



JELENTÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁSRÓL

2002.
június

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: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Tábori György
1850 Budapest, Szabadság tér 8-9.
www.mnb.hu

ISSN 1419-2926

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETŐ	5
I. MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK	7
I.1. Makrogazdasági mutatók szerepe a pénzügyi stabilitás elemzésében	8
I.2. Nemzetközi konjunktúra és kockázati megítélés	11
I.3. Növekedés és versenyképesség	12
I.4. Fizetési mérleg és külföldi adósság	13
I.5. Infláció és reálkamatok	15
I.6. A háztartási szektor eladósodása	16
I.7. Eszközárak	16
II. A HITELINTÉZETI RENDSZER STABILITÁSA	18
II.1. A hitelkockázatok alakulása a bankszektorban	20
II.2. Piaci kockázatok	28
II.3. A bankrendszer likviditása	30
II.4. A bankok tőkehelyzete, a kockázatok tőkével való fedezettsége	31
II.5. Jövedelmezőség	33
II.6. A takarékszövetkezeti szektor kockázatai	35
II.7. A bankközi fizetési és elszámolási rendszerek működése és kockázatai	37
III. A NEM-BANKI PÉNZÜGYI KÖZVETÍTŐ INTÉZMÉNYEK 2001. ÉVI TEVÉKENYSÉGE	43
III.1. Befektetési alapok	44
III.2. Nyugdíjpénztárak	46
III.3. Életbiztosítók	48
III.4. Befektetési vállalkozások	49
III.5. Pénzügyi vállalkozások	52
IV. TANULMÁNYOK	
Krekó Judit: Feltörekvő országok kockázati megítélése és pénzügyi stabilitás	55
László Flóra-Móré Csaba-Vígh Mikle Szabolcs-Wolf Zoltán: A devizaliberalizáció és a sávszélesítés hatásai	63
Balás Tamás-Dávid Zsuzsanna-Sánta Livia: Működési kockázatok kezelése a magyar bankrendszerben ..	76

A Magyar Nemzeti Bank „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” című, 2000-ben újjára indított, félévente megjelenő kiadványának célja, hogy képet adjon a magyar pénzügyi rendszer stabilitását közvetlenül és közvetve érintő legfontosabb kérdésekről, áttekintse és értékelje az adott időszak pénzügyi stabilitása illetve sebezhetősége szempontjából legfontosabb folyamatokat.

A jelentés szerkezete megegyezik a korábbi kiadványok szerkezetével: a három állandó fejezetet (1. Makrogazdasági folyamatok, 2. A hitelintézeti rendszer stabilitása, 3. A nem banki pénzügyi közvetítés helyzete) most is a pénzügyi stabilitás egy-egy fontos tényezőjére fókuszáló tanulmány egészíti ki. A jelentés makrogazdasági fejezetének szerkezete azonban jelentősen átalakult. A múltban elsődleges célunk az volt, hogy a pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából fontos makrogazdasági mutatószámok legszélesebb körére összegyűjtsük és elemezzük a rendelkezésre álló legfrissebb adatokat. Azt tapasztaltuk azonban, hogy egyes változók esetében nem rendelkezünk féléves gyakorisággal lényeges, új elemzést igénylő információkkal. Másrészt, 2001. augusztusa óta, amióta a *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadvány szerkezete is átalakult, számos, korábban a Stabilitási Jelentésben közölt adat e párhuzamos kiadványban is megtalálható. A vizsgált mutatókra vonatkozó előrejelzéseinket is ebben a kiadványban mutatjuk be részletesen.

Az átfedések elkerülése érdekében a Stabilitási Jelentés makrogazdasági részében rövid áttekintést adunk a pénzügyi stabilitási szempontból kiemelt mutatók változásáról, és csak a kockázati szempontból számottevő változásokkal foglalkozunk részletesebben. Más esetekben, a releváns információk elérhetőségéhez alkalmazkodva csak évente egyszer készítettünk elemzést (pl. a vállalati szektor pénzügyi stabilitásának elemzése, a fizetési mérleg és tőkeáramlások alakulása).

A makrogazdasági fejezet átalakításához kapcsolódva fontosnak éreztük, hogy röviden áttekintsük a makrogazdasági mutatók szerepét a pénzügyi stabilitás elemzésében. Az elmúlt hónapok fejleményeit elemezve továbbra is az exportunk iránti kereslet lassulását, a versenyszektor alacsonyabb inflációhoz csak lassan alkalmazkodó bérdinamikáját és a forint árfolyamának reálfelértékelődését tekintjük a legfontosabb kockázati tényezőknél. E változások elsősorban a külfölddel versengő szektorokban eredményezhetik a vállalati jövedelmezőség romlását. A rendelkezésre álló aggregált szintű adatokban azonban nem látjuk jeleit a profitabilitás romlásának, a vállalkozások külső forrásbevonása továbbra is alacsony. A jövedelmezőség szektorális elemzésére csak a következő számban lesz lehetőségünk, amikor elérhetővé válnak a 2001. évre vonatkozó társasági adóbevallás adatai.

2001-ben számos nagyhorderejű, a pénzügyi stabilitás szempontjából is kiemelkedő fontosságú jegybanki intézkedésre került sor. Az MNB - a kormánnyal egyetértésben - május 3-án +/-15%-ra szélesítette a forint árfolyamának ingadozási sávját. Ezt követően előbb havi 0,2%-ra csökkentette, majd október elsejével 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. A devizaliberalizációhoz és az árfolyamrendszer változásához - az eddig eltelt időszak tapasztalatai alapján - a pénzügyi közvetítő rendszer megrázkódtatásmentesen tudott alkalmazkodni.

A hitelintézeti rendszer 2001. évi tevékenységét a 2000-ben megindult kedvező tendenciák folytatódása jellemezte. A bankszektort továbbra is a kiegyensúlyozott fejlődés, a jövedelmezőség javulása, és a megbízható stabilitás jellemzi. Ugyanakkor a szövetkezeti hitelintézeti szektor tevékenységét továbbra is kockázatosnak ítéljük meg.

A bankok hitelezési tevékenységének bővülése 2001-ben - akárcsak az elmúlt években - dinamikus volt. A tevékenység bővülésének motorját a forinthelezés növekedése jelentette. A forint felértékelődésére, és az árfolyamvolatilitás növekedésére a bankok a devizahitelek folyósításának visszafogásával, és a hitelfolyósítások forinthelek felé való átcsoportosításával reagáltak. A hitelezés dinamizmusa különösen az első háromnegyed évben volt erőteljes, a negyedik negyedévben a vállalatok hitelkereslete visszaesett.

A lakossági-, és vállalati szféra egyaránt alacsony eladósodottsági szintjére való tekintettel a hitelexpanzió folytatódása ellenére sem tekintjük túlzottnak a bankok hitelkockázati kitérttségét. Ugyanakkor a lakossági hitelezés terén tapasztalható dinamika egyre sürgetőbbé teszi a természetes személyekre vonatkozó megbízható hitelreferencia-szolgáltatás megteremtését. Problematikusnak ítéljük, hogy jelentősen megnőtt a bankok nagykockázati-, és befektetési korlátokkal kapcsolatos limittúllépése. Bár ezek a túllépések teljes egészében szavatoló tőkével fedezettek, növekedésük a kockázatok koncentrációjáról tanúskodik.

Úgy a kamatkockázat, mint az árfolyamkockázat vonatkozásában 2001-ben is alacsony volt a bankszektor piaci kockázatoknak való kitétsége. A piaci kockázatok vonatkozásában problematikusnak ítéljük, hogy a derivatív tevékenységről szóló adatszolgáltatás hiányosságai miatt jelenleg nem rendelkezünk megbízható információkkal a bankok derivatív tevékenységének volumenéről.

A bankközi fizetési-, és elszámolási rendszerek stabilitását növelte, hogy a 2001-ben elfogadott új jegybanktörvény biztosította az MNB javára szóló zálogtárgyak és óvadék csődjogi védelmét. Ez egyaránt javította a VIBER és a BKR biztonosságát. Az értékpapír-elszámolások biztonosságát pedig az új tőkepiaci törvény által nyújtott védelem erősítette meg.

A nem-banki pénzügyi közvetítők 2001. évi tevékenysége intézménytípusonként eltérő képet mutat. A három intézményi befektetőtípus összességében tovább tudta növelni a részarányát a háztartási és vállalati megtakarítások továbbcsatornázásában. 2001-ben is a nyugdíjpénztárak növekedtek a legdinamikusabban, miközben a pénztárak száma tovább csökkent. A konszolidációs folyamatot hatékonysági tényezők motiválják, így rendszerstabilitási szempontból pozitívan értékelendő. A nyugdíjpénztárakkal kapcsolatban nem elhanyagolható a működési és szabályozási kockázat. A befektetési alap-piac jól szabályozott, kockázatosága rendszerstabilitási szempontból alacsony. Az életbiztosítási díjtartalék bővülése elmaradt a lakosság pénzügyi vagyonának bővülésétől. Az intézményi befektetők óvatos befektetési politikát folytatnak, portfóliójukban a kockázatmentes állampapírok még mindig 75-85 százalékot képviselnek. A befektetési vállalkozások a kedvezőtlen tőkepiaci folyamatok következtében szűkülő aktivitást, csökkenő nyereséget mutattak, piacukat az összeolvadások, illetve az anyabankba történő beolvadások jellemzik. A 2001-ben bevezetett kereskedési könyvi szabályok alapján számolt tőkekövetelmény viszonylag alacsony kockázati szintet mutat a szektorban. A pénzügyi vállalkozások lízing- és hitelezési tevékenységének volumene erőteljesen nőtt 2001-ben. Kihelyezési portfóliójuk azonban romló tendenciát mutat, amivel nincs összhangban a követelésekre elszámolt értékvesztés mértéke.

A Jelentésben közölt tanulmányok közül az első azt a kérdést járja körül, hogy a feltörekvő piacok kockázatának nemzetközi megítélése milyen szerepet játszik a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium alakulásában. A feltörekvő piaci kockázati mutatók és a magyar devizakötvények kamatfelára, illetve a forinthozamok közötti kapcsolat elemzése alapján levonhatjuk azt a következtetést, hogy a gyenge átlagos korreláció ellenére sem elhanyagolható a forintszektor pénzügyi fertőzöttségnek való kitétsége. Az elmúlt két évben a pénzügyi fertőzések Magyarországra gyakorolt hatása ugyan korlátozott volt, a feltörekvő piaci megítélés ingadozása azonban az állampapírhozamok, a sávszélesítés óta pedig leginkább a forint árfolyam volatilitásának formájában veszélyt jelenthet a pénzügyi stabilitásra. Görögország példája is azt bizonyítja, hogy az EU-tagság és a javuló hitelbesorolás csökkenti ugyan a pénzügyi fertőzések erejét, de a fertőzöttségnek való kitétséget nem szünteti meg; az csak az önálló valuta feladásával érhető el.

A második tanulmány azt vizsgálja meg, hogy milyen hatást gyakorolt a sávszélesítés és a devizaliberalizáció a devizapiacok szerkezetére és a spot és származékos piaci aktivitásra, valamint a forintpiacokra, különös tekintettel a rövid lejáratú állampapírok és a külföldön kibocsátott forintpapírok piacára. Elemzi továbbá, milyen változásokat indukált a sávszélesítés és a devizaliberalizáció a bankrendszer mérlegének denominációs összetételében, illetve a bankok egyes szektorokkal (háztartások, vállalat, külföld) szembeni devizapozíciójának alakulásában. A várakozásoknak megfelelően - a devizapiaci összforgalom növekedésével párhuzamosan - fokozatosan nőtt a derivatív forgalom aránya és a devizapiacokon egyre nagyobb teret nyertek a külföldiek. Megnőtt továbbá a külföldiek rövid állampapírok iránti kereslete és megélnékült a deviza-külföldiek által kibocsátott forintpapírok piaca is. Az árfolyamsávszélesítéssel megnövekvő kockázat a gazdasági szereplőket devizakitétségük csökkentésére motiválta. Ez tükröződött abban, hogy mind eszköz-, mind forrásoldalon csökkent a bankok mérlegében a devizatételek súlya. A legmarkánsabb változások a vállalati szektorral, illetve a külfölddel szembeni devizapozícióban mentek végbe.

A harmadik tanulmány a bankok működési kockázat-tudatosságát, kockázatkezelési gyakorlatát tekinti át. A témaválasztás aktualitását az adja, hogy a pénzügyi közvetítő rendszerben az utóbbi években megfigyelhető fejlődési irányok jelentős mértékben megnövelték a működési kockázatokat. A működési eredetű, esetenként nagy összegű veszteségek szintén ráirányították a piaci szereplők figyelmét arra, hogy szükséges e kockázattípus aktív és professzionális menedzselése, amihez segítséget nyújthatnak a nemzetközi szabályozó hatóságok formálódó előírásai. A magyar bankrendszer egészét tekintve megállapítható, hogy a működési kockázatkezeléssel foglalkozó bankok gyakorlata szerteágazó és sokszínű. Míg a pénzügyi közvetítői piacon meghatározó súlyt képviselő bankok többségénél már tudatosan figyelnek a működési kockázatokra, és a jövőbeni terveik között szerepel a működési kockázatkezelési tevékenység fejlesztése, addig a közepes és kisebb méretű bankok között lényegesen kevesebb olyan található, ahol a működési kockázatkezelés mint önálló tevékenység megjelenik. A jelenlegi elképzelések szerint a Bázeli Bizottság 2005-től tervezi bevezetni a működési kockázatokra vonatkozó tőkekövetelmény-előírásokat, és az elfogadást követően ezen ajánlásokat az Európai Unió várhatóan azonnal át fogja ültetni belső szabályozásába. Ez azt jelenti, hogy Magyarország uniós csatlakozását követően az előírások a magyar pénzügyintézetekre is automatikusan vonatkoznának, ami egyre inkább előtérbe helyezi és sürgetőbbé teszi a működési kockázatkezelés kialakításához és fejlesztéséhez kapcsolódó feladatokat.

I. Makrogazdasági folyamatok

A pénzügyi stabilitással kapcsolatos makrogazdasági változásokat bemutató fejezetet régi adósságunk törlesztésével kezdjük. Röviden ismertetjük azokat a nemzetközi tapasztalatokat, amelyek alapján kiválasztottuk az elemzésben rendszeresen nyomon követett gazdasági változókat, és amelyek e múltbeli tapasztalatok alapján a pénzügyi sérülékenységi indikátorainak tekinthetők. Dióhéjban összefoglaljuk azokat az elméleteket is, amelyek megpróbálnak ok-okozati kapcsolatot felállítani a megfigyelt makrogazdasági események és a pénzügyi instabilitás kialakulása között. Bár az elmúlt néhány évtized stabilitási szempontból legfontosabb tapasztalata valószínűleg az, hogy a pénzügyi válságok formái, forrásai folyamatosan változnak, és a különböző elméletek csak meglehetősen időbeli lemaradással képesek ezeket magyarázni, mégis ezek az elméletek jelentik azt a gondolati keretet, amelyre a szokásostól eltérően viselkedő gazdasági mutatók értékelése során támaszkodhatunk.

Az elmúlt időszak fejleményeire rátérve, nem látunk jelentős változást a potenciálisan stabilitási kockázatot jelentő mutatók alakulásában. Továbbra is az exportunk iránti kereslet lassulását, a versenyszektor alacsonyabb inflációhoz csak lassan alkalmazkodó bérdinamikáját és a forint árfolyamának reálfelértékelődését tekintjük a legfontosabb kockázati tényezőnek. Ezért a következő számban részletes elemzést adunk majd a vállalati szektor profitabilitásának változásáról, a különböző vállalatcsoportok közötti jövedelmezőségi különbségek alakulásáról.¹ A vállalati szektor nettó külső forrásbevonásának mérséklődése azt mutatja, hogy aggregált szinten nem csökken a vállalati szektor rendelkezésre álló jövedelme. A lakossági szektor növekvő hitelfelvételét továbbra sem tekintjük a stabilitás szempontjából kockázatosnak, és arra számítunk, hogy *az eladósodás közelmúltban megfigyelt dinamikája hosszabb távú jelenség lehet.*

A gazdaság ciklikus pozíciójával összhangban az elmúlt évben mérséklődött a folyó fizetési mérleg hiánya. A csökkenő beruházási kereslet eredményeként elsősorban a vállalati szektor finanszírozási igénye csökkent, amit csak részben ellensúlyozott a költségvetés nagyobb forrásbevonása. A hosszútávon fenntartható külső egyensúlyi pozíció megőrzéséhez az szükséges, hogy a gazdaság fellendülése esetén a magánszektor növekvő forrásbevonását ellensúlyozza a fiskális politika külső finanszírozási igényének mérséklődése.

¹ A vállalatok gazdálkodására vonatkozó adatok csak évente egyszer, a társasági adóbevallás adatainak feldolgozása után állnak rendelkezésre. Más országokban a tőzsdei gyorsjelentések adatainak felhasználásával sűrűbben van lehetősége a jegybanknak arra, hogy a vállalkozási szektorban zajló változásokról képet alkosson. A BÉT-en jegyzett vállalatok mutatóit azonban sem az egész vállalati szektor, sem egyes szektorok tekintetében nem tartjuk reprezentatívnak.

I.1. Makrogazdasági mutatók szerepe a pénzügyi stabilitás elemzésében

A pénzügyi instabilitás időszakai² rendszerint bizonyos makrogazdasági fejleményekkel társulnak. Bár a jelenségek közötti oksági kapcsolatok iránya tekintetében korántsem alakult ki egyetértés az elméleti irodalomban, az empirikus vizsgálatok egyértelműen azt mutatják, hogy egyes makrogazdasági folyamatok megelőzik a pénzügyi instabilitás kialakulását. A pénzügyi sebezhetőség, a bank- és valutaválságok kialakulásában fontos szerepet játszottak a makrogazdasági folyamatok.

Az empirikus irodalom alapján a pénzügyi instabilitásoknak számos előrejelző mutatóját azonosíthatjuk. E korai előrejelzőket a pénzügyi stabilitás szempontjából folyamatosan nyomon követendőnek ítéljük, mert segítenek abban, hogy felismerjük a pénzügyi sebezhetőség helyzetzeit. *A mutatószámok azonban nem törvényszerű kapcsolatokat írnak le, az egyes mutatókban bekövetkező elmozdulások nem vezetnek szükségszerűen pénzügyi instabilitás kialakulásához.*³ Ezért fontos, hogy ne csak az esetlegesen negatív következményekkel járó folyamatokat azonosítsuk, hanem azokat a gazdasági viselkedéseket is elemezzük, amelyek alakítják a folyamatokat. Ehhez szükségünk van egy elemzési keretre, amely összekapcsolja, rendszerezi a különböző megfigyeléseket, és segít az ok-okozati kapcsolatok azonosításában. A makrogazdasági mutatók és a pénzügyi sérülékenység kialakulása közötti kapcsolat elemzésének elméleti keretét a különböző válságelméletek jelentik.

A pénzügyi sérülékenység előrejelző mutatói⁴

A valutaválságokat szinte minden esetben megelőzte a *tőkeáramlás megfordulása*, a hazai valutában fennálló követelések devizára váltása. A valutaválságokat megelőzően a gazdaságok a *túlfűtöttség* jeleit mutatták, gyorsan nőttek a *hitelek*, a *reálárfolyam* pedig jelentősen felértékelődött. A nemzetközi tartalékok adóssághoz viszonyított aránya csökkent. Az eszközárak, különösen a részvényeké és az ingatlanoké jelentősen emelkedtek majd csökkentek a válságot megelőzően. Némileg meglepő módon, a gazdaság növekedési üteme a valutaválságokban nem játszott szerepet, hasonlóképpen a költségvetési hiányhoz. A folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya ezzel szemben jelentősen megnőtt a vizsgált esetekben.

² A szakirodalomban nincsen egyetlen elfogadott definíció az instabilitás, válság vagy nagyarányú bizonytalanság jelenségeire. A pénzügyi piacok olyan állapotát értjük e fogalmak alatt, amikor a hitelek vagy az árfolyamok olyan mértékben változnak meg váratlan módon, hogy veszélyeztetik a hatékony pénzügyi közvetítést, a fizetési forgalmat és az intézmények stabilitását.

³ Ha ilyen kapcsolat fennállna, akkor veszély láttán minden szereplő megváltoztatná a viselkedését, így megszűnne a mutató válságokat előrejelző képessége.

⁴ A válságok tapasztalatait értékelő vizsgálatokból leszürelhető tapasztalatokat az alábbi tanulmányok alapján foglaltuk össze: Kaminsky, G. L. and Reinhart, Carmen M. (1996): "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *Federal Reserve Bank, International Finance Discussion Papers*, No. 544, Demircuc-Kunt, A. és D. Enrica (1997): "The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developed and Developing Countries", *Worldbank Wps*. 1828. *IMF* (1998) "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability", in *World Economic Outlook*, Chapter IV. A bankválságok tapasztalatairól részletes összefoglalót ad Móré Csaba (2000) "A bankválságok okai és indikátorai" *Bankszemle* 11-12, a valutaválságokról Árvai és Vincze (1988): "Valuták sebezhetősége: Pénzügyi válságok a 90-es években", *MNB Füzetek* 1998/1.

A *bankválságok* is a gazdaság túlfűtöttségével kezdődnek, magas infláció, nagy fizetésimérleg-hiány, gyors hitelnövekedés és rövid lejáratú tőkeáramlás előzi meg a létrejöttüket. Az így kialakult pénzügyi sebezhetőség azután könnyen fordul bankválságba, ha valamilyen sokk éri a gazdaságot, mint a GDP visszaesése, cserearány-romlás, az eszközök árfolyamának összeomlása, vagy a reálkamatok megnövekedése. A bankválságokat hónapokkal megelőzi a nemzeti jövedelem növekedési ütemének mérséklődése, a részvénytőzsdék visszaesése, illetve a nemzetközi tartalékok csökkenése. A bankbetétek kivonása időben már a válságok időszakára esik, ezért következménye és nem oka a válságoknak.

Az irodalomban rendszerint megkülönböztetnek *valutaválságokat* és *bankválságokat*. A valutaválságok elmélete elsősorban azokat a gazdasági helyzeteket elemzi, amikor a jegybank a korábban meghirdetett rögzített árfolyam feladására kényszerül. Ma a forint árfolyama $\pm 15\%$ -os sávban szabadon ingadozhat. Az árfolyam változásai – a megadott széles határok között – nem eredményezik a meghirdetett árfolyamrendszer hitelességének elvesztését, és a gazdasági szereplők árfolyamvárakozásait sem torzítja egy később esetleg fenntarthatatlanná váló jegybanki kötelezettségvállalás. Ugyanakkor lebegő árfolyam esetén is kialakulhat valutaválság, például akkor, ha a hatóságok az inflációra gyakorolt negatív hatás elkerülése érdekében mégsem engedik az árfolyamot a piaci várakozásoknak megfelelően változni. Emellett a magyar gazdaság esetében azt is figyelembe kell venni, hogy a gazdasági szereplők mérlegei a hosszú időszakon keresztül tartó reálfelértékelődés illetve a felértékelési spekuláció miatt érzékenyvé váltak az árfolyam változásaira. Ezért a valutaválságok irodalmából adódó tanulságokat továbbra is relevánsnak tartjuk a magyar gazdaság stabilitásának elemzése szempontjából, mind a fizetésimérleg-válságok, mind az árfolyamvárakozások gyors változását előidéző tényezők meghatározása szempontjából.

Valutaválságok kiváltó okai

A valutaválság kialakulásához rögzített árfolyamrendszer esetén általában az vezet, hogy a meghirdetett árfolyam eltér a fundamentálistól. A fundamentális árfolyamot definiálhatjuk egy olyan árfolyamszintnek, amely mellett a monetáris bázis kereslete és kínálata egyensúlyban van. Ekkor a pénzügyi sérülékenység kialakulását a pénzkínálat gyors bővülését (pl. expanzív fiskális politika finanszírozása), illetve a pénzkereslet csökkenését (pl. külföldi befektetések visszavonása) előidéző tényezőkre kell visszavezetnünk.

Egy másik megközelítésben a fundamentális árfolyamszint az, amely mellett egyensúlyi reálárfolyam alakul ki. Az egyensúlyi reálárfolyamot olyan, a külföld és belföld árszintjének azonos valutában kifejezett viszonyaként szokás definiálni, amely mellett egyszerre megvalósul a gazdaság külső és belső egyensúlya⁵, azaz az adott reálárfolyam-szint mellett a gazdaság a potenciális kibocsátás trendje mentén nő, úgy, hogy a folyó fizetési mérleg egy hosszú távon fenntarthatónak ítélt pályán mozog. Ebben a megközelítésben tehát a folyó fizetési mérleg alakulását, annak finanszírozását és a versenyképességet befolyásoló tényezők alakulását kell nyomon követnünk.

Valutaválságok azonban fundamentális okok nélkül is bekövetkezhetnek. Ekkor a válságot egy exogén sokk okozza, ami pánikhoz és leértékelődési várakozások kialakulásához vezet és a tőke kiáramlását eredményezi. A válság akkor következik be, ha a monetáris politika nem tolerálja a védekezéssel járó magas kamatszint költségeit. Az ilyen típusú válságok esetében a kiváltó okokat nehéz előre jelezni. E második generációs valutaválság-modellek tanulsága abban ragadható meg, hogy figyelemmel kell kísérnünk a gazdasági szereplők érzékenységét a kamatszint illetve az árfolyam változásaira.

⁵ Ld. Black (1994). *On the Concept and Usefulness of the Equilibrium Rate of Exchange*, in Williamson, J. ed. (1994): *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Institute for International Economics, Washington DC.

Makrogazdasági eredetű változások gyakran állnak a bankrendszer instabilitása háttérében. Ilyenkor *sok pénzügyi intézmény* egyidőben kerülhet veszélybe az eszközportfólió romlása miatt.⁶ A pénzügyi sérülékenységek kialakulásának oka általában az, hogy a hitelek felvevői túlzottan optimisták a gazdaság illetve saját jövedelmeik várható növekedését illetően. E téves várakozások a háztartások és a lakosság növekvő eladósodását eredményezik, gyakran vezetnek a részvény- és ingatlanárak túlzott emelkedéséhez. A GDP gyors növekedése, és a hazai befektetéseken várható magas profit növeli a tőkebeáramlást, és az árfolyam buborékszerű felértékelődését is okozhatja.

A stabilitási elemzésben ezért a megalapozatlanul optimista várakozások kialakulását próbáljuk feltérképezni elsősorban *a gazdasági szereplők eladósodottsága* és az *eszközárak* vizsgálatával. Nyomon követjük a *várakozásoktól eltérő gazdasági folyamatok* kialakulását, és ezek hatását a gazdasági szereplők rendelkezésre álló jövedelmére illetve mérlegeire. Arra a kérdésre, hogy ezek a változások hogyan érintik a pénzügyi közvetítő rendszer mérlegeit és stabilitását, a jelentés második és harmadik fejezetéből kaphatunk majd választ.

A stabilitási jelentés makrogazdasági elemzésének további feladata lehet - a jövőben - annak a kérdésnek a vizsgálata, hogy mennyire egyeztethetők össze az árstabilitás elérése érdekében szükséges monetáris lépések a pénzügyi volatilitás mérséklésével.

Hagyományosan a jegybankok csak akkor reagálnak a pénzügyi piacok fejleményeire, ha azok változást okoznak az inflációs előrejelzésükben. Az elmúlt években megjelentek olyan nézetek is, amelyek szerint a makrogazdasági teljesítmény hosszútávon javítható azzal, ha a monetáris politika - a prudenciális szabályozáson túl - kamatdöntései meghozatalában is reagál a pénzügyi (és ingatlan-) piaci fejleményekre. E vélekedésnek az adhat alapot, hogy a gyakran előforduló *eszközáratorzulások* (azaz a fundamentális, fenntartható ártól való eltérések) hosszabb periódusai téves fogyasztási és beruházási döntésekhez vezetnek,⁷ így a pénzügyi ciklusok növelik a nemzeti jövedelem ingadozásait. Az ilyen torzulások kialakulásának megelőzésével vagy mérséklésével a jegybankok csökkenthetik a költséges piaci árkorrekciók veszélyét.

Az MNB-ben folyik a kutatómunka az eszközárak változásának a gazdasági szereplők viselkedésére gyakorolt hatásáról, de jelenleg - az árfolyam kivételével - még nincs kialakult képünk e folyamatoknak a monetáris transzmisszióban betöltött szerepéről. Más oldalról, egyelőre a forintból finanszírozott nagy tőkeáttételű finanszírozási formáknak nincs jelentős szerepe az ingatlan- és értékpapír-befektetések finanszírozásában, ezért a jegybanknak nincsenek hatékony eszközei ezen eszközárak befolyásolására. Mindenesetre a stabilitási jelentésben nyomon követjük az eszközárak alakulását, és megpróbáljuk azonosítani az esetlegesen preventív intézkedéseket igénylő gazdasági helyzeteket.

⁶ A klasszikus bankválságelméletek a pánikszerű betétkivonást tekintik a válság kiváltójának. A makrogazdasági események indukálta bankválság esetében általában az eszközportfólió romlása a válság kiváltó oka. Kivétel az árfolyamválság, amikor a betétesek azért vonják vissza tömegesen betéteiket, hogy leértékelődés előtt átválthassák.

⁷ Ezeket a torzulásokat ("misalignments") meg kell különböztetni a napi vagy heti volatilitástól, amelyek hozzátartoznak a pénzügyi piacok normál működéséhez. A torzulások esetében hosszabb időszakról, hónapokról, esetenként évekről van szó.

I.2. Nemzetközi konjunktúra és kockázati megítélés

Magyarország - kis nyitott ország lévén – erősen függ a nemzetközi üzleti ciklusok alakulásától. Ezen a téren a helyzet az elmúlt másfél évben kedvezőtlen volt, a jövőt illetően a pozitív jelek ellenére is fennmaradt a bizonytalanság. A világ-gazdaság jelenlegi lassulásának az a sajátossága, hogy a főbb gazdasági centrumok – Egyesült Államok, Európa, Japán - növekedésének visszaesése ezúttal egyszerre történt, amire évtizedek óta nem volt példa. A visszaesés az USA-ban volt a legmarkánsabb, de némi késéssel és kisebb mértékben elérte Nyugat-Európát. A Magyarország fő kereskedelmi partnerének számító EU növekedési üteme 2001 során folyamatosan csökkent, az utolsó negyedévben lényegében már stagnált, és ez az import kifejezett csökkenésével párosult.

A jövőt tekintve elterjedt nézetként vált, hogy a világgazdaság motorjának számító Egyesült Államok recesszióból való kilábalása fordíthatja meg a globális konjunktúra alakulását. Az USA növekedési kilátásai 2002 elejére számottevően javultak, az elemzők többsége a második félévre már fellendülésre számított. Március-áprilisban azonban újra veszélybe került a közeli fellendülés lehetősége a közel-keleti bizonytalanság felerősödésével és az olaj világpiaci árának ezzel összefüggő jelentős emelkedésével. Ez magyarázhatja, hogy a várakozások kedvezőtlen fordulatát nem enyhítette a 2002. első negyedévi, rendkívül pozitív növekedési adat sem. Az eurózónában ugyanakkor a makacsul 2% feletti infláció valamint a fiskális expanzió Stabilitási és Növekedési Egyezményben meghúzott – és néhány tagállam által már megközelített – határai kérdőjelezik meg egy közeljövőbeli gazdaságpolitikai stimulus esélyét akár a monetáris, akár a fiskális politika oldaláról.

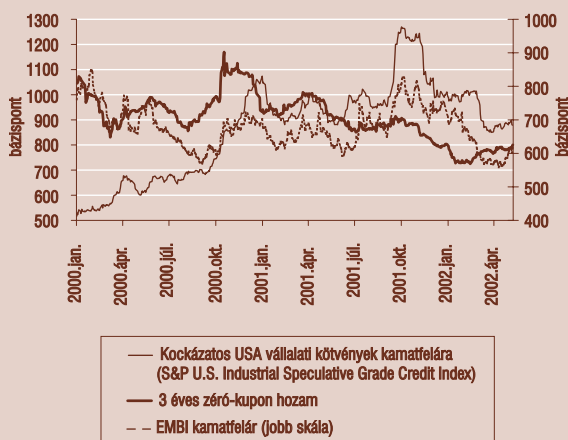
A globális konjunktúrára vonatkozó várakozások a nemzetközi befektetői hangulaton, így a magyarországi befektetések kockázati megítélésén keresztül is hatással lehetnek a pénzügyi stabilitásra. A külföldi befektetők kockázattvállalási hajlandóságának változása egyfelől a forint árfolyam- és hozamalakulásában, másfelől a tőkeáramlások irányában és összetételében nyilvánul meg.

A 2001. szeptemberi terrortámadás után a feltörekvő országok szuverén, valamint a fejlett gazdaságok magasabb kockázatot hordozó vállalati kötvényfelárai egyaránt emelkedtek, és egészen november elejéig magas szinten maradtak. Azóta a kockázatos eszközök iránti kereslet számottevően nőtt. A novemberi jelentős csökkenés után február és március során ismét sülyedtek a fontosabb kockázati felárakat összegző mutatók.

A bizakodóbb befektetői légkör mögött elsősorban az optimistább amerikai és kisebb mértékben európai növekedési kilátások állnak. A feltörekvő gazdaságok megítélését is döntően ezek a várakozások alakították, amit alátámaszt a tény, hogy az argentin fizetéseképtelenség bejelentése nem gyakorolt számottevő hatást a feltörekvő országok devizakötvény-kamatfeláraitra.

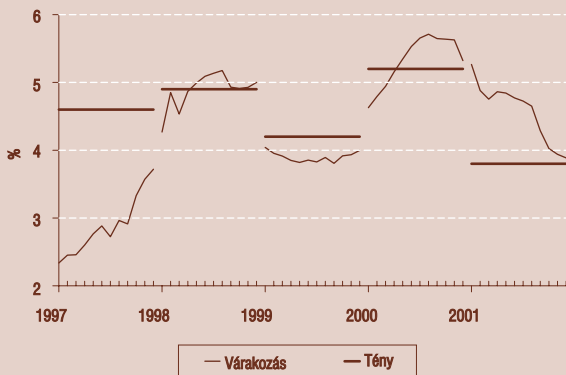
A forint állampapír-piaci hozamok – a korábbi tapasztalatokkal ellentétben – az elmúlt fél évben nem követték szorosan a globális kockázati mutatókat (Ábra: 1). Az árfolyam lebegtetési sávjának kiszélesítése óta az elvárt kockázati felár változása nagyobb részt az árfolyamban, és csak kevésbé a hozamokban csapódott le, 2001 decemberétől pedig úgy tűnik, hogy kifejezetten a hazai makrogazdasági kilátások, valamint az euróhozamok alakították közvetlenül a forinthozamokat.

1.1. ábra Nemzetközi kockázati mutatók és a 3 éves forinthozam



Forrás: J. P. Morgan, Standard & Poor's, MNB

1.2. ábra A GDP várt és tényleges éves reálnövekedése



Forrás: Reuters poll, KSH

1.3. Növekedés és versenyképesség

A pénzügy stabilitás szempontjából az egyik legfontosabb makrogazdasági mutató a gazdaság növekedési üteme. A növekedési ütem fékeződése, különösen, ha időpontja vagy mértéke váratlan, gyakran eredményezi azt, hogy az adósok (háztartások, vállalatok stb.) adósságszolgálati képessége gyengül. A visszafizetési képesség romlásához hozzájárulhat, ha a fellendülés szakaszában kevésbé prudens a hitelezés. A fellendülés optimista időszakában a hitelek odaítélésénél gyengülhet az elővigyázatosság, jellemző lehet a hitelkockázat alulbecslése. Ezt a tendenciát erősíti, ha éles verseny van a hitelező intézmények között a piaci részesedés növelése érdekében.

A magyar gazdaság jelenleg a GDP növekedésének lassulásával, az intervenció sáv kiszélesítését követő jelentős forinterősődéssel, és az infláció részben ez utóbbinak köszönhető jelentős csökkenésével jellemezhető. A külső kereslet és a növekedés visszaesésének mértéke az elemzőket is meglepte, akik 2001 elején még 5% felett várták a GDP-bővülést (Ábra: 2).

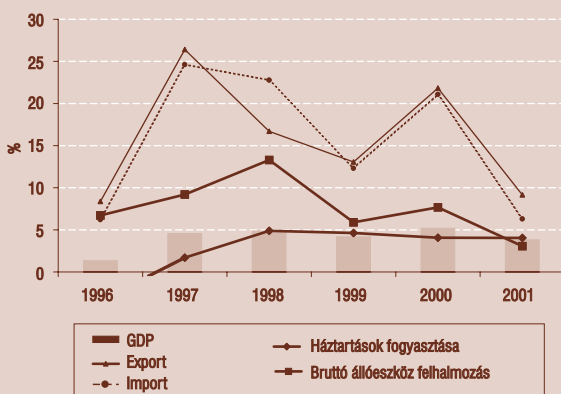
A növekedési ütem esetében meg kell különböztetni az érett gazdaságokra jellemző ciklikus mozgást és a felzárkózó országok magasabb növekedési ütemének esetenkénti nagyobb visszaeséseit. Kis nyitott gazdaságokban veszélyes lehet a pénzügyi stabilitásra nézve az export és a GDP gyors visszaesése, ami különösen olyan országokra jellemző, amelyek exportjának termék- és relációs szerkezete egyoldalú.

Magyarország exportja, amely jelenleg a GDP 60%-ának felel meg, zömmel az EU-ba irányul, így az európai konjunktúraciklusok gyakorolják rá a legnagyobb hatást. A világgazdasági lassulás elsősorban az európai kereslet visszaesésén keresztül fékezte a növekedést, azonban ezzel párhuzamosan a belső kereslet, ezen belül is az államháztartás kereslete, valamint a háztartások már évek óta 4% feletti ütemben bővülő fogyasztása részben ellensúlyozta azt. Mindezek eredőjeként bár 1,4%-ponttal csökkent az éves növekedési ütem 2000-hez viszonyítva, a 3,8%-os GDP-bővülés még mindig az egyik legmagasabb volt Európában. Piaci elemzők szerint idén 3,5%-os növekedés várható, de jövőre már megkezdődik a fellendülés, és a növekedés megközelítheti a 4,5%-ot.

A nemzetközi konjunktúra visszaesése és a forint reálfelértékelődése a vállalati szektor csökkenő profitabilitásán keresztül jelenthet kockázatot. A forint 2001-ben bekövetkezett erősödése ellenére a feldolgozóiparban a bérek növekedési üteme nem mérséklődött. Míg az élénk belső kereslet a szolgáltatásoknál biztosítja az árbevétel szinten maradását, addig az exportáló vállalatok, valamint a belföldi piacokra termelő, de importálható termékekkel versenyző cégek pozíciója a külső versenytársakkal szemben a forint sávsvélesítése óta romlott. A teljes képhez ugyanakkor hozzátartozik, hogy az export-szektor jelentős importhányaddal termel, valamint hogy számottevő nettó devizahitel-állománya van, így az erősebb forint a kieső árbevétel mértékénél kisebb profitcsökkenést eredményezett.

Nem kizárt, hogy a két szektor eltérő jövedelemalakulása miatt a szolgáltatói szektorban nem volt szükség a bérnövekedés visszafogására, és így a külkereskedelemmel versengő

1.3. ábra A GDP és legfontosabb összetevőinek éves reálnövekedése



Forrás: KSH

szektorban sem következhetett be az értékesítési árcsökkenés érvényesítése a bérekben: úgy tűnik, hogy *a bértáramlás visszafogása helyett inkább létszámleépítéssel alkalmazkodtak a kedvezőtlenebb feltételekhez az érintett vállalatok*. Mindezt pénzügyi stabilitási szempontból nem tartjuk kiemelten kockázatos jelenségnek. A központi bérmegállapodás intézményrendszere Magyarországon kevés hatást gyakorol a versenyszektor bérdinamikájára, a szakszervezetek alkupozíciója ebben a szektorban gyenge, így a béralakulás jórészt a vállalatok döntését tükrözi. Másrészt úgy ítéljük meg, hogy a szolgáltatási tevékenységek és a feldolgozóipar számára releváns munkapiacok részben szegmentáltak, így a munkabér-növekedés mozgatórugója nem annyira a szűkös munkaerőért való küzdelem, inkább demonstrációs hatás okozza a bérnövekedés szektorok közötti hasonlóságát.

Az erőteljes bérdinamika tehát nem jelenti azt, hogy a vállalati szektor átlagos jövedelmezősége veszélyben lenne. Jelenleg azonban még nem állnak rendelkezésre ezt közvetlenül igazoló adatok. Nem szabad figyelmen kívül hagyni azt sem, hogy az átlag a jövedelmezőség jelentős heterogenitását takarhatja a vállalati szektoron belül. Erre utal, hogy az erőteljes bérdinamikával egyidőben a feldolgozóipari foglalkoztatottság 2001 utolsó negyedében némileg csökkent.

I.4. Fizetési mérleg és külföldi adósság

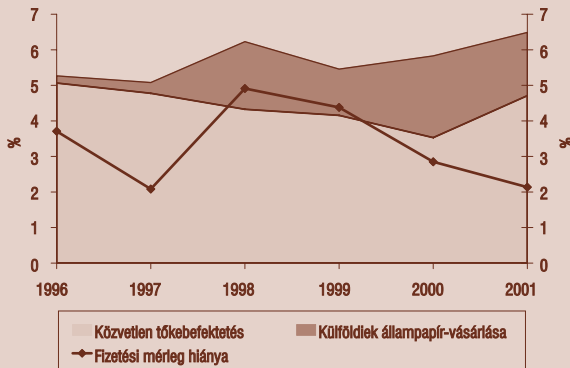
Kis, nyitott gazdaságok pénzügyi rendszerének stabilitása nagymértékben függ attól, hogy a fizetési mérleg hiánya fenntartható-e hosszútávon, és finanszírozása mennyire érzékeny a sokkokra. Az érzékenység elsősorban a tőkeáramlások összetételétől függ, minél rövidebb lejáratúak a bevont források, annál gyorsabban visszavonhatók. Másrészt a külföldi tőkebeáramlás további stabilitási kockázatok forrása lehet. A hazai pénzügyi rendszer közvetítésével a tőkebeáramlás a pénzügyi, deviza- és ingatlanpiacokon hosszútávon fenntarthatatlan áremelkedéseket okozhat.

A csökkenő külső kereslet ellenére a magyar folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya tovább mérséklődött 2001-ben (Ábra: 4). A csökkenés mögött elsősorban az áll, hogy az exportdinamika visszaesésénél nagyobb mértékben lassult az importkereslet bővülése, ugyanis a konjunkturális kilátások romlása miatt a vállalatok jelentős mértékben visszafogták felhalmozási kiadásait. A GDP növekedési ütemének visszaesését mérsékelte az expanzív fiskális politika, számottevően megnövelve az államháztartás finanszírozási igényét. Becsléseink szerint 2001-2002-ben a GDP 2,5%-ával emelkedik az államháztartás forrásbevonása⁸.

Stabilitási szempontból kockázatot jelenthet, hogy a konjunktúra kedvezőbbre fordulásával várhatóan megemelkedik a vál-

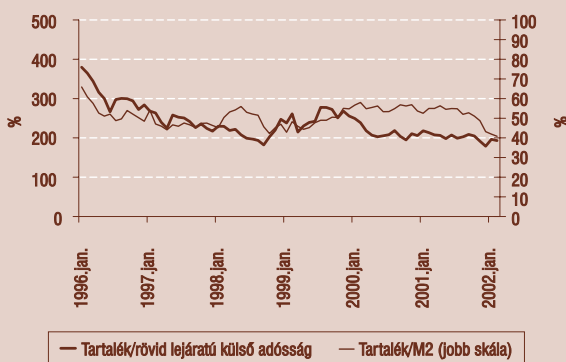
⁸ A becslés részleteit a "Jelentés az infláció alakulásáról" című kiadvány 2002/2. számából ismerheti meg az érdeklődő olvasó. Az előrejelzés az elkészítésének időpontjában hivatalban lévő kormány döntéseinek figyelembevételével történt, kivéve azon törvénymódosítást előkészítő határozatokat, amelyekről az országgyűlés hatásköre dönteni (például 13. havi nyugdíj, családi ellátások).

