet. A 2002. decemberi Stabilitási jelentésben írottakhoz képest először egy kisebb, a textilipart érintő változást említünk. A textiliparban a végleges adatok alapján mind az árbevétel (3%), mind az exportárbevétel (8%) növekedése alacsonyabb volt 2001-ben (tavalyi eredményeink szerint 10% fölötti ütemben növekedtek). Az üzemi eredmény pedig a kismértékű növekedés helyett 3%-kal csökkent (7%-os növekedést mutatott). Módosítjuk a vegyiparra megfogalmazott tavalyi állításunkat is. Tavalyi elemzésünkben arról írtunk, hogy a vegyipar üzemi eredménye jelentősen lecsökkent 2001-ben. Ezzel szemben a MOL nélkül számított vegyipari eredmény 2001-ben megnyugtató ütemben, 9%-kal nőtt. Ezzel összefüggésben a teljes feldolgozóiparban megtermelt eredmény csökkenése is kisebb, 25% helyett 15%-os.

<sup>59</sup> A szokatlanul alacsony és negatív, rendellenes megfigyelésnek számító 2001-es MOL-eredmény hatására szokatlanul alacsony volt a 2001-es vegyipari eredmény, amit 2002-ben egy „normális” MOL-eredmény és vegyipari teljesítmény követ. Emiatt a MOL-lal számított 2002-es vegyipari növekedési ütem 28%-os.

**III-9. táblázat****Feldolgozóipari ágazatok árbevétele és üzemi eredménye** (változás, 2002/2001)

	Nettó árbevétel	Export-árbevétel	Üzemi eredmény	Súly a feldolgozóipari eredményben (% , átlag 1992–2002)
Élelmiszer	1,04	0,98	1,20	15
Textil	0,93	0,89	0,67	3
Papír	0,99	0,89	1,00	5
Vegyipar	1,01	1,04	2,69	17
Nemfém ásványi termék gyártása	1,07	1,01	1,03	5
Kohászat, fémalapanyaggyártás és fémfeldolgozás	1,01	0,99	0,73	13
Gépipar	0,88	0,84	1,13	40
Máshová nem sorolt feldolgozóipar	0,95	0,79	1,10	2
<b>Feldolgozóipar</b>	<b>0,96</b>	<b>0,89</b>	<b>1,28</b>	
Vegyipar MOL nélkül	1,03	1,06	0,96	
<b>Feldolgozóipar MOL nélkül</b>	<b>0,95</b>	<b>0,89</b>	<b>1,03</b>	

Ha az eredménykomponensek adatait összevetjük a jövedelmezőségi adatokkal, jól látható, hogy az egyik jelentős költségem, a személyi jellegű ráfordítások szinte minden minden ágazatban rontotta a profitabilitást. A bérdinamika leginkább a textiliparban éreztette hatását. Ez nem meglepő fejlemény, hiszen a többi ágazathoz képest a textiliparban a legmagasabb (30%) a bérjellegű költségek aránya az árbevételben (lásd III-11. táblázat). A negatív hatást fokozta a felértékelődés, valamint az elhúzódozó nemzetközi dekonjunkció, hiszen a textilipar az exportárbevétel alapján a legin-

kább exportorientált ágazatok közé tartozik (lásd III-9. ábra).

A vállalatok költség szerkezetében legnagyobb súlyt képviselő elem, az anyagjellegű ráfordítások – pontosabban annak aránya a nettó árbevételben – a textilipart kivéve viszont minden ágazatban javította a jövedelmezőséget. Legnagyobb hatása a legnagyobb exportárbevétel-arányt produkáló gépiparban volt. A gépiparban az átlagosnál gyorsabban csökkent mind az export-, mind a bel-földi értékesítés árbevétele, ugyanakkor az ágazat eredménye növekedett. Az eredmény növekedése egyértelműen az anyagjellegű ráfordítások 4 százalékpontos kedvező irányú változásának tulajdonítható.

A gépiparban és az élelmiszeriparban az árbevétel-arányos anyagjellegű ráfordítások csökkenése az anyagköltségek és az eladott áruk beszerzési értékének kedvező változására vezethető vissza. E két költség típus a vállalat azon inputköltségeit tartalmazza, amelyre közvetlen kedvező hatást gyakorolhat a forint árfolyamának felértékelődése, vagyis az importtal összefüggő anyagköltségeket. Mivel a két iparág nyersanyagainak nagy része importból származik, a forintfelértékelődés kedvező hatását nem lehet kizárni.

Az előbb tárgyalt főbb költség nemeken kívüli komponensek közül az aktivált saját teljesítmények árbevétel-arányos értékéhez lehet közgazdasági tartalmat rendelni. Ez tartalmazza ugyanis a saját termelésű készletek állományváltozását. A rendelkezésre álló adatok azt mutatják, hogy néhány ágazatban az aktivált saját teljesítmények értékének változása eredményrontó hatású volt, ami arra utalhat, hogy a romló növekedési kilátásokhoz alkalmazkodtak a vállalatok: csökkentették a saját termelésű készletek állományát. Ez azonban a kisebb súlyt képviselő ágazatokra volt jellemző, így a feldolgo-

**III-10. táblázat****Az üzemi eredmény komponenseinek hozzájárulása a profitmarzs változásához**

(változás 2002–2001, százalékpont)\*

Változás (2002–2001)	Anyagjellegű ráfordítások	Személyi jellegű ráfordítások	Aktivált saját teljesítmények értéke	Egyéb ráfordítások	Értékcsökkenés	Egyéb bevételek	Profitmarzs
Élelmiszer	3	-1	-1	-1	0	1	1
Textil	0	-1	-1	0	0	2	-1
Papír	1	-1	0	0	0	0	0
Vegyipar	4	0	-1	2	0	0	4
Nemfém ásványi termék gyártása	1	0	-1	1	0	-1	0
Kohászat, fémalapanyaggyártás és fémfeldolgozás	1	-1	-1	0	0	0	-1
Gépipar	4	-1	0	-1	-1	1	1
Máshová nem sorolt feldolgozóipar	1	-1	0	1	0	-1	1
Vegyipar MOL nélkül	1	-1	0	1	0	-1	-1
<b>Feldolgozóipar MOL nélkül</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>

\* A kerekítések miatt az árbevétel-arányos tételek változásának összege nem feltétlenül eredményezi a profitmarzs, vagyis az árbevétel-arányos üzemi eredmény változását.

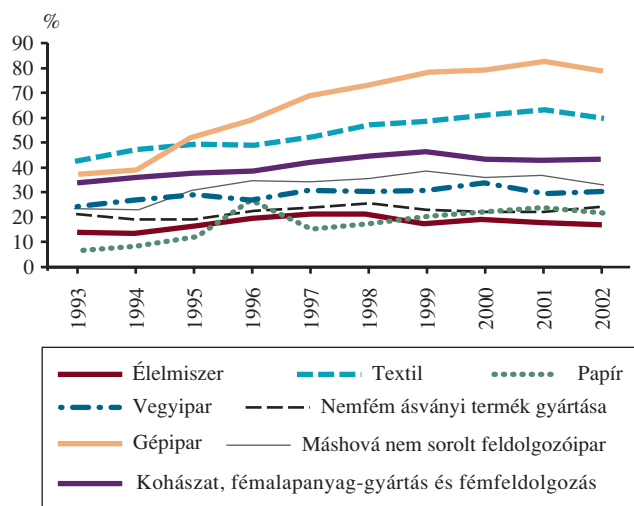
**III-11. táblázat**

**Az anyagjellegű és a személyi jellegű ráfordítások átlagos aránya az árbevételben<sup>60</sup> (1992–2002) (%)**

	Anyagjellegű ráfordítások	Személyi jellegű ráfordítások
Élelmiszer	79	11
Textil	60	30
Papír	68	16
Vegyipar	67	10
Nemfém ásványi termék gyártása	62	19
Kohászat, fémalapanyag-gyártás és fémfeldolgozás	72	15
Gépipar	74	14
Máshová nem sorolt feldolgozóipar	70	20

**III-9. ábra**

**A feldolgozóipari ágazatok exportárbevételének aránya a nettó árbevételben (1993–2002)**



zóipar egészének jövedelmezőségét tekintve ez a komponens semleges maradt 2001 és 2002 között.

**ELADÓSODOTSÁG**

A nem pénzügyi vállalati szektor eladósodottságával kapcsolatos folyamatokat az idegen tőke/összes tőke mutató, a tőkeáttétel segítségével elemezzük.

A vállalati tőkeáttétel növekedésének elvileg legnyilvánvalóbb forrása a vállalati beruházási aktivitás fokozódása. A vállalatok általában idegen forrásból, leggyakrabban bankhitelből finanszírozzák beruházásaikat, hiszen egyrészt a részvénykibocsátásból történő finanszírozás jóval drágább, másrészt a szabad saját források rendszerint nem fedezik a finanszírozási szükségletet. A szektor egészének tőkeáttétel-növekedése 1997–1999 között volt a leggyorsabb (lásd III-10. ábra). Ez nem meglepő fejle-

mény, hiszen ezt az időszakot általános fellendülés jellemezte, ami éreztette hatását az egész vállalati szektorban is: ezekben az években volt a legdinamikusabb a vállalati beruházások növekedése. Ezt mutatják az ágazati szintű adatok is: a III-11. ábrából jól látszik, hogy 1997–1999-ben minden ágazatban nőtt az idegen tőke aránya.

Az utolsó két évet vizsgálva elmondható, hogy a szektor tőkeáttétele nem nőtt tovább, sőt, 2002-ben éppen séggel enyhén mérséklődött az eladósodottság. Ezt magyarázza, hogy a vállalatok az elhúzódó dekonjunktúrában tartózkodtak az újabb beruházásoktól és az újabb hitelek felvételétől, így ebben az évben a szektor egésze nettó megtakarító pozícióban volt.

**III-10. ábra**

**A nem pénzügyi vállalatok tőkeáttétele**

(idegen tőke/összes tőke, 1994–2002)



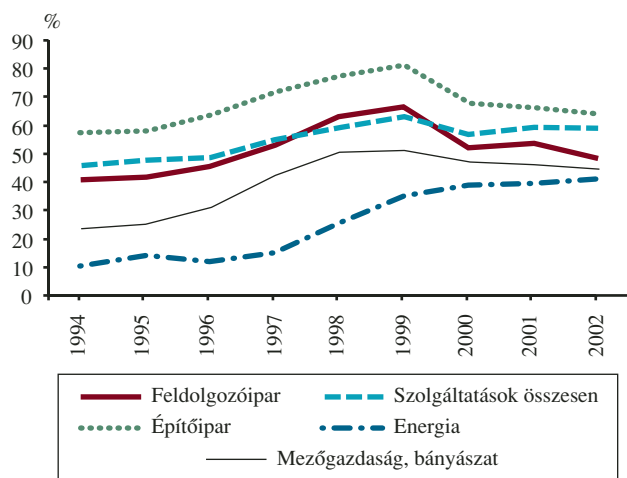
A részletes adatok azt mutatják, hogy 2002-ben az egyes ágazatokban eltérően változott az eladósodottság. Az aggregált tőkeáttétel enyhe csökkenése elsősorban a feldolgozóipari vállalatoknak tulajdonítható. Ez azt jelezheti, hogy e cégek jelentős része a gazdasági lassuláshoz alkalmazkodva módosította pénzügyi szerkezetét azért, hogy a kisebb jövedelemből fizetni tudja hiteleit. Az építőipari tőkeáttétel kismértékű csökkenése első látásra furcsának tűnhet. Az utolsó két évben annak ellenére nem nőtt az ágazat eladósodottsága, hogy rendkívül aktív volt az építőipar. Ez azonban nem jelenti azt, hogy az építőipar ne vont volna be idegen forrást. Sokkal inkább arról van szó, hogy a vállalatok utóbbi két évben növekvő eredménye egyidejűleg fokozta a tőkeerőt.

A szolgáltatóágazatok eladósodottsága némileg nőtt 2001–2002-ben. Ebben kulcsszerepet játszott, hogy a szolgáltatásokra fordított fogyasztási kiadások gyorsabban nőttek, mint az aggregált fogyasztás. A fogyasztás-növekedés forrása pedig a bérdinamika volt, hiszen a bérnövekedés 1991 óta nem volt olyan gyors, mint ebben a két évben. A szolgáltatók eladósodottsága a növekvő tendencia ellenére az időszak átlagához képest

<sup>60</sup> A többi költségem aránya a vizsgált időszakban 3–7% körül ingadozott.

## III-11. ábra

Ágazati tőkeáttétel-mutatók (1994–2002)

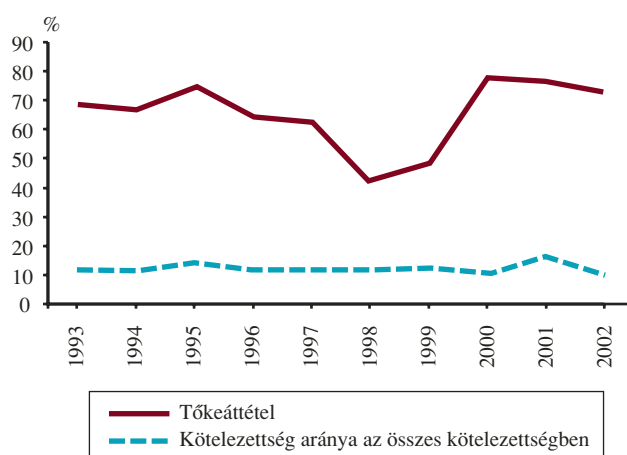


nem mondható magasnak. Ugyanakkor 2003–2004-ben a fogyasztás dinamikájának jelentős lassulását várjuk, ami miatt visszaeshet a szolgáltatások jövedelme. Ha a szolgáltatások pénzügyi szerkezetben ehhez nem lesznek képesek alkalmazkodni, a tőkeáttétel további növekedése stabilitási problémát okozhat a jövőben.

Stabilitási szempontból érdeklődésre tarthat számot a rossz jövedelmezőségű vállalatok tőkeáttételének alakulása. A ROA alapján legkevésbé jövedelmező vállalatok (az alsó 20%) átlagos tőkeáttétele jóval magasabb, mint a teljes vállalati szektoré (lásd III-12. ábra).

## III-12. ábra

A legrosszabb jövedelmezőségű vállalatok tőkeáttétele és összes kötelezettségük súlya a teljes szektor kötelezettségeiben (1993–2002)



A csoport magasabb tőkeáttétele azonban nem azt jelenti, hogy itt intenzívebb az idegenforrás-bevonás. Az aggregált jövedelmezőség bemutatásánál láttuk, hogy ez a kör a vizsgált időszak egészében veszteséget pro-

dukált. Ezért a magasabb tőkeáttétel sokkal inkább arra utal, hogy ezek a vállalkozások jellemzően idegen forrásból finanszírozzák a veszteséget. Mindez azonban nem jelenti azt, hogy egy magyar vállalkozás éveken keresztül maradni a piaci versenyben anélkül, hogy nyereséget termelne. Mintánk változó összetétele azt mutatja, hogy a vizsgált időszakban számos vállalat szűnt meg évente: 1992–2002 között évente és átlagosan a vállalatok 10-15%-a nem működött tovább. Jól látható ugyanakkor, hogy 1998-ban, amikor csúcsponton volt a vállalati profitabilitás, a legkevésbé jövedelmező vállalati kör is számottevően növelte saját tőkéjét. A vállalatok alsó 20%-a a teljes szektor kötelezettségállományából ennél az aránynál kevesebbet, mintegy 10-15%-ot képvisel, ami azt jelzi, hogy a legkevésbé rentábilisak között többségben vannak a kisebb vállalatok.

Az idegen tőke/összes tőke arány flow-megfelelője a kamatfedezeti mutató.

Kamatfedezet = Szokásos vállalkozási eredmény<sup>61</sup>/Fizetett kamatok és kamatjellegű kifizetések

A kamatfedezeti mutató azt mutatja, hogy a vállalat szokásos működése során megtermelt jövedelem milyen mértékben fedezi a kamatkötelezettségeket. A kamatfedezet változását elvileg a jövedelmezőség, a vállalati kamatok szintje és a tőkeáttétel változása együttesen befolyásolja.

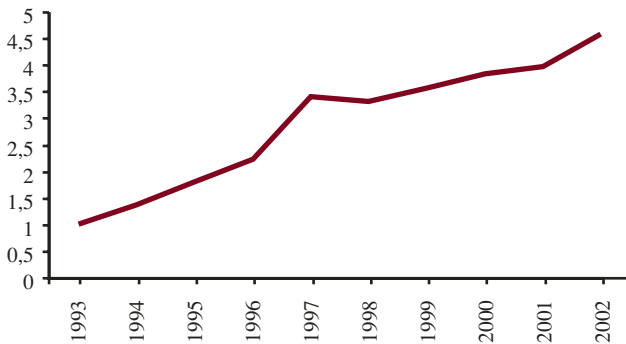
Ezek közül a magyar vállalatok esetében a jövedelmezőség és a kamatköltség hatása volt meghatározó. A kamatfedezet 1992–2002 között folyamatosan nőtt (lásd III-13. ábra). 1998-ig az aggregált jövedelmezőség javulása pozitív hatást gyakorolt a kamatfedezetre, amit erősített az 1995 óta folyamatosan csökkenő kamatszint (lásd III-14. ábra). Ezt követően azonban a kamatszint csökkenése dominál, hiszen a 90-es évek végétől romlott a teljes vállalati szektor profitabilitása.

A részletes adatok arra utalnak, hogy a jövedelmezőség és a kamatszint dominanciája némileg eltért az egyes ágazatok (lásd III-14. ábra és III-12. táblázat) és 2001–2002 között. A jelenleg húzóágazatnak számító szolgáltatások kamatfedezét jövedelmezőségi és kamatoldalról is pozitív hatások érték ebben a két évben. Hasonlóan, az építőiparban annak ellenére javul évek óta a kamatfedezet, hogy ez az ágazat van a leginkább eladósodva. Ezt jól magyarázza, hogy az építőipari vállalatok profitabilitása folyamatosan javuló tendenciát mutat, és az ágazat jövedelemtermelő képessége csúcsponton volt 2001-ben és 2002-ben. Az energiaágazatban a kamatfedezet 2002-es romlása a jövedelmezőség rosszabbodása mellett arra vezethető vissza, hogy ebben az évben a tőkeáttétel növekedése miatt nőtt az ágazat aggregált kamatterhe. Ezzel szemben a kamatszint mér-

<sup>61</sup> Szokásos vállalkozási eredmény = Adózás és kamatfizetés előtti eredmény.

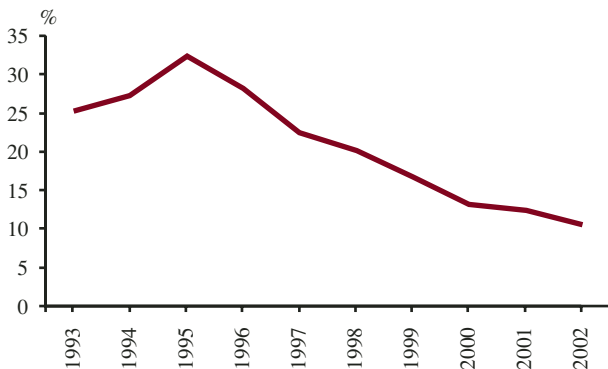
**III-13. ábra**

Aggregált kamatfedezet (1993–2002)



**III-14. ábra**

Éven túli lejáratú súlyozott átlagos vállalati hitelkamat (1993–2002)



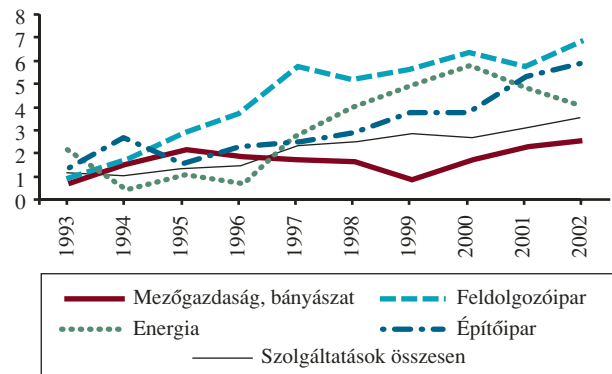
séklődésének pozitív hatását a feldolgozóiparban 2001-ben elnyomta a romló jövedelmezőség. Az aggregált helyzet 2002-es további javulásában viszont döntő szerepe volt annak, hogy a teljesítmény javulása mellett ismét csökkent a feldolgozóipar egészének kamatterhe.

A tőkeáttétellel kapcsolatban pénzügyi stabilitási szempontból azok a vállalatok tekinthetők a leginkább veszélyeztetettnek, amelyeknek a szokásos vállalati működésből származó pénzáramlásai nem fedezik a kamatkidásaikat. Ezekben az esetekben a vállalat ugyanis csak újabb külső forrás igénybevételével tudná finanszírozni kamatkötelezettségeit, ami hosszú távon nem fenntartható, és fizetéseképtelenséghez vezet. Ezért stabilitási szempontból fontos figyelemmel kísérni azokat a vállalatokat, amelyeknek a kamatfedezeti mutatója kisebb, mint 1.

Erről a csoportról elmondható, hogy tőkeáttételük az aggregálnál gyorsabban nőtt a vizsgált időszakban, aminek következtében 2001–2002-ben az eladósodottság szintje jelentősen meghaladta a vállalatok átlagát (lásd III-16. ábra). Ezek jellemzően veszteséget ter-

**III-15. ábra**

Ágazati kamatfedezet-mutatók (1993–2002)



**III-12. táblázat**

A kamatfedezeti mutató komponenseinek változása az előző évhez képest az egyes ágazatokban (2001 és 2002, változás)

Változás (év/év)	Mezőgazdaság, bányászat	Feldolgozóipar	Energia	Építőipar	Szolgáltatások összesen
<b>Szokásos vállalkozási eredmény</b>					
2001	1,29	0,92	0,79	1,65	1,23
2002	1,01	1,18	0,93	1,12	1,16
<b>Kamatjellegű kifizetések</b>					
2001	0,93	1,03	0,93	1,18	1,05
2002	0,95	0,98	1,10	0,99	1,00
<b>Eredő hatás</b>					
2001	1,39	0,90	0,84	1,40	1,17
2002	1,07	1,20	0,85	1,13	1,16

meltek<sup>62</sup>. Súlyuk az összes vállalaton belül stabilan mintegy 15% volt a 90-es évek második felében.

A veszélyeztetett kör vállalatainak átlagosan mintegy 20%-a kerül ki a mintából a rá következő évben, ami azt jelentheti, hogy a kamatfizetéshez kapcsolódó pénzügyi nehézségek miatt a teljes vállalati szektor mintegy 3%-a esik ki a versenyből évről évre. Az egész időszak átlagában a veszélyeztetett vállalatoknak 40%-a marad további egy évig veszélyeztetett. Mindez azt jelenti, hogy nincs jelentős perzisztencia ebben a csoportban, hiszen a veszélyeztetettek fennmaradó 40%-a egyik évről a másikra kilábal a pénzügyi nehézségekből.

Stabilitási szempontból egyrészt kedvező, hogy ezen vállalatok jelentős része úrrá tud lenni átmeneti pénz-

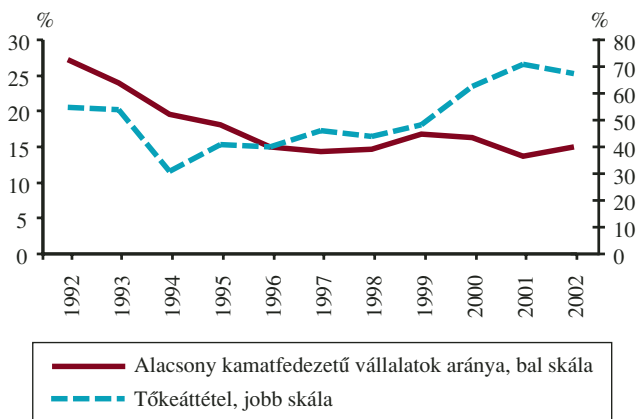
<sup>62</sup> Kamatfedezeti mutatójuk emiatt negatív.



ügyi problémáin. Ugyanakkor az alkalmazkodás nehézségeire utal, hogy mivel a tartós nehézségekkel küzdő vállalatok aránya ebben a csoportban stabil – 40% körüli –, egy adott évben a legrosszabbak között jelentős azon vállalatok aránya, amelyeknek korábban nem voltak pénzügyi problémái. Mindez az arányok stabilitása ellenére azt jelenti, hogy a veszélyeztetett vállalatok köre évről évre jelentősen változik.

**III-16. ábra**

**A legalacsonyabb kamatfedezetű\* vállalatok súlya és tőkeáttétele (1993–2002)**



\* Ahol a kamatfedezeti mutató 1-nél kisebb.

**LIKVIDITÁS**

Ha egy vállalat nagyon el van adósodva, és az eszközeinek értéke gyorsan csökken, könnyen előfordulhat, hogy a likvid eszközök sem fedezik a folyó kötelezettségeket, akkor sem, ha ezeknek nagy az aránya. Ugyanakkor normális működés mellett a fizetéképtelenség kockázatát számottevően csökkenti, ha a vállalat növeli a könnyen és gyorsan pénzzé tehető eszközök arányát a mérlegben.

A vállalatok likviditásának elemzésére a likviditási gyorsrátát és a szűkebb pénzhányadmutatót használtuk. A mutatók azt mérik, hogy a likvid eszközök milyen mértékben fedezik a rövid kötelezettségeket.

Likviditási gyorsráta = (Követelések + Értékpapírok + Pénzeszközök)/Rövid lejáratú kötelezettségek<sup>63</sup>.

Pénzhányad = (Értékpapírok + Pénzeszközök)/Rövid lejáratú kötelezettségek.

Az aggregált likviditási gyorsráta azt mutatja, hogy a szektor egészének likviditási pozíciója tovább javult 2002-ben, bár a könnyen pénzzé tehető eszközök a rövid kötelezettségek mintegy 90%-ának finanszírozására voltak elegendők (lásd III-17. ábra).

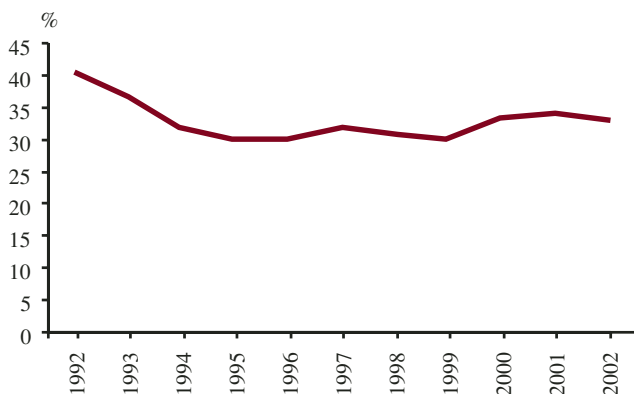
**III-17. ábra**

**Likviditási gyorsráta a vállalati szektorban (1992–2002)**



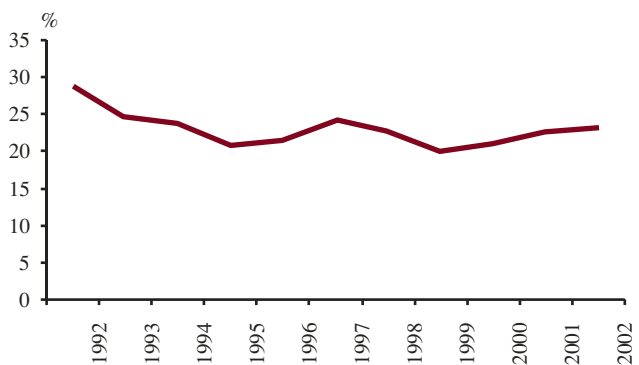
**III-18. ábra**

**A likviditási gyorsráta eloszlásának alsó kvintilise (1992–2002)**



**III-19. ábra**

**A pénzhányad eloszlásának mediánja (1992–2002)**



<sup>63</sup> Rövid lejáratú kötelezettségek: Rövid lejáratú kölcsönök, Rövid lejáratú hitelek, Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból, Tulajdonosokkal szembeni kötelezettségek, Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek.

Az aggregált helyzetről mondottakkal szemben azonban kedvezőtlen fejlemény, hogy 2002-ben nem javult a legrosszabb likviditású vállalatok, a gyorsráta alapján vett alsó 20% pozíciója (lásd III-18. ábra). Egy csődhelyzetben a gyorsan likvidálható eszközök segítségével ebben a csoportban a rövid kötelezettségek csak mintegy harmadát lehetne kielégíteni.

Hasonló következtetés adódik, ha csak a pénzeszközöket és az értékpapírokat vesszük figyelembe a számlálóban (pénzhányad). A pénzhányadmutató szerint egy tipikus magyar vállalat házipénztár- és értékpapír-állománya együttesen a rövid lejáratú kötelezettségek 20-25%-át fedezi. Ez azonban nemzetközi összehasonlításban nem tekinthető alacsonynak.<sup>64</sup>

---

<sup>64</sup> Ez a mutató Nagy-Britanniában 20% körüli volt a 90-es évek második felében. (Bank of England Financial Stability Review, 2000. június, 88. oldal 6. ábra.)



## **IV. TANULMÁNYOK**



## IV. 1. CSÁVÁS CSABA–KÓCZÁN GERGELY: A SZÁRMAZÉKOS FORINTPIAC FEJLŐDÉSE ÉS HATÁSA A PÉNZÜGYI STABILITÁSRA

### BEVEZETÉS

A 2001. május 4-i sávszélesítés, majd az azt követő liberalizáció meghatározó változásokat eredményezett a magyar devizapiacra. Ezek árfolyam-alakulásra és a piaci szereplők magatartására gyakorolt hatását különösen az elmúlt szűk egy évben tapasztalhattuk, amikor is igen erősen megnőtt a rövid távú spekulációra vagy kockázatkezelésre használható devizapiaci derivatívák<sup>65</sup> állománya, forgalma és forintpiacra kifejtett hatása.

2001 júniusa előtt a belföldi és külföldi piaci szereplők forint-deviza viszonylatú, derivatív jellegű tranzakcióit a magyar szabályozás igen erőteljesen korlátozta.<sup>66</sup> A 2001. júniusi devizapiaci liberalizáció e korlátokat a széles árfolyamsáv követelményeinek megfelelően megszüntette. Ennek hatására azonnali élénkülés volt megfigyelhető a szóban forgó piacokon. A markáns növekedés leginkább az FX-swap ügyletek forgalmának emelkedésében öltött testet. A forintswappiac mérete folyamatosan bővült, jelenleg ez a forint-deviza piac leglikvidebb szegmense, átlagos napi forgalma a spotpiac többszöröse.

A sávszélesítés egy másik, volumenében kisebb jelentőségű, azonban információtartalmát tekintve a monetáris politika számára kulcsfontosságú piaci szegmens élénkülését is magával hozta. A forint-deviza opciók lehetőséget biztosítanak a piaci szereplőknek arra, hogy (nyitott árfolyam-pozíció vállalásán túl) a széles sávban megnőtt jelentőségű árfolyam-volatilitás alakulására fogadjanak, azzal kereskedjenek. E piac alakulása olyan információkat hordoz a monetáris politikai döntéshozók számára, melyek az opciókat az alacsonyabb likviditás ellenére is a figyelem középpontjába helyezik.

Az FX-swapok és a devizaopciók közös vonása, hogy az elmúlt egy-másfél év forintpiaci turbulenciáit közvetlenül megelőzően, illetve azt követően forgalmuk jelentősen

megnőtt. E megfigyelés és egyéb piaci információk alapján azt állíthatjuk, hogy e két derivatíva a forintpiacon meghatározó külföldi szereplők részéről a forint árfolyamára vagy volatilitására irányuló spekuláció fő eszköze lett.

Jelen tanulmány célja ezért elsősorban annak a vizsgálata, hogy a derivatívák használata a hazai bankrendszer számára jelent-e kockázatokat, a származékos termékek mérlegen kívül szerepeltetése hogyan befolyásolja a bankok nyitott pozícióit és ezen keresztül a bankrendszer stabilitását. Emellett bemutatjuk e két devizapiaci szegmensnek a forintpiac struktúrájának átalakulásában játszott kiemelkedő szerepét és ennek indokait.

