



JELENTÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁSRÓL

2001.
november

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 stabilitási szempontjából releváns globális konjunkturális és monetáris fejleményekre.

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Bankfőosztálya és Közgazdasági főosztálya
Vezetők: Dr. Kálmán Tamás ügyvezető igazgató és Hamecz István ügyvezető igazgató
Kiadja: a Magyar Nemzeti Bank Műszaki-ellátási főosztálya
Kiadásért felel: Bercsényi Botond főosztályvezető
1850 Budapest, V., Szabadság tér 8–9.
A kiadványt szerkesztette, tördelte és az internetre előkészítette
a Műszaki-ellátási főosztály Kiadványi csoportja
Terjesztés: Molnár Miklós
Telefon: 312-4484
Internet: <http://www.mnb.hu>

ISSN 1419-2926

Tartalomjegyzék

BEVEZETŐ	5
I. GLOBÁLIS MAKROGAZDASÁGI ÉS TŐKEPIACI KÖRNYEZET	7
Globális konjunktúra	7
Kockázati megítélés a nemzetközi pénzügyi piacokon	8
Belföldi makrogazdasági feltételek	10
Pénzügyi eszközök árai	10
Részvénytőkepiac	12
Növekedés és infláció	13
Fizetési mérleg és a külfölddel szembeni pozíció	16
Nem pénzügyi szektor	18
Háztartások	18
A nem pénzügyi vállalati szektor	20
II. A HITELINTÉZETI RENDSZER STABILITÁSA	24
A hitelkockázatok alakulása a bankszektorban	25
Vállalati hitelezés	26
Lakossági hitelezés	29
Függő kötelezettségek	31
Országkockázati kitettség	32
Portfólióminőség	32
Piaci kockázatok	34
Kamatkockázati kitettség	34
Árfolyamkockázati kitettség	35
Likviditás	35
A bankok tőkehelyezete, a tőke megfelelés alakulása	36
Jövedelmezőség	38
III. A NEM BANKI PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS ALAKULÁSA 2001 ELSŐ FÉLÉVÉBEN	40
Befektetési alapok	40
A piac mérete	40
A befektetési alapkezelők tulajdonosa	41
Befektetési alapok portfóliója	41
Jövedelmezőség, hozamszórás	42
Biztosítótársaságok	42
A piac mérete	42
A biztosítótársaságok életbiztosítási tevékenysége	43
Az életbiztosítók befektetései	43
Kockázatok	44

Nyugdíjpénztárak	44
A piac mérete	44
Magánnyugdíjpénztárak	45
Önkéntes nyugdíjpénztárak.	45
Kockázatok	46
Befektetési vállalkozások	47
A piac mérete	47
Tőkeellátottság	48
Jövedelmezőség	48
Kockázatok	48
IV. TANULMÁNYOK	50
Valentinyiné Endrész Marianna: Stresszteszt	50
Morvayné Aradi Anna: Likviditáskezelés a VIBER-ben	56

A Magyar Nemzeti Bank „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” című, 2000-ben útjára indított, fél-évente megjelenő kiadványának célja, hogy átfogó képet adjon a magyar gazdaság és pénzügyi rendszer stabilitását közvetlenül és közvetve érintő legfontosabb kérdésekről, bemutassa az előző jelentés óta eltelt időszak főbb folyamatait, és rávilágítson azokra a potenciális kockázati tényezőkre, amelyek veszélyeztethetik a pénzügyi közvetítőrendszer hatékony működését. Bár a jelentés alapvetően 2001 első félévéről szól, a makrogazdasági fejezetben szerepelnek az idei év eddig eltelt időszakára vonatkozó legfrissebb adatok, információk is.

Az idei évben számos nagyhorderejű, a pénzügyi stabilitás szempontjából is kiemelkedő fontosságú jegybanki intézkedésre került sor. Az MNB – a kormánnyal egyetértésben – május 4-én $\pm 15\%$ -ra szélesítette a forint árfolyamának ingadozási sávját, majd október elsejei hatállyal megszüntette a csúszó leértékelés rendszerét. Június 12-én a jegybank meghirdette az inflációs célkövetés rendszerét, június 15-én pedig megszűnt a még fennálló devizakorlátozások többsége.

A sávszélesítést követően a forint az euróhoz képest felértékelődött, és számottevően megnőtt az árfolyam volatilitása is. Az árfolyammal ellentétben a rövid kamatok a sávszélesítés és az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetésétől szeptember elejéig igen alacsony volatilitás jellemezte, ami azt mutatja, hogy a kockázati prémium ingadozásai inkább az árfolyam változékonyságában tükröződtek.

Magyarország külkereskedelmének meghatározó többségét az Európai Unió országaival bonyolítja, így a magyar gazdaságot kedvezőtlenül érinti, hogy az Egyesült Államok visszaesése és Japán tartós gyengélkedése miatt bekövetkezett globális lassulás érezhetően hatással van az unió országaira is. A növekedési kilátások romlásával párhuzamosan a nemzetközi tőkepiacokon mérséklődik a kockázatosabb befektetések iránti kereslet, ezért várhatóan Magyarországon is csökken majd a külföldi portfólió tőkebeáramlás az előző évek átlagához viszonyítva. A hosszú lejáratú tőkebeáramlás is várhatóan meghaladja majd a folyó fizetési mérleg lassulása miatt mérséklődő hiányát.

A háztartások vagyonának összetételében jelentős átalakulásokat figyelhetünk meg. Egyrészt, az elmúlt három évben dinamikus növekedett a lakossági hitelállomány. E hiteleknek a teljes vagyonhoz, illetve a kamattehernek a jövedelemhez viszonyított aránya azonban nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony, ezért megítélésünk szerint e hosszabb távon is folytatódó strukturális átalakulási folyamat nem jelent a pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából kockázatot. A lakossági portfólió eszközoldalán a kockázatosabb eszközök súlyának csökkenését figyelhettük meg. A forint felértékelődése és a magasabb árfolyamkockázat hatására a devizabetétek részaránya számottevően csökkent. A piaci kockázatot hordozó befektetések kedvezőtlen árfolyam-, illetve hozamalakulása pedig azt eredményezte, hogy a pénzügyi vagyonton belül lecsökkent a piaci kockázatot hordozó eszközök súlya. Így megtorpant a korábbi évekre jellemző tendencia, 2001-ben nem nőtt tovább a bankrendszeren kívüli befektetések részaránya.

A vállalati szektor eladósodottsága az elmúlt években gyorsan emelkedett, ma már eléri több európai ország szintjét. A növekvő stabilitás irányába mutat, hogy a vállalatok kötelezettségei között egyre nő az éven túli lejáratú források aránya, mely nemzetközi összehasonlításban azonban még mindig alacsonynak tekinthető. A vállalati szektor pénzügyi kockázatát növeli, hogy 2001-ben a gazdaság lassabb növekedése, az erőteljesebb defláció és a forint nominális felértékelődése következtében a vártnál lassúbb lehet a vállalkozások nominális jövedelmeinek bővülése. A kockázati tényezők közül kiemelendő, hogy nemzetközi összehasonlításban magas a devizában denominált adósság állománya a külkereskedelemben részt nem vevő szektorokban is, ami hosszabb távon növeli a vállalatok kör árfolyamkockázatát. Idén azonban a vártnál erősebb forint növeli a vállalati kör jövedelmezőségét.

A hitelintézeti szektort összességében továbbra is stabilnak értékeljük, ugyanakkor a szektor működésére jellemző prociklikusság hosszabb távon, a konjunktúra esetleges megfordulása esetén veszélyeket hordozhat magában. A potenciális kockázatokat mérsékli, hogy az elmúlt időszakban a bankok szavatoló tőkéjének növekedése lépést tartott a vállalt hitelkockázatok növekedésével, a bankszektor tőkeellátottsága továbbra is szilárdnak tekinthető, és a stabil tulajdonosi struktúra garanciát jelent a későbbi növekedéshez szükséges pótlólagos tőkék biztosítására is.

A hitelintézeti rendszer 2001. első félévi tevékenységét a 2000-ben megindult kedvező változások folytatódása jellemezte. A bankok hitelezési tevékenységének bővülése – akárcsak az elmúlt években – dinamikus volt. A forint felértékelődésére és az árfolyam-volatilitás növekedésére a bankok a devizahitelek folyósításának visszafogásával és a hitelfolyósítások forintbitelek felé való átcsoportosításával reagáltak. A devizaliberalizációhoz és az árfolyamrendszer változásához – az eddig eltelt nagyon rövid időszak tapasztalatai alapján – a bankok megrázkódtatás mentesen tudtak alkalmazkodni. A hatások részletesebb elemzéséhez azonban hosszabb időszak megfigyelése szükséges.

A hitelezési tevékenység dinamizmusa egyaránt jellemző volt a lakossági és a vállalati üzletágra. Pozitívan ítélik meg, hogy a bankok hitelezési aktivitásán belül nem képviselnek meghatározó részarányt a buborékok kialakulása szempontjából kiemelt kockázatot hordozó részpiacok. Új tendencia, hogy a lakossági hitelezésen belül a lakáscélú bitelek növekedési üteme egyre jobban meghaladja a fogyasztási bitelekét. A hitelezési expanzió a hitelfortfólió minőségének szinten maradása mellett következett be. A félév során csökkent a bankszektor piaci kockázatoknak való kitettsége. Tovább javult a bankok gazdálkodásának jövedelmezősége és költség-hatékonysága.

Az intézményi befektetők, vagyis a befektetési alapok, pénztárak és a biztosítók együttes részesedése a megtakarításokat gyűjtő teljes intézményrendszeren belül tovább nőtt, ami alapvetően a pénztári megtakarítások dinamikus növekedésének volt köszönhető. Az intézményi befektetők hagyományosan konzervatívan menedzselt portfólióját a kockázatkerülés további erősödése jellemezte a félév folyamán, mindhárom intézménytípus portfólióján belül csökkent a vállalati részvény- és kötvénybefektetések súlya.

A jelentésben közölt tanulmányok közül az első azt vizsgálja, hogy a bankrendszer tőkéje mekkora védettséget nyújt szélsőséges piaci kockázatok, illetve a hitelfortfólió nagyarányú romlása esetén. A közölt stresszteszt nagyban támaszkodik a 2001. februári Stabilitási jelentésben publikált tanulmányban szereplő módszertanra, annak némiképpen továbbfejlesztett, 2000. végi adatokkal aktualizált változata. A második tanulmány a magyar fizetési rendszer helyzetét, kockázatait, valamint a VIBER működése előtt álló új kihívásokat tekinti át.

Auth Henrik
alelnök

I. Globális makrogazdasági és tőkepiaci környezet

Globális konjunktúra

A nemzetközi konjunktúra a külkereskedelmi áru- és szolgáltatás forgalmon (folyó mérleg) és a tőkeáramláson (pénzügyi mérleg¹) keresztül befolyásolja a hazai pénzügyi stabilitást. Ez egyrészt jelentős mértékben meghatározza a külkereskedelmi szektor jövedelmezőségét, amely kulcsfontosságú a devizakötelezettségek visszafizetési kockázatának megítélése szempontjából, de a hazai gazdaság növekedésére és a forint reálárfolyamára gyakorolt hatásán keresztül egyéb kockázati tényezőkre is hat. Másrészt a magyar gazdaság erősen támaszkodik külső finanszírozási forrásokra, ezért a nemzetközi tőkeáramlás közvetlenül hat a hazai pénzügyi stabilitásra.

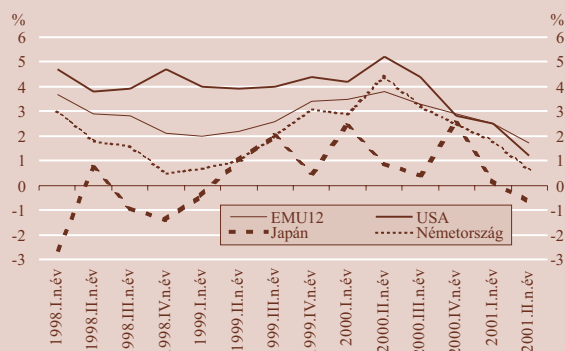
Külkereskedelmünk több mint 2/3-át az Európai Unióval, azon belül is döntően a monetáris unióval bonyolítjuk. Ezért ezen a csatornán keresztül a globális folyamatok közül az EU-t, illetve ezen belül is a monetáris uniót befolyásoló tényezők hatnak a magyar gazdaságra. Más régiók konjunktúrája főként az EU-n keresztül érint bennünket.

A 2001-ben, elsősorban az Egyesült Államok visszaesése és Japán tartós gyengélkedése miatt bekövetkezett *globális lassulás* érezhetően hatással volt az euróövezetre is (lásd I.1. ábra).

A 2001-re várt gazdasági növekedés jelentősen mérséklődött: az euróövezet gazdasági zártsága, a relatíve gyenge euró és a hazai kereslet robusztussága ellenére is alacsonyabb lehet, mint az ECB júniusi előrejelzéseiben feltételezett 2–2,5%-os hosszú távú növekedés (lásd I.1. táblázat). Az euróövezet számára a lassuló infláció lehetőséget ad a monetáris lazításra. Az ECB október végéig 100 bázisponttal mérsékelte kamatait, a piaci szereplők pedig további kamatlépéseket várnak.² Emellett az enyhe fiskális lazítás is javítani fogja a növekedés feltételeit. A pénzügyi vagyon esetleges csökkenése és a külföldi kereslet mérséklődése viszont fékezőleg fog hatni az európai gazdaságra.

A gazdasági növekedés 2002-ben az infláció lassulása és az európai országok többségében elfogadott adómérséklő csomagok miatt várhatóan a becsült potenciális növekedési tartományba fog esni: nemcsak az IMF, de a főbb nemzetközi befektetési bankok is 2,0–2,4% körüli növekedést várnak 2002-re. Az

I.1. ábra Reál GDP növekedés
(évesített, szezonálisan igazított)



Forrás: OECD

I.1. táblázat A reál GDP reálnövekedési üteme a fejlett régiókban

	1999	2000*	2001*	2002*
Világgazdaság	3,6	4,7	2,6	3,5
Euróövezet	2,7	3,5	1,8	2,2
Egyesült Államok	4,1	4,1	1,3	2,2
Japán	0,8	1,5	-0,5	0,2
Kelet- és Közép-Európa	2,0	3,8	3,5	4,2
Latin-Amerika	0,2	4,2	1,7	3,6

Forrás: IMF(2001): World Economic Outlook, szeptember.

* Előrejelzés.

¹ 1996-tól a tőkemérleg tartalma teljesen megváltozott a korábbi időszakhoz képest, az új módszertan szerint a pénzügyi mérleg tartalmazza a tőkeműveleteket.

² A 3 hónapos EURIBOR azonnali és határidős kamatkülönbsége alapján. Forrás: <http://www.liffe.com>. Ezt a különbséget az elemzők az ECB kamatlépéseit tükröző piaci várakozásként értelmezik.

euróövezet tehát érintette a globális visszaesés, de várhatóan hamarabb visszakerül hosszú távú növekedési pályájára, mint az Egyesült Államok, amelyet – számos elemző szerint – már nem is a lassabb növekedés, hanem a recesszió fenyeget.

Bár az USA és Japán lassulása eddig csak korlátozottan érezte hatását az euróövezet gazdasági zártsága miatt, egy – az előrejelzésekhez képest – negatív amerikai forgatókönyv megvalósulása esetén további hatásokkal kell számolnunk, elsősorban a pénzügyi piacokon. A pénzügyi eszközök áresése ugyanis tovább csökkentheti az aggregált keresletet, a befektetőket a *vagyonhatáson* keresztül, a vállalatokat pedig a beruházások megnövekedett *tőkeköltsége* miatt a költségek visszafogására ösztönözheti. Az euróövezetben azonban ezt a csatornát sem ítélik olyan erősnek, mint az Egyesült Államokban, mert a tőzsde makrogazdasági jelentősége (a kapitalizáció mértéke) jelentősen elmarad az amerikaitól, így a lakossági és a vállalati szektor tőzsdei kitettsége jóval kisebb. Valószínűleg kevésbé jelent problémát az információ technológiai szektor válsága is, mert az „új gazdaság” részesedése a hozzáadott értéken belül az euróövezet országaiiban kisebb, mint az Egyesült Államokban.

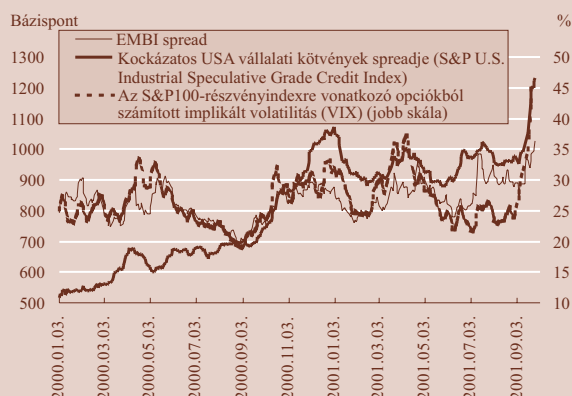
Kockázati megítélés a nemzetközi pénzügyi piacokon

A nemzetközi tőkepiaci folyamatok és a globális kockázatváltási hajlandóság jelentős hatást gyakorolnak a *tőkeáramlások irányára* és a hazai *pénzügyi eszközök hozamának* alakulására, így végeredményben a pénzügyi stabilitásra. A globális növekedés lassulásával kapcsolatos félelmek 2000 második felétől kezdve növekedtek a tőkepiacok által érzékelt bizonytalanságot és a kockázatok ártéríteléséhez vezettek. Ez világszerte a részvényindexek csökkenésében és a globális kockázati mutatók növekedésében mutatkozott meg (ezekről lásd az I.1. keretes írást).

A feltörekvő piaci kockázatok megítélésére az elmúlt másfél évben különösen erős hatást gyakoroltak a *fejlett piacok* eseményei: a konjunktúra állása és a tőkepiaci árfolyamok alakulása. Ez jól látható abból, hogy a feltörekvő országok kockázatát tükröző EMBI kamatfelár³ együtt mozgott a fejlett országokbeli kockázatos vállalati kötvények kamatfeláraival, és az amerikai indexopciók implikált volatilitásaival (lásd I.2. ábra).

Az *EMBI kamatfelár* alakulását egyes feltörekvő országok kockázati megítélésének változása is befolyásolta. Július elején három feltörekvő ország, Argentína, Törökország és Lengyelország pénzügyi és gazdasági helyzetével kapcsolatos, szinte egy időben érkező kedvezőtlen hírek az EMBI kamatfelárának drasztikus *emelkedését* okozták. Kisebb mértékben a magyar devizakötvények kamatfelára is követte az EMBI kamatfelárának növekedését. Magyarországot tehát érintette a fertőzéses hatás: július elején és augusztus közepén a forint néhány százalékos leértékelődéséhez és a külföldi befektetők állampapírok iránti keresletének csökkenéséhez vezetett.

I.2. ábra Globális kockázati mutatók



³ Az EMBI+ a feltörekvő piacok USA dollárban denominált államkötvényeit tartalmazó J.P. Morgan által összeállított, kötvényportfólió-index. Az index USA államkötvényhozamok feletti spreadje a feltörekvő országok kockázatát fejezi ki.

Keretes írás I.1. Nemzetközi tőkepiaci kockázati mutatók

A kockázatosabb pénzügyi eszközök árai a gazdasági fellendülés idején általában gyorsabban nőnek a kevésbé kockázatosakénál, kifejezve a növekvő bizalmat és a magasabb hozamot biztosító befektetések iránti kereslet növekedését. A konjunktúra fordulópontján és a lassulás idején azonban egyre több befektető fordul a biztonságosabb befektetések – pl. a fejlett országok állampapírjai – felé („flight to quality”), és csak jóval magasabb hozamok mellett hajlandó vállalni a kockázatosabb befektetéseket, ami a kockázati felárak növekedésében tükröződik.

A globális „kockázati étvág” változásai egyaránt érintik a fejlettebb tőkepiacok kockázatosabb befektetéseit (pl. USA-részvények, kockázatosabb vállalati kötvények) illetve a feltörekvő országok finanszírozásában kulcsszerepet játszó államkötvényeket, mivel ezek többé-kevésbé hasonló kockázati kategóriába sorolhatók. Ezért érdemes olyan, a fejlett tőkepiacokra vonatkozó kockázati mutatókat is figyelembe venni, amelyek árnyalhatják a feltörekvő országok szuverén kötvényeinek kamatfeláraiból nyerhető képet.

A feltörekvő országok számára mérvadó kockázati mutató az EMBI kamatfelár, amely ezen országok dollárban kibocsátott állampapírjainak USA-állampapírhozamok feletti spread-jeit összegzi. Az EMBI kamatfelár ugyanakkor – mivel átlagot mutat – csak részleges és sokszor félrevezető képet ad a nemzetközi befektetők kockázatvállalási hajlandóságáról. Ezért nem teszi lehetővé, hogy megkülönböztessük az egyes régiók, illetve a feltörekvő piacok általános megítélésében bekövetkezett változásokat. Az indexben foglalt országok kockázati megítélése széles tartományban mozog, és a kockázatosabb országok súlya nagyobb. Ezért sokszor (pl. 2001 áprilisában) egyetlen ország hitelkockázatának növekedése eredményezi a kockázati mutató növekedését. Az alább következő mutatók és az EMBI kamatfelár együttes vizsgálata támpontot adhat a feltörekvő országok megítélését befolyásoló fejlett, illetve feltörekvő piacokról érkező hatások elkülönítéséhez.

Részvényindexek implikált volatilitása

A részvényopciók árából számolt várt volatilitások a befektetőknek a részvény várható kockázatára vonatkozó ítéletét mutatják, ezért a különböző tőzsdeindexek opcióinak implikált volatilitásai jól tükrözik az adott piacon érzékelt bizonytalanságot. Az I.2. ábrán látható Volatility Index (VIX) az S&P 100 részvényindexre vonatkozó vételi és eladási opciókból számított implikált volatilitások súlyozott átlaga. Az S&P 100 opciók a leglikvidebb indexopciók az amerikai tőkepiacon, ezért a VIX index jó közelítő mutatóként szolgál az amerikai részvénytőkepiac egészére vonatkozóan.

Vállalati kötvények kamatfelára

A magas kockázatú vállalati kötvények és a kockázatmentesnek mondható állampapírok hozama közötti különbség (*junk bond spread*) információt szolgáltat a pénzügyi kondíciókról és a tapasztalatok szerint előrejelző szerepe van a konjunktúraciklus állapotát illetően is. A vállalati kötvény spreadek emelkedése a kevésbé hitelképes vállalatok gazdasági kilátásainak romlását, illetve a befektetők kockázatvállalási hajlandóságának csökkenését jelzi. Az I.2. ábrán feltüntetett Standard and Poor's kockázatos vállalatikötvény-index a nem befektetési fokozatú USA vállalati kötvényekből összeállított portfólió hozamának különbözetét mutatja a hasonló lejáratú USA-államkötvényekhez viszonyítva.

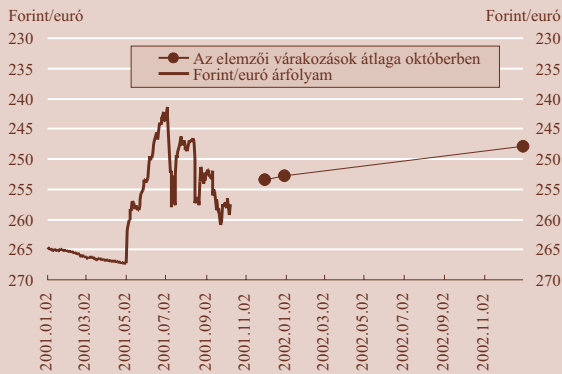
Drasztikusan csökkentette a globális kockázatvállalási hajlandóságot az USA ellen szeptember 11-én elkövetett terrortámadás, ami tovább erősítette a világgazdasági visszaesésre vonatkozó félelmeket (lásd I.3. ábra). A fejlett piaci kockázati mutatók történelmi tetőpontra ugrottak; a fejlett tőkepiacok részvényindexeinek jelentős esése mellett romlott a feltörekvő piacok pénzügyi eszközeinek relatív kockázati megítélése, amit az EMBI kamatfelár jelentős emelkedése is mutat. A terrortámadást követően a forint árfolyama leértékelődött, miközben emelkedett a magyar devizakötvények kamatfelára és a forint állampapírok hozama is.

A júliusi–szeptemberi események arra hívják fel a figyelmet, hogy – Magyarország hitelbesorolásának az elmúlt években bekövetkezett jelentős javulása ellenére – a magyar pénz- és tőkepiacon megjelenő nemzetközi befektetők még mindig érzékenyen reagálnak a feltörekvő piacokon történő kedvezőtlen eseményekre. Emellett a fejlett országokból érkező sokkok esetén is számolnunk kell a magyar pénzügyi eszközök kockázati felárának növekedésével. Mindez többnyire az – immár széles sávban mozgó – árfolyam ingadozásában, kisebb mértékben pedig a forinthozamok volatilitásának növekedésében mutatkozik meg.

I.3. ábra Az EMBI kamatfelár és a három éves zérókupon-hozam

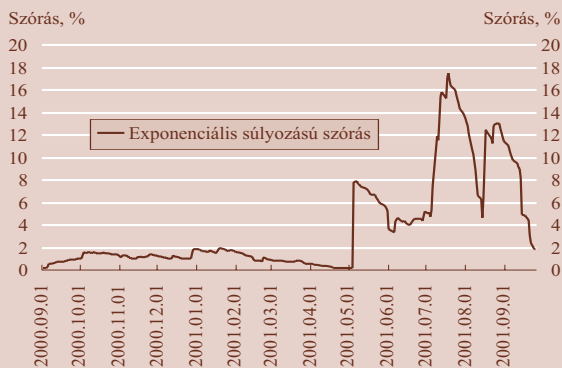


I.4. ábra A forint árfolyamának alakulása és az elemzői árfolyam-várakozások



Forrás: Reuters elemzői várakozások

I.5. ábra A forintárfolyam ingadozásának alakulása (20 napos súlyozott átlagok)



I.2. táblázat Napi átlagos forgalom (spot és származékos ügyletek)

	2001			
	jan.–máj.	máj.–jún.	jún.–júl.	júl.–szept.
Deviza/deviza	137	87	79	104
Forint/deviza	90	144	300	257
Összesen	227	231	378	361

Forrás: MNB

Belföldi makrogazdasági feltételek

Pénzügyi eszközök árai

A forintárfolyam alakulása és a tőkeáramlások

A pénzügyi stabilitás szempontjából az egyik legfontosabb tényező a forint *árfolyamának kockázata*. Az árfolyam jövőbeni alakulásával kapcsolatos várakozásokat alapvetően befolyásolta a május 4-i sávszélesítés. Az intézkedést követően a forint *felértékelődött*, ezzel párhuzamosan pedig a *volatilitása is megnőtt*. A nagyobb volatilitással jellemezhető periódusok a feltörekvő országokkal szembeni bizalmatlanság felerősödéséhez kapcsolódtak. A sávszélesítés óta eltelt időszak tapasztalatai azt mutatják, hogy a magyar gazdaság kedvező helyzete ellenére a forint árfolyama igen érzékenyen reagál a feltörekvő országokat érintő negatív nemzetközi tőkepiaci hírekre. A forint árfolyamának az utóbbi hónapok 10%-ot meghaladó volatilitása⁴ (lásd I.5. ábra) nagyjából megegyezik a lengyel zloty árfolyam-ingadozásának mértékével. A megnövekedett árfolyam-ingadozás ellenére az elemzői várakozások arra utalnak, hogy a piaci szereplők hosszabb távon bíznak az erős forintban, és 2002 decemberére 248 forint/euró körüli árfolyamot várnak (lásd I.4. ábra).

Stabilitási szempontból fontos tényező a deviza-határidős tőzsdék és a bankközi devizapiacok likviditása. A *deviza* határidős *tőzsdéken* a sávszélesítéstől augusztus végéig a nyitott kötésállományok átlagos értéke nem emelkedett, 50–70 milliárd Ft körül alakult. A sávszélesítést és a devizaliberalizálást követően viszont szinte azonnal élénkülés kezdődött a bankközi devizapiacra.⁵ Erről az MNB által a bankoktól gyűjtött napi jelentések alapján rendelkezünk információval (lásd I.2. táblázat).

A forgalomban megnövekedett a külföldi ügyfelekkel kötött ügyletek az aránya: 28%-ról 60%-ot meghaladó értékre, miközben a nem banki belföldiekkel (vállalatokkal) szemben változatlan maradt. Ebből arra következtethetünk, hogy egyelőre még nem a hazai vállalati szektor érdeklődése húzódik meg a növekedés mögött. A piac fejlődésének elősegítésével azonban ez a fejlemény optimizmusra is okot adhat, mert előkészítheti a talajt a vállalati ügyfelek számára.

A piaci likviditás egy másik mutatója a vételi és eladási árfolyamok közötti árrés. A rövid távú árrés változásokban a devizá-

⁴ Az árfolyam volatilitását az árfolyam évesített logaritmikus változásából számított szórás 20 napos, exponenciálisan súlyozott mozgóátlagával becsültük. Az egyszerű (azonos súlyokkal számított) mozgóátlaghoz képest ebben a mutatóban hamarabb megjelenik a közvetlenül megelőző napok hatása, az időben távolabbi napok hatásai pedig hamarabb „elenyésznek”. Ezzel a módszerrel érzékeltetjük a pénzügyi piacoknak azt a tulajdonságát, hogy a volatilitás egyes időszakokra összpontosul: ha a mai napot megelőzően magas volt a volatilitás, akkor nagyon valószínű, hogy ma is magas lesz. Ugyanakkor elkerüljük azt, hogy túl sokáig hasson az átlagra azoknak a napoknak a volatilitása, amelyeket nyugodtabb piaci napok követtek. Bővebben lásd a J. P. Morgan: *The RiskMetrics Technical Document, Risk Modeling of Financial Instruments*, c. fejezetet.

⁵ A sávszélesítés és a devizaliberalizáció forgalombővítő hatásához valószínűleg hozzájárult annak a bankokkal szembeni intézkedésnek a 2001. júniusi eltörlése is, melyben az MNB – 2000 májusa óta – a kötelező tartalék után fizetett kamat csökkentésével szankcionálta a kereskedelmi bankok mérleg szerinti nyitott devizapozíciójának egy bizonyos mértéket meghaladó szintjét.

val kapcsolatos kockázatok tükröződnek (hosszabb távon a piaci verseny mértékének változásai és más strukturális tényezők is befolyásolják, mint például a legutóbbi sávszélesítés és devizaliberalizálás).

Az argentin válság hatására megnövekedett bizonytalanság tükröződött a bankközi devizapiac árréseiben is. Noha a válságot követően ismét csökkent az árrés, nem érte el a válság előtti alacsony értéket. A negatív hírekre továbbra is érzékenyen reagált, legnagyobb mértékben az USA nagyvárosokat ért terrortámadás idején. Így az elkövetkező időben az árrés nagyarányú változása-ira továbbra is számítani kell (lásd I.6. ábra).

A sávszélesítés bejelentését követően a külföldiek állampapír-állománya a július 5-i csúcsig közel 150 milliárd forinttal emelkedett, amelynek döntő része a hosszú lejáratú állampapírok iránti keresletben nyilvánult meg (lásd I.7. ábra). A feltörekvő országok megítélésében bekövetkezett július eleji negatív fordulat hatása alól azonban Magyarország sem tudta kivonni magát: a külföldi befektetők korábbi stabil forintkereslete eltűnt, sőt az állomány szeptember végéig több mint 90 milliárd forintot esett. A csökkenés elsősorban az éven belüli és a 2–3 éves lejáratokat érintette.

Közép-kelet-európai összehasonlításban 2001 első negyedéve végéig stabilan alakultak a nemzetközi bankok⁶ nettó követelése a hazai rezidensekkel szemben (lásd I.8. ábra). A BIS adataiból kitűnik, hogy Lengyelországgal szemben 2000 második felétől kezdve ugrásszerűen nőtt a banki követelésállomány (elsősorban a növekvő költségvetési finanszírozási igény miatt), míg a másik három országgal szemben 1999 óta alapvetően nem változott.

A bankok és befektetési bankok által alapított nemzetközi kutatóintézet és együttműködési fórum, az IIF szeptemberi előrejelzése szerint 2001-ben az összes feltörekvő országba irányuló nettó magán tőkebeáramlás jelentősen, a tavalyi 168 milliárdról 106 milliárd dollárra csökken.⁷ Magyarország esetében a külföldiek állampapír-tranzakciói egyelőre nem támasztják alá ezt a feltevést: az év első felében dinamikus állománynövekedés volt megfigyelhető.

Még ha a külföldiek állampapír-kereslete vissza is esne az év hátralévő részében, nem valószínű, hogy ez finanszírozási gondot jelentene, hiszen a magyar gazdaság növekedésének esetleges lassulása a külső finanszírozási igényt is csökkenti. Emellett az elmúlt években jól látható volt, hogy a hazai vállalati szektor rugalmasan tudott külföldi forrást bevonni a forintforrások szűkössé válása esetén.

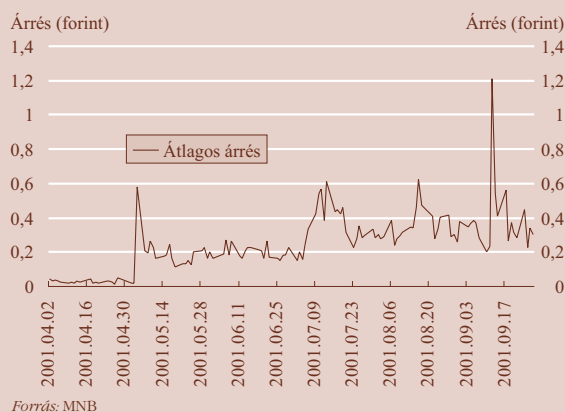
Kamatalakulás

A kamatok gyakori és nagymértékű ingadozása megnehezíti a hitelkockázatok felmérését és a pénzügyi tervezést. A kamatvolatilitás általános bizonytalanságot növelő hatásán túl a pénzügyi stabilitás szempontjából a váratlan kamatemelkedés jelenthet kockázatot, mivel a források átárazódási ideje elvben gyorsabb

⁶ A BIS-nek jelentő nemzetközi bankok. Nem tartalmazza a nem banki közvetítőket (pl. befektetési és nyugdíjalapokat), illetve a külkereskedelmi szállítóállományokat.

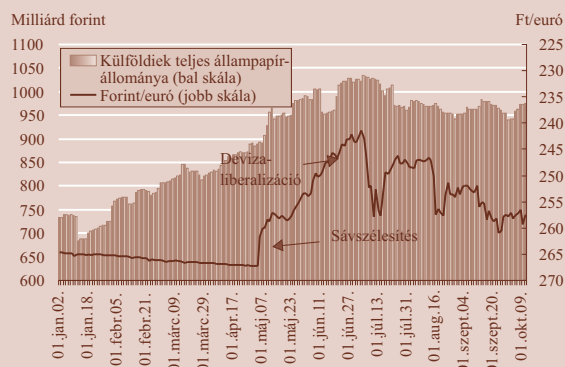
⁷ IIF (Institute of International Finance): *Capital Flows to Emerging Market Economies*. September, 2001, <http://www.iif.com/emr/index.quagga>. Lásd még IMF: *Emerging Market Financing*, August 08, 2001, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/emf/index.htm>.

I.6. ábra A fixing során kialakuló átlagos vételi-eladási árrés (2001.04.01.–2001.09.12.)

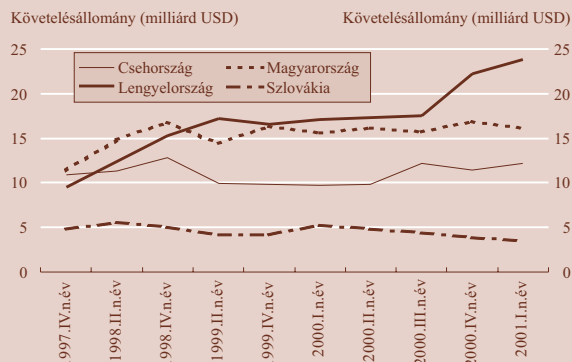


Forrás: MNB

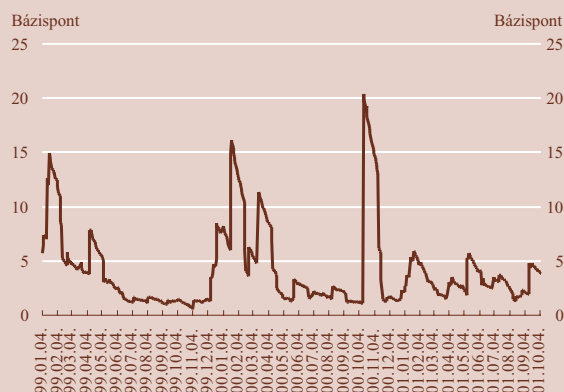
I.7. ábra A külföldiek tulajdonában lévő állampapír-állomány



I.8. ábra A nemzetközi bankok követelésállománya az egyes közép-európai országok rezidenseivel szemben



Forrás: The BIS consolidated international banking statistics, 2001. július, <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>.