1.4. ábra A folyó fizetési mérleg hiánya, a bruttó közvetlen tőkebefektetés és a külföldiek állampapír-vásárlása a GDP százalékában



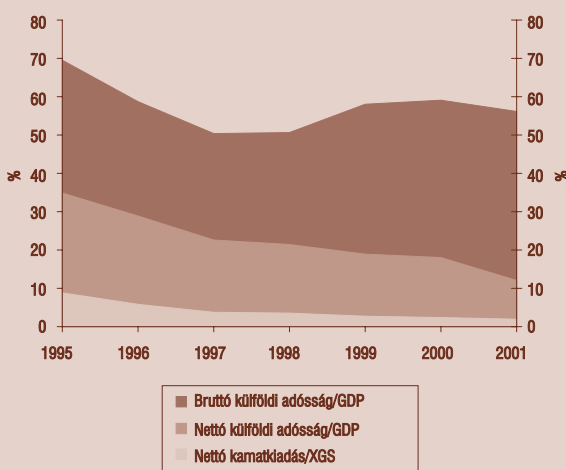
Forrás: MNB

1.5. ábra A devizatartalékok szintjének alakulása



Forrás: MNB

1.6. ábra A külföldi adósságállomány* a GDP, valamint a nettó kamatkiadás az áru- és szolgáltatás export százalékában



Forrás: MNB

*Tulajdonosi hitelek nélkül

latalati szektor külső finanszírozási igénye, és így, ha fennmarad a magas államháztartási forrásbevonás, a folyó fizetési mérleg hiánya számottevően növekedhet. Fontos hangsúlyozni, hogy rövidtávon nem számítunk a vállalati finanszírozási igény gyors növekedésére. Ez akkor következhetne be, ha a vállalati beruházások fellendülése megelőzné az export felfutását. Mivel a vállalati szektorban a kapacitáskihasználtság mutatói alacsonyak és a vállalati beruházásokat nagymértékben meghatározzák a külső keresletre vonatkozó kilátások, ezért e szituáció kialakulásának nem tulajdonítunk nagy valószínűséget.

Az utóbbi évek 2-5%-os deficitje végig alacsonyabb volt a pénzügyi mérleg jelenleg legstabilabban alakuló tételén történő GDP-arányosan 6% körüli beáramlásnál. A külföldi közvetlen tőkebefektetések az elmúlt években a GDP 4-5%-ának feleltek meg. A pénzügyi mérleg másik meghatározó és kiegyensúlyozottan alakuló tétele a külföldiek állampapír-vásárlása, ami a GDP 1-2%-ának megfelelő beáramlást jelentett az utóbbi 4 évben. Az általuk tartott állomány folyamatosan növekszik - 2002 májusában több mint 1200 milliárd forintot ért el, ami a 2001-es GDP 8%-a. Összetételére jellemző volt, hogy a szűk sávós rendszerben a felértékelési várakozások miatt sokáig nagyobb volt a rövidebb lejáratok súlya, mint jelenleg. A lebegtetési sáv kiszélesítése óta a külföldiek által tartott állampapírok átlagos lejáratát 2 évről 3 évre nőtt annak ellenére, hogy csak a sávzsűkösítést követő teljes devizaliberalizáció után vásárolhattak diszkont kincstárjegyeket.

A külső sokkokkal szembeni kitettség szempontjából fontos lehet a nemzetközi tartalékok szintje. A tartalék nagyságát szokás - többek között - a külföld rövid lejáratú (éven belüli) devizaköveteléseivel viszonyítani. Ha a tartalék szintje meghaladja az utóbbit, akkor ez azt jelenti, hogy új hitel felvétele nélkül is lehetséges a bruttó adósságszolgálat teljesítése még egy évig. A nemzetközi tartalékok másik, széles körben használt viszonyítási alapja valamilyen monetáris aggregátum, rendszerint a monetáris bázis vagy az M2. Ezen mutatók alakulása a fizetőeszköz belső hitelessége szempontjából fontos, ugyanis a devizatartalék annak átválthatóságát garantálhatja a rezidensek felé.

Magyarország devizatartalék-szintje a sávzsűkösítés óta kisebb jelentőséggel bír, mint a szűk árfolyamsávós rendszerben, ugyanis a nagyobb tőkemozgásokat az árfolyam jelentős gyengülése is lefékezheti. Mindazonáltal *a devizatartalékok nemzetközi összehasonlításban is biztonságosnak mondható szinten vannak*: a monetáris bázis és a rövid lejáratú külföldi adósságállomány kétszeresét teszik ki⁹, és a tartalék/M2 arány is évek óta 40-60% között van (Ábra: 5).

A nemzetgazdaság bruttó külföldi adósságállományának GDP-arányos szintje az elmúlt években nem lépett ki az 50-60%-os tartományból, a nettó állomány azonban folyamatosan csökkent: míg 1995-ben a bruttó hazai termék 35%-ának felelt meg, addig 2001-ben 12%-ra mérséklődött. Ezzel párhuzamosan *a nettó kamatteher is fokozatosan enyhült* (Ábra: 6).

Az adósság szerkezete is kedvezően alakult. Egyrészt nem változott a rövid lejáratok súlya, ami a hitelmegújítási kockázat szempontjából fontos. Másrészt kedvezően változik a deno-

⁹ A fizetési mérleg-statisztikában eredeti futamidók szerepelnek, ezért a ténylegesen egy éven belül lejáratú állomány jóval nagyobb is lehet.

minációs szerkezet: többek között a forintban kibocsátott állampapírok növekvő aránya miatt csökken a devizaadósság-állomány a teljes állományhoz viszonyítva, így a fizetőképességet kisebb mértékben veszélyezteti az árfolyamkockázat (Ábra: 7).

I.5. Infláció és reálkamatok

Az ármozgások kiszámíthatósága a hosszú távra történő tervezést, a kockázatok megfelelő értékelését segíti elő. A fogyasztói árak viselkedése hasznos információt nyújt a pénzügyi stabilitás szempontjából releváns nominális tervezhetőség mértékéről.

Nemzetközi tapasztalat, hogy a magasabb infláció együtt jár annak nagyobb volatilitásával és kiszámíthatatlanságával. A magyar fogyasztói árindex ráadásul a fejlett országokénál nagyobb súllyal tartalmaz olyan elemeket (például élelmiszer), amelyek szélsőséges ingadozásokra hajlamosak.

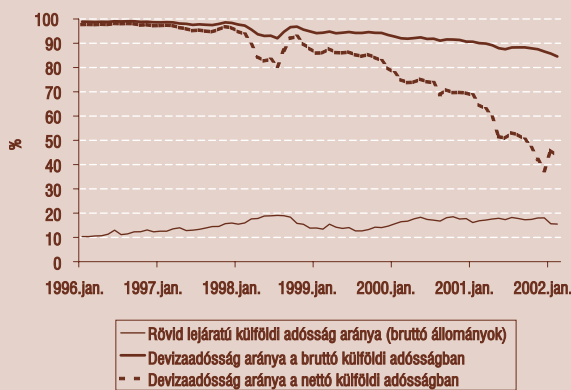
Az elmúlt évek tapasztalatai azt mutatják, hogy már *egyéves horizonton is gyakran csak igen nagy hibával lehetett az inflációt előre jelezni*. A Reuters felméréséből számított 12 hónapra előretekintő elemzői várakozás esetenként 4%-ponttal tért el a tényről (ld: Ábra: 8). Ebből arra következtethetünk, hogy a beruházások ennél hosszabb megtérülési időtávján még nagyobb lehet az áralakulások bizonytalansága, ami nem tervezhető jövedelemsokkokban csapódhat le a hitelező és az adós között.

Az inflációs bizonytalanságot, és annak következményeit tükrözi a reálkamatok múltbeli alakulása is. Míg az állampapírcpi hozamokkal és a Reuters felméréséből származó inflációs várakozások átlagával számított előretekintő (*ex ante*) 1 éves reálhozam viszonylag kiegyensúlyozottan alakult (2000 előtt 4-6%, azóta 2-4%), addig a realizált érték az elmúlt 5 évben széles sávban ingadozott. Az 1998-ban végbement vártnál nagyobb dezinfláció utólag 8%-os, a 2000-ben a várakozásokkal ellentétben 10% felett megragadt infláció negatív reálkamatot eredményezett (ld:).

Mindebből az látszik, hogy Magyarországon *a reálkamat volatilitása elsősorban az inflációs környezet kiszámíthatatlanságából származott*. Esetenként azonban a kockázati prémium meglepetésszerű változása is hozzájárult a reálkamatok változásához. A 2000 elejére utólag visszszámított negatív reálhozamban – például – nem csak a dezinfláció váratlan megtorpanása, hanem a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium drasztikus csökkenése is megjelent. Hasonlóképpen az 1998-as orosz válságot követően a várt és a később realizált reálkamat is 2 százalékpontot emelkedett.

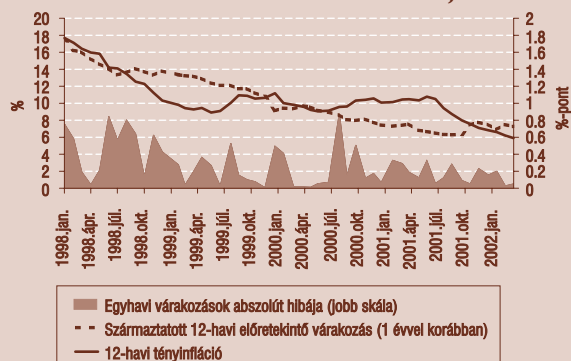
A reálkamat ingadozása mellett annak túl magas, vagy túl alacsony szintje is hordozhat kockázatot. Utóbbi túlzott hitel-ekspanzióhoz vezethet, előbbi a reálnövekedésben és a kamatfizetési képességben okozhat problémákat. A magyar reálkamatok *szintjére* döntő befolyással van az ország kockázati megítélése és a nemzetközi kockázattávallási hajlandóság, valamint a felzárkózással járó reálfelértékelődési várakozások. Mindezek együttesen az orosz válság előtti két évben 1-3, az orosz válságtól 2000 elejéig 4-5, azóta 1-2%-os *ex ante* reálkamat-többletet jelentenek 1 éves lejáraton az euró reálhozam felett.

1.7. ábra A külföldi adósságállomány szerkezete



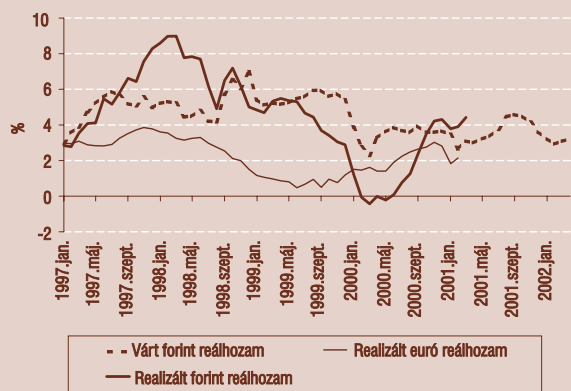
Forrás: MNB

1.8. ábra: Az inflációs várakozások hibája



Forrás: Reuters poll, KSH, saját számítás

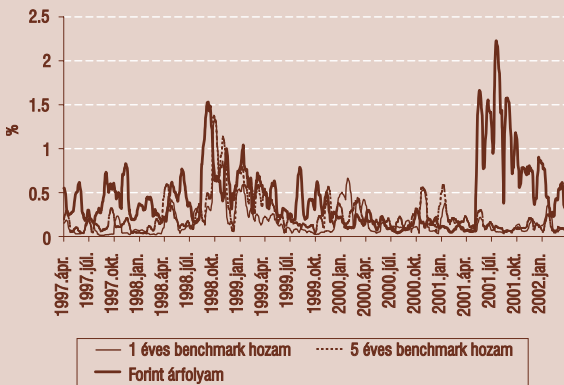
1.9. ábra 1 éves forint és euró reálhozamok



Forrás: MNB, saját számítás

Megjegyzés: A hozamok zéró-kupon hozamok.

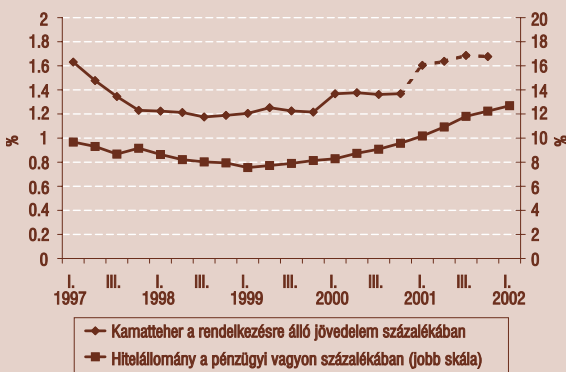
1.10. ábra Állampapír-piaci hozamok és a forint árfolyamának 20 napos mozgóablakkal számított volatilitása



Forrás: MNB, saját számítás

1.11. ábra

A háztartások eladósodottsága és a kamatteher



Forrás: MNB

Megjegyzés: 2001-re MNB becslés

1.12. ábra

Ingatlanhitel-állomány, lakásárak és lakásépítés



Forrás: MNB, KSH, Ingatlan és Befektetés

A tartósan 10% alá került infláció, valamint az inflációs célkövetésen alapuló monetáris politika várhatóan csökkenteni fogja az inflációs bizonytalanságot. Másfelől azonban a forint lebegtetési sávjának kiszélesítése nagyobb teret enged az árfolyammozgásokon keresztül megvalósuló alkalmazkodásnak. Míg a sávszélesítés előtt a kockázati prémium változása jelentős részben hozamváltozásban csapódott le, addig 2001 májusa óta a hozamok kisebb ingadozása nagyobb árfolyamkilengésekkel párosul.

I.6. A háztartási szektor eladósodottsága

A háztartási szektor pénzügyi pozíciójában az utóbbi évek legmarkánsabb fejleményét a növekvő hitelfelvételi kedv jelentette. Korábbi stabilitási jelentéseinkben már bemutattuk, hogy mind a lakosság pénzügyi megtakarításai, mind a hitelállomány rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított nagysága jócskán elmarad a fejlett országokra jellemző aránytól. Ezen belül is nagyobb a lemaradás a hitelállomány vonatkozásában, így az eladósodás közelmúltban megfigyelt dinamikája hosszabb távú jelenség lehet.

A háztartások kamatkiadásainak a jövedelemhez viszonyított alacsony szintje teret enged a további eladósodásnak (Ábra: 11), azonban fékezőerőt jelenthet a piaci kamatozású ingatlan-, és különösen a fogyasztási hitelek magas kamata. A piaci kamatozású lakáshitel-kamat ez év elején 12-15% között, a fogyasztási hiteleknél a teljes hiteldíj-mutató 24 % körül alakult.

Míg 1998-99-ben a fogyasztási célú hitelfelvétel dominált, addig 2000-tól, de különösen 2001-től kezdve egyértelműen az ingatlanvásárlás és -építés céljából történő eladósodás a meghatározó. 2002 márciusától a korábban csak új építésű ingatlan vásárlása esetén igénybe vehető állami kamattámogatás körét kiterjesztették a használt ingatlanokra felvehető hitelekre is, ami azt eredményezheti, hogy a használt lakások 2000 óta pangó piaca ismét megélnékül.

I.7. Eszközárak

A magyar lakóingatlan-piacról viszonylag kevés megbízható információval rendelkezünk, azonban az 1998-99-es folyamatok és a jelzáloghitelezés utóbbi két évben történt felfutása miatt mindenképp elemzést érdemel. A használt lakások ára 1990 és 1997 között alig emelkedett, és reálértékük több mint felét elvesztették. Az árak 1998 és 1999 folyamán végbe ment csaknem megháromszorozódása arra utal, hogy a befektetési, esetenként spekulatív motívumok dominálták a keresletet (Ábra: 12¹⁰).

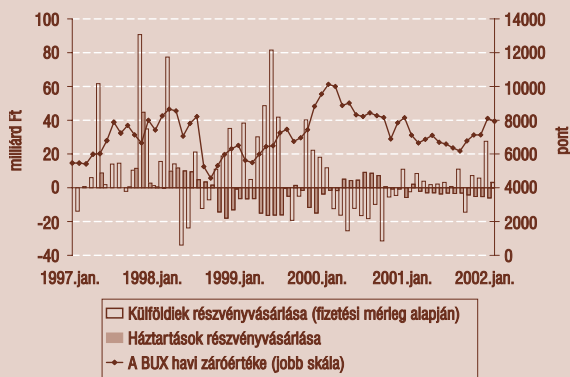
2000-ben - az akkor elindult állami kamattámogatásos rendszer által is ösztönözve - a kereslet az új építésű társasházi la-

¹⁰ Az ábrán bemutatott négyzetméterárak kínálási árak, és csak a budapesti panel-lakásokra vonatkoznak, más historikus árinformációk alapján azonban úgy tűnik, hogy kellően reprezentatívak az áralakulás bemutatásához.

kások és családi házak felé fordult, amint azt a kiadott lakás-építési engedélyek jelentős megugrása is mutatja. A használt lakások árai azóta lényegében nem változtak. A kamattámogatás ez év márciusi kiterjesztése azonban ismét fellendítheti ezt a szegmenst, és egy esetleges ingatlanpiaci buborék a jelzálog fedezete mellett történő hitelezés gyors bővülése miatt elvileg pénzügyi stabilitási kockázatot jelenthet. A kockázatot jelentősen csökkenti, hogy a kereskedelmi bankok a támogatott hitel-nél az ingatlan piaci értékének legfeljebb 50, piaci kamatozá-sú hitelnél pedig 60-70%-áig hajlandók kölcsönözni, ami nemzetközi összehasonlításban nem számít magas aránynak. Figyelembe kell azonban venni, hogy az elmúlt évtizedben nem tapasztaltunk jelentős eladási és árcsökkenési hullámot az ingatlanpiacon, így nincs képünk arról, hogy ez milyen lefelé történő túllövésekhez vezethet.

A részvényárak alakulása jelenleg csak elenyésző hatással van a háztartások pénzügyi vagyonára, ugyanis az általuk tartott részvények értéke az összvagyon alig több mint 2%-át teszi ki. A legmagasabb részarányt (9%) az orosz válságot megelőző hónapokban érték el, azóta a részvénytartás folyamatosan háttérbe szorul. E jelenség mögött az áll, hogy a háztartások többnyire akkor jelentek meg eladóként, amikor tartósan magas hozamot produkáltak, és akkor vevőként, amikor csökkentek a részvényárak (Ábra: 13). Elvileg a befektetési jegyek értéke is befolyásolhatja a háztartások pozícióját, azonban az összva-gyon 8%-át jelentő, alapok által kezelt befektetések mögött nagyobb részt állampapírok vannak.

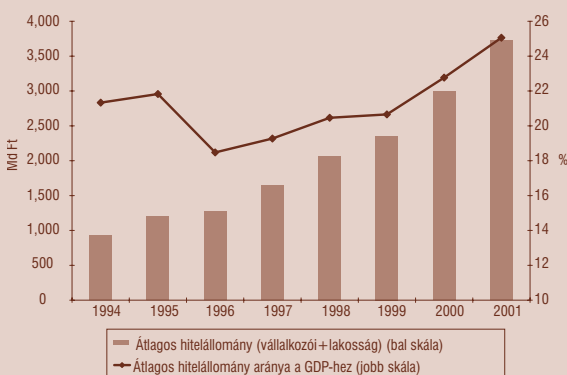
1.13. ábra Külföldi és hazai részvényvásárlás és a BUX részvényindex értéke



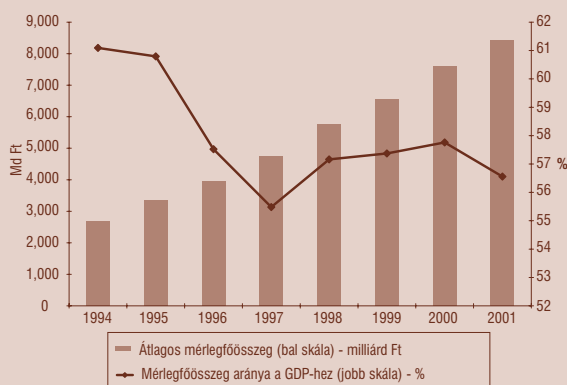
Forrás: MNB, Reuters

II. A hitelintézeti rendszer stabilitása

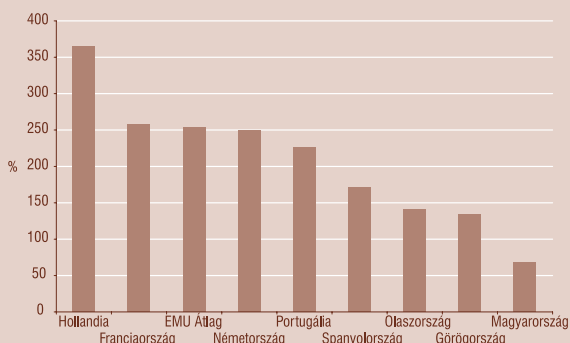
2.1. ábra A lakossági és vállalati hitelek átlagos aránya a GDP %-ában



2.2. ábra A bankok átlagos mérlegfőösszege a GDP arányában



2.3. ábra A mérlegfőösszeg/GDP mutató nemzetközi összehasonlításban (1999, Magyarország esetében 2000)



Forrás: OECD, IFS, ECB

A bankrendszer 2001. évi tevékenységét a kiegyensúlyozott fejlődés és stabilitás jellemzi, míg a szövetkezeti hitelintézeti szektor tevékenységét továbbra is kockázatosnak ítéljük meg.

Az állami feladatokat ellátó bankok figyelembevétele nélkül¹¹ számítva a bankszektor által nyújtott lakossági és vállalati hitelek állománya 2001 folyamán 15,3 %-kal nőtt, a szektor mérlegfőösszege ettől elmaradónan, 11,3 %-kal. Az év során a banki mérlegstruktúra folyamatos változását is megfigyelhetjük: az első háromnegyed évben a mérlegfőösszeg növekedése messze alulmúlta a hitelezési dinamikát, a bankok likvid (elsősorban rövidlejáratú jegybanki) eszközeik hitelezésbe való átcsatornázásával teremtették meg a hiteldinamizmus forrásait. A negyedik negyedévben megváltozott a helyzet, a lakossági és vállalati betétek állománya egyaránt megugrott, egyidejűleg a hitelek iránti kereslet visszaesett. Így a negyedik negyedévben jelentkező gyorsabb mérlegfőösszeg-növekedés és hiteldinamika-megtorpanás eredményeképpen a bankok rövidlejáratú külföldi kihelyezéseiket, és a különféle pénzügyi szolgáltató tevékenységet végző leányvállalataik (PPBS) finanszírozását növelték. A fenti folyamatok eredményeképpen a pénzügyi közvetítés mélységét kifejező mutatók alakulása sem volt egységes: az éves átlagos állományokkal mért hitel/GDP mutató tovább nőtt (1. ábra), míg a mérlegfőösszeg/GDP mutató valamelyest csökkent (2. ábra).

A pénzügyi közvetítés mélysége nemzetközi összehasonlításban továbbra is igen alacsonynak tekinthető.¹² A GDP-arányos mérlegfőösszeg Magyarországon számottevően elmarad az Európai Unióra jellemző nagyságrendtől, a hazai bankszektor terjedelme még a legkevésbé fejlett bankszektorral rendelkező dél-európai országok bankrendszerének a felét sem éri el. (3. ábra)

A bankszektor terjedelmének elmaradottsága különösen nagynak tekinthető annak függvényében, hogy Magyarország – az Európai Unió országainak többségéhez hasonlóan – banki alapú pénzügyi közvetítéssel rendelkező ország, vagyis a köz-

¹¹ A bankrendszer elemzése során ettől a kiadványtól kezdődően a jövőben kizárólag a szektor sebezhetősége ill. stabilitása szempontjából fontos és megítélhető intézményi kört elemezzük. Ennek érdekében a speciális szabályozás alá eső, elsősorban állami feladatokat ellátó, és nem a bankszférával azonos, piaci feltételekkel versengő intézményeket kihagyjuk az elemzett intézményi körből. Két állami tulajdonú, és állami célokat szolgáló hitelintézet tartozik ebbe a kategóriába: az Exim Bank, ill. az MFB. Mivel a módosításokat a hitelintézetekre vonatkozó adatsorokon visszamenőlegesen is elvégeztük, a hitelintézeti kör módosításának hatásaként a Stabilitási jelentésben szereplő adatok különbözhetnek a korábbi Stabilitási jelentésekben szereplőektől.

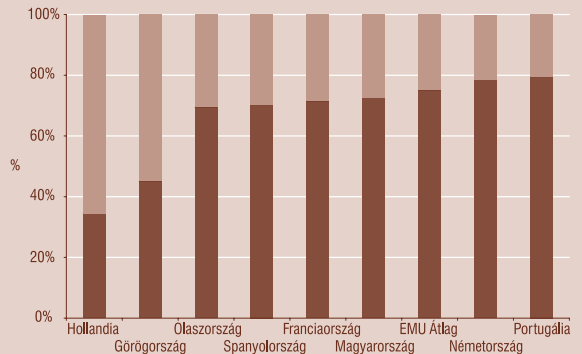
¹² A nemzetközi összehasonlítás során a teljes bankszektor adatait használjuk, az MFB-vel, és az Exim Bankkal együtt, hiszen a külföldi adatokat sem tudjuk a hasonló típusú intézményektől megtisztítani.

vetítésen belül a bankok szerepe számottevően meghaladja a tőkepiacokét. (4. ábra)

A bankszektor piaci folyamataival kapcsolatban fontos kiemelni, hogy az öt legnagyobb bank piaci részesedése alapján mért koncentráció évek óta tartó csökkenése, a lezajlott fúziók hatására 2001-ben megfordult, Magyarországon is megfigyelhetővé vált a bankpiac konszolidációja. A szektor koncentrációja azonban így sem tekinthető nagynak. (5. ábra)

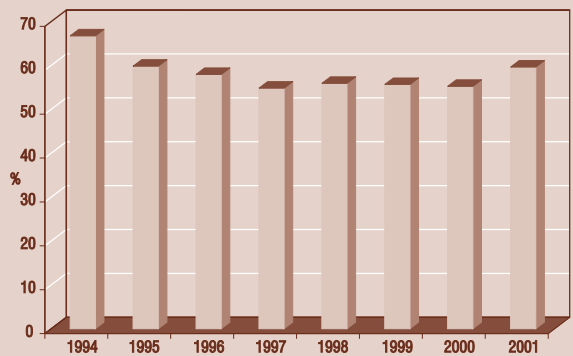
A hitelintézeti szektor szabályozásával és a hitelintézetek adatszolgáltatásával kapcsolatban 2001-ben számos, nagy horderejű változásra került sor. A változások fontosak az Unió jogharmonizáció szempontjából, és olyanok, amelyek alapvetően elősegítik a szektor stabilitását, átláthatóbb működését (pl. piaci kockázatok tőkekövetelményének CAD alapú meghatározása, számviteli szabályok megváltozása, adatszolgáltatás szektorbontásának EU-normák szerinti harmonizálása stb.).¹³ Ahol a szabályozási változások a bankszektor tevékenysége, eredményalakulása szempontjából komoly hatást gyakoroltak, ott erre az adott alfejezeteknél kitérünk.

2.4. ábra A banki és a részvénytársasági közvetítés aránya nemzetközi összehasonlításban (1999, Magyarország esetében 2000)



Forrás: OECD, IFS, ECB

2.5. ábra Az öt legnagyobb bank piaci részesedése



A "mérlegfőösszeg/GDP" mutató módszertani problémái

A szakirodalomban a pénzügyi közvetítés mélységének mérésére gyakran használt mutató a "közvetítőrendszer teljes eszközállománya/GDP" hányados. Rendszeres jelentéseiben az MNB is közzéteszi ezt a mutatót a bankrendszerre, illetve az utóbbi néhány évben már a nem-banki közvetítőkre vonatkozóan is. Használata azonban tartalmilag és módszertanilag is komolyan megkérdőjelezhető. Közgazdaságilag sokkal értelmezhetőbbek az olyan mutatók, mint a bankrendszer által előállított GDP aránya a teljes GDP-hez vagy a bankrendszer eszközállományának aránya a teljes pénzügyi eszközállományhoz. Ezek a mutatók azonban jelenleg Magyarországon csak jelentős késéssel és nagy nehézségek árán állíthatók elő.

A módszertani probléma abból következik, hogy egy stock jellegű változót (eszközállomány) viszonyítunk egy flow jellegű változóhoz (GDP). Ha az év végi állományt osztjuk el az éves GDP-vel, csökkenő inflációs környezetben (amikor az év végi inflációs ráta alacsonyabb, mint az éves átlagos) előfordulhat az, hogy a mutató értéke csökken, miközben a mérlegfőösszeg reálnövekedése meghaladja a GDP reálnövekedését. Az év végi mérlegfőösszeget ugyanis csak egy december/december inflációs rátával lehet deflálni. A mutató módszertanilag kétféleképpen korrigálható. Az egyik módszer az, hogy éves átlagos stock-kal dolgozunk, azaz az éves átlagos mérlegfőösszeg növekedését illetve GDP-hez viszonyított arányát vizsgáljuk. A másik módszer¹⁴ abban áll, hogy az átlagos reálmérlegfőösszeget (vagyis az előző évi árszínvonallal kalkulált mérlegfőösszeget) elosztjuk a reál-GDP-vel (vagyis az előző évi árszínvonallal kalkulált GDP-vel). Képlettel ez a következőképpen néz ki:

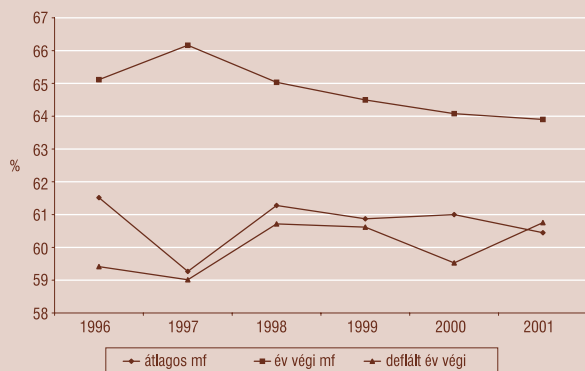
$$(0,5 * (FD_t / CPI_{e,t} + FD_{t-1} / CPI_{e,t-1})) / (GDP_t / CPI_{a,t}),$$

ahol az *e*-index terminus végi, míg az *a*-index átlagos változót jelöl *t*, és *t-1* időpontra.

¹³ A szabályozási változások részletes áttekintése megtalálható a 2001 első félévéről szóló 2001. novemberi Stabilitási jelentés 24-25. oldalán. Az év hátralévő részében további változtatásokra nem került sor.

¹⁴ Beck - Demirgüç-Kunt - Levine (1999): A New Database on Financial Development and Structure

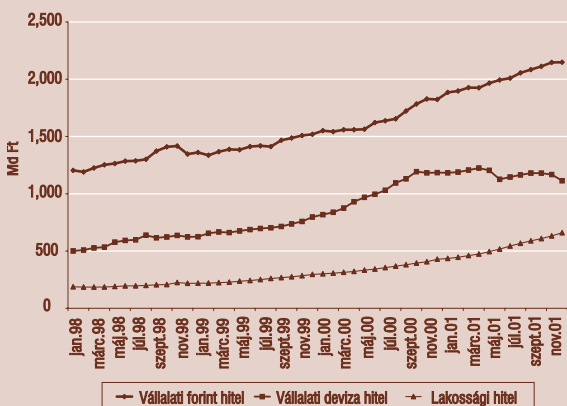
A háromféle módszerrel számolt mutató alakulása



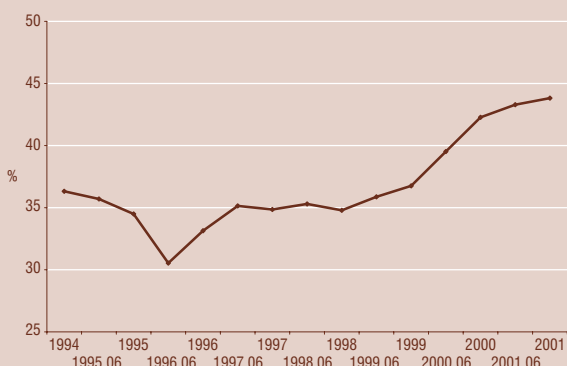
Az év végi mérlegfőösszeggel számolt mutató 1997-től tapasztalt csökkenése az infláció folyamatos mérséklődéséből adódik. A másik két (módszertanilag helyesebb) mutató értéke 1996-ban és 2000-ben tér el jelentősen egymástól. Ebben a két évben az átlagos fogyasztói infláció érzékelhető módon kisebb volt, mint az időszak eleji és időszak végi inflációs ráta számtani átlaga.

Látható tehát, hogy ennek az általánosan használt mutatónak az értéke illetve alakulása Magyarországon sokkal inkább függ a választott számítási módtól, illetve az infláció alakulásától, mint egy stabilan alacsony inflációjú országban.

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



2.7. ábra Vállalkozói és lakossági hitelek együttes aránya a mérlegfőösszegen belül



II.1. A hitelkockázatok alakulása a bankszektorban

2001-ben a bankrendszer hitelállománya¹⁵ nominálisan 17 százalékkal nőtt, ami messze elmarad a 2000-es bővüléstől (31,5%). A növekedési ütem visszaesése a vállalati devizahitel-állomány csökkenésének köszönhető, és tükröződik a vállalati és lakossági hitelek mérlegfőösszeghez viszonyított arányának alakulásában is. (6-7. ábra)

Míg az eurózóna országainak többségében a háztartásoknak nyújtott bankhitelek állománya meghaladja a nem-pénzügyi vállalatoknak nyújtott bankhitelek állományát, addig Magyarországon jóval alatta marad (2001-ben mindössze 24,5%-át tette ki)¹⁶. (8. ábra)

A kockázattal súlyozott mérlegtételek értékének csaknem 15 százalékos növekedése 2001-ben a 2000-ben tapasztaltnál jóval kisebb mértékben haladta meg a mérlegfőösszeg növekedési ütemét, ami annak köszönhető, hogy a bankok az ügyfélhitelek-állomány növekedését képesek voltak nagyrészt ügyfélforrásokkal fedezni, és így csak kisebb mértékben szorultak rá mérlegen belüli eszközátcsoportosításra.

Az értékpapír-fedezet melletti hitelezés volumene és részaránya az ügyfélhitelekben belül 2001-ben jelentősen nőtt, de még mindig nem éri el az orosz válság előtti szintet, az értékpapírpiaci árbuborék esetleges kialakulásából származó kockázat a bankrendszer szintjén továbbra is elhanyagolható. (9. ábra)

¹⁵ A hitelállomány magába foglalja a központi költségvetés és egyéb szektorok, a vállalkozások és a lakosság hiteleit.

¹⁶ A nemzetközi összehasonlíthatóság érdekében az MFB-vel, az Exim Bankkal és a szövetségi hitelintézetekkel együtt számolva.

Az EU minden tagországában működnek adós- és hitelinformációs cégek a hitelezés kockázatainak csökkentése érdekében. Az egyes hitelreferencia szolgáltatók egy-egy üzletágra (lakossági, vállalati) fókuszálnak, amit az indokol, hogy a jogi és természetes személyekre vonatkozó adatok köre és struktúrája, feldolgozásának módja nagyon eltérő. Újabban multinacionális "scoring" cégek jelentek meg a piacon, amelyek fejlett szolgáltatásokat nyújtanak¹⁷. Az európai hitelreferencia szolgáltatók létrehozta egy nemzetközi szövetséget (ACCIS) az adatok kölcsönös hozzáférése, illetve közös képviselőjük érdekében. Magyarországon a jogi személyekre vonatkozó fejlett színvonalú szolgáltatásnyújtás feltételei adottak, az adatok megbízhatóságával kapcsolatosan azonban még gyakran merülnek fel problémák. A természetes személyekre vonatkozó magas színvonalú szolgáltatásnyújtás megvalósításának viszont számos, a hazai jogi környezetből fakadó akadálya van. A megfelelő szabályozás gyors kialakítása nagyon fontos lenne – az előkészítési munkák az MNB-ben már megkezdődtek -, mivel fejlett hitelreferencia-szolgáltatás igénybevétele révén csökkenthető az erőteljesen felfutó hitelállomány kockázati kitettsége, és így a hitelek kockázati felára. A majdani EU-csatlakozás is szükségessé teszi az idevágó jogszabályok harmonizálását, illetve a határon átnyúló szolgáltatások terjedésével a nemzetközi adós- és hitelinformációs rendszerekhez történő csatlakozást.

II.1.1. Vállalati hitelkockázatok

A 2001-es esztendőben a bankrendszer vállalati hitelállománya nominálisan 8,4%-al bővült, ami 3%ponttal elmaradt a mérlegfőösszeg nominális növekedésétől. A vállalkozói piacon, 2000-hez viszonyítva, a hitelek növekedési üteme jelentősen visszaesett. Ennek oka egy részről az, hogy a vállalatok nettó finanszírozási igénye számottevően csökkent, hiszen amellet, hogy a jövedelmezőség nem romlott, a felhalmozási kiadások jelentősen csökkentek. Így a vállalati szektor a nominális GDP-hez viszonyítva, az elmúlt évek trendjétől eltérően a megszokottnál enyhébb mértékben növelte hitelállományát¹⁸.

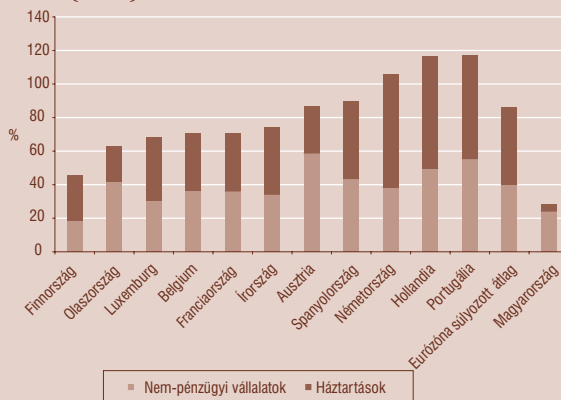
Ugyancsak hozzájárult a banki hitelállomány mérsékelt növekedéséhez a vállalati hitelszerkezet átalakulása is (10. ábra). A legnagyobb változást a devizában denominált hitelek belüli átrendeződés jelenti. A bankszektortól felvett devizahitelek visszaszorulását a tulajdonosi hitelek súlyának növekedése kísérte. A tulajdonosi hitelek állománya a teljes hitelportfolión belül, illetve a GDP-hez mérten is az eddigi legmagasabb arányt érte el¹⁹. A tulajdonosi hitelek növekedésében közrejátszott az ebbe a körbe tartozó forrásbevonás feltételeinek a kereskedelmi bankoknál rugalmasabb kezelése, illetve egy egyszeri nagyobb tranzakció is.

¹⁷ Az alapszolgáltatások (a hitelezéshez fontos adatok gyűjtése, rendelkezésre bocsátása, meghatározott ideig való tárolása és folyamatos aktualizálása) nyújtásán túl "scoring" programokat működtetnek a kockázatok feltérképezésére, piacelemzési, pénzügyi analízisszolgáltatást nyújtanak, elősegítik a tartozással rendelkező, a hitelező látószögéből eltűnt ügyfelek felkutatását, illetve magánügyfelek kérésére hitelképességi igazolványt állítanak ki, megkönnyítve ezáltal a hitelfelvételüket.

¹⁸ A devizahitelek ártértékelődése miatt a hitelek összesített állománya a GDP százalékában forintban kifejezve mérsékelt csökkenést, míg euró alapon enyhén nőtt.

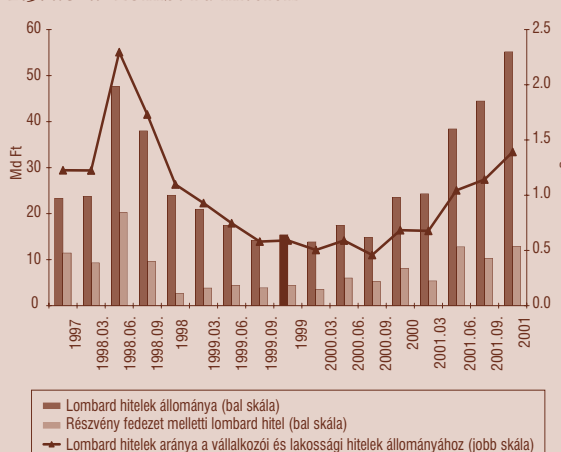
¹⁹ Módszertani változás is történt 2002. januárjától: a vállalatcsoporton belüli elszámolási számlákon kimutatott tartozásokat az egyéb hitel helyett felvett tulajdonosi hitelként számolják el, ami önmagában 792 millió euró értékű hitelállomány átcsatlakozását jelentette a közvetlen külföldi devizahitelek közül a tulajdonosi hitelek közé.

2.8. ábra Az eurózóna országaiban a magánszektorban nyújtott bankhitelek a GDP %-ában (2000)

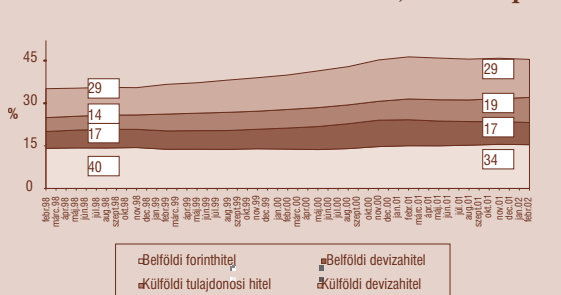


Forrás: ECB, idézi Banco de Espana 2000 évi Éves jelentés, p.116 és MNB.

2.9. ábra Lombard hitelek



2.10. ábra A nem pénzügyi vállalatok hitelszerkezete a GDP százalékában, forint alapon*



* a négyzetekben lévő számok az egyes tételek arányát mutatják a teljes hitelportfolión belül; 2002. I. negyedév adata becslés

Az adatok a módszertani változás hatásától tisztítottak.

A hazai bankoktól felvett vállalati hitelállomány növekedési üteme ilyen nagy mértékű csökkenésének az oka azonban lényegében a májusi sávszélesítésben keresendő. A vállalati forinthitelek, hasonlóan az elmúlt évek tendenciájához, az év egészében dinamikusan növekedtek, míg a devizahitelek állománya májustól csökkent. A sávszélesítésnek, illetve a forint erősödésének köszönhetően ugyanis, a forintban kimutatott devizahitel-állomány nominálisan 6%-al csökkent. Ennek egyrészt az az oka, hogy a forinterősödés negatívan befolyásolta az állomány nagyságát, másrészt pedig az, hogy 2001 januárjától lényegében stagnált a keresztárfolyam-változástól és az árfolyamszint-változástól megtisztított devizaállomány. Valószínűleg 2000 októberétől a piaci várakozások fogták vissza a devizahitelek növekedését, míg májustól az árfolyamrendszer változása miatt ténylegesen megnövekedett árfolyamkockázat tartotta vissza az ügyfeleket a devizában való további eladósodástól. Az árfolyamkockázat kezelése ugyanis jelenleg meglehetősen nehézkes a fejletlen hazai származékos piacokon. Ugyancsak hozzájárulhatott a devizahitelek csökkenéséhez az, hogy az utóbbi években szoros korreláció figyelhető meg az export és a belföldi devizahitelek dinamikája közt, hiszen a nagy multinacionális cégek forgóeszközeiket devizahitelekkel finanszírozzák. Így a devizahitelek csökkenése részben magyarázható a 2001-es év csökkenő exportdinamikájával is.

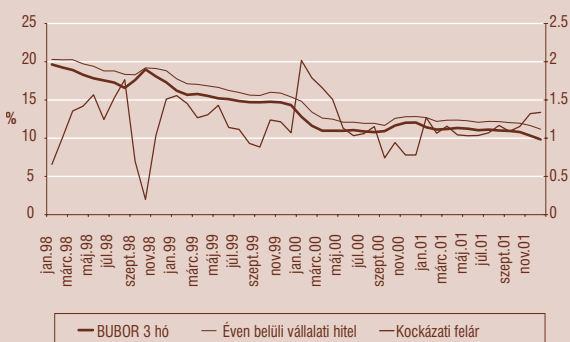
Mindezen folyamatok következményeként a vállalati devizahitel aránya a vállalati hiteleken belül 39,4%-ról 34,2%-ra esett vissza a 2001-es esztendő során. Bár az év első felében az éven túli devizahitelek aránya csökkent a vállalati hitelállományon belül, az év végi számokat tekintve már azt mondhatjuk el, hogy nem tört meg az évek óta tartó tendencia, azaz a hosszú lejáratú devizahitelek részaránya továbbra is évről évre lassú ütemben növekszik (2000: 53,1%; 2001: 55,1%).

A forintban nyújtott hitelállomány nominálisan 17,8%-al emelkedett az év folyamán. A növekedés nagyobb részben a hosszú lejáratú hiteleknek köszönhető, így az éven belüli forinthitelek részaránya az előző évhez viszonyítva három százalékponttal 53,68%-ra csökkent.

A spread 2000 elején csökkent jelentősen, mintegy 1% ponttal, azóta stabilizálódni látszik 1,5% pont körül. 2000 utolsó negyedévéhez viszonyítva a 2001-es évet némileg magasabb kockázati felárak jellemezték (11. ábra). Pozitív fejleménynek tekinthetjük, hogy az inflációs folyamatoknak köszönhetően ez az év volt az első, amikor nem voltak nagy kilengések a kockázati felárban, így a korábbi évekre jellemző hektikus mozgás most stabilizálódni látszik. Ez abból a szempontból mindenképpen üdvözlendő, hogy vélhetőleg a piaci szereplők így biztosabban tudnak kalkulálni döntéseik során. Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy egy lassuló konjunktúra esetén veszélyt jelenthet egy erős piaci verseny miatt "megszilárdult" kockázati felár, hiszen felmerülhet a veszélye annak, hogy ezen felár elégtelennek bizonyul a megnövekedett kockázatok fedezésére²¹.