Először technikai szempontból mutatjuk be az FX-swapokat és a devizaopciókat, majd jellemezzük a forintpiac sávszélesítés és liberalizáció óta bekövetkezett szerkezeti változását a derivatív ügyletek szerepére fókuszálva, valamint leíró jelleggel bemutatjuk a forintpiaci turbulenciák idején játszott szerepüket. Ezután megvizsgáljuk, hogy a monetáris politika hogyan tudja használni az e piacokból nyerhető információkat, illetve hogy hogyan hat a kamatpolitika e piacok áraira. Végezetül a pénzügyi stabilitási következményekkel foglalkozunk, külön kitérve a bankrendszer által vállalt nyitott pozíciókra és az árfolyam volatilitására gyakorolt hatásukra.

### AZ FX-SWAP ÉS A DEVIZAOPCIÓN

#### FX-swap ügyletek

A swapügyletek jelen- és jövőbeli pénzáramlások cseréjét jelentik. Ezen belül a devizaswapok két különböző devizában denominált pénzáramlás „elcserélését” eredményezik a két fél között. Ezek legegyszerűbb formája az ún. FX-swap.<sup>67</sup>

Az FX-swap egy kétlábú deviza-csereügylet, melynek keretében a két fél két különböző devizanemben denomi-

<sup>65</sup> Származékos termék (derivatíva): olyan ügylet, amelynek értéke más, a derivatíva alapjául szolgáló termék – ebben az esetben deviza – árfolyamának alakulásától függ.

<sup>66</sup> A belföldi szereplők külföldi befektetőkkel – részvény és részvényindex kivételével – egyáltalán nem köthettek derivatív ügyletet, s ez a külföldiek egymás közti forint derivatív ügyleteinek leszállításos elszámolását is jelentősen megnehezítette. Így a belföldiek „mérleg alatti” tevékenysége a hazai bankrendszerrel kötött határidős ügyletekben merült ki, míg a külföldi szereplők (londoni központtal) a nem leszállításos határidős piacot (non-deliverable forward, NDF) használhatták egymás közti tranzakcióikban.

<sup>67</sup> Sajnos az „FX-swap” kifejezésnek nincs pontos magyar megfelelője, mivel a devizaswap megjelölést általában a több pénzáramlás elcserélésére szolgáló swapokra (angolul „currency swap”) való utalásként, gyűjtőnévként használjuk. A továbbiakban swap alatt az FX-swapot értjük.

nált pénzüsszeget elcserél, és egyúttal megállapodnak ezek egy rögzített áron és időpontban (lejáratkor) történő visszacszerelésében. A swap tehát lényegét tekintve nem más, mint egy azonnali konverzió és egy azzal egy időpontban megkötött ellentétes irányú határidős ügylet. Ez azt jelenti, hogy a swap két oldalán álló felek egy adott pillanatban megveszik és el is adják a szóban forgó devizákat, így devizapozíciókat nem nyitnak, nem hozzák magukat olyan helyzetbe, hogy a két deviza (kereszt-)árfolyamának elmozdulása nyereséget vagy veszteséget okozhasson nekik.

Az FX-swap ügyleteket a szakirodalom a határidős ügyletek közé sorolja, azonban az „igazi” (outright) határidős ügyletektől két alapvető szempontból különböznek: 1. már a jelenben (a spotláb elszámolási napján) pénzáramlással járnak – 2. nem nyitnak devizapozíciót (a spotláb iránya ellentétes és azonos összegű a forward-láb irányával). A swap úgy is tekinthető, mint egy devizafedezet mellett felvett/nyújtott hitel (devizarepó), amelynek piaca általában nagyon likvid<sup>68</sup>, ezért a devizapiacra aktív banki treasury-k fontos finanszírozási eszköze.<sup>69</sup>

### Az FX-swap ügylethez kapcsolódó fontosabb pénzügyi stratégiák

#### *FX-swappal finanszírozott eszköz megszerzése*

Automatikusan fedezett devizaeszköz-befektetés úgy, hogy a vevő köt egy FX-swapot, melynek spotlábán ő a szóban forgó devizát kapja, és ezt egy eszközbe (pl. állampapírba) fekteti. A befektetés árfolyamkockázatát a swap forward-lába (automatikusan) fedezi, devizapozíció nyitására nem kerül sor. A megszerzett eszköz nettó hozamát (kamatkülönbséget) ellensúlyozza a swap implikált hozama, melyet a vevő fizet, és szintén a kamatkülönbséget felel meg. Az ügyletek végrehajtásának indoka ez esetben kamatpozíció nyitása lehet. Ha a swap lejáratára és a megszerzett eszköz lejáratára nem egyezik meg, a hozamgörbe elmozdulása esetén az eszköz- és forrásoldal eltérő futamidejéből eredő kamatkitettségből származhat profit vagy veszteség.

#### *FX-swappal finanszírozott spot devizapozíció felvétele (szintetikus határidős pozíció)*

Ennek keretében az elsősorban devizapozíciót felvenni kívánó szereplő (jellemzően egy spekuláns) pozíció nyi-

tására a sima határidősnél (outright forward) likvidebb spotpiacot használja, azonban, mivel a kérdéses devizában eszközt nem kíván szerezni (nem akar mérlegében változást látni), köt egy ezt finanszírozó swapügyletet is, melynek spotlábja ellentétes irányú az eredeti spotügylettel. Így nettó pozíciója a swap forward-lábjára korlátozódik, mely tehát az eredeti spotügylettel (a kívánt pozíciónyitási iránnyal) megegyező irányú, míg a spotlábban nincs pénzmozgás, mérlege változatlan. Ez tulajdonképpen egy szintetikus határidős ügylet létrehozását jelenti. E taktikának az előnye a sima határidős (outright forward) ügylettel szemben, hogy a swappiac sokkal likvidebb és sokkal rugalmasabb a lejáratok tekintetében. A pozíció lezárása vagy egy ugyanilyen, de ellentétes irányú tranzakciópárral (spot + swap), vagy pusztán egy a pozícióval ellentétes irányú spotügylettel és az eredeti swap kifuttatásával (lejárni hagyásával) történhet<sup>70</sup>. E taktikának az előnye nem pusztán a nagyobb likviditásban és a mérleg megkímélésében rejlik, hanem abban is, hogy gyakorlatilag tetszés szerint „beállítható” az így létrehozott szintetikus határidős pozíció futamideje, azaz a devizapozícióval vállalt kamatkitettség mértéke. A piac igen nagy likviditása miatt a pozíció tetszés szerint újítható meg, vagy zárható le a kívánt pillanatban<sup>71</sup>.

### Devizaopciós ügyletek

A devizaopciók egy adott devizára szóló vételi, illetve eladási jogot jelentenek egy jövőbeli időpontra vonatkozóan, a felek által előre meghatározott, rögzített árfolyamon (kötési vagy lehívási árfolyam). Az opció tulajdonosának e jog ellenében az opciós díjat kell megfizetnie az ügylet megkötésekor. Vételi opciók esetén annál nagyobb a nyereség, minél erősebb a vett deviza a kötési árfolyamhoz képest, a veszteség viszont a már kifizetett opciós díjra korlátozódik. Eladási opcióknál ellenkező irányú árfolyamváltozás hoz nyereséget, de a veszteség az opció tulajdonosa számára itt is korlátozott.

A tőzsdén kívüli piacokon az opciók jegyzése standardizált formában történik. Kötési árfolyamuk bármekkora lehet, azonban a leggyakoribbak az úgynevezett ATM opciók. Más opcióktól abban különböznek, hogy kötési árfolyamuk az azonos lejáratú forward-árfolyammal egyezik meg, így az opciók kifizetése lejáratkor akkor lesz nulla, ha a spotárfolyam éppen a kötési árfolyam.<sup>72</sup>

Opciók díjak helyett legtöbbször csak az implikált (viszszaszámolt) volatilitásokat jegyzik, éven belüli lejáratok-

<sup>68</sup> Magyarországon pl. sokkal likvidebb a nem fedezett hitelek piacánál.

<sup>69</sup> A swapügylet mérleget érintő és mérleg alatti hatását szemléletesen bemutató ábrákat lásd a Mellékletben.

<sup>70</sup> Természetesen elméletileg előfordulhat, hogy a lezárás ez esetben nem spot, hanem egy megfelelő lejáratú sima határidős (outright forward) ügylet megkötésével történik, azonban ez jóval ritkább.

<sup>71</sup> E taktika legjellemzőbb használati módja az ún. „tom/next görgetés” („tom/next rollover”), amely egy egynapos szintetikus határidős pozíciót hoz létre, melynek kamatkitettsége minimális, gyakorlatilag csak árfolyamkitettséget (devizapozíciót) jelent. A következő napon egy újabb egynapos swap kötésével annak spotlábja éppen finanszírozza az elsőnek a forward-lábját. A mindennap megújított tom/next swappal a szintetikus egynapos határidős ügylet tetszőleges ideig görgethető.

<sup>72</sup> Ezen opciók elnevezése valójában ATMF (forwardon At-The-Money) opció, de a továbbiakban az egyszerűség kedvéért az ATM opció elnevezést használjuk.

ra, amelyek éves szinten, százalékban mérve fejezik ki az árfolyamváltozás jövőben várt szórását. Az opciós díjat befolyásoló egyetlen tényező, amely az opciók megkötésekor nem ismert, az az árfolyam jövőbeli volatilitása. Tehát ez az a változó, amely a piac értékítéletétől függ, és ami az opciós piacon egyensúlyba hozza a keresletet a kínálattal.

Az ATM opciók árazásának egyik feltételezése, hogy az opció lejáratakor az árfolyam várható értéke a forward-árfolyam lesz, vagyis az árfolyamváltozás várható értéke a kamatkülönbözettel egyezik meg. Az implikált volatilitás ehhez viszonyítva méri a hozamok (árfolyamváltozások) szóródását, szimmetrikus eloszlást feltételezve.

Ezen opciók egyik sajátossága, hogy más kötési árfolyamú opciókhoz képest legnagyobb a görbületi értékük<sup>73</sup>. Ez azt jelenti, hogy ezen opciók értéke a leginkább érzékeny a volatilitás változására. Az ATM opciók az idő múlásával is máshogy viselkednek, mint a többi opció: a lejáratához közeledve ezen opcióknál van a legnagyobb esély arra, hogy még érdemes lesz lehívni az opciót. Az ATM opciók eme tulajdonságainak köszönhetően az opciós piacokon irányadó szerepet töltenek be.

Az opciós piacok devizaárfolyamokra gyakorolt hatásának egy megnyilvánulási formája az opciók dinamikus fedezése. Az árjegyző bankok egyaránt vesznek, illetve adnak el devizaopciókat, és amennyiben az ebből származó nyitott pozíció eltér nullától, azt fedezniük kell. Ha a piacon többen vállalnak például forint melletti opciós pozíciókat, azt a kiíró bank a spotpiacon forintvásárlással fedezheti le. Ez a hatás már az opciók megkötésével egyidejűleg jelentkezhet, de mivel az opciók értéke adott árfolyamváltozásra kisebb mértékben reagál, mint maga az árfolyam (az átlagos delta kisebb 1-nél), a spotpiacon kisebb volument mozgat meg, mint amekkorára az opciós kötések összes névértéke. Az árfolyamváltozásból eredő kockázat fedezése, az ún. delta hedge különösen a lejárat közeledtével gyakorolhat jelentősebb hatást a spotárfolyamra. Nagyobb összegű opciós állományok felépülése – amennyiben azonos lejáratúak és kötési árfolyamúak – azzal a következménnyel járhat, hogy a lejáratot megelőzően az opciók kötési árfolyamai technikai (ellenállási vagy támogatási) árfolyamszintekké alakulnak. Ha például a forint a lejárat napján egy vételi opció kötési árfolyamáig erősödik, és ezt át is lépi, akkor a pozíció fedezésének következményeként – egy ellenállási szint áttöréséhez hasonlóan – felgyorsulhat az árfolyam erősödése.

### Fontosabb devizaopciós stratégiák

*Terpesz, széles terpesz (straddle, strangle):* ATM opciók felhasználásával olyan pozíciók építhetők fel, amelyek-

kel az árfolyam jövőbeli volatilitásának növekedésére, illetve csökkenésére lehet spekulálni, az árfolyamváltozás irányától függetlenül. Azonos lehívási árfolyamú vételi és eladási opcióból összeállított terpesz megvételével az árfolyam gyengülése és erősödése is nyereséget jelent, ha viszont alacsony volatilitás mellett az árfolyam a kötési árfolyam közelében marad, az opciók lehívás nélkül járnak le.<sup>74</sup> Egy ilyen pozíció további előnye, hogy a volatilitás növekedése mindkét opció értékét növeli, így az akár lejárat előtt is nyereséges lehet. Ezzel szemben ilyen pozíciók eladását szokták ajánlani a befektetési bankok akkor, amikor a piacon sokan számítanak arra, hogy az árfolyam-volatilitás alacsony marad, így ez a stratégia hozzájárulhat az árfolyamok stabilizálódásához.

*Risk reversal (RR):* olyan összetett opciós stratégia, amelyben egy devizára vonatkozó vételi jogot (long call) egy vételi kötelezettséggel (eladási jog kiírása, short put) kombinálnak. A két opció lejáratára megegyezik, névértékük is ugyanakkora. Az opciós díjak is egyenlőek, így a stratégia költsége nulla, kötési árfolyamuk viszont eltérő. Ha a befektető lejáratig megtartja pozícióját, abban az esetben nyer, ha az euró a vételi opció magasabb kötési árfolyama felé erősödik, és veszít, ha az eladási opció alacsonyabb kötési árfolyama alá gyengül az euró – ha a két kötési árfolyam között marad, akkor pozíciója semleges (lásd IV-1. ábra).

A risk reversal pozíció leginkább egy határidős ügylet-hoz hasonlít. Árfolyamkockázat fedezésére jól alkalmazható, költségét csak az opciós díjakban levő, vételi és eladási árak közti különbség jelenti. Nagymértékű árfolyamváltozások esetén az árfolyamkitettségek megszűnik, és csak kis árfolyammozgásoknál marad fedezetlen a pozíció. Innen ered a pozíció másik elnevezése: „széleken vásárlás” (range forward).

A pozíció jellegzetessége, hogy a benne szereplő opciók díjainak számításánál egymástól eltérő implikált volatilitásokat használnak. A két opció implikált volatilitásai közti, százalékpontban kifejezett különbséget nevezik risk reversal szprednek, erre adnak jegyzéseket. Amikor az euróra szóló vételi opció volatilitása a nagyobb („az euró callok favorizáltak”), az azt jelenti, hogy a piacon nagyobb valószínűséget tulajdonítanak a forint leértékelődésének, mint a felértékelődésének (a határidős árfolyamhoz képest).

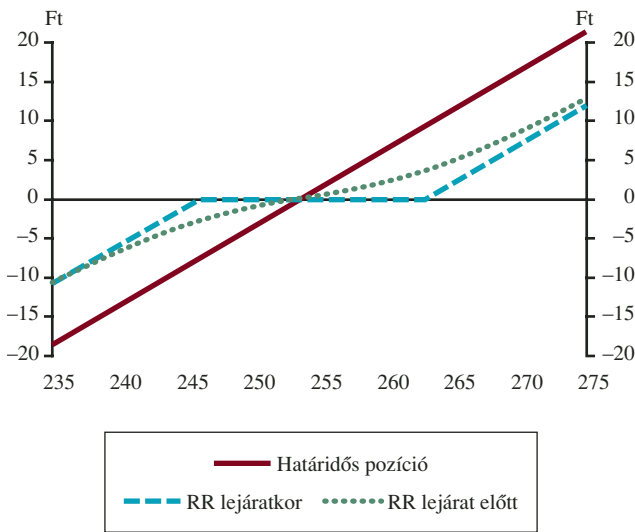
A risk reversal szpredet úgy is lehet értelmezni, mint a vételi opció prémiumát az eladási opcióval szemben. Ha ugyanis a befektetők várakozásai szerint az euró inkább erősödni fog, mint gyengülni, akkor számukra az euróra szóló vételi jog relatíve többet fog érni, mint az eladási jog. A piacnak ezt a várakozását az árfolyam(változás) aszimmetrikus, ferdült valószínűségeloszlásával

<sup>73</sup> A görbületi érték az opciós díjnak az a része, ami az implikált volatilitástól függ.

<sup>74</sup> Széles terpesz esetén a kötési árfolyamok különböznek, de az elmondottak igazak erre a pozícióra is.

**IV-1. ábra**

**Határidős és risk reversal pozíciók értéke az árfolyam függvényében (Ft/euró)**



lehet leírni. Egy erősödő euró irányába fordult eloszlás esetén például több mint 50 százalék a kumulált valószínűsége annak, hogy az opciók lejáratkor az euró árfolyama erősebb lesz a határidős árfolyamnál.

Az árfolyam aszimmetrikus eloszlása abból a megfigyelésből ered, hogy a kis devizák (pl. forint) esetén nagymértékű gyengülések gyakrabban fordulnak elő, mint azonos mértékű erősödések. Tehát normális piaci körülmények között is jellemző a forint árfolyamának eloszlására egy gyengébb forintirányú aszimmetria, amelynek a risk reversal szpred egy előretékintő mutatója.

**A DERIVATÍV PIACOK FEJLŐDÉSE**

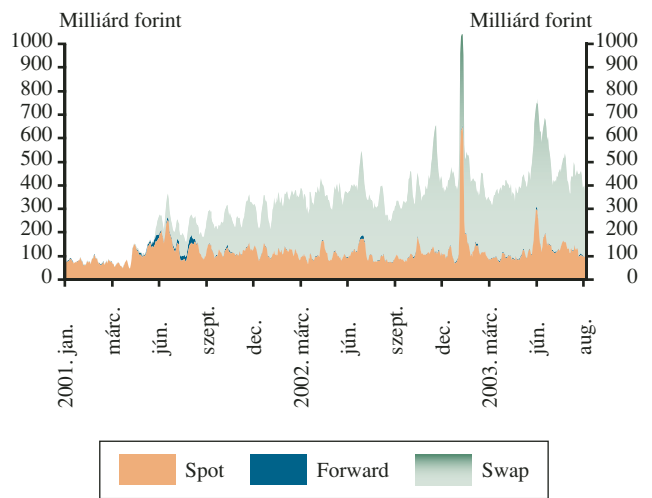
**Az FX-swap piac**

A sávszélesítés óta a forintpiac szerkezete jelentősen közeledett a fejlett devizapiacok szerkezetéhez. E folyamat hasonlóan ment végbe a régió más nagy devizapiacain is (pl. Lengyelország), és az FX-swapok forgalmának igen gyors és nagy volumenű felfutását hozta magával. Ennek eredményeképpen a fejlett országokhoz hasonlóan a swappiac vált a devizapiac legnagyobb volumenű szegmensévé (lásd IV-2. ábra).<sup>75</sup>

A forint FX-swap piac mérete a devizapiaci liberalizáció (2001 június) óta folyamatosan bővült, és 2002-ben már a spotpiacénál nagyobb forgalmú volt (lásd IV-2. ábra). Jelenleg a bruttó forgalom alapján a swapszegmens 2,5-3-szor akkora, mint a spotszegmens. A szektorok szerinti bontást vizsgálva megállapítható, hogy a swapokat a magyar bankok 90 százalékban külföldiekkel (ezen belül is gyakorlatilag kizárólag bankokkal) kö-

**IV-2. ábra**

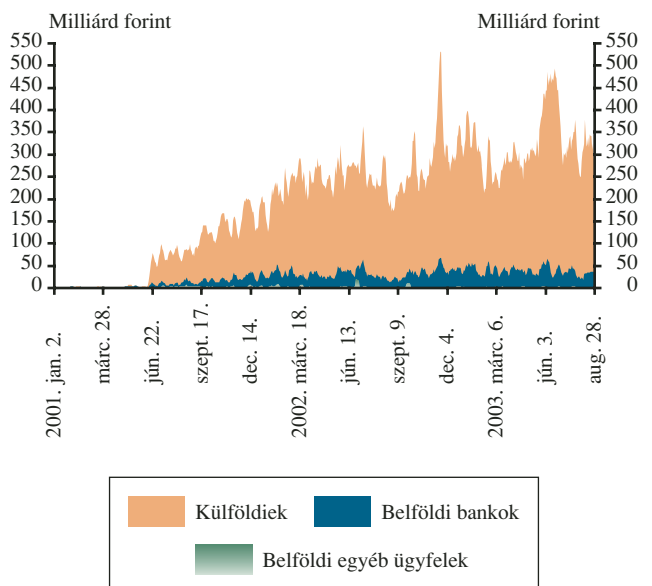
**A forint-deviza piac egyes szegmenseinek bruttó forgalma (5 napos mozgóátlag)**



tit, emellett létezik még egy mérhető belföldi banki forgalom, a belföldi nem banki ügyfelekkel lebonyolított forgalom azonban elhanyagolható (lásd IV-3. ábra).

**IV-3. ábra**

**A bruttó FX-swap forgalom szektorok szerinti megoszlása (5 napos mozgóátlag)**



Piaci információk szerint a forintswappiac legnagyobb része Budapestre koncentrálódik, tehát az ügyletek döntő többségében legalább az egyik partner magyar bank, ami azt jelenti, hogy a kereskedelmi banki jelentésekből viszonylag pontos képet kaphatunk a teljes piaci

<sup>75</sup> Az ebben a fejezetben szereplő forgalmi és állományi adatok a kereskedelmi bankok napi jelentéseiből származnak.



aktivitásról<sup>76</sup>. A swappiacon leginkább a többi szegmensben is meghatározó, külföldi anyabankkal rendelkező magyar bankok aktívak. A piac jellemző devizája a spotügyletektől eltérően az amerikai dollár, az ügyletek 90 százaléka ebben a viszonylatban jön létre. A lejárat megoszlást az 1 héten belüli, de azon belül is leginkább a tom/next lejárat uralja.

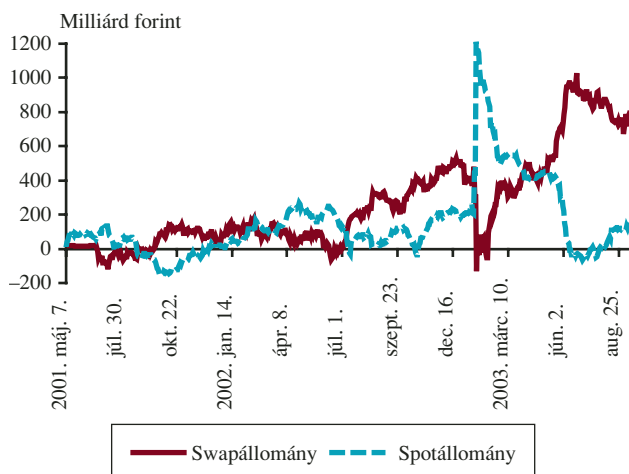
### A forintswappiacra jellemző magatartásformák

A swappiacot közvetlenül a liberalizáció után „birtokba vették” a külföldi szereplők, ahogyan az a bruttó forgalom alakulásában is tetten érhető. E mutató mellett a swappiacot uraló külföldi szereplők piaci magatartását nettó forintswapállományuk<sup>77</sup> alakulásával jellemezhetjük (lásd IV-4. ábra), mely igen hektikusan alakult a vizsgált időszakban.

#### IV-4. ábra

### A külföldi szereplők magyar bankrendszerrel szembeni nettó FX-swap és spotállománya

(a sávszélesítéstől kumulálva, 2001. máj. 4 = 0) \*



\* A külföldiek nettó forintswapállományának növekedése azt jelenti, hogy a külföldi szereplő a bankrendszerrel kötött swapügylet keretében spoton forintot vásárol, és ezzel párhuzamosan határidőre eladja azt.

A külföldiek swappiaci magatartását leginkább a nettó swapállomány hirtelen változásainál lehet tetten érni. A megfelelő idősorok vizsgálatával megállapíthatjuk, hogy a forintpiacon mindkét fontos stratégia felfedezhető.

### Spot + FX-swap (szintetikus forward-stratégia)

A forint gyengülésével és a spotpiaci forgalom emelkedésével kísért jelentősebb forintpiaci turbulenciák esetén a nettó swapállomány igen jelentős ugrásai figyelhetők meg. A sávszélesítés óta három ilyen jelentős turbu-

lenciát emelhetünk ki: 1. A 2002. júliusi forintgyengülés, 2. a forint árfolyamsávjának erős széle ellen intézett 2003. januári spekulációs támadás, valamint 3. a forint árfolyamsávjának 2003. júniusi eltolásához kapcsolódó árfolyamgyengülés.

Mindhárom epizód során megfigyelhetőek voltak a külföldi szereplők jelentős pozíciónyitásai (zárásai) a forint mellett, vagy ellen (ez volt az árfolyam-elmozdulás okozója), forintoszköz-állományuk azonban nem változott ilyen mértékben, annak ellenére, hogy a pozíciónyitások 90 százalékban a spotpiacon történtek. Erre a magyarázatot az adja, hogy valójában a megfigyelt spoteladások, illetve -vásárlások nem magukban álltak, hanem a spot + swap stratégia részét képezték.

A swap és a spot idősorok ellenkező irányú mozgása tisztán mutatja a szintetikus határidős stratégia használatát (lásd IV-4. ábra). Ez különösen szembetűnő az olyan nagyarányú pozíciófelvételek esetén, mint amilyen a 2003. januári, illetve június eleji volt.

Januárban a külföldi spekulánsok akkora összegben vásároltak forintot, melyet az állampapírpiacra nem lehet egyszerre befektetni. A spekulánsok nagy részének célja nem is ez, hanem az árfolyam továbberosedésére spekuláló forint melletti pozíciónyitás volt. Annak érdekében tehát, hogy az elszámolási napon elkerüljék a vásárlásokból eredő „kényszerű” forintoszközszerzést, nettó swapállományukat lecsökkentették oly mértékben, hogy ez az összes megvásárolt forintmennyiség mintegy felét lekötötte. Így a külföldiek gyakorlatilag szintetikus, forint melletti határidős pozíciót hoztak létre. A külföldi spekulánsok tehát felerészben szintetikus határidős ügyletekkel támadták meg az árfolyamsáv erős szélét. A támadás során megvásárolt forintmennyiség másik felét a spekulánsok rövid lejáratú forintbetétekben helyezték el a magyar bankoknál.

A júniusi sáveltolás idején igen nagy mértékű hirtelen forint elleni pozíciófelvétel történt a külföldiek részéről, mely ugyancsak nem járt forintoszköz-állományuk hasonló mértékű változásával (pl. állampapírok eladásával). Spotügyleteken keresztül nagy mennyiségben forintot adtak el, azonban forintállampapírjaikon nem akartak (nem tudtak) hirtelen ilyen mennyiségben túladni, így FX-swapok segítségével teremtették elő az eladások elszámolásához szükséges forintot. Tehát ebben az esetben is valójában nagyon rövid (a finanszírozó swapok lejáratá jellemzően tom/next volt) lejáratú szintetikus határidős pozíciót nyitottak a forint ellen, melyet a kívánt ideig görgethettek.

<sup>76</sup> A külföldiek közvetlenül egymással és belföldi egyéb szereplőkkel kötött ügyleteiről számszerű információink nincsenek, mivel ezek esetében egyik fél sem jelenti az ügyletet az MNB-nek.

<sup>77</sup> Az ábrán látható nettó swap idősort a magyar kereskedelmi bankok MNB és PSZÁF felé történő napi operatív devizapiaci jelentésének (D01) forgalmi adatait felhasználva kumulálással készítettük, arra a tényre támaszkodva, hogy a liberalizáció előtt külföldiek nem köthettek forint FX-swapot. Az idősor tehát inkább becslésnek tekinthető és nem egzakt állományi adatnak.

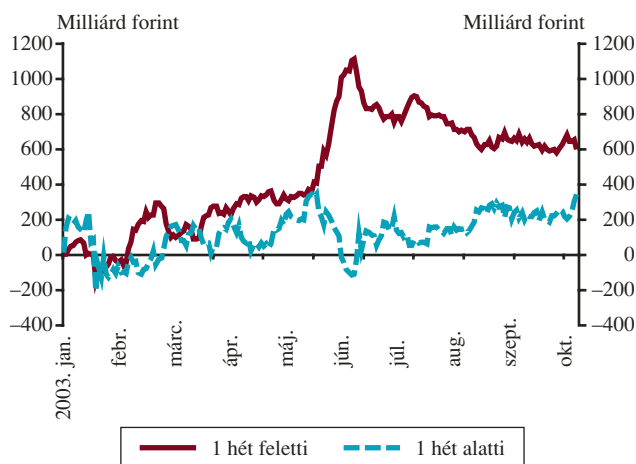
### FX-swappal finanszírozott forintosköz-vásárlás

Ahogy fent már utaltunk rá, e stratégia alkalmazása akkor célszerű, amikor a spekuláció nem a devizaárfolyam elmozdulására, hanem a hozamgörbe alakjának változására irányul (kamatspekuláció). Erre példa a külföldiek igen intenzív 2002. őszi állampapír-vásárlásai, melyet nettó swapállományuk emelkedése kísért. Forintkittetésük nem nyílt olyan mértékben, mint amilyen mértékben – vélhetően a felerősödő kamatcsökkentési várakozások miatt – növelték állampapír-állományukat. A spotvásárlásokkal nem finanszírozható részt a swapállomány növekedése finanszírozta, mely lehetővé tette, hogy egyes szereplők árfolyamkockázat vállalása nélkül csak kamatpozíciót vállaljanak, egy hosszú lejáratú állampapír megvásárlását egy rövid lejáratú swap kötésével és görgetésével finanszírozzák.

A finanszírozott eszköz nemcsak állampapír lehet, hanem egy ellenkező irányú és eltérő lejáratú FX-swap is, melynek célja szintén a hozamgörbe meredekségének változására irányuló spekuláció. Ez a stratégia a külföldiek rövid és hosszú swapállományának ellentétes irányú elmozdulásában tükröződik, melynek legjobb példája a 2003. júniusi sáveltolás utáni időszak. Rövid lejáratú swapok hosszabb futamidejű swapokkal történő finanszírozása erősödő kamatemelési várakozásokra utalt (lásd IV-5. ábra).

#### IV-5. ábra

**A külföldiek 1 héten belüli és azon túli hátralévő futamidejű kumulált nettó swapállomány-változása (2003 januárjától kumulálva)\***



\* A két idősor összege nem adja ki a nettó swapállomány 2003-as változását, mert a 2003. január 1. előtt megkötött, de 2003-ban lejáratú swapok lejáratára nincs figyelembe véve.

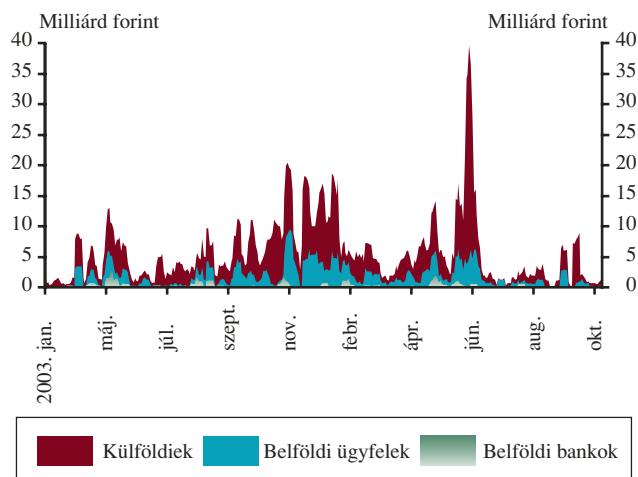
### A forintopciós piac

A hazai devizaopciós piacokon az élénkülés később kezdődött el, mint a swappiacon, a forgalom csak 2002 közepétől kezdett el növekedni. A liberalizáción túl még egy tényező járult ehhez hozzá, az árfolyamvolatilitás növekedése 2002 júliusában.

Az opciós forgalom igen változóképpen alakult az elmúlt egy évben, különösen a jelentősebb árfolyammozgások időszakában láthattunk élénkülést (lásd IV-6. ábra). 2003-ban az átlagos napi opciós forgalom forint-deviza viszonylatban 25 millió euró körül mozgott (6 milliárd forint). A bankok a forgalom nagyobb részét, 70 százalékát külföldi szereplőkkel bonyolítják le, a belföldiekkel szembeni forgalom pedig az összforgalom egynegyedét teszi ki.

#### IV-6. ábra

**A bruttó opciós forgalom szektoronkénti megoszlása (5 napos átlag)**



Az opciós piacok devizapiacokon belül betöltött súlyát nemzetközi összehasonlításban is érdemes megvizsgálni. A közép-európai devizák opciós forgalma magasabb, mint a forinté (a cseh korona piacán 50 millió, a zloty esetében 100 millió euró naponta), de ezeken a piacokon a spotpiac mérete is arányosan nagyobb. Az opciós piaci forgalom az azonnali forgalom 5-10 százaléka között mozog, ami bár alacsony, nem sokkal marad el a fejlett opciós piacokra jellemző arányoktól: euró-dollár viszonylatban az opciós és az azonnali piac egymáshoz viszonyított aránya 10-15 százalék. Így elmondható, hogy a hazai opciós piac szerkezete is kezd hasonlítani a fejlettebb devizapiacokéhoz.