I.9. ábra A három hónapos benchmarkhozam napi változásának 20 napos mozgóátlagolású szórása

az eszközökénél. A hazai bankrendszerben azonban a kamat-emelkedés által okozott jövedelemcsökkenés nem tekinthető jelentősnek, ugyanis a magyar bankok forrásoldali kamataikkal jellemzően csak késéssel követik az eszkozoldali kamatok emelését, és eszkozoldalon magas a változó kamatozású instrumentumok aránya.

A reálkamatlábak emelkedése abban az esetben is kockázatot jelenthet a pénzügyi stabilitás szempontjából, ha a bankok a hitelkamatlábak emelésével át tudják hárítani a hitelfelvevőkre a forrásköltségek növekedését. Magasabb reálkamatláb mellett a beruházási projektek egy része már nem kifizetődő; csak a magasabb várható hozamú, de magasabb kockázatú vállalatok igényelnek hitelt. Már meglévő beruházások esetén pedig a reálkamatláb emelkedése növeli a hitelfelvevő terheit, és csökkenti a projekt nettó jelenértékét, növelve a csőd valószínűségét. Összességében tehát a reálkamatlábak jelentős és váratlan emelkedése a banki hitelfortfóliók, és ezen keresztül a jövedelmezőség romlását okozhatja.

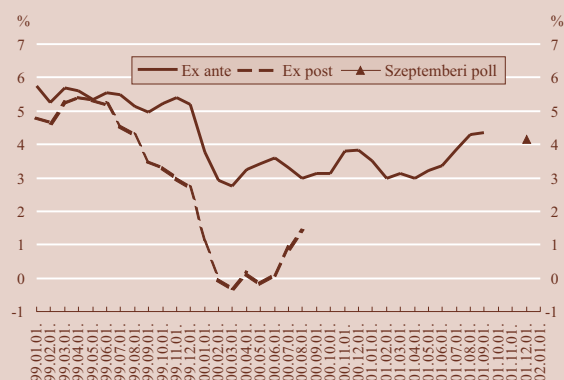
A sávszélesítés, az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetése és szeptember eleje között a rövid kamatok – a feltörekvő piacokat érintő fertőzés ellenére – az elmúlt évekhez viszonyítva és nemzetközi összehasonlításban is alacsonynak mondható volatilitás jellemezte. A kockázati prémium ingadozásai jól láthatóan inkább a forint árfolyamában csapódtak le. (lásd I.9. ábra). Az USA elleni terrortámadást követő bizonytalanság azonban az árfolyam gyengülése mellett a kamatok alakulásában is éreztette hatását. Szeptember 11-én a 3 hónapos benchmark hozam az előző napi jegybanki kamatcsökkenés ellenére 20 bázispontot emelkedett, egy hét múlva azonban visszatért az eredeti szintre.

A rövid hozamok szintjében nem történt jelentős változás, annak ellenére, a külföldi befektetők állampapírok iránti keresletét befolyásoló tényezők a sávszélesítésnek köszönhetően jelentősen megváltoztak: feltehetően nőtt az árfolyam-kockázati prémium, amit azonban ellensúlyozott a várt leértékelődés csökkenése. A piaci elemzők kamat- és inflációs várakozásai alapján számolt 1 éves ex ante reálkamat emelkedett a sávszélesítés óta, ami az inflációs várakozásoknak az 1 éves kamatoknál nagyobb mértékű esésében mutatkozott meg. Ez a 4–4,3%-os érték enyhén magasabb az elmúlt másfél évre jellemző szintnél, de nemzetközi viszonylatban így is átlagosnak tekinthető; az emelkedés stabilitási szempontból nem jelent veszélyt. A piaci elemzők által az év végére várt reálkamat nagyjából megegyezik a jelenlegi szinttel (lásd I.10. ábra).

A reálkamatlábak várakozásoktól eltérő alakulása hatására megváltozhat a megtakarítói magatartás. A 2000 augusztusától kezdődő, nem várt inflációemelkedés eredményeképpen az ex post 12 havi reálkamat rendkívül alacsony, 0% körüli volt a február–júniusi időszakban, ám júliusban ismét emelkedni kezdett. A bankbetéteken realizált reálkamat vártnál alacsonyabb értéke – különösen visszatekintő várakozások esetén – kedvezőtlen hatással lehet a pénzügyi megtakarítások alakulására.

Részvénypiac

A magasabb kockázati kategóriába tartozó befektetési lehetőségekkel szembeni bizalmatlanság növekedése a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett részvények keresletét is meghatározta. Az előző

I.10. ábra Az ex ante és a realizált 1 éves reálkamatláb a 12 hónapos benchmark hozam és a Reuters inflációs felmérése alapján

év második feléhez hasonlóan a befektetők továbbra is kerülnek a kockázatosabb eszközöket, így részvények helyett a kötvényeket, illetve feltörekvő országok helyett a fejlett országok értékpapírjait részesítik előnyben. Így a globális részvényalapok portfólióiban a *feltörekvő piaci részvények súlya tovább csökkent*. E kedvezőtlen tendenciákat tovább erősítette, hogy a magyar gazdaság kedvező fundamentumai ellenére a tőzsdén szereplő vállalatok eredménye a várakozásoknál kedvezőtlenebbül alakult. E hatások eredőjeként 2001-ben a részvények ára és forgalma egyaránt csökkent 2000-hez képest. Hasonló tendenciák jellemezték a régió más tőzsdéit is (lásd I.11., 12. ábra).

A hazai és nemzetközi részvényárak alakulása a makrogazdasági szintű pénzügyi stabilitás szempontjából azonban kevésbé jelentős tényező, mint a legfejlettebb országokban. A tőzsdei *kapitalizáció relatív értéke alacsony*, és a részvényállomány több mint 70 százaléka nem rezidensek tulajdonát képezi. Emiatt a rezidens szektorok tulajdonában lévő részvényállomány értékvesztése az egyes szektorok vagyonához és rendelkezésre álló jövedelméhez képest elhanyagolható. A hazai pénzügyi vállalatok részvénykitettsége is kicsi, és hasonlóan alacsony a rezidensek tulajdonában lévő külföldi részvények állománya is. A hazai vállalatok számára pedig nem jelent komoly forrásbevonási kockázatot a részvényárak csökkenése, hiszen a részvénykibocsátás útján történő forrásbevonás eddig sem volt jellemző. A tőzsdei folyamatokban leginkább érintettek az egyéb pénzügyi vállalkozások (pl. értékpapír-forgalmazók), amelyek jövedelme szorosan kapcsolódik az értékpapír-piaci tevékenység nagyságához. Részben ehhez köthető az ebben a szegmensben megfigyelhető konszolidációs folyamat.

A nem rezidensek magas tőzsdei tulajdoni aránya szintén hordozhat stabilitási kockázatot, egy esetleges tőkekivonási hullám ugyanis elvben befolyásolhatja a forint árfolyamát. A korábbi időszak eseményeinek tükrében azonban elmondható, hogy a nem rezidensek eladásai a belföldi befektetők általában követő magatartása miatt a részvényárak gyors esését eredményezik. A várakozások változásai így elsősorban a részvényárakon csapódnak le, és nincsenek komoly hatással a devizakeresletre és a forint árfolyamára.

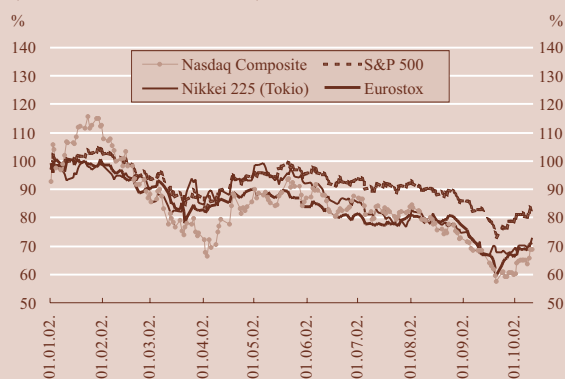
Növekedés és infláció

A GDP *növekedési üteme* a tavalyi szinthez képest *csökkent*. A visszaesés elsősorban az európai konjunkturális helyzet alakulásával magyarázható. A kedvezőtlen konjunkturális kilátások miatt az *ipari beruházások* volumene már 2000 eleje óta gyakorlatilag *stagnál*.

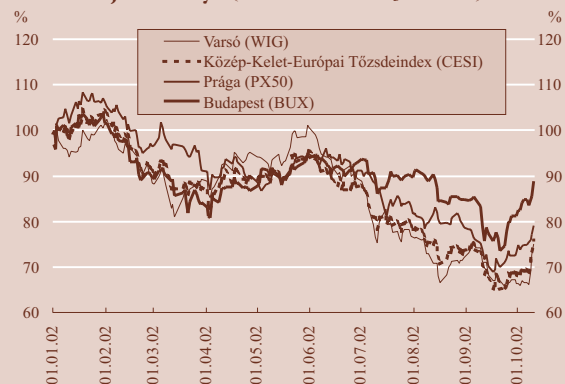
A külföldi kereslet mérséklődését mutatja a II. negyedéves alacsonyabb külkereskedelmi dinamika, és az ipari termelés számottevő lassulása is. A kedvezőtlen külföldi konjunktúra hatása legnagyobb mértékben az exportáló szektorokat érinti, a fogyasztási kiadások, valamint az állam és a lakosság beruházási kereslete továbbra is dinamikusabban bővülnek. A kiskereskedelmi forgalom dinamikája sem utal a belföldi kereslet lassulására (lásd I.3. táblázat).

A külső konjunktúra vártnál erőteljesebb lassulása a 2001. év második felében a GDP növekedésének további mérséklődését vetíti előre. A fiskális expanzió részben ellensúlyozni fogja a külföldi kereslet mérséklődésének növekedésre gyakorolt negatív

I.11. ábra Az Amerikai Egyesült Államok, Európa és Japán fő részvényindexeinek relatív teljesítménye (2000. december 31. = 100)



I.12. ábra Közép-Kelet Európa tőzszeindexeinek relatív teljesítménye (2000. december 31. = 100)



I.3. táblázat A reál GDP és komponenseinek éves növekedési üteme (előző év azonos időszakához viszonyítva)

	2000					2001	
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	össz.	I. n.év	II. n.év
Háztartások fogyasztási kiadásai	3,7	3,8	3,7	4,0	3,8	5,4	4,8
Természetbeni társadalmi juttatások	0,3	1,8	1,8	1,4	1,3	1,2	0,8
Lakossági fogyasztás	3,0	3,4	3,4	3,5	3,3	4,5	4,0
Közösségi fogyasztás	1,0	1,1	2,0	2,0	1,6	1,2	2,1
Állóeszköz-felhalmozás	7,7	6,2	2,9	9,1	6,6	5,3	3,6
Bruttó felhalmozás*	14,5	4,2	9,5	11,9	9,9	4,8	2,9
Belföldi felhasználás összesen	5,7	3,4	5,0	6,0	5,0	4,3	3,5
Export	20,9	21,0	19,9	25,0	21,8	17,6	13,6
Import	18,5	16,4	20,8	27,3	21,1	16,8	12,7
GDP	6,5	5,6	4,5	4,2	5,2	4,4	4,0

* Tartalmazza a termelési és a felhasználási oldali számítások eredményének különbségét, az ún. statisztikai eltérést is.

hatását, ugyanakkor a vállalatok szigorúbb bérpolitikájának eredményeként a fogyasztás dinamikája is mérséklődhet.

A 2001. év első félévében a fogyasztói árindex 10,4%-os értéke meghaladta a megelőző két év átlagát. Ennek a negatív fejleménynek a hátterében a tavalyi átmeneti inflációs sokkok nyomán kialakuló *inflációs tehetetlenség* állt, amihez hozzáadódott egy újabb feldolgozatlan élelmiszerár-növekedés a második negyedévben.

Az elmúlt két évet jellemző stagnáló infláció után a jegybank az inflációs célkitűzés rendszerének júniusi bevezetésével egy határozottabb dezinflációs politikát hirdetett meg. A jegybank célja, hogy 2004–2005-re az inflációra vonatkozó maastrichti konvergenciakritériumnak megfelelő inflációs szint alakuljon ki. A rezsिम meghirdetése óta az infláció újra egy számjegyű tartományba került, szeptemberben 8,0% volt az árnövekedés üteme. E mérséklődésben jelentős szerepe volt a monetáris politikától független tényezőknek is (az új monetáris politikai környezet hatásairól *(lásd I.2. keretes írás, 15. oldal)*).

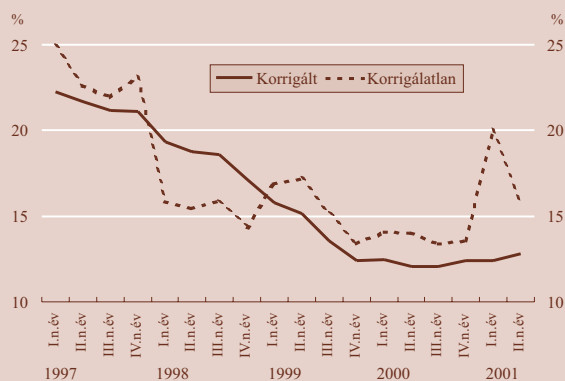
Az inflációs cél hosszabb időtávra történő meghirdetése elősegíti az előretekintő gazdasági kalkulációt. Ugyanakkor egy új rezsिम bevezetése a kezdeti időszakban megnöveli a gazdasági folyamatok alakulásával kapcsolatos bizonytalanságot, ami jól tükröződik a különböző gazdasági szereplők inflációs várakozásainak szóródásában is.

Stabilitási szempontból a legnagyobb kockázatot a vállalati szektor alkalmazkodási képessége jelenti a romló külföldi konjunktúra, az alacsonyabb infláció és a vártnál felértékeltebb nominális árfolyam miatt lassabban növekvő bevételekhez. Az 1998-as orosz válságot követő visszaesés tapasztalatai alapján azt várjuk, hogy a *versenyszektora* beruházások visszafogásával és a bérek növekedési ütemének mérséklésével gyorsan *alkalmazkodik* a nominális jövedelmének várható mérséklődéséhez.

A beruházási dinamika már a GDP növekedési ütemének mérséklődését megelőzve visszaesett. A bérköltség tekintetében jóval lassúbb alkalmazkodásra számítunk. Az elmúlt két év stagnáló árnövekedési üteme az infláció inerciális komponenseinek felerősödéséhez vezetett, ami egyértelműen tetten érhető az év elejét jellemző magas nominális bérnövekedési ütem kialakulásában. Bár a minimálbér-emelés torzító hatása miatt *(lásd Jelentés az infláció alakulásáról 2001/2)* feltehető, hogy a kimutatott bérinflációs számok magasabbak, mint a nominális bérek effektív növekedése, az éves szinten átlagosan várható 9% körüli infláció mellett a versenyszektorban meghaladja a 15%-ot a nominális bérek növekedése *(lásd I.13. ábra)*.

A vállalkozások az idén elsősorban a nem rendszeres kifizetéseken tudják esetleges veszteségeiket mérsékelni. A versenyszféra bérstruktúrájában a keresetek közel ötöde a nem rendszeres elem, de vállalatonként jelentősen eltérhet a rendszeres és nem rendszeres kifizetések aránya. Így 2001-ben arra számítunk, hogy az előző évhez képest romlik a versenyszektor jövedelmezősége. 2002-ben viszont az alacsonyabb bevételnövekedési kilátások már az év elején óvatosabb vállalati bérpolitikára kényszerítenek, arra számítunk, hogy a rendszeres bérek növekedési üteme is mérséklődik. Ugyanakkor, ha az inflációs várakozások lassabban alkalmazkodnak a jegybank által meghirdetett erőteljes dezinflációs pályához, és így magasabb lesz a jövő évi bérnövekedés, folytatódhat a vállalati szektor jövedelmezőségének romlása.

I.13. ábra A bérinfláció alakulása a versenyszférában*
(előző év azonos időszaka = 100)



* Az 5 főnél több alkalmazottat foglalkoztató vállalatok körére statisztikai módszerrel átszámított tizenkét havi adatok; mind a minimálbér hatásától, mind a szezonális ingadozásoktól tisztított bérinflációs adatok.

Keretes írás I.2. Az új monetáris politikai környezet és a pénzügyi stabilitás

2001. májusától a hazai monetáris politika rendszerében jelentős változások mentek végbe. A változások négy legfontosabb eleme a forint *árfolyamsáv kiszélesítése*, a nemzeti valuta ezt követő felértékelődése, a *devizaliberalizáció* teljes körűvé válása és végül az *inflációs célkövetés* rendszerének bevezetése. Az alábbiakban kifejtjük, hogy ezen változások egyenként milyen hatással lehetnek a tőkeáramlásokra és a pénzügyi stabilitásra.

A szélesebb árfolyamsáv hatása

A forint kiszélesített ingadozási sávja egyben a fizetőeszköz árfolyamának nagyobb változékonyságát is jelenti. Az előző, szűk sávós rendszerhez képest az árfolyam rövid távú kiszámíthatósága jelentősen csökkent, ami a rövid távú spekulatív tőkebeáramlás csökkenését vonja maga után.

Ezzel a tőkeáramlás legvolatilisabb komponense csökken, a szélesebb árfolyamsáv ebből a szempontból kedvezően hat a pénzügyi stabilitásra. Kisebb lesz a valószínűsége annak, hogy egy hosszantartó, erőteljes spekulatív beáramlás után valamilyen külső vagy belső sokkra hirtelen megforduló tőkeáramlás a hazai pénzügyi közvetítőrendszert megrendítse.

Az árfolyam várható nagyobb változékonyságához a piaci szereplők a portfóliójuk összetételének megváltoztatásával alkalmazkodnak. Ez a portfólióátrendezés tükröződik a hazai kereskedelmi bankok teljes (derivatívokat is figyelembe vevő) nyitott devizapozíciójának alakulásában: a sávszélesítést megelőzően jellemzően short devizapozíciójukat zárták.

A kockázatosabbá váló devizaforrások hatására a nem-pénzügyi vállalatok finanszírozási struktúrájában is a lassú alkalmazkodás jelei láthatók. A sávszélesítés után a vállalatok belföldi devizahitel-állománya nem nőtt (igaz, ez a stagnálás már a múlt év utolsó negyedéve óta tart), így csökkent a belföldi devizahitelek aránya az összes belföldi hitelen belül. A külföldi devizahiteleit ugyan növelte a vállalati szektor azonban a követelések ezt jóval meghaladó növekedésével a külfölddel szembeni devizapozíció is javult.

Devizahitelek arányát azoknak a hazai piacra termelő vállalatoknak érdemes csökkenteni, amelyek forintárbevételeik révén nincsenek természetes fedezeti pozícióban, és csak a kamatkülönbözet miatt választották az olcsóbb, de kockázatosabb devizafinanszírozást. A külkereskedelemben részt vevő (exportáló, illetve importáló) vállalatok esetében a kevésbé kiszámítható árfolyam az exportárbevétel nagyobb ingadozását és ezen keresztül a jövedelmezőség romlását is maga után vonhatja. Ezért különösen fontos, hogy a külkereskedelemben részt vevő vállalatok az elmúlt években megszokottnál jóval aktívabban éljenek árfolyamkockázatuk fedezésének különféle eszközeivel.

A bankok és a vállalati szektor mellett a lakosság pénzügyi portfóliójában is észrevehető alkalmazkodás zajlott le: a kockázatosabbá váló devizabetétek aránya a pénzügyi vagyamon belül csökkent.

A forint felértékelődésének hatása

A sávszélesítést követően a forint jelentős mértékben felértékelődött a kosárvalutául használt euróhoz képest. Felmerül a kérdés, hogy a felértékelődés mennyiben veszélyezteti a vállalati szektor jövedelmezőségét, ezen keresztül a bankok vállalati hitelportfóliójának minőségét, valamint nem okozza-e a folyó fizetési mérleg nem fenntartható romlását.

A tartós nominális felértékelődés az exportáló vállalatok jövedelmezőségét a forintban denominált költségek (elsősorban a bérköltség) relatív árának megnövekedésén keresztül csökkenti. A hazai munkaerőpiac rugalmasságát figyelembe véve azonban joggal feltételezhető, hogy a vállalatok hamar képesek lesznek – a bérköltségeken és a termelékenységén keresztül – alkalmazkodni a felértékeltebb forinthez. A jövedelmezőség csökkenésével így csak átmeneti ideig kell számolni.

A felértékelődésnek ugyanakkor a vállalati szektor egészét tekintve volt egy nem elhanyagolható mértékű egyszeri, a pénzügyi eredményt javító hatása is. Ez annak volt köszönhető, hogy a sávszélesítést megelőzően a hazai vállalatok jelentős nettó devizatartozást halmoztak fel.

Fontos megjegyezni, hogy a forint felértékelődése a sávszélesítést követően mindenféle jegybanki beavatkozás nélkül ment végbe. Ez azt jelenti, hogy a piac megítélése szerint a forint a sávszélesítést megelőzően alulértékelt volt. Az új, felértékeltebb árfolyam éppen azt jelzi, hogy a piaci szereplők még ilyen árfolyamszint mellett sem tartanak a folyó fizetési mérleg hiányának nem fenntartható növekedésétől.

A forint nominális felértékelődése a dezinfláció továbbvitele szempontjából a legfontosabb tényezők közé tartozik. Sikeresen folytatódó dezinfláció esetén a reálárfolyam fogyasztói árindex alapú felértékelődése csak átmeneti lesz. A reálárfolyam átmeneti felértékelődése 2002-ben a GDP arányos folyó fizetési mérleg 1 százalékpontos romlását idézi elő. Ehhez társul a külső kereslet növekedésének várható lassulása miatti hatás. Az így kialakuló hiány azonban nemcsak a piac, hanem a jegybank megítélése szerint is távol van a nem fenntartható tartománytól (a jegybank folyó fizetési mérleg előrejelzését lásd *Jelentés az infláció alakulásáról*, 2001. augusztus, 20. old.)

A devizaliberalizáció hatása

Pénzügyi stabilitási szempontból a forint teljes körű konvertibilitásának a következő elemei jelenthetnek változást: a külföldi devizaszámla nyitásának lehetősége a lakosság számára, a külföldiek kibocsátáskor egy évnél rövidebb lejáratú pénzügyi eszközökbe való befektetésének liberalizálása, és a határidős műveletek engedélyezése a külföldiek számára.

A lakosság külföldi devizaszámla nyitási lehetősége a tapasztalatok szerint a legkisebb mértékben sem okozta a hazai devizaszámla-állomány külföldre vándorlását, ami a lakosság töretlen bizalmát jelzi a hazai – döntően egyébként is külföldi tulajdonban lévő – kereskedelmi bankokban.

A külföldiek állampapír-vásárlásának korábbi korlátozása a múltban sem zárta ki jelentős rövidtávú spekulatív tőkebeáramlás kialakulását, mivel az egy évnél rövidebb hátralévő lejáratú államkötvények a múltban is elérhetők voltak a külföldiek számára. A liberalizáció után a külföldiek kereslete az előzetes találgatásokkal ellentétben nem elsősorban az újonnan elérhetővé vált kincstárjegyek és MNB-kötvények, hanem a közép lejáratú (3–4 éves) államkötvények felé irányult. Miközben külföldiek kezében lévő állampapír-állomány jelentős mértékben nőtt, a portfólió átlagos hátralévő lejárata is közel fél évvel emelkedett. Ennek magyarázata egyrészt a fentebb már említett, rövid távon nehezebben kiszámíthatóvá vált árfolyam, másrészt a monetáris unióhoz való mielőbbi csatlakozási szándék kormányzati kinyilvánítása, valamint az ezt megalapozni hivatott, inflációs célkövetés rendszerén keresztüli dezinfláció programjának kedvező piaci fogadtatása.

A határidős devizapiaci műveletek liberalizálása az előzetes várakozások ellenére egyelőre nem járt együtt a határidős devizatőzsde forgalmának fellendülésével.

Az inflációs célkövetés rendszerének hatása

Az új rendszer bevezetésével az inflációs, kamat- és árfolyam-várakozásokat orientáló nominális horgony szerepét – a korábbi rendszerben ezt a szerepet betöltő leértékelési ütem helyett – a jegybank által hosszabb távra bejelentett inflációs célok vették át. Az inflációs célkövetésen keresztüli dezinfláció egyik kinyilvánított célja, hogy Magyarország 2006-07-re készen álljon a Gazdasági és Monetáris Unióhoz való csatlakozásra, az euró bevezetésére.

Azzal, hogy a magyar gazdaságpolitika elkötelezettségét fejezte ki az euró mielőbbi bevezetése mellett, a piaci szereplőkben is csökkent a nemzeti valuta még hátralévő élettartamával kapcsolatos bizonytalanság, és feltehetően maga a „végpont”, az euró bevezetésének várt dátuma is előbbre tolódott. Egy ilyen „végpont” léte és relatív közelsége egyben kisebb esélyt jelent arra, hogy a forintot az euró bevezetéséig hátralévő időben spekulatív támadás érje, mivel az árfolyamtól függő fundamentális gazdasági változók (folyó fizetési mérleg hiány) fenntarthatóságát nem végtelen, hanem csak néhány éves horizonton bírálják el a befektetők. Az inflációs célkövetés hitelességének megszilárdulása esetén közelebb kerülő és biztosabbá váló „végpontnak”, tehát stabilizáló hatása van. Ezzel azonban még nem zárható ki, hogy az EMU-tagságot megelőzően – mint azt a '90-es évek eleji ERM-válság tapasztalatai is mutatják – a piac tesztelni fogja azt, hogy a jegybank és a gazdaságpolitika hajlandó-e felvállalni reálköltségeket a stabilitás érdekében.

Sikeres dezinfláció esetén a nominális kamatok csökkenésével és kevésbé ingadozó reálkamatokkal lehet számítani, ami mind a vállalati szektor, mind a bankrendszer számára kevésbé kockázatos környezetet jelent. A folyamat során azonban előfordulhatnak meglepetés-dezinflációk, azaz a várakozásoknál nagyobb csökkenések az inflációban. Ezek elvileg a vállalati hitelek után fizetett kamatok reálköltségének megugrásán keresztül ronthatják a vállalati jövedelmezőséget. Mivel azonban a magyar vállalati szektor forrásai között a hosszú lejáratú, fix kamatozású források csak csekély hányadot képviselnek, ez a kockázat pénzügyi stabilitási szempontból nem tekinthető jelentősnek.

Összességében megállapíthatjuk, hogy az új monetáris politikai környezet egyik eleme sincs kedvezőtlen hatással a pénzügyi stabilitásra. Bár a bevezetésük óta eltelt időszak még rövid, az eddigi tapasztalatok arra utalnak, hogy a vállalati és a bankszektor prudens módon kezdett alkalmazkodni a megváltozott környezethez.

Fizetési mérleg és a külfölddel szembeni pozíció

A külső egyensúlyi helyzet mutatói közül nemzetközi tapasztalatok alapján a pénzügyi stabilitás szempontjából a folyó fizetési mérleg és a külkereskedelmi cserearányok alakulásának, a tőkeáramlások szerkezetének, valamint a külfölddel szembeni tartozásoknak és a nemzetközi tartalékoknak van a legnagyobb jelentősége.

A *folyó fizetési mérleg* hiánya külföldi tőkebeáramlásra és a nemzetközi tartalékok visszaesésére keresztül érinti a belföldi pénzügyi közvetítőrendszert. A hiány megítélése a nemzetgazdasági beruházások szintjétől és szerkezetétől függ, a pénzügyi stabilitást azonban a cserearányok alakulása és a hiány finanszí-

rozásának módja (a tőkebeáramlások jellege és futamideje) érinti. A folyó fizetési mérleg alakulása a közelmúltban GDP-arányosan kedvező volt: az 1998. évi 4,8%-os hiány 2000-re 3,3%-ra csökkent.

A következő másfél évben mindenekelőtt a vállalati szektor felhalmozási kiadásainak erőteljes visszafogása miatt a külső finanszírozási igény GDP arányosan nem nő, sőt 2001-ben határozottan csökken, s vele a folyó fizetési mérleg hiánya is (lásd I.4. táblázat). A vállalkozói szektor beruházási dinamikájának csökkenése még nagyobb is, mint ami a külső kereslet beszűkülése miatt jóval visszafogottabb rendelkezésre álló jövedelmével magyarázható. Stabilitási szempontból ez megnyugtató, a hosszú távú gazdasági növekedésre gyakorolt hatás tekintetében azonban kedvezőtlen.

A cserearányokban az elkövetkező időszakban enyhe javulás várható. Magas exportkoncentrációval jellemezhető kis, nyitott országok számára elsősorban a cserearányok erős romlása jelent kockázatot, mert a vállalkozások likviditásának beszűkülése miatt a bankrendszer hitelportfóliójának minősége gyengülhet.⁸ Problémát inkább a forint reálfelértékelődése jelenthet (lásd I.14. ábra), amely a külső konjunktúra vártnál tartósabb lassulása miatt a nettó export növekedési ütemét csökkentheti.

A finanszírozás legstabilabb elemének a külföldi közvetlen tőkebefektetések tekinthetők. Az utóbbi időben a jelentősen felerősödő magyar tőkeexport a nettó közvetlen befektetések GDP arányos szintjét alacsonyabbá, alakulását bizonytalanabbá tette. A felerősödő magyar tőkeexport stabilitási szempontból azonban egyáltalán nem minősíthető aggasztónak, mivel ennek hátterében döntően néhány magyar nagyvállalat stratégiai terjeszkedése, regionális akvizíciók állnak. Emellett ugyanakkor hosszabb távon számítani lehet a bruttó közvetlen tőkebefektetés jövőbeni csökkenésére is. Ez szintén nem minősíthető negatív jelenségnek: természetes folyamat, hogy az ország pénzügyi közvetítőrendszerének nagykorúvá válásával a finanszírozás más formái (pl. külföldi, illetve belföldi bankhitelek) fokozatosan átveszik a közvetlen tőkebefektetések szerepét.

Ennek ellenére a közeljövőben is a finanszírozás egyik legbiztosabb elemét a nettó közvetlen befektetés jelenti. A portfólió tőkebeáramlásban stabil komponens a külföldiek állampapír-vásárlása; a közvetlen befektetésekkel együtt az utóbbi években már a folyó fizetési mérleg hiányát meghaladó finanszírozást biztosított, és biztosít várhatóan 2001-ben, megközelítőleg pedig 2002-ben is. Az egyéb finanszírozási tételek magasabb volatilitásúak, egyenlegük 1998 előtt jellemzően nettó forráskiáramlást, azt követően nettó beáramlást mutatott. 2001-ben és 2002-ben újra kiáramlást várunk ezen a csatornán, ami leginkább a magánszektor külső finanszírozási igényének csökkenésével áll összefüggésben, kisebb mértékben azonban a konszolidált államháztartás devizahiteleinek forintban való megújítása is szerephez jut. Ezen tételek lejárat szerkezete kockázati szempontból kedvező, mert a kockázatosabbnak minősülő rövid lejáratokon a nemzetgazdaság egésze inkább forráskihelyezői pozícióban van a külfölddel szemben.

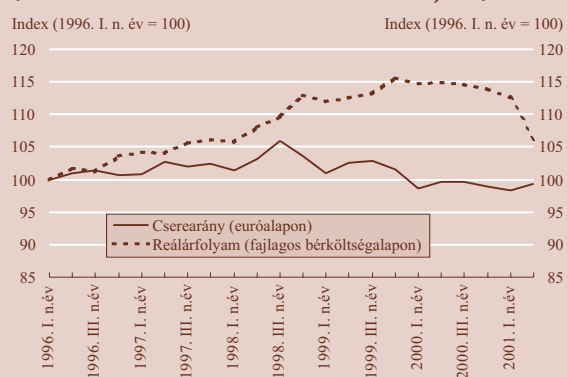
⁸ Ugyanakkor a cserearányok túlzott javulása is növelheti a pénzügyi rendszer sebezhetőségét, ha ennek következtében buborékok alakulnak ki a belföldi tőkepiacokon.

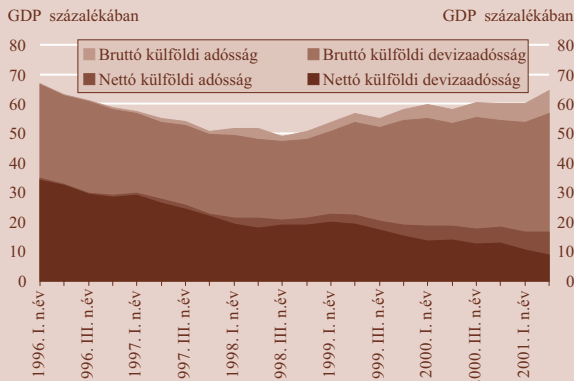
I.4. táblázat A folyó fizetési mérleg és a finanszírozás alakulása a GDP százalékában

	1996	1997	1998	1999	2000	2001*	2002*
Folyó fizetési mérleg hiánya	3,7	2,1	4,8	4,3	3,3	1,6-2,6	1,8-2,8
Finanszírozás	0,5	1,8	6,6	9,3	5,6	3,0-3,5	0,1-1,3
– közvetlen befektetés	5,0	3,8	3,3	3,6	2,5	2,9-3,1	2,3-2,7
– külföldiek állam-papír-vásárlása	0,2	0,3	1,9	1,3	2,3	1,6-1,8	0,8-1,2
– egyéb	-4,8	-2,3	1,4	4,3	0,9	-1,4-(-1,2)	-3,0-(-2,5)
Tartalékváltozás	-3,2	-0,3	1,8	5,0	2,3	0,9-1,4	-2,1-(-1,4)

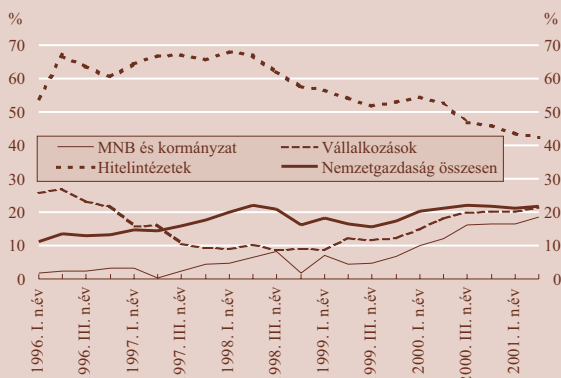
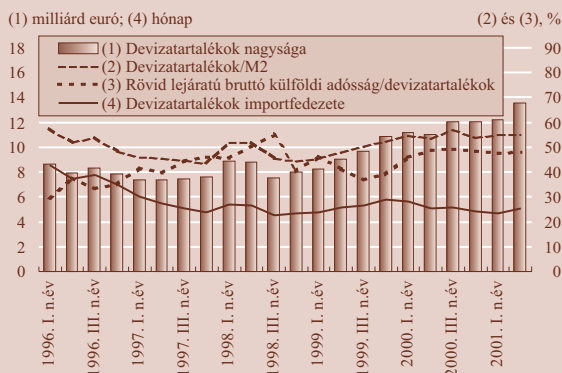
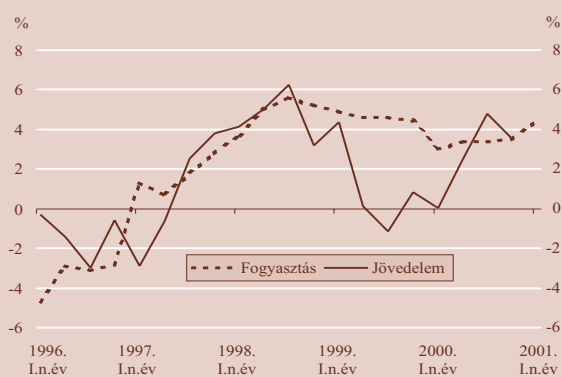
* MNB-előrejelzés.

I.14. ábra Cserearány és reálárfolyam (az index növekedése reálfelértékelődést jelez)



I.15. ábra A bruttó és nettó külföldi adósság alakulása*

* A negyedév végi állományok a megelőző négy negyedév GDP-jének a százalékában.