A vállalkozói devizahitel-állomány mintegy 6%-al csökkent az esztendő folyamán. Ennek alapvető oka a forint erősödése volt: az árfolyamszint változása -7,6%-al befolyásolta az álló-

11. ábra: A vállalati hitelkamat és a BUBOR közötti rés²⁰



²⁰ Mivel a bankok az állampapírhozamok helyett a BUBOR-hoz árazzák hiteleiket, ezért célszerűnek láttuk a BUBOR-ral számolni a spreadet.

²¹ Lásd erről még: Tóth Áron: A magyar bankok árképzési gyakorlata, Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2001. május.

mányt, amit a keresztárfolyam-változás csak kis részben tudott ellensúlyozni (+1,97%). A volumenváltozás hatása lényegében elhanyagolható, azaz nagyjából ugyanakkora (deviza)-összegben nyújtottak új devizahitelt, mint amennyi megszűnt (12. ábra). A májusi sávszélesítés következtében a forintfelértékelődés hatásának nagy része a május, június hónapokra koncentrálódik. A hosszúlejáratú devizahitel-állomány (ami a devizahitelek kétharmadát teszi ki) nem változott az év során, így a devizahitelek csökkenése teljes egészében éven belül történt. A hosszúlejáratú hitelek esetében tehát a volumenváltozásnak sikerült kompenzálnia a keresztárfolyam-, illetve az árfolyamszint-változásból eredő hatásokat. Így a rövid lejáratú devizahitelek részaránya jelentősen csökkent az állományon belül, ami elviekben kedvező folyamatnak tekinthető.

A forintban nyújtott beruházási hitelek állománya 2 éve folyamatosan bővül. 2001-ben az állomány nagysága 470,2 milliárd forint volt, ami 29,4%-os emelkedést jelez az 2000-es évhez képest (a devizában nyújtott beruházási hitelek állománya 2001 végén 301 milliárd forint volt).

Az üzleti célú ingatlanfejlesztési hitelek állománya évről évre igen dinamikus növekedett (13. ábra). Ezen dinamikus növekedés lendülete 2001-ben megtört, hiszen az előző évekhez képest jelentősen lelassult a növekedés (1999: 54%, 2000: 84%, 2001: 9%). Mivel azonban az iroda- és üzletházfejlesztési hitelek szinte teljes egészében devizahitelek (98%), ezért a forint erősödése itt is jelentősen árnyalja a képet. Ezen hitelek esetében ugyanis a volumenváltozás kompenzálni tudta az árfolyam-változás negatív hatásait, még ha nem is túl nagy mértékben. Így, habár jelentősen visszaesett az ingatlanfejlesztési hitelek növekedése, mégis sokkal dinamikusabban bővült, mint a devizahitel-állomány egésze. Mivel az ingatlanfejlesztési hiteleknek az elmúlt évek látványos növekedése ellenére is csekély a részarányuk a hitelállományon belül, ezért továbbra sem jelent kockázatot a bankrendszer egészére nézve. Az állomány koncentrációja valamelyest csökkent, de továbbra is igen magas: 5 bank nyújtotta az iroda- és üzletházfejlesztési hitelek 87%-át. Tekintettel arra, hogy 5 nagybankról van szó, ezen hitelek esetükben sem jelentenek komoly kockázatot, bár eredményükre negatív hatással lehet, ha az irodai túlkínálat fizetési nehézségekhez vezet az adósoknál.

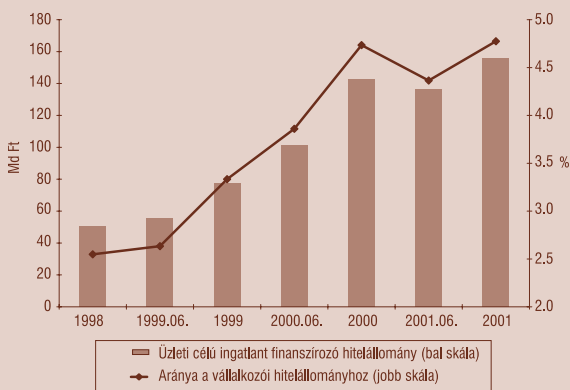
A vállalkozói hitelállomány ágazati megoszlásában nem történt nagy változás. Kockázati szempontból kedvező folyamat, hogy a mezőgazdasági és élelmiszeripari vállalatoknak nyújtott hitelek részaránya évről évre csökken: 2001-ben ez a részarány 1,2%-al múlta alul az előző évit, így most 6,7% ezen ágazat részaránya a vállalkozói hitelállományban. A szektor viszonylagos elmaradottsága komoly hitelkockázatot jelenthetne, ha a bankrendszer relatív kitétsége nem volna ilyen alacsony. Említésre méltó még az ingatlan- és gazdasági szolgáltatások köre, aminek a részaránya az elmúlt évben 1,2%-al emelkedett.

A vállalkozói piacot már hosszú évek óta kiélezett verseny jellemzi, ebben lényeges változás az elmúlt évben sem történt. Ennek ellenére, a 2001-es évben lezajlott fúzióknak köszönhetően jelentősen nőtt a vállalkozói hitelek és betétek koncentrációja (14. ábra). Meg kell jegyezni azonban, hogy a koncentrációs mérőszámokból csak fenntartásokkal lehet következtetni a verseny tényleges fokára, hiszen a világ fejlett bankrendszeiben is megfigyelhető fúziós hullám éppen a kiélezett piaci versenynek köszönhető.

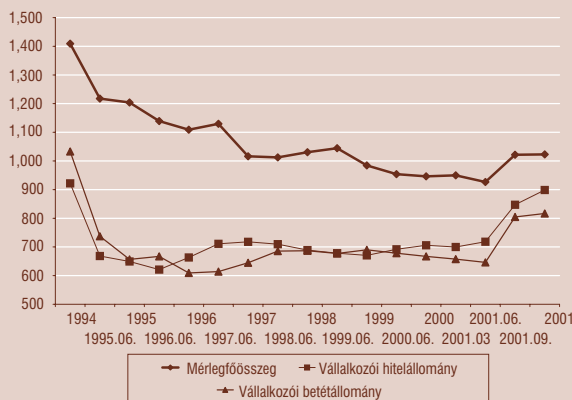
2.12. ábra A vállalkozói devizahitelek változásának összetevői



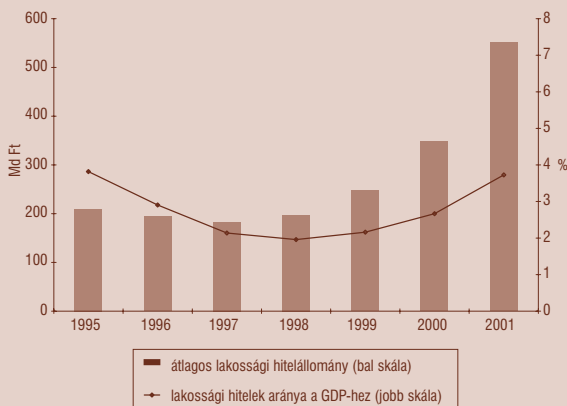
2.13. ábra Ingatlanfejlesztési hitelek



2.14. ábra Vállalati hitelek és betétek, illetve a mérlegfőösszeg koncentrációja (Herfindal indexek)

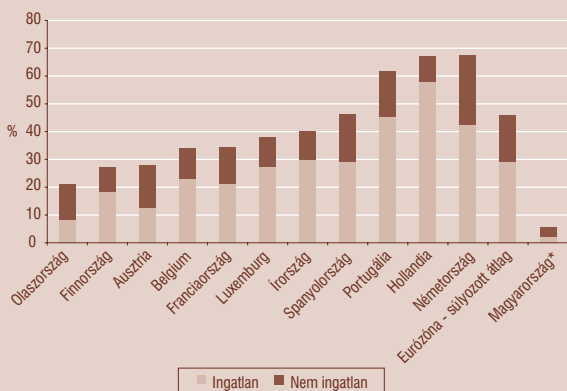


2.15. ábra A bankrendszer átlagos lakossági (háztartási) hitelállománya* a GDP arányában



* 2001-től az egyéni vállalkozók a háztartásokhoz kerültek besorolásra, míg korábban a vállalkozók közt szerepeltek.

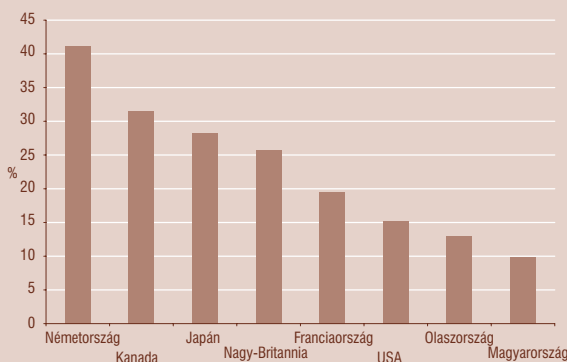
2.16. ábra Az eurózóna országaiban a háztartási szektornak nyújtott bankhitelek a GDP %-ában (2000)



* Magyarország esetében 2001-es adatok

Forrás: ECB, idézi Banco de Espana 2000 évi Éves jelentés, p.116 és MNB.

2.17. ábra A lakosság pénzügyi kötelezettségei pénzügyi eszközök %-ában néhány fejlett országban (2000)



Forrás: OECD

A gazdasági növekedés lassulása, a forint erősödésének reál gazdasági hatásai, a vállalatok jövedelmezőségének várható romlása, a bankok likviditásának feszesebbé válása, illetve a banki portfóliók jövőbeni esetleges romlása miatt elképzelhető a vállalati hitelezés dinamikájának enyhe csökkenése az elkövetkező időszakban.

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

II.1.2. Lakossági hitelkockázatok

Hazánkban az utóbbi években megkezdődött a háztartások fogyasztásának, illetve eladósodottságának növekedése. (15. ábra) A lakossági hitelezés egyre dinamikusabban bővül, 2001-ben a bankrendszeri állomány reálértéken 44 százalékkal nőtt²² (2000-ben 32 százalékkal). Ennek ellenére a háztartási szektor eladósodottsági szintje még mindig nagyságrenddel alacsonyabb a fejlett országokénál, ahol a pénzügyi kötelezettségek rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya 40-130% között volt 2000-ben, míg Magyarországon nem érte el a 10%-ot. A háztartási szektornak nyújtott bankhitelállomány GDP-hez viszonyított aránya 2000-ben az eurózóna súlyozott átlagában 46% volt, míg Magyarországon ennek csak töredéke, 2001 végén mintegy 6%²³. (16. ábra) Így hazánkban a viszonylag kedvező makrogazdasági környezet fennmaradása esetén a lakossági hitelezés bővülése vélhetően tartós lesz. A folyamatot erősítheti Magyarország várható EU-csatlakozása, ami a jövedelem-kilátások további javulását, az infláció és kamatszint további csökkenését vetíti előre.

A magyar bankrendszer prudens hitelezési gyakorlata esetén azonban a lakossági hitelállomány jelenlegi rendkívüli növekedési üteme csökkenni fog, tekintettel a hazai lakosság adósságviselő képességére. Ugyanis a magyar háztartások pénzügyi kötelezettségek/pénzügyi eszközök hányadosát (2001-ben 12,5%) tekintve már nem olyan nagy a különbség a fejlett országokhoz képest. (17. ábra)

Magyarországon a háztartási szektor eladósodottsági szintje nem csak nagyságrenddel alacsonyabb a fejlett országokénál, hanem struktúrájában is merőben eltérő képet mutat. Míg az eurózónában a háztartások bankhitelállományának 63%-a ingatlanhitel, addig Magyarországon mindössze 38%-a. Hazánkban a bővülés korábban szinte kizárólag a fogyasztási és egyéb hitelek növekedésének volt köszönhető, mivel a kisebb törlesztőrészlet és jellemzően rövidebb futamidő kisebb terhet jelent. A jelzáloghitelezés intézményi feltételeinek kialakulásával, illetve az állami lakástámogatási rendszer indukálta kamatcsökkenés következtében azonban az utóbbi egy-két évben az ingatlan-hitelállomány növekedési üteme (2001-ben reálértékben 64%) felülmúlta a nem ingatlan-hitelállomány növekedési ütemét (2001-ben reálértékben 34%). (18. ábra) A lakossági hitelállomány bővülése elsősorban az éven túli lejáratú hitelek növekedésében jelentkezett, aminek következté-

²² Egyéni vállalkozók nélkül, mivel a bázisban nem szerepelnek.

²³ A nemzetközi összehasonlíthatóság érdekében az MFB-vel, az Exim Bankkal és a szövetségi hitelintézetekkel együtt számolva.

ben hitelállományon belüli arányuk év végén már meghaladta a 90%-ot. A háztartások hitelállományának csaknem teljes egésze (97 százaléka) forinthitel.

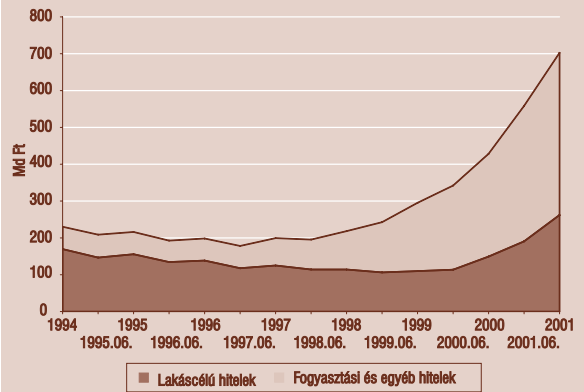
A lakossági hitelexpanzióval párhuzamosan e piaci szegmensben több éve tapasztalható a koncentráció csökkenése, jóllehet az még mindig igen magas. (19. ábra) A hazai lakossági bankpiac hagyományos szereplői - jelentős mértékű növekedésük ellenére - számottevő lakáshitelepiaci részesedésvesztést szenvedtek el 2001 folyamán, döntő részben a külföldi szakmai tulajdonosú nagy és közepes bankok javára. Így a Herfindahl index csökkenése ellenére a lakossági hitelezésben legaktívabb 10 bank részesedése a teljes lakossági hitelállományból egy év alatt mindössze 1 százalékponttal csökkent (2001 végén 83% volt).

A lakossági hitelezéshez hasonlóan magas koncentráció jellemzi a bankkártyaüzletágat is. A bankkártyák nagy része továbbra is betéti kártya, a hitelkártya-üzletág Magyarországon kezdeti fázisban van. A lakosság hitelezésének felfutása csak pár éve kezdődött meg, a bankok a lakosság számára alapvetően egységes szolgáltatást nyújtanak, nem jellemző az ügyfelek közti differenciálás, nem terjedt el az automatikusan megújítható lakossági hitelfajta. Mindazonáltal a jövőben várható a hitelkártya-üzletág térnyerése, aminek kezdeti jelei már láthatóak. A hitelkártyák részaránya az elmúlt két évben tapasztalható fejlődés következtében 2001 végén elérte a 8%-ot. Korábban a kártyahasználat fejlődésének további fontos akadálya volt a családok magas aránya, ami az utóbbi időben jelentősen lecsökkent. Hazánk pár éve még "vezető" helyen állt a bankkártyacsatlások területén, de a bankok erőfeszítései, illetve a jogalkotás közreműködésének eredményeként a volumenarányos veszteség az utóbbi 2-3 évben tizedére esett vissza, így most már jóval alacsonyabb az uniós átlagnál. A legnagyobb károkat a lemásolt kártyák okozzák. Magyarországon jelenleg a bankkártyák túlnyomó része mágnescsíkos, aminél jóval biztonságosabbak a chipkártyák. Elterjedüket magas költségük gátolja.

A nem-ingatlan hitelállomány felfutása továbbra is rendkívül magas reálkamat, illetve THM (25% körüli) mellett történik, ami azt jelzi, hogy a hitelkereslet egyelőre nem kamaterzékeny. (20. ábra) Ennek oka lehet a korábban likviditáskorlátos háztartások elhalasztott fogyasztás miatti türelmetlensége, illetve a lakosság új, magasabb fogyasztói pályára állása, aminek hátterében a várható reáljövedelmeket illető kedvező várakozások húzódnak meg. A kínálati oldalt tekintve a vállalati piac telítettsége nyomán kialakult éles verseny, csökkenő jövedelmesség miatt a bankok egyre nagyobb érdeklődéssel fordulnak a lakossági piac felé, ahol egyelőre rendkívül magas marzs mellett tudnak piaci pozíciókat kiépíteni. Középtávon a verseny erősödésével a kamatok mérséklődése várható, ami újabb lökést adhat a fogyasztási és egyéb hitelkeresletnek.

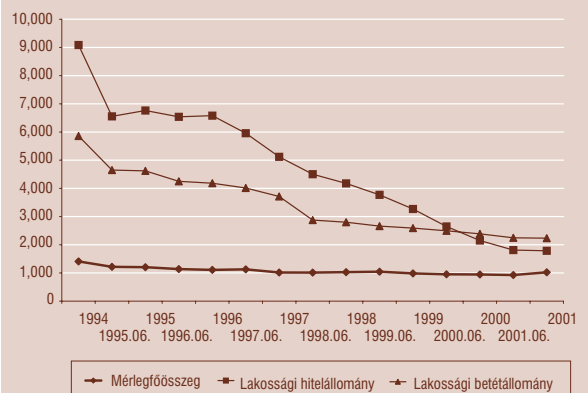
A lakáscélú, jelzálog típusú hitelek részaránya a vállalati és lakossági hiteleken belül növekvő tendenciát mutat. (21. ábra) 2001 végén a lakáshitelek a lakossági hitelek csaknem 40 százalékát tették ki (2000 végén 35%), míg az öt legnagyobb bank esetében több mint 55 százalékát (2000 végén 52%-át). A kedvezményes lakáshitel-konstrukciók gerjesztette verseny következtében egyrészt a piaci feltételek mellett folyósított építési hitelek átlagkamata az utóbbi két évben jelentősen csökkent, ami a kockázati felár csökkenését is jelenti. Másrészt a piaci hitelek egyéb feltételei is lazulnak, ami az ügyfélkör felhígulá-

2.18. ábra Lakosság (háztartások) hitelállománya*

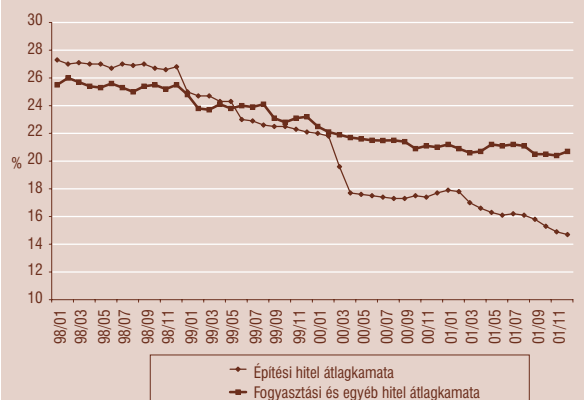


* 2001-től az egyéni vállalkozók a háztartásokhoz kerültek, míg korábban a vállalkozók közt szerepeltek.

2.19. ábra A lakossági hitelek és betétek piaci koncentrációja (Herfindahl-index)



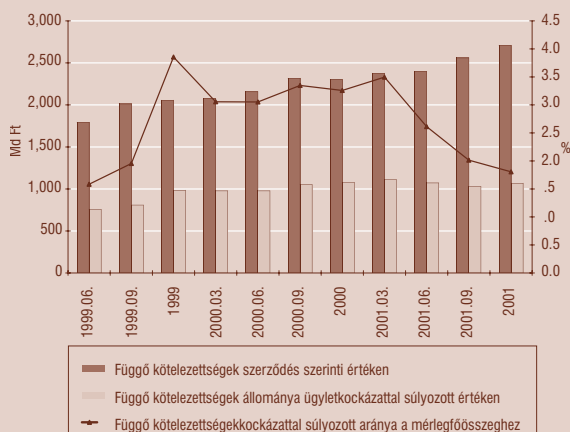
2.20. ábra Az új folyósítású lakossági hitelek átlagkamata



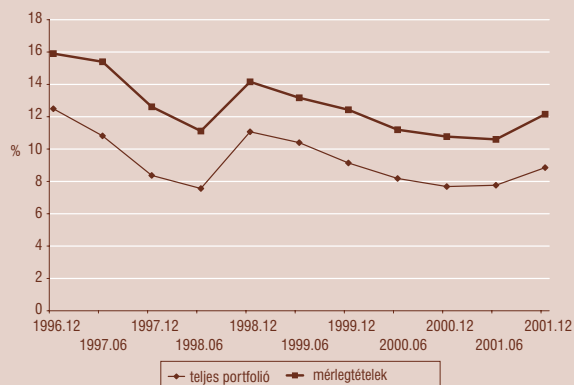
2.21. ábra Lakáscélú (jelzálog típusú) hitelek



2.22. ábra A bankrendszer függő kötelezettségeinek alakulása



2.23. ábra Minősített portfólió aránya, teljes portfólióra és mérlegtételekre



sával járhat. Továbbá az állami lakástámogatás következtében az alacsonyabb jövedelemmel rendelkező háztartások előtt is megnyílt a lehetőség a hosszúlejratú, jelentős mértékű hitel-felvételre. Ezen rétegek jövedelmi helyzetének esetleges kisebb megingása is késedelmes teljesítéshez, rosszabb esetben teljes fizetési képtelenséghez vezethet. Tekintettel az alacsonyabb kamat kisebb kockázati felár tartalmára, illetve az ügyfélkör esetleges felhígulására, nő a jelzálog-fedezet jelentősége. A verseny erősödésével a bankok az ingatlan forgalmi értékének egyre nagyobb hányadáig²⁴ nyújtanak hitelt. Az ingatlanárak esetleges átmeneti csökkenése időlegesen problémákat okozhat ugyan, de középtávon az EU-csatlakozás vélhetően értéknövelő hatása miatt az árbuborékból származó kockázat véleményünk szerint nem számottevő.

A háztartások nemzetközi összehasonlításban alacsony eladósodottsági szintjére tekintettel a bankrendszer lakossági hitelezésének kockázatait nem értékeljük túlzottnak. Mindamelllett megállapítható, hogy a bankok a lakáshitelezés területén csökkenő kockázati felár mellett növekvő kockázatot vállalnak. Az erőteljesen felfutó lakossági hitelezés kockázatainak csökkentése érdekében egyre sürgetőbb a természetes személyekre vonatkozó fejlett színvonalú hitelreferencia szolgáltatásnyújtás feltételeinek kialakítása.

II.1.3. Függő kötelezettségek

A függő kötelezettségek szerződés szerinti állománya – amely valószínűleg²⁵ túlnyomó többségében vállalatokkal szemben áll fenn – félvékor elérte, év végére azonban 6,3%-ponttal meghaladta a mérlegfőösszeg növekedési ütemét. Ez kedvező folyamat, hiszen a pénzügyi szolgáltatások bővülését jelzi. Mivel a függő kötelezettségek ügyletkockázattal súlyozott értéke az év folyamán lényegében szinten maradt, ezért a mérlegfőösszeghez viszonyított aránya 11,8%-ra csökkent (22. ábra). A függő kötelezettségek kockázati megítélésében nem történt változás, hiszen a hitelegyenértékesített állomány lényegében stagnált az év folyamán. Kis mértékben, 10,3%-al bővült a teljes kockázatu (pl. éven belüli feltétel nélkül föl nem mondható hitelkeret), míg lendületesen, 67,6%-al a kockázatmentes ügyletkockázatu kötelezettségek állománya (pl. éven belüli feltétel nélkül fölmondható hitelkeret). Emellett a közepes (pl. éven túli, igénybe nem vett hitelkeretek, ígervények), de különösen az alacsony kockázatu (pl. banki rendeletű okmányos meghitelezések) függő kötelezettségek állománya csökkent. A függő kötelezettségek többsége (80%-a) továbbra is forintban denominált hitelkeret és garancia.

II.1.4. Portfólió-minőség

A bankrendszer portfóliójának minősége az orosz válság átmeneti negatív sokkja után az elmúlt években folyamatosan javuló képet mutatott, és a válság lecsengését követően a minősített tételek aránya fokozatosan visszatért a krízis előtti szinthez. 2001 első fél évében azonban ez a folyamat megtört, sőt év végére a minősített portfólió aránya ismét emelkedni kezdett. Ez a tenden-

²⁴ Jelenleg is van már olyan bank, amelynek általános gyakorlatában 60%-os a beszámítási arány, és előfordulnak ettől nagyobb arányok is.

²⁵ A függő kötelezettségek szektorális megoszlásáról nem rendelkezünk konkrét információkkal, de ismereteink szerint a lakossági hitelkeretek és garanciák állományának részesedése elhanyagolható.

cia mind a mérlegtételekre, mind a mérlegen kívüli tételeket is magába foglaló teljes portfólióra egyaránt jellemző volt (23. ábra).

Az összképet árnyalja azonban, hogy a minősített portfólió arányának 2001-ben megfigyelhető emelkedése szinte kizárólag a kevésbé kockázatos "külön figyelendő" tételek növekedésének köszönhető (24. ábra). Az elemzés szempontjából nem teljesítőnek tekintett átlag alatti, kétes és rossz eszközökre szűkítve a portfólió-minőség vizsgálatát a fentieknél kedvezőbb képet kapunk. A nem teljesítő eszközök aránya az orosz válság utáni években ugyanis folyamatos csökkenést mutatott, és a mérlegtételeket tekintve 2001 végére (3,6 %) a krízis előtti szint (4 %) alá süllyedt (25. ábra). Annyi azonban itt is elmondható, hogy a javuló trend jelentősen lelassult 2001-ben.

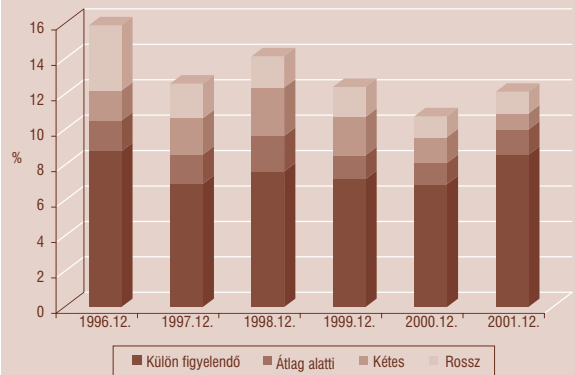
A problémásnak minősített mérlegtételeken belül 2001-ben a külön figyelendő tételek arányának jelentős növekedésén kívül - csak kisebb aránytölődások következtek be az egyes minősítési kategóriák között. Míg az "átlag alatti" kategória aránya némileg emelkedett, addig a "kétes" állomány részaránya ennél nagyobb mértékben csökkent, és a "rossz" kategória részaránya stagnált. Mindezek eredőjeként a súlyozott minősített állomány²⁶ aránya a mérlegtételek esetében enyhén, 2,3 %-ról 2,2 %-ra csökkent, ami első látásra az összesített kockázat mérséklődését jelzi. Fel kell hívni a figyelmet azonban arra, hogy dinamikus hitelezési aktivitás mellett a portfólió minősége kedvezőbb képet mutat a valóságosnál, mivel az újonnan nyújtott hitelek természetüknél fogva egy ideig problémamentesek, így az arányszámok pozitív irányba torzítanak. A hitelek "életciklusát" figyelembe véve, továbbá a hitelezés dinamikájának csökkenésével számolva középtávon további hitelezési veszteségek megjelenése valószínűsíthető, így a portfólió javulását inkább a nem teljesítő hitelek értékesítésével érhetik el a bankok.

A fenti gondolatmenet különösen igaz a lakossági hitelportfólióra, amely már most rosszabb képet mutat az átlagnál (26. ábra). Tekintve, hogy a lakáshitelek felfutása csak az elmúlt egy évben jellemző, és a lakáshitelek nagy része még valószínűleg problémamentes, ezért a portfólió minőségének változása elsősorban a fogyasztási hitelek minőségváltozásával magyarázható. Ennek oka, hogy a fogyasztási hitelek "életciklusa" az érettebb fázisba kerül, így a bankok automatikusan magasabb veszteséget mutatnak ki, mint a korábbi években. Ezenkívül figyelembe kell venni azt is, hogy nemzetközi tapasztalatok alapján a jelzáloggal fedezett hitelek bukási aránya jóval alacsonyabb, így a lakossági portfólió ezen szegmensében középtávon nem várható jelentős minőségromlás.

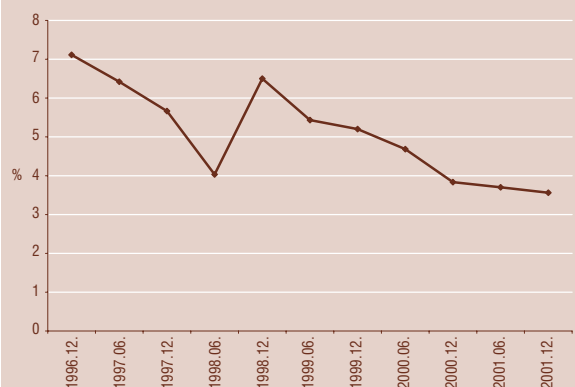
A fentieket összegezve, a portfólió minősége jelenleg nem veszélyezteti a bankrendszer stabilitását, és a megfelelő tőkebázis miatt rövid távon nem látunk problémát a portfólió minőségének alakulásában. Az elszámolt értékvesztés mértéke szintén megfelelő képet mutat, ami a bankok óvatos minősítési politikáját jelzi. Az egyes minősítési kategóriákon belül az értékvesztés mértéke az alábbiak szerint alakult: külön figyelendő: 2,7%, átlag alatti: 19,3%, kétes : 50,3%, rossz: 89%. Ezek az értékek gyakorlatilag megegyeznek az egy évvel korábbi számokkal. A közép és hosszú távú veszélyek mértéke, mint már a korábbi jelentésben is jeleztük, elsősorban a gazdasági és ezen belül különösen a hitelezési konjunktúra alakulásától függ.

²⁶ Súlyozás az egyes kategóriákon belül: külön figyelendő 5%, átlag alatti 20%, kétes 50%, rossz 85%.

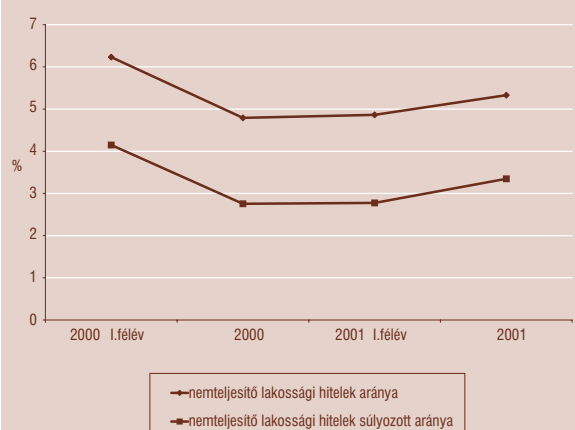
2.24. ábra Minősített mérlegtételek megoszlása az összes minősítendő mérlegtétel arányában



2.25. ábra Nem teljesítő eszközök aránya a mérlegen belül



2.26. ábra A nem teljesítő hitelek aránya a lakossági hitelportfólión belül



II.2. Piaci kockázatok

II.2.1. A bankok származékos piaci tevékenysége²⁷

A bankok származékos piaci tevékenysége szempontjából a 2001-es év két részre osztható. A május eleji sávszélesítésig a nyitott kötésállomány (nominális értéken) 1200-1400 Md forint között mozgott, ami hozzávetőlegesen a 2000-es év szintjének felel meg (2000-ben csak április-májusban volt ennél magasabb a nyitott kötésállomány: 1500-1600 Md). A sávszélesítés, illetve a júniusi devizaliberalizáció után a bankok derivatív tevékenysége azonban jelentősen fokozódott (a decemberi csökkenés a szokásos év végi pozíciózárásoknak köszönhető), év végére a nyitott kötésállomány meghaladta az 1800 Md forintot²⁸. A növekedés a tőzsdén kívüli kötéseknek köszönhető, így a bankrendszer származékos devizaügyletein belül az OTC-ügyletek aránya a sávszélesítés előtti (április végi) 88%-ról 97%-ra nőtt december végére²⁹.

A származékos részpiacok közül leginkább a deviza swap piac mélyülése szembetűnő. Év végére a nyitott deviza swap állomány meghaladta a nyitott deviza határidős állományt. A forgalmi adatok azt mutatják, hogy a deviza swap állomány növekedése mögött túlnyomó részben a bankok külföldiekkel kötött ügyleteinek bővülése áll, bár belföldi ügyfelek is megjelentek a piacon, ami nem volt jellemző a sávszélesítés előtti időszakra.

A liberalizáció előtt a bankok devizapiaci (spot és derivatív) tranzakciói nagyjából azonos mértékben oszlottak meg a külföldiek, a belföldi bankok és a belföldi nem banki ügyfelek között. 2001 nyarán viszont nagymértékben megnőtt a külföldiek aránya: 28%-ról (május) 61%-ra (augusztus). A külföldiek térnyerésével párhuzamosan a belföldi banki és nem banki partnerek együttes relatív súlya körülbelül a felére csökkent. A második félévben a külföldiek aránya nem nőtt tovább, 2001 második félévében 64% körül mozgott.

Egyelőre nem állítható tehát, hogy a sávszélesítés és a devizaliberalizáció a belföldi vállalatokat arra készítette volna, hogy fokozottabb mértékben vegyék igénybe a származékos piacokat kockázatkezelési célokra. Ez egy hosszabb folyamat, amihez jó alapot teremt a külföldiek erősödő aktivitása. Jelenleg úgy tűnik, hogy a cégek jelentős részénél az árfolyamkockázat fedezéséből adódó költség realizálása nehezen emészthető.

A kamatderivatívok, azon belül is a határidős kamatláb-megállapodások (FRA), állománya az október-novemberi időszakban dinamikusan növekedett, azonban a növekmény túlnyomó részét egyetlen bank produkálta. Az opciós ügyletek hazai forgalma elenyésző, de a bankok az opciók iránti hazai érdeklődés növekedésére is számíthatnak.

²⁷ A bankok származékos piaci tevékenységét részletesebben elemzi a "Sávszélesítés és a devizaliberalizáció hatásai" című tanulmány.

²⁸ 2001 májusától a bankok jelentésrendszere megváltozott. Néhány bank tévesen értelmezte a derivatív tevékenységre vonatkozó új táblázat kitöltési útmutatóját, és (valószínűsíthetően) a ténylegesnél jóval kisebb állományokat tüntetett fel. Ebből kifolyólag a 2001. május-decemberi időszakra vonatkozó bankrendszeri összesített állományi adatokból csak a változás trendjére vonatkozóan vonható le következtetés.

²⁹ Az új jelentésrendszerben a derivatív ügyleteket kereskedési célú-nem kereskedési célú, illetve fedezeti célú-nem fedezeti célú bontásban is meg kell adni. A bankok által beküldött felosztás azonban jelenleg megbízhatatlan, elemzésre teljesen alkalmatlan. Van olyan bank, amely minden derivatív ügyletét kereskedési célúnak és nem fedezeti célúnak sorolta be, egy másik minden derivatív tranzakciója nem fedezeti célú, de van olyan is, amelynek minden ügylete fedezeti célú stb.

II.2.2. A bankszektor kamatkockázati kitettsége³⁰

2001-ben a banki kamatok mérsékelten, az év egészét tekintve az inflációnál lassabb ütemben mérséklődtek.³¹ A bankrendszer átlagában tovább szűkült a forint átárazási gap, bár a 2000. évinél kisebb mértékben.³² A banki források gyorsabb átárazódása a kamatcsökkenés miatt pozitív hatással volt a bankrendszer kamatjövödelmére, csakúgy, mint a spread kismértékű emelkedése és a kamatozó eszköz/kamatozó forrás arány enyhe javulása (1. táblázat).

2000 végéhez képest a kumulált 90 napos forint átárazási rés egy év alatt 64 Mrd Ft-tal, a mérlegfőösszeg arányos gap 1,3 százalékponttal zsugorodott. A kumulált 90 napos deviza átárazási rés 67 Mrd Ft-tal, míg mérlegfőösszeghez viszonyított aránya 0,9 százalékponttal szűkült, s év végére csaknem semlegessé vált bankrendszeri szinten (27. ábra). A kamatkockázat mérlegen belüli kezelését jelentősen megkönnyíti, hogy a kamatozó eszközök és források túlnyomó többsége (2001 végén 82 %-a, illetve 87 %-a) rövid - legfeljebb 3 hónapos - átárazású.

Összességében, 2001-ben az átárazási gap-pel mérve a bankrendszer szintjén - mind forint-, mind devizaoldalon - alacsony maradt a kamatkockázati kitettség.

II.2.3. A bankszektor árfolyamkockázati kitettsége

A bankrendszer mérlegének denominációs összetételét tekintve 2001-ben a devizatételek aránya csökkenő tendenciát mutatott. Míg 2000 II. félévében a devizaeszközök, ill. -források a mérlegfőösszeg 36-37%-át tették ki, arányuk a sávszélesítés utáni időszak nagy részében már csak 32-34% között mozgott (28. ábra).³³

2001 első négy hónapját a bankrendszer mérleg szerinti nyitott pozíciójának kinyílása jellemezte, ebben az időszakban a bankok devizapiaci magatartását a forint kamatprémiumának kihasználása határozta meg. A május 4-ei 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. Augusztus elejétől a bankok ismét a mérleg szerinti hosszú forintpozíció leépítésébe kezdtek, és - a bankrendszer szintjén - az év utolsó két hónapjára már hosszú devizapozíció vált jellemzővé.

A bankrendszer teljes devizapozíciója röviddel a sávszélesítés után záródott, ezután kismértékű hosszú devizapozícióba

³⁰ A kamatkockázati kitettség értékelésének alapját adó, átárazási gap-ekről szóló banki adatszolgáltatás továbbra sem tekinthető teljesen megbízhatónak. A korábbiakhoz hasonlóan, hibás adatközlés miatt a 2001. decemberi előzetes adatokra vonatkozóan is becslést kellett alkalmaznunk, ami jelentősen megnehezíti a valós tendenciák feltárását és elemzését.

³¹ Ez alól kivételt jelentenek a piaci feltételek mellett nyújtott lakossági ingatlanhiteltek, amelyek átlagkamata 3,2 százalékponttal csökkent.

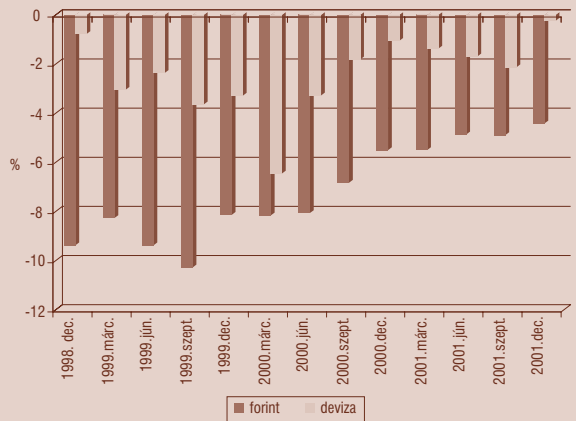
³² Az átárazási gap-et az adott időszakon belül átárazódó kamatozó eszközök és kamatozó források különbözeteként definiáljuk. Amikor a gap változásának irányáról beszélünk, e különbség abszolút értékét vesszük alapul, tehát a negatív gap szűkülése a nyitott kamatpozíció, s ezzel a kockázati kitettség csökkenését jelenti.

³³ A bankrendszeri mérleg denominációs összetételének alakulását "A devizaliberalizáció és a sávszélesítés hatásai" című tanulmányban elemezzük részletesebben.

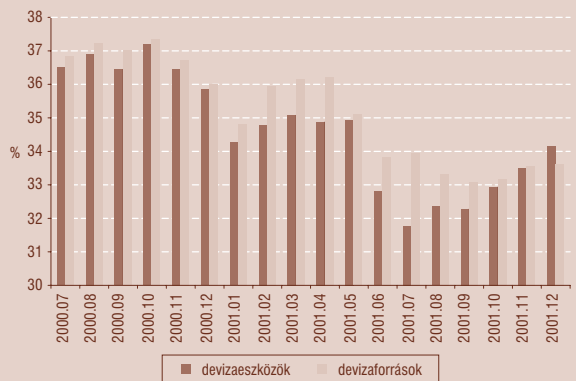
1. táblázat: A bankrendszer kamatkockázati kitettségének főbb mutatói³³

	2000. december	2001. december
90 napos kumulált forint gap (Mrd Ft)	-463,9	-400,0
90 napos kumulált deviza gap (Mrd Ft)	-89,2	-21,7
90 napos kumulált forint gap/mérlegfőösszeg	-5,7%	-4,4%
90 napos kumulált deviza gap/mérlegfőösszeg	-1,1%	-0,2%
	2000	2001
átl. kamatozó eszközök/átl. kamatozó források	108,5%	109,0%
spread (kam.bev./átl.kam.eszk.-kam.ráf./átl.kam.forr.)	3,76%	4,01%

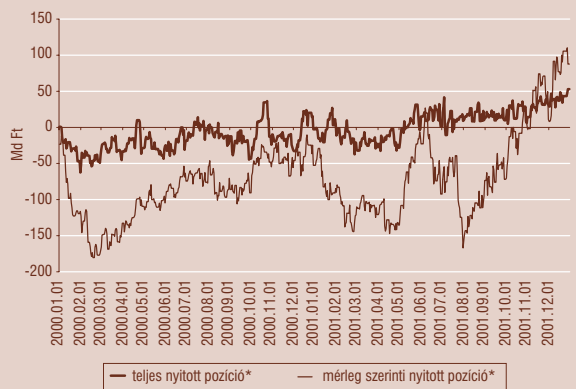
2.27. ábra A bankrendszer 90 napos kumulált átárazási gap-jei



2.28. ábra Devizaeszközök és devizaforrások a mérlegfőösszeg arányában

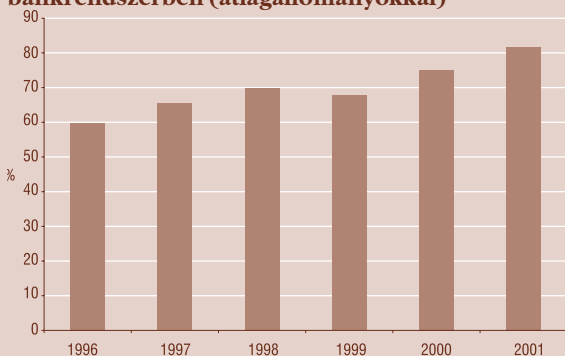


2.29. ábra A bankrendszer teljes és mérleg szerinti nyitott devizapozíciója

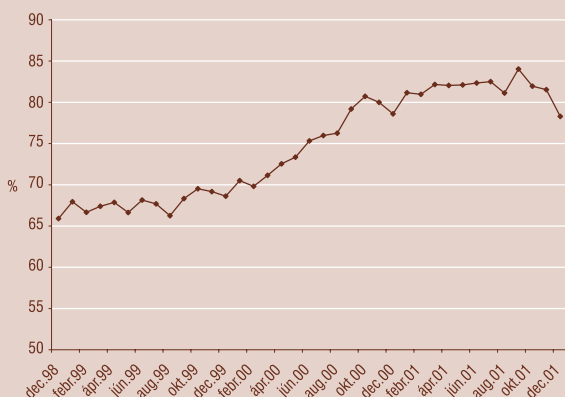


*pozitív érték: hosszú devizapozíció

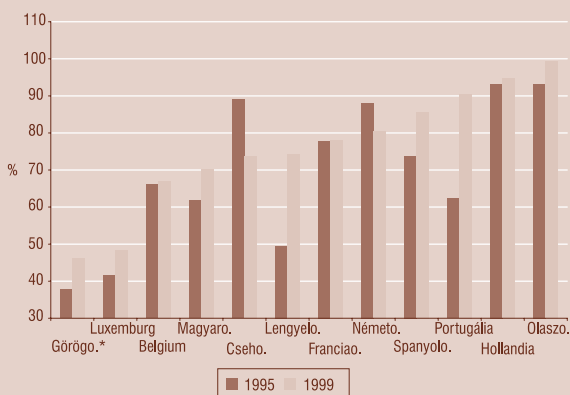
2.30. ábra Ügyfélhitel/ügyfélbetét aránya a bankrendszerben (átlagállományokkal)



2.31. ábra Ügyfélhitel/ügyfélbetét aránya a bankrendszerben (hóvégi állományokkal)



2.32. ábra Néhány európai ország bankrendszerének** hitel/(betét+kötvény) mutatója 1995 és 1999 végén



* Görögország esetében 1995-ös és 1998-as adatok

** Görögország, Luxemburg, Portugália és Magyarország esetében kereskedelmi banki kör, a többi ország esetében teljes bankrendszer
Forrás: OECD

váltott. A mérleg szerinti pozíció ingadozásával ellentétben a bankrendszer teljes nyitott pozíciója a sávszélesítés után viszonylag stabilan alakult, bár a rezsimváltás utáni időszak nagy részére jellemző kismértékű hosszú devizapozíció november-decemberben kissé kinyílt (29. ábra).