A piac viszonylag koncentrált, négy bank bonyolítja le a forgalom háromnegyedét, a swapokhoz hasonlóan leginkább azok a bankok aktívak, amelyeknek nagy külföldi tulajdonosuk van. A forgalom devizanemek közti megoszlása hasonló, mint a spotpiacon, az ügyletek túlnyomó része forint-euró relációjú.

Az opciós piac lejárat szerkezetére az jellemző, hogy a megkötött opciók egyharmada rövidebb futamidejű egy hónapnál, de a három hónapnál hosszabb lejáratok súlya is viszonylag nagy (45 százalék). Ez arra utal, hogy a hazai opciós piacon az ügyletek nem kizárólag spekulációs indíttatásúak. Stabilitási szempontból előnyt jelent, hogy a lejáratok nem koncentrálnak egy-egy nap köré, így az opciók lejárat, lehívása jellemzően nem okoz jelentősebb zavarokat a devizapiacra.

A devizaliberalizáció óta a külföldi befektetőknek is van lehetőségük forintra szóló opciókat kötni, nemcsak a hazai bankokkal, hanem egymással is. Ennek köszönhetően – a swappiactól eltérően – kialakult egy jellemzően Londonban zajló, külföldi forintopciós piac. Az ottani forgalomról csak korlátozottan rendelkezünk információkkal, a külföldi kereskedők beszámolóí alapján viszont a piac nagyságrendje becsülhető. Ez alapján a külföldi opciós forgalom a hazai 2-3-szorosára tehető: az átlagos londoni forintopciós piac napi forgalma 50 és 100 millió euró között lehet, de a jelentősebb árfolyamváltozások időszakában ennél lényegesen nagyobb is lehet.

Teljes bizonyossággal csak a külföldi piac egy szeletéről, a hazai bankok és a külföldiek között született kötésekről vonhatunk le következtetéseket. A belföldi nem banki szereplők akár közvetlenül is köthetnek opciókat külföldi bankokkal, a hazai bankrendszer kikerülésével. Azonban, mivel a hazai és a külföldi piac nem szegmentált, a külföldi opciós piac élénkülésének közvetett hatása tükröződik a magyar bankok által jelentett adatokban is.

### Opciós piacra jellemző magatartásformák

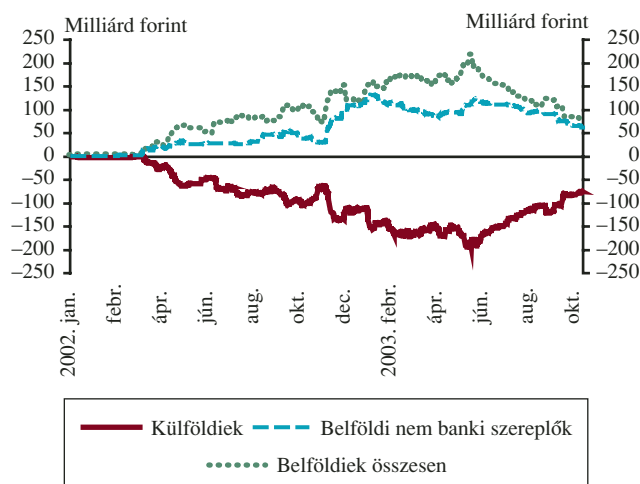
A hazai bankok opciós ügyleteire többnyire az a jellemző, hogy az üzleteket csak közvetítik, és a nyitott pozíciókat külföldi anyabankjukkal szemben zárják le ellentétes irányú opciók (ún. opciós párok) kötésével. Ennek köszönhetően a külföldiek és a belföldiek opciós kötésekéből származó nyitott pozíciója egymással ellentétesen mozog (lásd IV-7. ábra). A belföldi nem banki szereplők túlnyomó részben olyan opciókat vettek, amelyek a forint erősödése esetén nyereségesek, így vélhetően exportőr vállalatok árfolyam-fedezési tevékenysége lehet a háttérben<sup>78</sup>. Az ügyleteket döntően a hazai szereplők kezdeményezik, amelyek keresletét a bankok közvetítik a külföldiek felé. Erre az lehet a magyarázat, hogy a külföldi, nagyobb opciós piacokon aktívan jelen levő bankok hatékonyabban képesek fedezni opciós pozícióikat.

Az opciós piacon megfigyelhető még egy jellegzetesség: a bankok külföldiekkel szemben fennálló pozíciója nagyobb, mint a belföldiekkel szemben, ami azt jelenti, hogy a külföldiek forint elleni pozíciójának kisebb részével szemben a magyar bankok forint melletti nyitott pozíciója áll (a két grafikon közti különbség).<sup>79</sup> Az ebből eredő árfolyamkockázatot a bankoknak a spotpiacon kell fedezniük, amelyet nehézségek nélkül megtehetnek, tekintettel arra, hogy a spotpiaci forgalom lényegesen meghaladja az opciós forgalmat.

2002 tavaszától a bankrendszeren kívüli belföldi szereplők a forint erősödésére számítva folyamatosan forint melletti pozíciót vállaltak fel. A 2002. október–novemberi események során az állományok ingadozása volt tapasztalható,

### IV-7. ábra

**Az egyes szektorok devizaopciós állománya**  
(2001. májustól kumulálva)\*



\* Nettó opciós pozíciók a lejáratok figyelembevételével, pozitív értékek forint melletti pozíciót jelölnek. Az állományi idősorokat a napi forgalmi adatokat felhasználva, kumulálással készítettük, feltételezve, hogy a liberalizáció előtt a külföldiek nem kötöttek forintopciókat. Mivel az opciók között vannak amerikai típusúak is, azok lehívása miatt a tényleges állományok alacsonyabbak is lehetnek, mint a grafikonon feltüntetett értékek. Emiatt az idősorok inkább becslésnek tekinthetők.

tó, de lényegesen kisebb mértékben, mint a swappiacon. A trend folytatódott az árfolyamsáv elleni spekuláció után is, ami a belföldiek árfolyam-fedezési tevékenységére utalhat. A 2003. júniusi sáveltolás után viszont a tendencia az opciók lejáratának köszönhetően megfordult, a június–októberi időszakra jellemző bizonytalanabb piaci körülmények között újabb, jelentősebb pozíciókat már nem vállaltak fel sem a külföldiek, sem a belföldiek.

### A derivatívák és a monetáris politika

Az FX-swapok megjelenésével a fent ismertetett stratégiák alkalmazásával a devizapiaci szereplőknek lehetőségük van majdnem teljesen szétválasztani kamatpozíciójukat devizapozíciójuktól, azaz létre tudnak hozni olyan pozíciókat, melyek nyereségét gyakorlatilag csak az árfolyammozgások határozzák meg, de a hozamok mozgása nem befolyásol, illetve fordítva.

A devizaopciók lehetőséget nyújtanak nekik arra, hogy árfolyam-pozíció nyitása nélkül „fogadjanak” a várt volatilitás változására, illetve, hogy összetett opciós kombinációkkal az árfolyam-, hozam- és volatilitáselmozdulásra tetszőlegesen érzékeny pozíciókat építsenek fel.

### A derivatívák szerepe a transzmisszióban

A derivatívák használatával a piaci szereplők tényleges devizapozíciójukat függetlenül tudják alakítani mérle-

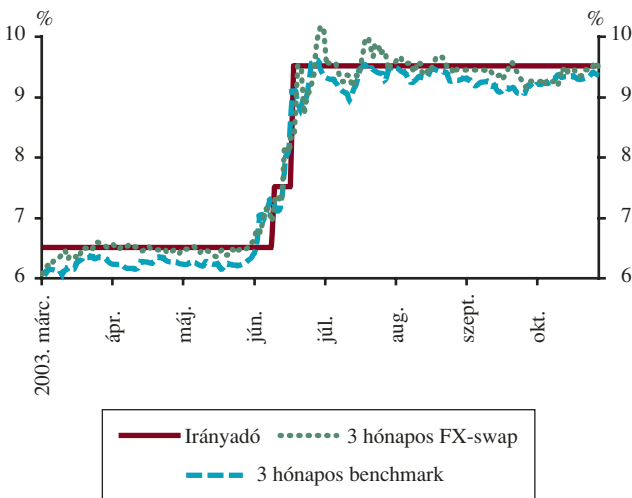
<sup>78</sup> Az ügyletek mögött állhatnak hazai, forint erősödésére spekuláló szereplők is, az opciók viszonylag hosszabb lejáratára azonban arra enged következtetni, hogy inkább árfolyam-fedezeti tevékenység állhat a háttérben.

<sup>79</sup> A külföldiek e magatartása mögötti motiváció az lehet, hogy forinteszközöket nemcsak swap-, hanem opciós ügyletekkel is lefedezik bizonyos időszakokban.

güktől, azaz a devizaárfolyamot nem csak a mérlegtételek, pl. az adott devizában denominált bankbetétek vagy állampapírok iránti kereslet határozhatja meg. Mindez azonban nem gyengíti a jegybank befolyását a devizaárfolyamra. A derivatív pozíciók jellemzően rövid lejáratúak, ezért a jegybank a rövid lejáratú hozamok befolyásolásával közvetlenül hathat fenntartásuk költségére vagy nyereségére (lásd IV-8. ábra).

**IV-8. ábra**

**Az MNB (kéthetes) irányadó kamata, valamint a 3 hónapos FX-swap és állampapír-piaci hozam alakulása**



A hazai devizában nyitott hosszú pozíció hozama az árfolyam esetleges kedvező irányú elmozdulásán túl a kamatkülönbség („carry”). Amennyiben ez pozitív előjelű és magas – novemberben 7,5 százalék –, a derivatíva által nyitott hosszú devizapozíciót vonzóvá teszi (a kamatkülönbség az elszámolóárba épül). A pozitív kamatkülönbség a hazai devizában rövid pozíciót nyitó devizapiaci szereplő számára viszont költséget jelent, s minél magasabb, annál inkább megdrágítja a hazai deviza elleni devizapozíció felvételét (legyen szó bármilyen derivatíváról). Így pl. egy kamatemelés jelentősen megnehezíti a hazai deviza elleni és megkönnyíti a hazai deviza melletti pozíció felvételét, így az árfolyam erősödésének irányába hat. Ez az összefüggés bármilyen derivatíva által létrehozott devizapozíció esetén igaz.<sup>80</sup>

A közgazdasági elméletek és a kutatások a derivatív pozíciók jelenlétének egyik kedvező hatásaként éppen azt emelik ki, hogy ez segíti a rövid lejáratú kamatok transzmisszióját az árfolyamcsatornán keresztül is, azaz, hogy erősítik a kamatszint és az árfolyam közti kapcsolatot.<sup>81</sup>

Amennyiben azonban a piaci szereplők a jegybank által követett monetáris politikát hiteltelennek tartják, akkor

a könnyen, nagy méretekben felépíthető derivatív pozíciók segítségével könnyebben tudják az általuk kívánatos árfolyam-korrekción a jegybanki politikával szemben véghezvinni, ami ebben az esetben természetesen a jegybanki befolyás gyengülését jelentheti.

**A derivatív piacok információtartalma**

A derivatívák piaca nem csak a pénzügyi szegmensek közötti transzmissziót javíthatja, de hasznos szolgáltatókat tehet a monetáris politikának a piaci szereplők magatartásáról és várakozásairól kialakított kép pontosításában, finomításában. A swappiaci tevékenység és az ott kialakuló piaci hozamok képet adnak az azokat használó szereplők várakozásairól az árfolyam, illetve a hozamgörbe rövid távú elmozdulásait illetően.

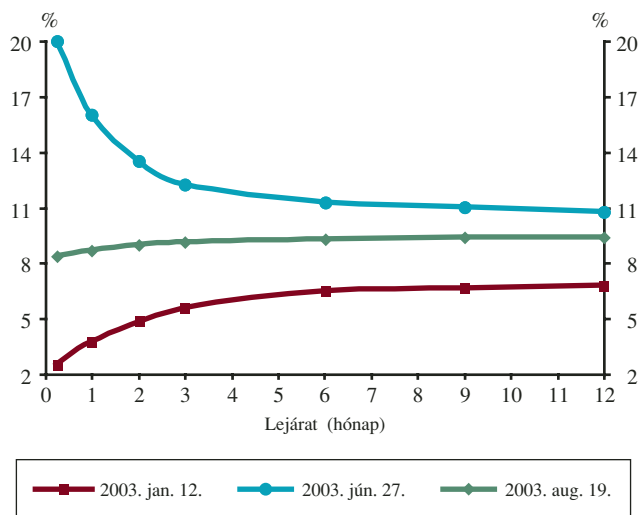
A devizaopciók áralakulása ezen túlmenően felfedi a piac várakozásait, ezért az opciók árainak információtartalma (a piac viszonylagos illikviditása ellenére) különösen értékes lehet. A következőkben a devizaopciók azon felhasználási lehetőségeit mutatjuk be röviden, amelyeket a jegybank már jelenleg is rendszeresen figyelemmel kísér, konkrétan az ATM opciókból származó implikált volatilitások különféle interpretációit.

*Az árfolyamváltozás bizonytalansága*

A különböző lejáratokhoz tartozó implikált volatilitásokra volatilitásgörbe illeszthető, amiből a jövőbeli árfolyam várt szórásáról vonhatóak le következtetések (lásd IV-9. ábra).

**IV-9. ábra**

**Forint/euró volatilitásgörbe\***



\* A január 12-i és a június 27-i adatok a 2003. év legmagasabb, illetve legalacsonyabb értékeit jelölik.

<sup>80</sup> Ez az okfejtés természetesen csak ceteris paribus elven igaz, a pozitív kamatkülönbség hatását sok más, zömében endogén tényező (pl. jól meghatározott árfolyam-várakozások, magas várt volatilitás stb.) ki is olthatja. A devizaopciók esetén a hatás közvetettebb, az opciók áralakulását a jegybank leginkább hiteles árfolyam-politikával befolyásolhatja, csökkentve az árfolyam volatilitását.

<sup>81</sup> Vrolijk, Coenraad [1997].



A volatilitásgörbék szemléltetésének egyik eszköze az ún. „volatilitástölcsér” (volatility-cone), amely egy adott időpont különböző lejáratához tartozó implikált volatilitásokat azok historikus maximuma és minimuma között ábrázolja. Ezáltal az implikált volatilitások relatív nagyságáról vonhatóak le következtetések.

Az eddigi legmagasabb implikált volatilitások 2003 júniusában voltak megfigyelhetők, ami a sáveltolás és a kamatemelések utáni magas fokú piaci bizonytalanságot tükrözte. Közel horizontális volatilitásgörbe a piac arra vonatkozó várakozásait fejezi ki, hogy az elkövetkező időszakokban változatlan volatilitásra lehet számítani. A legalacsonyabb szintű volatilitásgörbe pedig igen kedvező, optimista piaci hangulatra utal.

Az árfolyamváltozás bizonytalanságára vonatkozó várakozások feltérképezésének egy másik módja annak a becslése, hogy az árfolyam mekkora valószínűséggel fog meghaladni egy bizonyos árfolyamszintet, illetve milyen valószínűséggel lesz az árfolyam egy adott mértékű sávban az opciók lejáratakor. Magasabb implikált volatilitásokhoz egy szélesebb várható ingadozási sáv tartozik. A 2003 tavaszi stabil árfolyam-alakulás idején például a forint implikált volatilitásai azt mutatták, hogy az árfolyam 50 százalékos valószínűséggel egy 1-2 százalékpontos sávban fog ingadozni egy hónap elteltével.

#### Az árfolyamrendszer hitelessége

Sávós árfolyamrendszerben az implikált volatilitások az árfolyam-politika, az árfolyamsáv hitelességéről nyújthatnak információt. Ha az árfolyam a sávszél közelében van, és növekszenek az implikált volatilitások, az azt fejezi ki, hogy a piac nagyobb valószínűséget tulajdonít a sáv eltolásának, vagy az árfolyam nagymértékű gyengülésnek. Így az implikált volatilitás azt is jelezheti, hogy a piaci szereplők mennyire tekintik hitelesnek az intervenció sávot. Az Európai Unió árfolyamrendszerében (Exchange Rate Mechanism, ERM I.) az árfolyamparitások kiigazítására vonatkozó várakozásokat többször mutatta az implikált volatilitások növekedése, az olasz líra és az angol font esetében például az opciók áralakulása több hónappal előre jelezte az 1992-es devizaválságokat. Rendelkezésre álló adataink alapján a 2003. januári forintárfolyamsáv elleni spekulációs támadást az opciós piacok nem jelezték előre, csak a sávszéli intervencióval egyidejűleg emelkedtek a volatilitások jelentős mértékben. Sőt, az intervenciót megelőző napokban az implikált volatilitások az eddig megfigyelt legalacsonyabb szintjükön álltak (2003. január 12-én).

#### Az elvárt prémium becslése

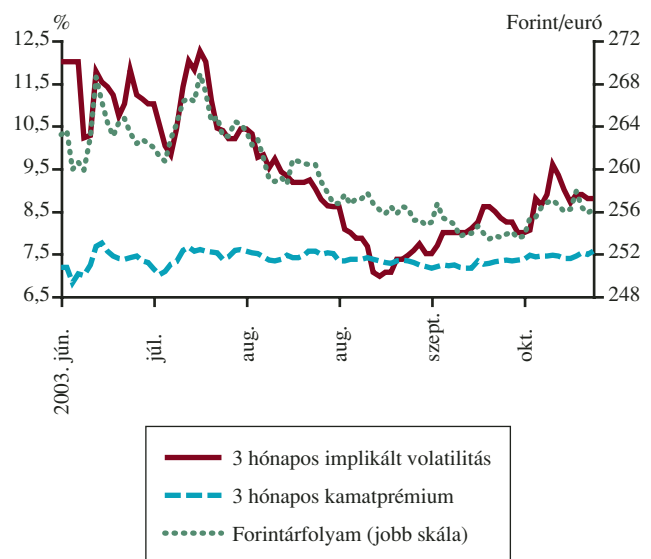
A forinteszközöktől elvárt kockázati prémium több tényezőtől áll össze. A nemfizetési kockázatot jól tükrözi az állampapírok minősítése közti különbség és a devizában denominált államkötvények hozamfelára. A likvidi-

tási kockázat alacsonynak tekinthető, a jelentős állam-papír-piaci és devizapiaci forgalomból következően. A kockázati prémium legváltozékonyabb összetevője az árfolyamkockázat, ami az árfolyam szórásával ragadható meg. A historikus volatilitás azonban nem a legjobb mutatója az árfolyamkockázatnak, annak visszatekintő jellege miatt.

Ezzel szemben az implikált volatilitások az árfolyam jövőben várt ingadozását fejezik ki, vagyis az árfolyamkockázatra vonatkozó piaci várakozásokat. Mivel a piacon csak a tényleges hozamkülönbséget lehet megfigyelni, fontos, hogy legyen egy olyan indikátor, amely a várakozásokat tükrözi. Az eddigi elemzések azt mutatják, hogy a jegyzett volatilitások és a forint árfolyamának alakulása közti kapcsolat igen szoros, változatlan kamatfelár mellett az implikált volatilitás, és ezzel együtt az árfolyamkockázat növekedése általában az árfolyam gyengülésével jár együtt (lásd IV-10. ábra).

#### IV-10. ábra

#### Forint-euró implikált volatilitás, kamatkülönbözet és az árfolyam



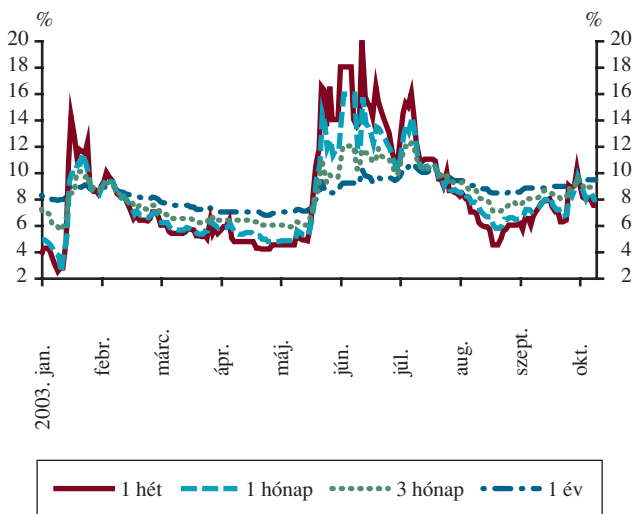
#### A derivatív ügyletek a pénzügyi stabilitás szempontjából

A pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának egyik legfontosabb tényezője az árfolyam-kockázati kitettség nagysága. Az árfolyamkockázat mértéke részben az egyes devizákban meglévő nyitott pozíciók nagyságától, részben a forint különböző devizákkal szembeni árfolyamának volatilitásától függ. Ha a bankrendszer közvetlenül vagy közvetve jelentős nyitott devizapozícióval rendelkezik, akkor az árfolyam nagy kilengései jelentős veszteségeket okozhatnak a bankoknak.

Az idei év devizapiaci turbulenciái idején jelentősen megugrott a forint árfolyamának historikus és implikált volatilitása, viszont a forintpiac viszonylag hamar stabili-

## IV-11. ábra

Forint-euró implikált volatilitások különböző lejáratokra \*



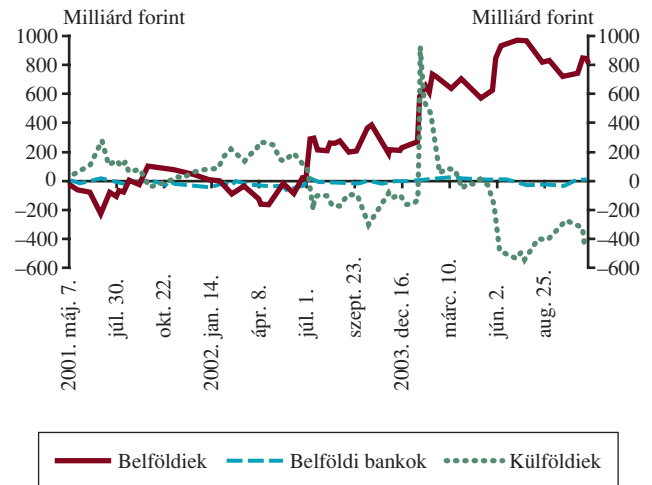
\* Az ATM opciók implikált volatilitásai a Reuterstől származó jegyzések.

zálódott, az implikált volatilitások néhány hónap alatt korábbi szintjük közelébe csökkentek (lásd IV-11. ábra). Az átlagos, 8 százalékos éves volatilitás a fejlettebb devizapiacokhoz képest nem tekinthető kiemelkedő mértékűnek: a forint-euró árfolyam volatilitása általában alacsonyabb, mint a zloty-euró, vagy akár az euró-dollár devizapárookra jellemző, 10 százalék feletti évesített szórás, és nem sokkal nagyobb, mint a cseh korona volatilitása (6-7 százalék).

Az elmúlt másfél év hirtelen árfolyam-gyengülései a derivatív ügyletek segítségével az egyes szektorok bankrendszerrel szembeni nagymértékű pozícióváltozásaival járt együtt. Ezekben az esetekben is azonban minimális szinten maradt a hazai bankrendszer teljes (mérleg szerinti és mérleg alatti) nyitott devizapozíciója (lásd IV-12. ábra). Mindezt a bankok által vállalható devizakockázat szigorú szabályozása is megkövetelte. Egy 1992 óta létező előírás az egyes bankok által vállalható teljes deviza nyitott pozíciót a szavatoló tőke 30 százalékában maximalizálja<sup>82</sup>. Bár ez egy naponta ellenőrzött, könnyen szankcionálható előírás, csak a hitelintézetek által közvetlenül futott kockázatvállalást korlátozza, hatálya nem terjedt ki az egyéb pénzügyi közvetítőkre, mint például a bankok tulajdonában lévő befektetési vállalkozókra. Ezért is fordulhatott elő több bank esetében az orosz válságot megelőző időszakban, hogy míg a bank formálisan megfelelt a túlzott nyitott pozícióvállalást korlátozó előírásnak, saját befektetési vállalkozásán keresztül, közvetve jelentősebb forint melletti nyitott devizapozíciót tartott a forint kamatprémiumának realizálása céljá-

## IV-12. ábra

A belföldi bankrendszer, a belföldi nem banki, valamint a külföldi szereplők nyitott forintpozíciójának alakulása a sávszélesítéstől\*



\* Forgalmi adatok 2001. május 4-től kumulálva, pozitív érték hosszú forintpozíciót jelöl.

ból. Az orosz válságot kísérő forintgyengülés során e pozícióikon a spekulációban részt vevő befektetési vállalkozások, és így közvetve a tulajdonos bankok jelentős veszteségeket szenvedtek el.

Ezt követően a pénzügyi intézmények nyitott devizapozíció-vállalására vonatkozó szabályozás kiteljesedett. A 2001 közepétől alkalmazott kereskedési könyvi rendelet<sup>83</sup> a bankokra és befektetési vállalkozókra egyaránt érvényes új szabályozást vezetett be: ezeknek a pénzügyi intézményeknek a devizakockázatuk fedezetére 8 százaléknyi tőkét kell képezniük az összesített nyitott devizapozíciójuknak a szavatoló tőke 2 százaléka feletti részére. Hangsúlyozandó, hogy a kereskedési könyvi szabályozás vonatkozik mind a mérleg szerinti, mind a mérleg alatti nyitott pozícióra (a teljes nyitott pozíciót vizsgálja), és korszerűen kezeli a speciális derivatív ügyletek által létrehozott kitétséget is.

Mivel a kereskedési könyvi szabályozás kiterjed a befektetési vállalkozásokra, így a bankoknak már nincs lehetőségük a nyitott pozíciós szabályok megkerülésére saját brókercegeik segítségével. A bankok rendelkeznek azonban olyan egyéb pénzügyi vállalkozásokkal (például lízingscégek) is, amelyekre nem vonatkozik a kereskedési könyvi szabályozás, és így elvileg felhasználhatóak lennének a bankok számára a nyilvántartásaikban szereplő devizakitétség mesterséges csökkentésére. A hitelintézeteknek azonban már jelenleg is a bankcsoporthoz tartozó vállalkozások által vállalt kockázatokkal együtt kell biztosítaniuk a prudens működést, amelyek

<sup>82</sup> A 41/1996. PM rendelet 2003. november 1-jétől hatályát veszti.

<sup>83</sup> 244/2000. Korm. rendelet (Kkr.).



keretében konszolidált szinten is be kell tartaniuk a kockázatvállalásra és tőke megfelelésre vonatkozó előírásokat<sup>84</sup>. Ezeket a szabályokat ugyan ellenőrizni a PSZÁF ténylegesen és folyamatosan csak a konszolidált felügyeleti ellenőrzés 2004-ben történő megindulását követően fogja, az eddigi felmérések<sup>85</sup> és a 2003. június végi felügyeleti adatok alapján azonban már jelenleg is megállapítható, hogy a pénzügyi vállalkozások jellemzően sem mérlegükben, sem a mérleg alatt nem vállalnak nyitott devizapozíciót. A lízingtársaságok például, amelyek a legjelentősebb eszközállománnyal rendelkező banki tulajdonban lévő pénzügyi vállalkozások, jellemzően az anyabankjukkal refinanszírozzák a devizaalapú hiteleiket, míg határidős devizatevékenységük elhanyagolható.

Arra vonatkozóan ugyanakkor nem rendelkezünk adatokkal, hogy mennyire koncentrált a bankok vállalatokkal folytatott határidős tevékenysége, és hogy a vállalati ügyfélkörben a határidős ügyletek milyen mértékben fedezeti, illetve spekulációs célúak. A forint árfolyamának gyengülése a bankokkal szembeni határidős ügyleteket megkötő belföldi szereplőknek átmeneti (exportőr), vagy tartós (spekuláns) veszteséget okozhatnak. Bár az információk elsősorban exportőrök dominanciájára utalnak, egyik esetben sem zárható ki, hogy a bankoknak az árfolyamgyengüléssel kapcsolatban partnerkockázata keletkezhet.

A partnerkockázatot azonban azzal mérsékelik a bankok, hogy a tőzsdei határidős ügyletekhez hasonlóan biztosítékot kérnek az ügyféltől, amelynek terhére elszámolhatják a felhalmozódott veszteséget. Amennyiben a veszteségek hatására a biztosíték egy meghatározott szint alá csökken, akkor felszólítják az ügyfelet, hogy töltsen fel biztosítékszámát. A tőzsdei és tőzsdén kívüli termékek közötti versenyhelyzet miatt az előírt bizto-

síték nagyságrendjét befolyásolja a BÉT-en és a BÁT-on kötött ügyletek esetében megkövetelt alaptőke, amely jelenleg az euró határidős ügyletek esetében egy kontraktusra vetítve 7500 Ft (a kontraktus mérete 1000 euró forint megfelelője), azaz körülbelül 2-3 százaléka az ügylet névértékének. A bankok esetenként azonban akár 10 százalékot is elérő biztosítékot követelnek meg, elsősorban a spekulatív ügyletet kötő partnereiktől.

A fedezeti ügyletnél a határidős kötés átmeneti veszteségét az exportőr árbevételének megnövekedett forintértéke idővel ellensúlyozza. A bankok gyakorlatában jellemző, hogy a jó hitelességű, tartós ügyfél által kötött fedezeti ügylet esetén, egy előre meghatározott limit erejéig, egyáltalán nem kérnek biztosítékot, mert az ügyfél banki számlája fedezetet nyújt a partnerkockázatra, és a biztosíték az ügyfél számára likviditási kockázatot jelenthetne. (A júniusi forintgyengüléskor sok fedezeti ügyletet kötő ügyfélnek keletkezett likviditási nehézsége a számlák feltöltése miatt.) A spekulatív ügyletet kötő partner esetén viszont jellemző a biztosíték megkövetelése, vagy a tranzakció tőzsdei határidős ügyletre való módosítása.

A fentiek alapján kijelenthető, hogy a nyitott devizapozícióra vonatkozó szabályozás megfelelő módon akadályozza meg a pénzügyi rendszer közvetlen és közvetett devizakockázatvállalását, így a forint árfolyamának volatilitása nem okozhat olyan mértékű veszteséget a hazai bankoknak, amely stabilitásukat veszélyeztetné. Elképzelhető ugyanakkor, hogy a belföldi szereplőkkel – különösen spekulánsokkal – kötött határidős ügyletek szélsőséges esetben partnerkockázattá alakítják az eredeti árfolyamkockázatot. Ez ellen azonban biztosítékszámokkal és a veszteségek rendszeres elszámolásával védekeznek a bankok.

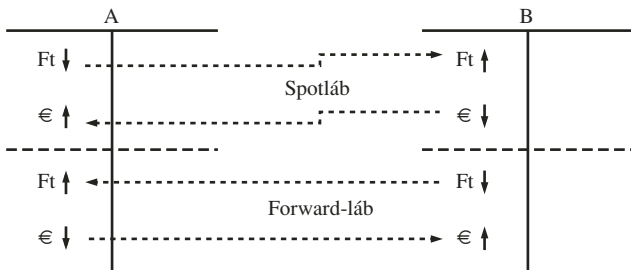
<sup>84</sup> Erre vonatkozóan a hitelintézeti és a tőkepiaci törvény tartalmaz előírásokat (1996/CXI Tv., Hpt. 2001/ CXX Tv., Tpt.).

<sup>85</sup> Pl. Fischer Éva-Sánta Livia [2003].

MELLÉKLET

IV-13. ábra

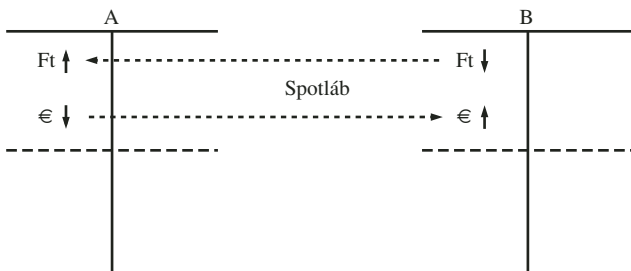
Az FX-swap ügylet hatása a mérlegben és a mérleg alatt



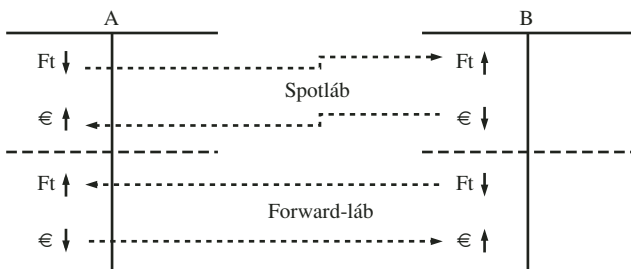
IV-14. ábra

Spot + swap stratégia (szintetikus forward)

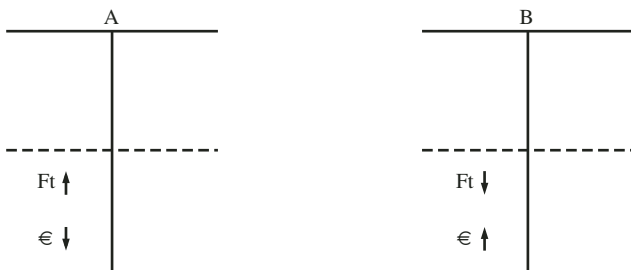
I.