I.16. ábra A rövid lejáratú külföldi adósság aránya**I.17. ábra A devizatartalékok szintjének alakulása****I.18. ábra A fogyasztás és a rendelkezésre álló jövedelem reálnövekedése az előző év ugyanazon negyedévéhez viszonyítva**

A külföldi adósságon belül a forintban denominált kormányzati értékpapírok részesedésének növekedése (2001. június végén 12%) az árfolyamkockázat szempontjából kedvező, rövidebb lejáratuk miatt azonban erőteljesebb megújítási kockázat kapcsolódik hozzájuk. A sávszélesítést követően a szűk sáv miatti korábbi spekulációs motivációk eltűnése miatt a külföldi kereslet ezen papírok iránt enyhült, és az átlagos lejáratú idő hosszabbodott (lásd I.15. ábra).

A bruttó adósságban a rövid lejáratú adósságelemek súlya enyhén emelkedett, a 22%-os arány azonban nemzetközileg alacsonynak számít. A rövid lejáratú adósság legnagyobb része ugyan a hitelintézeteket terheli, azonban a növekedés az utóbbi időszakban inkább az MNB-nél és a vállalkozói szektorban jelentkezett, miközben a hitelintézetek külföldi adósságán belül a rövid lejáratú elemek aránya csökkent.⁹ A kockázati kitettség ebből a szempontból alacsonynak tekinthető, különösen, ha azt is figyelembe vesszük, hogy nettó szemléletben a magánszektor rövid lejáraton követelői pozícióban van a külfölddel szemben (lásd I.16. ábra).

A devizatartalékok nagysága az árfolyamsáv kiszélesítése óta kisebb jelentőségű, mert jelentősebb tőkemozgások esetén a feszültségek nagy részét az árfolyam változása vezeti le. A devizatartalékok 2001. júniusi 13,6 milliárd eurós szintje mellett a rövid lejáratú bruttó nemzetgazdasági adósság immár tartósan a devizatartalékok szintjének 50%-a alatt marad, és stabilan alakul a devizatartalékoknak az M2 pénzágregátumhoz mért aránya is (lásd I.17. ábra). Nemzetközi összehasonlításban ezen mutatók alapján a magyar devizatartalékok szintjét több, mint biztonságosnak ítéljük, az államháztartás devizahiteleinek forintban történő megújítása miatt a tartalékok csökkenése várható.

Nem pénzügyi szektor

Háztartások

Jövedelmi helyzet

A háztartások fogyasztása 2001 első negyedévében továbbra is dinamikusabban bővült (lásd I.18 ábra), és az 1999 óta jövedelemarányosan tartósan magasabb fogyasztási szintet elsősorban a pénzügyi megtakarítások visszafogásával biztosítják (lásd I.19. ábra). A fogyasztás pályájának simítása a pénzügyi eszközök állományának megfelelő le-, illetve felépítésével történik. A fogyasztási hitelek meghatározó szerepe a lakossági hitelállományon belül arra utal, hogy az eladósodási folyamatot elsősorban egy tartósan nagyobb fogyasztási szint elérése motiválja. Az ingatlanépítési, illetve vásárlási céllal felvett hitelek gyorsuló növekedése ugyanakkor a felhalmozási kiadások lassú, de határozott emelkedésében tükröződik.

A megtakarítási ráta 1999-ben a korábbi, átlagosan 6%-os szintről 4%-ra esett vissza a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyítva. Ez részben azzal magyarázható, hogy a külső inflációs sokkok (olajár, élelmiszerár) a háztartások jövedelmét jelentősen visszavetették, ezért a jövedelem és a fogyasztás növekedésének

⁹ Ebben a külföldi források utáni kötelező tartalékolatás szabályozásának változásai (2000 júliusában, illetve 2001 júliusában) is szerepet játszottak.

addig szinkronban lévő pályája kényszerűen szétvált. A két növekedési ütem eltérését ezen az átmeneti sokkon kívül egy tartósabb jelenség, a hitelkínálat növekvő intézményi rugalmassága, a likviditási korlát oldódása is lehetővé tette.

A nemzetközi összehasonlításból (lásd I.20. ábra) az is kitűnik, hogy az alacsonyabb megtakarítási hajlandóság nem eredményez számottevő kockázatot a háztartási szektorban. Magyarországon a lakosság bruttó pénzügyi vagyona az összjövedelemhez viszonyítva alacsony, ezen belül az eladósodottság szintén elmarad a fejlett gazdaságokban jellemzőtől.

A háztartások pénzügyi mérlege

Az eszközoldalon a forint árfolyamsávjának kiszélesítése megnövelte a nem forintban denominált pénzügyi vagyontárgyak árfolyam-kockázatát. A magyar háztartások pénzügyi vagyonában nem elhanyagolható súllyal szerepelnek a devizabetétek. Részarányuk az 1995-ben jellemző 17–18%-os szintről 2001-re 11% alá csökkent, ami azt jelenti, hogy 1%-os forintárfolyam-változás a teljes vagyon értékét 0,1%-kal módosítja.

A devizabetétek forintbetétekhez viszonyított alakulásából elsősorban arra következtethetünk, hogy a háztartások az inflációs vagy az árfolyam-kockázatot tekintik nagyobbak. A megelőző szűk sávcsúszó leértékeléses árfolyamrendszerben az árfolyamkockázatot alacsonynak tekintették. A háztartások betételhelyezési döntéseit ekkor elsősorban az inflációs kilátásokkal kapcsolatos várakozások és bizonytalanság határozta meg. Az 1995-től eltelt hat évben – némi késleltetéssel – a hazai infláció alakulásának megfelelően növelték vagy csökkentették a forint- és devizabetétek relatív súlyát a portfólióban (lásd I.21. ábra).

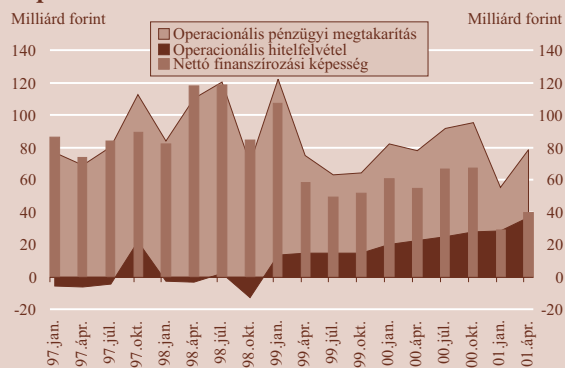
A 2001 júniusában tapasztalt devizabetét-kivonást¹⁰ azonban az motiválta, hogy az árfolyamsáv kiszélesítését követően a forint erősödésére és az árfolyamkockázat megnövekedésére számítanak. Ennek megfelelően a devizaeszközök nagyobb kockázatot hordoznak. Mindazonáltal az állomány csökkenésének visszafogott mértéke arra utal, hogy az inflációs bizonytalanság lényegében nem változott, továbbá azzal is magyarázható, hogy a dollár-megtakarításoknál már korábban is létezett a nagyobb árfolyamkockázat.¹¹

A devizabetét-állomány júniusi csökkenése tovább erősítette azt az elmúlt évekre jellemző folyamatot, amelynek során a háztartások portfóliójában a jelentősebb piaci kockázatoknak kitett eszközök visszaszorulnak, így a bankrendszeren kívüli pénzügyi megtakarítások nagyobb súlya nem párosul nagyobb kockázattal (lásd I.22. ábra, I.5. táblázat a 20. oldalon). 2001 első hét hónapjában a pénzügyi megtakarítások jelentős része a strukturális elemnek tekinthető – azaz rövid távon nem kamatérzékeny – életbiztosítási és nyugdíj-előtakarékossági célú konstrukciókba áramlott. Ezzel egyidejűleg némileg növekedett az állampapír- és befektetési-jegyállomány, miközben csökkent a részvények aránya a háztartások pénzügyi vagyonában.

¹⁰ Az ábrán látható állományváltozás jelentős mértékben a forint erősödésének tükrözi, de az árfolyamváltozástól és szezonálitástól megtisztított érték is kiugró a korábbi évekhez viszonyítva.

¹¹ Az árfolyamsáv megállapításához használt valutakosárban 2000. január 1-jétől csak az euró, és korábban is 70%-os súllyal egy európai valuta szerepelt, így az árfolyamrendszer a dollárral szembeni volatilitást csak szerényebb mértékben korlátozta.

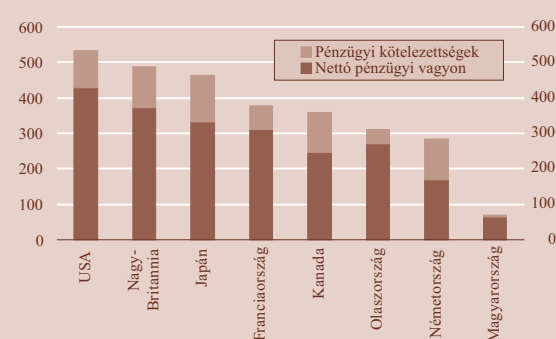
I.19. ábra Az operacionális nettó finanszírozási kapacitás



Megjegyzés: Változatlan, 1997. januári fogyasztói árszinten.

I.20. ábra A háztartások pénzügyi kötelezettségei és nettó pénzügyi vagyona néhány országban

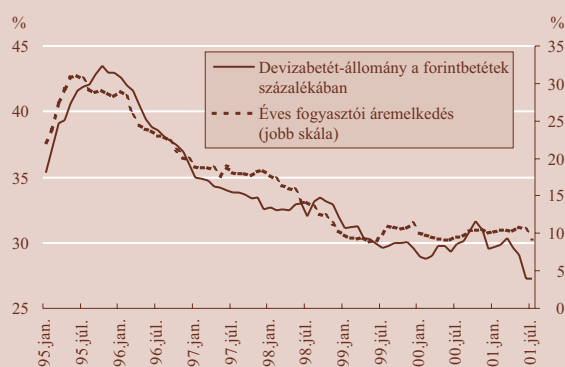
A rendelkezésre álló jövedelem százalékában



Forrás: OECD: Economic Outlook, 2001/1

* Az OECD országok esetében 1999-es, míg Magyarország esetében 2000-es adatok.

I.21. ábra Devizabetét-állomány a forintbetétek százalékában



I.22. ábra A bankrendszeren kívüli és a piaci kockázatnak kitett eszközök súlya a teljes pénzügyi vagyonban

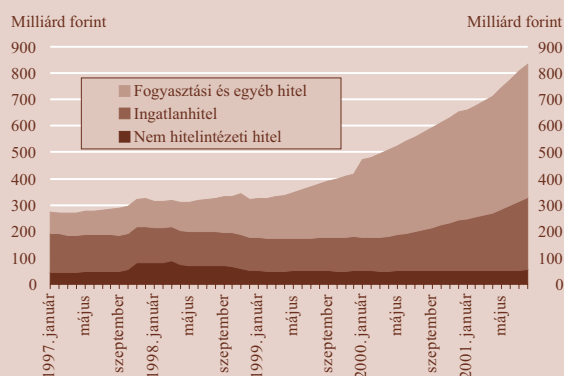


1.5. táblázat A háztartások pénzügyi vagyonának megoszlása

	1997. január	2001. január	2001. augusztus
Késpénz	13,8	11,4	12,2
Forintbetét	45,3	38,3	39,0
Ki nem fizetett keresetek	2,0	2,1	1,8
Hitelintézet értekpapír	0,9	0,4	0,4
Devizabetét	15,6	11,3	10,5
Befektetési jegy	3,4	7,2	7,3
Állampapír	9,6	12,7	12,6
Részvény	4,2	4,0	2,4
Vállalati kötvény	0,6	0,1	0,1
Életbiztosítási díjtartalék	3,7	6,3	6,5
Nyugdíjpénztári követelés	0,8	6,2	7,2

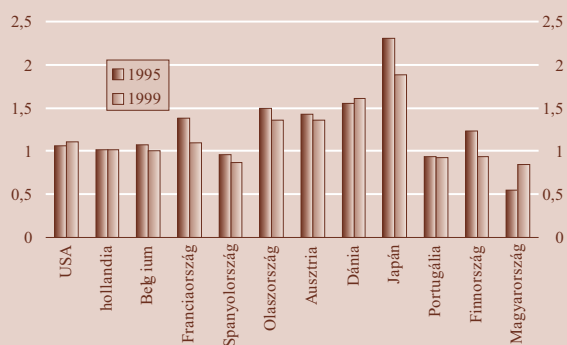
%

1.23. ábra A háztartások hitelállománya



Megjegyzés: Korábbi jelentéseinkben külön szerepeltettük a kisvállalkozói hiteket. Jelenleg azok közül már csak az egyéni vállalkozók hiteleit soroljuk a lakossági hitelek közé.

1.24. ábra Összes kötelezettség (szállítóállomány nélkül) a saját tőkéhez viszonyítva



Forrás: European Commission, DG ECFIN, BACH database, MNB-számítás az APEH vállalati adatbázis alapján.

A háztartások pénzügyi kötelezettségeire rátérve megállapítható, hogy az eladósodottsági szintje 2001 során tovább emelkedett, de a két fő hitelfajtának a teljes hitelállomány növekedési üteméhez való hozzájárulásában már egy ideje átrendeződés figyelhető meg. Míg 2000 végéig a fogyasztási hitelek növekedési üteme jóval felülmulta az ingatlanhitelekét, addig – 2000 elejétől folyamatosan gyorsulva – az ingatlanhitel-állomány éves növekedési üteme idén júliusban meghaladta a 70%-ot, szemben a fogyasztási hitelállomány 2001-re jellemző 30–40%-os éves növekedési ütemével (lásd 1.23. ábra).

A nem pénzügyi vállalati szektor

A pénzügyi közvetítő rendszernek a nem pénzügyi vállalati szektorral, – mint a magyar és a fejlett gazdaságokban a legfőbb hitel-feltevő szektorral – szembeni kitettsége jelentős befolyást gyakorol a pénzügyi rendszer stabilitására.

A nem pénzügyi vállalatok stabilitással kapcsolatos kockázatait a tőkeszerkezeti és eladósodottsági jellemzőkön túl jelentős mértékben meghatározza a vállalkozások jövedelemének ingadozása, azaz a ciklikus pozíció. E tényezők alakulását a korábbi makroszintű mutatók bemutatásán túl *vállalati szintű adatok* vizsgálatával is kiegészítjük, ami lehetővé teszi a kockázati tényezők vállalatok közötti alakulásának elemzését. A kockázati tényezők eloszlásának vizsgálata azért fontos, mert a szórás növekedése az aggregált mutatók változatlan értéke mellett is jelzi a minősített hitelállomány emelkedését. A nem pénzügyi vállalati szektor helyzetéről tájékoztató aggregált, illetve ágazati bontású adatokkal 2000. évre rendelkezünk. Vállalati szintű adatok a társasági adóbevallások alapján azonban csak 1999-ig állnak rendelkezésre.

Tőkeáttétel és mérleg szerkezet

A magyar vállalati szektor eladósodottsága nemzetközi összehasonlításban továbbra sem magas, noha az elmúlt öt évben az eladósodás gyors emelkedése volt tapasztalható. Ennek eredményeképpen a korábban kifejezetten alacsony vállalati tőkeáttétel megközelítette a fejlettebb gazdaságokra jellemző értékeket. (lásd 1.24. ábra). Az idegen források egyre jelentősebb finanszírozási szerepe részben arra vezethető vissza, hogy a makrogazdasági feltételrendszer stabilizálódása és a kockázatok ezzel párhuzamos mérséklődése nagyobb tőkeáttételt tesz lehetővé a már működő vállalatok esetében. Szintén hozzájárult a tőkeáttétel növekedéséhez, hogy a rezidens vállalatok eddigi regionális vállalat-felvásárlásait jellemzően nem tőkeemeléssel, hanem banki vagy tulajdonosi hitel felvételével, ritkábban kötvénykibocsátással finanszírozták. Ezek a tényezők arra engednek következtetni, hogy az idegen források finanszírozási súlya a jövőben, ha mérsékeltebben is, mint az 1995–1999-es időszakban, de tovább emelkedik majd.

Ennek a tendenciának látszólag ellentmond az, hogy az idegen források aránya a mérlegfőösszegeken belül csökkent 2000-ben, ellentétben az 1995-től 1999-ig tapasztalt folyamatokkal. A nem pénzügyi vállalatoknak a pénzügyi közvetítőrendszerrel szembeni eladósodottságát jobban magyarázó mutatók azonban továbbra is a tőkeáttétel növekedését mutatják, noha annak dinamikája egyértelműen kisebb, mint a megelőző

években (lásd I.25. ábra). A szállítóállomány nélküli kötelezettségek kismértékben, a hosszú lejáratú kötelezettségek nagyobb mértékben emelkedtek a vállalatok saját tőkéjéhez képest.

A vállalati szektor mérsékelt *eladósodottsága* a pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából kedvező. A hitelek eloszlása azonban jelzi a pénzügyi kockázatok jelenlétét. Egyrészt az adósságállomány szektoron belüli eloszlása *koncentrált*: a vállalatok közel 50 százaléka nem rendelkezik hitellel, hosszú lejáratú forrása pedig csak a vállalatok alig 27 százalékának van.

Másrészt a teljes hitelállomány jelentős része finanszíroz veszteséges vállalatokat: a teljes nem pénzügyi vállalati szektor összes hosszú lejáratú kötelezettségének 30 százaléka, összes rövid lejáratú hitelének és kölcsönének pedig 45 százaléka olyan vállalatokhoz köthető, amelyeknek vagy negatív a működési cash-flow-ja, vagy nagyon magas a cash-flow arányos kamatterhe (pénzügyi vesztesége¹²).

Harmadrészt, a teljes vállalati adósságállomány jelentős része nem rezidensektől származó forrás (lásd I.26. ábra). A külföldi forrásokhoz azonban elsősorban a jobb mutatókkal rendelkező, jellemzően külföldi érdekeltséggel is bíró vállalatok férnek hozzá. Tehát a rezidens bankok ügyfélállománya feltehetően rosszabb, mint a nem rezidenseké.

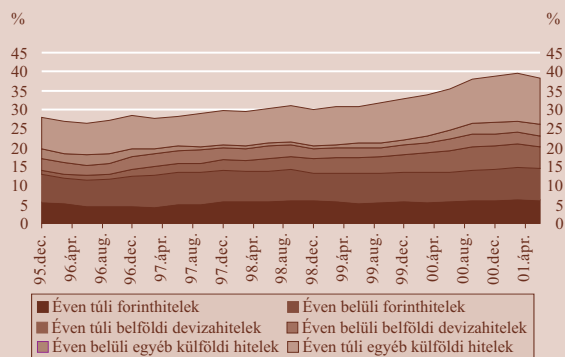
A makrogazdasági környezet kiszámíthatóbbá válásával párhuzamosan a vállalatok kötelezettségei között egyre *nő az éven túli lejáratú források aránya*. Ez mérsékli a vállalati szektor likviditási sokkoknak való kitettségét, és növeli a vállalati forrásgazdálkodás mozgásterét. Az aggregált adatok mögött azonban mikroszinten jelentős strukturális eltérések húzódnak meg. A vállalatok közül ugyanis elsősorban a nagyvállalatok férnek hozzá az éven túli lejáratú forrásokhoz, míg a vállalkozások majdnem 75 százalékának továbbra sincs hitele, vagy csak forgóeszközhitellel rendelkezik. Ez arra utal, hogy a kisebb vállalatok hitelképessége továbbra is csak a rövidebb lejáratú, forgótőkével fedezett hitelek felvételére ad lehetőséget.

A nem pénzügyi vállalatok bruttó adósságállományának több mint 60 százaléka, nettó adósságállományának 70 százaléka külföldi devizában áll fenn. Ezeknek a hiteleknek jelentős része a külkereskedelmi forgalomban részt vevő ágazatokban tevékenykedő vállalatokhoz köthető. Ezek a vállalatok a devizában való eladósodással természetes fedezeti pozícióba kerülnek, amellyel – pénzügyi eredményükön keresztül – mérsékelik a deviza-árbevételeikből árfolyamkockázatukat.

Ebben a körben is vannak azonban vállalatok, ahol a devizahitelek denominációs összetétele jelenthet kockázatot. A dollár-alapú hitelek ugyanis a vállalatok hazai bankrendszerrel szembeni adósságállományának közel 33 százalékát teszik ki, míg a külkereskedelmi szerkezet ennél jóval alacsonyabb súlyt indokolna.

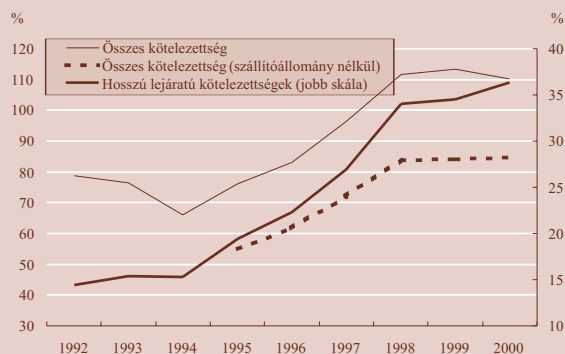
A külkereskedelemben részt nem vevő, importversenynek nem kitett ágazatokba sorolt vállalatok egy része is rendelkezik jelentős mennyiségű belföldi devizahittel. Ez arra vezethető vissza, hogy az előző, szűk sávós árfolyamrendszerben a devizában denominált hitelek kamatai elmaradtak a forintkamatoktól,

I.25. ábra A nem pénzügyi vállalatok hitelszerkezete* a GDP százalékában



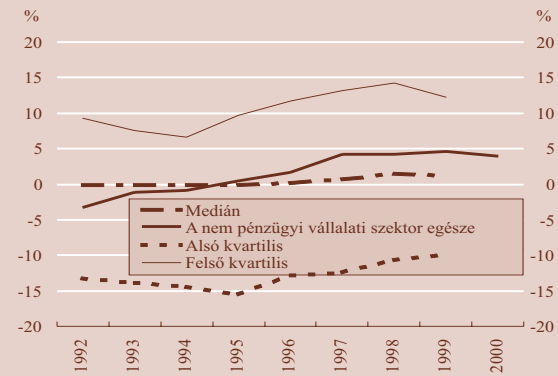
* A külföldi devizahitelek a nem rezidensektől származó kereskedelmi hitelek tartalmazzák, a tulajdonosi hitelek viszont nem.

I.26. ábra Kötelezettségek a saját tőkéhez viszonyítva

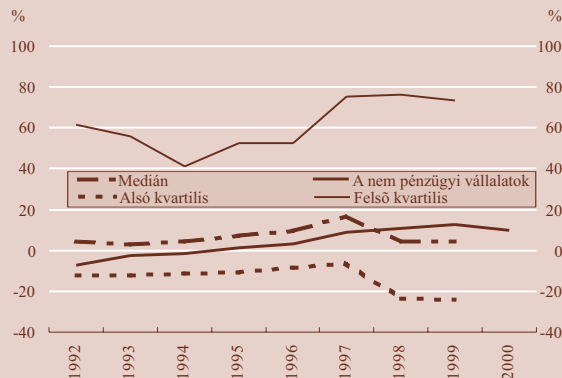


Forrás: MNB-számítás az APEH vállalati adatbázisa alapján.

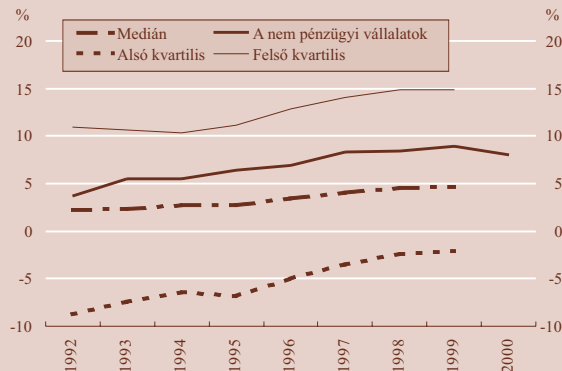
¹² A kamatfedezet vizsgálatakor a nettó kamatfizetés egyenlege helyett a pénzügyi eredményt használtuk fel, mert a szektor devizahiteleinek jelentős súlya miatt a hitelterhek jelentős részben árfolyamvesztés formájában jelentkeznek.

I.27. ábra Eszközarányos, rendkívüli tételekkel korrigált adózott eredmény

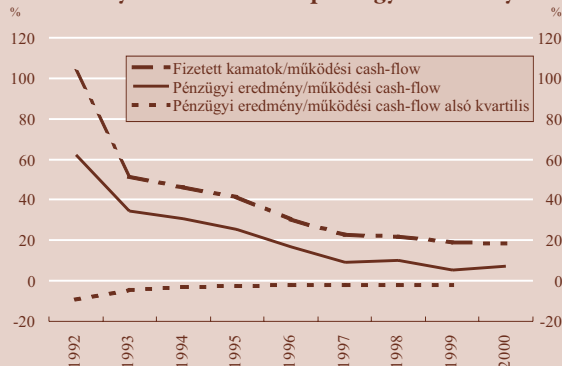
Forrás: MNB-számítás az APEH vállalati adatbázisa alapján

I.28. ábra Sajáttőke-arányos rendkívüli tételekkel korrigált adózott eredmény

Forrás: MNB-számítás az APEH vállalati adatbázisa alapján

I.29. ábra A nem pénzügyi vállalatok árbevétel-arányos jövedelmezősége

Forrás: MNB-számítás az APEH vállalati adatbázisa alapján

I.30. ábra A nem pénzügyi vállalatok üzemi cash-flow* arányos kamatterhe és pénzügyi eredménye

Forrás: MNB-számítás az APEH vállalati adatbázisa alapján

* Amortizáció és üzemi eredmény.

így azok a forintforrásoknál olcsóbb és csak kismértékben kockázatos finanszírozási formát jelentettek. A természetes fedezeti pozícióval nem rendelkező ágazatok devizahitelből adódó árfolyamkockázata a forint árfolyamsávjának kiszélesítésével azonban jelentősen megnőtt, miközben a felértékelődésen jelentős nyereséget könyvelhettek el. Ugyanakkor ezek a devizahitelek a bankrendszer számára közvetett, hitelkockázat formájában megjelenő árfolyamkockázatot hordoznak. Feltehetően a megnövekedett árfolyamkockázat felismerése magyarázza, hogy egyes természetes fedezeti pozícióval nem rendelkező ágazatok belső devizahiteleik finanszírozási forrásokon belüli arányát a sávészélesítés után csökkenteni kezdték (nem újították meg devizahiteleiket).

Jövedelmezőség, likviditási helyzet és kamatfedezet

A vállalati szektor jövedelem és cash-flow termelő képessége folyamatosan javult 1999-ig, ám 2000-re a számolt mutatók alapján a tendencia megfordult. Ez az olaj- és energiaárak emelkedése miatti cserearány-romlásra vezethető vissza. Ráadásul az elmúlt év végén már jelentkezett annak a hatása, hogy az Európai Unió és különösen Németország növekedési üteme mérséklődik. Ez látszik már az export és az ipari termelés növekedés adataiból is, melyek 2000 utolsó negyedévében enyhébb, 2001-től pedig már jelentősebb lassulásról árulkodnak.

A különböző jövedelmezőségi mutatók (lásd I.27., 28., 29. ábra) a cash-flow termelőképességgel párhuzamosan 1999-ig javultak, 2000-ben azonban minden jövedelmezőségi indikátor *enyhén romlott* (sajáttőke arányos megtérülés (ROE), az eszköz-arányos megtérülés (ROA, az árbevétel arányos jövedelmezőség). Az eszközarányos megtérülési ráta vállalatok közötti különbségei mérséklődtek az elmúlt évek folyamán. Ennek ellenére a sajáttőke arányos megtérülés mutatójában növekedtek a vállalkozások közötti különbségek, ami azt jelzi, hogy az átlagosnál jobban nőtt a legveszteségesebb és a legnyereségesebb vállalkozások eladósodottsága.

A vállalati jövedelmezőség gyors javulása miatt az emelkedő tőkeáttétel ellenére a vállalati cash-flow arányos pénzügyi terhek gyorsan mérséklődtek, egészen 1999-ig. 2000-ben azonban a jövedelmezőség romlása és a hitelállomány bővülése a mutató enyhe növekedését eredményezte (lásd I.30. ábra).

Keretes írás I.3. Ingatlanügylettel foglalkozó vállalkozások

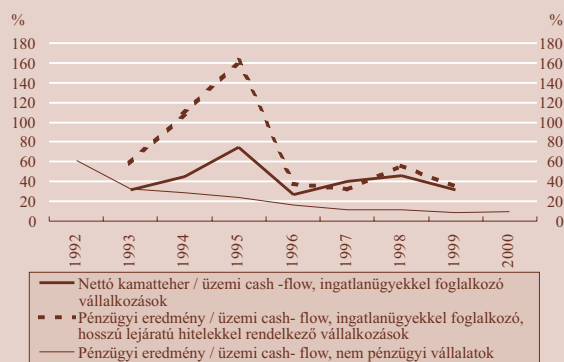
A pénzügyi rendszer kockázati kitettségének vizsgálatakor kiemelt fontosságú az ingatlanszektor. A hazai vállalatok mérlegében található teljes kötelezettségállománynak közel 6, hosszú lejáratú kötelezettségeinek 15,5 százaléka, míg a magyar pénzügyi rendszer vállalatokkal szembeni követeléseinek mintegy 5,8 százaléka, éven túli hiteleinek pedig 8,5 százaléka az ingatlanszektorhoz kapcsolódik. Az ingatlanágazat rendelkezik a vállalati szektoron belül a legmagasabb eladósodottsági mutatókkal. Az ingatlanbefektetések hosszú megtérülési ideje miatt a kötelezettségek túlnyomó részét éven túli, sőt inkább öt évnél is hosszabb lejáratú hitelek adják. Mivel a hitelek fedezetül az ingatlanok szolgálnak, ezért egy ingatlanár-emelkedés esetén a szektor adósságállománya gyorsan növekedhet. Nemzetközi tapasztalatok alapján az ingatlanügylettel foglalkozó vállalkozások az ingatlanárak jelentős és cikluserősítő ingadozása, valamint az ágazat magas banki hitelállománya miatt jelentős stabilitási kockázatot jelentenek. A kockázatot mérsékli azonban, hogy az ingatlanfejlesztéssel foglalkozó vállalatok adósságának jelentős része nem rezidens bankoktól származik.

Az ingatlan ágazat két csoportra osztható. Itt találhatók az ingatlanok bérbeadásával, forgalmazásával, és közvetítésével foglalkozó vállalkozások, ezek a mérlegbeszámolók szerint jellemzően veszteségesek. A pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából elsősorban a hosszú lejáratú hitelekkel rendelkező ingatlanügylettel foglalkozó vállalatok fontosak, ezért elemzésünkben ezekre a vállalatokra koncentrálunk. Ebben a körben a kamatterhek a jelentős adósságállomány miatt jóval magasabbak a vállalati szektor egyéb ágazatainál.

A hazai bankok által nyújtott ingatlanfejlesztési hitelek 87 százaléka deviza, 80 százaléka pedig éven túli lejáratú devizahitel. Ezek a hitelek visszafizetési kockázatot is jelentenek a pénzügyi közvetítőrendszer számára, mert az iroda és üzlethelyiség bérleti díjait márkában állapítják meg (ezzel kiküszöbölve az árfolyamkockázatot), de az azokat bérelő vállalkozások bevétele forintban realizálódik. A devizahitelek törlesztési és kamatterhei a forint gyengülése esetén jelentősen megnövelhetik a visszafizetés kockázatát. A forint árfolyamsávjának kiszélesítésével ez a hitelkockázat formájában megjelenő közvetett árfolyamkockázat jelentősen megnőtt (lásd I.31., 32. ábra).

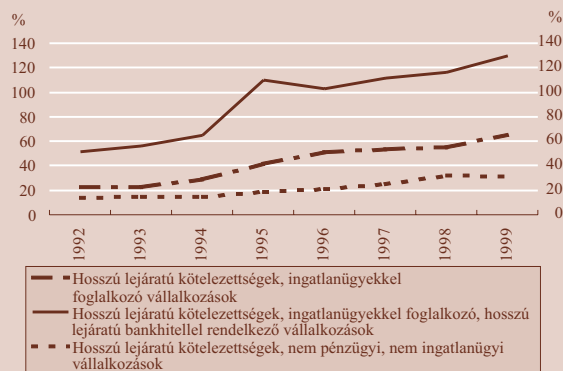
A budapesti irodapiacon az elmúlt 2 évben a gyorsan növekedő kínálat nem tartott lépést a kereslet. Emiatt a kihasználatlan irodaterület aránya a korábban jellemző 10–15 százalékról 22 százalékra emelkedett. A túlkínálat tükröződött a bérleti díjak alakulásában is (lásd I.33. ábra).

I.32. ábra Adósságteher-mutatók, a pénzügyi eredmény és a nettó kamatteher az üzemi cash-flow arányában



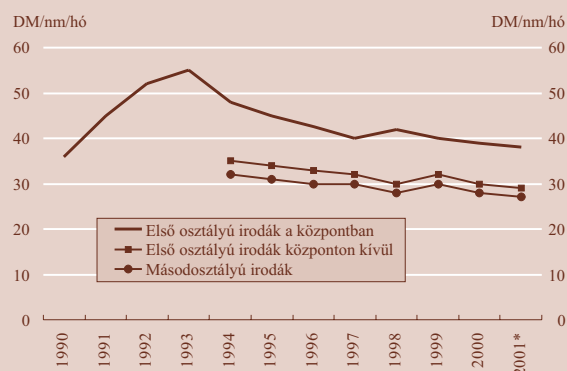
Forrás: MNB-számítás az APEH vállalati adatbázisa alapján

I.31. ábra Hosszú lejáratú kötelezettségek a saját tőkéhez viszonyítva



Forrás: MNB-számítás az APEH vállalati adatbázisa alapján

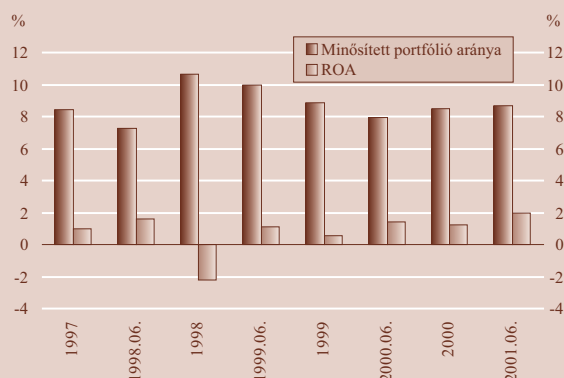
I.33. ábra Havi irodabérleti díjak német márkában



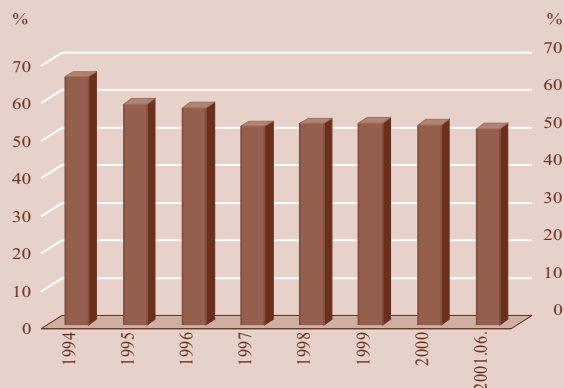
Forrás: DTZ Hungary

II. A hitelintézeti rendszer stabilitása

II.1. ábra A minősített portfólió és a jövedelmezőség alakulása



II.2. ábra Az öt legnagyobb bank piaci részesedése a bankrendszer eszközeiből



A bankrendszer fejlődését illetően a 2000-ben tapasztalható kedvező folyamatok 2001 első félévében is folytatódtak. Az összesített mérlegfőösszeg 2001 első félévében 5,7 százalékkal, 8905 milliárd Ft-ra nőtt, a hitelexpanzió folytatódott, a bankok gazdálkodásának jövedelmezősége és költséghatékonysága tovább javult. A kamatjövedelem nagymértékű növekedése az ügyfélhitelek dinamizmusának és a spread mérsékelt növekedésének eredménye.

A már csaknem két éve tartó hitelexpanzió a bankrendszer likviditásának feszesebbé válását eredményezte, a bankrendszeri portfólió minősége azonban nem romlott, jóllehet a dinamikus hitelezési aktivitás hosszabb távon ennek romlását okozhatja, különösen, ha a konjunkturális helyzet kedvezőtlenül alakul (lásd II.1. ábra). A kamatkockázati kitettség tovább csökkent, a nyitott devizapozíció mérséklésével pedig a bankrendszer csökkentette az árfolyamsáv kiszélesítése következtében megnövekedett árfolyamvolatilitás – kockázat szempontjából – negatív hatását.

A bankok szavatoló tőkéje az ügyfélhitelezés fellendüléséből származó addicionális kockázattal arányosan nőtt, a bankrendszer tőkeellátottsága továbbra is megfelelő, a tőkeerős, jó minőségű külföldi szakmai tulajdonosoknak köszönhetően a pótlólagos tőkebevonás lehetőségét biztosítottak látjuk.