Összességében, a bankok az árfolyam-volatilitás - sávszélesítés utáni - növekedésének hatását ellensúlyozva alacsonyan tartották árfolyamkockázati kitettségüket.

II.3. A bankrendszer likviditása

A hitelexpanzió következtében a bankrendszer egészére vonatkozó (éves átlagos) hitel/betét³⁴ arány az utóbbi két évben jelentősen nőtt (30. ábra), a 100% feletti (éves átlagos) ügyfélhitel/ügyfélbetét aránnyal rendelkező bankok mérlegfőösszeg szerinti piaci részaránya a 2000-ben tapasztalható 34,2%-ról 2001-ben 46,4%-ra emelkedett. A bankok likviditási helyzetének feszesebbé válása azonban döntően 2000-ben ment végbe. 2001-ben a hiteleken belül nagyobb súlyt képviselő vállalatközi állomány növekedési ütemének lelassulása, illetve a betéteken belül nagyobb részt kitevő lakossági állomány növekedési ütemének gyorsulása ellensúlyozta a lakossági hitelexpanzió likviditást csökkentő hatását. A hitel/betét arány alapvetően a 81-82,5%-os sávban mozgott az év során, a decemberi csökkenés átmeneti oka az euróra való átállás. (31. ábra)

A fejlett európai országok zömében - egyes, pénzügyi központ szerepet betöltő országok kivételével - a bankrendszeri hitel/(betét+kötvény) arány jellemzően a 75-100% közötti sávban mozog. (32. ábra) Nemzetközi összehasonlításban tehát a magyar bankrendszer 2001. végi hasonló mutatójának 80%-os értéke nem tükröz túlzott likviditási kockázatot.

A bankszektor úgy eszközoldali, mint forrásoldali likviditás szempontjából továbbra is megnyugtató képet mutat. A bankok likvid eszközeinek mérlegfőösszeghez viszonyított aránya két éves csökkenés után 2001 folyamán gyakorlatilag szinten maradt és kellően magas (31%), a leginkább illékonynak tartott pénzügyi források részaránya az idegen forrásokon belül több éve csökken, megfelelően alacsony (6,7%). (33-34. ábra)

A likvid eszközökön belül jelentős átrendeződés történt az MNB-nél elhelyezett forintbetétek felől a forintban denominált államkötvények javára, aminek alapvető oka a kötelező tartalékráta 2001. februári 4%pontos, majd júliusi további 1%pontos csökkentése. A tartalék-elhelyezési kötelezettség csökkenése következtében felszabaduló pénzeszközökből a bankoknak ugyanis - e célból kibocsátott- 5 éves lejáratú, piacközeli kamatozású kötvényeket kellett vásárolniuk. A kötvények másodlagos forgalmának szabályozásbeli akadálya nincs, azonban másodlagos piacuk nem likvid, így a bankok egyelőre többnyire portfóliójukban tartják ezeket a kötvényeket.

³⁴ Nem pénzügyi vállalkozások, járulékos vállalkozások és háztartások hitelei/nem pénzügyi vállalkozások, járulékos vállalkozások és háztartások betétei és értékpapírok

A bankrendszer által végrehajtott lejáratú transzformáció 2001-ben jelentősen továbbnőtt, nagyrészt azért, mert a hosszú lejáratú háztartási és vállalkozói hitelek növekményének forrásául döntően rövidlejáratú ügyfélbetétek szolgálták. (35. ábra)

A bankrendszer likviditása a hitelezés felfutásának köszönhetően az elmúlt két évben feszesebbé vált, de nemzetközi összehasonlításban nem tükröz túlzott kockázatot, véleményünk szerint kezelhető.

II.4. A bankok tőkehelyzete, a kockázatok tőkével való fedezettsége

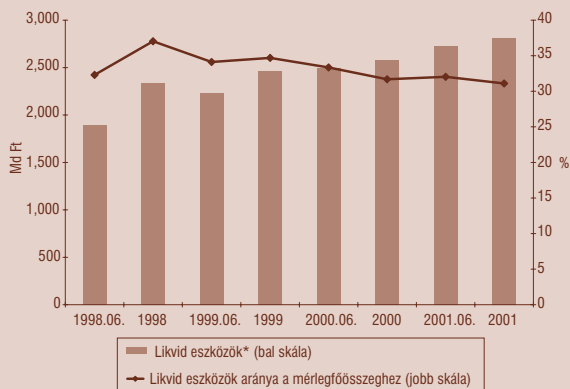
A bankrendszer tőke megfelelési mutatójának (TMM) évek óta tartó mérsékelt ütemű csökkenése az elmúlt évben is folytatódott (36. ábra). Tekintettel arra, hogy a jelentős tőkebázissal rendelkező, speciális tevékenységet végző állami tulajdonú bankok 2001-től kikerültek az elemzési körből, így az elmúlt években publikált 15% körüli TMM és a 2001. év végi 12,3%-os adat közvetlenül nem összehasonlítható. A valós csökkenés az újonnan kialakított elemzési körben mindössze 1,4 százalékpont, azonban ha figyelembe vesszük, hogy az előzetes adatok a jogszabályi előírások miatt nem tartalmazzák a mérleg szerinti eredményt, akkor a várható osztalékfizetéssel is korrigálva az eredményt a csökkenés mindössze 0,4 százalékpont körüli. Rá kell mutatnunk azonban, hogy ez az enyhe visszaesés jelentősebb mértékű lett volna, ha azt nem mérsékeli számos jogszabályi változás, amelyek 2001. április 1-én léptek életbe és alapvetően befolyásolták a TMM számítási módját.

Ezen változások közül kiemelendő az általános kockázati céltartalék bevétele az alapvető tőkeelemek közé, ami mintegy 50 Mrd Ft-tal emelte meg a szavatoló tőkét. Míg a korábbi években ezen céltartalékelem képzésének mértékét törvény határozta meg, a múlt évtől megszűnt a minimális korlát és a képzést az ösztönzi, hogy tőkeelemként ismeri el a törvény. Ezen ösztönzők ellenére nominálisan nem változott az általános kockázati céltartalék értéke, amit a növekvő hitelezési kockázatok mellett kedvezőtlen jelenséggé értékelünk. Ugyanígy kedvezőtlen, hogy továbbra is magas, sőt tovább nőtt a nagy-kockázati és befektetési limitek túllépésének összege. A növekmény mintegy 35 Mrd Ft. A bankoknak a limit feletti kockázatvállalást 100%-ban tőkével kell fedezniük, így a múlt év végén már 79 Mrd Ft-ot kellett ezen a jogcímen levonniuk a szavatoló tőkéből. Mindezek a levonások az összesített tőke megfelelési mutatót mintegy 1,5 százalékponttal mérséklék. (37. ábra). A limittúllépések a hitelintézetek anya- és leányvállalataival szembeni kockázatok terén a legjelentősebbek, ezek mértéke a múlt év végén 54 Mrd Ft-ot tett ki.

A szavatoló tőke számítása során szintén levonandó tétel a kereskedési könyv valamint a banki tevékenység egészében meglévő deviza-árfolyamkockázat tőkeszükséglete, azonban ennek mértéke bankrendszeri szinten elhanyagolható, mindössze 12 Mrd Ft.

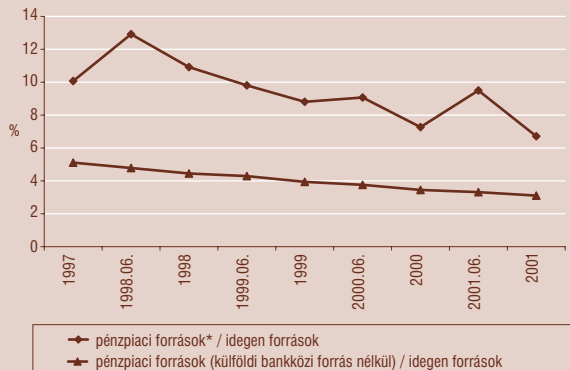
A szavatoló tőke összetételében kedvező folyamat, hogy az alapvető tőkeelemek súlya nő, ami főként a már említett jogszabályi változások következménye (38. ábra). A legnagyobb

2.33. ábra: Likvid eszközök aránya



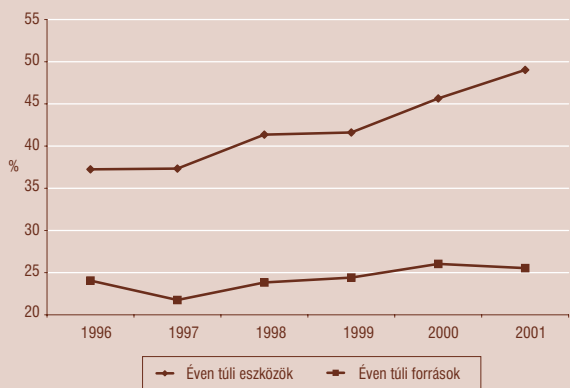
* Likvid eszközök: Pénztár és elszámolási számlák, Kincstárjegy, Államkötvény (konszolidációs kötvény nélkül), Jegybanki kötvény, 0-14 napos lejáratú jegybanki és bankközi kihelyezések

2.34. ábra Pénzpiaci kitettség

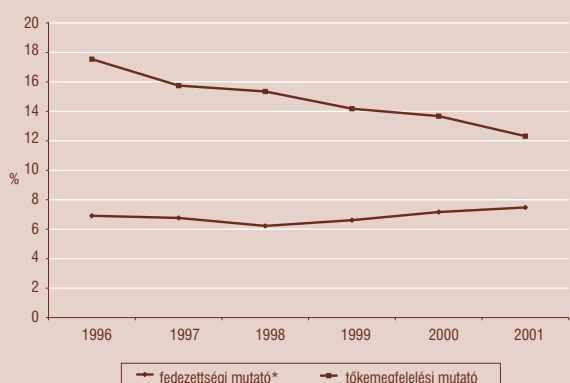


*pénzpiaci források: rövid bankközi források+jegybanki aktív repo

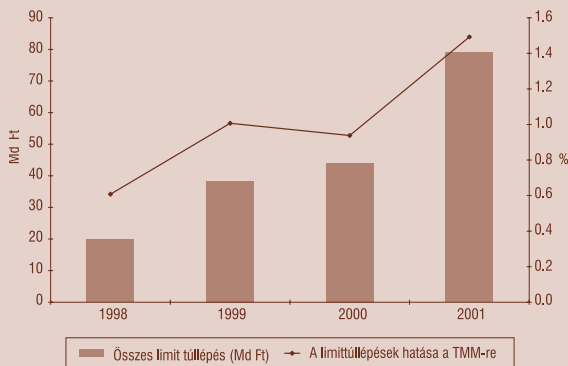
2.35. ábra A bankrendszer éven túli eszközei, forrásai



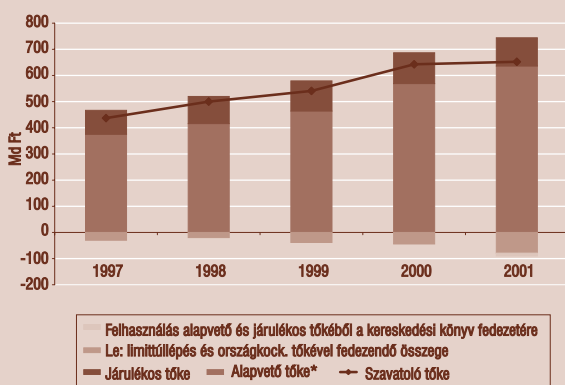
2.36. ábra A bankrendszer tőke megfelelési és fedezettségi mutatója



2.37. ábra A limittúllépések összege és hatása a tőke megfelelési mutatóra



2.38. ábra A szavatoló tőke összetétele



2.2. táblázat: A korrigált mérlegfőösszeg összetevőinek alakulása

Eszközök súlyozott értéke (%)	1999	2000	2001
20 százalékos súlyozású eszközök	5,9	4,5	5,0
50 százalékos súlyozású eszközök	1,3	1,6	2,4
100 százalékos súlyozású eszközök	73,3	74,6	74,7
Súlyozott mérlegtételek összege	80,4	80,7	82,1
Függő és egyéb jövőbeni kötelezettségek súlyozott értéke	22,6	19,4	17,0
Határidős követelések súlyozott értéke	1,8	1,3	0,8
Kockázati céltartalék (-)	1,7	1,4	0,0
Korrigált mérlegfőösszeg (Mrd Ft) = 100%	3 815	4 698	5 298

2.3. táblázat: A magyar bankrendszer tulajdonosi szerkezetének megoszlása (jegyzett tőke szerint)

%	2000	2001
Közvetlen állami tulajdon	8,64	6,69
Magyar vállalatok	8,64	8,74
Magyar magánszemélyek	2,35	2,14
Belföldi összesen	19,63	17,57
Külföldi bankok	59,05	61,68
Egyéb külföldi befektetők	18,34	16,71
Külföldi összesen	77,40	78,39
Elsőségi részvények	2,78	3,58
Saját részvények	0,19	0,46
összesen	100,00	100,00

részt kitevő jegyzett tőke összege gyakorlatilag nem változott. A járulékos tőke ugyanakkor nominálisan is csökkent, ami főként a korábban felvett alárendelt kölcsöntőke fokozatos lejáratának, valamint a forint erősödésének köszönhető, mivel ezen tőkeelemek devizában vannak denominálva. Az alapvető és járulékos tőkeelemek 6:1 aránya azt jelzi, hogy a hazai bankrendszer tőkeereje stabil, továbbá a pótlólagos tőkebevonás alárendelt kölcsöntőke formájában adminisztratív oldalról nem ütközik korlátokba.

A szavatoló tőke mérsékelt növekedését a korrigált mérlegfőösszeg dinamikus, 13%-os bővülése kísérte. A növekmény teljes egészében a mérlegtételeknél jelentkezett, azon belül is az 50%-os kategóriába tartozó jelzáloghitelek részarány-növekedése emelhető ki (2. táblázat). A kereskedési könyv bevezetése a TMM nevezőjét is érintette, mivel most már csak a banki könyvi tételeket kell figyelembe venni a korrigált mérlegfőösszeg számítása során.

A fedezettségi mutató 1998 óta enyhén növekvő trendet mutat, ami szintén a bankrendszer megfelelő tőkehelyzetét jelzi (36. ábra). A mutatószám egy feltételezett forgatókönyv alapján méri a bankok tőkeerejét és az aktuális értéke (7,5%) azt jelenti, hogy ha a jelenlegi nem teljesítő (non-performing) hitelek teljes egészében leírásra kerülnének, vagyis a veszteségráta ezen hiteleken 100% lenne, a saját tőke/összes eszköz arány akkor is megközelítené a 8%-ot. Természetesen egy ilyen extrém esemény bekövetkezésének valószínűsége kicsi, ugyanakkor középtávon óvatosságra int a fedezettségi mutatóban nem szereplő külön figyелendő kategóriába sorolt tételek jelentős bővülése, amely egy része évek múltán valószínűleg a nem teljesítő kategóriákba csúszik le.

Összességében az mondható, hogy a bankrendszer jelenlegi tőkeereje kielégítő, és összhangban van a vállalt kockázatok mértékével. A bankrendszer stabilitását erősíti az is, hogy a magyar bankrendszerben domináns szerepet betöltő külföldi tulajdonosok magas minősítésű szakmai befektetők, akiknek a magyarországi leánybankjukkal szembeni elkötelezettsége szilárd. Az elemzési kör változása miatt a tulajdonosi struktúra is módosult: a vizsgált körben a külföldi befektetők aránya 2001 végén megközelítette a 80%-ot, döntő többségük bank, vagy pénzügyi holding vállalat (3. táblázat).

Mindezekkel együtt is azonban rá kell mutatnunk, hogy ha a hitelexpanzió a jelenlegi ütemben folytatódik, továbbá ha újabb és kockázatosabb ügyfelek, illetve piaci szegmensek felé fordulnak a bankok, akkor a hitelminőség romásával kell számolnunk, s így egy-két éven belül szükségessé válik a TMM csökkenésének megállítása, és a tulajdonosok aktív részvétele a tőkeemelésben, vagy alárendelt kölcsöntőke nyújtásában. Jelenleg mindössze egy kisbank nem éri el a 8%-os TMM előírást, ugyanakkor több dinamikusan növekvő közép- és nagybank is 10% alatti mutatóval rendelkezik. Ezen bankok piaci részaránya mintegy 25% (39. ábra), de stabilitási szempontból kedvező, hogy ezeknek az intézményeknek általában kiemelkedő a jövedelmezősége, így a tőkeakkumuláció is biztosított, továbbá erős szakmai befektetői háttérrel rendelkeznek, ami szükség esetén tőkeemelést tesz lehetővé.

II.5. Jövedelmezőség

2001-ben a bankok jövedelmezőségében - a 2000. évi kedvező folyamatokhoz képest is - látványos javulás következett be. A bankrendszer 2001-ben 121 Mrd Ft adózott eredményt ért el, ami másfélszerese az egy évvel korábbinak (4. táblázat). Ennek megfelelően nagyon kedvezően alakultak az eszköz- és tőkearányos jövedelmezőségi mutatók is: a ROA 1,06 %-ról 1,44 %-ra, míg a ROE 12,5 %-ról 16,2 %-ra nőtt (40. ábra, illetve 41. ábra).³⁵ Az eszközarányos nyereség európai összehasonlításban magasnak számít, mivel az EMU-országok átlagos ROA-ja a 90-es évek második felében a 0,3-0,4%-os tartományban mozgott.³⁶ Az összevetéskor azonban figyelembe kell venni, hogy a fejlett európai országok bankjai számára elérhető eszközarányos jövedelmezőség - többek között a pénzügyi közvetítés sokkal nagyobb mélysége, az ezzel járó intenzívebb verseny, illetve az alacsonyabb infláció miatt - jóval kisebb.³⁷

Az eredményjavulás egy része egyszeri hatásokból adódott, ezek közé sorolható egy nagy volumenű egyedi üzleti tranzakció, ill. egyes szabályozási változások miatt megszűnő céltartalékok felszabadításának pozitív hatása.³⁸ Másfelől, a 2001-ben lezajlott fúziók jelentős többletterheket róttak az érintett bankokra, a fölös kapacitások leépítéséből származó költségmegtakarítások viszont csak a következő években jelentkeznek majd.

A kedvező képet árnyalja, hogy az aggregált bankrendszeri nyereség mintegy 50%-os növekedése mellett 10-ről 13-ra nőtt a veszteséges bankok száma, ezek együttes piaci részesedése azonban viszonylag alacsony (18 %). Öröndetes fejlemény viszont, hogy 2001-ben - a korábbi évektől eltérően - többségbe kerültek a pozitív reál ROE-t produkáló bankok a reálértelemben tőkevesztő bankokkal szemben, az előbbieik száma 15-ről 21-re emelkedett, utóbbiaké 25-ről 18-ra esett 2000-hez képest.³⁹

A korábbiakhoz hasonlóan jelentős volt a bankrendszer első és második féléves eredménye közötti aszimmetria, mivel az éves eredmény megoszlása 56-44% volt a két félév között (2000: 55-45%). Ezzel együtt a II. félévi teljesítmény jónak értékelhető, ha figyelembe vesszük, hogy az év második felében a kedvezőtlenebbé váló makrogazdasági környezetben jelentősen csökkent a vállalati hitelezési dinamika.

A 2001. évi kiváló eredmény kialakulásában nagy szerepet játszott, hogy az üzleti eredmény legnagyobb részét adó kamattörlesztés nominálisan 17%-kal, reálértelemben 7%-kal nőtt (2000-ben 3%-os volt a reálnövekedés). A kamattörlesztés alakulását pozitívan befolyásoló két legfontosabb tényező az ügyfélhitelek eszközstruktúráján belüli részarányának emelkedése, ill. a spread mérsékelt növekedése volt.

³⁵ ROA: adózott eredmény/átlagos mérlegfőösszeg; ROE: adózott eredmény/átlagos saját tőke.

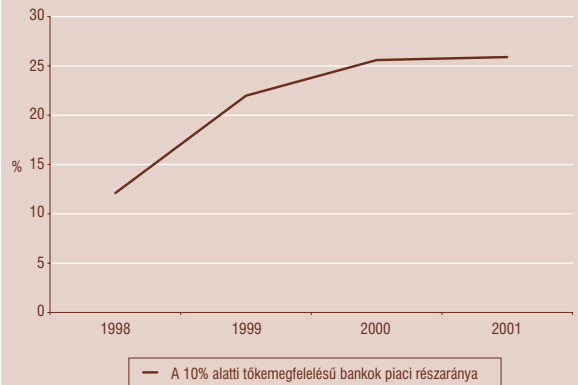
³⁶ Az EMU-bankrendszerek átlagos ROA-jának számításánál a mérlegfőösszeget használtuk súlyozáshoz.

³⁷ Empirikusan is bizonyított, hogy a pénzügyi közvetítés nagyobb mélysége negatív, míg a magasabb infláció pozitív hatással van a bankok jövedelmezőségére.

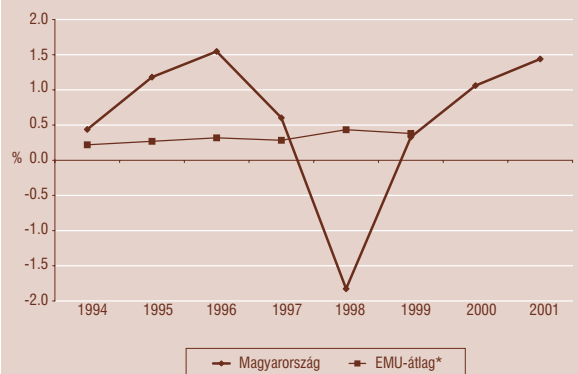
³⁸ Az ABN AMRO biztosítójának (MÉBIT) eladása, az országhozkötési, az árfolyamkockázati, ill. árfolyamvesztésre képzett céltartalékok megszűnése miatti felszabadítás.

³⁹ 2001-ben a megoszlásnál a beolvadó bankokat nem vettük figyelembe.

2.39. ábra 10% alatti TMM-val rendelkező bankok piaci részaránya

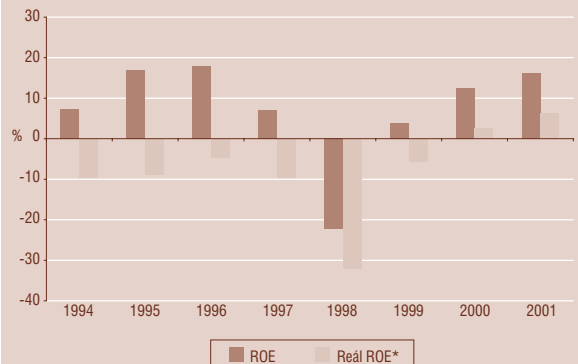


2.40. ábra A bankrendszer eszközarányos jövedelmezősége európai összehasonlításban



*EMU-országok súlyozott átlaga

2.41. ábra A bankrendszer tőkearányos jövedelmezősége



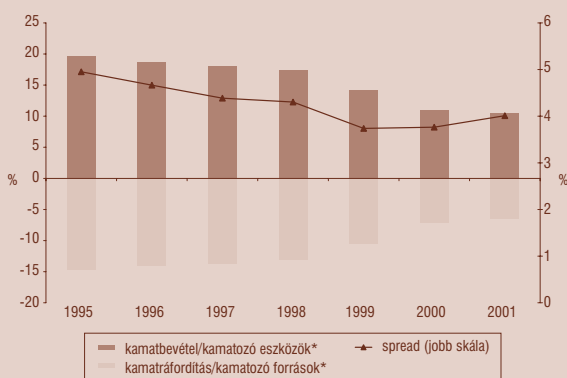
*ROE éves átlagos fogyasztói árindexszel defláva

4. táblázat : A bankrendszer eredménye

	2000	2001	2001/2000 (%)
	Mrd Ft		
Kamatjövedelem	304.4	355.6	116.8
Értékvesztés / céltartalék változása	3.5	-20.6	
Jutalékeredmény*	78.4	102.5	130.7
Pénzügyi műveletek eredménye	54.8	62.6	114.1
Egyéb eredmény	-49.4	-38.8	
BRUTTÓ PÉNZÜGYI ÉS BEFEKTETÉSI S	397.8	466.1	117.2
Működési költségek	289.2	323.8	112.0
PÉNZÜGYI ÉS BEFEKTETÉSI SZOLGÁLT	108.6	142.3	131.0
Egyéb nem pénzügyi és befektetési szolgá	1.6	1.0	61.7
SZOKÁSOS VÁLLALKOZÁSI EREDMÉN	110.2	143.3	130.0
Rendkívüli eredmény	-10.6	5.2	
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉN	99.7	146.9	147.4
Adófizetési kötelezettség	19.1	25.8	134.7
ADÓZOTT EREDMÉN	80.5	121.1	150.4

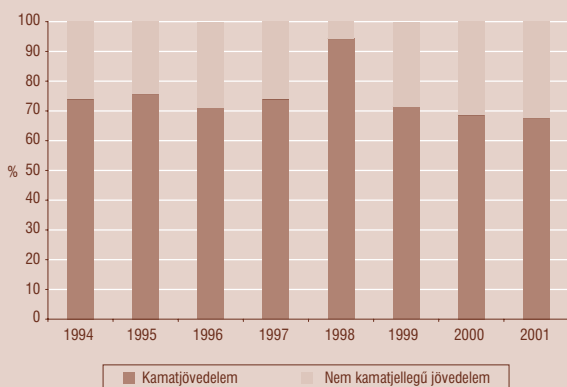
*2000-ben csak a pénzügyi szolgáltatások jutalékeredményét, 2001-ben már a befektetési szolgáltatások jutalék- és díjeredményét is tartalmazza.

2.42. ábra A spread és összetevői



*a nevezőkben átlagos állományok

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



A vállalati és lakossági hitelek mérlegfőösszeghez viszonyított együttes aránya (éves átlagállományokkal számítva) - a vállalati hitelek dinamikájának megtorpanása ellenére is - 44%-ra emelkedett az egy évvel korábbi 39%-ról, emellett az egyéb pénzügyi közvetítőknek nyújtott hitelek is gyors ütemben nőttek. Pozitív strukturális elmozdulás a bankok kamatjövedelme szempontjából, hogy a - kedvezményes kamatozású lakáshitelkonstrukcióktól eltekintve - jóval magasabb kamatmarzsot biztosító lakossági hitelek súlyát tudták növelni az ügyfélkihelyezéseken belül, bár az arány még mindig kicsinek mondható (az éves átlagállománnyal számolva 15%). A mérlegstruktúra folytatódó átrendeződése tükröződik a kamatbevételek összetételének változásában is, a hitelek utáni kamatbevétel részaránya 54%-ról 61%-ra nőtt az összes kamatbevételben belül 2000-hez képest (1999: 44%).

A kamatjövedelmet javította, hogy az 1995-99 közötti folyamatos csökkenés, illetve a 2000. évi stagnálás után a spread 25 bázisponttal emelkedett (42. ábra). A spread alakulása szempontjából - ceteris paribus - pozitív hatást jelentett, hogy 2001-ben számottevően csökkent a kötelező tartalékolás okozta jövedelem-elvonás.^{40 41}

Jelentősen (18%-kal) bővült a pénzügyi szolgáltatásokból származó jutalékeredmény is, amely a teljes jutalék- és díjeredmény 90%-át adja.⁴² A kamat- és jutalékeredmény bővülésétől elmaradt, de így is 14%-os volt a pénzügyi műveletek eredményének növekedése. A pénzügyi műveletek eredményének több mint 4/5-ét kitevő devizakereskedelem és -árfolyamváltás nyeresége⁴³ 18%-kal emelkedett, amiben számottevő szerepet játszott a sávszélesítés és devizaliberalizáció piacélénkítő hatása. A pénzügyi műveletek eredményét javította a már említett MÉBIT-eladás, viszont rontotta az értékpapír-forgalmazásból és -árfolyamváltozásokból származó veszteség. Összességében, a nem kamatjellegű jövedelem részaránya a bruttó működési eredményen⁴⁴ belül 32%-ra nőtt a 2000. évi 31%-ról (43. ábra).⁴⁵

2001-ben az értékvesztés és a céltartalék-változás hatása 21 Mrd Ft-tal rontotta a bankrendszer eredményét.⁴⁶ Egyszeri eredményjavító hatása volt 2001-ben a szabályozási, számviteli változások miatt megszűnő országkockázati céltartalék, árfolyamkockázati céltartalék, ill. árfolyamveszteségre képzett céltartalék felszabadításának, amely együttesen 12 Mrd Ft-ra becsülhető.⁴⁷ Eredményjavító hatása volt annak is, hogy az általános

⁴⁰ A kötelező tartalékszabályozás változásának részeként a kötelező tartalékráta mértéke 2001. február 1-től 11%-ról 7%-ra, majd ezt követően 2001. július 1-től 6%-ra csökkent.

⁴¹ A tartalékráta csökkentésének közvetett hatása lehet, hogy a bankok csökkentik a hitel- és betéti kamatok közötti különbözetet a kötelező tartalékolás használatát költségeinek mérséklődése nyomán. Megfelelő információ hiányában azonban nem ítéltük meg, érvényesült-e ez az indirekt hatás, s ha igen, milyen mértékben.

⁴² Az adatszolgáltatási struktúra változása miatt a - teljes jutalék- és díjeredmény 10%-át adó - befektetési szolgáltatásokkal kapcsolatos jutalék- és díjeredmény nem hasonlítható össze a bázisidőszakkal.

⁴³ Beleértve a deviza határidős ügyletek eredményét és az ezekhez kapcsolódó nettó céltartalékképzést is.

⁴⁴ Bruttó működési eredmény = bruttó pénzügyi és befektetési szolgáltatási eredmény - értékvesztés/céltartalék változása - egyéb eredmény

⁴⁵ Ha a MÉBIT-tranzakció hatását nem számítanánk, akkor nem emelkedett volna a nem kamatjellegű bevételek aránya.

⁴⁶ A portfólióminőség változásának eredményre gyakorolt hatása a jelentős számviteli és adatszolgáltatási változások miatt 2001-ben nem vethető össze a megelőző évvel.

⁴⁷ Az országkockázati céltartalék felszabadítását korrigáltuk az ezen követelésekre elszámolt pótlólagos értékvesztés becsült összegével.

kockázati céltartalék képzésére vonatkozó minimumkövetelmény 2001-ben megszűnt, és ennek nyomán a nettó képzés 2000-hez képest 10 Mrd Ft-tal alacsonyabb volt.

2001-ben a működési költségek növekedése (12%) kismértékben ugyan, de meghaladta az éves átlagos inflációt. A 2000. évihez viszonyított költségnövekmény egy részét (kb. 1/3-át) a bankfúziókkal kapcsolatban elszámolt jelentős többletköltségek (pl. végkielégítések, informatikai átalakítások költségei) képezik.⁴⁸ A személyi jellegű ráfordítások 16%-kal emelkedtek, míg az egyéb működési költségek (bérleti díj, értékcsökkenés, számítástechnikai költségek, szakértői költségek, marketing költségek stb.) csak 9 %-kal nőttek.

A működési költségek növekedése összességében jóval elmaradt a bruttó működési eredmény bővülésétől így a költség/bevétel mutató 62%-ra csökkent a 2000. évi 65%-ról. Nem javult viszont a működési költség/mérlegfőösszeg arány (3,8%), amelynek csökkenésére - a fölös kapacitások megszüntetése nyomán várható költségmegtakarítások miatt - a következő egy-két évben kedvező hatással lehetnek a 2001-ben lezajlott fúziók (44. ábra).

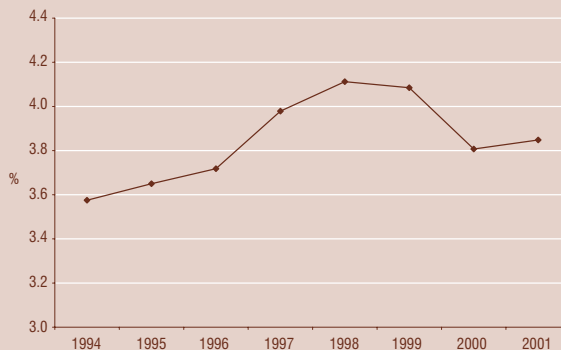
II.6. A takarékszövetkezeti szektor kockázatai

Magyarországon a takarékszövetkezeteknek együttesen, a mérlegfőösszeget tekintve csupán 6,6%-os a piaci részesedésük, a háztartási szektorban azonban jóval nagyobb a súlyuk. A betétállományt tekintve 13%-os, a hitelállományt tekintve 19%-os piaci részesedéssel bírtak 2001 végén. Tevékenységi-, és működési sajátosságai miatt a szektort továbbra is kockázatosabbnak ítéljük meg, mint a bankszektort.⁴⁹

Bár a takarékszövetkezeti szektor mérlegfőösszegének növekedési üteme több éve felülmúlja a bankszektort, a takarékszövetkezetek piaci részesedése 4 év alatt csupán 1,4%-ponttal nőtt. 2001-ben részesedésvésztés tapasztalható a lakossági és vállalati hitelezés, illetve a vállalati betétgyűjtés területén egyaránt. A szektor saját tőkéjének növekedési üteme csaknem minden évben elmaradt a mérlegfőösszegtől, azaz a tevékenység bővülése nem járt együtt a további fejlődéshez elkerülhetetlenül fontos, megfelelő mértékű tőkeakkumulációval. (5. táblázat)

A jelenleg érvényes hazai szabályozásban 2001 végére megszabott 60 millió Ft-os minimális tőkekövetelményt minden takarékszövetkezet teljesítette. A 2003 végére megszabott 100 millió Ft-os limitet 24 takarékszövetkezet saját tőkéje nem érte el 2001 végén. (6. táblázat) Az EU-szabályozás azonban a hazainál sokkal szigorúbb (5 millió EUR-s, vagy bizonyos feltételekhez kötötten 1 millió EUR-s tőkekövetelmény), aminek a hazai takarékszövetkezetek többsége nem tesz eleget. 2001 végén az egy takarékszövetkezetre jutó átlagos saját tőke az

2.44. ábra: A működési költségek mérlegfőösszeghez viszonyított aránya



5. táblázat:

A hazai takarékszövetkezetek piaci részesedése a hitelintézeti szektorból*

%	1997	1998	1999	2000	2001
mérlegfőösszeg	5.18	5.63	5.95	6.15	6.59
saját tőke	4.62	4.81	5.03	5.14	5.19
lakossági betét	11.20	11.98	12.32	12.67	13.33
lakossági hitel	16.41	18.16	18.25	19.79	19.36
vállalati betét	1.95	2.61	2.95	3.39	3.03
vállalati hitel	1.81	2.52	3.37	3.33	2.84

* MFB, Eximbank nélkül

6. táblázat: A hazai takarékszövetkezetek száma saját tőkéjük szerint

millió Ft	2000			2001		
	OTIVA	egyéb	összesen	OTIVA	egyéb	összesen
-60	12	1	13	0	0	0
60-100	37	1	38	22	2	24
100-200	77	1	78	83	0	83
200-300	23	7	30	31	5	36
300-	25	7	32	31	10	41
összesen	174	17	191	167	17	184

⁴⁸ A fúziós költségek nélkül számítva a működési költségek nominális növekedése (8%) elmaradt az inflációtól.

⁴⁹ A szektor nemzetközi fejlődési tendenciáit, kockázatait és fejlődési lehetőségeit részletesen taglalja a 2000. augusztusi Stabilitási jelentésben található "A szövetkezeti hitelintézeti szektor kockázatai" című tanulmány.

7. táblázat: Az OTIVA-tag takarékszövetkezetek eszközpórtfoliója

OTIVA-tagok	Portfólió megoszlása %	Céltartalék aránya %	Portfólió megoszlása %	Értékvesztés aránya %
	2000		2001	
Problémamentes	65.07		64.42	
Külön figyelendő	28.83	3.0	29.34	2.9
Átlag alatti	2.38	19.6	2.52	19.7
Kétes	1.36	48.5	1.47	46.9
Rossz	2.36	91.2	2.25	90.7
Összes minősített	34.93		35.58	
"Nemteljesítő"	6.10		6.24	

8. táblázat: Az OTIVA-n kívüli takarékszövetkezetek eszközpórtfoliója

OTIVA-tagok	Portfólió megoszlása %	Céltartalék aránya %	Portfólió megoszlása %	Értékvesztés aránya %
	2000		2001	
Problémamentes	73.48		70.19	
Külön figyelendő	22.26	1.8	24.06	3.1
Átlag alatti	1.50	23.4	2.34	19.0
Kétes	1.91	37.2	1.47	36.0
Rossz	0.85	93.9	1.94	73.0
Összes minősített	26.52		29.81	
"Nemteljesítő"	4.28		5.76	

OTIVA⁵⁰-tagok esetében 211 millió Ft (1999 végén 135 millió Ft), az OTIVA-n kívüli takarékszövetkezetek esetében 379 millió Ft (1999 végén 289 millió Ft) volt. Sajnos a növekedés egy tekintélyes része nem pótlólagos tőkebevonásból, illetve eredmény-visszaforgatásból ered, hanem a hazai szabályozás által kikényszerített fúzióknak köszönhető. Így a lépcsőzetesen emelkedő tőkekövetelményből fakadó kényszer 2003 utáni megszűnésével a tőkekoncentrációs folyamat megtorpanása várható.

2001-ben a takarékszövetkezeti szektor vállalati hitelállománya reálértéken csaknem 21%-kal nőtt. A lakossági hitelállomány reálértéken 24%-os növekedésén belül az ingatlanhitelek állománya 48%-os, a nem ingatlan hitelek állománya 10%-os reálnövekedést mutat.

A hazai takarékszövetkezetek hitelexpanziójával kapcsolatban több probléma is említhető. A növekmény nagyobb részét a városokban nyújtott hitelek teszik ki, így egyre kevésbé fogadható el a takarékszövetkezetekre vonatkozó – a kereskedelmi bankokénál sok tekintetben – enyhébb szabályok védelmében sokat hangoztatott érv, miszerint esetükben a hitelezési kockázat a helyismeret magas foka miatt kisebb. Egy, az 54 legnagyobb takarékszövetkezet körében végzett felmérés eredménye szerint a hitelállomány 71%-a városokban, ebből 35,7%-a megyeszékhelyeken, illetve fővárosban nyújtott hitel (a betétek esetében az arányok 57% és ebből 24%). A hitelezés (nagy)városok felé tolódásának tendenciája vélhetően még jó ideig nem fog megfordulni, tekintettel arra, hogy a kedvező jövedelem-kilátások inkább a (nagy)városokban dolgozóakra jellemzőek. Ami a takarékszövetkezetek ingatlanhitel-állományának rendkívüli mértékű növekedését illeti, meglehetősen kétséges az ország bizonyos régióiban a kisebb településeken épülő lakásokra nyújtott hitelek fedezetének értéke az ingatlanok vélhetően rendkívül alacsony forgalmi értéke miatt.

Ami a takarékszövetkezeti szektor mérlegtételeinek minőségét illeti, megállapítható, hogy a takarékszövetkezeti szektor sokkal rosszabb minőségű portfólióval rendelkezik, mint a bankszektor. Meg kell azonban jegyezni, hogy a bankrendszeri átlagnál jóval nagyobb arányú külön figyelendő állomány részben annak köszönhető, hogy az integrált takarékszövetkezetek – a csúcsszervek által koordinált egységesülő szabályok alapján – automatikusan ebbe a kategóriába sorolják a nagy-kockázatot jelentő, illetve az éven túli lejáratú hiteleket. Mindamelllett az e kategóriát nem tartalmazó, az elemzés szempontjából nem teljesítőnek tekintett eszközök aránya a takarékszövetkezetek esetében 73%-kal magasabb a bankrendszeri aránynál. Az OTIVA-n kívüli takarékszövetkezetek portfóliója vizsgálatakor aggodalomra adhat okot az, hogy egyrészt 2001-ben a mérlegtételek minősége sokkal nagyobb mértékben romlott, másrészt az elszámolt értékvesztés mértéke jóval alacsonyabb, mint az integrált takarékszövetkezetek esetében (7-8. táblázat)

⁵⁰ Az OTIVA (Országos Takarékszövetkezeti Intézményvédelmi Alap) a takarékszövetkezeti integráció központi szerve, amely a takarékszövetkezeti szektor konszolidációjának részeként, állami szerepvállalással jött létre 1993-ban. Az OTIVA legfontosabb feladata a válsághelyzetek kialakulásának megelőzése, illetve a kialakult válsághelyzetek kezelése. A takarékszövetkezetek állami pénzből való konszolidációjának feltétele volt a takarékszövetkezeti integrációhoz való csatlakozás, így csak néhány, stabil helyzetű, konszolidációra nem szoruló szövetkezet választotta az integráción kívül maradási.

A takarékszövetkezeti szektor jövedelmezősége az utóbbi években megfigyelhető romlás után 2001-ben a bankszektortól elmaradó mértékben ugyan, de javult, és továbbra is jóval alatta marad a bankokénak. (9. táblázat) Egyidejűleg az OTIVA-tagok és az OTIVA-integráción kívüli takarékszövetkezetek növekedési, eszközminőségi és jövedelmezőségi mutatóinak összevetése alátámasztja a jelenlegi, laza integráció pozitív hatását.

II.7. A bankközi fizetési és elszámolási rendszerek működése és kockázatai

II.7.1. Jogszabályi háttér

A 2001-ben elfogadott új jegybanktörvény biztosította az MNB javára szóló zálogtárgyak és óvadék csődjogi védelmét, egyaránt javítva a VIBER és a BKR biztonságát, növelve ezáltal a fizetési rendszer stabilitását. E rendszerek likviditásának növekvő részben az MNB által nyújtott napközbeni hitel a forrása, és az MNB mint hitelező által viselt hitelkockázat a költségvetés által az esetlegesen fizetésképtelenné vált bankoknak nyújtott implicit garanciát jelentett. Az értékpapír-elszámolóház is védelmet nyert az új tőkepiaci törvény alapján. A KELEK-nek szabályzataiban kell meghatározni, hogy mely ponttól tekintendők a részére adott megbízások visszavonhatatlannak. A törvény kimondja, hogy az elszámolóháznál elhelyezett pénz és értékpapír az elszámolóház javára óvadékkul szolgál, és meghatározza a csődtörvény szerint mentességet élvező fizetési és elszámolási rendszereket. A fenti változtatások együttesen "a kiegyenlítés véglegességéről a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerekben" 98/26/EK irányelv részbeni harmonizálását jelentik. A csődjogi védelem további megerősítése 2002-ben várható.

II.7.2. A bankközi fizetési forgalom megoszlása a főbb rendszerek között

A bankközi fizetési forgalom alapvetően két rendszerben zajlik, az MNB által üzemeltetett valós idejű bruttó elszámolási rendszerben (VIBER) és a GIRO Rt. által működtetett Bankközi Klíringrendszerben (BKR). 2001-ben a forintban lebonyolított belföldi bankközi fizetési forgalom értéke elérte a GDP 13-szorosát (2000-ben még csak 10, 1995-ben 5 volt a mutató értéke), ami egyelőre elmarad a fejlett pénz- és tőkepiaccal rendelkező országok⁵¹ hasonló mutatóitól azonban egyúttal jelzi a fejlődés várható tendenciáját is. A 2001-es forgalom 47,8 %-kal haladta meg az előző évit.

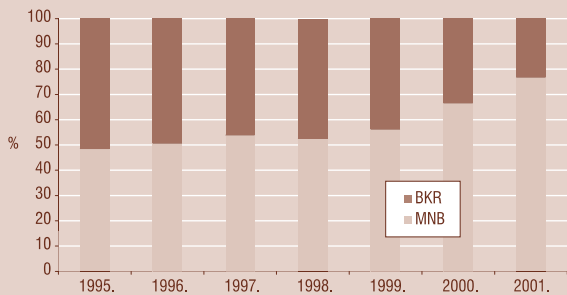
Néhány évre visszatekintve megfigyelhető, hogy a forgalom növekvő hányadát számolja el az MNB saját számlavezetési körében, miközben a tételszám szerinti megoszlás szinte változatlan maradt, abban a BKR részesedése több mint 99%. Az

9. táblázat: A takarékszövetkezetek jövedelmezősége

	db	2000 ROE	ROA	db	2001 ROE	ROA
OTIVA	174	11.96%	0.82%	167	14.39%	1.00%
egyéb	17	8.60%	0.56%	17	10.61%	0.72%
összes	191	11.45%	0.78%	184	13.80%	0.95%

⁵¹ 1999. évi adatok szerint ez az arány Németországban 32, Belgiumban 86, Görögországban 11, Franciaországban 58, Írországban 38, Olaszországban 31, Luxemburgban 168, Hollandiában 45, Ausztriában 17, Finnországban 40, Svédországban 57, az Egyesült Királyság esetében 79.