II.



III.



- I. Spotügylet
- II. Ellenirányú FX-swap ügylet
- III. A két ügylet eredője

## IRODALOMJEGYZÉK

- 41/1996. (XII. 28.) PM rendelet: A deviza nyitott pozíció számításáról.
- 244/2000. (XII. 24.) Kormányrendelet: A kereskedési könyvben nyilvántartott pozíciók, kockázatvállalások, a devizaárfolyam-kockázat és nagy-kockázatok fedezetéhez szükséges tőkekövetelmény megállapításának szabályairól és a kereskedési könyv vezetésének részletes szabályairól.
2001. évi XCIII. törvény: A devizakorlátozások megszüntetéséről, valamint egyes kapcsolódó törvények módosításáról.
- Adão, Bernardino–Cassola, Nuno–Barros, Luís Jorge [1998]: Informação sobre Expectativas de Convergência do Escudo Contida nas Volatilidades Implícitas das Opções Cambiais. Banco de Portugal, September 1998
- Bank for International Settlements [2001]: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 2001
- Bank for International Settlements [2003]: The Global OTC Derivatives Market at end-December 2002. May 2003
- Campa, José M.–Chang, Kevin [1994]: Realignment Risk in the ERM: Evidence from Pound-Mark Cross Rate Options. Working Paper, New York University 1994
- Chan-Lau, Jorge A.–Morales, R. Armando [2003]: Testing the Informational Efficiency of OTC Options on Emerging Market Currencies. IMF Working Paper, January 2003
- Cooper, Neil–Talbot, James [1999]: The Yen/Dollar Exchange Rate in 1998: Views from Option Markets. Bank of England Quarterly Bulletin, February 1999
- Dunis, Christian–Lequeux, Pierre [2001]: The Information Content of Risk Reversals. Centre for International Banking, Economics and Finance, Working Paper April 2001
- Eitrheim, Øyvind–Espen Frøyland–Øistein Røisland [1999]: Can the Price of Currency Options Provide an Indication of Market Perceptions of the Uncertainty Attached to the Krone Exchange Rate? Norges Bank, Economic Bulletin
- Fischer Éva–Sánta Lívia [2003]: Bankcsoportkockázat kezelése a magyar bankrendszerben. MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2003. június
- Gereben, Áron [2002]: Extracting market expectations from option prices: an application to over-the-counter New Zealand dollar options. Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series, April 2002
- László Flóra–Móré Csaba–Vígh M. Szabolcs–Wolf Zoltán [2002]: A devizaliberalizáció és a sávszélesítés hatásai. MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2002. június
- Száz János [1999]: Tőzsdei opciók vételre és eladásra. Tanszék Kft., 1999. Budapest
- Vrolijk, Coenraad [1997]: Derivatives Effect on Monetary Policy Transmission. IMF Working Paper 1997

## IV. 2. SZALAY GYÖRGY–TÓTH GYULA: A LAKÁSFINANSZÍROZÁS GYAKORLATA, KAPCSOLÓDÓ KOCKÁZATOK ÉS AZOK KEZELÉSE A MAGYAR BANKRENDSZERBEN<sup>86</sup>

A háztartási szektor finanszírozásának a bankok elmúlt háromévi tevékenységében kiemelt szerep jutott, a hitelállomány robbanásszerű bővülése mögött döntően a lakáshitelek felfutása húzódik meg. A lakáshitelezés fellendülése az állami kamattámogatási rendszer 2001 elején történt bevezetésének eredményeként kezdődött meg, a lakáshitel-állomány robbanásszerű bővülése azonban a támogatási rendszer használt lakásokra történő 2002. márciusi kiterjesztését követően figyelhető meg. A kereskedelmi bankok és jelzálog-hitelintézetek együttműködésén alapuló finanszírozási konstrukciók a jelzálog-hitelintézeteket kiemelt helyzetbe hozták, így a lakáshitelezéssel aktívan foglalkozó bankok a három jelzálog-hitelintézet köré szerveződtek. Tanulmányunk gerincét annak bemutatása képezi, hogy a lakáshitelezés robbanásszerű növekedése mennyiben befolyásolta, illetve milyen hatással van a piaci szereplők hitelezési, piaci, illetve működési kockázati kitétségére. A tanulmány a kockázati pontok feltérképezésén túl foglalkozik az üzletág jövedelmezőségi kérdéseivel is. A tanulmány elkészítéséhez szükséges információkat eseti adatszolgáltatás útján a három hazai jelzálog-hitelintézettől, valamint a kilenc legnagyobb piaci részesedéssel rendelkező kereskedelmi banktól kértük be, melyek összességében a hitelintézeti rendszer lakáshitel-állományának közel 87%-át fedik le.

### A HÁZTARTÁSI SZÉKTOR HITELEZÉSÉNEK ALAKULÁSA

A 90-es évek első felében a korábbi állami lakástámogatási rendszer leépítése, a magas infláció és kedvezőtlen gazdasági kilátások a háztartások hitelállományának visszaesését eredményezték. A magas kamatszint és a bankok szűkös termékkínálata következtében a lakáshitelek nem voltak a háztartások részére elérhetőek, a lakásvásárlás, illetve építések lényegében saját erőből valósultak meg. A háztartási szektor finanszírozásának fellendülése az állami kamattámogatási rendszer 2001 elején történt bevezetéséhez köthető, melynek eredményeként a hitelintézeti rendszer eszközállományán belül a háztartás finanszírozásának részaránya az elmúlt három évben folyamatos bővülést mutat (+9,9 százalékpont).

#### IV-1. táblázat

A háztartási szektor hitelállománya 2000. december–2003. szeptember között

Milliárd forint	2000. dec.	2001. dec.	2002. dec.	2003. szept.	Állományváltozás 2000. dec.– 2003. szept.	
					Mrd Ft	Index
<b>Bankrendszer</b>	<b>462,0</b>	<b>700,5</b>	<b>1190,8</b>	<b>1788,3</b>	<b>1326,3</b>	<b>387,1%</b>
– lakáscélú	149,5	263,3	695,1	1217,7	1068,2	814,5%
– fogyasztási, személyi, áru	284,3	403,5	446,7	504,6	220,3	177,5%
– egyéb (folyószámla, lombard)	28,2	33,7	49,0	66,0	37,8	234,0%
<b>Szövetkezetek</b>	<b>132,2</b>	<b>168,6</b>	<b>212,7</b>	<b>260,2</b>	<b>128,0</b>	<b>196,8%</b>
– lakáscélú	38,5	61,0	83,1	102,9	64,4	267,3%
– fogyasztási, személyi, áru	86,7	101,7	123,0	149,5	62,8	172,4%
– egyéb (folyószámla, lombard)	7,0	5,9	6,6	7,8	0,8	111,4%
<b>Hitelintézeti rendszer</b>	<b>594,2</b>	<b>869,1</b>	<b>1403,5</b>	<b>2048,5</b>	<b>1454,3</b>	<b>344,7%</b>
Részesedés a hitelintézeti rendszer eszköz- állományából:	7,3%	9,6%	13,8%	17,2%		

A bankok lakáshitelezésben folytatott aktivitása alapvetően befolyásolta a háztartási szektor finanszírozásán belüli piaci részesedésük alakulását. A lakáshitelezésben aktív bankok jelentősen növelni tudták piaci részesedésüket, míg az üzletágban érdemi aktivitást nem mutató hitelintézetek viszont jelentősebb részaránycsökkenéssel szembesültek.<sup>87</sup>

A lakáshitelezés terén legaktívabb piaci szereplők esetében a lakáshitel-állomány növekményének lényegében

<sup>86</sup> A tanulmány a bankok és jelzálog-hitelintézetek hitelezési gyakorlatát bemutató függelékkel kiegészített változata a <http://www.mnb.hu> oldalon érhető el.

<sup>87</sup> A háztartási szektor lakáshitelezésében legaktívabb tíz piaci szereplő részesedése a hitelállományból folyamatosan növekszik, 2003. szeptember végén mért 87%-os piaci részarányuk 15,1 százalékponttal haladja meg a támogatási rendszer bevezetése előtti 2000. év végi értéket. A vizsgált bankok piaci részesedésének megugrása – a támogatási rendszer használt lakásokra történő kiterjesztésével párhuzamosan – a 2002-es évhez köthető. Mivel tanulmányunk további részében a lakáshitelezésben legaktívabb bankok gyakorlatára összpontosítunk, a szövetkezeti szektort és lakástakarék-pénztárakat érintő folyamatokkal nem foglalkozunk.

## IV-2. táblázat

A lakáshitelezésben meghatározó bankok teljesítménye és részesedése<sup>88</sup>

	2000. dec		2001. dec.		2002. dec.		2003. szept.		Változás 2000. dec– 2003. szept.	
	Lakáshitel- állomány	Piaci részesedés	Lakáshitel állomány	Piaci részesedés	Lakáshitel állomány	Piaci részesedés	Lakáshitel állomány	Piaci részesedés	Mrd Ft	Részarány százalékpont
<b>Vizsgált bankok:</b>	134,9	71,9	240,0	74,0	655,8	84,3	1154,0	87,0	1019,1	15,1

teljes hányada az állami támogatásos konstrukciókban valósult meg, a piaci feltételű állomány érdemi elmozdulást nem mutat.

### A lakáshitel-állomány növekedéséhez hozzájáruló tényezők

#### Ingatlanpiaci tendenciák

A magyarországi lakásvagyon 1990–97 között megfigyelhető fokozatos leértékelődését követően az 1998–2001 közötti időszakot **ingatlanpiaci árrobbanás jellemezte**, melynek háttérében a kedvezőtlen tőzsdei folyamatok, a fokozatosan csökkenő betéti kamatlábak miatt az ingatlanpiac felé forduló hazai és külföldi befektetői érdeklődés, valamint az EU-tagállamok ingatlanpiacának telítettsége következtében megjelenő új külföldi befektetői réteg megjelenése állt. Mivel a növekvő ingatlanárak következtében a lakosság döntő része számára a lakáshoz jutás esélyei csökkentek, egy olyan támogatási rendszer kidolgozására került sor, mely egyrészt változtat a hitelintézetek lakásfinanszírozási passzivitásán, másrészt növeli a lakáshoz jutás esélyeit.

#### Állami lakástámogatási rendelet

A támogatási rendszer (2001/12. Korm. rend.) alapfilozófiája szerint a lakáscélú hitelek kamatai lényegesen a piaci hitelkamatok alá kerültek, ezáltal a termékek a lakosság széles körében elérhetővé váltak. Ennek biztosítására egyrészt maximálták az ügyfelek felé felszámítható kamat és kezelési költség<sup>89</sup> mértékét, másrészt a bankok állami támogatásban részesültek az így kieső jövedelem pótlására. Az eredeti rendeletben végrehajtott változtatások – a 2003. júniusi módosításig – folyamatosan enyhítették a konstrukciók igénybevételének feltételeit és a hitelek felhasználási lehetőségeit, emellett a tényleges támogatás (tőke, kamat, adó) értékének növelését is jelentették. Szabályozási oldalról a legnagyobb lökést a támogatások használt lakásokra történő 2002. márciusi kiterjesztése jelentette. Másrészt a jelzálog-hitelintézetekről és jelzáloglevélről szóló 1997. évi XXX.,

törvény 2001 nyarán történt módosítása a kereskedelmi bankok által nyújtott lakáshitelek jelzálogbankok általi refinanszírozásának, illetve a forrásoldali kamattámogatáshoz jutás működési kereteit teremtette meg.

#### Üzletpolitikai és egyéb strukturális tényezők

#### Makrogazdasági és egyéb strukturális tényezők:

- a makrogazdasági stabilizációval párhuzamosan jelentősen növekedett a háztartások eladósodottsági hajlandósága
- a csökkenő infláció és a magas szinten stabilizálódott nominálbér-emelési elvárások hatására a reálkeresetek jelentősen növekedtek az elmúlt három évben
- a hazai használt lakások döntő többsége magántulajdonú, és még mindig nem terheli jelzálog, ami nagymértékű bevonható fedezetet jelent
- jelentősen csökkent a hitelebírláshoz szükséges információk megszerzésének, illetve az egyéb tranzakciós tételek költsége
- a lakástámogatási rendszer feltételeinek negatív irányú változásával összefüggő várakozások<sup>90</sup> miatt a lakásépítést, illetve -vásárlást eredetileg későbbi időpontra tervező ügyfelek hitelfelvételi döntésüket előrehozták

#### Bankszektor üzleti motivációja:

- a vállalati hitelpiac 2000-re olyan mértékben vált telítetté, hogy egyre több bank fordult a lakossági piac felé aktivitásának fokozása érdekében
- az állami támogatásoknak köszönhetően hosszú távra biztosított átlagon felüli kamatmarzs
- a háztartások nemzetközi viszonylatban alacsony eladósodottsága miatt jelentős növekedési lehetőség

<sup>88</sup> A jelzálog-hitelintézetek állományában csak a saját folyósítású, illetve a konzorciális formában nyújtott hitelek szerepelnek, az önálló zálogjog vásárlásán alapuló refinanszírozói hitelek az eredeti folyósítónál – mivel annak mérlegében maradnak – kerülnek bemutatásra.

<sup>89</sup> A maximálás a bankok által felszámított egyéb díjakra (hitelbírlati díj, ingatlan-értékbecslés díja, folyósítási jutalék stb.) nem vonatkozik.

<sup>90</sup> Lásd 2003. júniusi rendeletmódosítás.



gek a lakossági hitelezési, illetve a lakáshitelezési piacon

- megfelelő ingatlanfedezet – egyéb biztosítékokkal kombinálva – következtében a hitelezési kockázat alacsony szinten tartható
- a nemzetközi és a hazai tapasztalatok szerint az adósok az ingatlanhitelek (saját lakás) visszafizetésénél a legfegyelmezettebbek

### A lakáshitelezési piac főbb termékei és jövedelmezőségük

Az ingatlanzálogjoggal fedezett hitelek között alapvetően megkülönböztethetők a **jelzálogalapú hitelek és a jelzáloghitelek**: a jelzálogalapú hiteleket a folyósító hitelintézet tradicionális forrásokkal, míg a **jelzáloghiteleket** jelzáloglevél kibocsátásán keresztül finanszírozza. Ezenkívül a lakáshitelezési piac termékei a támogatási rendszerben való megjelenés, illetve a támogatási rendelet előírásai miatt a hitelek felhasználásának gazdasági célja szerint különböztethetők meg.

#### Használt és új lakás vásárlását finanszírozó államilag támogatott jelzáloghitelek

A használt és új lakások vásárlását finanszírozó hitelkonstrukciókat tehát elsősorban a támogatási rendelet, illetve annak módosításai határozták meg. A támogatási rendelet **2003. júniusi módosításáig** a bankok a támogatott lakáshitelek túlnyomó részét az alábbi két alapkonstrukció keretében folyósították<sup>91</sup>:

**Forrásoldali kamattámogatásos hitelek:** ötévente változtatható, 6%-os kamat és kezelési költség mellett folyósított hitel, használt vagy új lakás vásárlására, illetve építésére bármely devizabelföldi magánszemély részére. A hitelösszeg maximum 30 millió forint. *(Ezen konstrukciónál a hitel finanszírozására kibocsátott jelzáloglevelek kamatához, hozamához kapcsolódik a támogatás. Mivel Magyarországon csak jelzálog-hitelintézet bocsáthat ki jelzáloglevelet, a támogatás gyakorlatilag ezen hitelintézeteken keresztül jut a bankrendszerbe.)*<sup>92</sup>

**Eszköz-forrás oldali kamattámogatásos (dupla támogatású hitelek):** új lakások vásárlását vagy építését finanszírozó 5 évre fixált és 4,5%-os kamat és kezelési költségben maximált folyósított hitel. Az igénybevétel feltétele 30

millió forintnál kisebb vételár, házaspár vagy gyermekét egyedül nevelő szülő és maximum 10 millió forintos hitelösszeg. *(A támogatás eszközoldali része – szemben a forrásoldali támogatással – közvetlenül a folyósító hitelintézetekhez kerül a hitelösszegek alapján.)*

A fenti termékeken bankrendszeri szinten mintegy 7-9%-os marzs<sup>93</sup> érhető el a rendeletmódosítás előtti folyósítás és refinanszírozást követő első 5 évben<sup>94</sup>. Mivel a jelzáloglevelekhez kapcsolódó támogatáshoz a kereskedelmi bankok csak jelzálog-hitelintézeteken keresztül juthatnak, náluk ennél alacsonyabb marzs jelentkezik. A támogatás egy része a finanszírozó jelzálog-hitelintézetnél marad, melynek aránya a refinanszírozási vagy konzorciális szerződésben kerül meghatározásra. Mivel az elérhető kamatmarzs jelentősen meghaladta a bankrendszeri átlagos értéket, jövedelmezőségi oldalról a hitelintézetek erősen motiváltak voltak.

A **támogatási rendelet módosítása** a felvehető hitelek mértékének változását, valamint a hozzáférési feltételek szigorítását eredményezte.

A forrásoldali támogatásos lakáshitel maximuma 30-ról 15 millió forintra csökkent, az új lakás építésére, vásárlására igénybe vehető kiegészítő kamattámogatású kölcsön maximuma ugyanakkor 10-ről 15 millió forintra emelkedett. Egy háztartás a korábbiaktól eltérően egy időben csak egyféle támogatott hitelt vehet fel. Bár a kiegészítő kamattámogatás mértéke nem változott érdemben, a korábban jellemzően használt lakás finanszírozására használt **forrásoldali támogatásos hitel, illetve a dupla támogatásos hitelkonstrukciók közti különbségek számottevően csökkentek**. Ennek hatására számos bank megszüntette a korábban csak házaspárok vagy gyereket egyedül nevelő személyek részére új lakások vásárlását vagy építését finanszírozó dupla támogatású konstrukciót, így bankrendszeri szinten **a forrásoldali támogatott hitelkonstrukció vált vezértermékké**.

Az új feltételek mellett folyósított és refinanszírozott hitelek kamatmarzsa a támogatás mértékének csökkenése miatt 3,4-5,4%-ra csökkent bankrendszeri szinten<sup>95</sup>. **Az így elérhető, a korábbinál 3-3,5 százalékponttal alacsonyabb kamatmarzs a bankrendszer szereplőinek motivációját véleményünk szerint továbbra is fenntartja, mivel az hosszú távra garantált egy olyan piaci környezetben, ahol a banki átlagos kamatmarzsok<sup>96</sup> csökkenő tendenciát mutatnak.**

<sup>91</sup> Mivel bankrendszeri szinten az 5 évente változó kamatozású hitelek adják a teljes hitelállomány több mint 95%-át, csak ezen termékek jövedelmezőségét vizsgáltuk. A csak kiegészítő kamattámogatással nyújtott hitelek állománya, illetve a bankok ezen terméken elért jövedelmezősége nem jelentős, ezért ezzel a termékkel nem foglalkozunk kiemelten.

<sup>92</sup> A finanszírozási konstrukciókról lásd későbbi fejezet.

<sup>93</sup> A termékeken elérhető marzs alatt a kamatkülönbözetet értjük, beleértve a kamatként viselkedő díjtételeket és támogatási tételeket is. A marzsszámítás nem vonatkozik azokra a speciális konstrukciókra, amelyekben bizonyos türelmi idő után kezdődik csak a hitelek törlesztése.

<sup>94</sup> A bankok a hitelek vagy az önálló zálogjog jelzálog-hitelintézetek számára történő értékesítése során felmerülő költségek (földhivatali bejegyzés, kieső jövedelem stb.) kompenzálására egyszeri 2%-os térítést kaptak az államtól.

<sup>95</sup> A számításról lásd részletesebben a termékjöveldelmezőségről szóló fejezetet.

<sup>96</sup> 2003. félév végén bankrendszeri szinten 3,9% volt az átlagos kamatmarzs. A bankrendszeri kamatmarzsot azonban befolyásolja a kamatozó eszközök és források mérlegen belüli aránya is, míg a jelzáloghitelek esetében ez az arány közel azonos az eszköz-, illetve forrásoldalon.



### Szabad felhasználású piaci kamatozású hitelek

A piaci kamatozású ingatlanzálogjoggal biztosított hitelek felhasználása kötetlen, szemben a támogatott hitelekkel, ahol a támogatáshoz jutás feltétele a hitel rendeltetésszerű (lakásvásárlás) felhasználása. A támogatott hitelkamatok alacsony szintje miatt a piaci kamatozású, jelzálogjoggal fedezett hitelek részesedése csökkent az utóbbi két évben. **A piaci kamatozású hitelek kamatai és a termék jövedelmezősége a támogatott hitelekkel szemben az ügyfelek kockázatosságától és a forrásköltségek nagyságától függ.** A piaci kamatozású kölcsönök nyeresége az ügyfelek felé felszámított kamatokban és egyéb díjakban egyaránt jelentkezhet.

### Forrásszervezés – az aktív oldali tevékenység finanszírozása

Az aktív oldal előzőekben bemutatott dinamikus növekedését a finanszírozási oldal is követte. A jelzálog-hitelezés sajátosságánál fogva a nemzetközi folyamatokhoz hasonlóan olyan forrásbevonási technikákat eredményez, amelyek eltérnek a hagyományos hitelezés finanszírozási formáitól. A megfelelő struktúrák kialakulásában azonban döntő szerepet játszottak a hazai törvényi és rendeleti feltételek is: a forrásoldali állami támogatás a jelzáloglevelek kamatához/hozamához kötődő kamatszubszencián keresztül csökkenti a hitelintézetek forrásköltségét, viszont jelzáloglevelet a magyar jogszabályok szerint csak speciális törvényi előírásoknak megfelelő jelzálog-hitelintézet bocsáthat ki.

Az ingatlanzálogjoggal fedezett banki hitelezés gyakorlata, a hitelezés folyamata az egyes országokban és az országokon belül a finanszírozási technikák mentén különböznek egymástól. Az EU-országokon belül a jelzáloghitelek hosszú lejáratú jelzáloglevelekkel történő finanszírozása két különböző módon mehet végbe<sup>97</sup>:

- **Közvetlen finanszírozás (egyszintű modell):** a jelzálog-hitel nyújtó bank maga rendezi csoportokba a hiteleket és bocsát ki jelzáloglevelet a források biztosítására. Ez a gyakorlat Németországban és Dániában terjedt el széleskörűen.

- **Közvetett finanszírozás (kétszintű modell):** a jelzálog-hitel nyújtó hitelintézet értékesíti a hiteleit egy harmadik intézménynek, aki ezután „pool”-okba rendezi azokat és jelzálog-fedezettű kötvényeket bocsát ki. Ez a gyakorlat elsősorban az angolszász országokban terjedt el.

A hazai gyakorlatban összesen 3 típusú finanszírozási gyakorlatot különböztethetünk meg. Az **önállózálogjog-vásárláson** alapuló refinanszírozási modell a nemzetközi gyakorlatban is ismert közvetett finanszírozás egy speciális válfajának tekinthető, míg a **konzorciális szerződésen** alapuló refinanszírozási modell, illetve a **jelzálog-hitelintézet önálló folyósítású** hiteleinek finanszírozása az egy-szintű forrásszerzés koncepciójának feleltethető meg.

### Önállózálogjog-vásárláson alapuló refinanszírozási modell

A refinanszírozási konstrukció lényege, hogy a jelzálogleveleket kibocsátó jelzálog-hitelintézet önálló zálogjogi értékesítési szerződés alapján refinanszírozza a jelzáloghiteleket folyósító kereskedelmi bankokat. Az önálló zálogjogot a bank az ügyfél hiteltörlesztésének ütemében visszavásárolja. A jelzáloglevelek fedezetét az önálló zálogjoggal biztosított refinanszírozói hitelek jelentik. Mivel a jelzáloghitelek az eredeti folyósító mérlegében maradnak, a hitelkockázatot, illetve az előtörlesztés kockázatát az eredeti hitelező és közvetve a jelzálogbank viseli. A jelzáloglevélbe fektetőknek minimális a kockázata, mivel a partnerbank esetleges csődje esetén a jelzáloghitelek a jelzálog-hitelintézetet illeti meg.

### Konzorciális szerződés alapú finanszírozási modell

A konzorciális szerződés értelmében a kereskedelmi bank, illetve a jelzálogbank hitelezői konzorciumot alkotnak, amelynek keretében a tagok értékesítik a terméket hálózatukban. A hitelnyújtást követően a jelzálogbank megvásárolja a hiteleket, amelynek így kikerülnek a kereskedelmi bank mérlegéből. A hitelezési kockázatok tehát a jelzálog-hitelintézetnél jelentkeznek. A konzorciumi tagok közti jövedelemmegosztás alapja a vállalt feladatok és kockázatok nagysága. A jelzálog-hitelintézet a megvásárolt jelzáloghitelek fedezete mellett jelzálogleveleket bocsát ki.

### IV-3. táblázat

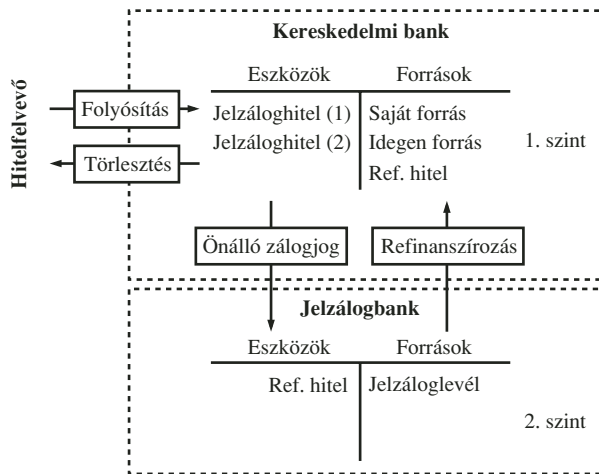
**A meghatározó piaci részesedéssel rendelkező bankok hitelállományának termék szerinti összetétele 2003. szeptember 30-án (milliárd forint)**

	Lakáscélú jelzáloghitel				Lakáscélú jelzálog-alapú hitel		
	Forrásoldali kamattámogatásos	Dupla támogatásos	Piaci kamatozású	Összesen	Kiegészítő kamattámogatásos	Piaci kamatozású*	Összesen
<b>Vizsgált bankok összesen:</b>	<b>683,6</b>	<b>235,3</b>	<b>2,0</b>	<b>920,9</b>	<b>10,3</b>	<b>222,7</b>	<b>233,0</b>

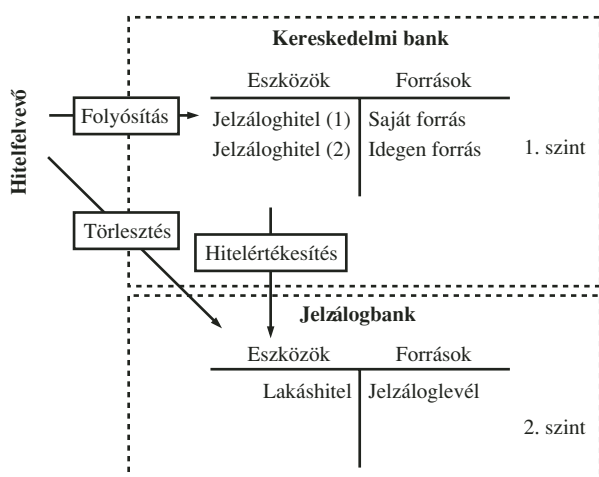
\* A piaci kamatozású hitelek között tüntettük fel az egyéb támogatott hiteleket is.

<sup>97</sup> Részletesebben lásd Vincze Judit: A jelzáloglevelek piaci helyzete és fejlődési irányai, Hitelintézeti Szemle 2002/3.

**IV-15. ábra**



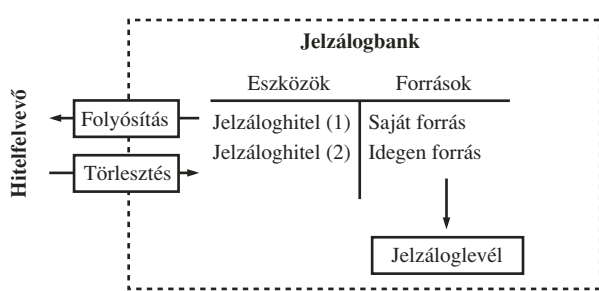
**IV-16. ábra**



**Jelzálog-hitelintézet önálló folyósítású hiteleinek finanszírozása**

A jelzálogbank saját vagy ügynökhálózatán keresztül folyósított hiteleit jelzáloglevelek kibocsátásával finanszírozza. A tranzakció során mind a hitelek, mind a jelzáloglevelek a jelzálogbank mérlegében maradnak.

**IV-17. ábra**

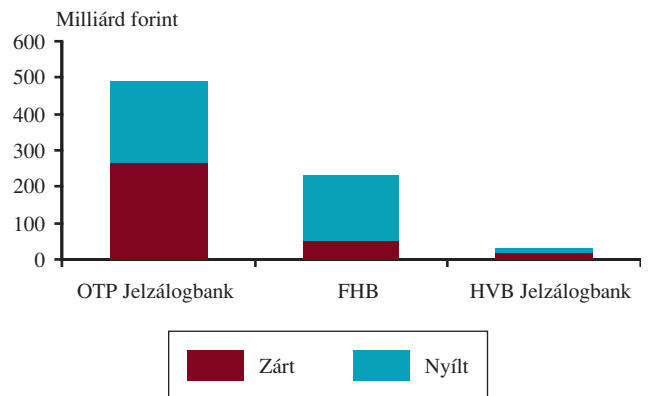


Mindhárom modellben központi szerepet játszanak a jelzálog-hitelintézetek, amelyek a lakáshitelezési piac struktúráját is meghatározzák. Jelenleg 3 jelzálog-hitelintézet működik a magyar bankrendszerben, és véleményünk szerint hosszabb távon sem várható új piaci szereplő megjelenése. A 2003. szeptember végén még állami tulajdonban lévő **Földhite- és Jelzálogbank**<sup>98</sup> önállózálogjog-vásárláson alapuló refinanszírozási szerződést kötött kilenc kereskedelmi bankkal, konzorciális szerződést kötött 62 takarékszövetkezettel. Az FHB ezen partnerein kívül ügynökökön, illetve saját értékesítési hálózatán keresztül saját maga is folyósít lakáshiteleket. A 100%-os anyabanki tulajdonban lévő **HVB Jelzálogbank** önálló zálogjogon alapuló refinanszírozási szerződést kötött négy kereskedelmi bankkal. Ezenkívül a lakáshitelek korlátozott körét saját folyósításban is nyújtja. A szintén 100%-os anyabanki tulajdonban lévő **OTP Jelzálogbank** egyelőre csak az anyabankkal kötött konzorciális szerződés keretében folyósítja lakáshiteleit.

2003. szeptember végén a három jelzálog-hitelintézet kibocsátott jelzáloglevél-állománya 752,8 milliárd forintot tett ki, amelyből 420,2 milliárd forintnyit<sup>99</sup> nyilvános forgalomba hozatal útján értékesítettek. A ténylegesen nyilvánosan kibocsátott jelzáloglevelek hozama az állampapír-piaci hozamoknál 60-150 bázisponttal volt magasabb.