A mérlegfőösszegekből számított Herfindhal-index alapján a bankrendszer koncentrációját továbbra sem tekintjük magasnak. A koncentráció és az öt legnagyobb bank piaci részesedése évek óta tartó csökkenése a folyamatban lévő és várható fúziók hatásaként átmenetileg várhatóan megtorpan (lásd II.2. ábra).

2001-ben több, nagy jelentőségű változás következett be a bankszektor szabályozásában és az adatszolgáltatásban:

- Az év elejétől megváltoztak a bankokra vonatkozó számviteli szabályok, a mérlegben szereplő eszközök korábbi, bruttó értéken való nyilvántartását felváltotta a nettó értékű kimutatás. Ezzel egyidejűleg a bruttó követelésekből kiinduló, a várható veszteségek fedezetére képzett céltartalékolás rendszerét az értékvesztések elszámolásának, illetve visszairásának rendszere váltotta föl.
- 2001 januárjában lépett hatályba, és áprilistól kell alkalmazni a bankoknak a kereskedési könyv vezetésére, valamint a piaci kockázatok tőkekövetelményének meghatározására vonatkozó (az Európai Unió CAD – Capital Adequacy Directive – harmonizálását jelentő) új szabályokat. Ezzel egyidejűleg megváltozott, az uniós gyakorlattal megegye-

zővé vált¹ – a banki könyvben maradó határidős tételek ki-mutatásának és súlyozásának rendszere is. A kereskedési könyvre vonatkozó szabályok között szereplő minimális tevékenységi korlát alapján jelenleg a bankok fele vezet kereskedési könyvet (19 bank a 38-ból), ezek piaci részesedése a teljes bankrendszeri mérlegfőösszegeből 82,9 százalékos.

- A piaci kockázatok tőkekövetelményére vonatkozó szabályozás részeként a jövőben a bankok a kereskedési és banki könyvben vállalt árfolyamkockázatukat egyaránt tőkével kell fedezniük, így a korábban megképzett árfolyamkockázati, illetve árfolyamveszteségre képzett céltartalékok felszabadításra kerülnek.
- Megváltoztak az országgkockázattal kapcsolatos szabályok: az országgkockázati céltartalékolási kötelezettséget az országgkockázatok tőkekövetelményére vonatkozó szabályozás váltotta föl. Egyidejűleg a korábban országgkockázati céltartalék címen képzett céltartalékok felszabadíthatóvá váltak.
- Változtak a szavatoló tőkére, illetve a tőke megfelelésre vonatkozó szabályok. A már említett kereskedési könyvi tőkekövetelményen, illetve a határidős tételek súlyozásán túlmenően alapvető tőkeelemmé vált az általános kockázati céltartaléknak a potenciális adótartalommal csökkentett állománya (ez korábban egyáltalán nem volt a tőke része), és az alapvető tőkeelemekből levonandó PIBB befektetéseket mostantól az alapvető és járulékos tőkeelemek összegéből kell levonni.
- A bankok adatszolgáltatása és így az elemzési célra rendelkezésre álló adatok leginkább annak következtében változtak meg, hogy az adatszolgáltatás lekövette a szabályozásban megjelenő változásokat. Ezen túlmenően megváltozott a gazdaság szereplőire vonatkozó szektorbontás² is. Az egyéni vállalkozók a vállalkozói szektorból átkerültek a háztartásiba. A korábban elkülönítetten szereplő, nem nyereségérdekeltségű szervezetek közül mostantól csak a háztartásokat segítő nonprofit szervezetek szerepelnek külön soron, a vállalkozói szektorral kapcsolatosak a vállalkozói szektoron belül nem elkülöníthetőek.

Az említett változások hatásaira az egyes alfejezeteknél térünk ki.

A hitelkockázatok alakulása a bankszektorban

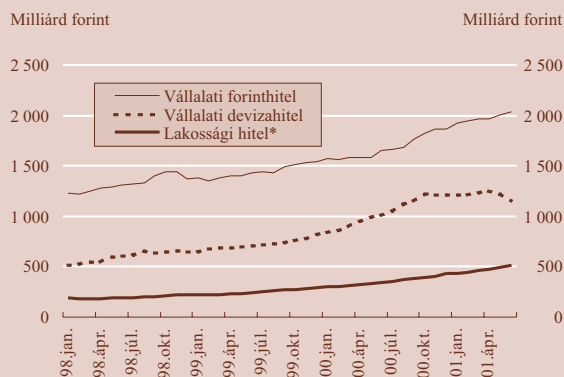
A bankrendszer hitelállománya³ 2001 első félévében nominálisan 5,5 százalékkal nőtt, ez az előző év azonos időszakában regisztrált bővülésnek a felét sem érte el, sőt alatta maradt az 1999. év azonos időszakában tapasztaltnak is. E megtorpanás

¹ A korábban meglevő különbségekről lásd a 2000. augusztusi Stabilitási Jelentésben szereplő kerettest írást.

² 2001. júniustól az MNB a publikációiban egységesen áttért a Nemzeti Szám-lák Rendszere (SNA) szerinti szektorkategóriák használatára, ezért 2001. má-justól kezdődően – az adatszolgáltatásban – a hitelintézetektől a felügyelet és az MNB által havi rendszerességgel bekért mérlegjelentések is az új szektor-bontást tartalmazzák.

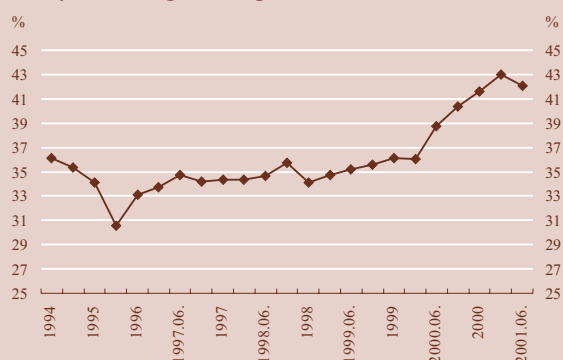
³ A hitelállomány magába foglalja a központi költségvetés és egyéb szektor, a vállalkozások és a lakosság hiteleit.

II.3. ábra A lakossági, a vállalkozói forint- és vállalkozói devizahitelek forintban kifejezett állománya

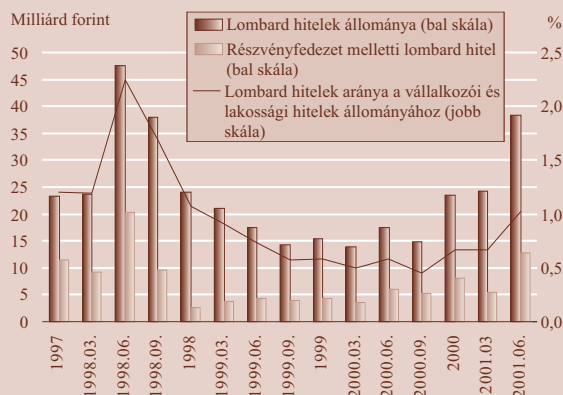


* Egyéni vállalkozók nélkül.

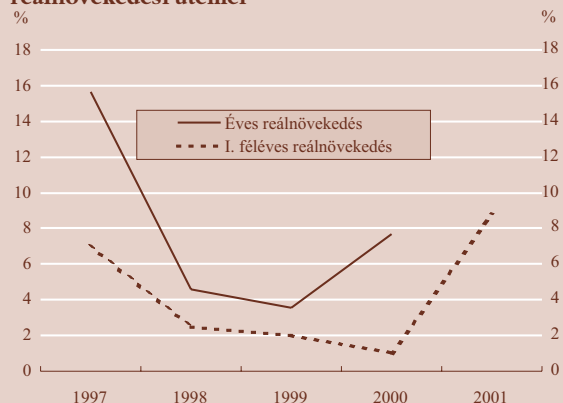
II.4. ábra Vállalkozói és lakossági hitelek együttes aránya a mérlegfőösszegben belül



II.5. ábra Lombard hitelek



II.6. ábra A vállalkozói forinthitelnek reálnövekedési ütemei



azonban látszólagos. A forint intervenciós sávjának május eleji kiszélesítése után bekövetkező forinterősödés következtében ugyanis a devizaállományok forintban kifejezett értéke jelentősen csökkent. A lakossági hitelállomány⁴ 2001 első félévében is rendkívüli mértékben bővült (nominálisan 20,6 százalékkal). A vállalati hitelállomány⁵ nagyobb részét (60–64 százalékát) kitevő forint hitel-állomány az előző évben tapasztaltnál is dinamikusabban nőtt, a kisebb részt kitevő devizahitel-állomány – az árfolyamszint- és keresztárfolyam-változás hatását kiszűrve – stagnált (lásd II.3. ábra). A vállalati hitelezés másfél éve tartó dinamizmusa tehát nem tört meg annak ellenére, hogy az állomány forintban kifejezve a félév során csupán 3,6 százalékkal nőtt, júniusban nominálisan csökkent, és a félév végén a vállalati és lakossági hitelek együttes aránya a mérlegfőösszegben belül csaknem a 2000. végi szintre esett vissza, míg a félév során 43 százalék körül volt (lásd II.4. ábra).

A kockázattal súlyozott mérlegtételek értékének 7,4 százalékos növekedése 2001 első félévében a 2000-ben tapasztaltnál jóval kisebb mértékben haladta meg a mérlegfőösszeg növekedését. A hitelállomány és a mérlegfőösszeg növekedési ütemét meghaladó hitelkockázat-növekedés azonban azt jelzi, hogy a bankok kockázatosabb ügyfelek irányába történő elmozdulása 2001 első félévében kisebb mértékben ugyan, de folytatódott, a kockázatmentes jegybankkal szembeni követelések részaránya az eszközökön belül a félév során 3 százalékponttal csökkent.

Az értékpapír-fedezet melletti hitelezés⁶ volumene és részaránya az ügyfélhitelekben belül a 2001. júniusi növekedés ellenére alacsony, így az értékpapír-piaci árbuborék esetleges kialakulásából származó kockázat a bankrendszer szintjén elhanyagolható (lásd II.5. ábra).

Vállalati hitelezés

A vállalati hitelezés dinamizmusa a félév során fennmaradt. 2000-ben a hitelexpanzió egyaránt jellemző volt a forint- és devizahitelek esetében, 2001 első félévében azonban eltolódás tapasztalható a forint hitelek irányába. Míg a forint hitelek nominális és reálnövekedési üteme⁷ nőtt (lásd II.6. ábra), addig a devizahitelek állománya – az árfolyamszint- és keresztárfolyam-változás hatását kiszűrve – gyakorlatilag szinten maradt. Ennek egyik oka a forint intervenciós sávjának május eleji kiszélesítése, illetve az ezzel kapcsolatos várakozás lehet. A megnövekedett árfolyamvolatilitás egyrészt önmagában többletkockázatot jelent a vállalatok számára, ha úgy vesznek fel devizahitelt, hogy nem rendelkeznek természetes fedezettel. Másrészt a többletkocká-

⁴ A háztartási szektorral kapcsolatosan nem rendelkezünk időszorral, így egyelőre még a lakosságot elemezzük a háztartási szektor helyett.

⁵ A hitelintézetek számára előírt adatszolgáltatás módosítása (az egyéni vállalkozók és a nem nyereségérdekeltségű szervezetek hiteleinek besorolási megváltoztatása) révén a vállalkozói szektor esetében két, egymással ellentétes hatás érvényesül: az egyéni vállalkozók kikerülése csökkenti az állományt, míg a vállalkozói szektorral kapcsolatos nem nyereségérdekeltségű szervezetek hiteleinek bekerülése növeli. A bázisadatok nem korrigálhatók az új adatszolgáltatásnak megfelelően, ezért a 2001. félév végi adatok nem vethetők össze korrekt módon a múltbeli adatokkal. Ez a probléma, ha kismértékben is, de minden olyan ábrát, adatot érint, mely a vállalkozói hitelezéssel kapcsolatos.

⁶ Jelenleg Magyarországon a lombard hitelek döntő többsége értékpapír-fedezet melletti hitelezés.

⁷ A féléves reálnövekedési ütem jelentős emelkedése nagyobb részben a deflátor (ipari termelői árindex) csökkenéséből fakad.

zat csökkentésének lehetősége a hazai származékos piacok viszonylagos fejletlensége miatt korlátozott. A fentiek eredményeképp 2001 első felében a vállalalkozói devizahitelek forintban kifejezett állományának aránya az összes vállalalkozói hitel belől 39,4 százalékról 36,2 százalékra csökkent. A vállalalkozói hitelállomány lejárat szerinti megoszlását tekintve az éven túli hitelek súlyának évek óta tartó, lassuló ütemű növekedését 2001 első felében csökkenés követte, így részarányuk a 2000. végi 53,7 százalékról 52,5 százalékra csökkent.

A forintban nyújtott vállalati hitelállomány 2001 első felében nominálisan 8,9 százalékkal (előző év azonos időszakában 7 százalékkal) nőtt. A bővülés nagyrészt az éven belüli hitelállomány növekedésének köszönhető, aminek következtében az éven belüli lejáratú hitelek részaránya az összes vállalalkozói forinthitelen belül egy százalékponttal (56,4 százalékra) emelkedett.

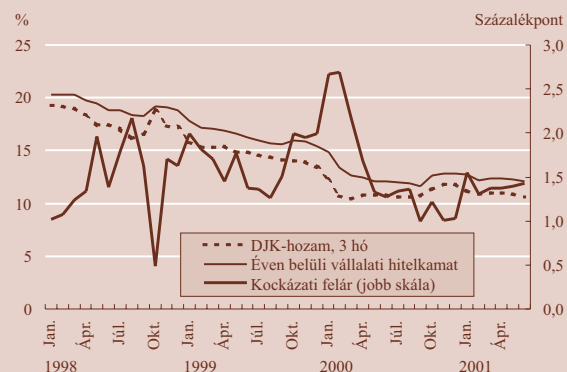
A rendkívül dinamikus hitelkihelyezés nemcsak a legjobb ügyfelek felé irányul. A rövid lejáratú vállalalkozói hitelkamatok és a kockázatmentes piaci hozamok közötti spread 2001 első felében az elmúlt év második felében tapasztaltakhoz képest némileg nőtt, többnyire azonban még mindig alatta maradt a korábbi évek 1,5 százalékpont körül ingadozó értékének. A viszonylag alacsony kockázati felár lassuló konjunktúra esetén nem biztos, hogy kellő fedezetet nyújt az esetlegesen romló portfólió miatti értékvesztésre (lásd II. 7. ábra).

A forintban nyújtott beruházási hitelek állománya két éve folyamatosan bővül, 2001. I. félév végén 371,5 milliárd Ft-ot tett ki, a félév során 91 milliárd Ft-nyi új hitel folyósítására került sor (előző év azonos időszakában 77 milliárd Ft).

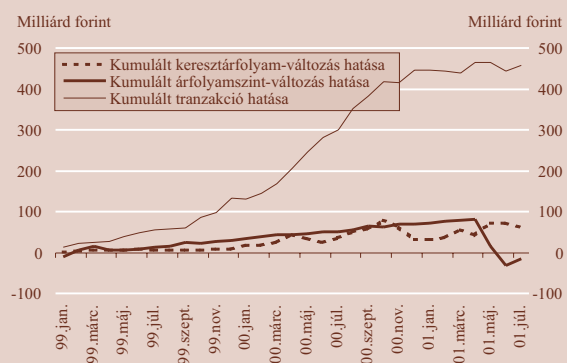
A vállalalkozói devizahitelek állományának több mint 5 százalékos csökkenése az árfolyamszint-változás hatásának (–8,3 százalék) és a keresztárfolyam-változás hatásának (+3,2 százalék) eredője, a tranzakcióhatás elhanyagolható. Az árfolyamszint-változás erőteljes állományt csökkentő hatása az árfolyamsáv május eleji kiszélesítését követő jelentős forintfelértékelődés miatt május–júniusra koncentrálódik (lásd II. 8. ábra). A devizahitelek állományának csökkenése az éven belüli hitelek esetében volt erőteljesebb, az összes vállalalkozói devizahitel több mint kétharmada éven túli lejáratú. 2001. I. félév végén az euróban, illetve tagdevizáiban denominált hitelek forintban kifejezett értéke a devizahitelek 62,3 százalékát tette ki.

Az üzleti célú ingatlanfejlesztési hitelek volumenének és részarányának másfél éve tartó bővülése 2001 első negyedében megtorpant, míg a második negyedévi csökkenés látszólagos, a forinterősödésből fakad. Az iroda- és üzletházépítésre nyújtott hitelek csaknem teljes egésze (99 százaléka) ugyanis devizahitel, melynek forintban kifejezett összege a jelentős árfolyamváltozás miatt csökkent, míg a tranzakcióhatás pozitív. Az üzleti célú ingatlanok építését, fejlesztését finanszírozó hitelek volumene, részaránya kicsi, az ingatlanpiaci árbuborék kialakulásából származó kockázat a bankrendszer szintjén nem jelentős (lásd II. 9. ábra). Az állomány négy nagybanknál koncentrálódik, együttes aránya e négy nagybank vállalalkozói hitelein belül csaknem duplája a bankrendszeri arálynak, ami komoly kockázatot e bankok esetében sem jelent, negatív hatással lehet viszont jövőbeni eredményükre, mivel az irodapiaccon erősödő túlkínálat hatással lehet a hitelek minőségére, nőhet az ingatlanfejlesztési hitelek értékvesztése.

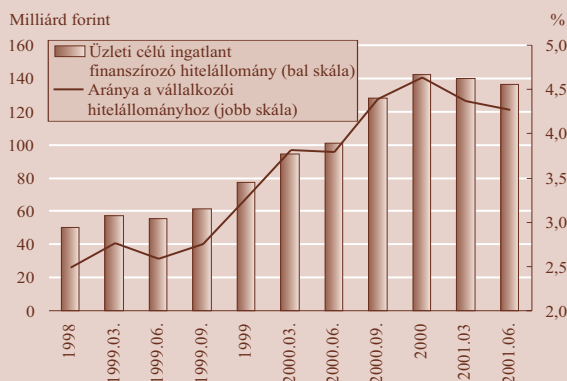
II. 7. ábra A vállalati hitelkamatok és a kockázatmentes piaci hozam közötti spread



II. 8. ábra A vállalalkozói devizahitelek változásának összetevői (kumulált hatások 1999-től)

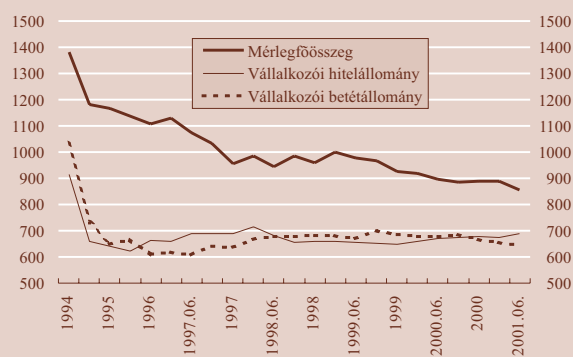


II. 9. ábra Ingatlanfejlesztési hitelek*



* Üzleti célú ingatlanok (irodaház, üzletközpont stb.) építésére és fejlesztésére nyújtott hitelek.

II.10. ábra Vállalati hitelek és betétek, illetve a mérlegfőösszeg piaci koncentrációja (Herfindhal-index)



A hitelállomány ágazatok közötti megoszlása a félév során csak kismértékben változott, a megelőző időszak tendenciáinak megfelelően folytatódott egyrészt a mezőgazdaság és az élelmiszeripar vállalatainak nyújtott hitelállomány részarányának mérséklődése, másrészt a kőolaj-feldolgozó és vegyipari, valamint a szállítás raktározás, posta és távközlési vállalkozásoknak nyújtott hitelállomány részarányának bővülése. Ez utóbbi ágazat súlyának növekedése a forintban nyújtott hitelek felfutásának köszönhető. A kereskedelem, közúti jármű és közszükségleti cikk javítása ágazat súlya 2001 első félévében – ellentétben a 2000-ben tapasztaltakkal – csökkent. Említésre érdemes még a gépípar részarányának mérséklődése a devizában nyújtott hitelek állományának nagyarányú csökkenése miatt, illetve az ingatlanügyletek, gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatások ágazat súlyának növekedése a devizahitelek bővülése következtében.

A vállalkozói piacon való banktevékenységet a kiélezett verseny következtében évek óta alacsony koncentráció jellemzi. A folyamatban lévő és várható fúziók hatásaként azonban rövid távon a koncentráció növekedése várható. Meg kell továbbá jegyezni, hogy míg a vállalkozói betétállomány koncentrációjában másfél éve csökkenés tapasztalható, addig a hitelállomány koncentrációja növekedést mutat (lásd II.10. ábra).

A gazdasági növekedés csökkenése, a forint erősödésének reálgazdasági hatásai, a vállalatok jövedelmezőségének várható romlása, a bankok likviditásának feszesebbé válása, illetve a banki portfóliók jövőbeni esetleges romlása miatt a közeli jövőben elképzelhető a vállalati hitelezés dinamikájának enyhe csökkenése.

Keretes írás II.1. Az ügyfélkoncentráció és a vállalkozások eladósodottságának alakulása

A 2000 augusztusában publikált stabilitási jelentésben már foglalkoztunk a bankok nagykockázat-vállalásával, ezen belül a hitelkoncentráció mértékével. A bankrendszer számára komoly hitelezési kockázatot jelent, hogy 1999-ben a 10 legnagyobb bank 50–50 legnagyobb adósának nyújtott hitelek állománya a teljes vállalkozói hitelállomány 40 százalékát tette ki, amely 310 vállalkozással szemben állt fenn. Ennek kapcsán merült fel az a kérdés, hogy vajon erre a vállalkozói körre is igaz-e az a stilizált tényként kezelt állítás, hogy a magyar vállalkozások eladósodottsága nem túl nagy, ezért egy esetleges hitelexpanzióból következő eladósodottságnövekedés nem növeli túlzott mértékben a bankszektor által vállalt hitelkockázatokat. A rendelkezésünkre álló legfrissebb, 1999. évi APEH-adatbázis felhasználásával lehetőség adódott arra, hogy a törzsszámok alapján azonosítható vállalkozások mérlegszerkezetét elemezzük, és megnézzük, hogy a vállalati szféra egészének, illetve a bankok hitelállományát meghatározó szűk vállalati körnek a mérlegszerkezete milyen szignifikáns eltéréseket mutat.

A vizsgálat adatbázisa és módszere

A vizsgálatba a vállalkozói szektor hitelezésében meghatározó szerepet játszó 16 bankot vontuk be. E bankok részesedése a vállalkozói szektornak nyújtott hitelállományból 1999-ben 87,2%, míg 2000-ben 88,9%-ot ért el. Ugyanakkor az összes hitelállományból részesedésük 85,4%, illetve 86,5%.

A nagykockázat-vállalás (PSZÁF adatszolgáltatás X. A táblázatok) adatok feldolgozása során a felsorolt 50/49 legnagyobb adóssal szembeni követeléseket rögzítettük az adósok azonosítását lehetővé tevő törzsszámmal együtt. Az APEH 1999. évi adatbázisán végzett elemzés során gondot jelentett, hogy az adatbázis is folyamatosan módosult, a mérlegstruktúra elemzése szempontjából fontos egyes elemek részletezése változott. A hosszú és rövid lejáratú kötelezettségek esetében ez azt jelentette, hogy a kötelezettségeken belül nem lehetett megállapítani a hitelállomány nagyságát.

A törzsszámok rögzítése során csak a bankok jelentéseire támaszkodhattunk, így az általuk rosszul megadott azonosítók javítására nem volt lehetőségünk. Összességében a bankok 930 belföldi nagyhitel adós adatait adták meg, ezen kívül megjelöltek számos külföldi ügyfelet is, amelyek döntő többsége bank, de volt közöttük néhány nagy vállalati ügyfél is.

A 930 ügyfélből 838-at sikerült törzsszám alapján az APEH adatbázisából kikeresni, ami azt is jelenti, hogy a PSZÁF-nak készített adatszolgáltatásból az ügyfeleknek mintegy 10%-a nem azonosítható. A 838 azonosított ügyfélállományt tovább szűkítettük, kihagytuk a pénzügyi intézeteket és az egyértelműen az egyes bankok tulajdonában álló egyéb pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó, illetve a bankok infrastruktúrájának fenntartására létrehozott vállalkozásokat is. Ennek eredményeként 764 vállalkozás mérlegszerkezetét vizsgáltuk meg. Ezen vállalkozások rendelkeznek a magyar bankrendszer által a nem pénzügyi vállalkozásoknak nyújtott hitelek mintegy 52 %-ával (1091 milliárd Ft). Figyelemre méltó, hogy az 50 legnagyobb hitellel rendelkező vállalat részesedése majdnem eléri a 20%-os értéket (399 milliárd Ft).

A mérlegszerkezet elemzésénél az adatbázisból csak a saját források összes forráson belüli arányát tudtuk értékelni.

Eredmények

A bankrendszeri kockázatok szempontjából leginkább releváns információt a legnagyobb hitelállománnyal rendelkező vállalkozások mérlegszerkezete adja. Ehhez az 50 legnagyobb hitelállománnyal rendelkező adóst kerestük ki, amelyek közül csak 44-et lehetett azonosítani a törzsszámok alapján. Az első 10-ből 1, az első 20-ból kettő hiányzik, ennek ellenére úgy ítéljük meg, hogy megfelelő következtetéseket lehet levonni az eredményekből.

A saját tőke aránya a vizsgált teljes nagyhiteles vállalati körben 41,7%, ami alacsonyabb, mint a vállalati szektor egészére jellemző átlagos 1999. évi 45,2%-os⁸ érték. A legnagyobb hitelállománnyal rendelkező 5, 10, 20, illetve 50 vállalkozás saját tőke arányát és tőkeáttételét mutatja az alábbi táblázat:

	A legnagyobb hitelállománnyal rendelkező adósok száma				764
	5	10	20	50	
Saját tőke aránya	51,4	51,6	49,8	49,8	41,7

A mutató alapján megállapítható, hogy a legnagyobb adósok eladósodottsága nem számottevően nagyobb, mint a teljes vállalati szféráé, a legnagyobb 5, 10, 20, illetve 50 adósé pedig kisebb, mint a nem banki vállalati szféra egészéé. Amennyiben tehát a teljes vállalati szféra eladósodottságának mértékét nem itéljük túlzottan kockázatosnak, akkor ez az állítás kiterjeszthető a bankok hitelállományának meghatározó részét kitevő vállalati körre is, és fokozottan igaz a legnagyobb adósokra vonatkozóan. A legnagyobb 50 adósra megképzett céltartalék-állomány a bankrendszer teljes céltartalék-állományának mintegy 19%-a, azonban ha a két legnagyobb rossz adósra megképzett céltartalékot figyelmen kívül hagyjuk (ez az összesnek csaknem a kétharmada), akkor már csak 5,2%, mivel a nagyadósok döntő hányada problémamentes kategóriájú.

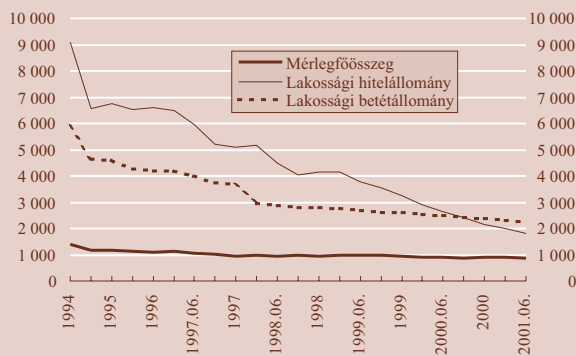
Tekintettel a hitelezett vállalkozások alacsony eladósodottsági szintjére, illetve az árbuborékok lehetséges kialakulása által veszélyeztetett részpiacokon való hitelezés alacsony volumenére, a bankrendszer vállalati hitelezésének kockázatait nem értékeljük túlzottaknak.

Lakossági hitelezés

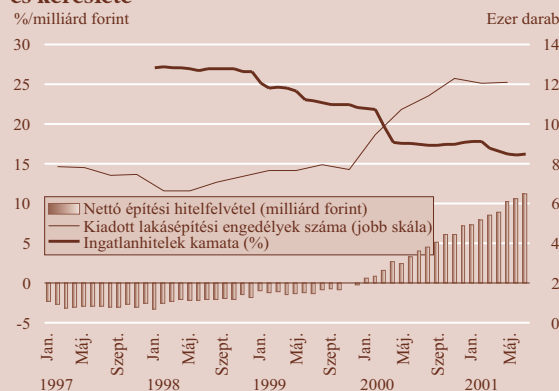
A lakossági hitelezés több éve tartó egyre dinamikusabb bővülése folytatódott 2001 első félévében. Míg a bővülés korábban szinte kizárólag a fogyasztási és egyéb hitelek (köztük az autóvásárlási hitelek) növekedésének volt köszönhető, addig az utóbbi időben a lakáscélú hitelek növekedési üteme egyre jobban meghaladja a fogyasztási és egyéb hitelekét. A lakáshitelek súlyának növekedése a jövőben várhatóan folytatódik. Ebben egyrészt szerepe lesz a kormány további lakásépítést támogató terveinek. Másrészt a magyar lakáshitel-állomány / GDP mutató értéke töredéke a fejlett európai országokban tapasztaltaknak. Harmadrészt ellentétet a nemzetközi tapasztalatokkal, hogy Magyarországon a fogyasztási hitelállomány nagysága egyelőre jóval felülmúlja a lakáshitel-állományt. A lakossági hitelállomány várható ártrendeződése hatással lesz a háztartási szektor kockázati kitettségére is,

⁸ A vállalatok pénzügyi adatai 1998–1999. KSH Budapest, 2001.

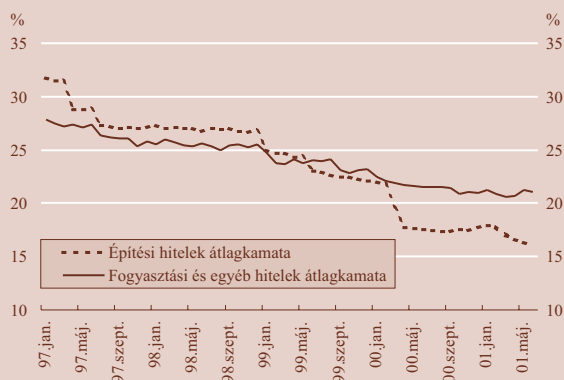
II.11. ábra A lakossági hitelek és betétek piaci koncentrációja (Herfindhal-index)



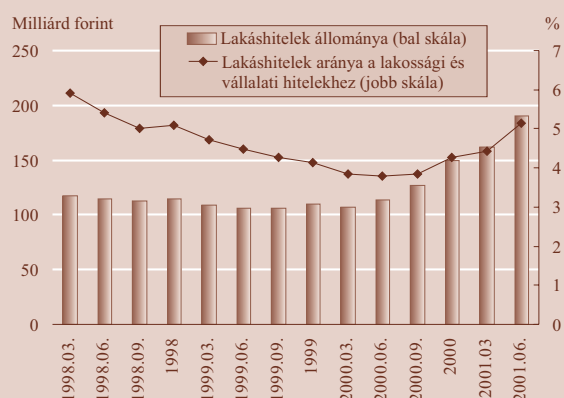
II.12. ábra A lakossági ingatlanhitelek kamata és kereslete



II.13. ábra Az új folyósítású lakossági hitelek kamata



II.14. ábra Lakás célú (jelzálog típusú) hitelek



hiszen a lakáshitel-állomány növekedése nemcsak a háztartási szektor aggregált adóssághatárát növeli, hanem az egyes háztartások átlagos adóssághatárát is, tekintettel az ingatlanhitelek átlagosan nagyobb összegére. A bankrendszer lakossági hitelállománya⁹ fél év alatt 20,6 százalékkal bővült (2000 első félévében 15,9%-kal). Figyelembe véve a hitelállomány GDP-hez, illetve a bankrendszer mérlegfőösszegéhez viszonyított, a fejlett országokétól messze elmaradó arányát, illetve a lakosság pénzügyi vagyoniához képesti alacsony eladósodottsági szintjét, a lakossági hitelexpanzió tartós fennmaradása várható. A lakossági hitelezés növekedésével párhuzamosan a piaci szegmensben a koncentráció csökkenése tapasztalható (lásd II.11. ábra). A lakossági hitelállomány csaknem teljes egésze (97,2 százaléka) forint hitel, az éven túli hitelek részaránya két éve stabilan 88 százalékos körüli.

A lakáscélú, jelzálog típusú hitelek állománya¹⁰ egy éve rendkívül dinamikus (2001 első félévében több mint 27 százalékkal) nő. A lakáshitelezés látványos növekedése több tényezőre vezethető vissza. Ezek közül az egyik az alacsony bázis, az állomány a régi, költségesebb hitelek visszafizetése miatt 1999 végéig nemhogy növekedett volna, hanem egyenesen csökkent. Az alacsony bázison kívül az állami lakástámogatási rendszer megteremtése és a kedvezmények fokozatos növelése is nagyban hozzájárult az ingatlanhitelek iránti kereslet növekedéséhez. Az új lakások építésére adott támogatásoknak köszönhetően az új építések kínálata is növekszik, amit a kiadott lakásépítési engedélyek elmúlt másfél évben tapasztalt gyors növekedése is alátámaszt.¹¹ A lakáshitelezés felfutásának további fontos tényezője a hitelkamatok csökkenése. Változatlan általános kamatszint mellett a lakáshitelek kamata 2 százalékponttal csökkent 2001 januárja és augusztusa között (lásd II.12. ábra).

A kedvezményes hitelkonstrukciók gerjesztette versenynek köszönhetően a piaci feltételek mellett folyósított építési hitelek átlagkamata 2000. március-április során jelentősen csökkent, aminek eredményeként a lakáshitelek kamata jóval alacsonyabb a fogyasztási és egyéb hitelek kamatánál (lásd II.13. ábra). Tekintettel arra, hogy az alacsonyabb kamat kisebb kockázati felárat tartalmaz, a jelentős mértékű kamatcsökkentéssel megnőtt e hitelek esetében a jelzálog-fedezet jelentősége. A lakáscélú, jelzálog típusú hitelek részaránya a vállalati és lakossági hitelekben belül növekvő tendenciát mutat, de még nem túl magas, így az ingatlanpiaci árbuborék esetleges kialakulásából származó kockázat a bankrendszer szintjén egyelőre nem jelentős (lásd II.14. ábra). 2001. félév végén a lakáshitelek a lakossági hitelek csaknem 37%-át tették ki, míg az öt legnagyobb bank esetében több mint 52%-át.¹² A lakáshitelek piacán a koncentráció még nagyobb, mint a lakossági hitelek piacán. Az öt legnagyobb bank részesedése a bankrendszer lakáshitel állományából 73%.

⁹ Egyéni vállalkozók nélkül, mivel a bázisban nem szerepelnek. Tekintettel arra, hogy itt csak a bankrendszer lakossági hitelállományával foglalkozunk (azaz a takarékszövetkezetek által nyújtott hitelállomány nem része az elemzésnek), kismértékű eltérések adódhatnak az I. részben leírtakhoz képest.

¹⁰ Az összehasonlíthatóság érdekében az egyéni vállalkozók nélkül számolva.

¹¹ Mindez azzal is együtt járt, hogy a használt lakások ára a korábbi évek gyors emelkedését követően stabilizálódott, sőt bizonyos kategóriákban némi csökkenés is megfigyelhető, mivel az új lakásépítéseket az építetők nagyrészt régi lakásaik eladásával finanszírozzák, aminek eredményeként megnövekedett a használt lakások kínálata.

¹² Az összehasonlíthatóság érdekében az egyéni vállalkozók nélkül számolva.

A fogyasztási és egyéb hitelek állománya¹³ az év első felében 17 százalékkal (előző év azonos időszakában 23 százalékkal) továbbra is rendkívül dinamikusán nőtt. A lassulás részben az autós hitelezés megtorpanásának köszönhető. A fogyasztási és egyéb hitelállományon belül az éven túli hitelek részaránya két éve stabilan 82 százalék körüli. A fogyasztási hitelek esetében továbbra sem kezdődött meg az árverseny a bankok között, ezek átlagos kamata az év eleje óta 21% körül ingadozik az előző évekre jellemző 10% feletti reálkamat mellett. Ez a tény a fogyasztási hitelezés még mindig magasnak tekinthető ütemével párosulva a fogyasztási hitelek iránti kereslet alacsony kamatérzékenységre utal.