2.45. ábra A fizetési forgalom megoszlása a VIBER és a BKR között (1995 - 2001)



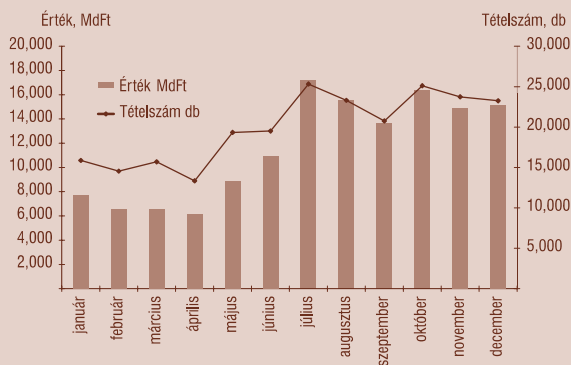
MNB rendszereiben lebonyolított forgalom javára 2000-ben kialakult 2/3-1/3-os arány a VIBER-tételek értékének ugrásszerű növekedése következtében 2001-ben már 77-23%-ra változott (45. ábra). Ez bizonyos mértékben az országos fizetési forgalom kockázati szintjének csökkenését is jelenti, hiszen az MNB hatékonyabban és közvetlenebbül tudja felvigyázni a saját maga által üzemeltetett rendszereket, mint a magánkézben lévőket, és a valós idejű rendszerben a likviditás kezelésére is több eszköz áll rendelkezésre.

Habár a BKR alapvetően a kis értékű fizetési megbízások lebonyolítására szolgáló rendszer, még mindig jelentős értékben számol el nagy egyedi értékű fizetési megbízásokat is. Ugyanakkor a VIBER-ben is előfordulnak meglepően kisösszegű műveletek. Összességében a BKR forgalmának 95%-a az 1 millió Ft alatti, míg a VIBER forgalmának 78%-a a 10 millió forint feletti értéksávba esik.

A bankközi fizetések körében évről-évre nő a nagy egyedi értékű fizetések aránya, de a növekedés üteme - a rendszerek sajátosságaiból adódóan - a VIBER esetében sokkal nagyobb. Ez kockázatkezelési szempontból kedvező, mivel a BKR-ben az éjszakai üzemmód miatt nincs lehetőség a likviditás változtatására, a VIBER viszont ezt folyamatosan biztosítja. Ugyanakkor a nagy összegű fizetések, illetve a rosszul csoportosítva (kötegelve) benyújtott kisösszegű megbízások is fennakadást tudnak okozni az éjszakai forgalomban. Jelentősen csökkenne a BKR elszámolás kockázata és likviditásgénye, ha a nagy egyedi értékű fizetések növekvő hányada átkerülne a VIBER-be (tavaly havonta 2-3 ezer db olyan nagy értékű ügyféltétel teljesült a BKR-ben, amit - a meghirdetett banki díjszabás szerint - az ügyfeleknek ésszerűbb lett volna a VIBER-be irányítani). Ez a kockázatcsökkentő hatás az MNB részéről azzal segíthető elő, ha szorgalmazza az áttekinthető díjstruktúrák kialakítását és az ügyfelek megfelelő tájékoztatását, valamint a VIBER-megbízások bankon belüli kezelésének magas fokú automatizálását.

A VIBER-ben lebonyolított fizetések értéke és tételszáma az év első hónapjaiban (a megelőző évhez hasonlóan) stagnálást, sőt kisebb-nagyobb csökkenést mutatott. 2001 közepétől azonban kiugró növekedés volt tapasztalható. A devizaliberalizációt követően megélnékült a forgalom, amit nagyrészt a magyar bankoknál számlát nyitó külföldi hitelintézetek forgalma indukált (46. ábra).

2.46. ábra A VIBER-ben lebonyolított fizetések értéke és darabszáma 2001-ben



A megnövekedett forgalom váratlanul érte a hitelintézeteket, a VIBER-ben addig nem tapasztalt jelentős sorban állások alakultak ki. A forgalommnövekedés elsősorban azoknak a bankoknak az operatív likviditáskezelésében okozott nehézséget, amelyek a külföldi bankok legnagyobb forint-levelezői lettek. Ráadásul a likviditási problémák jellemzően az üzemidő végén jelentkeztek és azokat a hitelintézetek nem tudták megfelelően kezelni. A kialakult mini-válság megoldására az MNB a hitelintézetekkel egyeztetve, szabályozási és gyakorlati intézkedésekkel reagált, azaz módosította a rendszer szabályait és meghosszabbította a VIBER üzemidejét két órával (16³⁰-ig).

Az öt legnagyobb forgalmat bonyolító résztvevő részesedése a BKR-ben 64%, míg a VIBER-ben ugyanez a mutató 58% volt 2001-ben, ami az előző évhez képest növekvő tendenciát mutat. Ez alapvetően a bankfúzióknak és a jelentős piaci szereplők súlya további növekedésének köszönhető. Összehason-

lítva az Európai Unió tagállamainak hasonló adataival⁵², megállapítható, hogy a koncentráció szintje megfelel a nemzetközi átlagnak. Mindebből az következik, hogy az MNB-nek, mint a fizetési rendszer felügyelőjének, kiemelten kell ellenőriznie a legnagyobb szereplők fizetési forgalmának menedzselését, hiszen az ezeknél fellépő működési zavarok komoly hatással lehetnek a pénzügyi rendszer egészére.

II.7.3. Értékpapír-elszámolás

A KELER által üzemeltetett értékpapír-elszámolási rendszerben teljesülnek a Budapesti Értéktőzsde részvény-, állampapír- és határidős ügyleteinek elszámolásai, a Budapesti Árutőzsde határidős, valamint a bankok közötti OTC állampapír-kereskedés ügyletei (47. ábra).

Az értékpapír-elszámolási rendszer forgalmán belül az OTC forgalom az előző évhez képest összegében 33%-kal nőtt (14,9 ezer milliárd forintról 19,9 ezer milliárd forintra), a részesedése pedig 60%-ról 81%-ra emelkedett. Az értéktőzsde forgalmának visszaesése tovább folytatódott (2000-hez képest mintegy 60%-kal) az általános pesszimista nemzetközi hangulat, a recesszió, és az amerikai terrortámadás következményeként. A határidős forgalomban az előző évi emelkedést 2001-ben újabb csökkenés (27%) követte, így a részaránya 8%-ról 6%-ra csökkent.

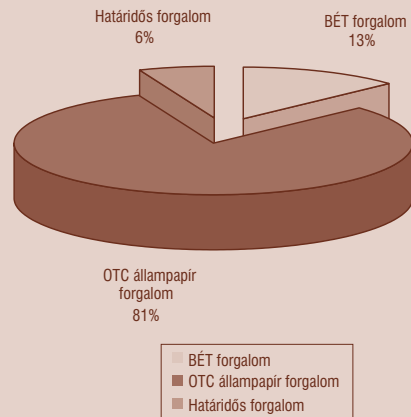
II.7.4. Pénzügyi kockázatok kezelése

2001 végén – összhangban az értékpapírok fedezet céljára történő intenzívebb felhasználásával – megváltozott a napközbeni hitel fedezetéül szolgáló értékpapírok értékelésének módszere. Míg korábban a befogadás névértéken történt, az MNB áttért a piaci árfolyamon való értékelésre, valamint a lejárattól függő biztonsági levonásra (haircut). Ez a változás összhangban van a nemzetközi elvárásokkal és csökkenti az MNB által viselt, a fedezetként elfogadott értékpapírok árfolyamának változásából eredő kockázatot.

2001-ben az értékpapírral fedezett napközbeni hitelkeret állománya (ami a résztvevők számlaegyenlege kiegészítéseként a fizetési forgalom lebonyolításának fedezetéül szolgál) fokozatosan növekedésnek indult és napi állománya háromszorosára nőtt az előző évhez képest. Ennek oka alapvetően abban rejlik, hogy a kötelező tartalékráta mértéke csökkent, míg a fizetési forgalom jelentősen megnövekedett az elmúlt évben (48. ábra).

A napi átlagos fizetési forgalom (BKR és VIBER együtt) a bankok üzleti nap elején rendelkezésre álló fedezetének átlagosan 0,72-szeresét tette ki 2001. januárban (49. ábra). Az 1 alatti mutató azt jelenti, hogy egy átlagos bank minden fizetési megbízása teljesül akkor is, ha az adott napon egyetlen tételt sem fogad. Decemberre ez az arány 1,8-ra nőtt, értéke bankonként 0,25 és 15 között változott. Bankonként a napi szélsőértékek 0,01–63 között alakultak. Minél nagyobb az érték, annál na-

2.47. ábra A KELER által lebonyolított értékpapír-forgalom megoszlása piaconként 2001-ben

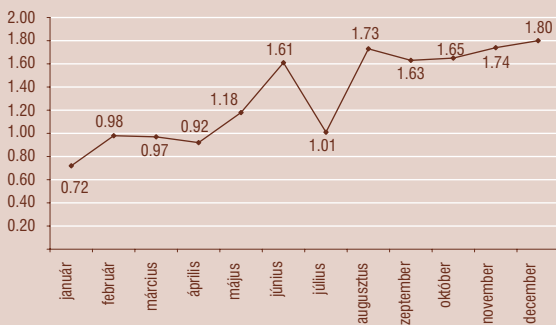


2.48. ábra A bankok által képzett napközbeni hitelkeret (limit) állománya 2001-ben

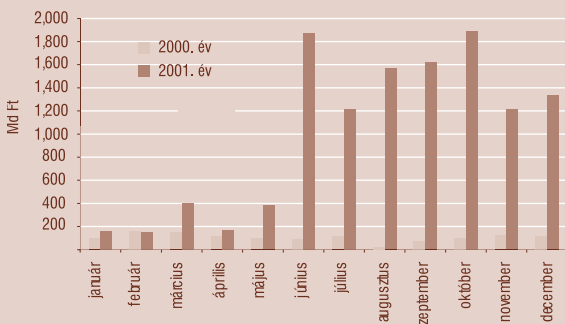


⁵² 1999-ben a ráta Franciaországban 50%, Spanyolországban 51-59%, Portugáliában 47-56%, Görögországban 26-81% volt, jóval alacsonyabb Olaszországban: 25-42%, a többi országban lényegesen nagyobb a koncentráció: Belgiumban 73-76%, a UK esetében 73-79%, Finnországban 80-99%, Írországban 79-99%, Hollandiában 94-95%.

2.49. ábra A bankok napi terhelésének és fedezetének aránya a bankközi fizetési rendszerekben (2001)



2.50. ábra A VIBER-ben sorban álló tételek összege havi bontásban (2000-2001)



gyobb odafigyelést követel a likviditás-menedzselés a forgalom átmeneti megakadásának elkerülése érdekében. A kötelező tartalék jelenlegi mértéke mellett⁵³ egyelőre nem okoz likviditási kockázatot a fizetési forgalom nagysága a fedezetekhez képest, azonban a tartalékráta jelentős csökkentése (az EU-tagállamok tartalékráta szintje átlagosan 1-3%) és a fizetési forgalom várható folyamatos növekedése gyökeresen meg fogja változtatni a bankok likviditáskezelési gyakorlatát. Jól igazolja ezt a már ismertetett nyári forgalomműködés által okozott probléma is. A hitelintézeteknek fizetési forgalmuk lebonyolításához a korábbinál rugalmasabb és hatékonyabb likviditáskezelési gyakorlatot kell kialakítaniuk.

Ha a bank pénzforgalmi számlaegyenlege a nap végén tartozást mutat, vagyis a napközbeni hitelkeret átváltozik napvégi hitellé, a jegybank egy napra hitelt nyújt a lekötött értékpapír fedezete mellett. A 2000. évben erre mindössze 3 alkalommal összesen 2,1 milliárd forint összegben került sor. Ezzel szemben 2001-ben a bankok 33 alkalommal 202,2 milliárd forint napvégi hitelt kaptak, amiből 124,1 milliárd forint december hónapra (többségében 21 és 22-re) esett.

A fizetési rendszerekben sorban állásnak nevezzük azt a helyzetet, amikor a benyújtott fizetési megbízás nem tud teljesülni a szükséges fedezet hiánya miatt. Ilyenkor a rendszer nem teljesíti addig a megbízást, amíg az adott résztvevő számláján pótlólagos fedezet nem keletkezik. Ha valamely bank kiemelkedően nagy összeggel marad sorban, ez likviditás hiányt okozhat a bankrendszerben, hiszen a sorban álló bank által biztosított fedezet más résztvevők likviditásából hiányozhat. Ha ez jelentős méreteket ölt, akkor a dominóhatás miatt a fizetési forgalom leállása következhet be.

A BKR-ben 2000-ben 15 alkalommal összesen 13,4 milliárd forinttal, 2001-ben 27 alkalommal 154,4 milliárd forinttal maradtak sorban a bankok az éjszakai feldolgozás során, többnyire téves kalkuláció miatt. A tényleges fedezetlenség jóval kisebb, 31,3 milliárd forint volt (2001-ben), vagyis ekkora pótlólagos fedezetet kellett biztosítani. Az eltérésnek az a magyarázata hogy a sorban állás bizonyos esetekben nem tényleges likviditáshiány miatt alakul ki, hanem azért, mert a beküldött tételek sorrendje és kötegelési módszere nem optimalizált. (A sorban elől álló nagy tétel miatt a további kisebb megbízások sem teljesültek, vagy túl sok tétel van egy csomagban).

A VIBER-ben a BKR-hez képest jóval több lehetőség biztosított a sorban maradt tételek kezelésére, a sorok lebontására. Egyrészt a nappali üzemmód miatt a bankok a sor keletkezésekor azonnal értesülnek és a sorban álló tételeket átrendezhetik, valamint pótlólagos likviditást tudnak a rendszerbe juttatni kihasználva a KELER párhuzamos üzemidejét és a nyitva tartó bankközi piacot. Másrészt van egy automatizált központi sorlebontó mechanizmus, ami egy algoritmus segítségével akkor is képes lebontani a sort, ha nem kerül plusz likviditás a rendszerbe⁵⁴. A sorban álló bankok viszonylag stabil kört alkottak, a sorban állások száma és összege évközben is jelentősen növekedett (50. ábra).

⁵³ A tartalékráta magas szintje által biztosított banki számlapénzállomány, a bankrendszer egészének szintjén még bőséges likviditást biztosít a fizetési forgalom menedzseléséhez.

⁵⁴ Ennek az eljárásnak vannak bizonyos korlátai, mert a szélsőségesen nagy összegek miatt kialakuló sorban állást nem biztos, hogy fel lehet oldani a megbízások átcsoportosításával.

A BÁT és a KELER Rt. között a derivatív piacok devizaszekciójában az adatkapcsolat valós idejűvé vált. Ez lehetővé teszi, hogy a rendszer a tőzsdei kötések és árelmozdulásokat valós időben nyomon követhesse, elvégezze a pozíció-átértékeléseket és fedezetszámításokat, azaz folyamatosan tudja elemezni a kockázatok alakulását.

A KELER Rt. valós idejű értékpapír-elszámolási rendszerében 2001-ben a VIBER üzemidejének meghosszabbításával egy időben meghosszabbította az OTC ügyletek elszámolásának üzemidejét 16 óráig.

2001-ben a KELER Rt. a T+3-as elszámolási idő bevezetésének előkészítéseként bevezette a BÉT-en kötött ügyletek értékpapír- és pénzoldali azonos napi fedezetvizsgálatát. Ez a lépés önmagában nem kockázatsökkentő, de a T+3 napi elszámolás bevezetésének lényeges feltétele.

Rendszeresen felülvizsgálták az egyes termékek alaphiztosítékainak értékeit, és a piaci helyzetnek megfelelően azokat többször is módosították.

További fejlesztések történtek a VaR elemzést biztosító programon, aminek eredményeképpen már nemcsak a főbb devizákra és részvényekre, hanem valamennyi deviza-, kamat- és részvényalapú termékre lehet kockázatelemzést végezni.

A nemzetközi elszámolásokhoz kapcsolódóan a KELER Rt. a külföldi értékpapírokra vonatkozóan is bevezette a DVP (fizetés szállítás ellenében) alapú elszámolást.

II.7.5. Működési biztonság

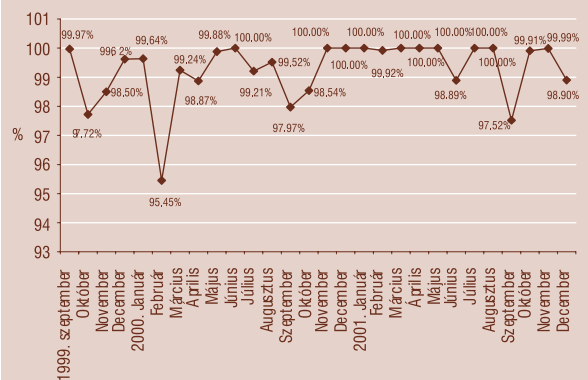
A VIBER bevezetése óta megbízhatóan működik, a rendelkezésre állás (a tényleges működés időtartama a meghirdetett üzemidő százalékában) javuló tendenciát mutat (51. ábra).

A 99% feletti mutató azt jelenti, hogy a kieső idő havonta kevesebb egy óránál. 2001-ben az átlagos éves rendelkezésre állási mutató 99,59% volt, a szeptemberi mélypont 3 és fél óra kiesést jelentett a megnövelt üzemidőből. Az ECB éves jelentése szerint az Európai Unió legjelentősebb valós idejű fizetési rendszere, a tagállamok rendszereit összekötő TARGET rendelkezésre állása 1999-ben 98,5-100,0% között alakult, 2000-ben pedig nem süllyedt 99,5% alá, vagyis a VIBER esetében némileg kedvezőtlenebb a helyzet. A következő időszak ezzel kapcsolatos legfontosabb feladata, hogy a rendszer stabilitása tovább növekedjék, a nagyobb kiesések minimálisra csökkenjenek, és ezáltal a működési kockázat jelentősen mérséklődjön.

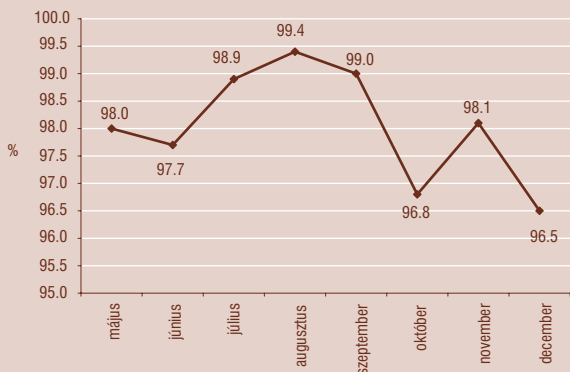
A BKR esetében másképp kell értelmezni a rendelkezésre állást, hiszen ott a résztvevők napi működését tulajdonképpen nem zavarja a rendszer rövidebb leállása a kötegelte feldolgozás miatt. Problémát a résztvevők okozhatnak azzal, hogy az elszámolandó megbízások elszámolóházhoz történő beküldési határidejét (02:00) nem tartják be és ezzel megnövelik az elszámolás előírt határidőben történő befejezésének kockázatát, ami késleltetheti a VIBER nyitását, a bankok által fogadott tételek feldolgozását és akadályozhatja a tőkepiacok zavartalan működését. Az elmúlt évben 4 banknál 21 esetben fordult elő késői küldés, de csak egy esetben haladta meg a késedelem az egy órát. Az elszámolás befejezése egy alkalommal sem szenvedett késedelmet.

A KELER rendszerei az ügyfelek számára meglehetősen hosszú napi nyitva tartással állnak rendelkezésre, hiszen reggel 7.00 órától egészen este 22.00 óráig lehet megbízásokat

2.51. ábra A VIBER rendelkezésre állása (1999-2001)



2.52. ábra A rendelkezésre állási mutató értéke a KELER-ben 2001-ben (%)



beküldeni tárgynapi elszámolásra (VIBER 8.00-16.30; BKR 16.00-02.00). A rendelkezésre állásra vonatkozó kimutatások 2001 májusától állnak rendelkezésre. Ennek megfelelően az első négy hónapban esetlegesen rendelkezésre álló adatokat a statisztikákban nem vettük figyelembe.

A rendelkezésre állási mutató éves átlagos mértéke 98.1% (52.ábra).

A 2001. év során nagy leállás vagy szolgáltatás-kiesés hardver elem meghibásodása következtében nem történt, ami a megvalósított alapvető üzembiztonságot szolgáló redundáns hardver/szoftver elemek, kommunikációs eszközök és útvonalak helyességét igazolja. Május, június, október és december hónapokban a rendszerek alacsonyabb rendelkezésre állása az alkalmazói rendszereken végrehajtott verzióváltással függ össze. Az üzemzavarok 80%-a 1 óránál rövidebb rendelkezésre állási idő kiesést eredményezett, és 4 órán túli rendelkezésre állási kiesés egyáltalán nem fordult elő. A help desk hatékony működésének köszönhetően a bejelentett panaszokat azonnali beavatkozások és javítások követték.

A rendszerek rendelkezésre állásának stabilitását több intézkedés is elősegítette az év folyamán, mint például egy új rendszerfelügyelő eszköz üzembe állítása, a szoftverfejlesztésekkel szembeni standard elvárások megfogalmazása, hatékony teszt-környezet kialakítása, valamint az üzemeltetési feladatokat ellátó munkatársak folyamatos továbbképzése és felelősségi hatásköreinek pontos kijelölése.

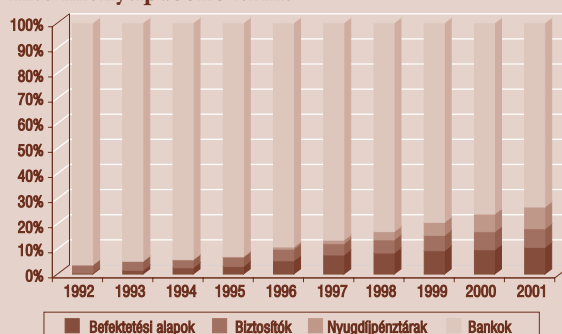
III. A nem-banki pénzügyi közvetítő intézmények 2001. évi tevékenysége

A nem-banki pénzügyi közvetítő intézmények 2001. évi tevékenysége intézménytípusonként eltérő képet mutat. A három intézményi befektető-típus (befektetési alapok, nyugdíjpénztárak, életbiztosítók) összességében tovább tudta növelni a részarányát a háztartási és vállalati megtakarítások továbbcsatornázásában (1. ábra), és a GDP-arányos mutató is a szektor közvetítőszerének mélyülését mutatja (2. ábra).

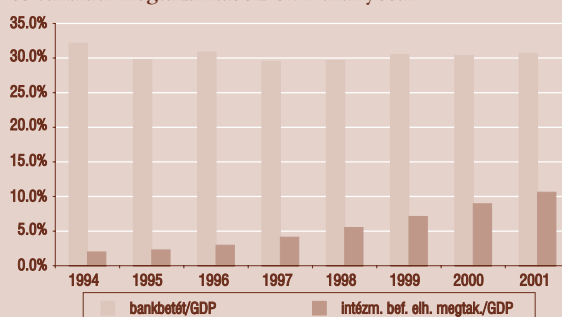
Az évek óta tartó folyamatos növekedés ellenére a hazai nem-banki pénzügyi közvetítés mélysége jelentősen elmarad még a kevésbé fejlett EU-országok szintjétől is (1. tábla).

2001-ben is a nyugdíjpénztárak növekedtek a legdinamikusabban, ami úgy következett be, hogy a pénztárak száma tovább csökkent. Ezt a konszolidációs folyamatot hatékonysági tényezők motiválják, így rendszerstabilitási szempontból mindenképpen pozitívan értékelendő. Még akkor is, ha a szektor koncentráltasága e folyamat eredményeképp fokozódik. A befektetési alapokon belül a pénzügyi és a kötvényalapok tudtak jelentős eszközérték-növekedést elérni. A részvény- és vegyes alapok, - a tőzsde mélyrepülésének köszönhetően -, visszaeséssel voltak kénytelenek szembesülni. Az életbiztosítási díjtartalék bővülése elmaradt a lakosság pénzügyi vagyonának bővülésétől, alapvetően az egyszeri díjas és a unit-linked konstrukciók visszaesése miatt. A csökkenő díjbevétel miatt a szektor koncentrációja 2001-ben csökkent, de még mindig magas.

3.1. ábra A pénzügyi közvetítőknél elhelyezett lakossági és vállalati megtakarítások megoszlása intézménytípusok szerint



3.2. ábra A pénzügyi közvetítőknél elhelyezett lakossági és vállalati megtakarítások GDP-arányosan



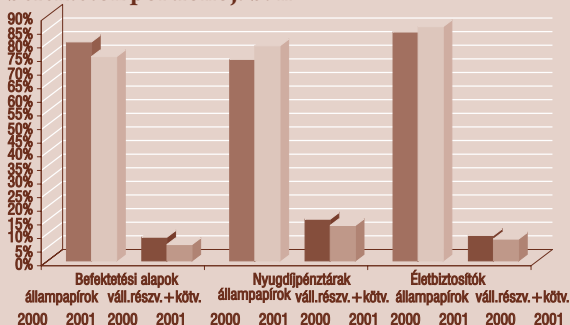
*számlálóban éves átlagállományok

3.1. tábla: Az intézményi befektetők pénzügyi eszközei GDP-arányosan (%)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ausztria	61.6	71.9	65.9	86.2	92.4	105.2	115.6	127.9	131.3
Belgium	47.2	57.6	56	58.1	64.5	73.3	88.1	101.9	
Dánia	55.7	63.9	62.2	65.1	70.6	77.5	84.8	98	
Egyesült Királyság	131.3	163	143.8	164	173.4	195.5	203.6	226.7	
Finnország	41.1	43.8	49.3	49.6	61.7	65.6	77.1	92.1	
Franciaország	61.9	73.9	71.8	77.7	86.6	97	107.3	125.4	133.3
Görögország	3	6.7	8.4	12.8	16.9	26.6	29.9	40.1	
Hollandia	131.5	149.1	144.5	154.5	167.6	181.9	193.2	212.8	209.6
Luxemburg	1574.3	2119.1	1945.6	2020.6	2057	2612.7	3049	4172.3	
Németország	34	38.9	41.3	45.3	50.6	58.7	66.1	76.8	79.7
Norvégia	36.4	42	41.4	42.4	43.5	46.6	47.7	53.9	
Portugália	18.3	27.5	29.8	38.3	43.2	53.4	48.7	50.8	
Spanyolország	21.9	29.3	32.3	33.4	44.3	56	66.5	65.4	62.1
Svédország	88.8	105.7	97.9	102.9	118.5	136.8	123.2	137.8	
Törökország	0.6	1.2	1.3	1	1.7	1.6	1.7	3.4	
Csehország	22.8	17.3	17.8	21.4	19	16.8	20.3		
Lengyelország	0.6	1.9	1.5	2	2.6	3.2	4.2	5.4	
Magyarország	2.5	2.8	3.9	4.4	6.1	7.5	8.9	10.7	12.8

forrás: OECD

3.3. ábra Az állampapírok, illetve a vállalati részvények és kötvények aránya az intézményi befektetők portfóliójában



3.2. tábla: Egyes európai országok intézményi befektetőinek portfóliója (%)

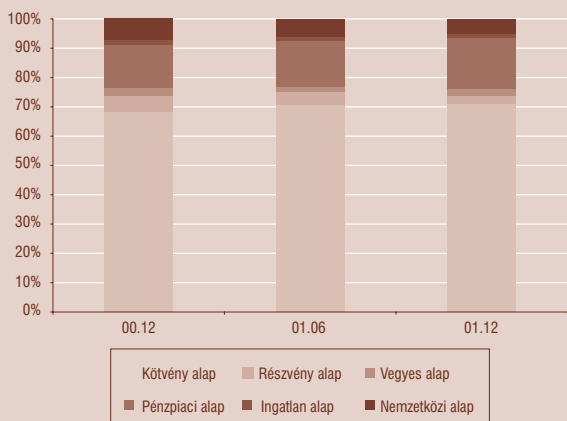
Ország	Év	Kötvények	Hitelek	Részvények	Egyéb
Németország	1990	39	47	9	5
	1999	40	28	28	5
Franciaország	1990	65	4	22	9
	1999	47	3	42	9
Olaszország	1990	69	2	16	13
	1999	53	0	23	24
Spanyolország	1990	46	4	11	39
	1999	52	1	24	23
Portugália	1990	90	1	2	7
	1999	57	1	18	24
Görögország	1990	35	0	46	19
	1999	23	0	43	34

forrás: OECD

3.3. tábla: A szektor jellemzői

Befektetési alapok	99. 12.	00. 12.	01. 12.
Nettó eszközérték (Mrd forint)	447	568	711
Alapok száma (db)	94	110	100
-nyílt	86	107	97
-zárt	8	3	3

3.4. ábra A befektetési alap-típusok megoszlása a kezelt portfólió nagyságának alapján



Forrás: Bamosz (kategorizálás az alap jellege alapján, a tényleges portfólió ettől eltérhet)

Az intézményi befektetők portfóliójában a kockázatmentes állampapírok még mindig 75-85 százalékot képviselnek. A vállalati kibocsátású értékpapírok aránya 2001-ben tovább csökkent (3. ábra).

A fejlett európai országok intézményi befektetőinek portfóliója országonként meglehetősen változatos képet mutat, mindazonáltal az állampapírok aránya jellemzően 50-60 százalék alatt van (2. tábla).

A befektetési vállalkozások a kedvezőtlen tőkepiaci folyamatok következtében szűkülő aktivitást, csökkenő nyereséget mutattak, piacukat az összeolvadások, illetve az anyabankba történő beolvadások jellemzik. A 2001-ben bevezetett kereskedési könyvi szabályok alapján számolt tőkekövetelmény viszonylag alacsony kockázati szintet mutat a szektorban, azonban az első adatszolgáltatás alapján készült számítások messzeemenő következtetések levonására nem alkalmasak.

A pénzügyi vállalkozások lízing- és hitelezési tevékenységének volumene erőteljesen nőtt 2001-ben. A portfólió azonban romló tendenciát mutat, amivel nincs összhangban a követelésekre elszámolt értékvesztés mértéke.

III.1. Befektetési alapok

III.1.1. Általános jellemzés

A befektetési alapokban kezelt vagyon 2001-ben 25 %-al bővült (3. tábla), a növekedés szinte teljes egészében a biztonságosabb hazai pénzügyi és kötvényalapokba történő tőkebeáramlásnak és azok értéknövekedésének volt köszönhető, mialatt a részvényalapokban és a nemzetközi alapokban lévő vagyon csökkent (4. ábra). A megszűnéseknek, a stratégiaváltásoknak, valamint a tőkenövekménynek köszönhetően a befektetési alapokban kezelt tőke koncentrációja emelkedett: a kis alapok száma csökkent, az egy milliárd forintot meghaladó nettó eszközértékkel rendelkező alapok száma pedig 52-re nőtt. A legnagyobb alap az összes tőke több mint 50 %-át kezeli, a második legnagyobb alap részaránya azonban már csak 6 %. Tíz milliárd forintot meghaladó nagyságú nettó eszközértékkel mindössze 9 alap rendelkezik, a kezelt vagyon nagyságának tekintetében magas a koncentráció.

A nettó eszközérték 143 milliárd forintos növedését a körülbelül 104 milliárd forintos új tőke beáramlása (döntően a kötvényalapokba), valamint az ártértékelődésből származó, körülbelül 39 milliárd forintos vagyonnövekedés okozta. A hazai és a nemzetközi tőzsdéken megfigyelhető jelentős árfolyamesés nem kedvezett a részvényekbe fektető alapok nettó eszközértékének. Mind az árfolyamesés, mind a tőke kivonás mérsékelte a részvényalapok portfólióját. Az állampapírpiac - kisebb megingásoktól eltekintve - a hozam mérséklődése volt megfigyelhető, ami jótékonyan hatott a kötvényekbe fektető alapok eredményére.

A befektetési alap-kezelők többsége banki tulajdonban van. A többségi (közvetett vagy közvetlen) banki tulajdonosi háttérrel rendelkező alapkezelők piaci részaránya a kezelt vagyon tekintetében 96-98 százalék.

A befektetési jegy-tulajdonosok főbb tulajdonosi szektoronkénti aránya nem mutat jelentősebb változékonyságot, a ház-

tartások jelenléte meghatározó, ők vásárolják a jegyek több mint 80 %-át (4. tábla), ami a háztartások nettó vagyonának 2000. decemberében 7,8 %-át, 2001. december végén pedig 8,7 %-át adta.

Jövedelmezőségi oldalról szemlélve, az elmúlt egy évre vetítve a befektetési alapok közös jellemzője a befektetési alapoknak, hogy kevés kivételtől eltekintve a hozamaik szórása alacsonyabb a referencia hozaménál¹, tehát a diverzifikációból adódó előnyöket ki tudják használni.

2001-ben a különböző típusú alapok jövedelmezősége eltérő képet mutatott: a nagyobb kockázatú hazai és nemzetközi részvényalapok nettó eszközértéke jelentősen csökkent (A hazai részvényalapok hozama szinte kivétel nélkül meghaladta a benchmarkot, azonban egyikük sem tudott pozitív eredményt felmutatni.), a nemzetközi kötvény és vegyes alapok egy kivételtől eltekintve nulla körüli, vagy szintén negatív hozamokkal rendelkeznek. A nemzetközi befektetési alapok gyenge teljesítményének egyik oka a forint elmúlt évi jelentős erősödése volt. Az elmúlt év nyertesei egyértelműen a hazai kötvény- és pénzügyi alapok voltak, hozamaik kivétel nélkül pozitív tartományban voltak, esetenként meghaladták a betéti kamatok szintjét. Ezen alapoknál a benchmark alatti hozamszint a jellemző, a benchmarknál kisebb hozamszórás mellett.

III.1.2. Kockázatok

A befektetési alapok a pénzügyi stabilitás szempontjából alacsony kockázatúnak tekinthetők, a portfólió értékváltozásának közvetlen kockázatát a befektetési jegy tulajdonosa viseli². A Tőkepiaci törvény lehetőséget ad a hozamgarancia vállalására, azonban csak abban az esetben, ha az a tőke megóvására is kiterjed, valamint bankgaranciával fedezett. Tekintettel arra, hogy a Tpt. szigorú tájékoztatási kötelezettséget ró a befektetési alapkezelőkre, befektetési alapokra és letétkezelőkre, a befektetési jegy-tulajdonosok megfelelő mennyiségű információ birtokában vállalhatják a befektetési alap portfóliójának kockázatát.

A Tpt. alapján a befektetési alapokra - azok típusától függően - eltérő, az egyes kibocsátóktól, illetve piacoktól való függést csökkentő portfólió-diverzifikációs szabályok vonatkoznak, ennek megfelelően az alapok kockázatai annak jellegének megfelelően eltérőek lehetnek. Fontos garanciális szabály, hogy az alapkezelő az általa kezelt alap letétkezelésével Magyarországon bejegyzett, és erre a tevékenységre engedéllyel rendelkező hitelintézetet köteles megbízni. A letétkezelő a befektetők érdekében jár el, a letétkezelésen kívül ellenőrzési feladata van a tekintetben, hogy az alapkezelő betartatja-e a jogszabályokban és az alapkezelő szabályzatában foglalt befektetési szabályokat. Ha ezzel ellentétes gyakorlatot, szándékot tapasztal, akkor felszólítja az alapkezelőt a törvényes állapot visszaállítására, visszautasítja az ilyen megbízásokat és értesíti a Felügyeletet. Új eleme a szabályozásnak, hogy a letétkezelő a Tpt.-ben foglalt kötelezettségeinek nemteljesítéséből adódó károkért anyagilag is felel.

¹ Referencia-hozamok: részvényalapoknál a BUX (tőzsdei index) és a RAX (részvényalap index), kötvényalapoknál a MAX (államkötvény index) és a MAX Composite, pénzügyi alapoknál az RMAX index.

² Egy rosszul teljesítő alap természetesen hosszú ideig nem tud megmaradni a piacon, és szélsőséges esetben anyabankját is bajba sodorhatja, ami potenciális rendszerkockázatot jelent.

3.4. tábla: Főbb tulajdonosi szektorok tulajdonában lévő befektetési jegyek megoszlása (%)

	1999	2000	2001
Hitelintézetek	1,8	2,1	2,2
Egyéb jogi személyek	14,8	14,1	15,1
Háztartások	81,6	81,5	80,6
Külföld (nem rezidensek)	1,8	2,3	2,1
Összesen	100,0	100,0	100,0

3.5. tábla: A befektetési alapok eszközeinek összetétele (%)

	1999	2000	2001
Belföldi befektetések:	96	93	94
Kézpénz- és számlapénz áll.	1	2	1
Lekötött betétek	3	0	11
Államkötvények	52	24	24
Kincstárjegyek összesen	28	21	21
MNB kKötvények	0	35	30
Kötvények (váll., pénzint.)	5	3	3
Részvények összesen	5	6	3
Ingatlan	1	1	1
Egyéb	1	1	0
Külföldi befektetések:	4	7	6
Összesen:	100	100	100

Az alapok befektetési között továbbra is a hazai befektetések dominálnak, a közvetlen külföldi befektetések részaránya a teljes portfólión belül 2001. december végén 6 % volt (5. tábla). A hazai befektetések között az alacsonyabb kockázatú eszközök, az államkötvények, diszkont kincstárjegyek, MNB kötvények vannak többségben, részarányuk a hazai befektetések között 81-87 % körül ingadozott. (2001-ben a banki betétek állománya nagymértékben megnövekedett. A teljes 2001. december végi állomány 75 Mrd forint volt, amiből 50 Mrd forintot tett ki egyetlen kötvény befektetési alap néhány bankhoz elhelyezett betéte.)

III.2. Nyugdíjpénztárak

III.2.1. Általános jellemzés

2001-ben mind a magán-, mind az önkéntes pénztári piacon a pénztárak számának csökkenése volt megfigyelhető. A változás mögött a szektorban zajló konszolidációs folyamat áll: a méretgazdaságos szintet el nem érő, nem hatékonyan működő pénztárak beolvadása, megszűnése révén a szektor általános hatékonysága javul. A pénztárszektor erőteljes piaci koncentráció jellemzi, az 5 legnagyobb magán- ill. önkéntes pénztár kezelésében összpontosul a kezelt vagyon 78 ill. 43%-a.

A nyugdíjpénztári tagok által a két pénztártípusban összesen felhalmozott nyugdíjcélú megtakarítások értéke 2001. végén 574 Mrd Ft-ot tett ki, ami az előző évi értéket nominálisan 43,8%-kal, reálértéken 34,7%-kal haladja meg. A nyugdíjpénztárakban kezelt vagyon december végi volumene a háztartások nettó pénzügyi vagyonának 8,6%-át tette ki, szemben az előző év végi 6,7%-kal. Az önkéntes- és magán-nyugdíjpénztárakba az év során befolyt tagdíjbevételek 142,6 Mrd Ft volt, ami az előző évhez képest 30%-os emelkedésnek felel meg (6. tábla).

3.6. tábla: A nyugdíjpénztárak összefoglaló adatai

Megnevezés	Önkéntes nyugdíjpénztárak			Magánnyugdíjpénztárak		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Működő pénztárak száma (db)	188	116	98	30	25	22
Taglétszám (ezer fő)	1102.0	1079.1	1153.1	2064.1	2186.7	2252.7
Vagyon*(nyilvántartási értéken, Mrd Ft)	162.7	224.0	291.5	89.8	175.5	283.1
Tagdíjjellegű bevétel (Mrd Ft)	54.4	47.6	53.1	56.3	61.9	89.5
Működési költség (Mrd Ft)	2.9	3.2	3.5	4.2	5.4	6.6
Egyéni számlákon jóváírt nettó hozam	20.7	13.8	17.3	8.5	7.2	15.0

A magán-nyugdíjpénztári taglétszám 3,0%-os emelkedése döntően a kötelezően belépett 82 ezer pályakezdőnek köszönhető. A tagdíjjellegű bevételek az év során a taglétszám bővülését messze meghaladó (45%-os) növekedést mutattak, melynek háttérben az éves béremelések hatásán túl a tagdíj kiegészítések volumenének bővülése, valamint - a korábbi évek tendenciájával ellentétben - a magasabb jövedelemmel rendelkező tagok arányának emelkedése húzódik meg. Az önkéntes nyugdíjpénztáraknál ezzel szemben a tagdíjjellegű bevételek mérsékelte, 11,8%-os növekedése nagyobb részt a taglétszám emelkedésével (7%) magyarázható. A magán-pénztárak

15,2 Mrd Ft befektetési tevékenységből származó nettó bevételt könyveltek el, ami 90%-kal haladja meg az előző évi szintet, az önkéntes pénztáraknál ugyanez 17,1 Mrd Ft-ot tett ki (amely 22%-os növekedést jelent).

A nyugdíjpénztárak 2001. évi éves átlagos nettó hozama 6% volt (ami -3%-os reálhozamot jelentett), az egyes pénztárak között azonban jelentős különbségek alakultak ki. Az éves nettó hozamok -4% és +15% között szóródtak, a pénztáraknak mindössze 30%-a volt képes pozitív reálhozam elérésére, ezek a pénztárak azonban a szektor teljes taglétszámának kevesebb, mint 20%-át testesítik meg. A legnagyobb pénztárak 2001-ben negatív reálhozamot értek el.

A szektorátlagon belül 2001-ben a döntően állampapírokba fektető pénztárak tudtak jobb teljesítményt elérni, míg a több részvényvásárlást megkockáztatók alacsonyabb hozamot realizáltak. Éves szinten pozitív reálhozamot kizárólag azok a pénztárak tudtak elérni, amelyek az I-III. negyedév során portfóliójukat kizárólag állampapírban tartották, majd befektetés-állományuk egy részét a IV. negyedévben részvényekbe konvertálták.

III.2.2. Kockázatok

A pénztárakat továbbra is konzervatív befektetési politika jellemzi, a magasabb kockázatot hordozó befektetési alternatívákra vonatkozó jogszabályi korlátokat nem használják ki. A portfólió-összetételt tekintve a 2000. év végi állapothoz képest az állampapírokban megtestesülő vagyon részesedése kismértékű emelkedést mutat, ugyanakkor a részvények aránya éves szinten a kedvezőtlen tőzsdei folyamatokkal összefüggésben visszaesett, melynek hátterében a részvényportfólió értékének előző év végéhez viszonyított csökkenése húzódik meg (7. tábla).

3.7. tábla: A nyugdíjpénztárak befektetéseinek összetétele (%)

Befektetési forma	Magán-nyugdíjpénztárak			Önkéntes nyugdíjpénztárak		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Kézpénz, számlapénz	3.2	1.1	1.1	2.8	1.6	1.5
Állampapírok, MNB papírok	84.0	78.0	80.1	77.8	69.9	76.6
Bankbetét, banki papírok	0.5	0.2	0.0	1.6	2.8	0.3
Részvény	9.8	14.0	9.8	10.8	11.5	9.4
Kötvény	1.6	2.0	2.3	3.4	3.1	4.8
Külföldi befektetések	0.0	0.7	2.5	0.0	1.4	2.4
Egyéb (befektetési jegy, stb.)	0.9	4.0	4.2	3.6	9.7	5
Összesen	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

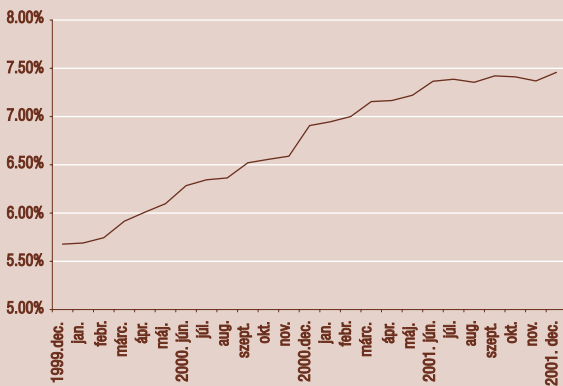
A befektetett pénztári vagyon piaci értékének alakulására a 10% alá csökkenő részvényarány ellenére a tőzsdei részvényárfolyamok ingadozása jelentős hatással volt. A pénztári portfólió kamatkockázati kitétségét növeli, hogy az állampapírportfóliót nem minden pénztár esetében menedzselik aktívan, ami a befektetési tevékenység nettó bevételét kedvezőtlenül befolyásolja. Meg kell jegyezni, hogy 2001-ben a külföldi befektetési korlát már 20% volt, azaz a pénztárak nem használták ki a nemzetközi diverzifikációs lehetőségeket.

A pénztárak esetében jelentős működési kockázattal kell számolni a nyilvántartási és informatikai rendszerek általáno-

san jellemző hiányosságai miatt, amit a pénztárak, a vagyonkezelők, és a letétkezelők közötti sokrétű kapcsolat nehézségei is fokoznak. Az esetleges zavarok a pontos adminisztrációban, valamint a valós tartalmú és megfelelő időben történő információáramlásban okozhatnak problémákat. Ebből a szempontból kiemelt jelentősége van a vagyonkezelő megválasztásának, különös tekintettel a tevékenységéhez kapcsolódó kockázatokra és költségekre.