**IV-18. ábra**

**A jelzáloglevél-piac összetétele kibocsátók szerint 2003. szeptember 30-án**



**KOCKÁZATOK A LAKÁSHITELEZÉS VISZONYLATÁBAN**

A bankok és jelzálog-hitelintézetek lakáshitelezési gyakorlatát és a folyamat sajátosságaiból adódó kockázatonövelő tényezőket az alábbi ábrán feltüntetett kockázati pontok alapján értékeltük. A hitelezés gyakorlatában az árazási politikát leszámítva nincsen érdemi különb-

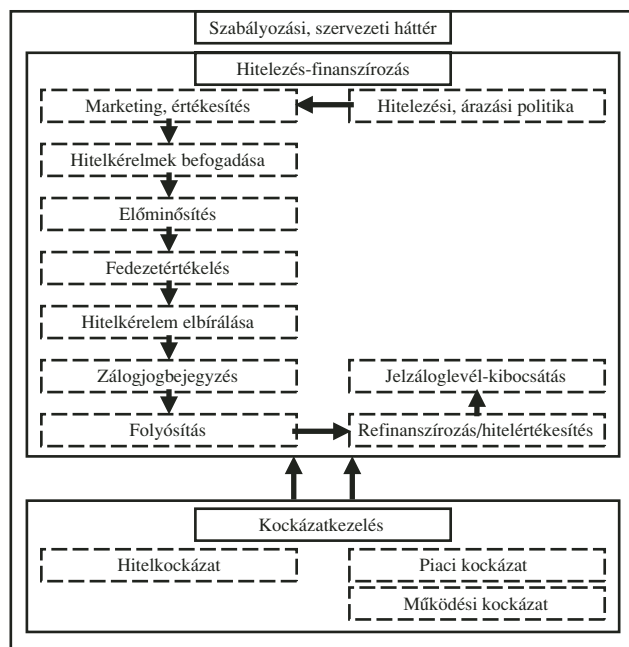
<sup>98</sup> A tulajdonos a jelzálog-hitelintézet 50%-1 tulajdonrészének privatizációjáról döntött, melyre 2003 novemberében kerül sor.

<sup>99</sup> Az OTP Jelzálogbank 222,2 milliárd forint értékű nyilvánosan kibocsátott jelzáloglevele az anyabank jegyzési elsőbbsége miatt gyakorlatilag zárt kibocsátásának tekinthető.

ség aszerint, hogy piaci kamatozású vagy támogatott hiteltől van-e szó.

#### IV-19. ábra

#### A lakáshitelezés folyamatábrája



#### IV-1. keretes írás

**A lakáshitelezés gyakorlatával kapcsolatban előzetesen az alábbi elvárásokat fogalmaztuk meg:**

A **belső szabályzatok, valamint a szervezeti felépítés** a lakáshitelezés keretfeltételeit határozzák meg. Elvárásaink szerint a szabályzatok, illetve a szervezeti felépítés a lakáshitelezés specialitásait a lehető legnagyobb mértékben figyelembe veszik és központi kialakításúak. A kockázatkezelési terület szempontjai már ezen a szinten érvényre kell, hogy jussanak.

A **hitelezési politikában** a bankok rövid és középtávú stratégiai elképzeléseket, valamint hitelállományra, portfólióminőségre és jövedelmezőségre vonatkozó elvárásokat fogalmaznak meg. A hitelezési politika vagy a termékszabályozás szintjén portfóliószintű limitok, illetve kizáró vagy korlátozó feltételek meghatározása elvárás. A támogatott hitelek **árazását** nagymértékben korlátozzák a törvényi előírások. A piaci kamatozású hitelek esetében a felszámított kamatoknak és díjaknak azonban szoros kapcsolatban kell lennie az ügyfélkockázattal. Hosszabb távon a támoga-

tott és piaci kamatozású hitelek árazási gyakorlatának egyre nagyobb hasonlóságot kell mutatnia.

Az **előzetes hitelbírálattal** elvárásaink szerint tehermentesítheti az egyébként is túlterhelt middle-office területeket. A hitelezés folyamatában a fedezetül felajánlott **ingatlanok értékelése, az ügyfélminősítés (scoring)** és a kapacitásvizsgálat együttesen kell, hogy alapját képezzék a hitelkérelmek elbírálásának. A jelentős keresletnövekedés, illetve a háztartások hiteltörlesztési tapasztalatlansága miatt az ügyfélminősítés és a jövedelemvizsgálat döntésbeli súlyának esetleges csökkenése jelentős kockázatnövelő tényező lehet. A hitelkérelmek elbírálásánál a kockázatkezelési terület részvétele álláspontunk szerint kiemelt fontosságú.

A **zálogjog bejegyzését és a hitelfolyósítást követően** a bankoknak minél hamarabb hosszú lejáratú forráshoz kell jutniuk, ami egyrészt kiegyenlíti az átárazódási részt, másrészt a támogatás jelentős részéhez csak ezt követően jutnak<sup>100</sup> hozzá. A jelzálog-hitelintézet refinanszírozása, illetve a hitelértékesítés feltétele, hogy az átvett, illetve refinanszírozott hiteleket minél rövidebb idő alatt a rendes fedezetek közé lehessen sorolni, amelyet követően megkezdődhet a **jelzáloglevél-kibocsátás**. A jelzáloglevélterítés lehetőségeit és a hozamfelár nagyságát a belföldi értékpapírpiac sajátosságai jelentősen befolyásolják.

A lakáshitelezéshez kapcsolódó **kockázatkezelési tevékenység**, hasonlóan a teljes banki kockázatkezelési gyakorlathoz, alapvetően a felmerülő hitel, piaci, valamint működési kockázatok kezelését végzi, figyelembe véve a lakáshitelezés specialitásait.

Annak ellenére, hogy – a lakáshitelezés jelenlegi felfutási szakaszából következőleg – a **hitelkockázatot** meghatározó portfólióminőség lényegesen jobb a banki átlagoknál, a követelésminősítés és értékvesztés-elszámolás szabályozásánál elvárás az egyértelmű definiáltság. A monitoring széles körű információigényt támaszt, melynek alapján a portfólió minőségének jövőbeli alakulása is becsülhető.

A hitelállomány robbanásszerű növekedésének hatása van a bankok és jelentős hatása a

<sup>100</sup> Forrásoldali kamattámogatás, finanszírozáshoz kapcsolódó költségtérítés.

jelzálog-hitelintézetek **kamat-, illetve likviditási kockázatára** is. Mivel a pozíciók többsége jelzálog-hitelintézethez kerül, ezeknél elvárás a kamat-, illetve likviditási kockázat-kezelés lakáshitelezési specifikumokhoz való igazítása. A refinanszírozás, illetve hitelértékesítés technikai lebonyolítása nem eredményezheti a kamat és likviditási kockázat indokolatlan növekedését.

A lakáshitelezésben lévő **működési kockázatok** (visszaélés a fedezetértékeléssel, hitelek nem rendeltetésszerű használata, informatikai rendszer hibáiból eredő károk stb.) elvárásaink szerint a teljes állományhoz viszonyítva nem jelentősek.

Az alábbi fejezetekben bemutatjuk, hogy a lakáshitelezés előzőekben ismertetett robbanásszerű növekedése a hitelezés általunk felvázolt folyamata alapján mennyiben befolyásolta, illetve milyen hatással van a piaci szereplők **hitelezési, piaci, illetve működési kockázati kitétségére**<sup>101</sup>, valamint ezek fedezetét is biztosító termékjövödelmezőségre.

#### Hitelkockázat

A lakáshitel-portfólió minősége az **ügyfelek fizetőképességétől** és a **fedezeti portfólió értékének várható alakulásától** függ. Az ügyfelek törlesztési magatartását elsődlegesen jövedelmi helyzetük befolyásolja, a hitelek mögötti ingatlanok értékének negatív irányú elmozdulása pedig az általános és lokális ingatlanpiaci folyamatok függvénye. A fizetőképesség alakulását befolyásolják még a lakáscélú állami támogatásokról szóló kormányrendelet változásai<sup>102</sup> és a banki stratégiák piaci igényekhez való igazítása (magasabb hitelfedezeti arányok, tőketörlesztési moratórium bevezetése) is.<sup>103</sup>

A lakáshitel-portfólió minősítése jobb képet mutat a teljes banki portfóliók minőségénél, ezen belül a piaci kamatozású portfólió minősége jelentősen elmarad a támogatott hitelekéhez képest. 2002. év végéig a **támogatott hiteleken mindössze 1,17 milliárd forintnyi, a piaci kamatozású hiteleken pedig 1,67 milliárd forintnyi értékvesztést** számoltak el a vizsgált hitelintézetek, melynek **portfólióhoz viszonyított aránya a piaci kamatozású hitelek esetében 1,2%, a támogatott hitelek esetében pedig mindössze 0,2% volt.**

#### A hitelkockázati kitétség mértéke az ügyfelek fizetőképessége alapján

A lakásfinanszírozási banki követelések minősítését, a céltartalék-képzési folyamatot a PM rendeletben foglaltak alapján a bankok vezérigazgatói utasításban szabályozzák, melynek alapján a követelésminősítés, valamint az értékvesztések képzése havi, illetve negyedéves gyakoriságú, amelynek során **a hitelek késedelme szolgál a minősítés alapjául.**

**A késedelmes hitelek aránya a támogatott hitelek esetében átlagosan mindössze 4,3%, míg a piaci kamatozású hitelek esetében 9% volt 2002. év végén.** A késedelmek legnagyobb aránya 30 napon belüli, ami inkább fizetési pontatlanságra, mint krónikus nemfizetésre utal. A piaci kamatozású hitelek fizetési késedelmének magasabb aránya az enyhébb végrehajtási szabályok, valamint az idősebb portfólió eredménye. Az adósok támogatott hitelek esetében mutatott fizetési fegyelme (30 napon túli késedelmes hitelek mindössze 0,9%-os aránya) a vizsgált időpontban kiemelkedő volt.

Mivel a lakáshitel-portfólió közel 70%-át egy éven belül folyósították a bankok, a fizetési késedelem, illetve a portfólió minősége jelentősen változhat a hitelek futamideje alatt. A hitelportfólió végső lejáratára 5–25 év között mozog, és folyamatosan növekszik, míg a felvett hitelek

#### IV-4. táblázat

##### A vizsgált bankok összesített lakáshitel-portfóliójának minősítési kategóriák szerinti megoszlása

2002. 12. 31.	Problémamentes		Nem problémamentes			Összesen	
	Bruttó	Arány	Nettó	Bruttó/nyilv.	Arány	Nettó	Bruttó/nyilv.
Támogatott hitelek	509 508	98,9%	4 246	5 418	1,1%	513 754	514 926
Piaci kamatozású hitelek	135 097	95,9%	4 152	5 826	4,1%	139 249	140 922
<b>Összesen</b>	<b>644 605</b>	<b>98,3%</b>	<b>8 398</b>	<b>11 243</b>	<b>1,7%</b>	<b>653 003</b>	<b>655 848</b>

<sup>101</sup> A hitelintézetek kockázati kitétségére vonatkozó megállapítások a 2002. év végi adatokon, valamint a beküldött kérdőívek értékelésén alapulnak.

<sup>102</sup> Például a lakáshitelek törlesztéséhez kapcsolódó adókedvezmények szigorítása.

<sup>103</sup> A lakosság jövedelmi helyzetéből, valamint az ingatlanok értékváltozásából eredő kockázatokkal részletesen az MNB 2002. decemberi Stabilitási jelentésének háttér tanulmányai foglalkoznak.



## IV-5. táblázat

## A vizsgált bankok lakáshitel-portfóliójának megoszlása fizetési késedelem alapján

2002. 12. 31.	Piaci kamatozású hitelek		Támogatott hitelek	
	Millió Ft	Megoszlás (%)	Millió Ft	Megoszlás (%)
Fizetési késedelem nélkül	128 281	91,0	492 627	95,7
< 30 nap	6 751	4,8	17 427	3,4
30-60 nap	2 118	1,5	2 124	0,4
60-90 nap	692	0,5	595	0,1
90-180 nap	987	0,7	911	0,2
180-360 nap	1 074	0,8	730	0,1
>360 nap	1 019	0,7	512	0,1
<b>Összesen</b>	<b>140 922</b>	<b>100,0</b>	<b>514 926</b>	<b>100,0</b>

korösszetétele rendkívül fiatal. A következő években a kiugróan sikeres 2003-hoz képest várhatóan lassul a növekedési ütem, a portfólió átlagos kora pedig öregedni fog.

A refinanszírozott lakáshitelek esetében az átlagos hitelösszeg 4-5 millió<sup>104</sup> forint közé esik, amely 6%-os kamattal, 15 éves lejáratral számolva 37 973 forintos átlagos havi törlesztőrészletet eredményez. Ez a 2002. évi átlagos havi nemzetgazdasági nettó keresetek (KSH) alapján és két aktív keresős családmódelben az átlagos család nettó bérének 24,4%-os terheltségét jelentette. Mivel a hitelezés kezdeti szakaszában valószínűleg a jobb jövedelmi helyzetűek vettek fel hiteleket, az átlagos terheltség feltehetőleg alacsonyabb.

## A hitelkockázati kitettség mértéke a bevont fedezetek alapján

A bank által egy adott ingatlanhoz kapcsolódóan **nyújtható hitel értéke** a bankok gyakorlatában **a hitelbiztosítéki érték 60-70%-ában kerül maximálásra (LTV)<sup>105</sup>**, ami így a tényleges forgalmi értéknek<sup>106</sup> mindössze 55-60%-át jelenti. A nem jelzáloglevéllel finanszírozott hitelek esetében ugyanakkor az egyes bankok által előírt LTV-értékek ennél magasabbak is lehetnek. **A banki termékszabályzatok szintjén ettől szigorúbb (30-50%-os) limitek is megjelenhetnek.**

A bankok fedezetértékelési szabályzatai alapján lakáshitel fedezeteként csak Magyarország területén levő perés tehermentes, önállóan forgalomképes ingatlan szolgálhat.

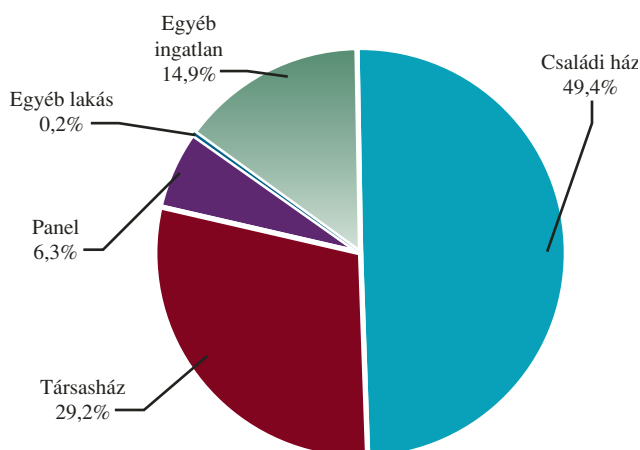
## IV-6. táblázat

## A lakáshitel-állomány kor és végső lejárat szerinti összetétele

Lakáshitel kora 2002. 12. 31.	Megoszlás (%)	Végső lejárat 2002. 12. 31.	Megoszlás (%)
Kevesebb, mint 1 éves	69,7	5 év alatti	2,4
1 és 2 év közötti	15,7	5-10 év közötti	25,8
2 és 3 év közötti	7,1	10-15 év közötti	22,1
3 év 4 év közötti	0,6	15-20 év közötti	31,6
4 év és felette	6,9	20 év feletti	18,1
<b>Összesen</b>	<b>100,0</b>	<b>Összesen</b>	<b>100,0</b>

## IV-20. ábra

## Fedezetek ingatlantípus szerinti átlagos megoszlása



A bevont fedezetek **területi megoszlását** illetően az ország nyugati felében a bővebb kínálat, valamint a lakosság magasabb jövedelmi potenciálja következtében az új lakások iránt mutatkozik erőteljesebb kereslet. Kelet-Magyarországon ezzel szemben továbbra is a használt lakásokat keresik jobban, mivel ebben a térségben kevés új lakás épült. Az ingatlanüzletek – ezzel összefüggésben pedig a hitelfelvételek – döntő hányada a fővárosra, illetve a nagyobb vidéki városokra koncentrálódik, a városok környéki települések jelentős részén gyakorlatilag eladhatatlanok a házak, ami a városokban élő népesség koncentrációjának emelkedése következménye.

Mivel az alacsony ingatlanforgalmú kistelepüléseken lévő, fedzetként bevont ingatlanok értékesítése a hitel

<sup>104</sup> Az átlagos hitelvolumenre vonatkozóan megbízható adat nem áll rendelkezésre, ezért a jelzálog-hitelintézetek által több fórumon közölt 4-5 millió forintos nagyságrendet vettük alapul.

<sup>105</sup> A jelzálog-hitelintézeti törvény szerint a jelzáloglevelek rendes fedezetébe csak a hitelbiztosítéki érték 60%-a kerülhet, további 10% kerülhet a pótfedezetek köré. Ez alapján a jelzáloglevéllel finanszírozott hitelek esetében a bankok maximum 70%-os LTV-arányt fogadnak el.

<sup>106</sup> Az ingatlanárak várható alakulásával részletesen Kiss Gergely: Lakás piac és pénzügyi stabilitás az EU-csatlakozás fényében című tanulmánya foglalkozik (MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2002. december).

## IV-7. táblázat

A hitelállomány LTV-arány szerinti átlagos megoszlása (százalék)<sup>107</sup>

2002.12.31.	Piaci kamatozású hitelek	Támogatott hitelek
20% alatti	65,6	18,1
20–30% közötti	9,0	6,7
30–40% közötti	7,1	11,3
40–50% közötti	8,7	15,6
50–60% közötti	5,3	32,2
60–70% közötti	2,0	15,2
70% feletti	2,3	0,8
<b>Összesen</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## IV-8. táblázat

## A hitelállomány földrajzi régiók szerinti megoszlása

2002. 12. 31.	Megoszlás	
	Milliárd Ft	Százalék
Budapest + Pest megye	342,4	52,2
Dél-Alföld	67,6	10,3
Közép-Dunántúl	63,0	9,6
Nyugat-Dunántúl	52,5	8,0
Kelet-Magyarország	49,2	7,5
Dél-Dunántúl	42,6	6,5
Észak-Magyarország	38,7	5,9
<b>Összesen</b>	<b>655,8</b>	<b>100,0</b>

esetleges bedőlése esetén nehézségekbe ütközhet, **szükségesnek tartjuk** valamennyi bank esetében a **hitelkezési politika szintjén a portfólió földrajzi kitétségét szabályozó limitrendszer kidolgozását.**

*A hitelkezési és kockázatkezelési gyakorlatból eredő kockátnövelő tényezők*

A hitelkezési politikák hiányosságai

A vizsgált bankok **hitelkezési politikáinak tartalma és részletezettsége jelentős színvonalbeli különbségeket mutat**, a vizsgált bankok közül öt rendelkezik olyan kidolgozottsági fokú hitelkezési politikával, amely a volumenre és jövedelmezőségre vonatkozó elvárások mellett részletesen kitér a kockázatvállalási hajlandóság mértékére is. Három bank esetében a hitelkezési politikák a célcsoportok, a fejlődési irány és a kitűzött célok tekintetében **általánosságokat** fogalmaznak meg. Ezen bankok hitelkezési politikái lényegében csak hitelállomány növelésére, illetve a portfólió minőségének szinten tartására

vonatkoznak, nem tartalmaznak ugyanakkor előírásokat arra nézve, hogy ezt milyen feltételek (ügyletkör, termékek, IT-fejlesztés stb.) mellett lehet megvalósítani. **Ebből eredően a legfontosabb rövid és középtávú célok inkább mennyiségi** (piaci részesedés növelése), **mint kockázati szempontúak.** A vizsgált bankok többsége a hitelkezési politika szintjén a lakáshitelezés vonatkozásában konkrét limiteket nem, vagy csak részben határoznak meg, portfóliószintű részletes kockázati limiteket mindössze két bank hitelkezési politikája tartalmaz, egy bank pedig termékszintű limiteket alkalmaz.<sup>108</sup>

Belső szabályozási háttér hiányosságai

A belső szabályzatoknál hiányosság, hogy **folyamat-szemléletű szabályzatok kialakítására csak néhány bank esetében került sor**, amelyek nem fedik le a hitelkezési folyamat valamennyi lépését. Problémát jelent továbbá, hogy a bankok nem rendelkeznek a lakáshitelezés által generált piaci kockázatokra (kamat; likviditási) vonatkozó speciális szabályzattal.

A hitelkezési és kockázatkezelési területek felsőbb vezetői szintekre jellemző összefonódása

A beküldött válaszok alapján valamennyi bank rendelkezik a lakáshitelezési tevékenység egyes folyamatait ellátó önálló szervezeti egységekkel, **a hitelkezési és kockázatkezelés valamennyi bank esetében főosztályi, illetve igazgatósági szinten elkülönül egymástól. Aggályosnak tartjuk**, hogy több esetben a két szakterületet **felsőbb szinten ugyanaz a vezérigazgató-helyettes vagy ügyvezető felügyeli.**

Hitelinformációs rendszerek által nyújtott lehetőségek kihasználatlansága

A BAR-ból származó információk hatékony felhasználásával a bankok már a hitelkérelem benyújtásakor kiszűrhetik a nem hitelezhető ügyfeleket. A nyilvánvaló előnyök ellenére **a bankok jelentős különbséget mutatnak a hitelinformációs adatbázisok felhasználását illetően.** A beérkezett válaszok alapján két bank a rendszert az előminősítéskor egyáltalán nem használja, egy további bank pedig nem rendeltetésszerűen, mivel csak a végső hiteldöntéskor veszi figyelembe az ebből származó adatokat. A hitelinformációs rendszer hatékony felhasználása csak négy vizsgált bank gyakorlatában figyelhető meg.

Visszaélések a fedezetértékeléssel összefüggésben

Mivel a fedezetértékelés eredménye alapvetően befolyásolja a hitelhez jutást és annak volumenét, valamennyi bank esetében előfordultak olyan esetek, melyek az ér-

<sup>107</sup> A piaci kamatozású hitelek körében a 20% alatti LTV-értékkel rendelkező hitelek magas részaránya olyan több évvel ezelőtt folyósított kihelyezésekre utal, melyek jelentős hányada időközben törlesztésre került.

<sup>108</sup> A többi bank esetében az egyes szegmensekre vonatkozó kizáró feltételek és korlátozó limitek a banki belső szabályzatokban kerültek rögzítésre, melyeket az egyedi ügyletek elbírálásakor érvényesítenek.



tékelési eljárás folyamatának vagy eredményének megmásítására törekedtek. A prudens hitelezési gyakorlat folytatása érdekében a bankok **a külsős értékbecslő cégekkel olyan megállapodás megkötésében érdekeltek, amely akár gondatlan kezelés, akár vétlen hibából adódó tévedés vagy gyanú esetén a cég kizárását vonja maga után.** A jelzálog-hitelintézetek egy részének gyakorlatában ezenfelül az értékbecslő cégek közötti szakmai rotáció is biztosítva van azáltal, hogy évente a legrosszabb eredményt produkáló cégek automatikusan kizárásra kerülnek.

#### Scoring rendszerek hiányosságai

A bankok többsége által alkalmazott **scoring rendszerek fejletlensége következtében az ügyfelek kockázati szempontú felosztásának és felülvizsgálatának feltételei a rendelkezésre álló idősorok rövidege miatt csak hosszabb távon biztosíthatóak. Az alkalmazott scoring rendszerek egyelőre nem vizsgálják tudatosan „behaviour” típusú (a hitelfelvevő banki előélete) tényezőket.** Két hitelintézet a hitelebírlás során pedig nem alkalmaz scoringot, illetve hitelkapacitás-vizsgálatot, hanem csak a termékszabályzatokban leírt minimumfeltételek meglétét ellenőrzi. A két bank eljárása a lakossági piacon szerzett tapasztalataik miatt és a jól meghatározott minimumfeltételek mellett kiugróan magas kockázatot nem jelent ugyan, de az ügyfél-minősítési rendszerük modernizálását elkerülhetetlennek tartjuk. A scoring és a hitelebírlás további hiányossága, hogy a jövedelmi helyzet nem minden esetben kerül megfelelő súllyal vizsgálat alá. A hiteldöntésben a jövedelmi helyzet a scoringnál vagy hitelminősítésnél általában alacsonyabb súllyal kerül figyelembevételre.

#### Monitoring fókuszának korlátossága

A hitelintézetek a hitelezés felfutásának időszakában többnyire az értékesítésre, folyósításokra helyezik a hangsúlyt a monitoring, ebből következően pedig a hitel futamideje alatt potenciálisan felmerülő kockázatok alapos feltérképezésének háttérbe szorulásával. A lakáshitelek 10 évet meghaladó átlagos futamidejénél fogva jelentős kockázati tényezőt jelent, hogy a vizsgált bankok többsége az adósok jövedelmi helyzetének rendszeres ellenőrzését a hitel kihelyezését követően nem végzi el, az ügyfélminősítés, illetve a bankok figyelme elsődlegesen az adósok fizetési készségének (fizetési késedelem) nyomon követésére korlátozódik. A jelzálogbankok a refinanszírozott, illetve a konzorciális formában nyújtott hitelek esetén a fedezetek ellenőrzésére helyezik a fő hangsúlyt, ami azonban a refinanszírozói szerepkörben nem növeli lényegesen a kockázatukat. A fejlett scoring és scorcardok hiánya miatt az adósok jövedelmi helyzetét, illetve egyéb tényezőket a szükségesnél alacso-

nyabb mértékben vizsgálják a monitoring során, ami különösen a gyengébb vagyoni helyzetű ügyfelekkel rendelkező bankok esetében jelenthet kockázatot.

#### Fedezetek korlátozott értékesíthetősége

A fedezetek érvényesíthetőségének időigénye függ az adós együttműködési készségétől, az ingatlanpiac állapótól és az ingatlan elhelyezkedésétől. Forrástámogatott hitelek esetében **a kölcsön- és zálogszerződés kötelező közokiratba foglalása lehetővé teszi a peres eljárás nélkül történő végrehajtást.** Így viszonylag gyorsan (6-10 hónap alatt) jut el a bank által kezdeményezett végrehajtási eljárás az ingatlan árverezéséig. A támogatott hitelek tekintetében **több bank nem rendelkezik még tapasztalatokkal, mivel a végrehajtási eljárás befejeződéséig egy bedőlt hitelük sem jutott még el.** A már gyakorlatot szerzett bankok kedvező tapasztalatokról számoltak be. Ennek háttérében a szigorú fedezetértékelés alapján megállapított hitelbiztosítéki érték és az ehhez kapcsolódó hitelezési szabályok húzódnak meg. Piaci kamatozású hitelek esetében, ahol a szerződés közokiratba foglalása kötelező jelleggel nem történik meg, hosszabb, akár 2-3 éves jogi procedúra végén jut el a bank az ingatlan árverezéséig. Ebben az esetben a követelés mértéke jelentősen növekszik a késedelmi kamatok miatt, melynek teljes megtérülésére ekkora időhorizonton már nem lehet számítani.

#### Piaci kockázatok

##### Kamatkockázat

Mivel a lakáshitelezés alapvetően hosszú lejáratú (5–20 év) hitelezést jelent, az eszközök, illetve a források átárazódási idejének összehangolása kiemelt fontosságú a kamatkockázat szempontjából. Tekintve, hogy a lakáshitelezés vezérterméke alapvetően az 5 évente változó kamatozású<sup>109</sup> hitel, a források átárazódási idejét is ehhez célszerű igazítani. A 90 napos kumulált forintgap mérlegfőösszeghez viszonyított aránya a vizsgált időszakban bankrendszeri szinten nem mutatott trendszerű változást, ami alapján a lakáshitelezés ténylegesen nem befolyásolta jelentősen a bankrendszer kamatkockázati kitétségét. Ezt elsősorban az eredményezte, hogy a támogatott hitelállomány bővülését gyakorlatilag teljes egészében hosszú lejáratú fix kamatozású jelzáloglevél kibocsátásával finanszírozta a bankrendszer, és a rövid lejáratú változó kamatozású forrásokra támaszkodás csak átmeneti időszakokra volt jellemző.

A bankrendszeri szinten trendszerű változást nem mutató kamatkockázati kitétség a finanszírozott kereskedelmi bankoknál, illetve a jelzálog-hitelintézeteknél azonban jelentősen különbözik.

<sup>109</sup> Bár rendeletmódosítást követően lehetséges ennél hosszabb időre is fixálni a kamatot, a bankok egyelőre csak kis számban nyújtanak ilyen hiteleket.

### Finanszírozott kereskedelmi bankok

A **refinanszírozott** kereskedelmi bankok számára a jelzálog-hitelintézetek általában havonta jegyznek refinanszírozási kamatot, amelynek mértéke a forrásköltségtől, illetve az állami támogatás nagyságától<sup>110</sup> (amelyet a bank megoszt a jelzálog-hitelintézettel) függ. A hitelek és a források átárazódási ideje így a kereskedelmi bankok lakáshiteleinél és az azokat finanszírozó forrásoknál közel azonos, ami miatt a tevékenységnek nincs jelentős hatása a bankok teljes kamatkockázati kitettségére. A **konzorciális** szerződés keretében folyósított hitelek átkerülnek a jelzálog-hitelintézet mérlegébe, így kamatkockázat csak a folyósítás és hitelértékesítés közti időben (általában 30 nap) jelentkezik az eredeti folyósítónál, amelynek nagysága nem számottevő.

### Jelzálog-hitelintézetek

A jelzálog-hitelintézetek átlagosnál nagyobb és elméletileg folyamatosan növekvő pozitív forintgap értékét az eredményezi, hogy az annuitásalapú hitelek és a végtörlesztésű jelzáloglevelek durationje különbözik. Az aktivitás növekedése miatt így a 90 napos forintgap/mérlegfőösszeg mutató és a kamatkockázat folyamatosan növekszik, amelynek negatív hatásait kamatderivatívok alkalmazásával lehetne csökkenteni. Az eszközök és források átárazódási idejének összehangolása a hitelintézetek indulásakor is probléma volt, amikor még csak saját folyósítással foglalkoztak<sup>111</sup>. Ekkor ugyanis a folyósítások, illetve a jelzáloglevél-kibocsátás közötti időszakok hosszabbak, a kibocsátások pedig rendszertelenek voltak. A korábbiaknál nagyobb volumenű és rendszeresebb hitelek mérlegbe kerülését azonban a jelzáloglevél-kibocsátások is pontosabban követik.

### Az előtörlesztés kamatkockázata

A kamatkockázat nagyságát jelentősen befolyásolja, hogy a kereskedelmi bankok, valamint a jelzálog-hitelintézetek a Ptk. előírásai miatt ügyfeleik felé nem zárhatják ki az előtörlesztést. Bár a bankok a jövedelemkiesés pótlására előtörlesztési díjat felszámíthatnak, ettől függetlenül a kamatkockázati kitettség az előtörlesztés tömegessé válásával jelentős mértékben megemelkedhet.

Az előtörlesztés a gap értékét pozitív irányba mozdíthatja, mivel ebben az esetben az előtörlesztett hitel (aktíva) 30 napon belül átárazódóvá válik. A **kereskedelmi bankoknál** a lakáshitelek előtörlesztése esetén jelentke-

ző gapnövekedés csak abban az esetben jelent tényleges kamatkockázat-növekedést, ha azok ezt nem hárítják (azaz ők is előtörlesztnek) a finanszírozó jelzálog-hitelintézetek felé.<sup>112</sup> A kereskedelmi bankok lakáshitel-állományának azonnali 50%-os előtörlesztése a mérlegfőösszegegen belüli továbbra is alacsony arányuk miatt átlagosan mindössze 1-5 százalékpontos gapnövekedést eredményezne.

A **jelzálog-hitelintézeteknél** a kintlevőségek (saját folyósítású lakáshitel + refinanszírozói hitel) nagyarányú előtörlesztése már tényleges és jelentős elmozdulást eredményezne a forintgapben pozitív irányba. Az előbbiekben említett 50%-os előtörlesztési arány ebben az esetben akár 30–40 százalékpontos gapnövekedést is eredményezhet. Mivel azonban a jelzáloglevelekre vonatkozó fedezeti előírásoknak a jelzálog-hitelintézeteknek mindenkor meg kell felelniük, az előtörlesztett összeget újrafolyósítani vagy állampapírba (és így pótfedezetek közé kell sorolni<sup>113</sup>) kell helyezni, ami automatikusan csökkenti a kamatkockázati kitettség mértékét.

### *A hitelezési és kockázatkezelési gyakorlatból eredő kockázatnövelő tényezők*

#### Trendszerű növekedés és ingadozás a jelzálog-hitelintézetek gapjében

A **kamatkockázat trendszerű növekedése** mellett a jelzáloglevél-kibocsátásokat követően pozitív irányba erőteljesen nyílik, míg a hitelcsomagok átvételekor záródik a forintgap, így a kamatkockázat mérése és előrejelzése jelentős nehézségekbe ütközhet a jelzálog-hitelintézeteknél.

#### Ingadozás a kereskedelmi bankok gapjében

A folyósítás és a refinanszírozás/hitelértékesítés között eltelt idő (általában 30 nap) alatt a bankoknak nyílnak a forintgapje, bár az állományok alacsony szintje és a hitellezés folyamatossága miatt ez nem befolyásolja érdemben a bankok teljes forintgapját.