A háztartási szektor hitelfelvételének elmúlt években tapasztalt növekedése a kamatteher lassú emelkedésében is megmutatkozik. Ez a mutató azonban még mindig rendkívül alacsonynak tekinthető, azaz a kamatszint változása a közeljövőben még nem fog számottevő hatást gyakorolni a háztartási szektor hitelvisszafizetési képességére. (lásd II.15. ábra)

A bankrendszer lakossági hitelezésének kockázatait nem értékeljük túlzottnak, tekintettel a lakosság pénzügyi vagyonához képesti alacsony eladósodottsági szintjére. Az alkalmazott kamatok kockázati felártartalma vélhetően elegendő a lakossági portfólión belüli – nemzetközi tapasztalatok alapján hosszabb távon várható – nagyobb bukási arány fedezésére. A bankok óvatos hitelezési tevékenységére utal továbbá az ingatlan, illetve egyéb fedezetek alacsony értéken való figyelembevétele.

Függő kötelezettségek

A bankok függő kötelezettség vállalása szoros kapcsolatot mutat hitelezési tevékenységükkel, mivel a különböző feltételekkel biztosított hitelkeretek egy részét nagy valószínűséggel mint hitelt veszik igénybe az ügyfelek.

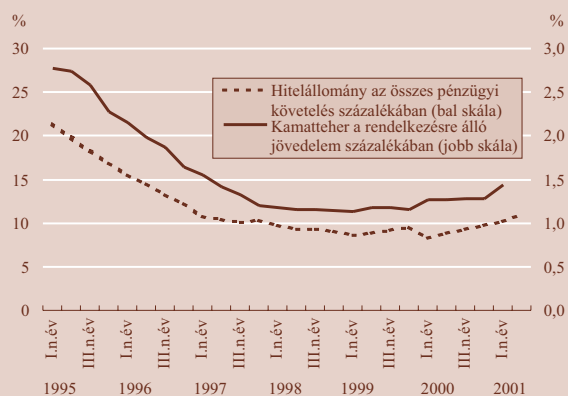
A bankrendszer vállalt függő kötelezettségei állományának változása éven belül mutat némi ingadozást, de általában folyamatos a növekedés. Az állomány bővülésének üteme szerződés szerinti értéken 2001 I. félévében megegyezett a mérlegfőösszeg bővülési ütemével, míg egy évvel korábban annál kisebb volt a növekedés.

A függő kötelezettségek ügyletkockázattal súlyozott állományának értéke júniushoz viszonyítva bővült, de decemberhez képest csökkent, hasonlóan az egy évvel korábban tapasztaltakhoz. Ez a vállalt kötelezettségek struktúrájában bekövetkezett változások eredménye. Az ügyletkockázattal súlyozott állomány mérlegfőösszeghez viszonyított aránya 12,5%-ra csökkent (lásd II.16. ábra).

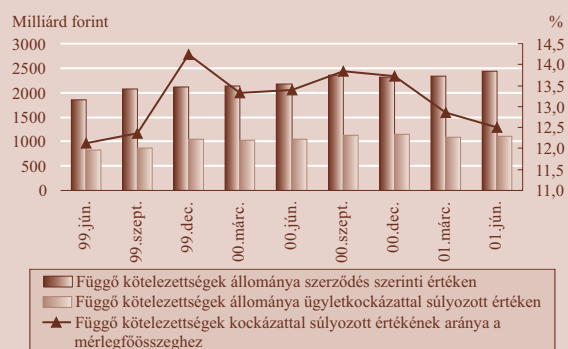
A teljes kockázatu és a kockázatmentes ügyletek állománya bővült 2001 I. félévében, míg az alacsonyabb kockázatuaké csökkent. A vállalt függő kötelezettségek között a garanciák és a különböző feltételű hitelkeretek állománya a meghatározó – részarányuk 90%. Ezen kötelezettségeknek csaknem 80%-a forintban denominált.

A függő kötelezettségek mintegy 80%-át a bankok nem pénzügyi vállalkozásokkal szemben vállalják, ez az arány 2000 végére 2–3 százalékponttal csökkent, és lényegében az első félév alatt

II.15. ábra A lakossági hitelek nagysága és terhe



II.16. ábra A bankrendszer függő kötelezettségeinek alakulása

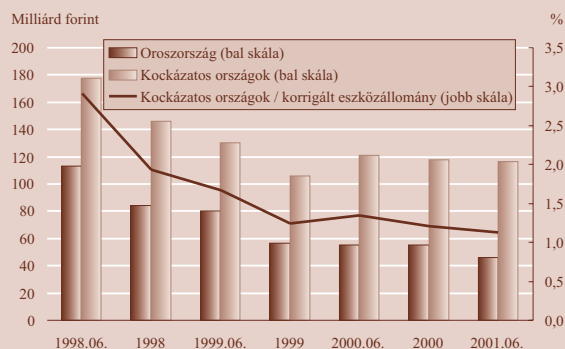


¹³ Az összehasonlíthatóság érdekében az egyéni vállalkozók nélkül számolva.

II. 1. táblázat A bankrendszer külfölddel szembeni kockázatvállalásának összetétele

	2000				2001	
	I. félév		II. félév		I. félév*	
	millió Ft	%	millió Ft	%	millió Ft	%
1. kategória	852 874	87,6	791 180	87,1	965 490	89,2
2. kategória	44 783	4,6	31 485	3,5	28 036	2,6
3. kategória	14 941	1,5	27 686	3,0	29 652	2,7
4. kategória	61 205	6,3	58 484	6,4	58 616	5,4
Oroszország	55 494	5,7	54 961	6,0	45 871	4,2
Összesen	973 803	100,0	908 835	100,0	1 081 793	100,0

* Nettó értéken.

II.17. ábra A bankrendszer országkockázati kitettsége

sem változott. A hitelintézetekkel szemben vállalt függő kötelezettségek aránya 10%-ról 12%-ra emelkedett, de ez nagyrészt a takarékszövetkezetek kötelező tartalékával összefüggő nulla ügyletkockázati súlyú hitelkeret.

Országkockázati kitettség¹⁴

A bankrendszer külfölddel szembeni kockázatvállalásának összértéke nominálisan növekedett, mind 2000. június végéhez, mind december végéhez viszonyítva, annak ellenére, hogy az ez évi júniusi adatok nettó értékűek (lásd II. 1. táblázat).

A kockázatmentes (első kategóriájú) országokkal szembeni kitettség volumene és aránya tovább bővült, míg a kockázatos országokkal, ezen belül Oroszországgal szembeni kockázatvállalás értéke összességében mérséklődött (lásd II.17. ábra). A bankok külfölddel szembeni kockázatvállalása közel 90%-ban az első, kockázatmentes kategóriába tartozó országok felé irányult.

A külfölddel szembeni kockázatvállaláson belül a mérlegtételek a meghatározók, (arányuk 84,6%). A bankrendszer mérlegében nyilvántartott követeléseknek mintegy 10%-a külföldiekkel szemben áll fenn. A mérlegtételek közül a bankközi kihelyezések (50%) és a hitelek (42,4%) részaránya a legnagyobb.

Az országkoncentráció 2000. végéhez képest lényegében nem változott. A bankrendszer külfölddel szembeni kitettségének több mint fele négy országba irányul, de ez nem jelent komoly kockázatot, mivel ezen országok mindegyike a kockázatmentesnek tekinthető első kategóriába tartozik. A külfölddel szembeni kitettség mintegy 90%-a továbbra is 15 országgal szemben áll fenn, amelyek közül 12 ország tartozik a kockázatmentes első kategóriába.

A bankrendszer szintjén továbbra is csak az Oroszországgal szembeni kitettség hordoz említésre érdemes kockázatot, de az ide irányuló kockázatvállalás nagysága csökkenő tendenciát mutat. A korábban számottevő kitettséggel rendelkező bankok többsége csökkentette oroszországi bankügyleteit. Mivel az oroszországi ügyletek általában dollárban denomináltak, és a félév végi forint/dollár árfolyam gyakorlatilag megegyezett a december végivel, a csökkenés teljes egészében a tranzakciós hatásoknak tudható be.

Portfólióminőség

2001 első hat hónapjában tovább folytatódott a bankrendszer portfóliójának dinamikus, a félév során 8,4%-ot elérő bővülése, miközben a portfólió összetételén belül számottevő elmozdulás történt a mérlegtételek javára. Míg a mérlegtételek növekedése közel 16%-ot tett ki a vizsgált időszakban, addig a mérlegen kívüli portfólióelemek nominális csökkenést mutatnak

¹⁴ Az adatszolgáltatási rendszer változásai miatt a júniusi adatok nettó értékűek. A korábbi adatok közgazdasági tartalmát korrekciókkal sem lehet összehasonlíthatóvá tenni, mert az országkockázati jelentés bontásában nem állapítható meg az egyes tételek értékvesztése. A mérlegen kívüli tételek súlyozásánál korábban a határidős ügyletek szerződés szerinti értékét becsült, 10%-os értékkel súlyoztuk, jelenleg a tényleges súlyozott értéket kell figyelembe venni.

(-4,4%).¹⁵ Ezzel a minősítendő portfólión belül a mérlegtételek aránya a múlt év végi 62%-ról 66%-ra nőtt.

A belső arányok megváltozása hatással volt az összesített portfólió minőségére is. Tekintettel arra, hogy a mérlegen kívüli tételek szinte teljes egészét (mintegy 97%-át) problémamentesnek minősítik a bankok évek óta, így a portfólió ezen részének részarány-csökkenése negatívan befolyásolta az összképet. Az egész portfóliót tekintve a problémamentes állomány 91,5%-ról 91,3%-ra csökkent. Megjegyzendő hogy ez a folyamat – ha ki-sebb mértékben is – már a múlt év második felétől megfigyelhető volt (lásd II.2. táblázat).

Az arányváltozás hatásain túl a csak a mérlegtételekre elvég-zett vizsgálatok a portfólió minőségének változatlan-ságát mutat-ják, amivel megtört az orosz válság utáni időszakra jellemző portfóliójavulási trend. Megítélésünk szerint mindez még nem vet fel rendszerszintű stabilitási problémákat. Mindenesetre, ahogy a legutóbbi Stabilitási jelentésben is felhívtuk a figyelmet, a dinamikus hitelezési aktivitás hosszabb távon a portfólió rom-lását okozhatja, különösen, ha a konjunkturális helyzet kedvezőtlenül alakul. Magyarországon a múlt év második felétől figyel-hető meg a gazdasági környezet romlása, bár a 4% feletti gazda-sági növekedés nemzetközi összehasonlításban még mindig ki-emelkedőnek tekinthető.

A mérlegtételekre számított portfólión belül 88,3% a problé-mamentes állomány aránya, ami elemzési szempontból elhanya-golható mértékű változást jelez a múlt év végi 88,2% után. A problémásnak minősített tételeken belül némi arányeltolódás következett be az egyes minősítési kategóriák között, azonban ezek pozitív és negatív hatásai jórészt kiegyenlítették egymást. Miközben az „átlag alatti” és „kétes” állomány részaránya vissza-esett, addig az alacsony veszteségrátával jellemezhető „külön fi-gyelendő” és a magas értékvesztéssel járó „rossz” kategória rész-aránya enyhén nőtt (lásd II.18. ábra). A rossz állomány bővülése azonban nem általános bankrendszeri jelenség, hanem 4 na-gyobb bankra korlátozódik, melyek mérlegén belül ezen tranz-akciók súlya elhanyagolható.

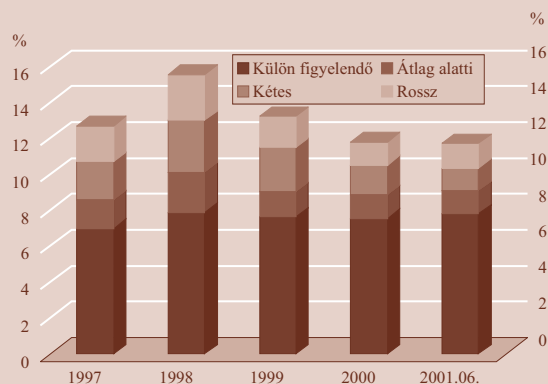
A portfólió strukturális átrendeződésének eredményeként a súlyozott minősített állomány¹⁶ aránya a mérlegtételek esetében enyhén, 2,56%-ról 2,45%-ra csökkent, ami az összesített kocká-zat mérséklődését jelzi. Szeretnénk felhívni a figyelmet azonban arra, hogy az adatszolgáltatásban történt jelentős módosulások következtében a 2001. első félévi adatokból még nem lehet telje-sen megalapozott következtetéseket levonni, így a portfóliót ille-tően is az éves adatok fognak megbízhatóbb képet adni a folya-matokról.

Igaz ez a megállapítás a lakossági portfólióval kapcsolatban is, melynek külön vizsgálatát a szektorban megfigyelhető gyors hi-telnövekedés indokolja. A hitelexpanziót egyelőre nem követi a lakossági portfólió érzékelhető romlása, a problémamentes állo-mány 87,5%-ot tett ki június végén (2000: 87,8%). Kedvezőtlen, hogy a belső arányok némileg a rosszabb minősítésű kategóriák felé mozdultak el. Az adatokat azonban itt is óvatosan kell kezel-

II.2. táblázat A minősített portfólió megoszlása

	2000	2001. június
Problémamentes	91,5	91,3
Minősített	8,5	8,7
ebből:		
Külön figyelendő	5,7	6,0
Átlag alatti	0,9	0,9
Kétes	1,1	0,9
Rossz	0,8	1,0
Összesen	100,0	100,0

II.18. ábra A bankrendszer mérlegtételeinek minősége



¹⁵ A csökkenés nem feltétlenül jelenti a tevékenység visszaszorulását, hiszen a kereskedési könyvi szabályozás életbe lépésével a kereskedési könyvet vezető bankok derivatív tevékenységének számottevő része kikerült a banki könyvből, és így a minősítendő portfólióból is.

¹⁶ Súlyozás az egyes kategóriákon belül: külön figyelendő 5%, átlag alatti 20%, kétes 50%, rossz 85%.

ni, mivel a lakossági portfólióba tartozó elemek köre kibővült új tételekkel, így a bázis- és a tényadat közvetlenül nem összehasonlítható.

A céltartalék-képzés módszere szintén jelentősen módosult 2001 májusában, mivel a minősített portfólió esetében már nem kockázati céltartalék-képzést, hanem értékvesztés elszámolását írja elő a jogszabály. Összehasonlítva az egyes minősítési kategóriákban elszámolt értékvesztést a korábbi évek céltartalék-állományával azt látjuk, hogy minden kategóriában nőtt a minősített állományhoz viszonyított értékvesztés (ami a korábbiakban használt „céltartalékkal való fedezettség” fogalmával egyenértékű). A növekmény az egyes kategóriákban átlagosan 1,5–2% pontot tesz ki, és ezzel jelenleg a külön figyelendő, átlag alatti, kétes és rossz tételek esetében sorrendben 3,2%, 22,6%, 50,9% és 90,5%-ot ért el.

A bankrendszer stabilitása szempontjából rövid távon nem látunk problémát a portfólió minőségének alakulásában, és az elszámolt értékvesztés mértéke is megfelelő képet mutat, ami a bankok óvatos minősítési politikáját jelzi. A közép- és hosszú távú veszélyek mértéke megítélésünk szerint elsősorban a gazdasági és ezen belül különösen a hitelezési konjunktúra alakulásától függ.

Piaci kockázatok

Kamatkockázati kitettség

A 2000 utolsó negyedévében megfigyelhető átmeneti kamat-emelkedést követően 2001 I. félévében leginkább a banki kamatok stagnálása volt jellemző. A bankrendszer az első hat hónapban – egyértelmű kamatcsökkenési várakozások hiányában – tovább szűkítette forint átárazási gap-jét.¹⁷ A kamatjövedelem alakulására 2001. I. félévében jótékony hatással volt, hogy a spread kismértékben emelkedett és minimális javulás mutatkozott a kamatozó eszköz/kamatozó forrás arányban is (lásd II.3. táblázat).

2000 végéhez képest a kumulált 90 napos forint átárazási rés 106 milliárd Ft-tal, a mérlegfőösszeg arányos gap 1,5 százalékponttal zsugorodott. A 3 hónaposnál nem hosszabb átárazású forinteszközök aránya a 2000. végi 79%-ról 80%-ra nőtt, míg a legfeljebb 3 hónapos átárazású forintforrások aránya 91% maradt. A kamatozó forinteszközök és -források átárazási struktúrája tehát lényegében nem változott, a gap szűkülését így főként az magyarázza, hogy a kamatozó forinteszközök volumene a kamatozó forintforrásokét meghaladó ütemben nőtt.

A kumulált 90 napos deviza átárazási rés 129 milliárd Ft-tal, míg mérlegfőösszeghez viszonyított aránya 1,5 százalékponttal szűkült, s közel semlegessé vált. A kamatozó devizaeszközök és -források átárazási szerkezete az eszközök átlagos átárazási idejének rövidülése miatt a forintoldalhoz képest jelentősebben

II.3. táblázat A bankrendszer kamatkockázati kitettségének főbb mutatói¹⁸

	2000. december	2001. június
90 napos kumulált forint gap (milliárd Ft)	-482,2	-375,0
90 napos kumulált deviza gap (milliárd Ft)	-170,9	-42,0
90 napos kumulált forint gap/mérlegfőösszeg	-5,7%	-4,2%
90 napos kumulált deviza gap/mérlegfőösszeg	-2,0%	-0,5%
	2000. I. félév	2001. I. félév
Átlagos kamatozó eszközök/átlagos kamatozó források	108,7%	109,3%
Kamatmarzs (kamatjövedelem/átlagos mérlegfőösszeg)	3,87%	4,06%
Spread (kamatbevétel/átlagos kamatozó eszköz-kamatráfordítás/átlagos kamatforrás)	3,60%	3,84%

¹⁷ Az átárazási gap-et az adott időszakon belül átárazódó kamatozó eszközök és kamatozó források különbözeteként definiáljuk. Amikor a gap változásának irányáról beszélünk, e különbözet abszolút értékét vesszük alapul, tehát a forinttételknél jellemző negatív gap szűkülése a nyitott kamatpozíció, s ezzel a kockázati kitettség csökkenését jelenti.

¹⁸ Az átárazási gap-ek a Takarékbank mérlegen kívüli tételei nélkül számítva.

módosult. A 3 hónaposnál nem hosszabb átárazású devizaeszközök részaránya 73%-ról 79%-ra nőtt, míg forrásoldalon a maximum 3 hónapos átárazású tételek aránya 82%-ról 80%-ra csökkent.

Összességében 2001 I. félévében az átárazási gap-pel mérve – az előző évi tendencia folytatásaként – mind forint-, mind devizaoldalon tovább csökkent a bankrendszer kamatkockázati kitettsége (lásd II.19. ábra).

Árfolyamkockázati kitettség

2001 első négy hónapjában kinyílt a bankrendszer mérleg szerinti nyitott pozíciója, de a legutóbbi (2000 elejei) forint melletti spekulációval jellemezhető időszakkal ellentétben mindez nem járt a teljes nyitott pozíció jelentős mértékű növekedésével. Ebben az időszakban a bankok devizapiaci magatartását a forint kamatprémiumának kihasználása határozta meg, miközben a bankrendszer szintjén az árfolyamkockázati kitettség alacsony maradt.

A május 4-i sávszélesítést követően, a forint – külföldi befektetők kereslete által generált – folyamatos felértékelődése mellett a bankok június első hetéig teljesen leépítették mérleg szerinti hosszú forintpozíciójukat. Június közepétől a bankok ismét jelentősebb mértékben kinyitották mérleg szerinti devizapozíciójukat, ezt a folyamatot az argentin válság hatására bekövetkező forintgyengülés szakította meg átmenetileg, majd ennek lecsengése után a mérleg szerinti nyitott pozíció július végén érte el maximumát.

A bankrendszer teljes rövid devizapozíciója a sávszélesítés után záródott, ezt követően a bankok a korábbihoz hasonlóan kismértékű, de már hosszú devizapozíció fenntartására törekedtek (lásd II.20. ábra). Utóbbi azzal magyarázható, hogy a forint júliusig tartó töretlen erősödése nyomán a jövőbeni leértékelődés esélye is nagyobb lett, ami az argentin válság lecsengése utáni időszakra is érvényes. Június közepétől augusztus elejéig – a mérlegen belüli devizapozíció kinyílásával párhuzamban – dinamikusan bővült a bankok derivatív állománya. A növekedés tőzsdén kívüli kötéseknek köszönhető, így a bankrendszer származékos devizaügyletein belül az OTC-ügyletek aránya a sávszélesítés előtti (április végi) 88%-ról 92%-ra nőtt július végére.

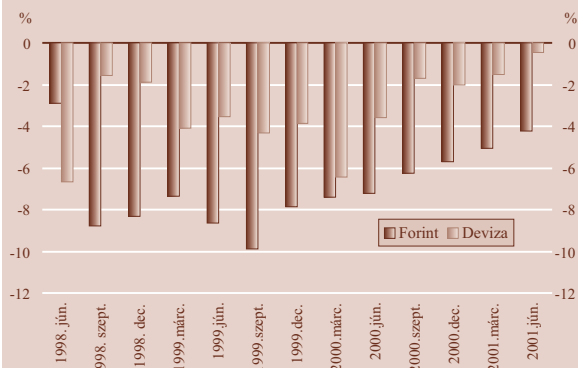
A teljes devizapozíció alakulásával összhangban, a szavatoló tőke 30%-ában meghatározott nyitott pozíciós limit kihasználtsága az év első négy hónapjában az 1999-ben és 2000 második felében jellemző alacsony szinten mozgott, majd a sávszélesítés óta eltelt hónapokban tovább csökkent (lásd II.21. ábra).

Összességében 2001 első felében a bankrendszer árfolyamkockázati kitettsége a sávszélesítést megelőzően és azt követően is alacsony maradt.

Likviditás

A bankrendszer egészére vonatkozó ügyfélhitel/ügyfélbetét arány tovább nőtt (a 2000. II. félévi 79,6 százalékról 82,8 százalékra), az ügyfélhitelezés növekedési üteme – ha kisebb mértékben is, de még mindig – meghaladta az ügyfélbetétekét (a legnagyobb súlyt képviselő lakossági forintbetét-állomány az első félévben nominálisan csak 3,1 százalékkal nőtt, a vállalalkozói be-

II.19. ábra A bankrendszer 90 napos kumulált átárazási gap-jei

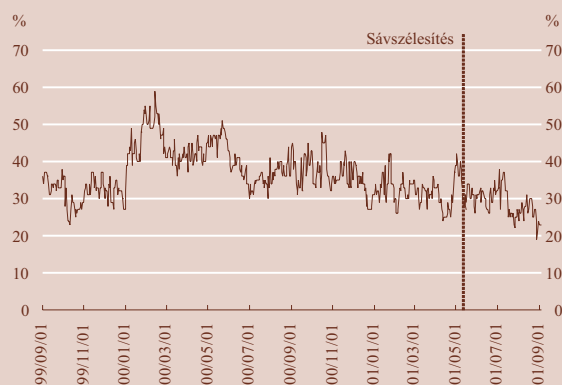


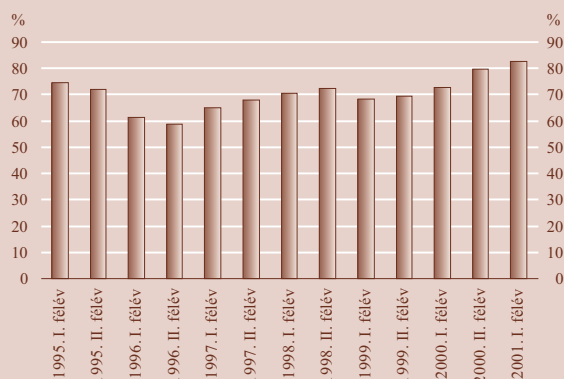
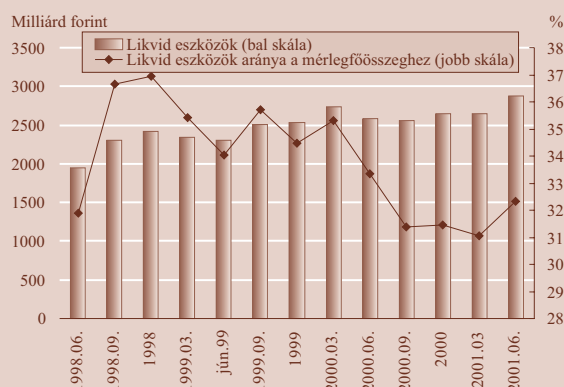
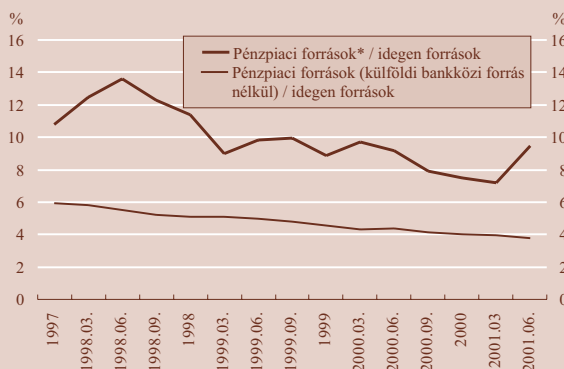
II.20. ábra A bankrendszer teljes és mérleg szerinti nyitott devizapozíciója



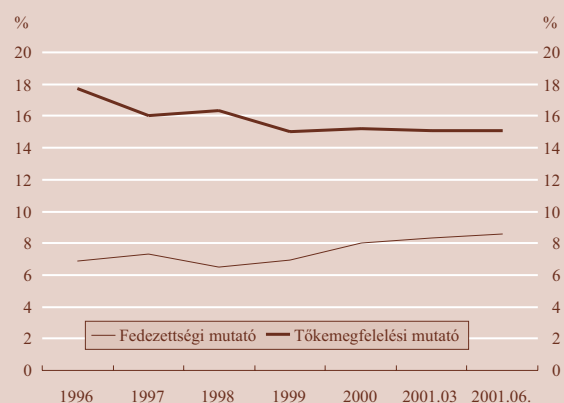
* Pozitív érték: deviza hosszú pozíció.

II.21. ábra A bankrendszer nyitott pozíciós limit kihasználtsága



II.22. ábra Ügyfélhitel/ügyszámla-arány a bankrendszerben (átlagállományokkal)**II.23. ábra** Likvid eszközök aránya**II.24. ábra** Pénzpiaci kitettség

* Pénzpiaci források: rövid bankközi források + jegybanki aktív repó.

II.25. ábra Tőkefelelősségi és fedezettségi mutató

tétállomány stagnált). Figyelmeztető jel, hogy a 100 százalékos feletti ügyfélhitel-ügyszámla aránnyal rendelkező bankok – mérlegfőösszeg alapján számolt – piaci részaránya a 2000. féle 33 százalékról 42 százalékra emelkedett. Meg kell jegyezni, hogy az árfolyamsáv kiszélesítését követő jelentős forintértékesítés hatásait kiszűrve nagyobb mértékű a hitel/betét arány növekedése, mivel a hitelekben belül nagyobb a részaránya a devizatelekeknek, mint a betétekben belül (lásd II.22. ábra).

A bankszektor egésze úgy eszközoldali, mint forrásoldali likviditás szempontjából megnyugtató képet mutat. Egyrészt a likvid eszközök¹⁹ mérlegfőösszeghez viszonyított aránya²⁰ kellően magas, másrészt a forrásstruktúra alapján megállapítható, hogy a bankok összességében nem támaszkodnak túlzott mértékben a leginkább illékonyak tartott pénzügyi forrásokra. A likvid eszközök mérlegfőösszeghez viszonyított aránya némileg nőtt, a likvid eszközökön belül bővült az állampapírok és a bankközi kihe-lyezések részaránya (lásd II.23., 24. ábra).

Az öt legnagyobb bank együttes likviditása megfelelőnek mondható, a tradicionálisan rendkívül jó likviditással bíró OTP nélkül azonban a kép kedvezőtlenebb. Az OTP-t követő négy legnagyobb bank csaknem 100 százalékos (egy éve még 10 százalékponttal kisebb) ügyfélhitel-ügyszámla aránya a likvid eszközök mérlegfőösszeghez viszonyított arányának kissé alacsony szintjével párosul, ami a későbbiekben a növekedés gátja lehet, illetve drágább források bevonása révén a jövedelmezőség csökkenését eredményezheti.

A bankok tőkehelyzete, a tőkefelelősségi alakulása

A bankrendszer összesített tőkefelelősségi mutatója (TMM) június végén 15,1% volt, ami gyakorlatilag megegyezett a múlt év végi értékkel (15,2%), így a rendszer stabilitása tőkeoldalról továbbra is biztosított. A TMM a bankrendszer minden tagja esetében eléri a törvényben meghatározott 8%-os minimumot, és csökkent azon bankok aránya, amelyek 10% alatti mutatóval rendelkeznek (lásd II.25., 26. ábra).

A mutató számításában azonban több változás is történt, ami megnehezíti a különböző időpontok összehasonlítását és a folyamatok értékelését. A változások közül elsősorban az általános kockázati céltartalék alapvető tőkeelemként történő elismerése, valamint a kereskedési könyv bevezetése emelhető ki. Ez utóbbi mind a szavatoló tőke, mind a korrigált mérlegfőösszeg értékét befolyásolta.

A szavatoló tőke összetételét illetően kedvező változás, hogy tovább nőtt az alapvető tőkeelemek súlya, amit azonban óvatosan kell értékelnünk, mivel szinte teljes egészében a már fent említett szabályozási változás következménye. Az általános kockázati céltartalék egymaga 58 milliárd Ft-tal emelte meg az alapvető

¹⁹ Likvid eszközök: Pénztár és elszámolási számlák, Kincstárjegy, Államkötvény (konszolidációs államkötvény nélkül), Jegybanki kötvény, 0–14 napos lejáratú jegybanki és bankközi kihelyezések.

²⁰ A bankrendszer eszközoldali forintlikviditásának elemzése egyelőre nem megoldott, mivel a 0–14 napos bankközi és jegybanki kihelyezések forint-de- viza bontása nem áll rendelkezésünkre.

tőkét, és 1 százalékponttal a tőke megfelelési mutatót. A fenti tétel nélkül az alapvető tőke növekménye mindössze 10 milliárd Ft lett volna.²¹

Ugyanakkor a korábbi évek tendenciájával ellentétben a járulékos tőke nominálisan is csökkent. Ezen tőkeelemek gyakorlatilag teljes egészét alárendelt kölcsöntőke teszi ki. A járulékos tőke jelenleg az alapvető tőke 15%-át éri el, vagyis a bankok továbbra sem használják ki a törvény adta lehetőségeket, ami 100%-os értéket (alárendelt kölcsöntőke esetében 50%) is lehetővé tenné a járulékos/alapvető tőke arányban. Tekintettel arra, hogy egy esetleges válsághelyzetben a bankok általában könnyebben jutnak járulékos tőkéhez (pl. alárendelt kölcsöntőke formájában), így a bankrendszer hosszabb távú stabilitását jelzi, hogy a tőke ezen formájának bevonását nem akadályozza magas limitkihasználtság (lásd II.4. táblázat).

A magyar szabályozás sajátossága, hogy a befektetésekre és a nagy kockázatokra vonatkozó jogszabály – a szavatoló tőke arányában meghatározott – prudenciális korlátok túllépését lehetővé teszi a bankok számára –, amennyiben ezen többleteket 100%-ban tőkével fedezi a bank, vagyis ezek értékét levonják a szavatoló tőkéből.

A limittúllépések 54 milliárd Ft-ot tettek ki a félév végén, ami nem mutat változást a múlt év végéhez viszonyítva, ugyanakkor kedvezőtlennek tartjuk, hogy mindez közel 7%-kal csökkenti az összesített szavatoló tőkét.

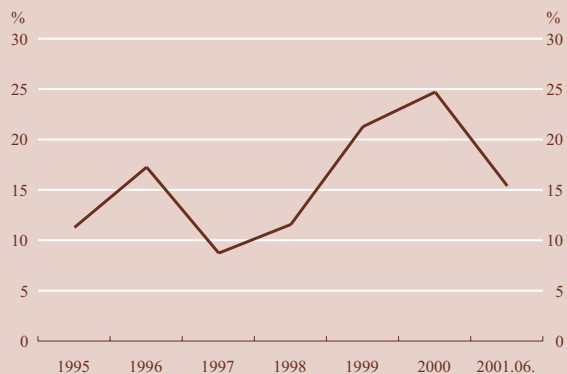
A limittúllépések értéke különösen az anya- és leányvállalatokkal szemben vállalt kockázatok esetében jelentős (40 milliárd Ft). Mindehhez képes a kereskedési könyv tőkeszükséglete – ami szintén levonandó tétel – elenyésző, mindössze 11 milliárd Ft volt júniusban.

A korrigált mérlegfőösszeg a szavatoló tőkével azonos ütemben, 7%-kal bővült. A különböző kockázati súlyú mérlegtételek között kismértékű átrendeződés következett be, melyből a 100%-os súlyozású tételek részarányának visszaesése emelhető ki. Ez jelentős részben annak köszönhető, hogy a devizában denominált hitelek nagy része ebbe a kockázati kategóriába tartozik, és a májusi sávszélesítés után felértékelődő forint csökkentette a devizahitelek hazai valutában kifejezett értékét. Ugyanakkor a lakáscélú – jórészt forintban denominált – jelzáloghitelezés felfutása az 50%-os súlyú tételek aránynövekedését hozta magával (lásd II.5. táblázat).

A mérlegen kívüli tételek esetén a kereskedési könyv bevezetése hozott változást, miután a határidős követelések döntő részét átsorolták a bankok a kereskedési könyvi tételek közé, azonban ezek súlyozott értéke eddig is minimális volt, így az új szabályozás alig módosította a korrigált mérlegfőösszeget.

Összességében úgy véljük, hogy a bankrendszer tőkehelyezete továbbra is stabilnak minősíthető, és a szakmai befektetőknek köszönhetően a pótlólagos tőkebevonás lehetőségét is biztosítottuk látjuk.

II.26. ábra A 10% alatti tőke megfelelési mutatóval rendelkező bankok piaci részaránya



II.4. táblázat A szavatoló tőke összetétele

	2000	2001. jún.	2001. jún./2000**
Alapvető tőke*	89,8%	92,9%	1,10
Járulékos tőke	17,2%	15,3%	0,95
Levonások: limittúllépések és országkockázat tőkével fedezett. összege	7,0%	6,8%	1,04
Felhasználás az alapvető és járulékos tőkéből a kereskedési könyv fedezetére		1,4%	
Szavatoló tőke (milliárd Ft) = 100%	741	789	1,13

* Csökkentve a PIBB befektetések miatti levonással.

** Az indexszámok nem a százalékos megoszlásokból, hanem a mögöttük álló alapadatok növekményeiből származnak.

II.5. táblázat A korrigált mérlegfőösszeg összetevőinek alakulása

Eszközök súlyozott értékén (%)	2000	2001. jún.	2001. jún./2000*
20 százalékos súlyozású eszközök	4,7	4,9	1,12
50 százalékos súlyozású eszközök	1,5	1,9	1,34
100 százalékos súlyozású eszközök	74,2	73,7	1,07
Súlyozott mérlegtételek összege	80,4	80,5	1,07
Függő és egyéb jövőbeni kötelezettségek súlyozott értéke	19,7	19,0	1,03
Határidős követelések súlyozott értéke	1,3	0,5	0,44
Kockázati céltartalék (–)	1,5	0,0	0,00
Korrigált mérlegfőösszeg (milliárd Ft) = 100%	4873	5 227	1,07

* Az indexszámok nem a százalékos megoszlásokból, hanem a mögöttük álló alapadatok növekményeiből származnak.

²¹ Meg kell még említenünk, hogy a PIBB befektetések miatti tőkemódosítás az új szabályozás szerint már nem az alapvető tőkét érinti, hanem a nemzetközi standardoknak megfelelően az alapvető és a járulékos tőke összegéből kell levonni. Az összehasonlíthatóság kedvéért a táblázatokban e tétellel korrigáltuk a féléves adatokat, és továbbra is az alapvető tőkét csökkentettük vele. Ez a módosítás 45 milliárd Ft-ot érint.