A pénztárakat illetően szabályozási kockázattal is számolni kell, mivel a nyugdíjrendszer átalakítására vonatkozó elképzelések folyamatos változása jelentős bizonytalansági tényezőt jelent a pénztárak működésében. A pénztártörvény 2002. januárjától hatályos módosítása értelmében a pályakezdekők automatikusan nem a magánkasszák, hanem az állami TB-rendszer tagjaivá válnak, ami már rövidtávon is a pénztári létszám csökkenésének veszélyét hordozza magában, melynek méretgazdaságossági szempontból elsődlegesen a kisebb pénztáraknál van jelentősége. A pályakezdekők kötelező pénztártagságának megszüntetése a pénztárak marketing kiadásainak növelésén keresztül a működési költségek növekedését eredményezheti. A magánpénztári járadékok minimális szintjét biztosító ún. normajáradék 2002-től történő eltörlése tovább fokozta a magánnyugdíjpénztári rendszer körüli bizonytalanságot. A garancia eltörlésének hatására elképzelhető, hogy első sorban a 40-es korosztály tagjaiból jelentős számban fognak visszalépni a társadalombiztosítási rendszerbe.

3.5. ábra Az életbiztosítási díjtartalékok aránya a háztartások nettó pénzügyi vagyonához viszonyítva



3.8. tábla: Életbiztosítási üzletágban tevékenységet folytató biztosítótársaságok fontosabb adatai

	2000	2001
Tevékenységi engedéllyel rendelkező biztosítók száma (db)	18	18
Életbiztosítási díjtartalékok (unit-linked nélkül) (Mrd Ft)	323,935	425,877
Unit-linked tartalékok (Mrd Ft)	89,357	70,089
Életbiztosítási díjbevétel (Mrd Ft)	178,430	172,686
ebből: folyamatos	130,513	141,113
ebből: egyszeri	47,917	31,573

III.3. Életbiztosítók

III.3.1. Általános jellemzés

2001. végén a háztartások nettó pénzügyi eszközeinek 7,46%-a fektet életbiztosítási díjtartalékban, ami 0,55 százalékpontos növekedést jelent az év elejéhez képest (5. ábra). Az életbiztosítási díjtartalékok lakossági megtakarításokon belüli térnyerése 2001. második negyedévére szinte teljesen megállt. Az életbiztosítási díjtartalékok lakossági megtakarításoktól elmaradó bővülésének meghatározó tényezője a megkötött szerződések számának csökkenése volt.

A biztosítótársaságok 2001. évi díjbevétele nominális értelemben is 3,2%-kal elmaradt a 2000. évitől, melynek háttérében egyrészt az egyszeri díjas termékekből származó díjbevétel csökkenése, másrészt a több éve húzóterméknek tekinthető befektetéshez kötött életbiztosításokból származó díjbevétel megelőző évitől elmaradó összege áll. Az ágazat apadó díjbevételét nem csak az újonnan kötött szerződések számának csökkenése, hanem a – jelentős részben visszavásárlásoknak betudható – állományvesztés növekedése okozta. Bár a másik jelentős díjbevétel termelő ágazatból, a kockázati és megtakarítási elemet egyaránt tartalmazó vegyes életbiztosításokból származó díjbevétel⁵⁵ növekedett a vizsgált időszakban, annak mértéke elmarad a megelőző évi mértéktől, ami

⁵⁵ Az életági díjbevétel 56%-a vegyes, 36%-a befektetéshez kötött életbiztosításokból származott.

szintén a visszavásárolt, illetve a díjmentesített és lejárt szerződések száma megugrásának tulajdonítható.⁵⁶

2000. végéhez képest jelentősen, 10,5 százalékponttal, 71,9%-ra csökkent az első öt legnagyobb életbiztosítási díjtartalékokkal rendelkező társaság részesedése, ami elsősorban csökkenő díjbevételeknek tulajdonítható. A középmezőnyben teljesítő biztosítók díjbevétele-növekedése, az egyre nagyobb ütemben oldódó koncentráció pozitív tendenciának tekinthető a biztosítási szektorban rejlő kockázatok szempontjából.

III.3.2. Kockázatok

A biztosítók 2001-ben is óvatos befektetési politikát folytattak (9. és 10. tábla). Portfoliójuk döntő részét a kockázatmentes állampapírok teszik ki.

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 mindezidáig nem adott ki jelzáloghitelezési tevékenység folytatására jogosító engedélyt, így ebből adódó hitelezési kockázat még nem jelentkezik.

A viszontbiztosítók nemfizetése szintén nem meghatározó partnerkockázati tényező a biztosítók működésében, mivel a magyar társaságok többségében külföldi, jó minőségű társaságnak adják viszontbiztosításba életbiztosítási szerződéseiket. A passzív viszontbiztosítással átadott kockázatok részaránya lényegében nem változott a megelőző évhez képest, 2001-ben a biztosítótársaságok bruttó díjbevételeük 10,8%-át adták át viszontbiztosítóknak.

A piaci jellegű kockázatokat tekintve a biztosítók - befektetésekhez kapcsolódóan - jelentősebb mértékű kamat-, részvényárfolyam-kockázati kitettséget vállalhatnak fel⁵⁷, jelenlegi szintjük azonban alacsony.

A felsoroltakon kívül kockázatonövekedésre utalhat, hogy a biztosítótársaságok kárhányada (kárkifizetés és szolgáltatás / bruttó díjbevétele) egy év alatt 15,5 százalékponttal emelkedett, így 2001-ben már 37,1%-ot tett ki. A kárhányad vizsgált időszakban tapasztalt, nagy mértékű emelkedéséből azonban nem vonható le egyértelmű következtetés a biztosítók rossz árazására, mivel abban feltehetően nagy szerepe volt a termék-életciklusok alakulásának és a visszavásárolt szerződések növekvő számának.

III.4. Befektetési vállalkozások

III.4.1. Általános jellemzés

2001-ben tovább folytatódott a befektetési vállalkozások számának csökkenése. Az év végén már mindössze 37 befektetési vállalkozás működött, amelyek közül 18 cég rendelkezett pénzügyi intézményi háttérrel, 19 pedig független volt (11. tábla).

⁵⁶ Az állományvesztésben emellett, hogy feltehetően nem elhanyagolható szerepük volt a kedvezőtlen tőkepiaci folyamatoknak, jelentős hatása volt annak, hogy egyre több szerződés futamideje éri el a tíz évet, így egyre nagyobb számban járnak le, illetve vásárolhatóak vissza az adókedvezmény elvesztése nélkül.

⁵⁷ A biztosítóknál a devizaárfolyam-kockázati kitettség pillanatnyilag a matematikai tartalékok külföldi befektetésének tilalma miatt igen korlátozott, amely tilalom jövőbeni eltörlését követően a biztosítási törvény jelenleg is érvényben lévő megfeleltetési szabálya 20%-ra fogja korlátozni a deviza nyitott pozíciót.

3.9. tábla: Az életbiztosítások biztosítás-technikai tartalékainak fedezetül szolgáló befektetések összetétele (%)

	2000	2001
Készpénz, számlapénz	0,3	0,4
Állampapírok, MNB papírok	85,9	86,3
Bankbetét, banki papírok	2,1	1,7
Részvény	6,4	5,1
Kötvény	2,4	1,6
Befektetési jegy	1,1	2,0
Egyéb	1,8	2,9
<i>Összesen</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

3.10. tábla: A hagyományos és a unit-linked életbiztosítások biztosítástechnikai tartalékainak fedezetül szolgáló befektetések összetétele (%)

	unit-linked		hagyományos	
	2000	2001	2000	2001
Készpénz, számlapénz	0,4	0,5	0,3	0,4
Állampapírok, MNB papírok	68,1	74,1	91,0	89,7
Bankbetét, banki papírok	0,6	0,2	2,5	2,1
Részvény	26,9	20,1	0,5	0,9
Kötvény	0,1	0,0	3,1	2,0
Befektetési jegy	3,7	5,1	0,4	1,1
Egyéb	0,2	0,0	2,2	3,8
<i>Összesen</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

3.11. tábla: A működő befektetési vállalkozások száma (db)

	1999.	2000.	2001.
Pénzügyi intézményi háttérű	26	20	18
Független	39	28	19
<i>Összesen</i>	65	48	37

3.12. tábla: A befektetési vállalkozások mérlegfőösszege (Mrd Ft)

	1999.	2000.	2001.	2001/2000 (%)
Pénzügyi intézményi háttérű	123,4	146,2	140	95,7
Független	38,9	29,4	16,7	56,8
<i>Összesen</i>	162,3	175,6	156,6	89,2

Bár az elmúlt évben a világszerte jellemző részvénytőzsi visszaesés közepette a Budapesti Értéktőzsde teljesítménye, a BUX index 9%-os csökkenésével nemzetközi összehasonlításban mérsékelt visszaesésnek számít, a befektetési vállalkozások működésére negatív hatást gyakorolt a BÉT-en forgalmazott értékpapírok iránti érdeklődés drámai csökkenése. 2001 során ugyanis a részvényforgalom közel 60%-kal zuhant. A piac zsugorodása elsősorban a független vállalkozásokat érintette érzékenyen, 2000 végéhez képest 9 cég vonult ki a piacról, és a szektorban tovább növekedett a pénzügyi intézményi háttérű vállalkozások dominanciája (12. tábla). Ez utóbbiak részaránya a mérlegfőösszeg alapján 2000. és 2001. között 83,3%-ról 89,4%-ra növekedett, míg az azonnali forgalom alapján 2001-ben súlyuk 93,4% volt. A szektor zsugorodásával és a pénzügyi intézményi háttérű vállalkozások dominanciájának növekedésével párhuzamosan jelentősen nőtt a koncentráció, az első öt legnagyobb cég részaránya a mérlegfőösszegekből egy év alatt 53%-ról 67%-ra nőtt.

A független befektetési vállalkozások számának és jelentőségének csökkenése mellett a szektorban lezajló másik meghatározó folyamat, hogy egyre több banki háttérű bróker cég olvad be anyabankjába a hatékonyság növelése érdekében. 2001-ben a 10 legnagyobb banki háttérű befektetési vállalkozás közül többen jelezték az anyabankba való beolvadási szándékukat, és ezzel párhuzamosan az év során fokozatosan szűkítették tevékenységüket.

A kedvezőtlen tőkepiaci folyamatok a befektetési vállalkozások eredményét is negatívan befolyásolták, a 2000. évi 6,4 Mrd Ft adózás előtti nyereséggel szemben 2001-ben a nyereség mindössze 2,6 Mrd Ft-ot tett ki. A negatív piaci feltételek hatását tükrözi, hogy az eredmény csökkenése a működési költségek jelentős visszafogása mellett ment végbe.

III.4.2. Kockázatok

A befektetési vállalkozásoknak 2001. április 1-től kereskedési könyvet kell vezetniük. Az alábbiakban a kockázatok elemzésénél már a kereskedési könyvből származó 2001. végi adatokat is felhasználtuk⁵⁸. Mivel a rendszerkockázat szempontjából a banki háttérű befektetési vállalkozásoknak van kiemelt jelentősége, ezért az alábbiakban a kereskedési könyvi kockázatok vizsgálatánál e cégek adataira támaszkodunk.

a) Kereskedési könyvi kockázatok

A befektetési vállalkozások kereskedési könyvben kötelesek nyilvántartani és értékelni az alapvetően piaci kockázatoknak kitett befektetési eszközökben, árukban vállalt pozícióikat és meg kell határozniuk azok tőkekövetelményét. 2001. december 31-én a banki háttérű befektetési vállalkozások kereskedési könyvre és devizaárfolyamra vonatkozó összes tőkekövetelménye (3,9 milliárd forint) elenyésző mértékű volt, a 34,2 milliárd forintos saját tőkéjéhez viszonyítva kb. 11%-ot tett ki. Mivel azonban ez a számítás az első adatokon alapul, messzemenő következtetéseket nem lehet levonni belőle.

⁵⁸ Mivel az elemzés a kereskedési könyvi nyilvántartások első évének adatain alapul, időbeli összehasonlítást még nem lehetett végezni, így csak a tőkekövetelmény megoszlásának vizsgálatára nyílt mód.

Pozíciókockázat

A piaci árak illetve kamatok változásának kitett kötvények, részvények, valamint egyéb értékpapírok⁵⁹ egyedi és általános pozíciókockázatot képviselnek. A banki háttérű befektetési vállalkozások adatai alapján a pozíciókockázatra elkülönített tőkekövetelmény a teljes kereskedési könyvi tőkekövetelmény közel 30%-át teszi ki. Ennek legnagyobb része (a teljes tőkekövetelményen belül több mint 15%) a kötvények általános pozíciókockázatára vonatkozik, míg a kötvények egyedi pozíciókockázatára az összes kereskedési könyvi tőkekövetelmény 7%-át különítették el. A részvények egyedi és általános pozíciókockázata megközelítőleg 7%-ot képvisel, míg az opciós ügyletek és az egyéb értékpapírok kockázata elenyésző súlyt képvisel.

Partnerkockázat

A kereskedési könyvi kockázatok között a legnagyobb súlyt – mintegy 70%-ot – a partnerkockázat képviseli. Ezen belül a nyitva szállítás (bizományosi ügyletek) partnerkockázatának tőkekövetelménye meghaladja a 45%-ot, és a saját számlás ügyletek partnerkockázata is megközelíti a 9%-ot. A bizományosi ügyletek partnerkockázatának jelentősnek tűnő aránya ellenére a kockázati kitettséget mérsékeli, hogy a kockázatvállalás túlnyomó része nagy nemzetközi befektetési társaságokkal szemben áll fenn. A partnerkockázatokon belül relatíve nagy súlyt a fentiekben túl még a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek partnerkockázata képvisel, az erre elkülönített tőkekövetelmény a teljes kereskedési könyvi tőkekövetelmény 15%-a.

Az *áru- és nagykockázat*, illetve a *devizaárfolyam-kockázat* a fenti kockázattípusokhoz képest elenyésző, a teljes tőkekövetelményen belüli arányuk nem éri el a 2%-ot.

b) Egyéb kockázatok

Működési kockázat

A befektetési vállalkozások tevékenységében az elmúlt években a legtöbb probléma a működési kockázat nem megfelelő kezeléséből adódott, aminek legnagyobb jelentőségű példája a saját számlás és bizományos ügyletek keveredése volt⁶⁰. A működési kockázatot az elmúlt évben megnövelte a kereskedési könyvi nyilvántartást támogató új számítástechnikai rendszerek bevezetése is, ami nem minden esetben volt probléma-mentes. Lényeges működési kockázatot hordoz a nem megfelelő belső szabályozottság. Itt különösen a brókerek saját számlás ügyleteinél a pozíciós limitek léte, mértéke befolyásolja a kockázati kitettséget. A költséghatékonyság növelése érdekében végrehajtott létszámleépítések az emberi erőforrás kockázat növelésével járultak hozzá a működési kockázat növekedéséhez. Végül, a szektorban folyó összeolvadások is a működési kockázatok átmeneti növekedésével járnak.

⁵⁹ Ide kell érteni a határidős és opciós ügyletek alapjául szolgáló értékpapírok pozícióit is.

⁶⁰ A nem megfelelő nyilvántartás mellett a szándékos csalás is komoly problémákat okozott.

Összességében a befektetési vállalkozások kockázati kitettsége nem olyan mértékű, ami a pénzügyi szektor biztonságos működését veszélyeztetné, különös tekintettel arra, hogy a forgalom túlnyomó részét adó befektetési vállalkozások stabil anyabanki háttérrel rendelkeznek.

III.5. Pénzügyi vállalkozások

III.5.1. Általános jellemzés

A pénzügyi vállalkozások száma a korábbi évekhez hasonlóan 2001-ben is tovább növekedett: míg 2000. december 31-én 176, addig 2001. végén már 193 pénzügyi vállalkozás rendelkezett a PSZÁF engedélyével.

A szektor⁶¹ összesített mérlegfőösszege 2001. december 31-én 520 Mrd Ft volt, kevesebb, mint 6%-a a bankrendszer eszközállományának. Jelentőségük azonban növekvő, 2000. végén a szektor mérlegfőösszege még csak 4,5 %-a volt a bankrendszerének. A bankok hitelállományából való részesedésük 5%-ról mintegy 7%-ra emelkedett 2001. folyamán. A pénzügyi vállalkozások nagyobb jelentőségre egy-egy bankcsoporton belül tehetnek szert, és a bankcsoport súlyától függ jelentőségük a pénzügyi stabilitás szempontjából.

A bankrendszernek meghatározó szerepe van a pénzügyi vállalkozások fejlődésében. Egyrészt a bankok tulajdonosként a szektor saját tőkéjének közel felével rendelkeznek, másrészt hitelezőként az összes forrás 78%-át adják. Nemcsak a saját tulajdonukban álló vállalkozásokat hitelezik: a nem banki tulajdonú cégek forrásainak mintegy kétharmada szintén banki hitel.

A hitelintézetek meghatározó szerepe miatt a szektort két csoportra bontjuk: egyik csoportba a banki háttérű⁶², a másikba az ilyen tulajdonossal nem rendelkező cégek tartoznak. Annak ellenére, hogy a bankok mindkét csoportot finanszírozzák, jelentős eltérések vannak a fejlődési lehetőségeik között.

A pénzügyi vállalkozások mérlegfőösszeg szerinti koncentrációja jelentős és növekvő: 2001 végén az első öt vállalkozás adta a szektor eszközállományának 32%-át (2000: 28%), az első tíz pedig az 51%-át (2000: 45%). A lízing, a hitel és a faktoring piaca közül a faktoring a legkoncentráltabb (13. tábla).

A mérlegfőösszeg és lízingállomány alapján legnagyobb tíz vállalkozás mindegyike banki háttérrel rendelkezik. A hitelezés területén már van két nem banki cég is a legnagyobbak között, a faktoring piacán pedig fordított a helyzet: mindössze két banki háttérű cég található az első tízben.

A pénzügyi vállalkozások adózás előtti eredménye 32%-kal, 14,1 Mrd Ft-ra emelkedett 2000-hez viszonyítva. A növekedésben a kamatjövedelem 68%-os bővülése volt a meghatározó, ami a kihelyezett állományok növekedésének a következménye. 2001. végén a vizsgált szektoron belül negyven vesztesé-

3.13. tábla: A pénzügyi vállalkozások koncentrációja 2001-ben.

Vállalkozások	Mérlegfőösszeg	Lízing	Hitel	Faktoring
első öt aránya	32%	56%	47%	61%
első tíz aránya	51%	73%	74%	84%

⁶¹ A rendszer stabilitása szempontjából nem vizsgáljuk a valamely gazdaságpolitikai cél megvalósítása érdekében létrejött, többnyire állami tulajdonban álló cégeket, ezért a szektor fogalmát a továbbiakban ebben a szűkebb értelemben használjuk.

⁶² Banki háttérűnek tekintünk egy pénzügyi vállalkozást, ha közvetlenül vagy közvetetten egy hitelintézet tulajdonában áll, vagy ha a hitelintézet anyabankjának érdekeltsége.

ges cég volt. Jelentősebb, 100 M Ft-ot meghaladó vesztesége mindössze hat vállalkozásnak volt, ezek közül négy banki hátterű. A legnyereségesebb cégek között is akadnak banki vállalkozások, azonban a csoport részesedése a megtermelt eredményből kisebb (48%), mint amit a kihelyezett állományokból való részesedésük indokol. Ennek oka lehet az, hogy a banki hátterű cégeknél az anyabank szigorúbb kockázati sztenderdjeit alkalmazzák, és ennek következtében magasabb értékvesztést számolnak el.

III.5.2. Kockázatok

A pénzügyi vállalkozások legjelentősebb kockázatának a hitelezési kockázatot tartjuk. A pénzügyi vállalkozások eszköz oldalon gyakorlatilag ugyanolyan kockázatos portfóliót tudnak kialakítani, mint a bankok, csak a kockázatomérésre és -kezelésre vonatkozó szabályok korlátozza nélkül. A pénzügyi vállalkozások általában üzletági korlátozással kapnak engedélyt egy-egy pénzügyi szolgáltatás végzésére, ezért kihelyezéseik többnyire csak néhány területre koncentrálnak. A szűkebb profiltól adódó kockázatok 2001-ben mérséklődtek, mivel több, régebben működő vállalkozás kérte az üzletági korlátozások megszüntetését, vagy újabb szolgáltatások végzésére kért és kapott engedélyt.

A pénzügyi vállalkozások lízing- és hitelkihelyezései 2001-ben rendkívül dinamikus módon növekedtek: együttesen mintegy 60%-kal, 423 Mrd Ft-ra. A lízingállomány növekedési üteme 36%, a hiteleké 64% volt. A növekedés döntő részben a banki hátterű vállalkozásoknál következett be. Míg a lízingpiacot már korábban meghódították a bankok vállalkozásai (a részesedésük 2000. végén is a 2001. decemberi 85%-os szinten volt), 2001-ben a hitelezés területén voltak aktívabbak: piaci részesedésük 55%-ról 72%-ra emelkedett. A növekedés csak kisebb mértékben vezethető vissza a cégek számának bővülésére (34-ről 38-ra), nagyobb részben a korábban alapított vállalkozások tevékenységének felfutása az oka.

A kihelyezések bővülésével együtt romlott a portfólió minősége, de még nem tekintjük kritikusnak. A lízing állományon belül 3%-ról 8%-ra, a hiteleken belül 3%-ról 5%-ra emelkedett a lejárt állomány.

Az elszámolt értékvesztés állománya több mint a kétszeresére, 6,1 Mrd Ft-ra emelkedett. Mind a banki hátterű, mind az egyéb cégeknél nőtt az értékvesztés, ami a portfólióban rejlő kockázatok jelentőségének felismerését jelzi.

A számviteli kormányrendelet változása következtében 2001-től a pénzügyi vállalkozásoknak is minősíteniük kell kintlevőségeiket és a minősítés alapján értékvesztést kell elszámolniuk. Viszont ennek mértékét csak a hitelintézetek számára írja elő külön rendelet. Akárcsak korábban a céltartalékképzésre vonatkozó, most az értékvesztés elszámolásával kapcsolatos adó jogszabályok ellenérdekelte teszik a pénzügyi vállalkozásokat a kockázati szintnek megfelelő mértékű értékvesztés elszámolásában, mivel annak csak töredékét vonhatják le az adóalapból.

A vállalkozások által ténylegesen elszámolt értékvesztés jóval magasabb, mint amit adóalap- csökkentő tételként figyelembe vehetnek, azonban kevesebb, mint amit akkor kellene elszámolniuk, ha rájuk is érvényes lenne a hitelintézetekre vonatkozó jogszabály. A hitelintézeti előírások alapján elszámolt

értékvesztés mintegy 50%-kal magasabb, 9 Mrd Ft feletti állomány lenne. Az elméleti elmaradás a banki vállalkozásoknál kisebb (1,2 Mrd Ft-os), a többi cégnél nagyobb (2 Mrd Ft) mértékű.

A faktoring állomány 37%-kal, 51 Mrd Ft-ra emelkedett. A növekedés szinte teljes egészében a nem banki vállalkozásoknál következett be, a banki háttérű cégek állománya stagnált. Ez az egyetlen piac, ahol a nem banki vállalkozások piaci részesedése meghatározó és növekvő. (73%-ról 78%-ra nőtt 2001-ben.) Az állomány döntő részben lejárt követelések vásárlása miatt emelkedett, amelyek a teljes faktoring volumen harmadát adják.

A pénzügyi vállalkozások adatai nem mutatnak jelentős lejáratú összhanghiányt: eszközeik 44%-a rövid lejáratú, míg a források 53%-a rövid forrás. Forrásszerkezetükben a banki hitelek arányának növekedése és a kibocsátott kötvények szerepének folyamatos csökkenése és marginalizálódása (2001-ben az összes forráson belüli részarányuk 1%-ra csökkent) jellemző. A banki tulajdonú vállalkozásoknál a saját tőke az összes forrásnak mindössze 7%-át adja, míg a nem banki vállalkozások nagyobb mértékben rá vannak utalva saját forrásaikra: a saját tőke aránya 16%.

A pénzügyi vállalkozások mérlegének eszköz- és forrás oldala a deviza-összetételt tekintve jelentős eltérést mutat: a források 28%-a, míg az eszközöknek csak 12%-a devizatétel. A döntően hitelintézetektől származó devizaforrások jelentős része deviza alapú lízing- és hitelkihelyezéseket finanszíroz. Ebben a konstrukcióban mind a folyósítás, mind a törlesztés forintban történik, a követelés nagyságát az ügyfél felé azonban devizában rögzítik, és a fizetendő tételeket folyamatosan forintra számítják át. A mérlegben nyitott pozíció keletkezik, ez azonban nem jelent tényleges kockázatot a vállalkozások számára (amíg az ügyfél törleszt), mivel az árfolyamkockázatot a cégek az ügyfélre hárítják.⁶³

⁶³ A számviteli törvény 60.§ (7) bekezdése szerint a devizaalapon számított, de forintban könyvelt tételeket fordulónapokon a devizaeszközökhöz hasonlóan át lehet értékelni. Ezért az eredménykimutatásban nem kell kimutatniuk egy nem valós árfolyamvesztésget.

IV. TANULMÁNYOK

Krekó Judit

FELTÖREKVŐ ORSZÁGOK KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉSE ÉS PÉNZÜGYI STABILITÁS

A forintbefektetések kockázati megítélése jelentős hatást gyakorol a tőkeáramlások irányára és a hazai pénzügyi eszközök hozamának alakulására, így végeredményben a pénzügyi stabilitásra. A hozamok és a forint árfolyamának volatilitása - a kamatkockázati illetve árfolyamkockázati kitettség mértékétől függően - közvetlenül, illetve a háztartások és a vállalati szektor pénzügyi helyzetére gyakorolt hatásán keresztül közvetetten befolyásolja a pénzügyi közvetítőrendszer jövedelmezőségét. A tőkeáramlásoknak a kockázati megítélés ingadozásából eredő volatilitása pedig szélsőséges esetben a fizetési mérleg finanszírozását is veszélyeztetheti.

Magyarország hitelbesorolásának az elmúlt években bekövetkezett jelentős javulása ellenére az ország még mindig a feltörekvő országok kategóriájába tartozik, így a hazai pénzügyi befektetői megítélésre gyakran hatással van az országot tartalmazó régió vagy a feltörekvő országok általános kockázati megítélése. Mindez a hozamoktól elvárt kockázati prémium, illetve a tőkeáramlás sokszor hazai fundamentumoktól független ingadozásában ölt testet, ami jelentős fertőzés esetén veszélyeztetheti a pénzügyi stabilitást.

A következőkben egyrészt általában elemezzük a feltörekvő piacok kockázati megítélésére ható országspecifikus és külső tényezőket, másrészt azt vizsgáljuk, hogy a feltörekvő piacok kockázatának nemzetközi megítélése milyen szerepet játszik a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium alakulásában, és ebből milyen következtetések vonhatók le a magyar pénzügyi eszközök fertőzéseknek való kitettségére vonatkozóan.

1. A feltörekvő országok pénzügyi eszközeitől elvárt kockázati prémium becslése

A feltörekvő országok pénzügyi eszközei a befektetők ítélete szerint kockázatosabbak, mint a fejlett piaci eszközök, emiatt a feltörekvő országok pénzügyi eszközeinek hozamai kockázati prémiumot tartalmaznak. Egy ország saját valutájában denominált befektetéseitől elvárt kockázati prémium alapvetően két tényezőre bontható. A prémium egyik eleme az országhoz tartozó kockázati és a likviditási (vagy méret-) kockázat miatti prémium, másik összetevője pedig az árfolyamkockázat, amelyet a

befektetők a nem várt árfolyamváltozások, vagyis az árfolyam-bizonytalanság miatt követelnek meg.

A külföldi befektetők által egy adott ország saját valutájában kibocsátott pénzügyi eszközeitől elvárt kockázati prémium nagyságát a hazai hozamoknak a külföldi hozamokhoz viszonyított különbözete, és az árfolyam várt nominális leértékelődésének különbségeként határozhatjuk meg. Mivel a várt árfolyamváltozás közvetlenül nem figyelhető meg, ezért az elvárt kockázati prémium számszerűsítése rendkívül nagy bizonytalanságot hordoz magában. Közvetlenül megfigyelhető azonban az adott ország devizában kibocsátott kötvényeinek az azonos valutában denominált és hasonló lejáratú kötvényekhez viszonyított kamatfelára, amellyel közelítő becslést adhatunk az ország- és likviditási prémium nagyságára, hiszen e különbség nem tartalmaz várt árfolyam-, illetve árfolyam-bizonytalansági komponenszt.

A fenti megfontolások miatt elemzésünk alapjául a feltörekvő piacok kockázati megítélésének legelterjedtebb mutatójaként számon tartott -, J. P. Morgan által összeállított EMBI Global indexet választottuk, ami 31 feltörekvő ország szuverén, USA dollárban kibocsátott kötvényeinek az amerikai államkötvényekhez viszonyított kamatkülönbözetének súlyozott átlagát tartalmazza.⁶⁴

A szuverén kötvények kamatfelárában tulajdonképpen háromféle kockázat tükröződik. A legfontosabb a *hitelkockázat* vagy *vissza nem fizetési kockázat*, ami azt a valószínűséget tükrözi, hogy a kötvény kibocsátója nem képes vagy nem akarja törleszteni a hitelt. A vissza nem fizetési kockázattal részben összefüggő kockázati tényező a piaci kockázat, ami arra a lehetőségre utal, hogy a kötvény árfolyama változik a másodpiacon. Mivel az árváltozás egyik tényezője az érzékelt hitelkockázat változása, a két kockázat szorosan összefügg. Ugyanakkor a piaci kockázatra más tényezők – mint például a befektetők kockázattalállási hajlandósága – is hatnak. Végül a harmadik tényező a *likviditási kockázat*, ami

⁶⁴ Az EMBI Global indexben jelenleg 32 ország szuverén devizakötvényei szerepelnek, melyek névértéke minimum 500 millió USD, és lejáratig hátralévő futamidejük (a bekerüléskor) legalább 2,5 év. Az indexben szereplő kötvények piaci kapitalizációja 2001. szeptemberben 245 milliárd USD volt. Az indexbe olyan országok kötvényei kerülhetnek be, amelyek a Világbank besorolása alapján alacsony vagy közepes egy főre jutó GDP-vel rendelkeznek, vagy ahol az utóbbi 10 évben adósság átütemezést hajtottak végre.

annak a kockázata, hogy a befektető a másodpiacon csak az ár csökkentésével tudja értékesíteni a kötvényt.

Fontos hangsúlyozni, hogy bár a devizakötvényeken lévő spread nem tartalmaz árfolyamkockázati prémiumot, ez nem jelenti azt, hogy a devizakötvény spreadek alakulásából nem következethetünk a hazai valutában denominált pénzügyi eszközöktől elvárt kockázati prémium alakulására. A devizakötvényeken lévő spreadben tükröződő országhoz tartozó kockázati prémium és az árfolyamkockázati prémium ugyanis szorosan összefüggenek egymással. Egy valutaválság kialakulása esetén nő annak a valószínűsége, hogy az állam nem tudja teljesíteni a devizában fennálló kötelezettségeit, így az árfolyamkockázati prémium növekedését a devizakötvény-spreadek emelkedése kíséri. Az árfolyam változásának a vissza nem fizetési kockázatra gyakorolt hatása különösen fontos lehet egy kis és feltörekvő országban. A feltörekvő országokban általában – így Magyarországon is – a piaci szereplők mérlegeiben jelentős a devizaforrások aránya, ezért a valuta leértékelődése – mivel növeli a devizaadósság hazai valutában kifejezett értékét – jelentős pénzügyi veszteséget okozhat. Ez egybecseng azzal az empirikus tapasztalattal, hogy az árfolyamsokkok a feltörekvő gazdaságokban nagyobb veszélyt jelentenek a pénzügyi rendszerre mint a fejlett országokban, és a hirtelen leértékelődéseket – a fejlett országokkal ellentétben – általában gazdasági visszaesés követi.⁶⁵

A következőkben áttekintjük a feltörekvő országok kockázati megítélését befolyásoló belső és külső tényezőket, valamint a pénzügyi fertőzések okait és mechanizmusait, amelyek a kockázati megítélésnek az országspecifikus fundamentumoktól független változásához vezetnek.

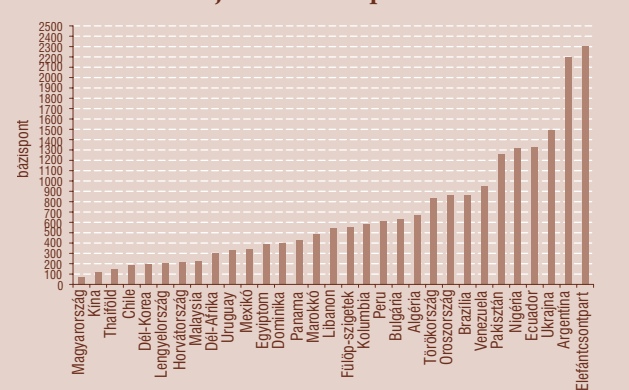
2. A kamatfelárat befolyásoló országspecifikus tényezők

Az EMBI Global indexben szereplő egyedi kötvényeket megvizsgálva megállapítható, hogy a feltörekvő országok csoportja távolról sem nevezhető homogénnek: a kamatkülönbségek átlaga rendkívül nagy szintbeli különbségeket takar, 2001-ben például az egyes országok kamatkülönbsége a 70-5500 bázispontos tartományban mozgott (ld. Ábra: 1).

Felmerül a kérdés, hogy e szintbeli különbségek ténylegesen visszavezethető-e vissza nem fizetési és likviditási kockázatbeli eltérésekre, valamint mely makrogazdasági jellemzőkkel írhatók le ezek a kockázatok.

Első lépésben érdemes megvizsgálni a hitelbesorolás a devizakötvények kamatfelára közötti összefüggést. (ld.

1. ábra Az EMBI Global index kötvényeinek átlagos kamatfelára 2001. január-2002. április között



Forrás: J. P. Morgan

Ábra: 2) Mivel egy ország külső adósságának hitelbesorolása a vissza nem fizetés kockázatát tükrözi, összefüggést várunk a külső adósság hitelkategorija és a kamatfelára között. A két mutató közötti kapcsolatot vizsgáló elemzések eredményei szerint a jobb hitelminősítés általában alacsonyabb kamatfelárat eredményez mind országon belül, mind az országok között. A hitelbesorolás jóval kevésbé változó, mint a kamatfelára, ezért nem meglepő az az eredmény, hogy a hitelminősítések különbsége a kamatfelára változásának csak egy részét magyarázza. Ugyanakkor a hitelbesorolás és a kamatfelára közötti kapcsolatot vizsgáló egyváltozós regressziókban a hitelkategoría változójának az együttthatója és a magyarázóereje is időben változóknak bizonyult.⁶⁶

2. ábra Az EMBI Global-ban szereplő országok külső adósságának hitelbesorolása (Moody's) és átlagos kamatfelára 2002. áprilisban*



Forrás: J. P. Morgan, Moody's

* Mexikó nélkül

Az országspecifikus makrogazdasági mutatók és a kamatfelára közötti összefüggést vizsgáló empirikus elemzések⁶⁷ egyöntetűen arra a következtetésre jutnak, hogy a vissza nem fizetési kockázatokat tükröző hazai fundamentumoknak nagy a magyarázó erejük a kamatfelára alakulásában. A legnagyobb magyarázóerővel a likviditási és szolvencia-mutatók rendelkeznek: az adósság, nemzetközi tartalékok, fizetési mérleg GDP-hez, és az adósságszolgálat exporthoz viszonyított aránya, illetve a múltbeli fizetési problémák. Jelentős tényező a GDP növekedése és az egy főre jutó GDP is. Ezen kívül például Eichengreen és Ashoka (1998) becslésében szignifi-

⁶⁵ Calvo és Reinhardt (2000) 1975-1999 között 39 ország valutaválságainak hatását elemezte. Ez alapján a valutaválságokat követő GDP csökkenés átlagosan 2% volt a feltörekvő országokban, míg a fejlett országokban ez az érték csak 0,2%.

⁶⁶ Pl. Amadou, N.R. (2001).

⁶⁷ Benczúr Péter (2002), Eichengreen és Ashoka (1998), Min, Hong G. (1998)

kánsnak, - bár kicsinek – bizonyult a kibocsátott mennyiség kamatfelárra gyakorolt hatása, mint az adott kötvény másodpiaci likviditását tükröző mutató.

Benczúr (2002) a kamatfelárrak magyarázó gazdasági fundamentumok kockázat-előrejelző erejét is vizsgálta elemzésében. Fő következtetése, hogy a fundamentumok magyarázóereje teljesen leírható a vissza nem fizetési- és likviditási kockázat-valószínűségek előrejelzésében játszott szerepükkel. Ugyanakkor eredményei arra is utalnak, *hogy valutaválságok idején a kamatfelárrak jobban emelkednek, mint azt a vissza nem fizetési kockázat növekedése indokolná.*⁶⁸ Ehhez hasonló következtetésre jutott Eichengreen és Ashoka (1998). A hazai gazdasági fundamentumok által meghatározott alacsonyabb hitelkockázat alacsonyabb kockázati prémiumot eredményez, a fenti jellemzők azonban nem nyújtanak kellő magyarázatot a kamatfelárrak rövidtávú változásaira, amelyet egyéb piaci tényezők indokolhatnak.

3. A feltörekvő piacok általános megítélését befolyásoló tényezők

Az egyes országok devizakötvényein lévő kamatfelárrak együttmozgása képet ad a feltörekvő országokat érintő sokkok természetéről. A spreadek szoros együtt mozgása arra utal, hogy a feltörekvő országok kockázati megítélését közös, illetve a *befektetők által közösnek érzékelt* sokkok érik. Ellenkező esetben a spreadek közötti alacsony korreláció az egyedi sokkok dominanciájára utal. A külső sokkok forrása lehet az egyik országot érő sokk átgyűrűzése, illetve valami globális tényező, amely a feltörekvő országok egy csoportját, vagy összességét érinti. Az előző részben idézett empirikus elemzések egyik fontos konklúziója, hogy az országspecifikus makrogazdasági jellemzők sok esetben elégtelennek bizonyulnak a feltörekvő országok pénzügyi eszközeitől elvárt kockázati prémiumok változásának magyarázatában, különösen pénzügyi válságok idején. Ezért a következőkben olyan külső tényezőkre koncentrálnunk, amelyek magyarázatot nyújtanak a belföldi fundamentumokkal – legalábbis látszólag – nem indokolható változásokra és a feltörekvő országok megítélésének együttmozgására.

A “kockázati étvágy” (*risk appetite*)

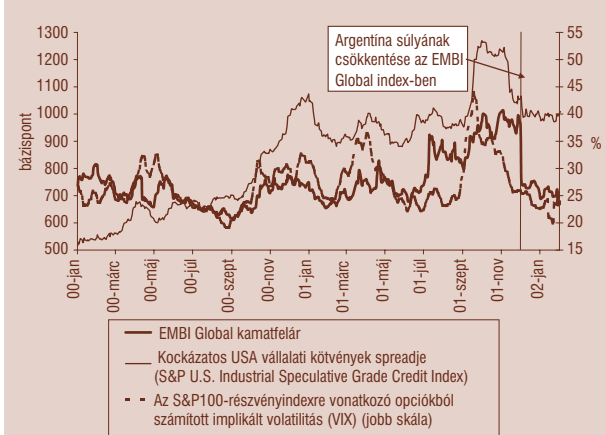
A különböző feltörekvő piacok kockázati megítélésének *általános*, országspecifikus fundamentumokkal nem magyarázható változásának egyik ismert magyarázata, hogy bizonyos események hatására megváltozik a nemzetközi befektetők “kockázati étvágya” (*risk appetite*), ami a különböző, egymástól független piacokon a kockázati prémiumok egyirányú változásában mutatkozik meg. A kockázati étvágy tehát nem csak a feltörekvő országokat, hanem a fejlett tőkepiacok kockázatosabb eszközeit is érinti, sőt, az

esetek nagy részében a fejlett tőkepiacok eseményei váltják ki a feltörekvő piacok megítélésének változását.

A “kockázati étvágy” fogalma félreértésre adhat okot. A kockázatos eszközök elvárt hozama kockázatmentes eszközökhöz viszonyítva két tényezőtől, egyrészt a várható hozam valószínűségeloszlására vonatkozó nézetektől – vagyis az érzékelt kockázattól – másrészt a befektetők kockázatterülesi preferenciájától függ. A “kockázati étvágy” kifejezés némiképp félreérthetően arra utal, hogy a befektetők preferenciái megváltoznak, és a portfóliójukat oly módon rendezik át, hogy annak kockázati kitettsége módosuljon. Voltaképpen a kockázatos pénzügyi eszközök iránti kereslet általános változásához nincs szükségünk arra, hogy időben változó kockázatterülesi preferenciákat tételezzünk fel, feltehetően inkább ugyanazon eszközök *érezkelt kockázata* változik a különböző piacokon ezekben az esetekben.

A globális kockázattalálási hajlandóság több piacon is érvényesülő hatását jól illusztrálja a fejlett piaci kockázati mutatók (ld. Stabilitási jelentés 2001/2) és az EMBI spread közötti, különösen 2000 eleje óta szembeötlő kapcsolat (ld. Ábra: 16). Az elmúlt két évben a globális kockázati étvágy változásait elsősorban *a világgazdasági növekedésre vonatkozó várakozások* határozták meg. A növekedési kilátások változásai az exportlehetőségek romlásán keresztül indirekt módon a feltörekvő országok hitelképességét is befolyásolják. Ugyanakkor egyes becslések szerint a “kockázati étvágy” növekedési várakozásokat követő változása meghaladja a tényleges kockázatok változásának a mértékét.⁶⁹ A “kockázati étvágy” prociklikusságának egyik elterjedt magyarázata szerint a befektetők a közelmúlt eseményei alapján alakítják ki a jövő lehetséges eseményeinek bekövetkezésére vonatkozó valószínűségeket, ezért gazdasági fellendülés idején aránytalanul kicsi, míg gazdasági lassulás esetén aránytalanul nagy valószínűséget tulajdonítanak a negatív kimeneteknek.⁷⁰

3. ábra Nemzetközi kockázati mutatók és az EMBI Global



Forrás: J. P. Morgan, Standard & Poors, Reuters

⁶⁸ Az elemzésben a valutaválság definíciója: az adott évben belül legalább 50 %-os leértékelődés, vagy egy fix árfolyamrendszer feladása és lebegő árfolyamrendszerre való áttérés.

⁶⁹ Pl. Kumar és Persaud (2001).

⁷⁰ Kumar és Persaud (2001).

A referencia-kamat változása

Gyakran vitatott kérdés a devizakötvények referencia-kamatának, vagy általánosabban a fejlett országok kamatlábjának a feltörekvő piacok kamatfeláraitra gyakorolt hatása. A két változó közötti összefüggés elméletileg nem egyértelmű. Egyrészt a referencia-kamatláb csökkenése mérsékli a devizakötvényt kibocsátó ország adósságterheit, ezért közvetlenül a visszafizetési kockázat csökkenésének az irányába hat, vagyis a kamatfelár várhatóan csökken. Hasonló irányú összefüggést várhatunk, amennyiben a referenciakamatok – például az amerikai kockázatmentes kamatok – változása megfelelően tükrözi a nemzetközi likviditási kondíciókat. Ugyanakkor az ellenkező irányú hatás érvényesülhet abban az esetben, amikor a globális kockázati étvág csökken, vagyis a kockázatos eszközök iránti kereslet mérséklődésével a kockázatmentes eszközök – így például a fejlett piaci államkötvények – iránti kereslet növekedése jár együtt. A fejlett piaci kamatok és a feltörekvő piacok kamatfelára közötti negatív kapcsolatot várhatunk abban az esetben is, ha az – elsősorban hosszúlejáratú – kamatok csökkenése a gazdasági növekedés lassulására vonatkozó várakozásokat tükrözi.

A referenciakamat kockázati megítélésre gyakorolt hatására vonatkozó empirikus eredmények alapján sem vonható le egyértelmű következtetés. Benczúr elemzése tulajdonképpen nem mutatott ki érdemi összefüggést a referenciakamat és a kamatfelárak között. Hasonló eredményeket kapott Kamin és Kleist (1997): a fejlett országok kamatlábjának együttthatója a különböző specifikációkban vagy negatív, vagy szignifikánsan nem különbözik nullától, de semmiképpen sem pozitív. Az IMF becslése a hosszúlejáratú amerikai kamat és az EMBI index között szignifikáns pozitív kapcsolatot tárt fel, a rövidtávú kamatok és a feltörekvő piaci kamatfelárak között azonban nem talált összefüggést.