#### Jövedelmezőségi szempontok elsődlegessége a kamatkockázattal szemben

Az elmúlt hónapokban több jelzálog-hitelintézet spekulációs céllal, a kamattámogatás potenciális növelése érdekében (a régi és az új támogatási rendelet közti különbséget kihasználva) **rövid lejáratú jelzálogleveleket bocsátott ki a kamatkockázat növekedését figyelmen kívül hagyva.**

<sup>110</sup> Lásd a termékjöveldelmezőségről szóló fejezetet.

<sup>111</sup> A kibocsátott jelzáloglevelek mögött 3 év alatt legalább 80%-nyi rendes fedezetnek kellett állnia, amelyek 5 évnél hosszabb futamidejűek.

<sup>112</sup> A jelzálog-hitelintézetek a refinanszírozott kereskedelmi bankok felé törvényi felhatalmazás (Jht.) alapján kizárhatják az előtörlesztést. Lakossági ügyfelek felé viszont a Ptk. alapján nem zárható ki az előtörlesztés.

<sup>113</sup> A jelzáloglevelek mögött álló fedezeteken belül a pótfedezetek aránya maximum 20% lehet.

### Csoporton belüli jelzáloglevél-jegyzési elsőbbség

Mivel az OTP Jelzálogbank által eddig kibocsátott jelzáloglevelekre jegyzési elsőbbsége volt az anyabanknak, **a lakáshitelekhez kapcsolódó kamatkockázat egy részét végső soron mégis az anyabank viseli.**

### Előtörlesztések kezelésének hiányosságai

**A piaci szereplőknek nincsenek tapasztalataik az előtörlesztés okozta kockázatnövekedésről.** Az előtörlesztések tömegessé válása elsősorban a jelzálog-hitelintézetek esetében jelentős kamatkockázati növekedést okozhat, és a fedezeti előírások betartása miatt az üzletmenet folytonosságát is akadályozhatja. Ilyen szélsőséges esetet azonban csak 150-200 milliárd forintnyi hitel azonnali és teljes előtörlesztése eredményezhet, aminek a bekövetkezése kizárható.

### Kockázatkezelési hiányosságok a jelzálog-hitelintézeteknél

Kamatkockázat-kezelési hiányosságok elsősorban a jelzálog-hitelintézeteknél jelentkeznek. Náluk a kamatkockázati kitétség pontosabb felmérése és a kezelés eszközszerének kialakítása jelenleg is folyamatban van. Túlzott kamatkockázat esetén az Eszköz-Forrás Bizottság beavatkozási lehetőségei egyelőre csak a forrásoldalra, azon belül is kibocsátási volumenre, illetve annak időzítésére korlátozódnak. A kamatderivatívok használata eseti és kezdetleges. **A kockázatkezelés színvonala a jelzálog-hitelintézeteknél nem áll összhangban a kockázatok nagyságával.** A német jelzálogtörvényben meghatározott „közlekedési lámpa” szabály irányadó lehet mind a jelzálog-hitelintézetek, mind a szabályozó hatóságok számára<sup>114</sup>.

### Likviditási kockázat

A lakáshitelezés és finanszírozás viszonylatában likviditási kockázat az eszközök (lakáshitelek, refinanszírozási hitelek), valamint a források (jelzáloglevél, refinanszírozási hitel) lejáratú struktúrájának összehangolásából származik.

#### Finanszírozott kereskedelmi bankok

Mivel a folyósított lakáshitelek annuitásalapú törlesztésűek, és a jelzálog-hitelintézetek refinanszírozói hiteleit a **refinanszírozott kereskedelmi bankok** az ügyféltörlesztéssel egy időben fizetik vissza, elméletileg nem keletkezik likviditási kockázat a kereskedelmi bankoknál. Az önálló zálogjogi konstrukciókban lévő jelzálog-hitelintézetek refinanszírozói hitelekkel általában havi rendszerességgel állnak rendelkezésre, a kereskedelmi bankoknak csak az átmeneti át-

lagos 30 napos időszakra kell rövid pénzügyi forrásokra támaszkodniuk, ami – a havi folyósított hitelek nagyságát és annak időbeli folytonosságát figyelembe véve – nem eredményezi a likviditási kockázat növekedését. **A konzorciális szerződésben** lévő kereskedelmi bankok szintén csak átmenetileg támaszkodnak pénzügyi forrásokra.

### Jelzálog-hitelintézetek

A jelzálog-hitelintézetek bankközi pozíciói a folyamatos hitellezés és jelzáloglevél-kibocsátás periodikus mozgásának vannak alárendelve. Rövid lejáraton a folyamatos hiteltörlesztések miatt általában likviditási többlet a jellemző. A jelzálog-hitelintézetek esetében a likviditási kockázatot az növeli, hogy a források, illetve az eszközök cash-flow szerkezete nem egyezik meg: a jelzáloglevelek végtörlesztésűek, míg a lakáshitelek, illetve a refinanszírozói hitelek folyamatos törlesztésűek. Az eltérő cash-flow szerkezet és a hitel megvásárlás és jelzáloglevél-kibocsátás közti időbeli eltérés által keletkező likviditási rés pénzügyi kitétség, illetve függőség ingadozásához vezet, amelyet nyitott hitelkeretekkel mérsékelnek a jelzálog-hitelintézetek.

### A hitelezési és kockázatkezelési gyakorlatból eredő kockázatnövelő tényezők

#### Jelzáloglevelek újrabocsátásának likviditási kockázata

Mivel a hitelek átlagos futamideje a támogatási rendelet által determináltan 15-20 év, és a jelzáloglevelek átlagos futamideje pedig 5 év, a hiteleket finanszírozó jelzálogleveleket a jelenlegi futamidők mellett 2-3-szor is újra ki kell bocsátani. **A jelzáloglevelek végtörlesztése és az újrabocsátás között keletkező likviditási rés a jelzálog-hitelintézetek átmeneti, nagyarányú pénzügyi függőségét eredményezi.** Ezen helyzetek belső szabályozottsága sok esetben hiányos. Az így keletkező likviditási kockázat csökkentését a jelzáloglevelek futamidejének további növelésével érhetnék el a kibocsátók.

### Csoporton belüli jelzáloglevél-jegyzési elsőbbség

Mivel az OTP Jelzálogbank által eddig kibocsátott jelzálogleveleinél az anyabanknak jegyzési elsőbbsége volt, **a likviditási kockázat egy része így végső soron a kamatkockázathoz hasonlóan az anyabanknál jelentkezik.**

### Új építésű lakások finanszírozási késedelme

Az új építésű lakások esetében a kereskedelmi bank és a jelzálog-hitelintézet csak a zálogjog bejegyzése után jut a jelzáloglevéllel biztosított hosszú lejáratú forráshoz, ami azonban a folyamatos hitelezés és refinanszírozás miatt nem okoz kiugró likviditási kockázat-növekedést.

<sup>114</sup> A szabály alapján a német jelzálog-hitelintézetek naponta készítenek kamatkockázati jelentéseket, amelyekben a hozamgörbe 1, 10 és 100 bázispontos elmozdulásának hatását szimulálják. Amennyiben ez a jövedelmi hatás a saját tőke bizonyos (10, 20 és 30%) arányát eléri, a Felügyelet különleges intézkedéseket, vizsgálatokat rendelhet el.

Kockázatkezelési hiányosságok

Likviditáskockázat-kezelési hiányosságok a kamatkockázathoz hasonlóan elsősorban a jelzálog-hitelintézetknél jelentkeznek, a likviditásingadozás csillapítását ugyanis csak nyitott hitelkeretekkel végzik. **Az eszközök és források eltérő cash-flow szerkezetéből eredő likviditási kockázat az aktivitás bővülésével párhuzamosan növekszik.** A jelzálog-hitelintézetek likviditáskezelési rendszere (limitrendszer, belső limitek) erre nincs minden esetben felkészülve.

Deviza-árfolyamkockázat

A hazai kötvénypiac felvevőképességének szűkössége miatt a jelzálog-hitelintézetek jelzáloglevelei megjelenhetnek a nemzetközi tőkepiacokon is<sup>115</sup>. A devizában kibocsátott kötvények a devizakockázat megjelenését eredményezik a lakáshitelezési rendszerben. Eddig csak az FHB bocsátott ki euróban denominált kötvényeket. A konstrukcióban egy, az értékpapírosításra létrehozott szervezet (SPV) értékesítette a kötvényeket, biztosítva a forintforrást. A devizaforrások tényleges megjelenése a jelzálog-hitelintézetek és esetleg a kereskedelmi bankok mérlegében csak abban az esetben képzelhető el, ha a támogatási rendelet kiterjedne az euróban kibocsátott jelzáloglevelek kamatára is.

Működési kockázatok

A lakáshitelezéssel összefüggésben működési kockázatot a hitelezési folyamat szervezeti hátterének nem megfelelő kialakítása, a vezetői döntéseket támogató vezetői információs rendszerek (MIS) fejletlensége, valamint a hitelebírási folyamat IT-hátterének korlátossága jelenthet. A beérkezett válaszok alapján jelentősebb működési kockázat a **MIS rendszerek állapotával összefüggésben** mutatható ki. Az egyéb kockázati komponenseket illetően valamennyi bank szervezetében megvalósul az egyes piaci kockázati szegmensekkel összefüggő kitettség mérésének és elemzésének üzleti területektől való szervezeti elkülönülése. A MIS rendszerek fejlettségében tapasztalható jelentős különbségek ellenére a hitelezési folyamat zavartalan lebonyolítása szempontjából az informatikai hátteret mint szűk keresztmetszetet mindössze egy bank említette meg.

A lakáshitelek jövedelmezősége

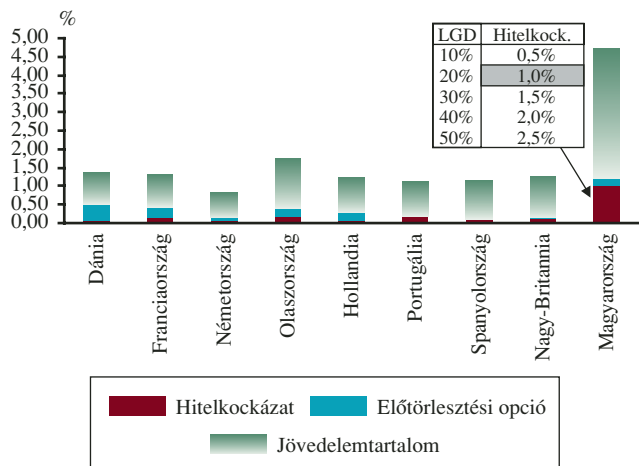
A lakáshitelek jövedelmezőségét az állami támogatások nélkül a felszámított kamatok és a forrásköltségek különbsége adja. Az ügyfelek felé felszámított kamat az alábbi tényezők összegeként adódik:

- + forrásköltség
- + hitelkockázat várható vesztesége
- + egyszeri folyósítási és egyéb díjak évesített értéke<sup>116</sup>
- + (előtörlesztési opció értéke – előtörlesztés díja)
- + bankok bruttó jövedelme

ügyfelek felé felszámított kamat és díjak (THM)

Az európai uniós országok tapasztalatai<sup>117</sup> alapján a hitelkockázat várható vesztesége, a nettó előtörlesztési díjak, valamint a bankok jövedelmezősége összesen kb. 1,0-1,5 százalékpontos kamatfelárat eredményez a forrásköltségek és az egyszeri díjak évesített értéke felett. Magyarországon 5%-os bukási valószínűséggel és 20%-os várható veszteségrátával (LGD) számolva kb. 1 százalékpontos hitelkockázati felár adódna; a nettó előtörlesztési opció pedig a díjak függvényében 0-0,5 százalékpont körül alakul. **Így az állam által biztosított támogatás bruttó jövedelemtartalmi része a teljes bankrendszer számára elérhető bruttó kamatmarzsnál<sup>118</sup> 1,0-1,5 százalékponttal alacsonyabb.**

**IV-21. ábra**  
Lakáshitelek bruttó kamatmarzsának összetétele 2003. április/május<sup>119</sup>



Forrás: Mercer–Oliver–Wyman

A támogatott hitelek magas aránya miatt a lakáshitelezési üzletág jövedelmezősége csak az állam által biztosított kamatmarzs függvénye. A támogatott hitelkonstrukciók árazása viszont a rendeletben meghatározott maximált hitelkamatok miatt a fenti tényezőkből csak az előtörlesztés okozta kockázattal, illetve a folyósításhoz kapcsolódó egyszeri díjakkal foglalkozhat.

Kamatmarzs alakulása a támogatott lakáshiteleken

Általánosságban elmondható, hogy a rendelet 2003. júniusi módosításáig összességében növekedett a bank-

<sup>115</sup> Vincze Judit: A jelzáloglevelek piaci helyzete és fejlődési irányai (Hitelintézeti Szemle, 2002/3).

<sup>116</sup> A későbbi számítások során az átlagosan 10-15 éves hitelfutamidő miatt az egyszeri díjak évesített értékével nem számoltunk.

<sup>117</sup> Mercer–Oliver–Wyman: Study on the financial integration of european mortgage markets (European Mortgage Federation tanulmány, 2003. október).

<sup>118</sup> Magyarországon esetében a támogatási rendelet módosítása után biztosított 4,7-4,8% körüli bankrendszeri kamatmarzst tüntettük fel az ábrán.

<sup>119</sup> Magyarországon esetében a 2003. június 16-i rendeletmódosítást követő időszak.



rendszer számára elérhető marzs, az azt követően folyósított és finanszírozott hitelek esetében pedig jelentősebben csökkent.

**2003 júniusáig** a vezértermékeken bankrendszeri szinten mintegy 7-9%-os marzs<sup>120</sup> volt elérhető a folyósítást és refinanszírozást követő első 5 évben<sup>121</sup>. Maximális marzs 8%-os jelzáloglevél kamatnál/hozamánál keletkezett, míg ettől eltérő kamatnál csökkent a jövedelmezőség. Mivel a jelzáloglevelekhez kapcsolódó támogatáshoz a kereskedelmi bankok csak jelzálog-hitelintézetten keresztül juthatnak, náluk ennél alacsonyabb marzs jelentkezik, mivel a forrásoldali támogatást megosztják a finanszírozó jelzálog-hitelintézetrel.

#### IV-9. táblázat

### A támogatott lakáshitelek elérhető bankrendszeri marzs a támogatási rendelet 2003. júniusi módosítása előtt

Bevétel		Kiadás	
<b>Forrásoldali kamattámogatású hitelek</b>			
Ügyfélkamat:	max. (6%)	(7-9%)	Jelzáloglevél hozama
Forrásoldali kamattámogatás:	min{(Jelzáloglevél kamata + 2%); 10%}		
<b>Eszköz-forrás oldali kamattámogatású hitelek</b>			
Ügyfélkamat:	max. (4,5%)	(7-9%)	Jelzáloglevél hozama
Kiegészítő kamattámogatás:	(ákkrefh*. -3,5%)		
Forrásoldali kamattámogatás:	min{(Jelzáloglevél kamata - 1%); 7%}		
<b>Bankrendszeri teljes marzs: kb. 7-9%</b>			

\* Az 5 éves futamidejű állampapírok előző féléves aukción kialakult átlaghozam.

A támogatási rendelet 2003. júniusi módosítását követően folyósított és jelzáloglevéllel finanszírozott hitelek esetében a forrásoldali támogatás a korábbi maximális 10% helyett a megelőző 3 hónapban kibocsátott azonos futamidejű állampapírhozamok 105%-a vagy a jelzáloglevél kamata/hozama közül a kisebbre módosult. A legalább 5 éves futamidejű támogatott hitelek esetében az új lakásra felvett hitelek kamatának és kezelési költségének együttes mértékét 5%-ban, használt lakások esetében változatlanul 6%-ban maximálták. További jövedelemkiesést eredményez, hogy a finanszírozáshoz kapcsolódó korábbi 2%-os egyszeri költségterítés 0,5%-ra csökkent.

<sup>120</sup> A marzsszámítás nem vonatkozik azokra a speciális konstrukciókra, amelyekben bizonyos türelmi idő után kezdődik a hitelek törlesztése.

<sup>121</sup> A bankok a hitelek vagy az önálló zálogjog jelzálog-hitelintézetek számára történő értékesítése során felmerülő költségek (földhivatali bejegyzés, kieső jövedelem stb.) kompenzálására egyszeri 2%-os térítést kaptak az államtól.

<sup>122</sup> Hozamfelár alatt ebben az esetben a jelzáloglevél hozama és az azonos futamidejű állampapírhozam előző háromhavi átlagának különbségét értjük, amivel kvázi stabil hozamszinteket tételezünk fel.

#### IV-10. táblázat

### A támogatott lakáshitelek elérhető bankrendszeri marzs a támogatási rendelet 2003. júniusi módosítása után

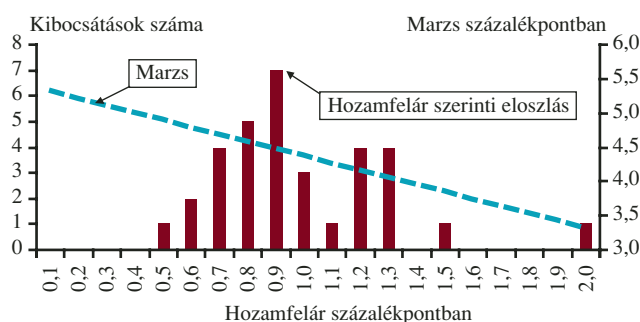
Bevétel		Kiadás	
<b>Forrásoldali kamattámogatású hitelek használt lakások vásárlásához</b>			
Ügyfélkamat:	(6%)	(7-9%)	Jelzáloglevél hozama
Forrásoldali kamattámogatás:	min{(ákkrefh.*105%); Jelzáloglevél kamata} - 1%		
<b>Forrásoldali kamattámogatású hitelek új lakások vásárlásához/építéséhez</b>			
Ügyfélkamat:	(5%)	(7-9%)	Jelzáloglevél hozama
Forrásoldali kamattámogatás:	min{(ákkrefh.*105%); Jelzáloglevél kamata}		
<b>Bankrendszeri teljes marzs: kb. 3,4-5,4%</b>			

\* Az ákkrefh. a jelzáloglevél futamidejével azonos állampapír-piaci hozamok megelőző 3 hónapban számított átlaga.

Az új támogatási rendelet értelmében a jelzálog-hitelintézetek, illetve a partner kereskedelmi bankok már nem a jelzáloglevél kamatának/hozamának 8% körüli stabilizálásában, hanem a hozamfelár minél alacsonyabb szintre csökkentésében érdekeltek. A jelzáloglevelek eddigi kibocsátási tapasztalatai alapján a marzs 4,5-4,8% körül alakulhat. A korábbi rendelettel szemben azonban a marzs 5 évnél hosszabb időre is garantálható, amennyiben az ügyfelek az újonnan bevezethető 10 éves fix kamatozási periódust választják és a jelzálog-hitelintézet is hasonló futamidővel bocsát ki jelzálogleveleket.

#### IV-22. ábra

### 2003. I. félév végéig nyilvánosan kibocsátott jelzáloglevelek hozamfelárának<sup>122</sup> eloszlása és a rendeletmódosítást követően folyósított oldali támogatott hitelek marzsa a hozamfelár függvényében



**A bruttó kamatmarzs kb. 3,0-3,5%-pontos csökkenése a bankrendszerben időben elhúzódva (3-4 év alatt) jelentkezik teljes egészében, mivel csak a rendeletmódosítást követően folyósított hitelekre, illetve a korábban folyósított, de a hitel futamideje alatt a jelzáloglevél újbóli kibocsátásával finanszírozott konstrukciókat érinti.**

#### Az előtörlesztés jövedelmi hatása

A lakáshitelek jövedelmezőségét befolyásolhatják az előtörlesztések is. A törvényi szabályozás miatt a kereskedelmi bankok nem zárhatják ki ügyfeleik felé a hitelek előtörlesztését, viszont a legtöbb esetben jelentős díjtellel sújtják. Az előtörlesztés díja annak függvényében változik, hogy a kamatforduló időpontjában, vagy attól különböző időpontban történik-e az előtörlesztés (1-4%), melynek jövedelmi hatását az alábbi képlet határozza meg:

*Jövedelemkockázat = egyszeri előtörlesztési díj – PV( kamatfordulóig elvesztett kamatmarzs)*

Az előtörlesztés okozta jövedelemkiesés a kamatforduló közeledtével elméletileg csökken. Az előtörlesztési lehetőség felfogható egy, az ügyfeleknek adott eladási opcióként. Ezen opció éves értéke a nyugat-európai tapasztalatok szerint (5 éves fix kamatozás esetén) 0,38-0,65%<sup>123</sup> között mozog. Amennyiben a hazai bankrendszerben alkalmazott 1-4%-os előtörlesztési díjakat az átlagos 5 éves kamatfixálási periódusokra osztjuk, éves szinten kb. 0,2-0,8%-os jövedelemkompenzáció adódik. **Így a magyar bankrendszerben általánosan alkalmazott átlagosan 2% körüli előtörlesztési díj<sup>124</sup> elméletileg összhangban van az előtörlesztési opció értékével.**

*A támogatási rendelet és a hitelezési gyakorlat sajátosságából eredő termékjöveldelmezőséget befolyásoló tényezők*

Támogatási rendelet módosításai okozta jövedelmi kockázat

A támogatott hitelek nyereségességét a jelenlegi kamatok és piaci hozamszintek mellett kizárólag az állami támogatások, illetve azok fennmaradása biztosítja. **A támogatási rendelet 2003. júniusi szigorítása csökkenti a termékek és így a teljes bankrendszer jövedelmezőségét, illetve annak növekedési ütemét.**<sup>125</sup>

#### Árazási politikák hiányosságai

Hosszabb távon a kamatszint általános csökkenésével párhuzamosan automatikusan is csökken az állami tá-

mogatások szerepe. Ennek hatására csökkenhet a piaci és a támogatott hitelek kamatai és kereslete közti különbség. A piaci kamatozású hitelek árazásában azonban csak minimális mértékben találtunk utalást a piaci és a támogatott hitelek közti különbségek fokozatos csökkenésére.

#### Szélsőséges hozamingadozások jövedelmi kockázata

A jelzáloglevelek hozama, illetve a támogatás alapjául szolgáló állampapír-piaci hozamok közötti különbség a rendeletmódosítást követően befolyással van a termékek jövedelmezőségére. **A hirtelen hozamkilengések a termékjöveldelmet pozitív vagy negatív irányba változtatják az állami támogatás 3 hónapos átlagszámítása és időbeli késleltetése miatt.** Egy erős piaci kamatemelkedés mellett valószínűleg a kibocsátott jelzáloglevelek hozamfelára is emelkedik. Az állami támogatás a megelőző 2-4 hónap piaci hozamainak átlagából számolódik, tehát nő a forrásköltség és csökken jövedelmezőség. Fordított tendencia mellett, egy hirtelen piaci hozamcsökkenés esetén a hatás a fordított irányba jelentkezhet. Enyhe hozamingadozás esetén kiegyenlítődhet a hatás.

#### Támogatáshoz jutás késedelme

Az állami forrástámogatáshoz átlagosan 5-6 hét késéssel jutnak a kereskedelmi bankok, amit elsősorban az elszámolásból eredő technikai időigény eredményez. A késleltetés elméletileg 8-10 hét, amelyet a Pénzügyminisztérium előlegfizetési gyakorlata csökkent le. Az időbeni késleltetés legfőbb oka a jelzáloglevél-kibocsátás szigorú eljárási rendje és részben a jelzáloglevél-kibocsátás havi ütemezettsége, ami viszont tőkepiaci elvárásokból fakad. Ezen időbeli csúszás kieső jövedelmét előfinanszírozási díj felszámításával kompenzál(hat)ják a bankok, így nem jelent minden esetben jövedelemkiesést.

#### ÖSSZEFOGLALÓ

A lakáshitelezés banki gyakorlatát és kockázati kitéttését áttekintve az alábbi megállapítások tehetők:

A **hitelkockázat** elsősorban a folyósító bankoknál jelentkezik. A portfólió minősége 2002 végén lényegesen jobb a teljes banki hitelállományénál, a nem problémamentes kihelyezések részaránya mind a piaci, mind a támogatott hitelek körében minimális. A lakáshitelek fedezettségét tekintve a támogatott konstrukciók esetében maximált LTV-arány az ismert ingatlanpiaci trendek alapján elegendő fedezetet nyújt bedőlés esetére. Az elkövetkezendő

<sup>123</sup> A Merrill Lynch Conditional Prepayment Rates (CPR) számításai alapján (in: Mercer–Oliver–Wyman)

<sup>124</sup> A maximált hitelkamatok miatt az előtörlesztési díj nagysága kiemelt versenytényező.

<sup>125</sup> Például a jelenlegi kb. 1000 milliárd forintos állományánál a kamatmarzs egyszeri 3,5 százalékpontos csökkentése a bankrendszer teljes nettó kamatbevételének közel 10%-os csökkenését eredményezné. A júniusi rendeletmódosítás hatása ennél tompítottabb, mivel a marzscsökkenés a következő 3-4 évben folyamatosan fog bekövetkezni.



kétéves időszakot tekintve a késedelmes ügyfelek arányának növekedése prognosztizálható. Várakozásunk szerint a nem problémamentes támogatott hitelek aránya hosszabb távon is 5% alatt marad. A **piaci kockázatok** elsősorban a jelzálog-hitelintézeteknél és bizonyos esetekben a kereskedelmi bankoknál jelentkezhetnek. A hosszú lejáratú jelzáloglevelek kereskedelmi banki mérlegbe kerülése ugyanis a banki kamatkockázatot is erőteljesen elmozdítja. A kamatkockázat kezelése a jelzálog-hitelintézeteknél jelenleg fejlesztés alatt áll, de a mérés és a kezelés még nincs megfelelően megoldva. A likviditás szélsőséges ingadozásának kezelése szintén nem kielégítő. A piaci kockázatok kezelésének színvonala a jelzálog-hitelintézeteknél tehát nem áll összhangban a kockázatok nagyságával. A

potenciális **működési kockázati** komponensek közül jelentősebb kitettség a MIS rendszerek állapotával összefüggésben mutatható ki. A támogatott hitelek magas aránya miatt a lakáshitelezési üzletág **jövedelmezősége** döntően az állam által biztosított kamatmarzs függvénye. A korábbi bankrendszeri szintű 7-9%-os és a rendeletmódosítás után fokozatosan 4,5-4,8%-ra mérséklődő bruttó kamatmarzs véleményünk szerint elegendő fedezetet nyújt a potenciálisan felmerülő kockázatokra. Az üzletág jövedelmezősége a hitelportfólió minőségének várható romlása, az elérhető marzsok fokozatos csökkenése miatt, valamint a hitelezés 2003-as dinamikájának valószínűsíthető enyhülésével az elkövetkezendő 3-5 éves időszakban várhatóan folyamatosan mérséklődni fog.

## IRODALOMJEGYZÉK

**Árvai–Dávid–Vincze:** Hitelinformációs rendszerek (Hitelintézet Szemle, 2002. október)

**Bozsik Sándor:** A lakáshitelezés és egyes makroökonómiai változók kapcsolata nemzetközi összehasonlításban, Hitelintézet Szemle 2002/3

**Chris Hoyland:** Data-driven decisions for consumer lending

**Handbook for banking strategy:** Richard C. Aspinwall & Robert A. Eisenbeis

**G. Kaufman:** Asset price bubbles: Implications for monetary and regulatory policies

**Gombás–Marsi–Szalay:** A hitelkockázat kezelése a magyar bankrendszerben (MNB belső tanulmány, 2002. december)

**Kiss Gergely:** Lakás piac és pénzügyi stabilitás az EU-csatlakozás fényében (MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2002. december)

**Nagyné Vas Erzsébet:** A lakáshitelezés intézményi struktúrái, kockázatai (MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2002. december)

**C. F. Sirmans–John D. Benjamin:** Pricing fixed rate mortgages: Some empirical evidence

**Lyn C. Thomas–David B. Edelman–Jonathan N. Crook:** Credit scoring and its applications, 2002

**Mercer–Oliver–Wyman:** Study on the financial integration of european mortgage markets (European Mortgage Federation tanulmány, 2003. október)

**Varga Péter:** Hitelkockázat és kezelése II. Bankszemle 2000/9

**Valkovszky Sándor:** A magyar lakás piac helyzete, MNB Füzetek 2000/3.

**Vincze Judit:** A jelzáloglevelek piaci helyzete és fejlődési irányai (Hitelintézet Szemle, 2002/3)

**Wolfgang Goedecke–Volkher Kerl–Helmut Scholtz:** German Mortgage Banks, 1998

Gazdasági napi- és hetilapokban megjelent sajtóanyagok.

## IV. 3. DR. GELEGONYA JUDIT: A KÜLFÖLDI TULAJDONÚ BANKOK SZEREPE MAGYARORSZÁGON<sup>126</sup>

### A KÜLFÖLDI TULAJDONÚ BANKOK PIACRA LÉPÉSÉNEK KÖRÜLMÉNYEI

A magyar bankrendszerben 2002 végén 30 kereskedelmi bank, 3 jelzálog-hitelintézet, 3 lakás-takarékpénztár és két speciális, állami feladatokat ellátó bank működött<sup>127</sup>. A tanulmányban szereplő bankok közül 26 bank volt külföldi, 7 belföldi. A belföldi bankok közül 3 külföldi tulajdonú magyarországi bank 100%-os leányvállalata, a külföldi befolyás ezért a közvetlen tulajdonlást tükröző számokban feltüntetetté már 2002-ben is nagyobb volt. A maradék négy bank közül kettőt 2003 őszén stratégiai befektetőnek értékesítettek, a harmadik esetében előkészítés alatt áll a részvények felét érintő tőzsdei privatizáció. A negyedik bank jelzálogbankká történő átalakítása meghiúsult, 2003 februárjában pénzügyi vállalkozássá alakult át. A magyar bankrendszer elemzésekor ezért évről évre csökkent annak a relevanciája, hogy a külföldi bankok teljesítményét a hazai tulajdonú bankokéval lehessen összevetni. Ebből a szempontból különleges fordulatot jelentett a 2002. év, amikor a legnagyobb magyar bank jegyzett tőkéjében is többségi részesedést szerzett a külföldi tőke.<sup>128</sup>

#### IV-11. táblázat

#### A magyarországi kereskedelmi bankok száma

Megnevezés	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Belföldi bank <sup>129</sup>	11	6	8	7	5	5	7
Belföldi bank <sup>130</sup> külföldi részvétellel	2	4	3	1	1	1	0
Külföldi bank <sup>131</sup>	27	30	27	29	30	29	26

A külföldi tőke megjelenése a magyar bankrendszerben több szakaszra bontható. Az *első szakasz* még a rendszer-váltást megelőzően, az egyszintű bankrendszer időszaka

kára tehető, amikor három bank alakult vegyes bankként az MNB közreműködésével. A *második szakaszt* a két-szintű bankrendszer 1987. évi kialakulása, valamint a külföldiek magyarországi befektetéseiről szóló 1988. évi XXIV. törvény nyitotta meg. Ez a banktevékenység liberalizálásának, a külföldi tőke belépését kedvezményekkel ösztönző politika időszaka, ekkor lépett a magyar piacra – többnyire zöldmezős beruházással, elvéve részleges vagy kisebb bankoknál többségi tulajdon szerzésével teljes privatizáció révén – a mai is működő külföldi bankok, illetve jogelőd bankjaik többsége. Ebben a korszakban – az átmenet első éveiben – sem keresleti, sem kínálati hajlandóság nem mutatkozott a nagyobb bankok felvásárlására, illetve értékesítésére. Ez az 1994-ig tartott időszak egyszersmind a magyar bankrendszer válságának és konszolidációjának korszaka, amely nélkülözhetetlen volt mind a keresleti, mind a kínálati oldal megteremtéséhez. A végül háromlépcsősre sikeredett adósságkonszolidáció és feltőkésítés költségei komoly tényezőként estek latba az új bankprivatizációs stratégia kialakításához. A konszolidáció nyomán keletkezett nagy tömegű állami részvénycsomag megteremtette a bankok privatizációjához a kínálati oldalt, a portfóliótisztítás és a feltőkésítés ugyanakkor felkeltette a stratégiai befektetők érdeklődését. A *harmadik szakasz* a bankkonszolidációt követő kormányzati privatizációs program 1994. évi elindításával fémjelvezhető. Ebben az 1997-ig tartó szakaszban viszonylag rövid idő alatt kerültek privatizálásra a legnagyobb magyar bankok, amelyek közül – egy, a legnagyobb bank, az OTP kivételével, amelyet a tőzsdén keresztül privatizáltak – mindet stratégiai befektetők részére értékesítették. Ebben az időszakban értékesítették a stratégiai befektetők részére az elsőként alapított vegyes bankok állami részvénypakettjét is. A *negyedik szakasz* 1998-tól kezdődően voltaképpen ma is tart, de már nem írható le egységes folyamatként. Új külföldi bankok piacra lépése és piacelhagyások egyaránt jellemzik. A privatizáció utolsó felvonása

<sup>126</sup> A tanulmány a CEC5 Governors' Meeting 2003. szeptemberi ülése háttéranyagához összeállított országtanulmány alapján készült. A háttéranyag át dolgozott változata az MNB honlapján elérhető: Katalin Mérő and Mariann Endrész Valentinyi: The Role of Foreign Banks in Five Central and Eastern European Countries MNB 2003.