II.6. táblázat A bankrendszer eredménye

	Milliárd forint		
	2000. I. félév	2001. I. félév	Változás
Kamatjövedelem	147,6	173,8	117,7%
Értékvesztés / céltartalék változása	3,5	-14,7	
Jutalékeredmény*	37,4	47,5	127,1%
Pénzügyi műveletek nettó eredménye	25,4	38,6	152,1%
Egyéb eredmény	-16,0	-8,5	
BRUTTÓ PÉNZÜGYI ÉS BEFEKTETÉSI SZOLGÁLTATÁSI EREDMÉNY	197,0	236,8	120,2%
Működési költségek**	140,0	158,0	112,9%
SZOKÁSOS (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE	57,9	78,7	135,9%
Rendkívüli eredmény	-4,0	4,5	
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY	54,0	83,2	154,2%
Adófizetési kötelezettség	7,1	7,4	
ADÓZOTT EREDMÉNY	46,9	75,8	161,7%

* 2000-ben csak a pénzügyi szolgáltatások jutalékeredményét tartalmazza, 2001-ben a befektetési szolgáltatásokat is.

** 2001-től általános igazgatási költségek.

Jövedelmezőség

A bankrendszer jövedelmezőségében 2001 első felében folytatódottak a 2000-ben kirajzolódó pozitív tendenciák, bár az eredményesség javulása részben egyszeri hatásokkal magyarázható. A bankrendszer 2001 első felében kiemelkedő, 83 milliárd Ft adózás előtti nyereséget produkált, ami több mint másfélszerese az előző év hasonló időszakában kimutatott eredménynek (lásd II.6. táblázat). A növekmény mintegy 60%-a egyszeri hatásokból adódott, ezek közül kiemelendő egy nagy volumenű egyedi üzleti tranzakció, illetve egyes szabályozási változások miatt megszűnő céltartalékok felszabadításának pozitív nettó hatása.²² Látványos javulást tükröznek az eszköz- és tőkearányos jövedelmezőségi mutatók 2000 első hat hónapjához viszonyítva: az annualizált féléves ROA 1,41%-ról 1,94%-ra, az annualizált féléves ROE 16,4%-ról 21,2%-ra nőtt.²³ Óvatosságnak kell lennünk azonban, ha a 2001. évi eredmény várható alakulására a nagyon kedvező féléves jövedelmezőségi folyamatok egész évre való kivetítéséből akarunk következtetni, egyrészt a már említett – II. félévben nem ismétlődő – hatások, másfelől az eredményalakulásban megfigyelhető szezonális hatások miatt.²⁴

A bankrendszer jövedelmezőségére igen kedvező hatással volt, hogy az üzleti eredmény legnagyobb részét adó kamatjövedelem nominálisan 18%-kal, reálértékben mintegy 7%-kal nőtt. Mindez a nagyobb jövedelmet termelő ügyfélhitelek eszközstruktúráján belüli részarányának emelkedése mellett a spread mérsékelt növekedésének is köszönhető (lásd II.7. táblázat). A folytatódó hitelezési expanzió hatására a vállalati és lakossági hitelek mérlegfőösszeghez viszonyított aránya 2001 első felében közel 43%-ra emelkedett az egy évvel korábbi 37%-hoz képest (féléves átlagállományokkal számítva). Emellett a kamatjövedelemre kedvező hatású, hogy a magasabb kamatmarzsot biztosító lakossági hitelezés súlya is nőtt az ügyfélkihelyezéseken belül, bár még mindig kicsinek mondható (a féléves átlagállományokkal számolva 13%).

A mérlegstruktúra folytatódó átrendeződése megjelenik a kamatbevételek összetételének változásában is, a hitelek utáni kamatbevétel részaránya 51%-ról 60%-ra nőtt a az összes kamatbevételben belül 2000 I. félévéhez képest. Az 1999 utolsó harmada óta tartó hitelexpanzió kamateredmény-struktúrára gyakorolt szignifikáns hatását tükrözi, hogy 1999 I. félévében még csak 44% volt ez az arány. A kamatjövedelmet javította, hogy az 1995–99 közötti folyamatos csökkenés, illetve a tavalyi stagnálás után a spread több mint 20 bázispontos emelkedést mutat az előző év hasonló időszakához képest, mivel a bankok átlagos eszközhozama kisebb mértékben csökkent, mint az átlagos forrás-költsége.

A kamateredmény növekedésétől némileg elmaradt a pénzügyi szolgáltatásokból származó jutalékeredmény bővülése (re-

II.7. táblázat A spread összetevői

	2000. I. félév	2001. I. félév	Változás
Kamatkozó eszközök átlagos állománya (milliárd Ft)	7037	7921	112,6%
Kamatkozó források átlagos állománya (milliárd Ft)	6476	7248	111,9%
Kamatbevétel (milliárd Ft)	391	409	104,6%
Kamatkiadás (milliárd Ft)	244	236	96,7%
Kamatbevétel/kamatkozó eszköz (%)	5,6	5,2	
Kamatkiadás/kamatkozó forrás (%)	3,8	3,2	
Spread*	3,6	3,8	

* Évesített érték.

²² Az ABN AMRO biztosítójának (MÉBIT) eladása, az országhozzá tartozó, az árfolyamkockázati, illetve árfolyamvesztésre képzett céltartalékok megszüntetése miatti felszabadítás. A féléves adózás előtti nyereséget ezen egyszeri eredményjavító hatásoktól megtisztítva még mindig reálértéken 10%-os növekedést kapunk.

²³ A ROE nevezőjében sajátke-eredmény.

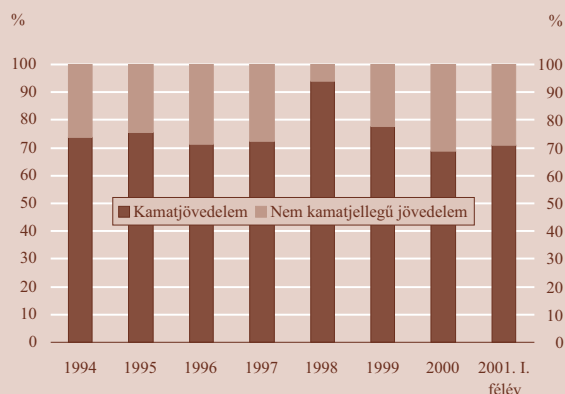
²⁴ Utóbbiról lásd a 2001. februári „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” 35. oldalán található keretes írást.

álértéken 5 %).²⁵ Az egyedi nagy tranzakció hatásától megtisztítva reálértéken 2%-kal csökkent a pénzügyi műveletek eredménye. A devia kereskedelem és -árfolyamváltozás nyeresége ugyan jelentősen emelkedett, visszaesett azonban a határidős ügyletek és az értékpapír-forgalmazás eredménye a bázisidőszakhoz képest. Így az összes, nem kamatjellegű jövedelem részaránya a bruttó működési eredményen belül 29 %-ra csökkent az előző évi 31%-ról, tehát a magyar bankrendszer jövedelemszerkezete – a 2000-es évtől eltérően – nem mozdult el az EU-ban jellemző struktúra irányába.²⁶ Az év második felében várható jelentősebb infláció- és kamatcsökkenés – s a kamateredmény emiatti esetleges szűkülése – nyomán viszont az év egészét tekintve még megfordulhat ez a folyamat (lásd II.27. ábra).

2001 első félévében az értékvesztés és a céltartalék-változás hatása mintegy 15 milliárd Ft-tal rontotta a bankrendszer eredményét. A portfólióminőség enyhe romlása főleg a magas értékvesztéssel járó rossz minőségű portfólió részarányának emelkedésén keresztül jelent meg az eredményben, bár ez a negatív hatás csak néhány bankra koncentrálódott. Ezzel együtt, a jelentős számviteli és adatszolgáltatási változások miatt az évközi számokból nem ítélt meg kellő megalapozottsággal, hogy a portfólióminőség változása pontosan milyen hatást gyakorolt az eredményre, ezért ebből a szempontból is várhatóan az éves adatokból nyerhetünk megbízhatóbb képet. Egyszeri eredményjavító hatása volt 2001 I. félévében a szabályozási változások miatt megszűnő országhoz tartozó céltartalék, az árfolyamkockázati céltartalék, illetve árfolyamveszteségre képzett céltartalék felszabadításának, amely együttesen közel 10 milliárd Ft-ra becsülhető.²⁷

2001 első felében a működési költségek növekedése az előző év azonos időszakához viszonyítva kismértékben ugyan, de meghaladta az inflációs rátát. A költségek reálnövekedéséért elsősorban a személyi jellegű ráfordítások 19%-os emelkedése a felelős, miközben egyes költségteleknél (értékcsökkenési leírás, fizetett bérleti díj) reálértelemben megtakarítás mutatkozott 2000 I. félévéhez képest. A személyi jellegű kiadások jelentős növekedése – a megnövekvő egyszeri nagy kifizetések miatt – részben a folyamatban lévő fúziókhoz kapcsolódó nagyobb létszámleépítésekkel magyarázható.²⁸ A bruttó működési eredmény növekedési üteme felülmúlta a költségekét, így a bankrendszer költséghatékonysága a költség/bevétel mutatóval mérve tovább javult (MÉBIT tranzakció nélkül 63%-ra) a 2000. évihez képest (65%). A kedvező képet árnyalja viszont, hogy a működési költség/mérlegfőösszeg arány évesített értéke ugyanekkor stagnálást mutat (3,7 %).

II.27. ábra Kamat- és nem kamatjellegű jövedelem aránya a bruttó működési eredményben



²⁵ Az adatszolgáltatási struktúra módosulása miatt a teljes jutalékeredmény (pénzügyi és befektetési szolgáltatások jutalékeredménye) ennél jóval nagyobb – reálértelemben 15%-os – növekedési ütemet mutat, de ennek nagyobb része abból adódott, hogy korábban nem ezen a soron jelent meg a befektetési szolgáltatások jutalékeredménye.

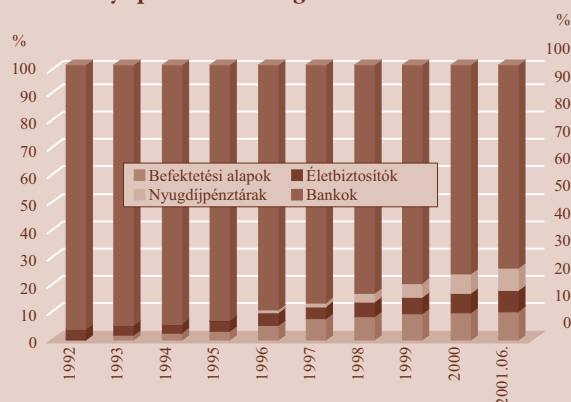
²⁶ A bruttó működési eredményben – a tranzakció eltérő közgazdasági tartalma miatt – nem vettük figyelembe a MÉBIT eladásának eredményhatását, ezzel együtt számítva a nem kamatjellegű jövedelem részaránya növekedett volna.

²⁷ Az országhoz tartozó céltartalék-felszabadítást korrigáltuk az ezen követelésekre elszámolt pótlólagos értékvesztés becsült összegével.

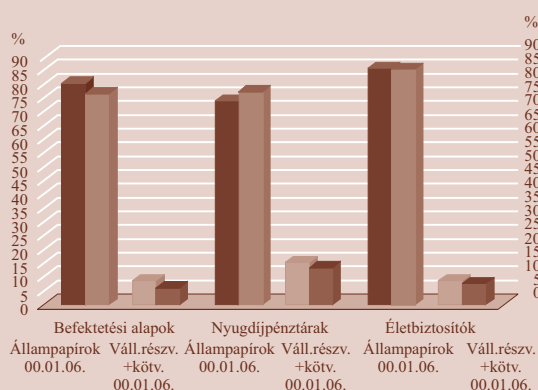
²⁸ A 2001. I. félévi 1600 fős létszámcsökkenés mintegy harmada az összeolvadó bankoknál jelentkezett.

III. A nem banki pénzügyi közvetítés alakulása 2001 első felében¹

III.1. ábra Pénzügyi közvetítő intézményeknél elhelyezett háztartási és vállalati megtakarítások intézménytípusonkénti megoszlása



III.2. ábra Az állampapírok, illetve a vállalati részvények és kötvények részaránya az intézményi befektetők portfóliójában



A nem banki pénzügyi intézmények közül a három, pénzügyi közvetítőnek tekinthető, vagyis a lakossági illetve vállalati megtakarításokat továbbcsatornázó intézménytípus (befektetési alapok, nyugdíjpénztárak, életbiztosítók) 2001 első felében viszonylag jelentős mértékben tudta növelni piaci részesedését a teljes pénzügyi közvetítésen belül. Ezen intézmények együttes részesedése a teljes pénzügyi intézményrendszerben elhelyezett háztartási és vállalati megtakarításokból fél év alatt 24%-ról 26%-ra emelkedett (lásd III.1. ábra). Legdinamikusabban a nyugdíjpénztári megtakarítások nőttek. A dinamikus növekedés annak ellenére következett be, hogy a nyugdíjpénztáraknál már két éve a fúzió a jellemző tendencia. A befektetési alapok közül a kötvény- és pénzpiaci alapok növekedtek, míg a részvény- és vegyes alapok a tőzsde pangása miatt veszítettek nettó eszközértékükből. Az életbiztosításokon belül a unit-linked biztosítások dinamikája mérséklődött valamelyest, szintén a tőkepiaci fejlemények következtében.

A három intézményi befektetőtípus eddig is konzervatív befektetési politikája tulajdonképpen még kockázatkérülőbbé vált. Portfóliójukban az állam és az MNB által kibocsátott papírok súlya 75–85 százalékos szinten van. A vállalati részvény- és kötvénybefektetések súlya mindegyik intézménytípusnál csökkent (lásd III.2. ábra).

A befektetési vállalkozók piacára a zsugorodás, a tisztulás jellemző. A független (nem banki tulajdonú) intézmények egyre rosszabb teljesítményt nyújtanak, és a piac elhagyására kényszerülnek. Ez azonban nem veszélyezteti a pénzügyi intézményrendszer stabilitását, sőt inkább erősíti azt.

Befektetési alapok

A piac mérete

A befektetési alapokban kezelt vagyon 2001. június végén 606 milliárd Ft-ot tett ki, ami a 2000. december végi 568 milliárd forinthez képest 6,7%-os bővülésnek felel meg. A növekedés

¹ Az előző stabilitási jelentésekhez képest változtatásokat eszközöltünk a nem banki pénzügyi közvetítés elemzésében. Megváltozott az elemzett intézmények köre. A befektetési alapok és a nyugdíjpénztárak mellett az életbiztosítók, a befektetési vállalkozók (nagyobb hangsúllyal a bankokhoz kötődő befektetési vállalkozók) valamint a ténylegesen pénzügyi közvetítést végző pénzügyi vállalkozásokat elemezzük (kimaradnak tehát a speciális feladatokat ellátó olyan állami tulajdonú pénzügyi vállalkozások, mint a Hitelgarancia Rt., Reorg. stb.). Mivel azonban a pénzügyi vállalkozásokról nem állnak rendelkezésünkre féléves adatok, ebben a jelentésben még nem esik szó róluk.

szinte teljes egészében a biztonságosabb pénzpiaci és kötvény-alapokba történő tőkebeáramlásnak volt köszönhető, minden más típus veszített nettó eszközértékéből.

A nyílt végű alapok száma 2001 elején 95, június végén 96 volt, míg a zárt végű alapok száma változatlanul 3. A befektetési alapokban kezelt tőke koncentrációja növekedett, aminek köszönhetően a „milliárdosok” már 44-en vannak.

A nyíltvégű befektetési alapok új altípusai jelentek meg, segítve ezzel a befektetni kívánók minél szofisztikáltabb piaci kockázatvállalását. Jelenleg részvény, kötvény, vegyes, pénzpiaci, ingatlan és nemzetközi (külföldi részvény- és külföldi kötvény-) alapok közül választhatnak a jegyvásárlók (lásd III.3. ábra).

A kategorizálás az alap jellege alapján történt (Bamosz ajánlás), azonban az alapok portfóliója néhány esetben eltér az alap kategóriájából következő állománytól. 2001. június végén a nemzetközi alapok összes befektetésének 21%-a hazai, jellemzően államkötvény és MNB-kötvény volt. A befektetési alapok elnevezése tehát nem jelent garanciát arra nézve, hogy az alapok valóban csak a nevükben jelzett befektetési tevékenységet végzik.

A hazai és a nemzetközi tőzsdéken megfigyelhető jelentős árfolyamesés nem kedvezett a részvényekbe fektető alapok nettó eszközértékének. Mind az árfolyamesés, mind a tőkekivonás mérsékelte a részvényalapok portfólióját. Az állampapírpiacon – kisebb megingásoktól eltekintve – a hozam mérséklődése volt megfigyelhető, ami megemelte a kötvényekbe fektető alapok nettó eszközértékét. A vegyes alapok térvesztése a befektetők határozott részvény-, illetve kötvényárfolyam változási várakozásaira utal, a két piac közötti választást egyre kevésbé bízzák a szakemberekre.

Befektetési alapkezelők tulajdonosai

A befektetési alapkezelők többsége banki tulajdonban van, mindössze néhánynak a tulajdonosai közül hiányoznak a pénzüntézetek. A piacot a többségi (közvetett vagy közvetlen) banki tulajdonosi háttérrel rendelkező alapkezelők uralják, a kezelt vagyon tekintetében piaci részarányuk 96–98%.

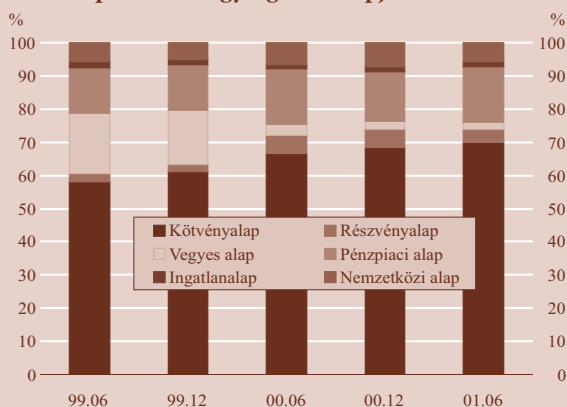
A piacot uraló bankok stratégiája egyre markánsabban az, hogy egy-egy alapkezelő minél több típusú nyílt alappal jelenjen meg, ezáltal kínálva lehetőséget a megtakarítóknak, hogy kockázatvállalási hajlandóságuknak megfelelő befektetési jegyet vásárlhassanak. Több alapkezelő tulajdonos bankjával együtt lehetőséget biztosít arra, hogy a befektetők a banknál vezetett folyószámláról (vagy speciális befektetési folyószámláról) közvetlenül (több esetben telefonon keresztül), kedvező kondíciók mellett vásároljanak/adjanak el befektetési jegyeket, megtakarításaikat a különböző alapok között átcsoportosíthassák.

A befektetési jegy-tulajdonosok főbb tulajdonosi szektoronkénti aránya nem mutat jelentősebb változékonyságot, a háztartások jelenléte meghatározó, ők vásárolják a jegyek több mint 80%-át, ami a háztartások nettó vagyonának 2000 decemberében 7,8%-át, 2001. június végén pedig 8,2%-át adta.

A befektetési alapok portfóliója

Az alapok befektetéseinek között továbbra is a hazai befektetések dominálnak, a közvetlen külföldi befektetések részaránya a tel-

III.3. ábra A befektetési alaptípusok megoszlása a kezelt portfólió nagyságának alapján



III. 1. táblázat A befektetési alapok portfóliójának megoszlása

	1999	2000	2001. június
Készpénz, számlapénz	1,1	1,5	0,7
Állampapírok, MNB-papírok	80,3	80,4	76,5
Bankbetét, banki papírok	3,1	0,2	9,9
Részvény	4,6	5,5	3,5
Kötvény	4,6	3,2	2,6
Ingatlan	1,2	1,1	1,0
Külföldi befektetések	4,1	7,2	5,5
Egyéb	1,0	0,9	0,3
Összesen	100,0	100,0	100,0

jes portfólión belül 2000. júniusában 9% volt, azonban 2001. június végén ez az arány már csak 6 %.

A hazai befektetések között az alacsonyabb kockázatú eszközök, az államkötvények, diszkontkincstárjegyek, MNB-kötvények vannak többségben, részarányuk a teljes portfólióban 80% körül ingadozik. Míg 2000 félévkor a befektetési alapok állam-, illetve MNB-papír portfóliója fele-fele arányban oszlott meg a hosszú és rövid lejáratú instrumentumok között, addig 2001 júniusának végén az alapok már közel háromszor annyi rövid lejáratú állampapírt tartottak, mint hosszút. (2001. június végén nagymértékben megnövekedett a banki betétek állománya, e mögött egy alap tranzakciója áll.)

A részvények aránya a hazai portfólión belül a sorozatos tőzsdei sokkoknak, valamint a tőzsde gyenge teljesítményének köszönhetően tartósan alacsony (lásd III.1. táblázat).

Jövedelmezőség, hozamszórás

Jövedelmezőségi oldalról szemlélve, az elmúlt egy félévre vetítve közös jellemzője a befektetési alapoknak, hogy hozamaik rendre elmaradnak a benchmarkoktól (BUX, MAX, RAX), azonban azok szórása – néhány kivételtől eltekintve – alacsonyabb a referenciahozaménál, tehát a diverzifikációból adódó előnyöket ki tudják használni.

2001 első félévében az alaptípusok jövedelmezősége eltérő képet mutat, a nagyobb kockázatú hazai és nemzetközi részvényalapok nettó eszközértéke jelentősen csökkent, a nemzetközi kötvény- és vegyes alapok két kivételtől eltekintve szintén negatív hozamokkal rendelkeznek. Ezen időszak nyertesei egyértelműen a hazai kötvény- és pénzpiaci alapok voltak, hozamaik kivétel nélkül pozitív tartományban voltak, esetenként meghaladták a betéti kamatok szintjét.

Biztosítótársaságok

A piac mérete

A részvénytársasági formában működő biztosítók száma egygyel, 22-re csökkent 2001 első feléve során. Belépett a magyar biztosítási piacra a díjbevétele alapján a világ hatodik legnagyobb biztosítótársaságának számító CGNU, a brit óriáscég a MÉBIT Biztosítót vette meg az ABN AMRO Rt.-től.

2001 első félévében az életbiztosítási díjtartalékok lakossági megtakarításokon belüli súlya tovább növekedett, bár ez a részarány-növekedés elmaradt az előző év azonos időszakában tapasztalt növekedéstől. 2001. június végén a háztartások nettó pénzügyi eszközeinek 7,5%-a feküdt életbiztosítási díjtartalékban, ami 0,5 százalékpontos növekedést jelent az év elejéhez képest.

Az életbiztosítási díjtartalékok elmúlt években tapasztalható nagymértékű bővülésének jelentős része mögött a befektetéshez kötött életbiztosítások 1998 óta tartó szárnyalása áll. 2001 első félévének végére az életbiztosítási díjtartalékok 14,3%-át a befektetéshez kötött biztosítások mögött álló díjtartalékok adták.

A biztosítótársaságok életbiztosítási tevékenysége

2001 első felében megállt az a – nyugat-európai folyamatoknak megfelelő² – tendencia, melynek alapján a biztosítók díjbevételein belül a két biztosítási ág arányában folyamatos eltolódás volt megfigyelhető az életbiztosítási ág javára. A 2001 első félévét jellemző díjmegoszlást tekintve, az év végéhez képest 5,8 százalékponttal, 40,6%-ra csökkent az életbiztosítási ági díjbevétel részaránya. A folyamatok háttérében az egyszeri díjas – főként befektetéshez kötött – életbiztosításokból befolyó díjak jelentős mértékű csökkenése áll. Az egyszeri díjas befektetéshez kötött életbiztosítások a befektetési jegyekben történő megtakarítások alternatívái, a belőlük származó díjbevételek csökkenésében nem elhanyagolható szerepük volt a kedvezőtlen tőkepiaci folyamatoknak, de az adózási szabályok, illetve azok változása (vagy azok értelmezésének változása) is meghatározó hatással bír ezen termékek „életpályájára”.

A biztosítótársaságok 2001 első félévében elért, 82,3 milliárd Ft összegű életbiztosítási díjbevétele reálértelemben 11%-kal marad el az előző év azonos időszakában elérthez képest. A viszontbiztosítókna átadott díj az életbiztosítási bruttó díjbevétel 10,3%-a volt, melynek teljes egésze külföldi viszontbiztosítókhoz kapcsolódott, ami a 2000 első félévét jellemző kockázatmentesített tükröző arányhoz közelít. Az életüzletágot vizsgálva a viszontbiztosításba vétel nem jelent jelentős kockázati tényezőt a magyar biztosítótársaságoknál.

Az életági díjbevétel legnagyobb részét továbbra is a kockázati és megtakarítási elemet egyaránt tartalmazó vegyes életbiztosítások adják (56%), a hozzájuk kötődő díjbevétel 9%-os reálcsökkenést szenvedett el a megelőző év hasonló időszakához képest. Az előző időszakok életbiztosítási húzótermékének számító befektetési egységhez kötött életbiztosítás kevésbé volt sikeres a vizsgált félévben, az ágazatból származó díjbevétel reálértéken 18%-kal csökkent az előző év azonos időszakához képest, ugyanakkor a teljes élet ági díjbevételben belül még mindig 35%-ot képviselt.

Az év végéhez képest 1,7 százalékponttal csökkent az első öt legnagyobb díjbevételező társaság részesedése az életbiztosítási piacon, de összességében így is a piac 82%-át tudhatták magukénak a vizsgált félév végén, ami még mindig jelentős koncentrációra utal. Jelenleg a magyar biztosítási piacon négy biztosító sorolható be hazai bankcsoporti körbe. A négy társaság az életbiztosítási piac 2001 első félévi díjbevételeinek 42%-át adta. Mind a négy biztosító teljes körűen kihasználja a bankbiztosítói együttműködési lehetőségeket.

Az életbiztosítók befektetései

Az életbiztosítókat továbbra is óvatos, konzervatív befektetési politika jellemzi. Ha a teljes díjtartalékot tekintjük, 86% a kockázatmentes állam-, illetve MNB-papírok, 5 százalék pedig a leginkább kockázatos részvények részaránya (lásd III.2. táblázat).

A 2001. január 1-jétől hatályba lépett új befektetési szabályok alapján a biztosítók biztosítástechnikai tartalékaikat és biztonsá-

III.2. táblázat Az életbiztosítók befektetéseinek összetétele

	2000. december	2001. június
Készpénz, számlapénz	0,3	0,5
Állampapírok, MNB-papírok	85,9	85,5
Bankbetét, banki papírok	2,1	1,4
Részvény	6,4	5,2
Kötvény	2,4	2,4
Egyéb	2,9	5,1
Összesen	100,0	100,0

² 1999-ben az OECD-tagországokban átlagban 61,4%-os, míg az Európai Unió országaiban 62,9%-os súlyt képviseltek az életbiztosítások.

III.3. táblázat A unit-linked és a hagyományos életbiztosítások díjtartalékainak befektetési

	Unit-linked		Hagyományos	
	2000. dec.	2001. jún.	2000. dec.	2001. jún.
Készpénz, számlapénz	0,4	0,1	0,3	0,6
Állampapírok, MNB-papírok	68,1	73,3	91,0	88,5
Bankbetét, banki papírok	0,6	0,1	2,5	1,7
Részvény	26,9	21,4	0,5	1,2
Kötvény	0,1	0,0	3,1	3,0
Befektetési jegy	3,7	4,9	0,4	1,8
Egyéb	0,2	0,1	2,2	3,3
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0

gi tőkéjüket OECD-tagországokban, külföldi pénznemben kibocsátott értékpapírokba is befektethetik. A biztosítótársaságok gyorsan reagáltak a fenti jogszabály-módosulásra, 2001. június 31-én a biztosítók életbiztosítási díjtartalékainak 0,7%-a már OECD-tagországban, külföldi pénznemben kibocsátott értékpapírban feküdt.

Ha külön választjuk a unit-linked, illetve a hagyományos díjtartalékok befektetését, láthatjuk, hogy a hozamgaranciával nem terhelt, így a biztosító számára csak közvetetten kockázatot hordozó, unit-linked díjtartalékokat a biztosítók viszonylag nagy (de csökkenő) arányban fektetik részvényekbe (*lásd III.3. táblázat*).

Kockázatok

A biztosítók közvetlen kamat- és árfolyamkockázata abban áll, hogy az életbiztosításokhoz kapcsolódó tartalékok befektetéseiben a biztosító nem realizálja az általa vállalt technikai kamatot.³ Ugyanakkor ez a kockázati kitettség a jelenlegi infláció mellett nem jelentős mértékű, mivel maximálisan 5,5%-os technikai kamatláb alkalmazását engedi meg a vonatkozó PM-rendelet.⁴

Bár a biztosítási törvény 2001. január 1-től hatályos módosítása lehetővé teszi a biztosítók számára, hogy életbiztosítási díjtartalékaik egy részét jelzáloghitelbe fektessék, a felügyelet biztosító számára mindeztől nem adott ki jelzáloghitelezési tevékenység folytatására jogosító engedélyt, így hitelezési kockázat nem jellemzi a biztosítók tevékenységét.

Ugyanakkor a hazai biztosítók legnagyobbjai saját kockázatra nyújtott jelzáloghitelek helyett kereskedelmi bankokkal kötött együttműködési megállapodásokra alapozott, lakáshitellel kombinált életbiztosításokat dolgoztak ki.

Nyugdíjpénztárak

A piac mérete

A pénztári szektor 2001. első félévi tevékenységét elsődlegesen a költséghatékony és méretgazdaságos működésre való törekvés határozta meg. A magánnyugdíjpénztári piacon három éves működés után kialakulni látszik egy stabil szegmens, ahol a tagság már csak a pályakezdőkkel gyarapszik. Az első félév során a magánnyugdíjpénztárak számában változás nem történt, az önkéntes pénztárak esetében a változások fő mozgatója a fúziók megindulása volt. A magánnyugdíjpénztárak alapítóinak fele – a beolvadások figyelembevételével – bank vagy biztosító, ezzel szemben az önkéntes pénztárak alapítói között a munkáltatói alapítású pénztárak szerepe már kezdetektől fogva jóval jelentősebb.

³ A biztosítónak szerződéses kötelessége van ezen hozam teljesítésére, a szerződésben a jogszabályban meghatározott maximálisnál nagyobb hozamot viszont nem ígérhet. Amennyiben az ígért szint fölötti hozamot ér el a matematikai tartalékok befektetésén, úgy a többlethozam meghatározott százalékát (minimum 80%-ot) kell jóváírnia a biztosított javára.

⁴ Folyamatban van a technikai kamatláb mértékének csökkentése, amit az infláció csökkenése tesz indokoltá. A meglévő szerződésállományt azonban nem érinti a módosítás.

A nyugdíjpénztári tagok által a két pénztártípusban összesen felhalmozott nyugdíjcélú megtakarítások értéke az I. félév végén 467 milliárd Ft-ot tett ki, 2000 azonos időszakának értékét nominálisan 44%-kal, reálértéken 30%-kal haladja meg. A bővülés mértéke az előző év decemberéhez képest 17%-os volt. A nyugdíjpénztárakban kezelt vagyon június végi volumene a háztartások bruttó pénzügyi vagyonának 7,7%-át tette ki, szemben az előző év végi 6,8%-kal. Az önkéntes- és magánnyugdíjpénztárakba a félév során befolyt tagdíjbevételek 68,6 milliárd Ft volt, ami az előző év első hat hónapjához képest 16%-os emelkedésnek felel meg (lásd III.4. táblázat).

Magánnyugdíjpénztárak

Ebben az évben a június végén működő 25 magánnyugdíjpénztár közül 13 háttérben bank, illetve biztosítótársaság, 7 esetében munkáltató áll, további 5 pénztár esetében vegyes (önkéntes pénztár és/vagy több kisebb munkáltató általi) alapításon van szó.

Az I. félév végén a magánnyugdíjpénztári taglétszám 2,6 millió fő volt, ami az előző év végéhez képest 16,8%-os emelkedést jelent. A félév folyamán 45,1 milliárd Ft tagdíjleggel bevételt könyveltek el a pénztárak, ami 2000 I. félévéhez képest volumenében 18,1%-os, reálértékben 7,7%-os emelkedést jelent. A félév során a magánnyugdíjpénztárak 3,1 milliárd Ft befektetési tevékenységből származó nettó bevételt könyveltek el, ami 25,1%-kal marad el az előző év azonos időszakához képest. A tőzsdei árfolyamok visszaesése, a konzervatív befektetési politika ellenére, a nyugdíjpénztárakat sem kímélte. Az elszámolt működési költség nagymértékben emelkedett, ami mögött döntően az adminisztrációs és nyilvántartási feladatokat ellátó szervezetek részére fizetett díjak növekedése húzódik meg. A pénztárak vagyona alapvetően a tagdíjleggel bevételekkel, valamint a befektetésekből származó nettó bevételekkel gyarapodott. 2001. június végére a vagyon értéke 25,7%-kal haladta meg az előző év végi értéket.

Az elmúlt három év folyamán a konzervatívabb befektetési politika volt jellemző, azaz elmondható, hogy a pénztárak általában nem használták ki a jogszabályok adta befektetési korlátokat. A magánnyugdíjpénztárak portfólió-összetételét tekintve a 2000. év végi állapothoz képest az állampapírokban megtestesülő vagyon részesedése 78%-ról 79%-ra emelkedett, a részvények aránya a decemberi 14%-os szinten maradt (lásd III.5. táblázat).

Önkéntes nyugdíjpénztárak

Az önkéntes nyugdíjpénztárak tevékenységüket 1994 óta végzik, 1996 volt a telítődés éve, azóta a megszűnések, a fúziók és az alapítások párhuzamosan zajlottak. Az 1999–2001-es időszakot a létszámnövekedés fokozatos lassulása jellemezte. A létszám megtorpanása ellenére a tagdíjbevételek volumene emelkedést mutat, mivel a meglévő tagok tovább gyarapították hosszú távú nyugdíjcélú megtakarításaikat. A tevékenységi engedéllyel rendelkező pénztárak száma félév végén 123 volt, taglétszámuk meghaladta az 1,1 millió főt.

III.4. táblázat A nyugdíjpénztárak összefoglaló adatai

	Önkéntes nyugdíjpénztárak			Magánnyugdíjpénztárak		
	2000. jún. 30.	2000. dec. 31.	2001. jún. 30.	2000. jún. 30.	2000. dec. 31.	2001. jún. 30.
Működő pénztárak száma (db)	125	117	123	25	25	25
Taglétszám (ezer fő)	1077,6	1079,0	1115,1	2125,4	2186,7	2555,0
Vagyon (nyilvántartási értéken, milliárd Ft)	189,9	224,0	246,6	135,0	175,6	220,8
Tagdíjleggel bevétel (milliárd Ft)	20,9	47,5	23,5	38,2	62,3	45,1
Működési költség (milliárd Ft)	1,6	3,2	1,7	2,3	5,4	3,3
Egyéni számlákon jóváírt hozam (milliárd Ft)	8,0	13,7	5,1	4,1	7,3	3,1

III.5. táblázat A magánnyugdíjpénztárak befektetéseinek összetétele

	%		
	2000. jún. 30.	2000. dec. 31.	2001. jún. 30.
Készpénz, számlapénz	0,9	1,1	0,9
Állampapírok, MNB-papírok	81,1	78,0	78,9
Bankbetét, banki papírok	0,4	0,2	0,6
Részvény	12,5	14,0	14,0
Kötvény	1,3	2,0	1,6
Külföldi befektetések	2,8	0,7	0,6
Egyéb (befektetési jegy, stb.)	1,0	4,0	3,4
Összesen	100,0	100,0	100,0

III.6. táblázat Az önkéntes nyugdíjpénztárak befektetéseinek összetétele

	2000. jún. 30.	2000. dec. 31.	2001. jún. 30.
			%
Készpénz és számlapénz	2,3	1,6	0,8
Bankbetét	6,5	2,8	2,1
Állampapírok, MNB-papírok	69,7	69,9	75,8
Részvény	13,5	11,5	10,3
Kötvények	1,1	3,1	3,3
Külföldi befektetések	2,0	1,4	2,2
Egyéb (befektetési jegy, ingatlan stb.)	4,9	9,7	5,5
Összesen	100,0	100,0	100,0

Az önkéntes nyugdíjpénztárak a félév folyamán 23,5 milliárd Ft tagdíjlegű bevételt könyveltek el, ami az előző év azonos időszakához képest 12,4 százalékos növekedést jelent. A félév folyamán a pénztárak 5,2 milliárd Ft befektetési tevékenységből származó nettó bevételt könyveltek el. A működési költségek 1,7 milliárd Ft-ot tettek ki, ami a féléves azonosított tagdíjbevétel 7,5 százaléka.

Az önkéntes nyugdíjpénztárak vagyona fél év alatt 10,1 százalékkal növekedett. Portfólióösszetételükre hasonló megállapítások tehetők, mint a magánnyugdíjpénztárak esetében, azzal a kitételrel, hogy az állampapírok részaránya az önkéntes nyugdíjpénztáraknál nagyobb mértékben emelkedett (*lásd III.6. táblázat*).