Pénzügyi fertőzések (*contagion*)

Az egyes országok devizakötvényein lévő kamatfelárak közötti korreláció egyik forrása, hogy az egyik országot érő pénzügyi sokk átgyűrűzik egy másik országra, vagy országok csoportjára. Egy szűkebb definíció szerint pénzügyi fertőzésről akkor beszélhetünk, amikor a sokk tovaterjedése fundamentális okokkal nem magyarázható, ugyanakkor hangsúlyoznunk kell, hogy a sokkok transzmissziójának több olyan, fundamentálisnak nevezhető csatornája létezik, amelyek az elmúlt évek pénzügyi válságaiban komoly szerepet játszottak, vagy amelyeket az egyéb csatornák pusztán felerősítettek.

Az egyik ilyen mechanizmus a *kereskedelmi csatorna* (*trade channel*), amely árfolyamválságok terjedésére nyújt magyarázatot: egy adott ország valutájának a leértékelődése/leértékelése ronthatja a kereskedelmi part-

nerek, illetve a kereskedelemben versenyző országok valutájának versenyképességét, így ezen valuták is leértékelődési nyomás alá kerülnek.

Egy másik mechanizmus a *pénzügyi csatorna*, amelynek középpontjában az országok közötti, a pénzügyi közvetítőrendszer vagy a pénzügyi piacok révén lévő kapcsolódások állnak. Egy országban bekövetkező pénzügyi sokk és az ország pénzügyi eszközeinek kockázati megítélése több országra való továbbterjedésének csatornája lehet például egy nemzetközi intézményi befektető, aki az egyik országban bekövetkező sokkot követően átrendezi a portfólióját, szélsőséges esetben az egyik országban ért veszteségei miatt a többi országban lévő befektetései likvidálására kényszerül.

“Tiszta” pénzügyi fertőzésnek (*pure contagion*) tulajdonképpen a pénzügyi sokkok olyan áttérjedését nevezhetjük, ami nem magyarázható a fent említett fundamentális csatornák segítségével. Evvel összefüggésben használja a szakirodalom a “csorda viselkedés” fogalmát, ami arra utal, hogy a befektetők a fundamentumok kellő alaposágú elemzése nélkül utánozzák a többi befektető viselkedését. Hangsúlyoznunk kell, hogy a csorda viselkedés nem feltétlenül jelenti azt, hogy a befektetők irracionálisan viselkednek. Ha az információk megszerzése költséges, racionális magatartást jelent azon befektetők viselkedésének követése, akiknek vélt információs előnyük van. A sokkok tovaterjedésének pszichológiai magyarázatát kínálja a “kockázati étvág” esetében is említett elmélet⁷¹, amely szerint a befektetők egy adott országban bekövetkező sokk hatására újraértékelik a “hasonló” országokkal kapcsolatos kockázatokat: a pénzügyi válság úgymond ráébreszti a befektetőket a lehetséges negatív kimenetek valószínűségére, amelyet a válság előtt nem kellőképpen vettek figyelembe (*wakeup call effects*). A modellek egy harmadik csoportja a nemzetközi intézményi befektetők szervezeti és ösztönzési rendszerével magyarázza a fundamentumokkal nem magyarázható fertőzéseket. A modern kockázatértékelési rendszereknek köszönhetően például a volatilitás növekedése az egyik országban automatikusan növeli a hasonló múltbeli volatilitású országok becsült hitel- és piaci kockázatát, ezért egy adott ország megítélése más, gazdaságilag független országokban is a kockázati felárak növekedéséhez vezet.

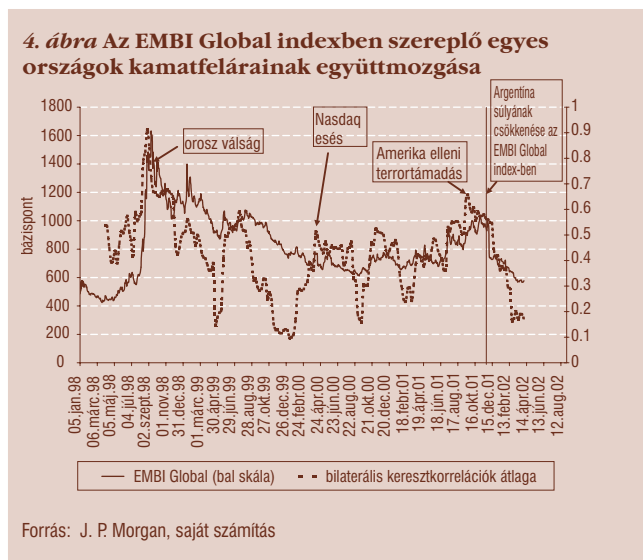
A kereskedelmi csatorna értelemszerűen kereskedelmi partnerek vagy egy harmadik piacon versengő országok között lehet lényegi tényező, a pénzügyi csatornán keresztül történő fertőzésnek pedig elsősorban azok az országok vannak kitéve, amelyeknek “közös a hitelezőjük” (*common creditor*). A gyakorlatban a különböző mechanizmusok elkülönítése nem egyszerű feladat, de az empirikus elemzések szerint a nagyobb horderejű és kiterjedésű fertőzések esetén általában több csatorna is szerepet játszik a sokk átgyűrűzésében. Az 1997-es ázsiai válság idején például a kereskedelmi csatorna komoly szerepet játszott az ázsiai országok között. Az ázsiai pénzügyi válság Latin-Amerikára való áttérjedésében pedig a pénzügyi csatorna tekinthető fontos mechanizmusnak: az ázsiai bankok a hazai hiteleken elszenvedett vesztesé-

⁷¹ Pl. Goldstein (1998), Mullainathan (1998)

geik miatt a latin-amerikai devizakötvények eladásával javítottak likviditási helyzetükön.⁷² Ugyanakkor a nagyobb horderejű pénzügyi fertőzések esetében, így az ázsiai válságnál is, a kockázati prémiumok átgyűrűzése jobban változik annál, mint amit a fenti csatornák indokolnának. A "tisza" fertőzésre utaló jel lehet, ha az országok pénzügyi eszközeinek hozama közötti korreláció jelentősen megnő, ez ugyanis azt mutatja, hogy az országok közötti fundamentális kapcsolat a pénzügyi válság idején más, mint a „nyugodt” időszakokban.

4. Az EMBI Global-ban szereplő kötvények kamatfelára közötti korreláció

A következőkben az EMBI Global indexben szereplő devizakötvények közötti kapcsolatot elemezzük, az 1998. január – 2002. április közötti mintaidőszakra vonatkozóan. A feltörekvő országok együttmozgásának időbeli alakulását az indexben, a teljes mintaidőszakban szereplő 21 ország kamatfelárainak változása közötti bilaterális korrelációk átlagának időbeli alakulásával mértük (ld: Ábra: 4).⁷³



A 4. ábra alapján megállapítható, hogy a kamatfelárak változása közötti korreláció időben változó, de összességében nem követ semmilyen határozott trendet. A korrelációk átlagának jelentősebb növekedése többnyire az EMBI index jelentősebb mértékű változásához, a kiugróan magas értékek pedig mind valamilyen minden feltörekvő országra átgyűrűző pénzügyi válsághoz, illetve a globális kockázatvállalási hajlandóság drasztikus növekedéséhez köthetők. A legnagyobb erejű és a leghosszabb ideig tartó pénzügyi válság ezek közül az 1998 őszi orosz válság volt: a fertőzés kivétel nélkül minden feltörekvő országot elérte, a kamatfelárak változása közötti korreláció 0,9 volt az 1998. augusztus-októberi időszakban.

A többi pénzügyi fertőzés nem volt ennyire elsőprő erejű és kiterjedt, de a korreláció jelentős emelkedése volt megfigyelhető például a brazil válság (1999. február), a Nasdaq összeomlása (2000. március), a 2001. júliusi argentin és török válság, vagy a 2001 szeptember 11-i amerikai terrortámadás idején.⁷⁴ Az amerikai terrortámadást követő két hétben például kivétel nélkül az összes ország kamatfelára növekedett, de a fertőzés nem tartott nagyon hosszú ideig, és távolról sem volt olyan erőteljes, mint az orosz válság idején.

Érdekes fejlemény a kamatfelárak változása közötti kapcsolat 2001 decembere óta tartó gyengülése. A 2001 novemberre óta eltelt időszakot a szeptember 11-ét követő bizonytalanság mérséklődése nyomán a nemzetközi kockázatvállalási mutatók mérséklődése jellemezte, ugyanakkor decemberre tehető az argentin gazdasági és pénzügyi válság eskalálódása, az államcsőd bejelentése is. Az argentin devizakötvények kamatfelára decemberben összességében több mint 200 bázispontot emelkedett, a válság azonban nem fertőzte meg a többi feltörekvő országot, még a latin-amerikai régiót sem, sőt, az Argentína nélkül számított index átlagosan még enyhén csökkent is ebben az időszakban. Úgy tűnik, a befektetők ebben az esetben különbséget tettek az egyes feltörekvő országok között, és az argentin események nem vezettek a feltörekvő piaci bizalom általános megingásához.⁷⁵ A válság gyenge áterjedésében azonban az is szerepet játszhatott, hogy az argentin államcsőd tulajdonképpen már nem jelentett meglepetést: az ország kedvezőtlen makrogazdasági és pénzügyi helyzetére már 2001 júliusában fény derült, és ekkor Argentína kockázati megítélésének romlása más feltörekvő piacokra – így például Magyarországra is – átgyűrűzött.

5. Magyarország kockázati megítélése

Az EMBI Global indexben szereplő magyar, USA dollárban denominált devizakötvény⁷⁶ kamatfelárának jelenleg 75 bázispont körüli szintje jóval alacsonyabb az index 600 bázispont körüli értékénél, és a magyar kötvény kamatfelára a legalacsonyabb az indexben szerep-

⁷² Blöndal és Christiansen (1999)

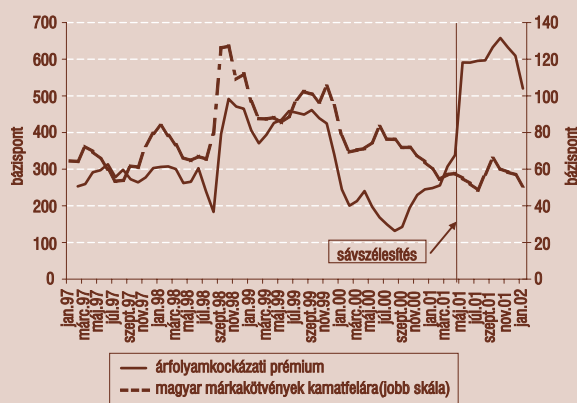
⁷³ A vizsgálatba 21 feltörekvő országot vontunk be, mert ezek az országok szerepelnek az indexben a teljes mintaidőszakban. A korrelációk változását 13 hetes vagyis negyedéves mozgó ablakkal számoltuk, heti adatok felhasználásával.

⁷⁴ Az említett pénzügyi fertőzések természetesen nem tekinthetők *kizárólag* "tisza" pénzügyi fertőzésnek, a sokkok transzmissziójában többnyire fundamentális tényezők is szerepet játszanak. Az Amerika elleni terrortámadást követően például a kamatfelárak megemelkedésében nagy szerepe lehetett olyan félelmeknek is, mint a gazdasági növekedés lassulása, az olajárak emelkedése, továbbá a kirobbanó háború okozta bizonytalanságnak.

⁷⁵ Szigonál szerepe lehetett annak, hogy a J. P. Morgan az argentin államcsődöt követően a felére csökkentette Argentína súlyát az indexben, kifejezve, hogy az argentin kamatfelárak drasztikus növekedése indokolatlanul torzítaná a feltörekvő országok összességét reprezentálni hivatott EMBI Global indexet.

lő összes ország kamatfelára között. Még ennél is alacsonyabb, - 2001-ben 55 bázispont körüli - az eredetileg német márkában valamint euróban denominált magyar devizakötvények német állampapírokhoz viszonyított spreadje. Ez azért érdekes, mert az euróövezet periferikus országainak állampapírjai is tartalmaznak 30-40 bázispontos kamatfelarat a német állampapírokhoz viszonyítva, vagyis a magyar devizakötvényekben tükröződő országkockázati és likviditási prémium mindössze 15-25 bázisponttal haladja meg azt az értéket, amire az EU-hoz, majd a monetáris unióhoz való csatlakozás után számíthatunk. Mindez nem jelenti azt, hogy a feltörekvő országok átlagánál jóval kedvezőbb hitelbesorolású⁷⁷ és alacsony országkockázati prémiummal rendelkező Magyarországot a feltörekvő országoktól külön kellene kezelnünk. Bár devizakötvényeink kamatfelára alacsony, a 3 hónapos forinthozamoktól elvárt kockázati prémium 2001-ben 400-700 bázispont között mozgott, vagyis az árfolyamkockázati prémium értéke magasnak mondható.⁷⁸ A devizakötvények kamatfelára és az árfolyamkockázati prémium pedig várhatóan nem független egymástól, amit az adatok is alátámasztanak (ld: Ábra: 5).⁷⁹

5. ábra Az árfolyamkockázati prémium és a magyar márkakötvények kamatfelára⁸⁰



Forrás: MNB, saját számítás

A kockázati megítélés és az országspecifikus fundamentumok közötti összefüggést mutatja Magyarország hitelbesorolása és a devizakötvényeink kamatfelára kö-

⁷⁷ A Moody's szerint Magyarország külső adóssága - Kínával és Koreával egyetemben - az A3 kategóriába tartozik. Az indexben szereplő összes többi ország ennél kedvezőlenebb hitelbesorolású.

⁷⁸ A forinthozamoktól elvárt kockázati prémium számszerűsítésében a fő bizonytalansági tényezőt - mint fentebb említettük - az árfolyam-várakozások becslése jelenti. A szűk árfolyamsáv keretei között a rövid távon - három hónapos horizonton - várt árfolyamváltozás közelíthető volt a forint előre bejelentett leértékelési ütemével, ezért a forinthozamoktól elvárt kockázati prémium egy közelítő mutatójaként a 3 hónapos forint-euró kamatkülönbözet, és az előre bejelentett leértékelési ütem különbségét (kamatprémium) használtuk. Szükséges azonban megjegyezni, hogy a középárfolyam leértékelődése nem tükrözte tökéletesen a tényleges árfolyam-várakozásokat, hiszen nem tartalmazta a sávon belüli árfolyamváltozás, illetve az árfolyamrendszer megváltozására irányuló várakozásokat. A sávszélesítést követően az árfolyam alakulása még nehezebben jelezhető előre. Itt a 2001. májusi sávszélesítést követő időszakra konstans várt árfolyamot tételeztünk fel, vagyis a kamatprémium a megegyezik a 3 hónapos kamatkülönbözettel.

⁷⁹ Magyarország esetében az EMBI Global indexben szereplő devizakötvény kamatfelára helyett a német márkában kibocsátott devizakötvények spreadjét használjuk, mert a márkakötvényeknek nagyobb a likviditásuk.

zötti kapcsolat. Magyarország külső adósságának hitelminősítése 1996 óta folyamatosan javult, ezzel párhuzamosan a devizakötvények kamatfelára az 1996 első hónapjaira jellemző 200 bázispont körüli szintről mára 50 bázispont körüli szintre mérséklődött. Ugyanakkor 1998-ban, az orosz válság nyomán a feltörekvő piacok általános megítélésében bekövetkezett romlás hatására a devizakötvény-spreadek csökkenő trendje megtört, a kamatfelarak magasabb szintre kerültek. (ld: 1. tábla).

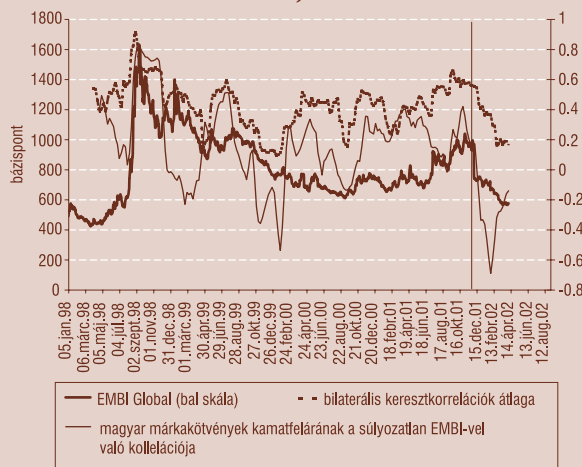
A kockázati megítélést érő külső hatások fontosságának megítéléséhez a következőkben a márkakötvények kamatfelára és az EMBI index közötti kapcsolatot vizsgáljuk.

1. tábla Magyarország külső adósságának Moody's szerinti hitelbesorolása és a márkakötvények kamatfelára

	átsorolás dátuma	besorolás	a márkakötvények átlagos kamatfelára az adott kategóriában
14. okt. 96.	1990. 07. 13.	Ba1	158
19. dec. 96.	1996. 10. 14.	Ba1 +	78
20. márc. 98.	1996. 12. 19.	Ba3	67
24. ápr. 98.	1998. 03. 20.	Baa3+	68
18. jún. 99.	1998. 05. 08.	Baa2	92
08. szept. 00.	1999. 06. 25.	Baa1	85
10. nov. 00.	2000. 09. 13.	Baa1 +	71
28. márc. 02.	2000. 11. 14.	A3	56

Forrás: Moddy's, MNB

6. ábra A bilaterális keresztkorrelációk átlaga és a magyar devizakötvény-kamatfelárak súlyozatlan EMBI-vel való korrelációja.



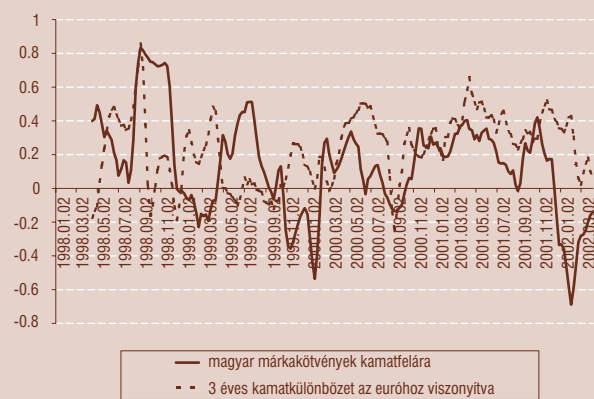
Forrás: J. P. Morgan, MNB, saját számítás

Össességében a magyar devizakötvények és az EMBI Global index közötti korreláció gyengébb (0,38), mint a feltörekvő piaci keresztkorrelációkból számított "átlagos" feltörekvő piaci korreláció (0,48). Ugyanakkor a korreláció időbeli alakulását megvizsgálva látható, hogy ez az alacsony érték időben változékony együttmozgást sejtet (ld: Ábra: 6.). Magyarország kockázati megítélése több periódusban is ellentétesen mozgott az EMBI-vel, vagyis ezekben az időszakokban az országspecifikus tényezők hatása volt döntő a kockázati megítélés szempontjából.

Ez történt például 2000 januárjában, amikor a vártnál jóval kedvezőbb makrogazdasági hírek (fizetési mérleg, költségvetési egyenleg) nyomán a márkakötvények kamatfelára az EMBI Global enyhe emelkedése mellett is jelentősen csökkent. A feltörekvő piacok általános megítélésének jelentősebb ingadozásai azonban hatással vannak a magyar kamatfelára. Az ábra arra utal, hogy a gyenge átlagos korreláció ellenére a fertőzöttségnek való kitettség nem elhanyagolható, a *jelentősebb* fertőzések Magyarországon is éreztetik a hatásukat. Az elmúlt két évben a pénzügyi fertőzések hatása ugyan korlátozott volt, a feltörekvő piaci megítélés változásának a hatása azonban a hozamok, a sávszélesítés óta pedig leginkább az árfolyam volatilitásának formájában veszélyeztetheti a pénzügyi stabilitást.

A fentihez hasonló eredményt ad a 3 éves forint-euró kamatkülönbség változásainak az EMBI indexben szereplő kötvények súlyozatlan átlagával való korrelációja. (ld. Ábra: 7.)

7. ábra A magyar márkakötvények, illetve a forint euróhoz viszonyított hároméves kamatkülönbségének EMBI-vel való korrelációja



Forrás: MNB, saját számítás

Érdekes lehet számunkra az indexben szereplő országok közül a Magyarországhoz leginkább hasonló két ország, Görögország és Lengyelország példája. (ld. Ábra: 21)

A lengyel devizakötvények kamatfelárának EMBI-vel való kapcsolata szorosabb Magyarországnál, a teljes mintára, differenciákra számított korreláció 0,74. Lengyelország hitelbesorolása ugyanakkor rosszabb Magyarországnál,⁸¹ ami a kamatfelárak magasabb szintjében is tükröződik. Regionális hatásokra utal, hogy Magyarország Lengyelországgal való korrelációja a minta egészében szorosabb (0,52) mint a feltörekvő országok egészével. E jelenséghez hozzájárulhat a kereskedelmi csatorna érvényesülése is, hiszen Magyarország és Lengyelország bizonyos fokig versenyeznek az EU országaiba irányuló export tekintetében.

Görögország dollárkötvénye csak 1999 végéig szerepel az EMBI-ben. Erre az időszakra a spread változásának az EMBI-vel való korrelációja 0,53, nagyjából ugyanakkora, mint a magyar márkakötvény-spreadek változá-

sának EMBI-vel való korrelációja ugyanebben az időszakban. Bár a görög devizakötvény kamatfelára csak rövid adatsorunk van és ezért messzemenő következtetéseket nem érdemes levonni, látható, hogy Görögország kockázati megítélésére - az ország EU tagsága ellenére - jelentős hatással volt mind az orosz, mind a brazil válság. Érdemes kiemelni, hogy a görög kamatprémium a devizakötvény-spreadeknél jóval nagyobb mértékben, csaknem 500 bázisponttal emelkedett az orosz válság idején. Görögország példája azzal a tanulsággal szolgál, *hogy az EU tagság és a javuló hitelbesorolás ugyan csökkenti a pénzügyi fertőzések erejét, de a fertőzöttségnek való kitettséget nem szünteti meg, az csak az önálló valuta feladásával érhető el.*

8. ábra A lengyel, görög és a magyar devizakötvények kamatfelára



Forrás: J. P. Morgan, MNB

⁸⁰ Az árfolyamkockázati prémiumot a 3 hónapos kamatprémium - mint a forinthatamoktól elvárt kockázati prémium közelítő értéke - és a devizakötvény - spread különbségként becsültük.

⁸¹ A Moody's minősítése szerint Magyarország külső adóssága A3, míg Lengyelországé egy fokozattal rosszabb, Baa1 kategóriába esik.

Irodalomjegyzék

- Amadou, N.R.Sy (2001): Emerging market bond spreads and sovereign credit ratings: reconciling market views with economic fundamentals, IMF Working Paper WP/01/165
- Benczúr Péter (2002): A szuverén kötvényekben rejlő kockázatok azonosítása, MNB füzetek, 2002/2
- Blöndal, S. és Christiansen, H. (1999): The recent experience with capital flows to emerging market economies, OECD Economics Department Working Paper No. 211
- Calvo, G. A. és C. M. Reinhart (2000a): Fixing for your life, NBER Working Paper, No 8006.
- Cunningham, A. et al (2001): Analysing yield spreads on emerging market sovereign bonds, Bank of England Financial Stability Review, December 2001
- Eichengreen, Barry és Ashoka, Mody (1998): What explains changing spreads on emerging market debt: fundamentals or market sentiment, NBER Working Paper No. 6408
- Emerging Market Financing, IMF Quarterly Report, 2001/1
- Goldstein, M. (1998): The Asian financial crisis: causes, cures, and systemic implications, Institute for International Economics, 1998
- Kumar, M. S. és Persaud, A. (2001): Pure contagion and investor's shifting risk appetite: analytical issues and empirical evidence, IMF Working Paper WP/01/134

A DEVIZALIBERALIZÁCIÓ ÉS A SÁVSZÉLESÍTÉS HATÁSAI

Bevezető

Az aktívabb, inflációs célt követő monetáris politika megvalósítása érdekében 2001 májusában az MNB feloldotta az 1995-ben bevezetett csúszó leértékeléses árfolyamrendszer kötöttségeit. A forint euróval szembeni árfolyam-ingadozási sávjának kiszélesítésével lehetővé vált az árfolyam nominális felértékelődése. A magyar gazdaság kedvező versenyképessége és a fizetési mérleg alacsony hiánya lehetővé tette a korábbinál felértékeltőbb és kevésbé kiszámítható árfolyam-alakulást.

2001. június 16-i hatállyal teljessé vált a devizaliberalizáció. Ennek keretében megszűnt a külföldiek rövid futamidejű befektetéseinek, és származékos piacokon való részvételének korlátozása⁸². A korábban meglévő devizapiaci korlátozások konzisztens rendszert alkottak, ezért a korlátozások feloldása is csak egy lépésben történhetett.

A rugalmasabb árfolyamrendszerre való áttérés nemcsak kevésbé kockázatos, hanem kívánatos is tette a tőkeáramlások liberalizációját. A szélesebb sáv egyrészt nagyobb teret engedett a piaci folyamatoknak a felértékelődő egyensúlyi reálárfolyam kialakításában, másrészt megszüntette az egyirányú árfolyam-várakozásokat és megnövelte a befektetők rövid távú árfolyamkockázatát. Széles árfolyamsáv mellett megnövekedett a magánszektor szereplői által futott aggregált árfolyamkockázat, nagyobb igény támadt a fedezeti ügyletek kötésére, így szükségessé vált a származékos pénzügyi termékek likvid, versengő piacának kialakulása. A külföldi szereplők jelenléte növeli ezen piacok likviditását, bővíti a kockázatok kezelésére alkalmas pénzügyi termékek körét, előmozdítja árazódásuk hatékonyságát. A nem rezidens szereplők megjelenésével a megnövekedett aggregált árfolyamkockázat megoszlik a rezidensek és a nem rezidensek között⁸³, továbbá – többirányú várakozások esetén – csökken a kamatok volatilitása, simul a piaci árak alakulása.

A devizaliberalizáció következtében a származékos piacok likviditásának növekedése nemcsak az árfolyamvolatilitás költségét csökkenti azáltal, hogy megkönnyíti a vállalatok számára természetes devizapozícióik fedezését, hanem magának az árfolyamnak a túllővéseit is mérsékli.

A szűk sávós árfolyamrendszerben ugyanis a többletforint-kereslet hatását (a folyó hiányt túlffinanszírozó tőkebeáramlást) a jegybank sávszéli intervencióval semlegesítette. 2001. májustól a devizapiacra – jegybanki in-

tervenció hiányában – a bankrendszeren kívüli szereplők teljes nettó forintkereslete a bankrendszer mérleg szerinti nyitott pozíciójában csapódik le, deviza-beáramlás esetén hosszú devizapozíció irányába mozdítva el. A bankok pénzügyi közvetítő funkciójuktól adódóan a kockázatvállalás elkerülésére törekednek, és a nyitott pozíciós szabályozásnak megfelelően mérleg szerinti pozíciójukat ellentétes irányú mérleg alatti műveletekkel (swap, határidős, stb.) fedezik. Ehhez olyan külső szereplőre (elsősorban spekulánusra) van szükségük, aki a forint jövőbeli gyengülésére számít. A derivatív piacok likviditásának hiányában a határidős árfolyam jelentős emelkedése szükséges ahhoz, hogy a bankok megfelelő számú spekulánst találjanak egyoldalú devizapozíciójuk zárásához. A határidős árfolyam a kamatparitáson keresztül pedig azonos irányba erősíti a spot devizaárfolyamot.

Végső soron a deviza-beáramlás árfolyam-erősítő hatása annál kisebb lesz, minél mélyebbek a származékos piacok (swap, határidős, stb.), és minél nagyobb a spotárfolyam felértékelődésének hatására a rövid futamidejű forint befektetésekből kiáramló külföldi tőke. A külföldi spekuláns pénzügyi befektetők beengedése ezen piacokra elősegíti, hogy a devizapiacra megjelenő strukturális (árfolyamra és rövidkamatra nem érzékeny) forintkereslet⁸⁴ önmagában kevésbé legyen képes elmozdítani az árfolyamot és a forint árfolyamának alakulása pontosabban tükrözze a piaci szereplők monetáris politika által formált árfolyam-várakozásait.

A sávszélesítés és a devizaliberalizáció hatása a pénz- és tőkepiacokra

A devizaliberalizációnak a pénz- és tőkepiacok szempontjából legfontosabb lépései a származékos piacok teljes körét (a határidős tőzsdeindexen kívül, amelyre a külföldiek már korábban befektethettek), az erede-

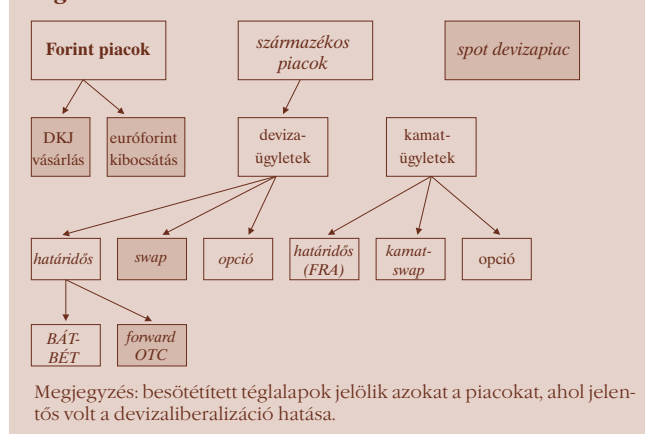
⁸² A devizaliberalizáció kedvező hatásai korábban is érvényesülhettek volna, de egy szűk sávós árfolyamrendszerben ez túl kockázatos lett volna. A nem rezidensek rövid lejáratú befektetéseinek és származékos piaci műveleteinek korlátozása nélkül többszöröse lehetett volna a spekulációs időszakban kiáramló tőke, indokolatlanul megnövelve az árfolyamrendszer fenntartásának költségeit (magas devizatartalékok, magas kamatprémium és sterilizációs költség).

⁸³ Az egymással kötött derivatív ügyletek aggregált szinten zérus-összegű jártékot képeznek, így a nem rezidens befektetők kizárása azt jelentette volna, hogy a hazai szereplők csak egymás között tudják elosztani a kockázatot.

⁸⁴ Ezek közé tartozik a folyó fizetési mérleg egyenlege, a működőtőke-beáramlás és a részvénypiaci nettó befektetések, valamint rövid távon a hosszú futamidejű külföldi állampapír-állomány változása.

tileg éven belüli futamidejű állampapírok vásárlását és a külföldiek forint kibocsátását érintette.

1. ábra A devizaliberalizáció által érintett legfontosabb területek

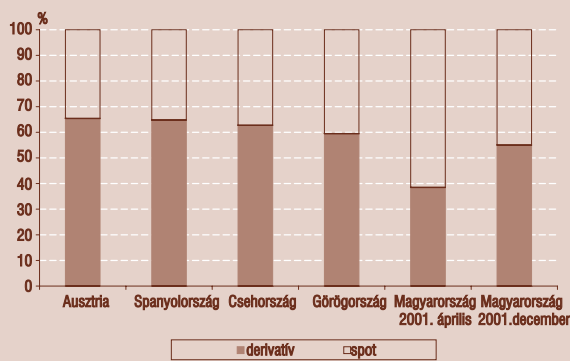


A devizapiac

A devizapiac szerkezete

Nemzetközi tapasztalatok szerint⁸⁵ a hasonló fejlett országok devizapiaci forgalmának mintegy 60-65%-át teszi ki a derivatív, 35-40%-át a spot ügyletek forgalma (2. ábra). Ugyanakkor a Magyarország számára lehetséges fejlődési pályát jelentő fejlettebb országok közül Ausztria esetében sem nagyobb 65%-nál a derivatív piaci forgalom aránya.

2. ábra A spot- és derivatív* devizapiaci forgalom aránya az egyes országokban (2001. áprilisi adatok alapján)



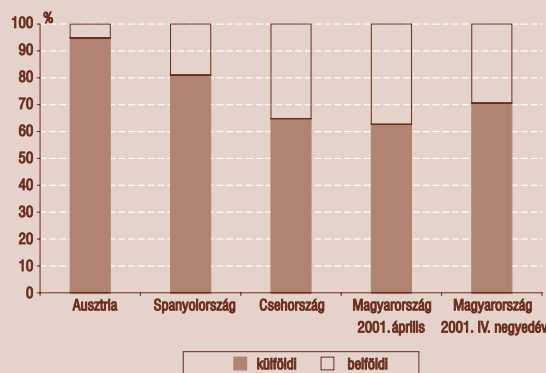
*FX forward, FX swap, Cross currency swap, opció

Magyarország esetében a liberalizáció előtt a derivatív piaci forgalom mindössze a teljes forgalom 40%-a volt. A liberalizációt követő változások azt mutatják, hogy az összforgalom növekedésével párhuzamosan a derivatív forgalom aránya megnőtt: 2001. áprilishoz képest a negyedik negyedévre aránya 56 százalékpontra emelkedett a teljes forgalmon belül. Mivel

a magyar devizapiacokon jelenleg csak néhány származékos instrumentum piaca tekinthető igazán likvidnek (devizaswap, OTC és tőzsdei határidős devizaügylet), és a piaci szereplők élénkületet várnak az opciós, kamatderivatív ügyleteknél is, várakozásaink szerint a származékos ügyletek súlya a jövőben tovább fog nőni. Ezt támasztják alá a monetáris unió vizsgált országainak piaci struktúrái is.

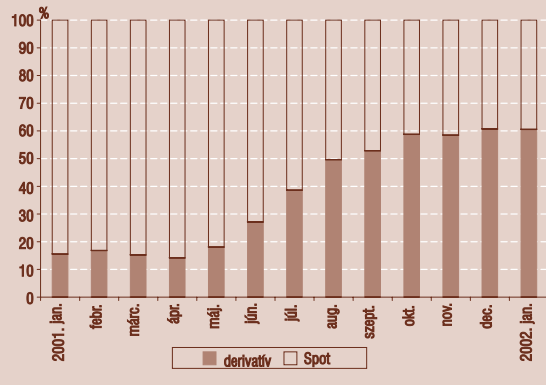
A devizaliberalizáció a várakozásoknak megfelelően megváltoztatta a piacon jelenlévő szereplők súlyát is (3. ábra). A liberalizáció előtt is meghatározó volt a külföldi szereplők aránya, amit a tőkekorlátozások teljes feloldása tovább fokozott. 2001. áprilisában a külföldiek aránya a csehországgal csaknem azonos volt, arányuk a IV. negyedévre 7-8 százalékponttal nőtt, meghaladva a 70%-ot.

3. ábra A spot és derivatív devizapiaci forgalom partnerek szerinti megoszlása az egyes országokban (2001. április)



Az azonnali és származékos devizapiac egymáshoz képesti arányeltolódása a sávzélesztést követően fokozatosan ment végbe (4. ábra). Ebben szerepet játszott, hogy az outright határidős devizaügyletek forgalma már a liberalizáció előtt, a sávnýtás után növekedni kezdett (részletesen ld. később). A liberalizáció után a nem-rezidensek számára is hozzáférhetővé váltak a rövidlejáratú derivatívok, ami a szélesztést követő felértékelődési várakozások megléte mellett tovább fokozta a kötési hajlandóságot. A származékos ügyletek összforgalmon belüli aránya az októberig tartó növekedés után 60% körül stabilizálódott.

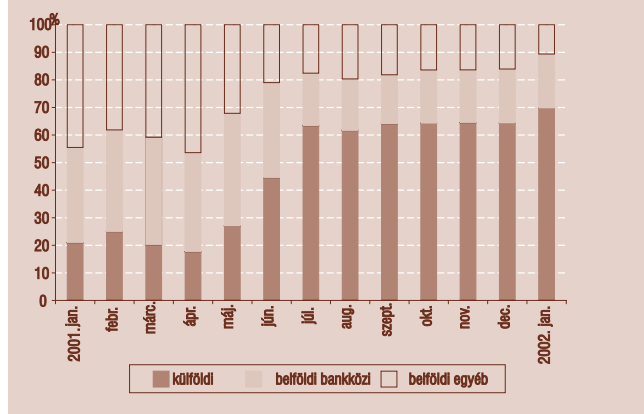
4. ábra A banki spot és derivatív devizapiaci forgalom arányának alakulása forint/deviza viszonylatban



⁸⁵ A BIS háromévenkénti devizapiaci felmérése, utolsó adatfelvétel: 2001. április

A liberalizáció előtt forint-deviza viszonylatban a bankok devizapiaci tranzakciói nagyjából azonos mértékben oszlottak meg a külföldiek, a belföldi bankok és a belföldi nembanki ügyfelek között (5. ábra). 2001. június-júliusban viszont nagymértékben megnőtt a külföldiek aránya: 28%-ról (május) 61%-ra (augusztus). A külföldiek térnyerésével párhuzamosan a belföldi banki és nembanki partnerek együttes relatív súlya körülbelül a felére csökkent. A nyári hónapokban a külföldiek aránya nem nőtt tovább, 2001 második félévében 64% körül mozgott. További mérsékelt növekedést 2002. elején tapasztalhattunk.

5. ábra A banki spot és derivatív devizapiaci forgalom partnerek szerinti megoszlása forint/deviza viszonylatban



Spot és származékos devizapiacok

A széles sávon belüli kétirányú árfolyammozgás valós lehetőségként nyár közepétől tudatosult mind a bankok, mind pedig a bankok ügyfeleinek körében⁸⁶. Ezt nemcsak a fedezeti instrumentumok iránti növekvő érdeklődés bizonyítja, hanem az is, hogy az ügyfelek az árak bekérésén túl ügyletkötési hajlandóságot is mutattak. Noha a fedezeti ügyletkötésekben jelentkező élénkülés egyelőre nem a vállalati ügyfelekhez köthető, a bankoktól származó információk szerint ezen ügyfelek fedezeti ügyletek iránti érdeklődése megnőtt, ami arra utal, hogy árfolyamkockázat-tudatosságuk növekszik. Továbbra is igaz, hogy a cégek jelentős részénél az árfolyamkockázat fedezéséből adódó költség realizálása nehezen emészthető.

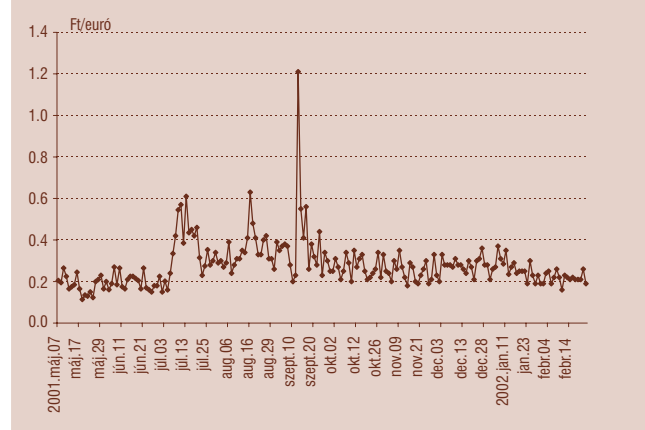
A liberalizációt követően a belföldi és külföldi határidős piacok egységesebbé váltak. A korábbi londoni, nem szállítási határidős piac (NDF: Non-delivery forward) jegyzései megszűntek, helyébe a standard szállítási határidős és swap ügyletek léptek megnövekedett forgalommal. A külföldi forint-deviza származékos piacok forgalmáról és nagyságáról ugyanakkor nem állnak rendelkezésre adatok. A bankok üzletkötőinek a külföldi forint-deviza derivatív piac forgalmára adott becslései erősen szóródnak: megítélésük szerint a magyarországi forgalom legalább két-háromszorosa zajlik külföldön. Ez egyrészt azt jelenti, hogy az MNB által nagy pontossággal nyomon követhető piaci szegmens kicsinek mondható, a teljes piac egy jelentős részéről nehéz

pontos képet alkotni. Másrészt lehet, hogy a belföldi és a külföldi forint/deviza derivatív piac együttes mérete elég nagy ahhoz, hogy a strukturális deviza-beáramlás miatt nyíló hosszú mérleg szerinti devizapozíciójukat az árfolyam jelentős elmozdulása nélkül külföldi spekulánsokkal szemben le tudják fedezni a bankok. Már most is jellemző, hogy a magyar bankok külföldi bankokkal elégitik ki jelentősebb derivatív igényüket.

A magyar devizapiacokon jelenleg három szegmensben aktívak a szereplők: a spot, az egyszerű határidős devizaügyletek (fx forward) és a deviza csereügyletek (fx swap) piacain. Egyes bankoknál a korábbinál sokszorosán magasabb az fx forwardok aránya, bár az ügyfél-forgalom továbbra is kicsi. Mindezzel együtt a bankok elmondása szerint az fx forwardokban itthon meglévő forgalom nem elhanyagolható.

A deviza-swap ügyletek piaca éppen a külföldiek megjelenése miatt élénkült jelentős mértékben. Az opciós ügyletek hazai forgalma elenyésző, de a bankok az opciók iránti hazai érdeklődés növekedésére is számítanak⁸⁷. Az euró/dollár keresztárfolyamra és a forint/euro árfolyamra is megindult a bankokban az opciók napi árazása. Az opciós ügyletek népszerűsége a jelenleg még magas tranzakciós költségük, és a nehezebb érthetőség miatt marad el az egyszerű határidős devizaügyletektől. A rendelkezésre álló adatok szerint forintra szóló devizaopció alig-alig fordul elő itthon, anekdotikus információk szerint ilyeneket egyelőre csak Londonban kötnek.

6. ábra Spot piaci spread a fixing alapján



A sávszélesítést követően ugrásszerűen a korábbi átlagos 3 fillérről 20 fillerre nőttek a spot devizapiaci szpredek (6. ábra). A forward hozamok szpredeje 3 hónapos lejáraton az elmúlt negyedévben átlagosan 33 fillér volt, ami éves hozamra átszámítva több, mint félszázalék (52 bp). A relatíve magas árrés hátránya, hogy nem csak a spekulációt, hanem a pénzügyi közvetítést és az árfolyamkockázat fedezését is megdrágítja. A szpredek növekedése arra utal, hogy a sávszélesítést követően jelen-

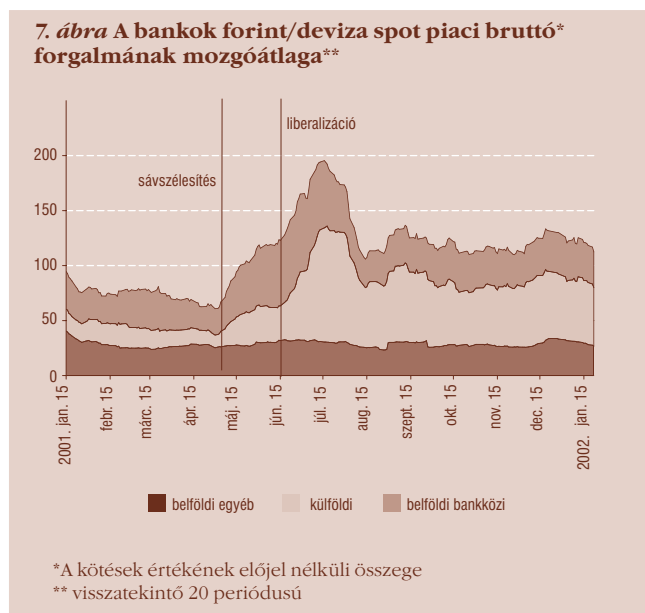
⁸⁶ Anekdotikus információk szerint utóbbiak egyenesen sokk-ként élték meg az argentin válság idején tapasztalt leértékelődést.

⁸⁷ A megjelenő ügyféligények sokféleségére jellemző, hogy előfordult, egy bankot ügyfele egészen bonyolult opciós struktúra (cross currency swap-ba ágyazott opció) értékelésére kért föl.

tősen megnövekedett árfolyam-volatilitás bizonytalanság növelő hatása felülmúlta a piaci likviditás növekedésének mérséklő hatását. Bár a szpredek alakulásában túl nagy ingadozást nem tapasztalunk, a júliusi argentin és az augusztusi lengyel eseményekre, valamint a szeptemberi terrorcselekményekre hektikusan reagáltak.

Spot piac

A spot piacra erős hatást gyakorolt mind a sávnyitás, mind a liberalizáció (7. ábra). A sávszélesítés a megnövekvő árfolyam-volatilitáson keresztül közvetlenül fejtette ki hatását. A devizaliberalizáció hatása közvetett volt: a származékos piacok likviditásának növekedése visszahatott a spot piac likviditására.