<sup>127</sup> A tanulmány a kereskedelmi bankok és a jelzálog-hitelintézetek adataira épít, az utóbbi öt intézményt – a lakás-takarékpénztárakat és a két speciális, állami feladatokat ellátó bankot –, tekintettel a tevékenységük sajátosságaira, a tanulmány nem tartalmazza.

<sup>128</sup> Nagy valószínűséggel ez a fordulat nem a 2002. évben, hanem korábban következett be. A bank privatizációja a tőzsdén keresztül történt, a papírok – illetve a rájuk vonatkozó letéti igazolások – forgalmának jelentős része külföldön történik, így a szórt tulajdonosi struktúra nyomon követése a részvénykönyvben igazából a részvények dematerializálását követően vált pontosabbá.

<sup>129</sup> Legfeljebb 5%-ot elérő részesedés a jegyzett tőkében.

<sup>130</sup> 5%-ot meghaladó, legfeljebb 50%-ot elérő részesedés a jegyzett tőkében.

<sup>131</sup> 50%-ot meghaladó részesedés a jegyzett tőkében.

ként a két megmaradt állami tulajdonú kereskedelmi bank és egy jelzálog-hitelintézet értékesítése már nem fog feltétlenül közvetlen külföldi tulajdont eredményezni, de közvetett tulajdonon keresztül mértékadó külföldi befolyást mindenképpen<sup>132</sup>. 2003 végére a magyar bankrendszerben – a speciális állami funkciókat ellátó bankok kivételével – a belföldi hitelintézetek között egyetlen hazai tulajdonú bank marad, de a tőzsdén keresztül megvalósuló privatizáció ebben az esetben is rövid időn belül a külföldi tulajdonosok számottevő térnyerését eredményezheti.

### SZABÁLYOZÁSI KÖRNYEZET

A kétszintű bankrendszer kialakítását közvetlenül követő piacnyitás és liberalizálás időszakában tág tér nyílt a külföldi tőke számára a magyar bankpiacra történő belépésre. A piacra lépést kedvező adózási feltételek is ösztönözték. Az 1990 előtt alapított külföldi és vegyes bankok minden megkötés nélkül jelentős és hosszú távra szóló adókedvezményt élvezhettek.<sup>133</sup> A külföldi és vegyes bankok ezzel versenyelőnyt eredményező pozitív diszkriminációt élveztek az egyébként is súlyos nehézségekkel küzdő állami bankokkal szemben. A piacra lépés motivációi között az első időszakban ezek a kedvezmények nagy súllyal estek latba.<sup>134</sup> A bankalapítás további kiváltó tényezője volt egyes esetekben, hogy a bankok helyzeti előnnyel rendelkeztek a térségbe ugyanebben az időben belépő – elsősorban saját országukból érkező – multinacionális cégek körében történő ügyfélszerzés területén is. A piacra lépés azonban nem volt teljesen korlátozásmentes: a jegyzett tőke 10%-át elérő külföldi tulajdonú pénzügyintézet alapításához, illetve külföldi személy részesedésének megszerzéséhez a Ptk. alapján 1996. június 30. előtt csak a kormánynak az MNB elnökének egyetértésével megadott előzetes elvi hozzájárulása esetén volt lehetséges.

A Ptk., majd az 1996-os hitelintézeti törvény, különösen az 1998-as módosítás komoly előrelépéseket tett az EU-direktíváknak megfelelő szabályozás kialakítása területén. Ezzel együtt bekerült, illetve fennmaradt néhány olyan szabály, amely korlátozta a külföldiek által nyújtható szolgáltatásokat.<sup>135</sup> Ezek közül a devizakorlátozásokat a 2001. évi XCIII. törvény hatálybalépésével, 2002. január 1-jével megszüntették, a fióknyitáshoz szükséges – a hitelintézetek minimális induló tőkekövetelményével azonos nagyságú – dotációs tőkeszükséglet és az igazgatóság összetételére vonatkozó megkötések<sup>136</sup> azonban még ma is hatá-

lyosak. A még meglévő korlátozások megszüntetése 2004-ben az EU-csatlakozással egyidejűleg történik.

### A BANKRENDSZER KONZOLIDÁCIÓJA ÉS A PRIVATIZÁCIÓ

Az átmenet időszakának első felében a magyar bankrendszerben is kialakult a transzformációs válság következtében a technikai fizetéseképtelenség állapota. Már 1992-ben nyilvánvalóvá vált, hogy a bankrendszer önerőből képtelen a helyzet javítására, s halaszthatatlanná vált a bankszektor állami konszolidálása. A problémák valóságos mértéke csak 1993–94 fordulójára vált világossá, és az alkalmazandó technikákat illetően is nehezen születtek meg a kompromisszumos megoldások.<sup>137</sup> A konszolidáció végül kétféle formában és több lépcsőben valósult meg. Első lépésként 1992–93-ban centralizált *hitelkonszolidáció*, *portfóliótisztítás* történt, amelynek eredménye, a bankok portfóliójának lényeges javulása átmenetinek bizonyult. A bankok alultőkésítettségének megszüntetését végül lépcsőzetes feltőkésítése útján valósították meg. A 8 bankot érintő *feltőkésítés* nyomán az elsődleges tőkeemelések révén a *közvetlen* állami tulajdonú magyar tulajdonú bankok döntő részében 75-95%-ra nőtt, 1993 végén a bankrendszer egészében is csaknem elérte a 70%-ot. A teljes feltőkésítést élvező négy nagybank közül az egyiket 1995 végén állami segítséggel privatizálták, a többi banknál 1995-ben a jegyzett tőke reális szintre történő leszállításával tüntették el az 1994. évi céltartalékképzés okozta negatív eredménytartalékokat. Ezzel befejeződött az állami tőke rendezés folyamata. A tőkeleszállítás nem változtatta meg a tulajdoni arányokat, a konszolidáció a nagy tömegű állami részvénycsomag révén megteremtette a bankok privatizációjához a kánalati oldalt. A portfóliótisztítás és a feltőkésítés ugyanakkor a stratégiai befektetők érdeklődése felkeltésének, a keresleti oldal megteremtésének is előfeltétele volt.

A kormány a bankrendszer stabilizálása és megerősítése érdekében 1994-ben elfogadta az állami tulajdonú bankok privatizálására vonatkozó programot, amelynek során három év alatt 7 bankot – közöttük a legnagyobb magyar bankokat – magánosítottak.<sup>138</sup> Az értékesítés fő módszereként hat bankot – az esetek többségében kisebbségi részvénycsomagot – stratégiai befektetőknek értékesítettek. A kormány minden bankban megtartott egy kisebbségi részvénypakettet. Három bank privatizációjában kisebbségi tulajdonosként az EBRD is részt vett. Az állami részesedéseket – valamint több esetben a privatizációs partner rész-

<sup>132</sup> A 2003 őszén értékesített két bank egyike közvetlen, a másik 100%-os közvetett külföldi tulajdonba került.

<sup>133</sup> Erről lásd Várhegyi (1995), Várhegyi (2002) és Majnóni és szerzőtársai (2003).

<sup>134</sup> A pénzügyintézeti törvény (Ptk.) 1991. december 1-jei hatálybalépését követően piacra lépő külföldi bankok ilyen előnyökkel már nem rendelkezhettek. A Ptk. 1995. december 31-ével hatálytalanította a törvény hatálybalépése előtt a részben vagy teljesen külföldi tulajdonú pénzügyintézetek részére a különböző hatóságok által kiadott, kedvezményeket vagy mentesítéseket tartalmazó határozatokat.

<sup>135</sup> Erről részletesebben Király és szerzőtársai (2000).

<sup>136</sup> A hitelintézet igazgatóságában legalább két olyan igazgatósági tagnak kell lennie, akik magyar állampolgárok, a devizajogszabályok alapján devizabelföldinek minősülnek, és – legalább egy éve – állandó belföldi lakóhellyel rendelkeznek.

<sup>137</sup> A bankkonszolidáció folyamatának részletes bemutatása és kortársi kritikája Balassa Ákos (1996) tanulmányában, rövid angol nyelvű összefoglalása és értékelése Szapáry György (2001) és Várhegyi Éva (2002) tanulmányaiban található.

<sup>138</sup> Külföldi befektetőnek értékesítették ezenkívül 1997-ben a takarékszövetkezetek csúcsbankját is, amely a konszolidáció eredményeképpen került többségi állami tulajdonba.

vénypakettjeit is – az érintett bankok stratégiai tulajdonosai a felvásárlást követő években kivásárolták. A legnagyobb magyar bankot, az OTP-t, amely egyben a lakossági piacon is uralkodó részesedéssel rendelkezett, nem értékesítették stratégiai befektetőnek, hanem a tőzsdén keresztül privatizálták. Ezzel a kormány kettős célt is megvalósított, egyrészt a bank – legalábbis az első években – magyar kézben maradt, másrészt a magyar tőkepiac fejlődése jelentős lendületet kapott.

### A KÜLFÖLDI ÉS BELFÖLDI BANKOK TULAJDONOSI SZERKEZETE

A külföldiek piacra lépésének negyedik szakaszában (1998–2001 között) a többségi külföldi tulajdonú bankok mellett csak az OTP maradt, ahol 5%-ot meghaladó és folyamatosan növekvő külföldi részvétel volt. A stratégiai befektetők fokozatosan felvásárolják a bankok még belföldi kézben lévő részvényeit, 2002 végén 22 banknál részesedésük elérte vagy meghaladta a 99%-ot. A külföldi tulajdonú bankoknál 2001-től megszűnt az állami tulajdon, a legnagyobb bank csoportváltásával 2002-ben a belföldi bankok jegyzett tőkéjében lényegében megszűnt a külföldi tulajdon. A külföldi tulajdonú társaságok 2002-ben együttesen, a jegyzett tőkéből való 87%-os részesedés révén a magyar bankrendszer mérlegfőösszegének több mint 90%-át ellenőrizték.

#### IV-12. táblázat

### A külföldi és belföldi bankok tulajdonosi szerkezete a jegyzett tőke alapján, százalékban

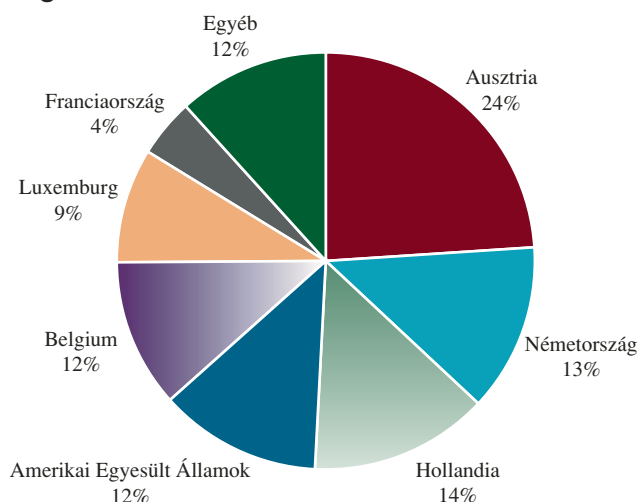
Belföldi tulajdonú bankok tulajdonosi struktúrája					
Megnevezés	1998	1999	2000	2001	2002
– állami	30,6	34,6	40,5	35,8	49,7
– egyéb belföldi	52,6	46,3	38,2	40,3	49,5
– külföldi	14,2	16,2	18,4	21,2	0,0
– elsőbbségi részvénytulajdonosok	1,5	1,7	1,9	0,2	0,0
– visszavásárolt saját részvény	1,1	1,2	1,1	2,5	0,7
Külföldi tulajdonú bankok tulajdonosi struktúrája					
Megnevezés	1998	1999	2000	2001	2002
– állami	5,9	4,9	1,7	0,0	0,0
– egyéb belföldi	3,3	4,6	4,4	3,2	4,1
– külföldi	87,5	87,7	90,9	92,3	90,7
– elsőbbségi részvénytulajdonosok	2,2	2,5	3,0	4,5	4,7
– visszavásárolt saját részvény	1,0	0,3	0,0	0,0	0,5

A jegyzett tőke alapján a külföldi tulajdonosok többsége (78%-a) 2002-ben az EU 9 országából, 12%-a az

USA-ból kerül ki. Az összes külföldi tulajdonra vetítve a legnagyobb európai tulajdonosok a közvetlen tulajdon alapján Ausztria (24%), Hollandia (14%), Németország (13%), Belgium (12%) és Luxemburg (9%). A részvények 4%-ának – a két tőzsdei társaság tulajdonosai egy részének – ismeretlen az ország szerinti besorolása, a maradék részvényeken 14 más ország osztozik.

#### IV-23. ábra

### A külföldi tulajdon országokénti megoszlása a jegyzett tőkében való részesedés alapján 2002 végén



A szinte teljes mértékben külföldi ellenőrzés alatt álló bankrendszer jelentős kockázatot hordoz a befogadó ország szempontjából, ha a tulajdonosok köre cégenként és országoként koncentrált. A magyar bankrendszer tulajdonosi háttere jelenleg kellően – és a régió országaihoz képest is jobban – diversifikált: az egy tulajdonos kezében lévő legnagyobb részesedés nem éri el az összes tőke 5%-át, és az egy ország személyeihez tartozó legnagyobb részesedés nem éri el a 20%-ot. A Magyarországon befektető stratégiai tulajdonosok többségének portfóliója ugyanakkor – bár néhányuk befektetése a közép-kelet-európai régióban koncentrálnak – országoként és régióként is megfelelő mértékben diversifikáltak.

Bár a közép-kelet-európai térségben a külföldi bankok viselkedését krízishelyzetben eddig nem lehetett megfigyelni, a stratégiai befektetők rapid piacelhagyása nem valószínűsíthető, mivel csak hosszadalmas eljárás és aránytalanul nagy veszteségek révén történhet meg. A stratégiai tulajdonosok eddigi magatartását vizsgálva a magyarországi tapasztalatok kedvezőek, a leánybankok esetleges tőkeproblémáit vagy direkt tőkejuttatással, vagy alárendelt kölcsöntőke nyújtásával ez ideig megoldották.

A legnagyobb magyar bank külföldi portfólióbefektetők többségi tulajdonában van.<sup>139</sup> Ez további sajátossága a

<sup>139</sup> Ezenkívül tőzsdén keresztül, portfólióbefektetőknek kívánják értékesíteni a legnagyobb magyar jelzálogbank részvényeinek többségét. A másik jelenleg még tőzsdei társaság esetében a stratégiai tulajdonos a részvények felvásárlásával ki akar vonulni a nyilvános piacról.



külföldi jelenlétnek egy olyan térség országában, ahol a tőkepiac számottevően nagyobb mértékben elmaradt a fejlett országok hasonló intézményei mögött, mint a bankrendszer. Ez sajátos kockázatokat is hordoz. A portfólióbefektetők kivonulása a tőzsdei részvény tulajdonlásából – habár árfolyamveszteség itt is jelentkezik – lényegesen egyszerűbben és gyorsabban valósítható meg. A részvényárfolyamok volatilitása a térség többi országban tapasztalhatóhoz hasonlóan nagy, a tőkepiaci árfolyamesések a külföldi tulajdonosok körében nagymértékű eladási hullámot generálhatnak, ahogy ez 1998 őszén meg is történt. Egy hasonló mértékű árfolyamesés és a külföldiek tömeges részvényeladása esetén ma már kérdéses, hogy az állam szerepvállalása nélkül akadna-e elegendő mennyiségű és tőkeerős (akár belföldi, akár külföldi) befektető, aki felvásárolná a részvényeket. A bank tőzsdei kapitalizációja a növekedés és a külföldi terjeszkedés ellenére is viszonylag kicsi, ezért potenciális felvásárlási célpont lehet. A lehetséges felvásárlók első sorban a pénzügyi befektetők köréből kerülhetnek ki, de adott esetben ellenséges felvásárlási szándék sem zárható ki. Ez azonban – tekintettel a bank rendkívül szűrt tulajdonosi struktúrájára – nem vihető rövid idő alatt véghez.

A fentiekben jelzett kockázat tehát ma nem látszik jelentős mértékűnek, és tovább mérsékli az ország 2004. évi EU-csatlakozása.

### PIACRA LÉPÉSI STRATÉGIÁK

A magyarországi piacra lépés motivációi a különböző szakaszokban, és egyes szakaszokon belül is eltérőek voltak.<sup>140</sup> Minden szakaszban található olyan bank, amelyik ügyfeleit követte, illetve új anyaországbeli ügyfelek belépését készítette elő. A piacra lépések fő motívuma azonban nem ez volt, hanem a fejletlenebb piacokon a pénzügyi közvetítés viszonylagos fejletlenségéből fakadóan elérhető extraprofit lehetősége, illetve a közvetítés mélyülésében rejlő növekedési potenciál, amely más átmeneti vagy feltörekvő régiókkal összevetve ugyanakkor elfogadható színvonalú szabályozási és infrastrukturális feltételek mellett kínálkozott az érdeklődők számára.

Az egyedi stratégiák alapján a Magyarországon befektető legnagyobb bankok többsége stratégiai célokat követett, párhuzamosan a közép-kelet-európai régió más országai bankpiacán is érdekeltségeket szerzett. A piacra lépés első és második szakaszában zöldmezős beruhásként piacra lépett bankok maguk fogták a hálózatépítésbe, vállalategyesítések, bankfelvásárlások, illetve üzletág-felvásárlások révén növelték részesedésüket, és négy közülük 2002-ben már a legnagyobb tíz között található. A privatizációban részt vevő bankok piacvásár-

lás útján szereztek jelentős részesedéseket, ezek a bankok ma is a legnagyobbak között vannak.

A többi magyarországi többségi külföldi tulajdonú kisebb bank esetében a piacra lépésnél különféle egyedi okok kombinációja játszott szerepet. A bankok egy része meg tudott gyökerezni, néhány bank piacra lépése azonban sikertelen volt, ezek azóta kivonultak a bankpiacról. Az elmúlt évek tapasztalatai alapján elmondható, hogy míg az első három szakaszban – kevés kivételtől eltekintve – minden bank teljes körű banki szolgáltatások nyújtására törekedett több-kevesebb sikerrel, addig a negyedik szakaszban piacra lépő bankok közül csak azok lettek sikeresek, amelyek valamilyen szűkebb piaci szegmenseket, piaci rések betöltését célozták meg.

A magyarországi leányvállalatok többsége teljesítette a tulajdonosi elvárásokat, a stratégiai befektetők jelentős tőkeemeléseket és technológiai fejlesztéseket hajtottak végre. Ezek a bankok kezdettől fogva a hagyományos bankszolgáltatások teljes körét nyújtották ügyfeleiknek, a lehetőségek megnyíltával komoly előrehaladást mutatnak a befektetési szolgáltatásokat is felölelő univerzális banktevékenység területén, némelyikük sikerét azonban profilszűkítés eredményezte. A hatékonyság és jövedelmezőség területén mérsékelt teljesítményt nyújtó kisebb és közepes méretű bankok zöme a hagyományos banktevékenységet folytatja, nem mozdult el sem az univerzális banki, sem a résziaci stratégia irányába.

### KÜLFÖLDI BANKOK PIACRA LÉPÉSÉNEK HATÁSAI

#### Verseny

A piacra lépő új – közöttük növekvő számban a külföldi – bankok révén a korábbi monopolisztikus vagy oligopolisztikus struktúrák feltöredezték, amelynek révén a kilencvenes évek végére valóságosan csökkent a bankpiac koncentrációja. A Hirschman–Herfindahl Index (HHI) értéke az 1993. évi 1460-as értékről<sup>141</sup> jelentősen lecsökkent, 1996-tól a mérsékelt koncentrációs tartomány alsó felébe esett, 1999-ben és 2000-ben elérte a versenyzőnek tekintett sávot. A nagybankok körében végbement 2001. évi fúziós hullám következtében a koncentráció ismét megugrott, majd 2002-ben ismét csökkent, megközelítve a versenyzői szintet. Hasonló tendenciát mutat a piacon az öt, illetve tíz legnagyobb bank piaci részarányának alakulása is. Az öt legnagyobb bank részesedése Magyarországon 2001-ben (61,2%) alacsonyabb volt, mint ugyanebben az időszakban az összes hitelintézetre vetített számok alapján Belgiumban (78%), Dániában (68%), Finnországban (80%), Görögországban (66%), Hollandiában (82%) és Svédországban (88%).<sup>142</sup>

<sup>140</sup> Részletesebben lásd Várhegyi Éva (2001) és Majnoni és szerzőtársai (2003).

<sup>141</sup> Forrás: Várhegyi (2001).

<sup>142</sup> A svédországi adat 2000-re vonatkozik. Forrás: ECB (2003).



A külföldi tulajdon térnyerése jól tükröződik a piaci szerkezet változásában. Míg a korabeli körülményeknek megfelelően az első két szakaszban csak kis- és közepes méretű bankok lehettek többségi külföldi tulajdonban, a privatizációt követően, illetve az elmúlt évek fúziói nyomán számuk folyamatosan nőtt a legnagyobb bankok között. 2002-ben a legnagyobb magyarországi banknál bekövetkezett tulajdonosváltás miatt az öt legnagyobb bank mindegyike, és a legnagyobb tíz közül is kilenc bank többségi külföldi tulajdonban volt. A kilenc között van a privatizált bankok közül öt bank, továbbá mindhárom bank, amelyet a rendszerváltást megelőzően egyes bankként alapítottak és amelyeket azóta a stratégiai tulajdonosok kivásároltak, és még egy, eredetileg zöldmezős beruházás-ként alapított, bankok közötti többszöri fúzió átesett bank (lásd IV-13. táblázat).

### Piacok

A külföldi bankok a piacra lépésük első két szakaszában természetesen a vállalati hitelezésben nyertek először teret. Lakossági ügyfeleik köre meglehetősen szűk volt, elsősorban az ide érkezett külföldi vállalatok alkalmazottaiból verbuválódott.

A részpiacok közül 2002-re a vállalati piac mind a hitel, mind a betéti oldalon versenyzővé vált. A nagyvállalati szektor hitelezésében ma már nincs növekedési tartalék, a kis- és középvállalkozások hitelezése bővülésének stabilizálódása még várat magára. A legnagyobb változás mégis a lakossági piacon ment végbe, ahol az OTP a kilencvenes évek elején monopolpozícióban volt, a lakossági hitelek 98,4%-a, a lakossági betétek 93,2%-a

volt a birtokában<sup>143</sup>. 2002-ben ezek az arányok rendre 27,8%<sup>144</sup> és 46,0% voltak.

A négy privatizált nagybank a privatizációt követően erőteljes versenybe kezdett a viszonylag olcsó lakossági forrásokért<sup>145</sup>, részesedésüket gyors ütemben növelték, eleinte az OTP, később emellett elsősorban a Postabank rovására. Az agresszív piacszerzésbe sikeresen kapcsolódott be az utóbbi években néhány, a kilencvenes évek közepén még kisbanknak vagy középbanknak számító bank, amelyek a mérlegfőösszeg alapján viszonylag kicsiny piaci részesedésüket láthatóan a lakossági piacon akarják az átlagnál nagyobb ütemben növelni, és a megszerzett lakossági forrásokat nem más piacokon helyezik ki, hanem ezen a piacon belül rendelkeznek magas és növekvő hitel-betét aránnyal. Bár az összes külföldi bank dinamikus terjeszkedést valósított meg a lakossági piacon, mind a hitelezés, mind a betétgyűjtés területén, a két részpiac közötti térnyerés aszimmetriát, a betéti piac magasabb koncentrátságát mutatja. Ezt az okozza, hogy 2002-ben a 6 magyar tulajdonú bank között már csak két betétgyűjtő intézmény van, a többi bank közül három jelzálog-hitelintézet és egy gépjárműhitelekre specializálódott bank, amelyik elhanyagolható mértékű lakossági betéttel rendelkezik.

A drasztikus változások ellenére az OTP az elmúlt évtizedben nemcsak megőrizte vezető szerepét a magyar bankrendszerben, hanem szakmai fórumok több éven keresztül a legjobb magyar bankként értékelték, és vonzó befektetésnek bizonyult mind a magyar, mind a külföldi tőzsdéken. A közép-kelet-európai régióban egyedülként volt képes egy teljes egészében hazai szakemberekből álló menedzsment által vezetett bank arra, hogy

IV-13. táblázat

### A bankpiac koncentrációja a mérlegfőösszeg alapján

Megnevezés	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
A legnagyobb öt bank részesedése (%)	59,1	54,9	56,2	56,1	55,8	61,2	59,3
Ebből: többségi külföldi tulajdonú bankok részesedése (%)	13,7	22,1	24,0	31,0	31,8	37,4	59,3
többségi külföldi tulajdonú bankok száma	2	3	3	4	4	4	5
A legnagyobb tíz bank részesedése (%)	76,5	73,4	75,9	76,0	76,3	81,0	79,2
Ebből: többségi külföldi tulajdonú bankok részesedése (%)	31,0	40,6	43,8	46,3	48,2	53,0	75,2
többségi külföldi tulajdonú bankok száma	7	8	8	8	8	8	9
HHI-piac	1156	1020	1039	999	965	1048	1016
HHI-többségi külföldi tulajdonú bankok	185	277	315	348	371	463	1008
Bankok száma összesen	40	40	38	37	36	35	33
Többségi külföldi tulajdonú bankok száma összesen	27	30	27	29	30	29	26

<sup>143</sup> Forrás: Bonin–Abel (2000).

<sup>144</sup> A kép valamelyest megtévesztő, mert a második helyet a bank lakáshitelezésben piacvezető jelzálogbankja foglalja el, együttes piaci részesedésük 2002-ben 42,9% volt.

<sup>145</sup> Lásd erről Bonin–Abel (2000).

## IV-14. táblázat

## A vállalati és lakossági piac koncentrációja

Megnevezés	Vállalati		Lakossági	
	Betét	Hitel	Betét	Hitel
A legnagyobb öt bank részesedése (%)	56,4	62,6	76,5	62,3
Ebből: többségi külföldi tulajdonú bankok részesedése (%)	56,4	62,6	69,9	62,3
többségi külföldi tulajdonú bankok száma	5	5	4	5
A legnagyobb tíz bank részesedése (%)	81,5	85,2	93,3	81,4
Ebből: többségi külföldi tulajdonú bankok részesedése (%)	81,5	82,5	86,6	62,8
többségi külföldi tulajdonú bankok száma	10	9	9	9
HHL-piac	832	962	2471	1244

magas jövedelmezősége révén – a viszonylag magas osztalékfizetési kényszerből fakadó korlátozott tőkeakumulációs képessége ellenére, külföldi bankok felvásárlása révén – a határon túl is terjeszkedni tudjon. Az, hogy az ambiciózus regionális szerepvállalás is hasonló eredményeket hoz-e, azt ma még nem lehet megjósolni.

A szakirodalom több okot említ a sikertörténet kapcsán. Bonin és Abel<sup>146</sup> a lakossági piac alakulását elemezve a versenyt emeli ki, amely legnagyobb mértékben a privatizált külföldi bankok részéről fenyegette a bankot. Véleményük szerint a külföldi térnyerés eredményezte piacesztés készítette a bankot a termékek és szolgáltatások korszerűsítésére. Várhegyi<sup>147</sup>, Bikker és szerzőtársai, vala-

mint Molyneux tanulmányai alapján a megtámadhatóság mint fenyegetés szerepét emeli ki, amelyet erősít az alacsony belépési küszöb, a dereguláció, a szabályozás által kevésbé szegmentált piac és a technikai fejlődés.

A fenti tényezők mellett további tényezője volt a sikernek maga a választott privatizációs technika – a tőzsdén keresztüli privatizáció. Az OTP-nek a kilencvenes évek közepétől befutott pályája megmutatta, hogy a piaci ellenőrző szerepének, a napi tőzsdei megmértetésnek, a gyakori és szigorú nyilvánosságra hozatali követelmények fegyelmező erejének segítségével egy átmeneti gazdaság hosszú ideig többségi belföldi tulajdonú bankja sikerrel veheti fel a versenyt olyan kemény versenytársakkal is, amelyek erős stratégiai tulajdonosi kontroll mellett, a fejlett technológiák és a tudás közvetlen importja révén induláskor helyzeti előnybe kerültek vele szemben.

## A KÜLFÖLDI TULAJDONÚ BANKOK TELJESÍTMÉNYE

## Portfólió

A külföldi tulajdonú bankok portfólióminősége mindvégig szignifikánsan jobb volt, mint a belföldi bankoké. A piacra lépés első két szakaszában ez a különbség természetes, hiszen a zöldmezős külföldi bankoknak nem voltak örökölt rossz portfólióik, új magyarországi ügyfelek – eleinte főleg saját anyaországukból, majd a legjobb magyarországi cégek kimazsolázása révén – jó minőségűek voltak, és az anyabank révén kockázatkezelési gyakorlatuk is messze a magyar bankok előtt járt. Vélhetően anyabankjaik a belső szabályzatban ugyanolyan követelményeket támasztottak velük szemben,

## IV-15. táblázat

## A bankok portfólióminősége

Megnevezés	Megnevezés	1998		1999		2000		2001		2002	
		Külföldi bankok	Belföldi bankok	Külföldi bankok	Belföldi bankok	Külföldi bankok	Belföldi bankok	Külföldi bankok	Belföldi bankok	Külföldi bankok	Belföldi bankok
Teljes portfólió	Minősített követelések aránya	8,4	13,5	6,9	14,6	6,8	11,8	8,9	10,6	6,8	13,7
	Nem teljesítő követelések aránya	2,4	9,6	2,4	7,7	1,6	6,5	1,8	4,8	1,8	6,1
Hitelek	Minősített hitelek aránya	17,0	22,8	13,0	17,6	11,8	11,9	15,1	10,3	13,6	14,5
	Nem teljesítő hitelek aránya	4,5	15,3	3,8	6,5	2,4	6,1	2,4	4,4	3,2	5,8

<sup>146</sup> Bonin, J.–Abel, I. (2000).

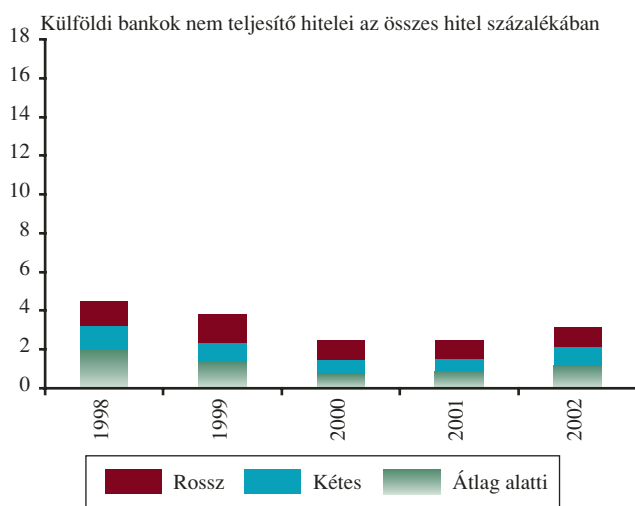
<sup>147</sup> Várhegyi Éva (2001).

mint az anyaországi szabályozás, és ez a magyarországi szabályozás és felügyelés korabeli hiányosságai ellenére sem vezetett körökben felelőtlen hitelezéshez.

A külföldi bankok portfóliója a privatizáció utáni negyedik szakaszban minden évben és minden minősítési kategóriában, illetve részportfólióban jobb minőséget mutat, mint a belföldi bankoké, annak ellenére, hogy a monobankrendszer összes utóbankja a vizsgált időszakban már a külföldi tulajdonú bankok között található. 2000-ig mindkét csoport portfólióminősége javult. Az utolsó évben a belföldi csoportban megfigyelhető romlásnak alapvetően szerkezeti oka van, hiszen a legnagyobb bank – amelyiknek a belföldi bankok között kiemelkedően jó portfóliója volt – csoportot váltott. A külföldi csoportban azonban viszonylag gyenge a teljesítménye (elsősorban a nem hitelezési mérlegtételek esetében), a bank nagyságánál fogva ellensúlyozta a többi bank teljesítményének javulását, ezért nem csökkent 2002-ben a csoport mutatója. A másik oldalon, a belföldi bankok portfólióját azonban nemcsak a jó portfóliójú bank távozása, hanem a megmaradt bankok portfóliójának további romlása is okozta, amely minden szegmenst egyaránt jelentősen érintett.