Kockázatok

A 10–14% körüli részvényarány ellenére a pénztári befektetések értékére jelentős hatással volt a tőzsdei részvényárfolyamok további esése. Jelentősebb kamatkockázattal kell számolni amiatt, hogy az állampapír-portfóliót nem menedzselik aktívan, s ezért – egyéb tényezők mellett – a befektetési tevékenység nettó bevétele alacsony szintet mutat. A pénztárak esetén a fedezeti tartalék (egyéni számlák összegének) befektetési kockázata közvetlenül a tagoknál jelentkezik, a pénztár fizetőképességét közvetlenül nem befolyásolja.

A működési kockázat a pénztárak esetében viszonylag magas, ami alapvetően a nyilvántartási és informatikai rendszerek hiányosságaiból ered. A pénztárak működése szempontjából elsődleges kockázati tényező a pénztárak, a vagyonkezelők, valamint a letétkezelők közötti háromirányú kapcsolat (pontos adminisztráció és nyilvántartás, valós tartalmú és megfelelő időben történő információáramlás, eljárási rend kidolgozása). Ezen belül is kiemelt figyelmet érdemel a vagyonkezelők kiválasztásának folyamata, különös tekintettel a tevékenységükhöz kapcsolódó kockázatokra és költségekre.

A pénztárak működésének átláthatóságához nagymértékben járul hozzá, hogy az idei évtől az intézményeknek hozzáférhetővé kell tenniük tagjaik számára befektetési politikájukat, 2002. január 1-jétől pedig valamennyi magánnyugdíjpénztárnak naponta kell eszközeit értékelnie, szemben a jelenlegi negyedéves értékeléssel. Ennek következtében azonban a működési költségek további emelkedésére kell számítani.

Továbbra is kockázatot jelentenek az előkészületben lévő jogszabály-módosítások. A pénztárak alapításakor befektetett – általában valamilyen támogatás formájában megjelent – tőke megtérülése és a működési költségek kalkulálása jól előre jelezhető taglétszámadatokon alapult.

A pályakezdők kötelező tagságának eltörlése, illetve a normatív garancia megszüntetése a taglétszám bővülésének csökkenéséhez, esetleg tényleges taglétszám csökkenéshez vezethet, ami – a pénztári működés jelentős fix költsége miatt – várhatóan az egy tagra jutó működési költségek emelkedését fogja okozni. Emellett a tagok megtartása érdekében várhatóan erősödni fog a pénztárak marketingtevékenysége, ami még tovább növeli a működési költséget, azaz azonos tagdíjbefizetések mellett csökkenti a ténylegesen nyugdíjcélú megtakarítások növekedését.

Befektetési vállalkozások

A piac mérete

A Budapesti Értéktőzsde részvényforgalmának 2000 I. negyedéve óta tartó csökkenése folytatódott 2001 első félévében is. Tovább csökkent a kereslet a tőzsdén forgalmazott részvények iránt és meghatározó külföldi és belföldi befektetők vonultak ki a magyar részvénypiacról az elmúlt félévben. A BUX 2001 első félévében mintegy 17%-ot veszített értékéből. A piac további zsugorodása és a piaci lehetőségek szűkülése a befektetési vállalkozásokat tevékenységük racionalizálására, illetve végső megoldásként a piac elhagyására és tevékenységük beszüntetésére kényszerítette.

2001 félévkor mindössze 39 befektetési vállalkozás működött ténylegesen (tevékenységi engedéllyel 2001. félév végén összesen 44 vállalkozás rendelkezett, de 5 cég tevékenységét felfüggesztették) (lásd III. 7. táblázat). A 39 befektetési vállalkozás közül 4 bizományosként, 18 kereskedőként és 17 befektetési társaságként tevékenykedett.

A banki háttérű befektetési vállalkozások közül az első félévben egy vállalkozás részére adta meg a felügyelet az engedélyt az anyabankba történő beolvadásra, de több anyavállalat szándékbejelentése alapján várható, hogy 2001 második félévében a beolvadások üteme erősödni fog.

A kedvezőtlen piaci környezetben egyre kevesebb független cég tud talpon maradni, ezért egy részük a kivonulás mellett dönt, más részük pedig a kivonuló vállalkozások ügyfélállományának felvásárlásával próbál előremenekülni. A tőzsdei forgalom drasztikus csökkenésével erősödő tisztulási és koncentrációs folyamatok hatására konszolidálódik, és a piac méretéhez alkalmazkodik a szektor, amely erősíti stabilitását, hiszen működésüket csak azok tudják folytatni, amelyek a megváltozott körülményekhez rugalmasan képesek alkalmazkodni.

Kockázati szempontból pozitívan értékelhető a befektetési vállalkozások számának aránytoltódása a stabilabb háttérrel rendelkező bankok és biztosítók által tulajdonolt vállalkozások javára, ugyanis ezáltal növekszik a szektor stabilitása és ellenállóképessége. A pénzügyi intézményi háttérű befektetési vállalkozások súlyának növekedése ellenére a számuk folyamatosan csökken. Ugyanakkor működésük megszüntetése nem jelenti magának a tevékenységnek a befejezését, hiszen az univerzális anyabank folytatja a befektetési szolgáltatások nyújtását.

A banki-biztosítói háttérű befektetési vállalkozások összesített mérlegfőösszege 2001. június 30-án 86,4 százaléka volt az összes befektetési vállalkozás mérlegfőösszegének (lásd III. 8. táblázat). A pénzügyi intézményi háttérű befektetési vállalkozások súlyát mutatja az is, hogy a mérlegfőösszeg nagysága szerinti első nyolc vállalkozás banki, illetve biztosító tulajdonosi háttérrel rendelkezik és a teljes mérlegfőösszeg 69%-át adja. A legnagyobb független cég a mérlegfőösszege alapján a 9. helyet foglalja el a rangsorban.

A pénzügyi intézményi háttérű befektetési vállalkozások mérlegfőösszegének csökkenésében kisebb szerepet játszott, hogy a tevékenységét megszüntető két bróker cég ügyfélállományát az anyabankra, illetve más bróker cégre ruházta át. A csökkenésben lényegesebb szerepe volt annak, hogy az anyainté-

III. 7. táblázat A működő befektetési vállalkozások számának alakulása

	1999. dec. 31.	2000. jún. 30.	2000. dec. 31.	2001. jún. 30.
Pénzügyi intézményi háttérű	26	21	20	18
Független	39	34	28	21
Összesen	65	55	48	39

db

III. 8. táblázat A befektetési vállalkozások mérlegfőösszegének alakulása

	Milliárd forint				Index (%)	
	1999. dec. 31.	2000. jún. 30.	2000. dec. 31.	2001. jún. 30.	2001. jún./ 2000. jún.	2001. jún./ 2000. dec.
Pénzügyi intézmények háttérű	123,4	120,6	146,2	133,1	110,3	91,0
Független	38,9	32,9	29,4	21,0	64,0	71,6
Összesen	162,3	153,5	175,6	154,1	100,4	87,8

mények által a jövőben beolvasztandó brókercégek szűkítették tevékenységüket, esetleg már el is kezdték átruházni ügyfélállományukat az anyacég részére.

Tőkeellátottság⁵

A pénzügyi intézményi háttérű befektetési vállalkozások saját tőkéje az év végéhez képest nem változott jelentős mértékben, ugyanakkor a 18 befektetési vállalkozás közül öt saját tőkéje alacsonyabb a jegyzett tőkénél. Az 5 vállalkozás közül két cég anyaintézménye már döntött a beolvasztásról, sőt az egyik esetben már az ügyfélállomány átruházása is megtörtént. A harmadik külföldi háttérű vállalkozás esetében az anyacég a magyarországi befektetési vállalkozási tevékenység külföldi leányvállalatához történő áthelyezését jelentette be. A fennmaradó két befektetési vállalkozás esetén is várható, hogy az anyacégek lépéseket tesznek az összeolvadás érdekében.

A banki-biztosítói háttérű befektetési vállalkozások tőkeellátottsága összességében még mindig kedvező, a saját tőke 76%-kal magasabb, mint a jegyzett tőke. A független társaságok esetén a saját tőke mindössze 19%-kal magasabb a jegyzett tőkénél.

Jövedelmezőség

Az első félévben a szektor jövedelmezősége erőteljesen csökkent. Az adózás előtti eredmény az előző év azonos időszakában kimutatott 4,7 milliárd Ft-nak az egyharmadát sem érte el, mindössze 1,4 milliárd Ft-ot tett ki. Az adózás előtti eredmény a banki-biztosítói háttérű befektetési vállalkozások esetében a szektor egészénél kisebb mértékben csökkent, s az előző év azonos időszakában elért eredmény közel 50%-át tette ki. Az eredmény annak ellenére esett vissza drasztikusan, hogy a befektetési vállalkozások jelentős mértékben csökkentették a működési költségeiket.

A szektorban általánossá vált költségracionalizálás ellenére az elmúlt időszakban tovább romlott a költséghatékonyság. 2001 első félévében a befektetési vállalkozási eredmény 82%-át felémésztették a működési költségek, míg a 2000-ben ez az arány 74% volt. Ebben vélhetően szerepet játszott a kereskedési könyv 2001 áprilisban történt bevezetése miatti IT fejlesztés költsége is. A banki-biztosítói háttérű befektetési vállalkozásoknál a költséghatékonyság csupán kismértékben romlott az első félév folyamán, és lényegesen kedvezőbb, mint a szektor egészében.

Kockázatok

A befektetési vállalkozói szektorban egyrészt egy jelentős mértékű tisztulási folyamat zajlik, amelynek során a megváltozott, kedvezőtlenebb piaci körülményekhez alkalmazkodni nem tudó vállalkozások kénytelenek kivonulni a piacról, teret engedve ez-

⁵ A befektetési vállalkozásoknak 2001. április 1-jétől kereskedési könyvet kell vezetniük, és ez alapján a ténylegesen vállalt kockázatokat figyelembe véve kell tőkét képezniük. A befektetési vállalkozások kereskedési könyveiről azonban még nem áll rendelkezésünkre információ, így a tőkeellátottság elemzése egyelőre nem lehet teljes.

zel a rugalmasan alkalmazkodni tudó tőkeerősebb cégeknek. Ez a folyamat növeli a szektor stabilitását.

A banki-biztosítói tulajdonosi háttérű befektetési vállalkozások esetén a jövedelmezőség csökkenése mindössze öt társaságnál járt összesen 500 millió Ft körüli tőkevesztéssel, amely a csoport 23,5 milliárd Ft-os jegyzett tőkéjéhez viszonyítva elhanyagolható mértékű veszteséget jelent. Az elszenvedett veszteségek nem veszélyeztetik sem az anyavállalatok pénzügyi helyzetének, sem a szektor egészének stabilitását.

A független vállalkozások jövedelmezősége a forgalom csökkenésével drasztikusan csökkent, s tőkeakkumulációs képességük jelentős mértékben meggyengült. A felhalmozott veszteségek miatt várható, hogy több vállalkozás esetén is a tulajdonosok a tevékenység megszüntetése mellett döntenek. A pénzügyi közvetítő rendszer egészének kockázati kitettségét azonban méretüknél fogva nem képesek befolyásolni.

IV. Tanulmányok

Valentinyiné Endrész Marianna:

Stresszteszt

A Stabilitási Jelentés második számában jelentek meg először a stresszteszt eredményei, melyek célja az volt, hogy szélsőséges piaci és hitelesemények hatását számszerűsítse a hazai bankok portfóliójának értékére. Az ott részletesen bemutatott módszertant követve ismét elvégeztük a számításokat, ezúttal 2000. december végi adatokon. Az elemzés ezúttal is a bankok teljes körére terjed ki, továbbra se foglalja magában a nem banki pénzügyi közvetítőket. (Ennek különösen a piaci kockázatok esetében lehet jelentősége.) Az egyes piaci és hitelesokkok hatásának számszerűsítésekor az első tanulmányban bemutatott módszereket követtük.¹ Emlékeztetőül, a kamatváltozás hatását duration mutatók segítségével, a hitelesokkok hatását pedig a nem teljesítő hitelek változásával, illetve az általuk támasztott céltartalék mennyiségével becsüljük. Az így megadott veszteségek nagyságát mindig az alapvető tőkére vetítjük, hiszen arra vagyunk kíváncsiak, hogy elegendő-e a rendelkezésre álló tőke a veszteségek fedezésére.

Az első vizsgálódás célja az volt, hogy egyedi adatokon reprodukálja az FSAP (Financial Sector Assessment Program) keretében elvégzett teszteket. Az eredmények alátámasztották azt a várakozást, hogy az IMF és Világbank szakértői által végzett banksoportos elemzés szélsőséges egyedi eseteket fed el. Az FSAP banksoportos számításai kisebb veszteséget eredményeztek, mint az általunk, egyedi adatok aggregálásával kapott értékek.

Ezúttal elsősorban a forgatókönyv-választást szeretnénk tovább finomítani. A historikus scenáriók mellett számos hipotetikus scenáriót is megvizsgálunk, továbbá érzékenységvizsgálatot is végzünk az egyes piaci kockázati tényezőkre. Míg korábban csak egyirányú változásokat vizsgáltunk (piaci kamatok növekedése, a hazai valuta leértékelődése), ezúttal az ellentétes irányú változások hatását is számszerűsítjük. Természetesen nem kérdőjelezzük

meg azt, hogy a sokkok általában a fenti eseményeket tartarják (ritkábban szoktak a kamatlábak hirtelen több százalékkal csökkenni, vagy a valuták jelentősen felértékelődni).² Ugyanakkor elképzelhető, hogy olyan a banki portfóliók összetétele, hogy azok éppen az imént említett változásokra reagálnak érzékenyen. Mindenesetre alapos mérlegelést igényel annak eldöntése, hogy mekkora sokkok (milyen mértékű piaci kamatlábcsökkenés, illetve forintfelértékelődés) lehetségesek és relevánsak a magyar gazdaság esetében.

A forgatókönyvek bővülésén túl egy ponton lényegesen változik az alkalmazott módszertan is. Az FSAP – és az általunk végzett első tesztek – egy hipotetikus portfóliót tételeztek fel, melyben a „kötvényekre” csak piaci kockázatot, a hitelekre viszont csak hitelkockázatot számoltak. Ez most annyiban módosul, hogy a kamatkockázat számításánál bennmarad a hitelek állománya, vagyis azokra hitel- és piaci kockázatot is számolunk. Ez a teljes kockázatok felülbecslését eredményezi, viszont megbízhatóbb képet ad a piaci kockázatokról – a hitelek kivétele ugyanis a kamatkockázat alábecsléséhez vezet. Elvileg mindkét megközelítés mellett szólnak érvek. Amíg a piaci és a hitelkockázat független eseménynek tekinthető, addig elfogadható a fenti duplikáció (vagyis hogy a hitelekre kamat és hitelkockázatot is számolunk). Válság idején azonban a két kockázattípus erősen korreláltnak válhat. Ez ellene szól a fenti módszertani változtatásnak. Mellette szól viszont az, hogy a kamatsokk okozta veszteségek gyorsabban realizálódnak, mint a piaci sokkot követő hitelminőség romlás hatásai, valamint az, hogy pontosabb becslést kapunk a piaci kockázat mértékére.

Mint azt a korábbi elemzés zárszámbában hangsúlyoztuk, a számított veszteségek abszolút nagysága helyett figyelmünket elsősorban a változások irányára és a veszteségek koncentráltságának alakulására irányítjuk. Ezért fontos, hogy az egymást követő elemzések összehasonlíthatók legyenek. A két elemzés (1999-es és 2000-es) eredményeit csak a bankrendszer egészére és csak az azonos scenáriókra tudjuk összehasonlítani. Ez gyakorlatilag azt jelenti, hogy bizonyos számításokat újra kell futtatni az 1999-es adatokra, az új forgatókönyveket és a fenti módszertani változást alkalmazva, valamint kizárva a megszűnt bankokat. A banksoportos bontás eredményei azért nem összevethetők, mert a bankok dinamikus növekedése és javuló jövedelmezősége jelentősen ártrendezte a korábban alkalmazott csoportokat. A korrelált stresszteszt eredményeit

¹ Ezért itt módszertani kérdésekre csak akkor és annyiban térünk ki, amennyiben az nélkülözhetetlen a megértéshez.

² Épp a közelmúlt eseményei szolgáltatnak erre példát. A forint jelentős sávszélesítése rövid időn belül 10% körüli felértékelődéshez vezetett. Jelentékeny kamatlábcsökkentésre pedig az Amerikai Egyesült Államokat ért terrortámadást követő intézkedéseket említhetjük.

ményeinek összevetését pedig a szimuláció alapját képező korrelációs struktúrák eltérései nehezítik.

A hitelkockázat makrováltozókkal történő modellezésében még nem sikerült megnyugtató eredményt elérni, ezért a korrelált teszteket csak a piaci kockázatokra végezzük el, a hitelkockázatra nem.

Adatok, forgatókönyvek

A piaci kockázatra vonatkozó számításokat a bankok hátralévő *lejárat*, illetve első átárazás szerint bontott portfólióadatain végezzük el (lásd 1.1. táblázat). A következő táblázat külön-külön adja meg a deviza és a forint portfólió összetételét (az egyes kategóriákban a mérleg- és a mérlegen kívüli *nettó* tételek szerepelnek).

A hitelsokkok hatásának becsléséhez pedig a bankok által *minősített* portfólióadatokat használjuk fel. A nem teljesítő hitelek (NPL) részarányán túl a táblázat mindazokat az egyéb adatokat is tartalmazza, melyeket felhasználunk az egyes forgatókönyvek meghatározásához. Nem teljesítő hitelek a rossz és kétes minősítésű követelések. A kockázatmentes eszközök pedig a bankok kormányzattal és jegybankkal szembeni követeléseit takarják (lásd 1.2. táblázat).

A táblázatokban feltüntetjük az 1999. végi állapotokat is, ezekre az eredmények értékelésekor fogunk támaszkodni.

A nettó jelenértékek számításához szükséges *diszkont-tényezőket* a hazai és a német benchmark hozamgörbe megfelelő pontjainak 2000. decemberi átlagos értéke alapján határozzuk meg. A feltételezett duration értékekre pedig a BIS-ajánlásokat használjuk (lásd 1.3. táblázat).

A piaci kockázat esetében két *historikus scenárió*t adunk meg, ahol az egyes kockázati tényezők múltban megfigyelt legnagyobb változása adja az egyes sokkokat. Az így kapott forgatókönyveket tartalmazza az 1.4. táblázat.

Ezeket a számításokat újravégzük az 1999-es adatokra is, hogy a szélsőséges események hatásának időbeni alakulását is megvizsgálhassuk.

1.1. táblázat A bankok kamatérzékeny portfóliója, hátralévő lejárat, illetve átárazási idő szerinti bontásban (2000. december 31.)

	Millió Ft				
	0–30 nap	30–90 nap	90 nap–1 év	1–2 év	2 év felett
Forint, 1999	–1,021,514	289,729	418,089	97,531	108,348
Forint, 2000	–615,703	383,308	196,822	64,606	189,375
Változás	60.3%	132.3%	47.1%	66.2%	174.8%
Deviza, 1999	–314,096	29,108	39,410	89,673	130,452
Deviza, 2000	–175,333	105,860	8,675	100,890	49,375
Változás	55.8%	363.7%	22.0%	112.5%	37.8%

1.2. táblázat A követelésporfólió néhány jellemzője

	NPL részaránya (%)	Kockázatmentes eszközök (%)	NPL szórása (millió Ft)	
			1994–2000	1995–2000
1999	2.74%	21.10%	70,243	52,433
2000	1.89%	18.20%	60,349	47,438

1.3. táblázat Diszkont- és duration tényezők

	0–30 nap	31–90 nap	91–365 nap	1–2 év	>2 év
Diszkonttényező					
Belföldi eszközök	0,9908	0,9727	0,8968	0,8108	0,7391
Külföldi eszközök	0,996	0,988	0,9543	0,9131	0,8726
Duration:	0	0.2	0.55	1.25	2.5

1.4. táblázat Historikus scenáriók a kockázati tényezők (1 hónap alatt bekövetkezett) maximális változása alapján

	Scenárió 1.	Scenárió 2.	Időszak
Belföldi kamatláb			
1 hónapos bankközi (napi)	5,60%		1993. jan.–2000. dec.
3 hónapos DKJ (havi átlag)		5.0%	1992. jan.–2000. dec.
Külföldi kamatláb			
1m DM LIBOR (napi)	1,88%		1990. okt.–2000. dec.
3m DM LIBOR (havi átlag)		0.65%	1990. jan.–2000. dec.
Árfolyam			
Ft/DM (napi)	16,7%		1995. jan.–2000. dec.
Ft/DM (havi átlag)		12.0%	1990. jan.–2000. dec.

Ezen kívül *hipotetikus scenáriókra* is végzünk számításokat, a következő intervallumokon belül:

- árfolyam: [–30, 50],
- belföldi kamatláb: [–10, 40],
- külföldi kamatláb: [–4, 5].

Az árfolyamnál százalékos, a kamatlábaknál pedig százalékpontos változásról van szó.

A piaci kamatok változásánál az alsó értéket a kamatok jelenlegi szintje korlátozza. Tisztában vagyunk vele, hogy ezek az alsó értékek irreálisak (nem valószínű ugyanis, hogy pl. a külföldi kamatok 1–2 százaléknál többet essenek rövid időn belül). Így azonban szemléletesebben mutatható meg a különbség a kamatcsökkenés, illetve növekedés hatása között.³ A felső értékeket az Osztrák Nemzeti Bank számításai⁴ alapján adtuk meg. A hivatkozott tanulmány eltérő időszakokra (ezek között szerepel például az 1987. január és 1998. december közötti intervallum) és többféle módszer alapján határozza meg néhány ország kockázatmentes kamatainak legnagyobb változását. A fejlettségi országok tapasztalatai alapján adtuk meg a külföldi, a feltörekvő országoké alapján pedig a belföldi kamatváltozás felső értékét.

A kamatcsökkenés legvalószínűbb esete az, amikor az infláció csökkenésével a kamatlábak is esnek. Ugyan ez sokkal inkább egy sikeres stabilizációnak, mint válságnak a jele – s ezért valószínűleg beépül a várakozásokba, s a bankok ehhez igazítják portfóliójukat –, mégis előfordulhat, hogy jelentős veszteséget okoz a bankok számára.⁵ Kamatok csökkenhetnek abban az esetben is, ha a jegy-

³ Ugyanez az érvelés áll az árfolyam esetében is.

⁴ Oesterreichische Nationalbank: Stress Testing, in Guidelines on Market Risk, Volume 5, www.oenb.at.

⁵ A bankok tudatosan alakíthatják kamatkockázati kitettségüket, ennek azonban vannak korlátai (pl. a derivatívák piacának fejlettsége) és költségei.

bank valamilyen katasztrófa (mint az Egyesült Államokat ért terrortámadás) miatti bizalomvesztés hatásait igyekszik ellensúlyozni. Ebben az esetben persze kérdéses, hogy a piaci kamatok mennyiben követik az irányadó kamatlábat.

A belföldi valuta elképzelhető leértékelődésének felső korlátját szintén a már említett tanulmány számításai alapján adtuk meg. Jelentős felértékelődésre kerülhet sor, amikor például egy jegybank megváltoztatja az árfolyamrezsimit vagy jelentős liberalizációs lépésekre kerül sor. Magyarországon a sávzsűlésítést követően csaknem 10%-kal értékelődött fel a forint.⁶ Ehhez hasonló egyszeri esemény a közeljövőben nem várható. Szintén a közelmúlt eseményei szolgáltatnak azonban más jellegű, könnyebben megismétlődő példát is a felértékelődésre. A feltörekvő piacokkal szembeni (legutóbb az argentin válság miatt bekövetkezett) bizalomvesztés Magyarországot is érzékenyen érinti, még akkor is, ha a gazdasági fundamentumok erősek. A tőke kivonást követő leértékelődés azonban visszajára fordulhat a bizalom helyreállítását követően.

A *hitelkockázat* esetében négy hitelesemény hatását vizsgáljuk. Először megnézzük, milyen hatással járna az eszközportfólió átrendeződése, ha a kockázatmentes kormányzati és jegybanki eszközök állománya felére csökkenne, és egyidejűleg ugyanennyivel nőne a hitelállomány nagysága, mégpedig úgy, hogy a portfólió megoszlása teljesítő és nem teljesítő követelésekre változatlan maradjon. Ezt a hipotetikus forgatókönyvet már az előző elemzés során is használtuk, s az azóta eltelt időszakban ehhez hasonló folyamatok indultak el. A kormányzati és jegybanki eszközök részarányának csökkenésével egy időben jelentősen nőtt a lakossági és vállalati hitelek portfólióján belüli részaránya.

A második és harmadik scenáriónál feltesszük, hogy, a teljes minősítendő követelésállomány változatlansága mellett, a nem teljesítő követelések állománya kétszörösen nő. A szórás értékére két becslést adunk, az első az 1994–2000, a második az 1995–2000 közötti portfólió minősítések adatai alapján. Az első becslés nagyobb értéket ad, hiszen ez még tartalmazza a konszolidáció előtti rossz portfóliókat is.⁷

Végül negyedik esetként megvizsgáljuk, hogy mekkora céltartalékolási igényt támasztana a nem teljesítő hitelek állományának megduplázódása.

⁶ A nyitott pozíciók alakulásából egyébként látható, hogy a bankok is erős felértékelődést vártak.

⁷ Ez a három scenárió megegyezik a első stressztesztnél vizsgáltakal.

⁸ Az aggregálás során csak a veszteségeket vesszük figyelembe. Ezért ugyan egyedi bankokra a forex veszteség definíció szerűen megegyezik a kamat- és az árfolyamváltozás okozta veszteség összegével, az aggregált forex veszteség kisebb lehet a kamat- és az árfolyamváltozás okozta aggregált veszteség összegénél.

⁹ A nyitott pozíció meghatározás bruttó elvű, mi viszont a nettó deviza pozíciókra számoljuk az árfolyamváltozás hatását. A kettő nem feltétlenül mozog egy irányban, de az előbbi növekedése Magyarországon általában a deviza rövid pozíciók növekedésével jár együtt.

Az eredmények értékelése

Piaci kockázat

Historikus scenáriók

A nem korrelált stresszteszt eredményei szerint – a *historikus* forgatókönyvek mellett – a *belföldi kamatnövekedés* okozta veszteség gyakorlatilag nem változott 1999 óta. Ez a bankrendszer alapvető tőkéjének mindössze 5,3, illetve 4,7%-át teszi ki. A jelentkező veszteség koncentrátsága azonban, ami az összes vizsgált kockázat közül itt a legnagyobb, még nőtt is az egy évvel korábbihoz képest. Ennek alapvető oka a legnagyobb veszteséget elszenvedő bank részarányának további növekedése, 29%-ról 39%-ra. (Lásd 1.5. táblázat.)

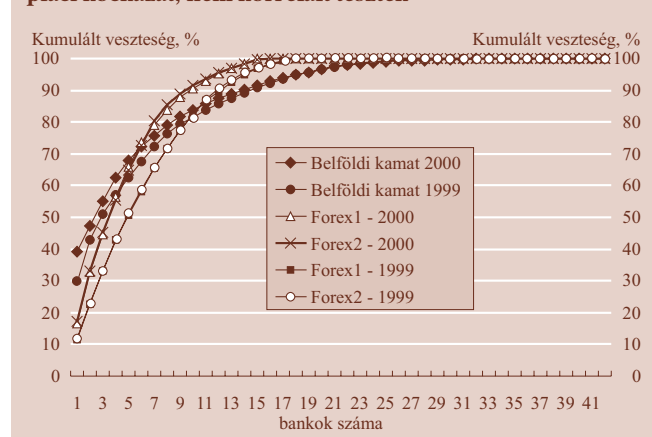
A *külföldi kamatnövekedés* és a belföldi valuta egyidejű leértékelődése az 1999. évinél is kisebb hatású lenne, az okozott veszteség a bankrendszer alapvető tőkéjének 1,5, illetve 2,3%-át tenné ki. A veszteségek elsődleges forrása az árfolyam változása, a kamatváltozás hatása gyakorlatilag elhanyagolható.⁸ A veszteségek koncentrátsága viszont jelentősen nőtt az egy évvel korábbihoz képest (lásd 1.1. ábra).

Ehhez az értékeléshez hozzá kell tennünk, hogy az év végére a bankok nagymértékben zárták forex nyitott pozícióikat. Ezért az árfolyamsokk feltételezett hatása – évközi adatokkal kalkulálva – valószínűleg jóval meghaladná az év végi pillanatfelvétel alapján számoltat.⁹

1.5. táblázat Piaci sokkok okozta veszteség (az alapvető tőke százalékában) – nem korrelált stresszteszt

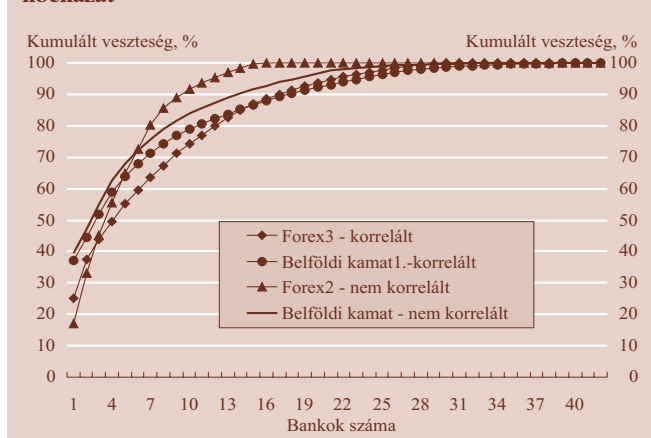
		2000	1999
Belföldi kamat	scenárió1	-5.3	-6.4
	scenárió2	-4.7	-5.7
Forex	scenárió1	-2.3	-4.6
	scenárió2	-1.5	-2.9
Külföldi kamat	scenárió1	-0.8	-1.5
	scenárió2	-0.3	-0.5
Árfolyam	scenárió1	-1.8	-3.2
	scenárió2	-1.3	-2.4

1.1. ábra Veszteségek koncentrátsága 1999 és 2000 végén, piaci kockázat, nem korrelált tesztek



1.6. táblázat Piaci kockázat (1 percentile, az alapvető tőke százalékában) – korrelált stresszteszt

	Belföldi kamatláb	Külföldi kamat és árfolyam
Szenárió1	-1,9	-1,4
Szenárió2	-1,2	-1,0
Szenárió3	-3,1	-2,7

1.2. ábra Veszteségek koncentrátsága 2000 végén – piaci kockázat

Az egyedi bankok adatait elemezve megállapítható, hogy a piaci sokkok az egyes bankok szintjén sem okoznának jelentékeny veszteséget. 1999-hez képest jelentősen (kettőre) csökkent azoknak a bankoknak a száma, melyek 30–50% közötti értékvesztést szenvednének el.

A piaci kockázatra *korrelált stressztesztet* is végeztünk, az előző tanulmányban részletesen ismertetett módszert követve. Monte Carlo szimulációval 10 000 innovációt generálunk az egyes piaci kockázati tényezőkre, adott kovarianciastruktúrák mellett. Három becslést adunk a szimuláció alapját képező kovarianciamátrixokra. Az első kettőnél az 1998–2000, illetve 1994–2000 közötti idősorok alapján becsljük a szórásokat és korrelációs együtthatókat. A harmadik esetben bizonyos időintervallumok alatt megfigyelt szórások és korrelációk közül a legnagyobbat választjuk ki. Ezek közül a „forgatókönyvek” közül gyakorlatilag csak a harmadik az, amelyik „szélsőséges eseménynek” tekinthető, hiszen az első kettő historikus becslésen alapszik. A harmadik viszont szélsőséges variancia- és korrelációs értékekre épül. Ezt tükrözik az eredmények is: a számított (1%-os) VAR típusú értékek a harmadik Szenárió esetében a legmagasabbak. Ha az így kapott veszteségeket – a VAR alapján kalkulált tőkemegfelelési mutatók esetén használandó szorzók analógiájára – hárommal szorozzuk, a veszteségek nagyságrendje nagyjából megegyezik a nem korrelált tesztekhez kapottakkal. A harmadik esetben meghaladja azokat (lásd 1.6. táblázat.).

A korrelált veszteség mindkét kockázattípusra – belföldi kamat és forex – alacsonyabb koncentrátságot mutatnak, mint a nem korrelált tesztek esetében. Az 1.2. ábra nem az összes, csak a legnagyobb koncentrátságot eredményező forgatókönyveket tartalmazza.

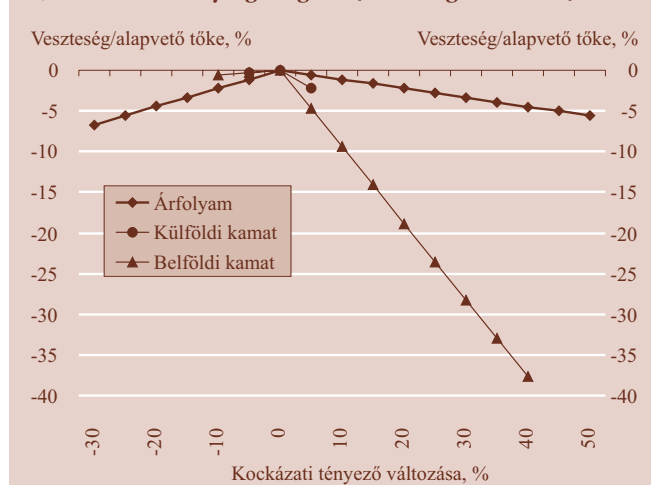
Érzékenységvizsgálat és hipotetikus Szenáriók

Az egyes piaci kockázati tényezőkre érzékenységvizsgálatot is végeztünk. Egyrészt az érdekel bennünket, hogy vajon milyen hatása lenne a kamatok és az árfolyam kevésbé válsághoz kötődő, „fordított” irányú változásának. Vagyis a kamatok csökkenésének és a hazai valuta felértékelődésének. Másrészt arra is kíváncsiak vagyunk, hogy melyik piaci kockázati tényező változása okoz nagyobb veszteséget, és mi e veszteségek valószínű korlátja.

Mint az 1.3. ábrából látható, a kockázati tényezők eddig nem vizsgált, negatív irányú változása csak az árfolyam esetében okozna jelentékeny veszteséget. Sőt, itt a veszteség meghaladná az azonos nagyságú, de pozitív előjelű sokk okozta veszteség nagyságát. A reálisan elképzelhető negatív irányú változások azonban sokkal kisebb mértékűek a pozitív irányú változásoknál.¹⁰ Kisebbségek annál is, ami az ábrán fel van tüntetve, ezért a veszteségek korlátozottak, a jelenlegi portfóliók mellett nagyjából a –5%-os sávon belül maradnak. Potenciálisan nagy veszteség a kamatok megugrásából és a valuta leértékelődéséből származhat. Ennek ellenére érdemes a negatív változások hatását is becsülni, hiszen a kép módosulhat a banki portfóliók összetételének változásával.

Az ábra jobb felére összpontosítva figyelmünket látható, hogy a veszteség a belföldi kamatlábváltozásokra reagál legérzékenyebben. A külföldi kamatok változásának – mely egyébként is jóval kisebb mértékű lehet a jóval alacsonyabb kamatszint miatt – hatása viszont elhanyagolható.

Az eddigi elemzés során mindig csak a veszteségeket összegeztük, mert ezt tartjuk elsődlegesen relevánsnak a rendszerkockázatok szempontjából. Az 1.4. ábra azonban a változások nettó hatását tükrözi, vagyis a bankok által elszenvedett veszteségek és nyereségek egyenlegét. A nettó hatás elemzése is gazdagíthatja az eredmények értékelését. Ha pl. két sokk ugyanakkora aggregált vesztesé-

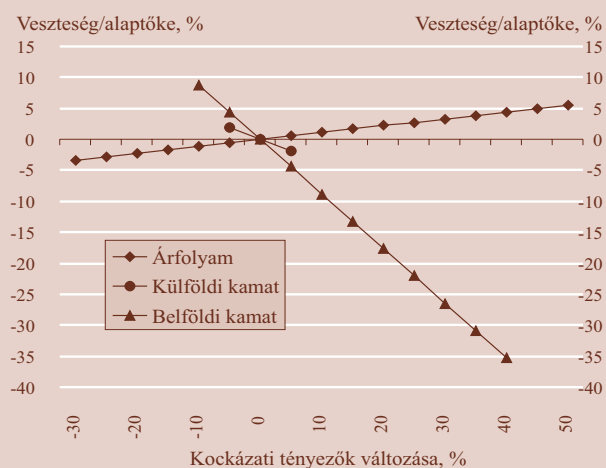
1.3. ábra Érzékenységvizsgálat (2000. végi adatokon)

¹⁰ Bekövetkezésük valószínűsége is kisebb.

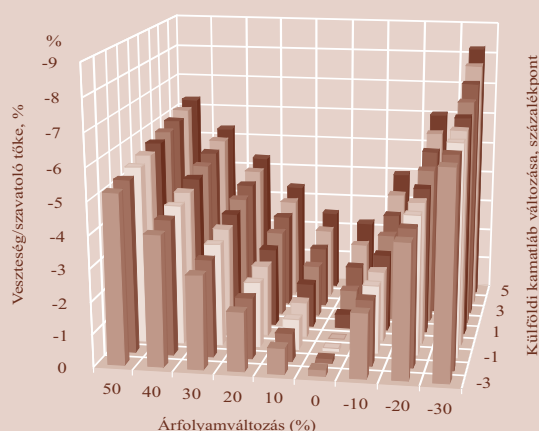
get okoz, de az egyik nettó hatása pozitív (ez a helyzet a kamatok csökkenésekor és a valuta leértékelődésekor), a másiké negatív, akkor az előző esetben kedvezőbb a kockázatok megítélése. Azért, mert bizonyos bankok nagy veszteségével szemben, más bankok nagy nyeresége áll, ezért kisebb a fertőzés veszélye.

A fenti érzékenységvizsgálatnál valóságosabb képet ad, ha a külföldi kamatok és az árfolyamváltozás együttes hatását vizsgáljuk (lásd 1.5. ábra). Két megállapítás tehető az 1.5. ábra alapján. Egyrészt, ez is megerősíti, hogy a valuta felértékelődése – függetlenül a kamatok alakulásától – nagyobb veszteséget okoz, mint a leértékelés. Másrészt, míg az érzékenységvizsgálatnál a veszteség annál nagyobb, minél nagyobb a kamat vagy árfolyam (akár pozitív, akár negatív) változásának abszolút nagysága, ez itt csak az árfolyamra áll. A kamatlábnál ugyanis (adott árfolyamváltozást feltételezve) a kamatok növekedése növeli, csökkenése viszont csökkenti az együttes forex veszteség. A veszteség azonban még a legrosszabb – kis valószínűséggel bekövetkező – forgatókönyv mellett sem haladja meg a 9%-ot. Ami megerősíti a historikus tesztek eredményét, vagyis alacsony forex kockázatokról tanúskodik.

1.4. ábra Érzékenységvizsgálat (nyereség és veszteség)



1.5. ábra Forex kockázatok – hipotetikus scenáriók (2000 végén)



Hitelkockázat

A piaci sokkok okozta veszteségek elhanyagolhatóak, jóval nagyobb veszteséget okozna a banki hitelfortfóliók minőségének romlása. A legnagyobb veszteséget adó 2. scenárió (a NPL kétszörösényi növekedése) a bankrendszer alapvető tőkéjének 30%-át vinné el. Öt bank vesztesége meghaladná alapvető tőkéjét. Ezek együttesen a teljes veszteség 72%-át adják, ami a bankrendszer alapvető tőkéjének 22%-át teszi ki. E körbe egyébként ugyanazok a bankok tartoznak, mint 1999-ben, azzal a különbséggel, hogy azóta az 5, akkor veszteséges bankból három nyereségesé vált (lásd 1.7. táblázat).

1.7. táblázat Hitelsokkok okozta veszteség (az alapvető tőke százalékában) – nem korrelált stresszteszt

	Szenárió1	Szenárió2	Szenárió3	Szenárió4
2000	6.0	29.6	24.5	17.0
1999	10.8	41.9	33.6	27.7
1999*	10.8	39.3	32.5	27.7

* A 2000-ben számolt szórásokkal.

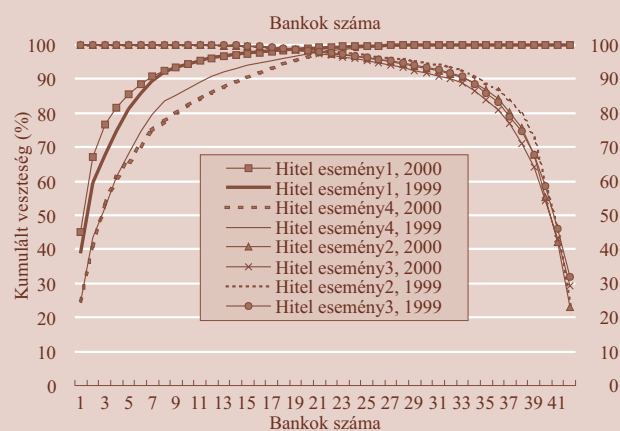
A számított veszteségek jelentős csökkenést mutatnak 1999-hez képest. Ezt elsősorban az alapvető tőke jelentős (egy év alatt 30%-os) növekedésének tudhatjuk be.

Az első forgatókönyvnél a csökkenéshez hozzájárult a kockázatmentes befektetések csökkenése (21,1%-ról 18,2%-ra) és a portfólió összetételének javulása is (a NPL részarányának 2,7%-ról 1,9%-ra).

A második és harmadik scenárió, az NPL kétszörösényi növekedése, is jóval kisebb veszteségeket okoz 2000-ben. A különbség akkor is jelentős a két év számításai között, ha figyelembe vesszük, hogy a forgatókönyv definiálásához használt szórások csökkentek (lásd a táblázat utolsó két sora, valamint 1.6. ábra).

A veszteségek koncentráltasága nem változott lényegesen. Kivételt ez alól az első scenárió képez, ahol a koncentráció növekedése a kockázatmentes befektetések koncentrációjának növekedésével függ össze. A magas koncentráció a bankrendszer szintjén kis veszteségek esetében is figyelmeztető jel – ez az eset áll a piaci kockázatok-

1.6. ábra Veszteségek koncentráltasága, hitelkockázat, nem korrelált tesztek



ra. Miután itt jóval nagyobb veszteségekről van szó, mint a piaci kockázatok esetében, ezért a magas koncentráció jelentősen rontja a hitelsokkok hatásának megítélését.

Zárszó

A 2000. végi adatokon végzett elemzések megerősítik a korábbi elemzésben tett megállapításainkat. Továbbra is nagyon alacsony a piaci sokkok potenciális hatása. Nemcsak a korábban is vizsgált historikus, de az annál szélsőségesebb hipotetikus scenáriók mellett is igaz ez az állítás. A bankok adott portfóliója mellett a belföldi kamatnövekedés jelenti a potenciálisan legnagyobb veszteségforrást. Ez részben abból következik, hogy a veszteségek legérzékenyebben a belföldi kamatok növekedésére reagálnának. Másrészt a belföldi kamatok változásának intervalluma is sokkal szélesebb, mint a külföldi kamatoké. Ugyanakkor

az adott makrogazdasági környezetben kicsi a valószínűsége egy ilyen forgatókönyv megvalósulásának.

A külföldi kamat- és az árfolyam változása még egészen szélsőséges forgatókönyvek mellett is csak jelentéktelen veszteséget okozna a bankrendszer számára. Az árfolyam sokkoknak való kitettség pontosabb megítéléséhez azonban szükség lenne a bankcsoportok konszolidált adatainak az elemzésére.

A szélsőséges hitelsokkok okozhatnak jelentős veszteséget a hazai bankrendszerben. Ezek bekövetkezésének valószínűségét azonban csökkenti a hazai vállalatok alacsony eladósodottsága. A hatásokat pedig az anyabankok tőkeereje és elkötelezettsége tompíthatja.

Az 1999-es adatokon végzett tesztek eredményeihez képest minden kockázati kategóriában csökkent a kitettség, legnagyobb mértékben a hitelkockázat esetében. Ugyanakkor a veszteségek koncentráltsága vagy tovább nőtt vagy változatlan maradt.

Morvayné Aradi Anna:

Likviditáskezelés a VIBER-ben

A fizetési rendszer akkor működik kielégítően, ha létezéséről szinte tudomást sem kell venni. Tapasztalat szerint ritkán fordulnak elő súlyos zavarok a fizetési rendszerekben. A kevés számú, elsősorban külföldi rossz tapasztalat azonban arra int, hogy a fizetési rendszerek – amelyek bankok közötti készpénz nélküli fizetések lebonyolítását teszik lehetővé – a pénzügyi stabilitást komolyan veszélyeztető válságok közvetítő közegévé válhatnak.

Ez a veszély a nyolcvanas évek második felétől vált a jegybankok számára nyilvánvalóvá, és kezdődött meg az a fejlődés, aminek következtében a valós idejű bruttó elszámolási rendszerek világszerte elterjedtek. A nettó elszámolási rendszereket felváltó valós idejű bruttó fizetési rendszerek tagjaikkal szemben a napi likviditáskezelés területén magasabb követelményeket állítottak (a benyújtott fizetési megbízás csak elégséges fedezet esetén teljesül), mint a nettó rendszerek (ahol a likviditásról a nap végéig kell gondoskodni).

Magyarországon is éreztették hatásukat a változások, de nálunk más volt a kiindulópont, ezért némileg más utat jártunk be. A kilencvenes évek elején nem létezett egységes fizetési rendszer, az MNB számlavezetésén alapuló megoldás egyes bankok számára nettósítást jelentett 2 nappal későbbi kiegyenlítéssel (ahol az utólag megjelenő likviditás hiányt az MNB-hitel hidalta át), más bankok számára olyan bruttó rendszerként működött, ahol megynként kellett folyamatosan likvidnek lenniük, ráadásul a kötelező tartalék összegét sem használhatták fel a teljesítéshez. Ebben az időszakban folyamatban volt az úgynevezett "Gironet" projekt, ami egy limitekkel nem védett, valós idejű nettó elszámolási rendszer lett volna. Ebben az időszakban ugyanakkor egyre több bank helyzete rendült meg, ráadásul egyes bankokban komoly pénzügyi visszaélések is történtek. A bankcsődök a ténylegesnél is súlyosabb következményeket vontak volna maguk után, ha a bankközi zsrórendszer már akkor működik. Ekkor vált világossá a Gironet terv tarthatatlansága, hiszen egy ilyen rendszer a megváltozott környezetben csak a jegybank nyílt, vagy hallgatólagos garanciájával lett volna működőképes. A Gironet projektet azért állították le, mert a rendszer nem volt átalakítható a megváltozott követelményeknek megfelelően.

Az 1994-től a hajnali órákban működő Bankközi Zsrórendszer (mai nevén Bankközi Klíringrendszer – BKR), valamint a délelőtti papíralapú MNB-számlavezetés együttese megoldást jelentett a hitelkockázat szempontjából, de nem járt együtt a likviditási kockázat hatékony korlátozásával. A kereskedelmi bankokra rótt meglehetősen magas tartalékolási kötelezettséggel a monetáris politika gondoskodott a likviditási kockázat kiszűréséről. A szűk sávcsúszó árfolyamrendszer és a rövidlejáratú nemzetközi tőkeáramlás adminisztratív korlátozása stabil, kiszámítható

pénzügyi piacokat eredményezett, ahol a bankközi fizetési forgalom is egy állandó, viszonylag alacsony szinten stabilizálódott.

A VIBER kialakításával az MNB nem csak és nem elsősorban a számlavezetési szolgáltatása korszerűsítését kívánta elérni, hanem legfőképpen az a felismerés vezette, hogy a likviditási kockázat csökkentése is szükséges, mert a viszonylag magas kötelező tartalékszint és a viszonylag alacsony forgalom együttes fennállása nem tart örökké. A likviditási kockázat csökkentésének feltétele, hogy a rendszer résztvevői megfelelően informáltak legyenek aktuális pozíciójukról, és képesek legyenek nap közben is kézben tartani likviditási helyzetüket annak érdekében, hogy fizetési kötelezettségeiknek maradéktalanul eleget tegyenek, és emellett a napot kívánatos likviditási pozícióval zárják le.

A pénzforgalom zavartalanságát a fizetési rendszer felépítésén, szabályozottságán túl a rendszer tagjainak ésszerű viselkedése, a szabályok betartásának fegyelme, illetve a rendszer lehetőségeinek kihasználása biztosítja. A VIBER lehetővé teszi a tagok számára a valós idejű tájékozódást a fizetési forgalommal, a pillanatnyi likviditásukkal és a várható megbízásokkal kapcsolatban, lehetőséget ad a már beadott tételek és a likviditási pozíció módosítására. A központi sorkezelő rendszer és a körbetartozást automatikusan lebontó algoritmus a forgalom menedzselését segíti. A bankok érdeke részben a szükséglethez képest minél kisebb számlapénz állomány tartása, melyet össze kell hangozni a minenkori fizetőképességgel (minél kevesebb sorban állás) szükségével.

A VIBER első próbatétele

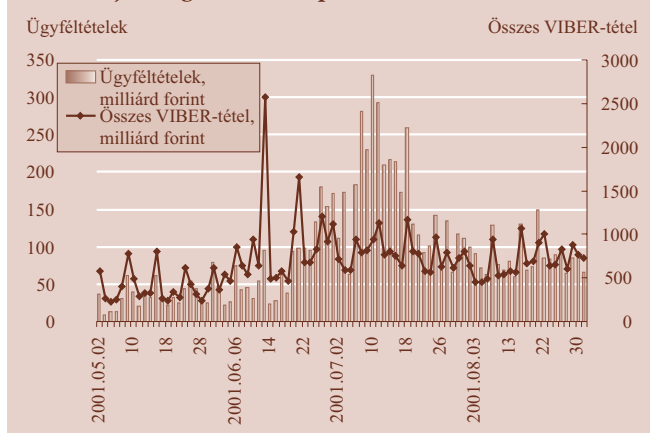
A VIBER 1999-ben történő elindulására kedvező likviditási helyzetben került sor. A rendszer tagjai nem kényserültek a napközbeni likviditáskezelési gyakorlatuk azonnali lényeges átalakítására. Az ügyfélátutalások kötelező jellegű bevezetése 2000. július 1-jétől enyhe változást hozott, a bankoknak ettől kezdve oda kellett figyelniük, hogy ügyfeleik megbízásait a rendszerben 2 órán belül teljesítsék.

Az igazi változásra azonban 2001-ben került sor. A kötelező tartalékszint csökkenését, a forint árfolyamsávjának kiszélesítését és a devizaforgalom liberalizálását követően a fizetési rendszer forgalmának korábbi sémája megváltozott. A bankoknál ugrásszerűen megnőtt a náluk fizetést kezdeményező külföldi bank ügyfelek forgalma, melyek nagy egyedi értékű megbízások voltak.

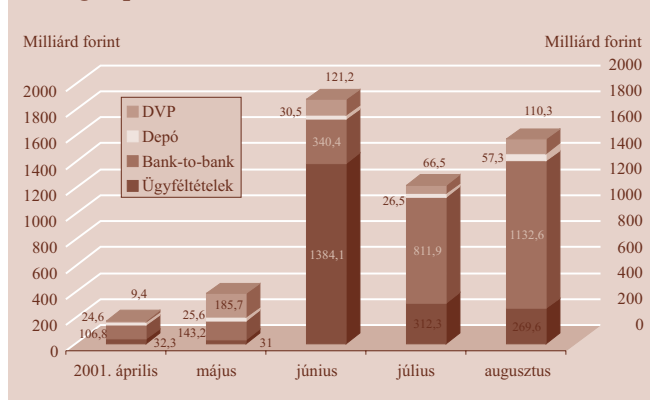
A 2.1. ábra a forgalom a május–augusztus hónapokban bekövetkezett növekedését mutatja.

A grafikon egyszerre mutatja az ügyfélátutalások és az összes forgalom alakulását. (Mivel a két adat között nagyságrendi különbség áll fenn a grafikon jobb és baloldalának skálabeosztása eltérő.) Jól látható, hogy június utolsó hetében állandósult a magas forgalom. Ezen a héten az ügyfelek által kezdeményezett átutalások összege folyamatosan meghaladta a 90 milliárd forintot, míg a megelőző

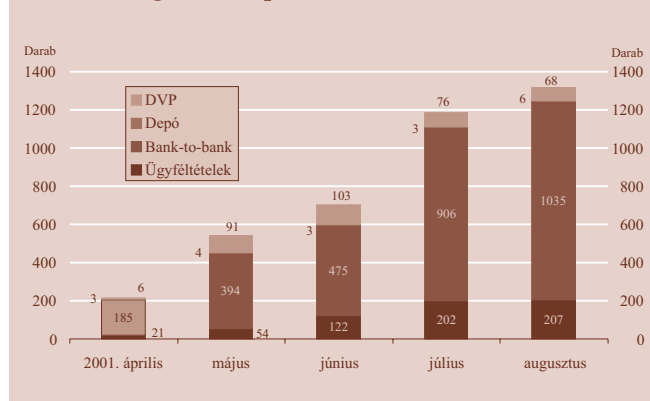
2.1. ábra A VIBER fizetési forgalom, ezen belül az ügyfelek által kezdeményezett fizetések összege 2001. május–augusztus hónapokban



2.2. ábra A VIBER-ben sorban álló fizetési megbízások összege típusonként



2.3. ábra A VIBER-ben sorban maradt tételek száma a fizetési megbízások típusa szerint



időszakban 20–40 milliárd forint között ingadozott. Júliusban tovább nőtt az ügyfél-tételek forgalma, egyes napokon meghaladta a 300 milliárd forintot, majd augusztusban visszatért a napi 80–90 milliárd forintos átlaghoz. Az összes fizetés értéke azonban egyenletesebb, kisebb ingadozást mutat.

A napi átlagos fizetési forgalom (BKR és MNB együtt) a bankok üzleti nap elején rendelkezésre álló pénzforgalmi számlaegyenlegének átlagosan 0,7-szeresét tette ki 2001. januárban, vagyis a fedezettség (terhelési tételek/rende-
kezésre álló fedezet) pénzforgalmi szempontból kedvező volt (ugyanis az 1,0 alatti mutató azt jelenti, hogy minden fizetési megbízás teljesül akkor is, ha adott napon egyetlen tételt sem fogad a bank). Júniusra ez az arány 1,0-re nőtt, értéke 0,5 és 15,5 között változott. Bankonként havi átlagban a terhelések a számlaegyenleg 0,3–97,2-szeresét tették ki. Minél nagyobb az érték, annál nagyobb odafigyelést követel a likviditás menedzselése a forgalom átmeneti megakadásának elkerülése érdekében.

Gyakorivá vált a nagy összegű sorban állás, a bankok az egymástól érkező likviditásra vártak. A sorban álló fizetések értéke, valamint a tételszáma is növekedett, ahogyan ezt a 2.2. és a 2.3. ábra mutatja.

A sorban álló fizetések tételszámát tekintve a növekedés hónapról hónapra tapasztalható.

Értékben kiemelkedő forgalomtorlódás júniusban következett be, azon belül is az ügyfelek által kezdeményezett megbízások (1384 milliárd Ft) sora nőtt ugrásszerűen. A következő két hónapban csökkent a sorok forintértéke, az arány a bank-to-bank tételek felé tolódott (júliusban 812 milliárd Ft, augusztusban 1133 milliárd Ft). Ennek az arányeltolódásnak az a magyarázata, hogy a szabályok pontosítása következtében a külföldi bankok (mint a VIBER-tagok ügyfelei) által benyújtott megbízások (a S.W.I.F.T. nemzetközi szabványa szerint) bank-to-bank tételtként szerepelnek.

Nem volt egységes a külföldi bankok, mint saját ügyfeleik által kezdeményezett megbízások kezelése. (A problémát az okozta, hogy ügyfél tételtként csak 12 óráig,¹ vagy bank-to-bank tételtként 14 óráig nyújtható be a megbízás, mely utóbbi esetben a váratlanul beérkező átutalási igény vagy fogadott összeg úgy változtatja meg a bank napvégi pozícióját, hogy azt módosítani már nem tudja.)

Rövidnek bizonyult a VIBER nyitvatartási ideje, a külföldi bankok hosszabb üzemidőhöz vannak szokva, ráadásul Londonhoz vagy Észak-Amerikához képest az időzónák különbözete is érezteti hatását. A külföldi ügyfelek részéről nagy volt a nyomás az ügyfélmegbízások beküldésére rendelkezésre álló idő meghosszabbítására.

A korábbi időszakhoz képest megnőtt a napközbeni hitel nap végén történő vissza nem fizetése miatt nyújtott 1 napos jegybanki hitel igénybevételének gyakorisága. Míg a 2000. évben erre mindössze 3 alkalommal összesen 2,1 milliárd forint összegben került sor. 2001. I–VIII. hónapokban 11 alkalommal 14,8 milliárd forint nap végi hitelt kaptak a bankok, melyből 11,1 milliárd forint értékű hitelnyújtás 2001. június hónapra esett. Ez a nagy érték a deviza liberalizációt követő likviditási problémákat tükrözi, egyes bankok jegybanki hitellel egészítették ki a nap végén meglévő likviditás hiányukat.

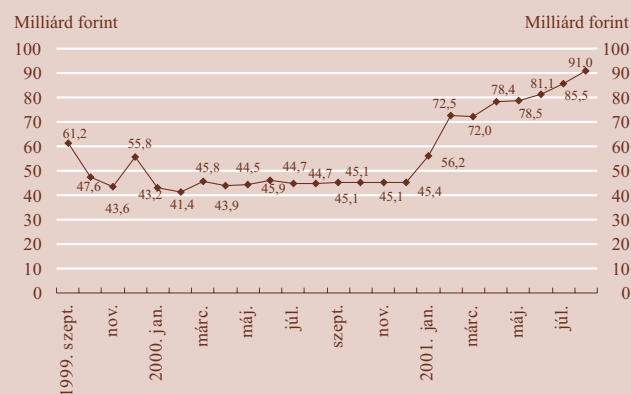
¹ Az üzemidő 2001. szeptember 17-től 2,5 órával meghosszabbodott.

Likviditáskezelés a fizetési rendszerekben

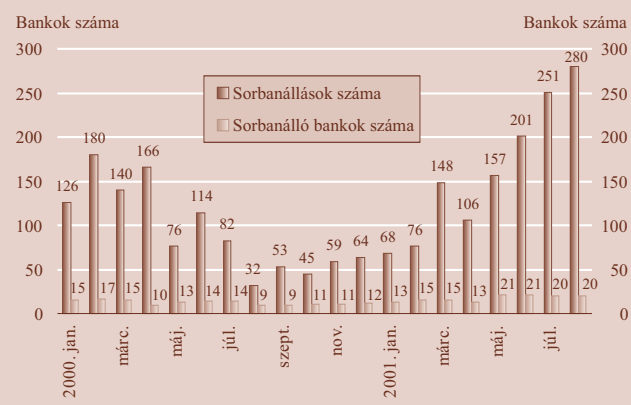
A bankok likviditását (megbízásaik fedezetét) a jegybanknál vezetett bankszámla mindenkor egyenlege és a napközbeni ingyenes hitelkeret (limit²) együttes összege képezi. A pénzforgalmi számla egyenlege a kötelező tartalék³ szintjének függvénye. A limit induló összegét a bankok beállítják az éjszakai BKR feldolgozás megkezdése előtt, mely a VIBER nyitásáig (reggel 8 óra) nem változtatható meg. VIBER üzemidőben a limit összege a rendelkezésre álló értékpapír fedezet függvényében a KELER-nek adott megbízással bármikor tetszőlegesen módosítható (növelhető vagy csökkenthető, ha a bank éppen nem vesz igénybe hitelt annak fedezete mellett). Limitképzés nem jellemezi valamennyi bank tevékenységét, általában 18–23 bank képez limitet, melynek átlagos napi állománya 44 milliárd forint volt 2000-ben, és a limitváltoztatás lehetőségével sem túl nagy számban éltek a bankok. 2001. első felében a limitképzés fokozatosan növekedésnek indult. A limitképzés összefüggést mutat a bankok átlagos fedezettségével (azok képeznek nagyobb számban limitet, akiknél a számla átlagos egyenlege nem éri el a napi terhelési tételek átlagát).

A limitek napi összegének havonkénti változását mutatja a 2.4. ábra.

2.4. ábra A bankok által képzett limit (napközbeni hitelkeret)



2.5. ábra Sorban állások és sorban álló bankok száma



Amennyiben a bank pénzforgalmi számla egyenlege a nap végén tartozást mutat, vagyis a napközbeni hitelkeret átváltozik napvégi hitellé, a jegybank 1 napra hitelt nyújt az értékpapír fedezete mellett. A bank a napvégi tartozás erejéig automatikusan megkapja az egy napos hitelt, de lehetősége van azt meghaladó összegben (de a limiten belül) is hitelt igényelni, ha a nap végi pozíciója (a kötelező tartalék teljesítése, illetve az éjszakai BKR-forgalom fedezetigénye) megkívánja.

Az éppen fedezettel nem rendelkező fizetési megbízások sorban állnak. Mivel az éjszakai BKR-feldolgozás során a likviditás menedzselésére nincs lehetőség, elégséges fedezet hiányában a következő nap folyamán van mód a sorban maradt tételek lebontására, amihez a megfelelő fedezet megteremtése és a kiegyenlítés a VIBER-ben történik. 2000-ben 15 alkalommal összesen 13,4 milliárd forinttal, ez év első nyolc hónapjában 12 alkalommal 109,7 milliárd forinttal maradtak sorban a bankok az éjszakai BKR-feldolgozás során, többnyire téves kalkuláció miatt, a délelőtti BKR-feldolgozás során valamennyi sorban maradt megbízás elszámolásra került.

A VIBER-ben a sorban álló bankok viszonylag stabil kört alkottak. A 2000-ben és 2001 első nyolc hónapjában tapasztalt sorban állások (a sorban egyszerre több tétel is volt) számát a 2.5. ábra mutatja (a Magyar Posta nélkül, amelynek nincsenek ügyfelei).

A banki likviditáskezelést az alábbi tényezők nehezítik:

- a szabályok különböző értelmezése, illetve a szabályok ismeretének hiánya,
- megbízások visszatartása,
- ügyfélmegbízások határidőn túli benyújtása,
- tartózkodás a napközbeni hitel igénybevételétől,
- pozíciókövetés nehézségei.

A szabályok különböző értelmezése, illetve a szabályok ismeretének hiánya

A fizetési rendszerek szabályai a bankok likviditás menedzselését segítik. Ez a célja például a napközbeni hitelkeret (limit) képzésének és változtatási lehetőségének, ugyanis ez egyszerűen lebonyolítható, nincs szükség repó-, illetve betét ügylet megkötésére, a VIBER üzemidőn túl is alkalmazható, amikor a bankközi piac már nem működik és jegybanki repó ügylet sem köthető. Ez a hitelkeret rendelkezésre tartása és napközbeni igénybevétele ingyenes, a fedezetként elhelyezett értékpapír kamatát a bank kapja.

A bankok úgy értelmezték, hogy az ügyfélmegbízások visszautalására fenntartott további egy órában is küldhetnek új megbízásokat, hogy MT 202-es üzenetípussal küldhetnek 13 óra után később befogadott ügyfélmegbízásokat vagy olyan tételeket, amire fedezetet csak később biztosított az ügyfél.

A VIBER-tagok egy része nem ismeri a lekérdező üzeneteket, vagy nem tudja azokat használni.

² A KELER-nél zároltatott értékpapír állomány összege, melyet az MNB-nél képzett napközbeni hitelkeret fedezeteként ajánlott fel a bank.

³ A kötelező tartalékot havi átlgban kell teljesíteni a pénzforgalmi számlán, 2000-ben a tartalék mértéke 11% volt.

Megbízások visszatartása

A megbízások visszatartása abból a megfontolásból, hogy a bank csak akkor indítsa megbízásait, amikor az átutalás fedezete már rendelkezésre áll, azaz a banki asztalfiókban történő sorba állítás kifejezetten káros a rendszer szempontjából. A megbízások haladéktalan továbbítása, és a rendszerben történő sorban állás nemcsak nyilvánvalóvá teszi a rendszerszintű likviditási nehézségeket, de a körbeartozás automatikus lebontását is lehetségessé teszi, tehát segíti a forgalom lebonyolítását. Csak szóbeli információ van arra nézve, hogy a megbízások visszatartását több bank is alkalmazza, a tényleges gyakorlatról csak helyszínen lehet meggyőződni. Ez az eljárás (ha az ügyfélnek van fedezete a teljesítéshez) azért sem helyeselhető, mert a bankok szerződésben vállalták, hogy ügyfeleik megbízásait 2 órán belül teljesítik, és nem tesz jót a kibontakozó nemzetközi levelező banki szolgáltatásoknak sem. Külföldi bankok gyakran avizálják (azaz külön üzenetben közvetlenül a jogosultnak megerősítik) az általuk küldött megbízásokat, ha annak terhére azonnal rendelkezni kívánnak. Ha a külföldi bank belföldi számlavezetője a megbízást nem rögzíti a VIBER-ben, akkor megkérdőjelezhető, hogy a külföldi bank valóban indította-e a megbízást, vagy sem.

Ügyfélmegbízások határidőn túli benyújtása

Az ügyfélmegbízások határidőn túli benyújtásának problémája összetett. Az ügyfél megbízások befogadási határideje 2001. szeptember 17-ig 12 óra volt (ma 14.30), 13 órakor technikailag is lezárult a küldési lehetőség, így a VIBER tagoknak bőven maradt idejük napvégi pozíciójuk rendezésére: bank-to-bank ügyletekkel, értékpapír ügyletekkel, vagy a jegybankkal kötött ügyletekből az éjszakai BKR-kötelezettségek fedezetét meg tudják teremteni. Ez feltételezi, hogy nagy összegű jóváírás már nem érkezik váratlanul a bankhoz az üzemidő utolsó pillanataiban, valamint saját ügyfele nem kényszeríti ki a zárás előtti időszakban szabályellenesen küldött megbízások beadását. A már korábban benyújtott, de még sorban álló fizetési megbízások természetesen zárásig bármikor teljesülhetnek, de ezek nem érik váratlanul a bankot (megfelelő odafigyelés esetén), hiszen le tudják kérdezni a fogadandó sorban álló tételeket is. Ezzel szemben előfordult, hogy 12 és 13 óra között nemcsak visszautalásokat, de új átutalásokat is elindítottak (erre technikailag lehetőség volt, mert a rendszer csak 13 órakor zárta le az MT 100-as ügyfélátutalások fogadását), másrészt 13 és 14 óra között is küldtek ügyfélmegbízásokat bankközi átutalásnak „álcázva”.

A legrosszabb gyakorlat az, amikor bankközi fizetesként nyújtanak be megbízásokat, az ügyfélre vonatkozó részletező információ nélkül. (Ez a jegybank által nem érhető tetten, mert a fizetési megbízások adatainak csak a jegybankot érintő része kerül a VIBER-be.)

Tartózkodás a napközbeni hitel igénybevételétől

Hiába haladta meg a napközbeni hitel összege a 100 milliárd forintot, sok bank nem él ezzel a lehetőséggel. Ennek

oka elsősorban nem a felajánlható fedezetek hiányában, hanem inkább abban keresendő, hogy nem ismerik, nem vettek tudomást erről a lehetőségről, mert korábban nem volt rá szükségük.

Pozíciókövetés nehézségei

A bankok a szűkös likviditási helyzetben fokozottan rá vannak kényszerítve a pillanatnyi pozíciójuk figyelésére. Számlájuk tükörképét – amennyiben a S.W.I.F.T. kapcsolatok él – elvileg fel tudják maguknak építeni a teljesített fizetésekről kapott üzenetekből és a lekérdezések adataiból. A VIBER-be már beadott, de fedezet hiány miatt a bank felé érkező sorban álló tételeket csak gyakori lekérdezéssel: S.W.I.F.T. üzenettel, vagy az MNB számlavezetőknél történő telefonos érdeklődéssel tudják megismerni. A küldő VIBER tag által nem beadott fizetések felől kétoldalú telefonkapcsolaton keresztül tájékozódhatnak a bankok.

Azoknak bankoknak, amelyek nem rendelkeznek önálló S.W.I.F.T. végponttal, és külföldi anyabankjukon keresztül kapcsolódnak a VIBER-hez, gyakran gondot okoz a percre kész pozíciókövetés. Az önálló kapcsolat hiánya más területeken is hátrányos: nehezebben tesztelnek, körülményesebb esetükben minden rendszermódosítás kivitelezése, gondot okoz a banki szünnapok cseréje.

A bankokkal történt konzultáció során egyértelműen kiderült, hogy a monitorozási lehetőség biztosítása hozzájárulna a valós idejű likviditásmenedzselés színvonalának javításához.

A rendszer szabályaiban szükséges továbbfejlesztések

Problémát okozott a VIBER-tag bankoknál átutalást kezdeményező külföldi bankok megbízásainak besorolása, ezt vegyesen tekintették bank-to-bank, illetve ügyfél tételnek. A lényeges különbség a benyújtási határidőn és a jóváírási szabályok érvényességében van. Ezek tipikusan olyan nagy összegű fizetési megbízások, amelyeket a S.W.I.F.T. szabvány szerint bankközi tételként (mivel bankok által küldött üzenetekről van szó: MT202-es üzenet útján) kell teljesíteni, ugyanakkor nem a bankok által kötött saját ügyletek, azok késői kezdeményezése – mivel szokatlanul nagy összegeket jelent – megzavarja a küldő és a fogadó bank napvégi pozícióját. Ennek a VIBER-szabályzatokban történő tisztázása mindenképpen szükséges volt, beleértve a szabványkönyv kibővítését is.

Az MNB nyitvatartási ideje nem követte pontosan az üzemidőben meghatározott időpontokat: a nyitás előbb történt, a zárás pedig nem ritkán jóval később. Ez azt jelentette a bankok számára, hogy záraskor nem lehetnek biztosak abban, hogy vége az üzemidőnek és további tételt nem kapnak.

Jegybanki intézkedések

Mindezek miatt az MNB szükségesnek látta a VIBER bizonyos szabályainak áttekintését és a bankokkal egyeztetve két lépésben módosítást vezetett be.

Első lépésként 2001. augusztusban az MNB pontosította a VIBER szabályzatokat. A VIBER-hez másik VIBER-tagon keresztül kapcsolódó belföldi hitelintézeteket közvetett tagoknak tekintjük, míg a VIBER-tag bankokon keresztül fizetést kezdeményező külföldi bankot ügyfélnek kell tekinteni. Ezzel a szabállyal biztosítható, hogy az üzemidő végén ne forgalmazzanak váratlan nagy összegeket.

2001. szeptember 17-től további változtatásokra került sor.

Az üzemidő két és fél órával meghosszabbodott, vagyis

- a bankközi fizetéseket 16.30 óráig,
- a KELER által lebonyolított értékpapír ügyletek pénzügyi oldali elszámolását 16.00 óráig,
- az ügyfelek által kezdeményezett fizetési megbízásokat 14.30 óráig lehet benyújtani, és további egy óra áll rendelkezésre az esetleg hibás tételek VIBER-ben történő visszautalására.

Ezzel párhuzamosan meghosszabbodott a jegybank rendelkezésre állása a bankok nap végi pozíciójának rendezése céljából:

- egy napos betét elhelyezésre az MNB-nél 16.30-ig lesz lehetőség,
- egy napos aktív repó ügyletet 15.30-ig lehet az MNB-vel kötni.
- a KELER-nél zárolt – a jegybanki repó műveletekre elfogadott – értékpapírok fedezete mellett napközbeni ingyenes hitelkeret 16.45-ig (azaz a VIBER zárása

után is, tehát kifejezetten 1 napos hitel igénybevétele céljából is) igényelhető.

Az üzemidő meghosszabbításához kapcsolódóan az MNB módosította a pénzforgalomról szóló 6/1997. (MK. 61) MNB elnöki rendelkezést is. Az eddigi 12.00 óra helyett a 14.30-ig érkezett ügyfél átutalásokat köteles a hitelintézet oly módon jóváírni a jogosult bankszámláján, hogy a jóváírt összeg ugyanazon a napon végrehajtandó, és a Bankközi Klíringrendszerbe (giro-, vagy zsrórendszer) továbbítandó fizetési megbízásoknak is fedezetül szolgáljon.

A változtatások hatása 2001. szeptemberben

A fenti intézkedések után a meghosszabbított üzemidőben a fizetési forgalom a napon belül kiegyensúlyozott, napvégi torlódás nem tapasztalható, a sorban állás változatlanul nagy számban, de kisebb összegben fordul elő. Nap végi hitel igénybe vétel nem történt szeptemberben, valamint megszűnt a bankok panasza más bankok nem szabályszerű forgalmazásával kapcsolatban. A rendszer szeptemberben nem utasított vissza ügyféltételt azért, mert zárási idő után történt a benyújtása, tehát a bankok képesek voltak a megbízásokat már tárgynapon, határidőn belül továbbítani.