#### IV-24. ábra

### A nem teljesítő állományok aránya a hitelportfólióban

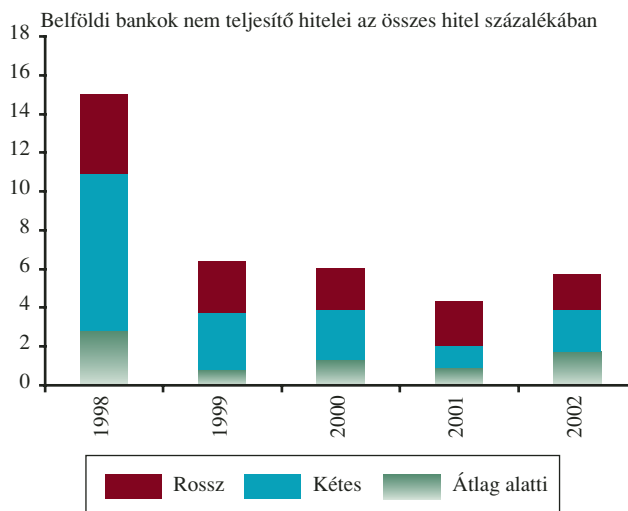


A teljes portfólióban a nem teljesítő (átlag alatti, kétes és rossz) állományokon belül a rossz minősítésűek átlagos aránya a két csoportban nem különbözik lényegesen, a kétes állományoknak az aránya azonban a belföldi bankoknál a teljes portfólión átlagosan csaknem kétszerese a külföldiek hasonló mutatójának. A hitelportfólió minőségében még nagyobb a különbség. Az 1998-as kirívó év adatait figyelmen kívül hagyva a belföldi bankoknál a rossz hiteleknek a nem teljesítő hitelekben belüli átlagos aránya 1999–2002 között több mint kétszerese, a kétes

állományoké pedig több mint két és félszerese volt a külföldiek azonos mutatójának.

#### IV-25. ábra

### A nem teljesítő állományok aránya a hitelportfólióban



A 2001 második felétől romló gazdasági körülmények közepette mérséklődött a gazdasági aktivitás az EU-országokban is. Az EU-országok hitelintézeteinek csaknem teljes mintáján végzett ECB-elemzés<sup>148</sup> szerint ez a tény, valamint a vállalati adatok megbízhatóságába vetett hitnek az Enron-ügy és más vállalati botrányok nyomán történt megingása a portfólióminőség átértékeléshez vezetett, amely már 2001 végén tükröződött a portfólió mérsékelt romlásában, a rosszabb minősítésű elemek és a tartalékok növekedésében. Ez a tendencia Magyarországon még 2002-ben sem volt érzékelhető a külföldi bankok minősítési és tartalékolási magatartásán. Ebben szerepet játszott az EU-val összevetve viszonylag magas gazdasági növekedés, és a – kisebb vállalatok, valamint a lakosság esetében – a választás évében és az azt megelőző évben kiáramlott többlettámogatásnak, illetve többletjövedelemnek az érintett csoportok nemfizetés kockázatát csökkentő hatása, és a kevésbé kockázatos, és a folyósításkor problémamentesen minősített lakáscélú jelzáloghitel-állomány megugrásának portfóliójavító hatása is.

#### Jövedelmezőség

A bankok teljesítménymutatói tekintetében nagyon vegyes a kép a vizsgált öt évben.

A jövedelemszerkezet alapmutatói – a spread és a marzs – tekintetében az 1998-as év kivételével megfigyelhető, hogy a belföldi bankok mutatói szignifikánsan magasabbak, mint a külföldi bankoké.

A spread 1999-től mindkét csoportban (a belföldi bankoknál 2001-ig) évről évre nőtt, mert a pénzügyi közve-

<sup>148</sup> ECB (2003).

## IV-16. táblázat

A külföldi és belföldi bankok  
jövedelemszerkezetének mutatói, százalékban

Megnevezés	Megnevezés	1998	1999	2000	2001	2002
Külföldi bankok	Kamatspread	3,9	3,2	3,2	3,4	3,9
	Kamatmarzs	4,4	3,6	3,6	3,8	4,1
	Teljes marzs*	6,0	5,4	5,5	6,0	6,2
	Összes költség** a mérlegfőösszeg százalékában	3,9	4,0	3,7	3,7	3,6
Belföldi bankok	Kamatspread	5,1	4,8	4,9	5,3	4,9
	Kamatmarzs	5,0	5,0	4,8	5,1	5,0
	Teljes marzs*	3,2	6,5	6,5	6,7	5,8
	Összes költség** a mérlegfőösszeg százalékában	4,3	4,1	4,0	4,1	4,8

\* Bruttó pénzügyi és befektetési szolgáltatási eredmény céltartalék-képzés és egyéb eredmény nélkül/mérlegfőösszeg (kronologikus átlag).

\*\* Működési költségek/mérlegfőösszeg (kronologikus átlag).

títés viszonylagos fejletlenségéből fakadóan mindkét csoport előbb és nagyobb mértékben tudja érvényesíteni a kamatcsökkenést a betéti oldalon, mint a hitelek átárazása során. A növekedést magyarázhatja a portfólió romlásából fakadó kockázati felárak alkalmazása is. Ezt a külföldi bankoknál 2000-tól alátámasztják, a belföldieknél viszont egyáltalán nem indokolják a hitelportfólió minősége időbeli alakulásának adatai.

A vizsgált időszakban mindvégig magasabb volt a belföldi bankok kamatmarzsa. Ez 2001-ig zömmel a kimagasló eredményű OTP-nek, volumenét tekintve kisebb mértékben az új jelzálogbankok magas mutatóinak tudható be, s a különbség a két csoport között az OTP átsorolásával mérséklődött. A kamatmarzs a külföldi bankoknál mindvégig magasabb, a spread azonban 1999-től már alacsonyabb volt, mint az EU hitelintézeteinek átlaga. A teljes marzsot tekintve a különbség kisebb, ami azt jelenti, hogy a belföldi bankok eredményében nagyobb a kamatok és kamatjellegű jövedelmek részaránya a jutalék-eredményhez képest, mint a külföldi bankoknál.

A bankok költséghatékonysága nem javult kellő mértékben. A költségek mérlegfőösszegre vetített aránya a külföldi és belföldi bankoknál nem különbözik lényegesen, jelentősen meghaladja viszont az EU-hitelintézetek átlagát, amely 1998 és 2001 között 1,5%-ról 1,7%-ra emelkedett.

A bankok többségének eszköz- és tőkejöveldelmezősége az elmúlt években fokozatosan javult, annak ellenére, hogy ez nem tükröződik az átfogó mutatók, a ROA és a ROE csoportszintű alakulásában. 1998-ban a belföldi bankok, 1999-ben pedig a külföldi bankok eredménye volt egyes nagybankok egyedi okokra visszavezethető veszteségei miatt kiugróan alacsony. A belföldi bankok teljesítményét 1999-től az OTP határozta meg, a csoport jöveldelmezősége visszaesése a 2002. évben az OTP csoportváltása miatt anélkül következett be, hogy különösebb új egyedi veszteség képződött volna a csoportban.

## IV-17. táblázat

## A külföldi és belföldi bankok jöveldelmezősége

Megnevezés	Megnevezés	1998	1999	2000	2001	2002
Külföldi bankok	ROA*	0,7	0,0	0,9	1,4	1,5
	ROE*	7,7	-0,2	10,8	16,9	18,1
Belföldi bankok	ROA*	-5,9	1,1	1,4	1,5	0,2
	ROE*	-96,2	17,8	18,9	20,2	1,7

\* Adózott eredménnyel számított kronologikus átlag.

2002-ben mindössze hat bank – a négy legkisebb külföldi bank és két belföldi bank – volt veszteséges. A szóródás terjedelme nagyon nagy volt. A külföldi bankok körében a ROA-mutató értéke -4,5% és 5,8% között, a ROE-mutató értéke -13,2% és 61,2% között mozgott, a szélsőséges értékek viszonylag új kisbankoknál jelentkeztek. A belföldi bankok körében a szóródás terjedelme kisebb volt, a ROA -0,5% és 3,1% között, a ROE -4,6% és 26,1% között mozgott.

Magyarország hosszabb és gazdagabb tapasztalatokkal rendelkezik a külföldi tulajdonú bankok átmeneti gazdaságokban betöltött szerepe hatásainak vizsgálatára, hiszen a többi országhoz képest viszonylag korán kezdődött a bankrendszer átalakítása és privatizációja. Ma már az empirikus vizsgálatok szempontjából elégségesnek tekinthető a vizsgált időszak hossza, és jó minőségben hozzáférhetők az adatok, és mivel a vizsgált időszakra már megvalósították a bankreform leglényegesebb lépéseit, minimálisnak tekinthető az egyidejű banki reformok zavaró szerepe is. Egy, a magyarországi bankok egyedi adatainak elemzésén alapuló empirikus vizsgálat eredményei<sup>149</sup> az 1995–2000 közötti időszakra ökonometriailag igazolták azt a statisztikai megfigyelést, hogy Magyarországon a külföldi bankok számottevően nagyobb jöveldeltermelő képességgel rendelkeznek hazai társaiknál.<sup>150</sup>

<sup>149</sup> Majnoni, G. R. Shankar, and Éva Várhegyi (2003), „The Dynamics of Foreign Bank Ownership: Evidence from Hungary”, World Bank Policy Research Working Paper 3114, August 2003 The World Bank. A minta 26, az 1995–2000 közötti években aktív kereskedelmi bank adatait tartalmazta. A Postabank 1998. évi adatait a szerzők a jöveldelmezőség vizsgálatánál figyelmen kívül hagyták.

<sup>150</sup> A témában megjelent tanulmányok eredményei alapján a külföldi bankok magyarországi, de szélesebb értelemben az átmeneti vagy más feltörekvő országokban mutatott teljesítményéről sem alakítható ki egységes kép, hiszen a gyakran egymásnak ellentmondó következtetéseket különböző modellek alkalmazásával, nem azonos időszakban és mintán elvégzett elemzések alapján vonták le. Lásd erről Mérő-Endrész Valentinyi (2003).



A tanulmány az e tárgyban készült korábbi írások eredményeit három területen egészítette ki: (1) explicit módon figyelembe vette a piacra lépéstől eltelt időtartamot, amely alatt a tulajdonosváltás kifejt(h)ette a hatását a bankok teljesítményére, (2) vizsgálta a tulajdonszerzés, piacra lépés módja (zöldmezős beruházás és vállalatfelvásárlás) és a hatékonyság/eredményesség összefüggéseit, (3) vizsgálta a menedzsment módszereinek, illetve a külföldi menedzsmentbe vetett bizalom hatásait.

A költséghatékonyság területén az egyedüli szignifikáns eredmény az volt, hogy azok a külföldi tulajdonú bankok, amelyek helyi menedzsmentet alkalmaztak, hatékonyabbak voltak a költségcsökkentés terén. A zöldmezős beruházások esetében a regresszió alátámasztotta azt a tapasztalati eredményt, hogy mind a működési, mind a személyi költségek alacsonyabbak, mint a felvásárlás révén külföldi tulajdonba került bankok esetében, ahol az örökölt tényezők, a hatékonytalan fiókhálózat, az alulfejlett IT és az alacsony képzettségű munkaerő hatása volt a magas költségigényesség meghatározója.

A jövedelmezőségre vonatkozó vizsgálati eredmények szerint a külföldi bankok – a menedzsment stílusától függetlenül – számottevően nagyobb jövedelemtermelő képességgel rendelkeznek hazai társaiknál, ami ellensúlyozza azt a tényt, hogy költségeik szintje és esetenként összetétele is hasonló a lokális bankokéhoz. Ez arra utal, hogy a külföldi tulajdonú bankok magasabb bevételei a szélesebb szolgáltatásválasztéknak tudható be, semmint a hagyományos termékek terítésének, mert utóbbiban a helyi vezetőknek komparatív előnye van. A jövedelmezőség területén a zöldmezős beruházású bankok nemcsak a hazai bankok, hanem a felvásárlás révén külföldi tulajdonba jutott bankok teljesítményét is egyértelműen felülmúlják. A hitelezési spread alakulására vonatkozó eredmények alátámasztják a külföldi bankok jövedelmezősége okaira vonatkozó feltételezéseket. A spread időbeli csökkenése – amely konzisztens a külföldiek piacra lépésével együjtjáró általános díjcsökkenéssel is – rávilágít arra, hogy a magasabb jövedelmezőség nem a magasabb marzsoknak, hanem a szolgáltatások széles választékának és a jobb minőségű hitelfortfóliónak tudható be.

Az utolsóként tesztelt hitelezési volumen volt az egyetlen terület, ahol a zöldmezős bankok nem mutattak lényeges eltérést többi külföldi társuktól. Noha az eredmények ahhoz nem elégségesek, hogy alátámasszák

azt a közkeletű álláspontot, mely szerint a külföldi bankok szélesítik a hitelpiacok elérhetőségi lehetőségeit, de azt mindenképpen, hogy egy olyan országban, mint Magyarország, ahol a külföldiek jelenléte átfogó jellegű, és minden bankméretet érint, a külföldi tulajdonú bankok nem csökkentik a hitelezési aktivitást.

### Tőkehelyzet

1998-tól mindkét csoport szavatoló tőkéje folyamatosan nőtt, a tőke megfelelési mutató a kockázatvállalás ingadozásának megfelelően hullámzott, de mindvégig megfelelő szinten volt. Az OTP csoportváltozásából fakadó hatások kiszűrésével jól látható, hogy 2002. évi hitelexpanzió hatása mindkét csoportban egyaránt megmutatkozott a TMM csökkenésében, amelyet a korrigált mérlegfőösszegnek a szavatoló tőkénél lényegesen gyorsabb növekedése okozott. A belföldi bankok nagyobb mértékű expanziója a piacra lépő új jelzálogbank lakáshitelezési tevékenységének tudható be, amelyik működésének első évében a lakossági hitelezésben a második helyet érte el.

A stabilitás szempontjából kiemelendő, hogy az összes bank teljesítette a szabályozói minimumkövetelményt, a 8%-os tőke megfelelési mutatót. Öt külföldi és két belföldi bank mutatója nem érte el a biztonságosnak tekinthető legalább 10%-os értéket. A tőke megfelelési mutatók a jövedelmezőséghez hasonlóan nagy szóródást mutatnak. A külföldi bankok körében a TMM-mutató értéke 8,1% és 98,4% között volt, a szélsőségesen magas érték viszonylag új kisbanknál, a minimumot alig meghaladó alacsony érték viszont egy agresszívan növekvő nagybanknál jelentkezett. A belföldi bankok körében – a 2003-ban piacelhagyó bank kivételével – a TMM -4,6% és 26,1% között mozgott.

### IV-18. táblázat

#### A bankok tőke megfelelése (tőke megfelelési mutató)

Megnevezés	1998	1999	2000	2001	2002
Külföldi bankok	15,8%	13,8%	13,0%	13,7%	13,0%
Belföldi bankok	13,7%	15,2%	16,1%	13,9%	12,1%

A 2002. évben Magyarország elfogadható mértékben stabil és egészséges bankrendszerrel rendelkezett. Ez jelentős mértékben volt köszönhető a térségben stratégiai befektetőként megjelenő külföldi tőke szerepvállalásának és a vele érkezett szaktudásnak.

## IRODALOMJEGYZÉK

- Balassa Ákos** (1996), A magyar bankrendszer konszolidációja és jelenlegi helyzete. MNB Műhelytanulmányok 10.
- Bikker, J. A. and Groeneveld, J. M.** (1998). Competition and Concentration in the EU Banking Industry. *De Nederlandsche Bank*. Research Series Supervision (8) In: Kredit und Kapital, Heft 1/2000.
- Bonin, J.–Abel, I.** (2000): „Retail Banking in Hungary: A Foreign Affair?” (Prepared as a background paper for World Bank, World Development Report 2002: Institutions for Markets)
- EU Banking Sector Stability ECB**, February 2003
- Király, Júlia, Bea Májer, László Mátyás, Béla Öcsi, András Sugár and Éva Várhegyi** (2000), „Experience with Internationalization of Financial Sector Providers – Case Study: Hungary”, in: Claessens, S. and M. Jansen (eds) (2000) „The Internalization of Financial Services”, The World Bank and World Trade Organizations. *Kluwer Law International* 407–435.
- Majnoni, G. R. Shankar, and Éva Várhegyi** (2003), “The Dynamics of Foreign Bank Ownership: Evidence from Hungary”, World Bank Policy Research Working Paper 3114, August 2003 *The World Bank*
- Mérő, Katalin and Mariann Endrész Valentinyi:** The Role of Foreign Banks in Five Central and Eastern European Countries MNB 2003 Molyneux, P. (1999). „Increasing concentration and competition in European banking: The end of anti-trust?” *EIB Papers*, Vol. 4 No. 1 1999.
- Szapáry, György: Banking Sector Reform in Hungary:** Lessons Learned, Current Trends and Prospects, MNB Füzetek 2001/5
- Várhegyi Éva** (1995), Bankok versenyben. Pénzügykutató Rt. Budapest
- Várhegyi Éva** (2001), „Foreign ownership in Hungarian Banking Sector” *Közgazdasági Szemle*, Vol. XLVIII. No. 7-8 2002 (in Hungarian)
- Várhegyi Éva** (2002), „Hungary’s banking sector: Achievements and challenges” *EIB Papers*, Vol. 7 No. 1 2002



## ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

### ÁBRÁK

#### I. MAKROGAZDASÁGI MUTATÓK

I-1. ábra	Globális kockázati mutatók	16
I-2. ábra	A forint árfolyamának alakulása	17
I-3. ábra	A forint árfolyamára vonatkozó implikált volatilitások alakulása	18
I-4. ábra	Állampapír-piaci referenciahozamok és az irányadó kamat	19
I-5. ábra	A legvalószínűbbnek tartott GMU-csatlakozási időpontok eloszlása	19
I-6. ábra	Reálkamatok alakulása	20
I-7. ábra	Külföldiek állampapír-állománya és átlagos lejárata	20
I-8. ábra	A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány lejárati megoszlása	21
I-9. ábra	A külföldiek aránya az állampapírok piacán az egyes lejáratokon	21
I-10. ábra	Az állampapír-állomány változása lejárati szerinti január és november között	22
I-11. ábra	Fő tőzsdeindexek	22
I-12. ábra	Közép-európai tőzsdeindexek	22
I-13. ábra	A GDP növekedése	23
I-14. ábra	Magyarország piaci részesedése az EU-ban	23
I-15. ábra	A feldolgozóipari és teljes vállalati beruházások volumenének alakulása	25
I-16. ábra	A fogyasztóiár-index és a maginfláció alakulása	26
I-17. ábra	Az infláció és az adott időszakra vonatkozó egy évvel korábbi inflációs várakozások alakulása	26
I-18. ábra	A vállalatvezetők inflációs és bérvárakozásai a TÁRKI felmérésében	26
I-19. ábra	Inflációs várakozások a Reuters felmérése alapján	27
I-20. ábra	A nemzetgazdasági szektorok finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP arányában, a jelenlegi és a 2004-es módszertan szerint	28
I-21. ábra	A háztartások bruttó megtakarítása (és annak megoszlása pénzügyi megtakarításokra és felhalmozásra) a rendelkezésre álló jövedelem arányában	29
I-22. ábra	A folyó fizetésimérleg-hiány finanszírozása	30
I-23. ábra	Magyarország működőtőke-egyenlege	31
I-24. ábra	FDI-beáramlás a GDP százalékában a fizetésimérleg-statisztikák alapján	32
I-25. ábra	FDI-beáramlás a GDP százalékában az adatok tartalmilag összehasonlíthatóvá tétele után	32
I-26. ábra	A nemzetközi tartalékok alakulása	34
I-27. ábra	A nemzetközi tartalékok állománya különböző monetáris aggregátumokhoz viszonyítva	35
I-28. ábra	A devizatartalék a nemzetgazdaság éven belüli külső adósságának és az egyhavi import arányában	35

#### II. A BANKRENDSZER STABILITÁSA

II-1. ábra	A mérlegfőösszeg és a hitelek éves reálnövekedési üteme	39
II-2. ábra	A nem pénzügyi vállalatok devizahiteleinek és a külföldi források alakulása	40
II-3. ábra	A bankrendszer mérlegfőösszegének koncentrációja	40
II-4. ábra	Nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos pénzügyi pozíciója	41
II-5. ábra	A budapesti irodapiac állapota	42
II-6. ábra	Nem pénzügyi vállalatok banki és tulajdonosi hiteleinek alakulása a GDP százalékában	43
II-7. ábra	A nem pénzügyi vállalati devizahitel változásainak összetevői	44
II-8. ábra	A nem pénzügyi vállalati hitelek vállalati méretstruktúra szerinti megoszlása	44
II-9. ábra	Iroda- és üzletházépítésre folyósított hitelek aránya a teljes vállalati hitelfortfólióban és a koncentráció	45
II-10. ábra	A nem pénzügyi vállalatok hiteleinek és betéteinek koncentrációja	45
II-11. ábra	A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott forint hitel kamatfelára	46
II-12. ábra	A függő kötelezettségek alakulása	46
II-13. ábra	A háztartások nettó finanszírozási képessége/igénye	48

II-14. ábra	Háztartási hitelállományok	48
II-15. ábra	A háztartások kötelezettségei likvid eszközeik arányában	49
II-16. ábra	A támogatott lakáshitel-folyósítás kumulált értékei	50
II-17. ábra	Negyedévente kiadott lakásépítési engedélyek száma	51
II-18. ábra	Az egyes intézménytípusok piaci részesedése a lakáshitelpiacon	51
II-19. ábra	A fogyasztási hitelek kamata	52
II-20. ábra	A portfólió minőségét kifejező mutatók alakulása	53
II-21. ábra	A nem teljesítő vállalati hitelek arányának alakulása	54
II-22. ábra	A háztartási hitelállomány növekedési ütemének, valamint a külön figyelendő és a nem teljesítő háztartási hitelek arányának változása	54
II-23. ábra	A bankrendszer devizapiaci származékos ügyletei	55
II-24. ábra	Devizaeszközök és devizaforrások a mérlegfőösszeg arányában	56
II-25. ábra	A bankrendszer nyitott devizapozíciója	56
II-26. ábra	A 3 hónapos BUBOR és a banki kamatok alakulása	57
II-27. ábra	A bankrendszer 90 napos kumulált forintátárazási gapjei	58
II-28. ábra	Hitel/betét arány a bankrendszerben	59
II-29. ábra	Likvid eszközök aránya	59
II-30. ábra	Pénzpiaci kitettség	60
II-31. ábra	A bankrendszer éven túli eszközei és forrásai, ill. különbségük a mérlegfőösszeg arányában	60
II-32. ábra	A TMM, a stressz TMM, illetve az alapvető tőke elemek/kockázattal korrigált mérlegfőösszeg mutató alakulása	61
II-33. ábra	A tíz legnagyobb mérlegfőösszegű bank, ezek átlagának, illetve a szektor átlagának tőkehelyzete és a nem teljesítő követeléseken elérhető maximális vesztesége, mint kockázata 2002. és 2003. jún. 30-án	62
II-34. ábra	A Hpt. szerinti limittúllépések	63
II-35. ábra	A TMM-hez szükséges szavatoló tőke és összetevőinek alakulása	63
II-36. ábra	A bankrendszeri ROE	65
II-37. ábra	A spread és összetevői	66
II-38. ábra	Kamat- és nem kamatjellegű jövedelem aránya a bruttó működési eredményben	67
II-39. ábra	A működési költségek mérlegfőösszeghez és bevételekhez viszonyított aránya	67

### III. AKTUÁLIS TÉMÁK

III-1. ábra	Kockázati kitettség	71
III-2. ábra	Veszteség az alapvető tőke százalékában	72
III-3. ábra	Jövedelmezőségi mutatók a vállalati szektorban, 1993–2002	75
III-4. ábra	A ROA eloszlása, 1993–2002	75
III-5. ábra	A ROA mediánjának és alsó kvintilisének változása	76
III-6. ábra	Jövedelmezőség (ROA) az egyes ágazatokban, 1993–2002	76
III-7. ábra	A jövedelmezőség (ROA) alakulása az exportörök és nem exportörök esetében, 1993–2002	77
III-8. ábra	A reálbér és az átlagos létszám változása az exportörök esetében	78
III-9. ábra	A feldolgozóipari ágazatok exportárbevételének aránya a nettó árbevételben	80
III-10. ábra	A nem pénzügyi vállalatok tőkeáttétele	80
III-11. ábra	Ágazati tőkeáttétel-mutatók	81
III-12. ábra	A legrosszabb jövedelmezőségű vállalatok tőkeáttétele és összes kötelezettségük súlya a teljes szektor kötelezettségeiben	81
III-13. ábra	Aggregált kamatfedezet	82
III-14. ábra	Éven túli lejáratú súlyozott átlagos vállalati hitelkamat	82
III-15. ábra	Ágazati kamatfedezet-mutatók	82
III-16. ábra	A legalacsonyabb kamatfedezetű vállalatok súlya és tőkeáttétele	83
III-17. ábra	Likviditási gyorsráta a vállalati szektorban	83
III-18. ábra	A likviditási gyorsráta eloszlásának alsó kvintilise	83
III-19. ábra	A pénzhányad eloszlásának mediánja	83

## IV. TANULMÁNYOK

IV-1. ábra	Határidős és risk reversal pozíciók értéke az árfolyam függvényében	90
IV-2. ábra	A forint-deviza piac egyes szegmenseinek bruttó forgalma	90
IV-3. ábra	A bruttó FX-swap forgalom szektorok szerinti megoszlása	90
IV-4. ábra	A külföldi szereplők magyar bankrendszerrel szembeni nettó FX-swap és spotállománya	91
IV-5. ábra	A külföldiek 1 héten belüli és azon túli hátralévő futamidejű kumulált nettó swapállomány-változása	92
IV-6. ábra	A bruttó opciós forgalom szektoronkénti megoszlása	92
IV-7. ábra	Az egyes szektorok devizaopciós állománya	93
IV-8. ábra	Az MNB (kéthetes) irányadó kamata, valamint a 3 hónapos FX-swap, és állampapír-piaci hozam alakulása	94
IV-9. ábra	Forint/euró volatilitásgörbe	94
IV-10. ábra	Forint-euró implikált volatilitás, kamatkülönbözet és az árfolyam	95
IV-11. ábra	Forint-euró implikált volatilitások különböző lejáratokra	96
IV-12. ábra	A belföldi bankrendszer, a belföldi nem banki, valamint a külföldi szereplők nyitott forintpozíciójának alakulása a sávszélesítéstől	96
IV-13. ábra	Az FX-swap ügylet hatása a mérlegben és a mérleg alatt	98
IV-14. ábra	Spot + swap stratégia	98
IV-15. ábra		104
IV-16. ábra		104
IV-17. ábra		104
IV-18. ábra	A jelzáloglevél-piac összetétele kibocsátók szerint 2003. szeptember 30-án	104
IV-19. ábra	A lakáshitelezés folyamatábrája	105
IV-20. ábra	Fedezetek ingatlantípus szerinti átlagos megoszlása	107
IV-21. ábra	Lakáshitelek bruttó kamatmarzsának összetétele 2003. április/május	112
IV-22. ábra	2003. I. félév végéig nyilvánosan kibocsátott jelzáloglevelek hozamfelárának eloszlása és a rendeletmódosítást követően folyósított oldali támogatott hitelek marzsa a hozamfelár függvényében	114
IV-23. ábra	A külföldi tulajdon országokénti megoszlása a jegyzett tőkében való részesedés alapján 2002 végén	119
IV-24. ábra	A nem teljesítő állományok aránya a portfólióban	123
IV-25. ábra	A nem teljesítő állományok aránya a portfólióban	123

## TÁBLÁZATOK

### I. MAKROGAZDASÁGI MUTATÓK

I-1. táblázat	Világ gazdasági és regionális növekedési ütemek	15
I-2. táblázat	GDP és komponenseinek éves növekedési üteme	24
I-3. táblázat	Lakossági jövedelem, fogyasztás és felhalmozás alakulása	24
I-4. táblázat	A beruházás alakulása	25

### II. A BANKRENDSZER STABILITÁSA

II-1. táblázat	Nettó elszámolt értékvesztés	53
II-2. táblázat	Az egyes minősített kategóriákban elszámolt értékvesztés arányának alakulása a mérlegtételek bruttó értékének százalékában	54
II-3. táblázat	A bankrendszer kamatkockázati kitétségének főbb mutatói	58
II-4. táblázat	Az öt legnagyobb mérlegfőösszegű bank és a szektor tőkehelyzetének alakulása	62
II-5. táblázat	A korrigált mérlegfőösszeg összetevőinek alakulása	62
II-6. táblázat	A bankrendszer eredménye	66

### III. AKTUÁLIS TÉMÁK

III-1. táblázat	Vizsgált piaci sokkok	71
III-2. táblázat	A követelésportfólió jellemzői az év végén	72
III-3. táblázat	A hitelsokkok okozta veszteségek az alapvető tőke százalékában	72
III-4. táblázat	100% fölötti veszteséget elszenvedők részaránya	73
III-5. táblázat	A veszteségek koncentráltága	73
III-6. táblázat	Az exportőrök és nem exportőrök eredményének és költségnevei eredményének változása	78
III-7. táblázat	Az egyes költségnevek hozzájárulása a profitmarzs változásához	78
III-8. táblázat	Az üzemi eredmény, az árbevétel és az exportárbevétel növekedési ütemei MOL nélkül	78
III-9. táblázat	Feldolgozóipari ágazatok árbevétele és üzemi eredménye	79
III-10. táblázat	Az üzemi eredmény komponenseinek hozzájárulása a profitmarzs változásához	79
III-11. táblázat	Az anyagjellegű és a személyi jellegű ráfordítások átlagos aránya az árbevételben	80
III-12. táblázat	A kamatfedezeti mutató komponenseinek változása az előző évhez képest az egyes ágazatokban	82

### IV. TANULMÁNYOK

IV-1. táblázat	A háztartási szektor hitelállománya 2000. december–2003. szeptember között	100
IV-2. táblázat	A lakáshitelezésben meghatározó bankok teljesítménye és részesedése	101
IV-3. táblázat	A meghatározó piaci részesedéssel rendelkező bankok hitelállományának termék szerinti összetétele 2003. szeptember 30-án	103
IV-4. táblázat	A vizsgált bankok összesített lakáshitel-portfóliójának minősítési kategóriák szerinti megoszlása	106
IV-5. táblázat	A vizsgált bankok lakáshitel-portfóliójának megoszlása fizetési késedelem alapján	107
IV-6. táblázat	A lakáshitel-állomány kor és végső lejárat szerinti összetétele	107
IV-7. táblázat	A hitelállomány LTV-arány szerinti átlagos megoszlása	108
IV-8. táblázat	A hitelállomány földrajzi régiók szerinti megoszlása	108
IV-9. táblázat	A támogatott lakáshiteleken elérhető bankrendszeri marzs a támogatási rendelet 2003. júniusi módosítása előtt	113
IV-10. táblázat	A támogatott lakáshiteleken elérhető bankrendszeri marzs a támogatási rendelet 2003. júniusi módosítása után	113
IV-11. táblázat	A magyarországi kereskedelmi bankok száma	117
IV-12. táblázat	A külföldi és belföldi bankok tulajdonosi szerkezete a jegyzett tőke alapján	119
IV-13. táblázat	A bankpiac koncentrációja a mérlegfőösszeg alapján	121
IV-14. táblázat	A vállalati és lakossági piac koncentrációja	122
IV-15. táblázat	A bankok portfólióminősége	122
IV-16. táblázat	A külföldi és belföldi bankok jövedelemszerkezetének mutatói	124
IV-17. táblázat	A külföldi és belföldi bankok jövedelmezősége	124
IV-18. táblázat	A bankok tőkemegfelelése	125





Jelentés a pénzügyi stabilitásról  
2003. december

Nyomdai előkészítés: Iconos Reklámügynökség  
1022 Budapest, Bogár u. 29.  
Nyomdai munkák: Print-X Rt.