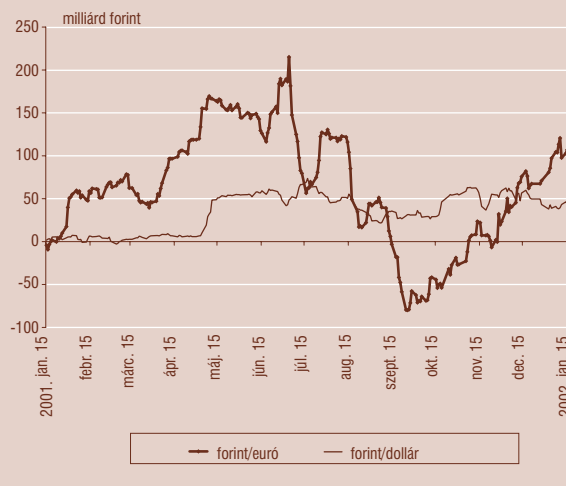


Az összforgalom a sávszélesítéstől kezdve meredeken emelkedett. A további forgalom-növekedés a derivatív piacok likviditás-növekedésére vezethető vissza, amiben kulcsszerepe volt a külföldi befektetőknek. Ezt mutatja, hogy a forgalom-növekedés meghatározó részét május-júniusban a belföldi bankközi tranzakciók tették ki, a liberalizáció utáni növekedés viszont teljes egészében a külföldiek aktivitásából származik. A nyár közepi latin-amerikai válság ideje volt a növekedés csúcса, ezt követően a külföldiekkel bonyolított forgalom a liberalizáció időpontjában szokásos szintre csökkent vissza. A belföldi nem banki ügyfelek spot piaci aktivitására a sávszélesítés és a liberalizáció nem volt hatással.

A megnövekedett spot piaci külföldi aktivitás az euró/forint viszonylatban látszik a legjobban (8. ábra)⁸⁸, azaz a spot piaci folyamatok bankrendszer mérleg szerinti pozíciójára gyakorolt hatását a forint/euró viszonylat

⁸⁸ A 8. ábra, a 10. ábra és a 13. ábra esetében a görbék pozitív meredeksége azt mutatja, hogy – figyelembe véve az adott napon kötött és lejárt ügyletek hatását – a külföldiek forintot vásároltak a bankrendszerrel szemben. (Negatív meredekség esetén forintot adtak el.) A spot és a swap ügyleteknél a görbék a szereplők pozícióinak kumulált változásaként, a határidős ügyleteknél a forintértékben kifejezett nyitott kötéstállományként foghatók fel.

8. ábra Külföldiek forint/euró, forint/dollár spot ügyleteinek kumulált nettó hatása a bankok mérleg szerinti pozíciójára



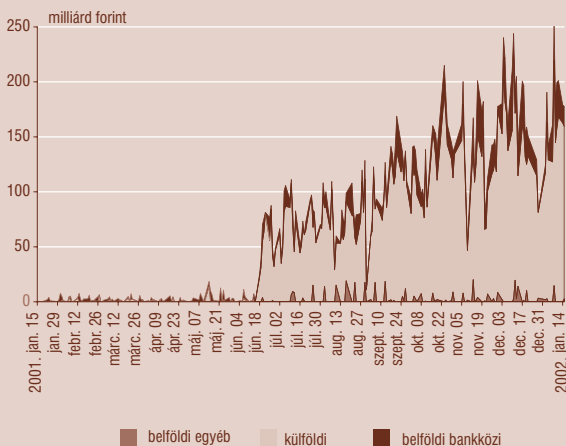
tranzakciói határozták meg. A liberalizációt követően a külföldiek általában forint-eladók voltak ezen ügyletek keretében, szeptember végétől viszont forint-vásárlók. Másképpen fogalmazva, a liberalizáció utáni spot piaci devizakiáramlást szeptember végétől ismét deviza-beáramlás váltotta fel.

Swap piac

A swap piacon szintén jelentős változások mentek végbe (9. ábra). A liberalizáció előtt a forgalom elenyésző volt, a szereplők ugyan rendszeresen kötöttek swapokat, de ezek értéke nagyságrenddel kisebb volt, mint a liberalizáció utáni időszakban. Az élénkülés egyértelműen a külföldiek piacra lépéséből adódik.

A swapokat a külföldi befektető egyaránt felhasználhatja fedezeti és spekulációs célokra. Fedezeti szándék esetén a hosszú, spekulatív motívum esetén a rövid lejáratú swapok használata az elterjedt. Az előbbi esetben az állampapírt megvásárló külföldi az árfolyamkockázatát fedezi, a rövid swap-állomány növekedésében

9. ábra A bankok forint/deviza swap piac bruttó* napi forgalma, új kötések lejárt állományok nélkül

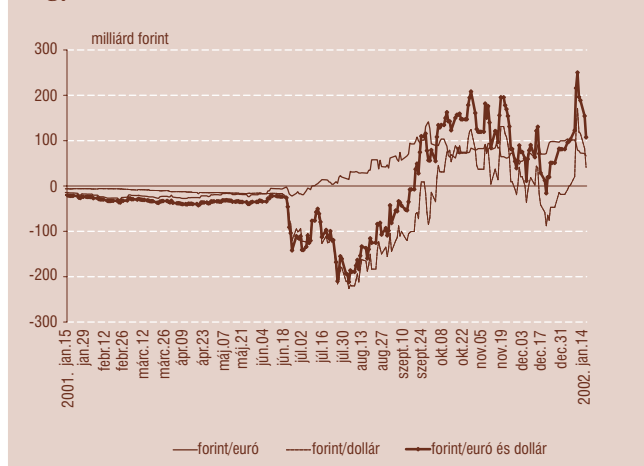


*A kötések értékének előjel nélküli összege

vagy csökkenésében pedig a forint-árfolyammal kapcsolatos várakozása fejeződik ki.

A denominációk közötti mozgás szerint elemezve a swapokat az látszik, hogy a liberalizációt követően a külföldiek, a bankok és a nem banki szereplők az ügyleteket egyaránt aktívan használták fedezeti és spekulációs célra. Forint/euró és forint/dollár viszonylatban meghatározó a külföldiek hatása, de már érzékelhető, hogy a belföldi szereplők aktivitása is fokozódik, bár ennek mértéke nem hasonlítható össze a külföldiek szerepével. Az első argentin válság idején a korábbihoz képest megnőtt a nem banki szereplők aránya, bár még így is kicsi az összeforgalmon belül. Érdekes viszont, hogy ez a forgalom-növekedés júliustól kezdve mintegy 40 milliárd forintnyi nyitott pozíciós állományt eredményezett euró-forint viszonylatban a bankrendszerrel szemben, ami arra utal, hogy a bankrendszer mérleg szerinti nyitott deviza pozícióját részlegesen a belföldi vállalatokkal és nem banki pénzügyi közvetítőkkel szemben fedezi le.

10. ábra A bankok euróval és dollárral szembeni kumulált swap-pozíciói (lejárási állományok hatását figyelembe véve)

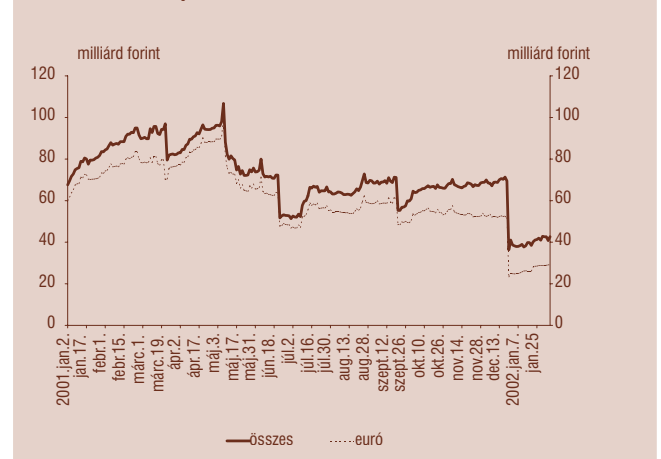


A külföldiek swap piaci megjelenése után a bankok mérlege az argentin válságig a forint/euró és forint/dollár swapok következtében összességében hosszú forint-pozíció felé mozdult el, azaz a külföldiek forintot adtak el a bankoknak ezen ügyletek keretében (10. ábra). A válságot követően a folyamat megfordul: november elejéig deviza-beáramlás tapasztalható. A spot piaci viselkedésből, és a swapok futamidejének vizsgálatából az a következtetés adódik, hogy a külföldiek a liberalizáció után a spot piaci forint kötelezettségeiket rövidlejáratú (overnight, tom/next és spot/next elszámolású) swapok segítségével görgették, napról napra halasztva ezzel a forintból devizába történő konverziót⁸⁹. Ezt mutatja, hogy a liberalizációt követően az összes swapon belül 35%-ról 90%-ra nő az egy hétnél rövidebb lejáratú swapok aránya. Az adatok alapján tehát a swap piaci forgalom-növekedés túlnyomórészt az egy hétnél rövidebb (overnight, a tom/next és spot/next) lejáratú ügyletek felfutásának köszönhető. A spot piaci fejleményekkel ellentétben a swapoknak a bankrendszer mérlegére gyakorolt hatását a forint/dollár tranzakciók határozták meg.

Forward piac

A határidős piaci aktivitás jellemzően a bankközi (OTC) devizapiacra növekszik, a BÁT határidős devizaügyleteinek volumene és a nyitott kötésiállomány a várakozásokkal ellentétben nem növekedett (11. ábra). Ezt mutatja az is, hogy a bankrendszer származékos devizaügyletein belül az OTC-ügyletek aránya a sávszélesítés előtti (április végi) 88%-ról 99%-ra nőtt december végére.

11. ábra A BÁT határidős devizapiaci nyitott kötésiállományának alakulása

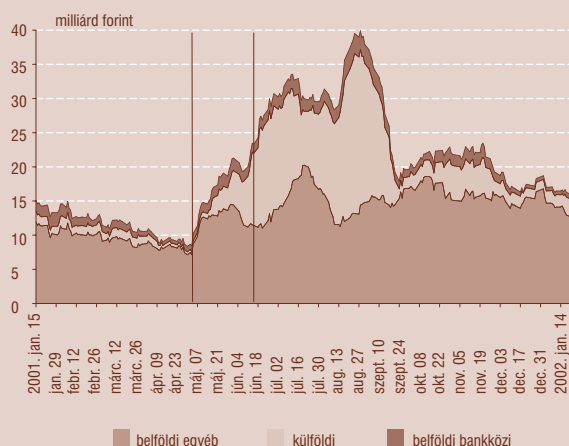


A határidős OTC piac forgalmának alakulása a spot piacéhoz hasonló képet mutat a különbséggel, hogy ezen a szegmensen a forgalom jóval kisebb, mint a spoton, és változatlanul kisebb a hazai bankok szerepe.

A határidős devizaügyleteknél nem a devizaliberalizáció, hanem a sávszélesítés jelentett fordulóponthoz a piaci szereplők viselkedésében (12. ábra). Ennek ellenére a bruttó forgalmi adatokból látszik, hogy a piac élénkülése a külföldiek aktivitásának köszönhető elsősorban. A liberalizációt követő gyorsan növekvő külföldi részvétel, illetve az, hogy szeptember után a külföldi forgalom a liberalizáció előtti szintre esik vissza, arra utal, hogy a külföldiek ezen a piacon is javarészt spekulációs céllal vettek részt. Érzékelhető némi növekedés a belföldi nem banki ügyfelek kötési hajlandóságában is. Ugyanakkor ellentétben a swap-ügyletekkel, a forward devizapiacra a vállalatoknak nem épült fel jelentősebb egyirányú nyitott pozíciója a bankrendszerrel szemben, ami az ügyletek mögötti fedezeti motivációra utal.

⁸⁹ Ennek lényege, hogy a spekuláns a forintkövetelését nem váltja át az ügylet értéknapiját devizára – mert pl. a forint további felértékelődésére számít –, hanem köt egy swapot aminek a rövid lába éppen az alapügylettel (pl. forint eladás devizáért) ellentétes pénzáramlást biztosít (deviza eladás forintért), a határidős láb (forintos eladás devizáért) pedig az alapügylettel megegyező.

12. ábra A bankok forint/deviza forward piaci bruttó* forgalmának mozgóátlaga**, új kötések lejáró állományok nélkül

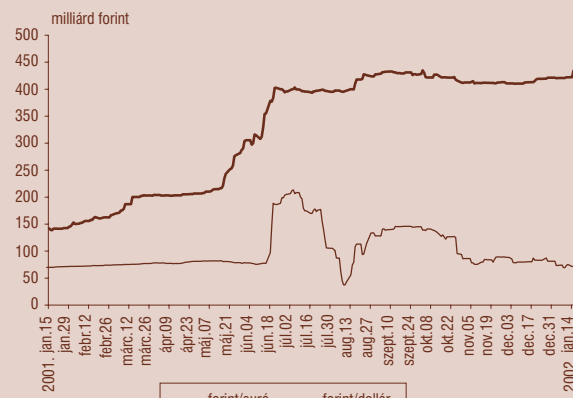


*A kötések értékének előjel nélküli összege

** visszatekintő 20 periódusú

Kissé csökkent az egy hétnél rövidebb forwardok ára, az egy hónapon belüliek javára. A 6 hónap–1 év közötti futamidejű forwardokat 2000 és 2001 tavaszán használták a spekulánsok, ezekben az időszakokban nagyobb volt az összes forward kötésen belüli arányuk. A sávnyitás után nem látható jelentős futamidő szerinti átrendeződés. A rövidlejáratú forwardok felfutása csökkentette az ügyletek átlagos futamidejét.

13. ábra A bankok külföldiekkel szembeni OTC forint/deviza forward nyitott kötésiállományának alakulása



A sávzélesztést követő jelentős forgalomemelkedés mögött a külföldiek határidős forintvásárlásai állnak (határidős piaci felértékelődési spekuláció) (13. ábra). A pozíciók felépülése euró/forint viszonylatban a sávnyitást, dollár/forint viszonylatban a liberalizációt követően indult meg. A kontraktusállomány gyors növekedése az első argentin válság idején megállt, inentől kezdve a külföldiek zárták dollár/forint pozíciókat. A nyári második, jelentősebb forgalomműködés elsősorban a külföldiek argentin válságot követő újabb, dollárral szembeni határidős forint vásárlásának, másodsorban pedig a kisebb mértékű euróval szembeni forint-vételének volt köszönhető.

A forintpiac és a fizetési forgalom

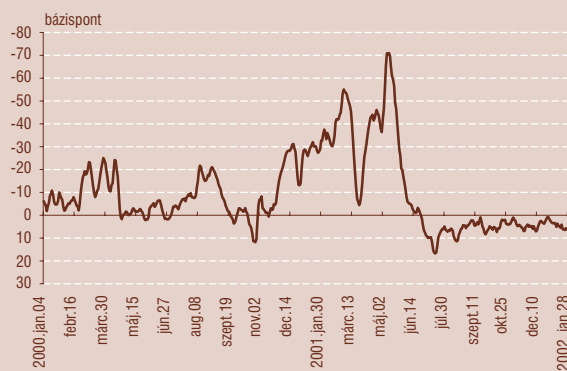
Pénzpiac

A származékos devizapiaccal ellentétben a kamatderivatívák piaci továbbra is illikvidnek tekinthetők, bár az utóbbi időben ezen a téren is érzékelhető némi változás. A határidős kamatkötések (FRA) állománya az október-novemberi időszakban dinamikusan növekedett, azonban a növekmény (valamint a teljes állomány) több mint felét – a bankok jelentései szerint – egy bank produkálta. A kamatswap-piacon tapasztalható kismértékű élénkülés a bankok elmondása szerint annak az eredménye, hogy a bankok által tartott állampapír-portfólió kamatkockázatát ezen a piacon akarják fedezni.

A devizaliberalizációt megelőzően a külföldiek nem birtokolhattak közvetlenül diszkont kincstárjegyet és MNB-kötvényt, a rövid futamidejű állampapírokhoz csak a pénzügyi közvetítőrendszeren keresztül korlátozottan, vagy az egy évnél rövidebb hátralévő futamidejű államkötvények vásárlásával juthattak. A devizaliberalizációt követően mennyiségi alkalmazkodás zajlott le az állampapírpiacra, a külföldiek portfóliójukat átrendezve diszkont kincstárjegyet és MNB-kötvényt vásároltak mind a másodpiacon, mind az aukciók alkalmával. Ennek során a külföldiek kezében lévő diszkont kincstárjegyek és MNB-kötvények állománya februárra 109 milliárd forintra nőtt, ez azonban nem éri el a teljes állomány 10%-át.

A külföldi befektetőket korlátozó szabályozás megszüntetésével ugyanakkor az éven belüli pénzpiacok – hozamokban mérhető – integráltsága megnövekedett. Korábban olyan időszakokban, amikor a külföldiek rövid állampapír iránti kereslete intenzívebbé vált, a diszkont kincstárjegy és a rövid hátralévő futamidejű állampapírok hozama közötti rés kinyílt (ennek elméleti felső határát a bankok kötelező tartalékrendszerből adódó költsége jelentette). Ez a jelenség jól látható a 2001. júniusi devizaliberalizációig (14. ábra). Azt követően a különbözet kis zajjal a 0-10 bázispontos tartományban mozog, ami a vételi és eladási különbözete szokásos nagyságát figyelembe véve, nem tekinthető szignifikánsan különbözőnek nullától.

14. ábra Az egy évnél rövidebb hátralévő futamidejű államkötvények és a diszkont kincstárjegyek hozamkülönbsége. (öt napos mozgóátlag)



Külföldiek forintkibocsátása

Azzal, hogy mind a devizabelföldiek, mind a devizakülföldiek számára elhárultak a forint átválthatóságának korlátai, megelégnült a külföldön kibocsátott forintpapírok (euróforint papírok) piaca is. Nagy kibocsátásokra két szakaszban került sor: egyrészt az új szabályozást közvetlenül követő hónap(ok)ban, másrészt 2001 végén (1. táblázat).

1. táblázat: Euróforint kötvények kibocsátása

kibocsátási időszak	mennyiség (Mrd Ft)	kamat (súlyozott)	kibocsátó besorolása
2001. június-július	135	8,9%	A – AAA
2001. november – 2002. február	72,5	7,8%	BBB + - AAA

Az eurókötvények és a hozzá kapcsolódó ügyletek hatásai átgyűrűznek számos piacra, így a deviza- és kamatderivatív piacokra, valamint az állampapírpiacon is. A lengyel zloty piacán 3, a cseh korona piacán már 6 éve megkezdődött az eurókötvények kibocsátása. Ezen kelet-európai országok tapasztalata is azt mutatja, hogy az eurókötvények elterjedése ösztönzőleg hathat a piac több szegmensére is (kamat- és devizawapok, FRA ügyletek, stb.).

Az euróforint kötvények kibocsátásánál felmerülő motivációk többek között a következők lehetnek:

- a kibocsátó külföldi bank vagy nemzetközi szervezet hazai refinanszírozási céljai érdekében kíván forinthez jutni,
- a kibocsátó a hiányzó belföldi vállalati kötvénypiac funkcióit helyettesíti,
- a kibocsátó forrásköltsége a kibocsátásból származó forint elswapolása után alacsonyabb, mint a közvetlen devizahitel-felvétel esetén.

Az első esetben a kibocsátó egy hazai bank anyabankja vagy egy nemzetközi szervezet (pl. EBRD, EIB, Interamerican Dev. Bank), amely a forintforrást magyar banknak adja oda. Ezen kötvények kibocsátását elősegítette a kötelező tartalékszabályozás megváltozása, aminek hatására 2002. február 1-től a külföldről származó forintforrások 2 éven túli futamidő esetén tartalékmentessé váltak.⁹⁰ Ezen források nagy előnye, hogy tartalékolási költség és árfolyamkockázat nélkül jelentik hazai beruházási hitelek forrásait.

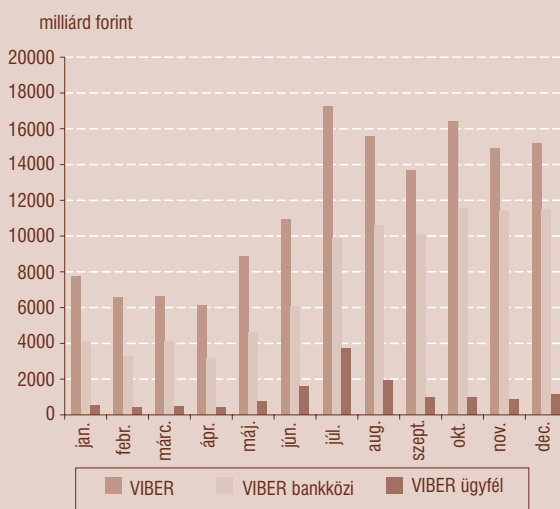
A második esetben a kibocsátó (vagy annak tulajdonosa) Magyarországon rendelkezik vállalati érdekeltséggel, de az itteni cég nem tudja, vagy nem akarja magát a belföldi kötvénypiacról finanszírozni (bizalomhiány, rating hiánya, szűk belföldi piac, stb.). A kibocsátó ilyenkor forintforrását tehát magyar vállalatnak adja tovább, amely összességében kedvezőbb feltételekkel tud forráshoz jutni, mint közvetlenül. Az euró-forint kibocsátás ez esetben tehát a hazai vállalati kötvénypiac helyettesítőjének tekinthető, feltételezhetően a jövőben is korlátozva annak megerősödését.

A harmadik esetben a forrásra eleve a külföldi kibocsátónak van szüksége. A kibocsátó kihasználva kedvező kockázati besorolását és a forint-befektetések iránti felfokozott keresletet, jobban jár, ha forintkötvényt bocsát ki és a befolyó összeget devizára swapolja, mint ha közvetlenül devizában bocsátana ki. A kibocsátóval kötött swaphoz olyan külföldi befektetési bank hajlandó, amely a swap során kapott forintot magyar állampapír vételével vagy egy devizahitelét forintra swapoló magyar vállalattal le tudja fedezni. Az euróforint kötvények kibocsátásakor ezen befektetési bankoké a közvetítő szerep a forintban kibocsátó bank/vállalat valamint a magyar állampapírpiac és/vagy a devizaforrással rendelkező belföldi vállalat között.

A fizetési forgalom

A devizaliberalizációt követően megnőtt és magas szinten állandósult mind a VIBER-ben lebonyolított forgalom értéke (15. ábra), mind pedig a tranzakciók darabszáma (a VIBER-forgalom volumene). Összességében 2001-ben a VIBER napi átlagos forgalma 2000-hez képest csaknem 70%-kal emelkedett (82 milliárd forintról 140 milliárd forintra), és ez a növekedés főleg a devizaliberalizációt követő időszakokra esik. A VIBER-forgalom úgy bővült, hogy a Bankközi Klíring Rendszerben (BKR) nem tapasztalhattunk hasonló tendenciákat, így a bankközi fizetési rendszerek között a VIBER súlya egy év alatt 65%-ról 75%-ra növekedett.

15. ábra A VIBER-ben lebonyolított forgalom értéke 2001-ben



A forgalomnövekedés nem volt bonyodalommentes. A problémákat az okozta, hogy megnőtt a külföldi bankok által kezdeményezett átutalások száma, amelyek - figyelembe véve a helyi időzónák közötti eltéréseket - nehezen voltak tervezhetőek az ügyféltételek beadására rendelkezésre álló szűk időszámban⁹¹. Ez problémákat

⁹⁰ Számos, nemzetközi szervezet által az utóbbi időben kibocsátott euróforint kötvény 2 éves lejáratára erre enged következtetni.

⁹¹ A fizetési forgalom problémáit jól érzékelteti, hogy májusról (186 milliárd forint) júniusra (1384 milliárd forint) nagyságrenddel megnőtt a VIBER-ben sorban álló fizetési megbízások értéke.

okozott a hazai bankok likviditás-menedzselésében: lassította a pénzforgalmat, megnőtt a VIBER-ben a napközbeni sorbanállások száma, illetve többször került sor az akkor még működtetett napvégi likviditási hitel igénybevételére. Ugyanakkor az is előfordult, hogy ügyfélteteleket bankközi üzenet formájában, de az ügyféltetelek számára kijelölt időintervallumban küldhetik a VIBER-tagok, majd 2001. szeptember 17-től sor került a VIBER-üzemidő meghosszabbítására is: a VIBER ügyfélteteleket (a korábbi 12:00 helyett) 14:30-ig, bankközi utalásokat pedig 16:30-ig fogad.

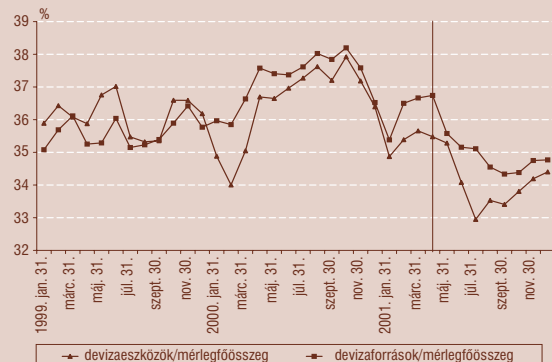
A felmerülő problémákat az MNB gyorsan megoldotta. Az MNB és a felhasználók közötti kommunikáció eredményeként először pontosították a szabályt, miszerint a külföldi bankok tételeit bankközi üzenet formájában, de az ügyféltetelek számára kijelölt időintervallumban küldhetik a VIBER-tagok, majd 2001. szeptember 17-től sor került a VIBER-üzemidő meghosszabbítására is: a VIBER ügyfélteteleket (a korábbi 12:00 helyett) 14:30-ig, bankközi utalásokat pedig 16:30-ig fogad.

A sávszélesítés és a devizaliberalizáció hatása a bankok mérlegére⁹²

Változások a mérleg denominációs összetételében

A devizaeszközök és -források aránya a szűk sávcsúszó árfolyamrendszer időszakának egészét tekintve a bankrendszer mérlegében egyaránt növekvő trendet mutatott.⁹³ Az árfolyamrendszer 2001. májusi megváltozása óta a devizaeszközök és források mérlegfőösszege belüli részaránya csökkenő tendenciát mutat (2001. április végétől december végéig -1,1 százalékpont ill. -1,9 százalékpont), noha ez a folyamat a vizsgált időszak második felében megtorpant (16. ábra). Meg kell még említeni, hogy a trendforduló kezdete a sávszélesítés időpontjánál korábbra (2000. utolsó negyedéve) tehető. Ilyen mértékű és irányú változásokra azonban hosszabb időszakot vizsgálva már volt példa.

16. ábra Devizaeszközök és -források a mérlegfőösszeghez viszonyítva

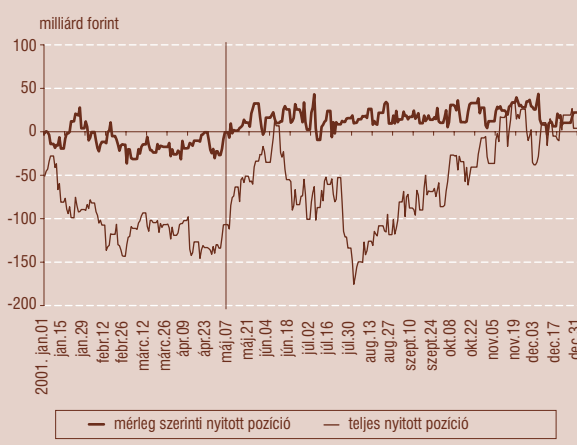


⁹² A tanulmányban - a Stabilitási jelentés új elemzési körétől eltérően - a teljes bankrendszerre vonatkozó adatokat használtunk.

⁹³ Hosszabb-rövidebb átmeneti időszakokban eltérő irányú mozgás is előfordult: pl. az orosz válságitartó erőteljes kamatarbitrázs tevékenység idején (1997-1998. aug.) jelentős mértékben kinyílt a mérleg szerinti devizapozíció (a devizaforrások és forráseszközök aránya nőtt).

A sávszélesítést követően 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. Augusztus elejétől a bankok ismét a mérleg szerinti hosszú forintpozíció leépítésébe kezdtek, sőt novemberben a bankrendszer mérleg szerinti devizapozíciója előjelet is váltott. A mérleg szerinti pozíció ingadozásával ellentétben a bankrendszer teljes devizapozíciója a sávszélesítés után is mindvégig szűk maradt. A teljes devizapozíció röviddel a sávszélesítés után záródott, a bankrendszer egészének teljes pozíciója kismértékű hosszú devizaoldalra került át (17. ábra).

17. ábra A bankrendszer teljes és mérleg szerinti nyitott pozíciója

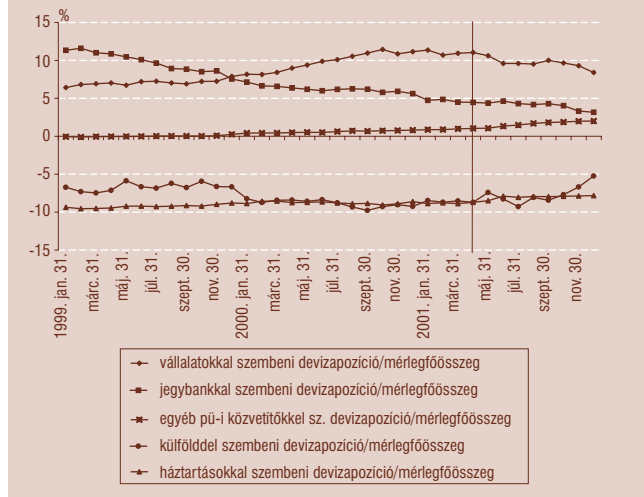


Szükséges megemlíteni, hogy a sávszélesítés óta megnőtt az egyes bankok teljes nyitott pozícióinak szórása, és a bankok igyekeztek csökkenteni pozíciójukat. Ez azaz magyarázható, hogy a jelentősen megnőtt ingadozási sávban a piaci szereplőknek az árfolyammozgás irányára és mértékére vonatkozó várakozásai értelemszerűen heterogénabbak lettek a szűk sávcsúszó árfolyamrendszerben megfigyelhető képest. Ugyanakkor jellemző, hogy a bankrendszer egészének pozícióváltozásában néhány banknak meghatározó szerepe volt. A sávszélesítés előtt ezek jelentős hosszú forintpozícióval rendelkeztek, amelyek csökkentése alapvetően meghatározta a rendszer pozícióváltozásának irányát.

A bankrendszer egyes szektorok viszonylatában számított nettó devizapozíciója jellemzően szűkült a vizsgált időszakban (2001. május-december), bár eltérő mértékben (18. ábra). A legmarkánsabb változások a vállalati szektorral, ill. a külfölddel szembeni devizaműveletekben mentek végbe: a mérlegfőösszeg arányában számítva a vállalati szektor nettó deviza-hitelfelvételi pozíciója 2,6 százalékponttal, míg a bankrendszer nettó külföldi forrásbevonása devizában 3,5 százalékponttal csökkent. Ennél jóval kisebb mértékben változott a bankrendszer jegybankkal szembeni nettó devizabetét-elhelyezői pozíciója, ennél a tételnél azonban sem a mértéket, sem a változás irányát nem a liberalizáció határozta meg. A ház-

tartások nettó devizabetét-elhelyezői pozíciójának csökkenése a korábbihoz képest némileg fokozódott a sávszélesítés és a liberalizáció következtében. Az egyéb pénzügyi közvetítők nettó devizahitel-felvételi pozíciója mérsékelten nőtt (+1 százalékpont).

18. ábra A bankrendszer egyes szektorokkal szembeni nettó devizapozíciója a mérlegfőösszeg arányában



A következőkben szektorok (vállalat, háztartás, külföld) szerinti bontásban tekintjük át, hogyan változott a mérlegtételek denominációs összetétele a sávszélesítés óta, s ezen belül milyen elmozdulások magyarázhatók az árfolyamrezsim-változás, ill. a devizaliberalizáció hatásával.

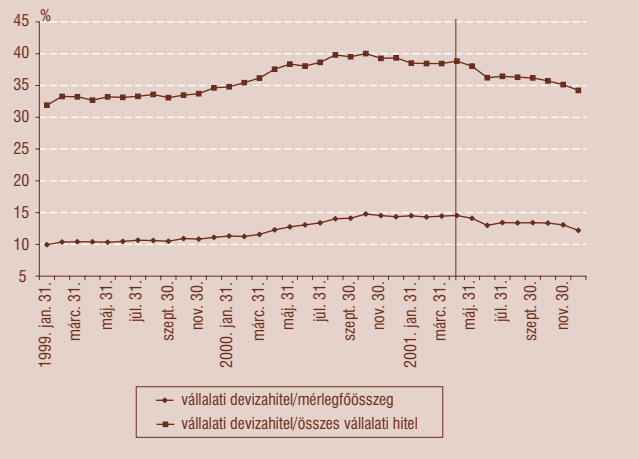
Vállalati hitelek

A vállalati devizahitelek növekedésének 1999 utolsó negyedétől kezdődő gyorsulása már 2000 novemberében megtört, s a dinamika visszaesése a sávszélesítés után is folytatódott, sőt a belföldi devizahitelek állománya 2001 decemberében már alacsonyabb volt az egy évvel korábbihoz képest. Ezt a folyamatot elsősorban az export növekedési ütemének lelassulása, illetve kisebb mértékben a forint árfolyamának erősödése magyarázza. A belföldi devizahitelek állománya a 2001. május-december időszakban nominálisan is csökkent, miközben a forint-hitelek volumene 258 Mrd Ft-tal bővült.⁹⁴ A vállalati devizahitelek állománya az április végi 1.250 Mrd Ft-ról év végére 1.160 Mrd Ft-ra, az összes belföldi vállalati hitelen belüli részaránya 39%-ról 34%-ra csökkent (19. ábra).

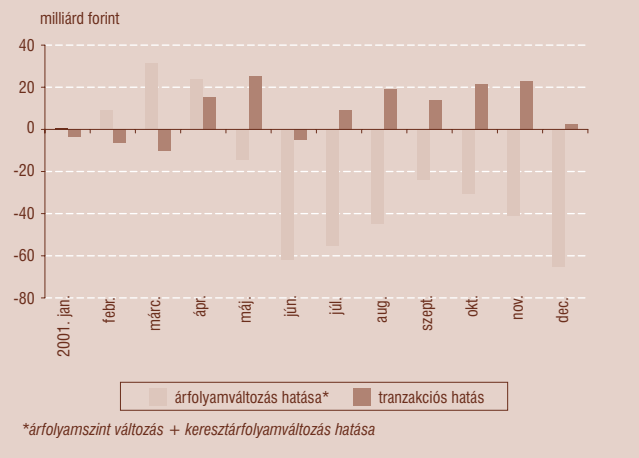
A vállalati devizahitelek 2001. május-decemberi állománycsökkenése ugyan döntően a forint erősödésével magyarázható, de a kumulált tranzakciós hatás is negatív volt ebben a periódusban (-13 Mrd Ft) (20. ábra). Összehasonlításképpen, 2000 hasonló időszakában még - az árfolyamhatásoktól megtisztítva - 244 Mrd Ft nettó hitel-felvételt regisztrálhattunk.

Döntően a devizahitelek visszaesése miatt a vállalati szektor nettó devizahitel-felvételi pozíciója 11%-ról 8,4%-ra csökkent a bankrendszeri mérlegfőösszeg arányában 2001. május-decemberben.

19. ábra A vállalati devizahitelek teljes vállalati hitelállományhoz, ill. mérlegfőösszeghez viszonyított aránya



20. ábra A vállalati devizahitel állományváltozásának összetevői 2001-ben, kumulált hatás



*árfolyamszint változás + keresztárfolyamváltozás hatása

Figyelembe véve, hogy a derivatív ügyletek felfutása nem a belföldi ügyfelek viszonylatában történt, úgy tűnik, hogy a vállalatok az árfolyamrendszer változása és a devizaliberalizáció óta eltelt időszakban elsősorban mérlegen belül igyekeznek kezelni megnövekedett árfolyamkockázatukat. Ennek módja többek között, hogy az exportőr vállalat devizabevételét betétben helyezi el bankjánál, és ennek fejében a bank forintlikviditást nyújt. Elterjedt gyakorlat továbbá, hogy a vállalat a spot piacon az általa alkalmasnak ítélt árfolyam mellett váltja át devizáját.

A belföldi devizahitelek nominális csökkenésével egyidejűleg a vállalati szektor bruttó külföldi tartozásának növekedése is jelentősen lelassult a vizsgált időszakban, így a teljes vállalati hitelállományon belül a devizatartozások aránya az április végi 63%-ról december végéig 60%-ra csökkent.

⁹⁴ 2000 hasonló időszakában még csaknem azonos mértékben gyarapodott a vállalati deviza- és forint-hitelek állománya (260 Mrd Ft-tal, illetve 285 Mrd Ft-tal).

Lakossági hitelek

A háztartások által felvett devizahitelek volumene és részaránya is minimális. Az állomány 2000 második felében kezdett el csak érzékelhetően növekedni, de még mindig nagyon kicsi (december végén 21,5 Mrd Ft). Ez a háztartások hitelállományának 3,2%-át, ill. a mérlegfőösszeg 0,2%-át teszi ki. A sávszélesítés óta a háztartások devizahitelének aránya csak minimálisan emelkedett a teljes hitelállományon belül, ami valószínűleg a felfutó autóvásárlásokkal magyarázható.

A háztartások és a vállalatok devizabetétei

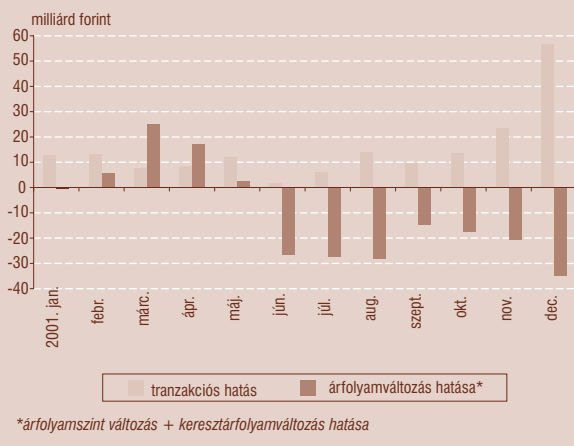
A háztartások pénzügyi eszközein belül a devizabetétek aránya 2001. április óta folyamatosan csökken (21. ábra). Júniusban erőteljes, 40 Mrd forintos csökkenés következett be a devizabetét-állományban, amelyből 30 Mrd-ot magyaráz az árfolyamváltozás. A május-november időszaki kumulált tranzakciós hatás pozitív ugyan, viszont csak töredéke (ötöde) az előző év azonos időszakában tapasztaltak. Decemberben az operacionális tranzakció rendkívül nagy (pozitív) összeget - 33,2 Mrd forintot - tett ki, egyértelműen az euróra való átállás miatt (22. ábra). Az ennél jóval mérsékeltőbb novemberi tranzakciós növekmény is erre vezethető vissza. Az utolsó két hónapban ugyanolyan mértékben csökkent a lakosság által tartott külföldi készpénzállomány, mint amilyen mértékben a devizabetét-állomány növekedett. Az év végén a dollárban és az euróban denominált betétek egyaránt 45%-ot tettek ki a teljes devizabetét-állományon belül.



Csökkenő tendencia figyelhető meg a háztartások devizabetéteinek a teljes betétállományon, illetve a mérlegfőösszegen belüli arányát vizsgálva is. A denominációs megoszlást tekintve a devizabetétek részaránya 27 %-ról 24 %-ra csökkent a sávszélesítés óta az év végéig eltelt időszakban.

A vállalatok devizabetéteinek a teljes vállalati betétállományhoz, illetve a mérlegfőösszeghez viszonyított aránya hosszú ideje meglehetősen stabil. A devizaliberalizációval kapcsolatban voltak olyan várakozások, hogy a vállalatok devizabetétei külföldre áramlanak, mivel az alacsonyabb tartalékolási költség miatt ott magasabb

22. ábra A lakossági deviza-megtakarítások alakulásának komponensei 2001-ben, kumulált hatás

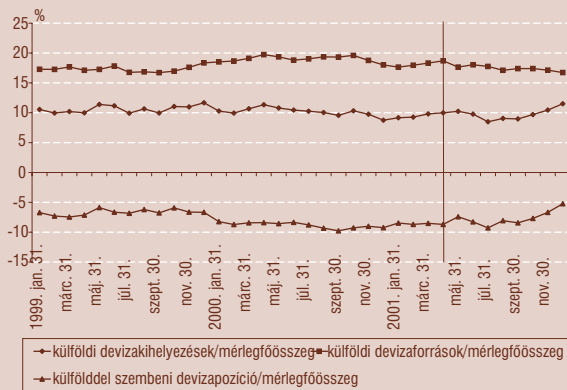


hozam realizálható. A bankrendszeri összesített adatok nem támasztják alá, hogy ilyesmi történt volna.

Külfölddel szembeni devizaműveletek

2000 elejétől az árfolyamrendszer változásáig a bankrendszer nettó külföldi devizaforrás-bevonása jellemzően a mérlegfőösszeg 8-9%-a körül alakult. A sávszélesítés után a külföldi devizaforrások aránya csökkenő, a külföldi devizakihelyezések aránya pedig növekvő tendenciát mutatott (23. ábra). Így a bankrendszer külfölddel szembeni nettó devizahitel-felvevői pozíciója az április végi 748 Mrd Ft-ról decemberre 498 Mrd Ft-ra mérséklődött.

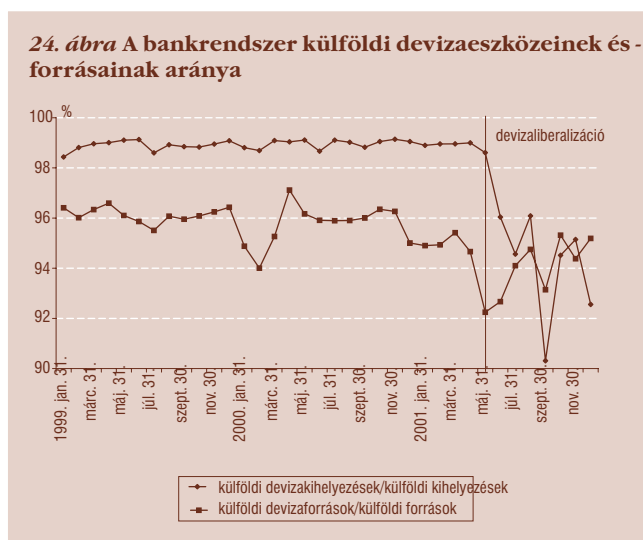
23. ábra A bankrendszer külfölddel szembeni devizapozíciója a mérlegfőösszeghez viszonyítva



A külföldi devizaforrások bevonásának visszaesését részben magyarázhatja a korábban jellemző kamatarbitrázs tevékenység visszaszorulása a bankoknál, ugyanis a külföldről felvett deviza forintra konvertálása és sterilizációs instrumentumokba fektetése a jelentősen megnövekedett árfolyamkockázat mellett már nem ígér biztos profitlehetőséget. Másrészt a devizaliberalizáció nyomán a külföldi befektetők már közvetlenül is eszközölhetnek rövid lejáratú forintbefektetéseket, a hazai bankok "kiiktatása" a folyamatból szintén a bankrendszer külföldi devizaforrásainak csökkenését eredményezi. A külföldi devizakihelyezések arányának növekedését

pedig az indokolja, hogy az intenzív tőkebeáramlás nyomán a külföldiektől a piacon megvásárolt devizát a hazai hitelintézetek elsősorban külföldi bankoknál helyezik el.

A devizaliberalizáció hatására érzékelhető elmozdulás történt a hazai bankok külföldi kihelyezéseinek denominációs összetételében, a devizakihelyezések liberalizáció előtti (május végi) 99%-os részaránya a rövid lejáratú forintkihelyezések dinamikus növekedése miatt az év végéig 93%-ra csökkent (24. ábra). Ezzel együtt a külföldi forintkihelyezések szerepe még csekély, 2001. végén mérlegfőösszeghez viszonyított részaránya 0,9% volt. A külföldi forrásoknál nem volt megfigyelhető a forint arányának növekedése, de a 2002. február 1-től megváltozott tartalékszabályozás által motivált külföldi forintkötvény-kibocsátások nyomán már várható ilyen irányú elmozdulás.

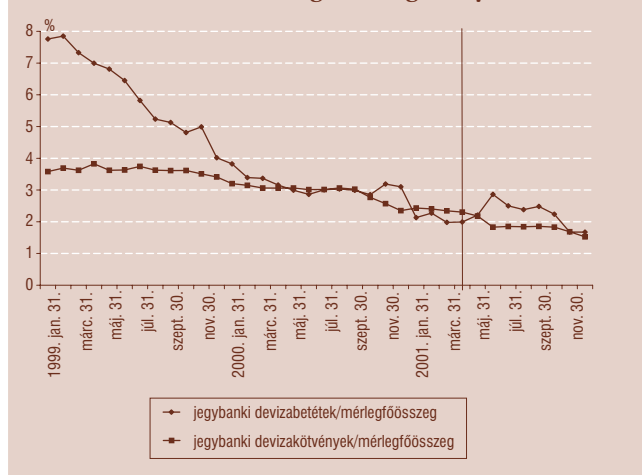


Egyéb pénzügyi közvetítőkkel és a jegybankkal szembeni devizaműveletek

A vállalati devizahitelezés visszaesésével ellentétben a bankrendszer egyéb pénzügyi közvetítőknek (főleg lízingcégeknek) nyújtott devizahitelei gyors ütemben nőttek a sávszélesítés, ill. devizaliberalizáció óta eltelt időszakban. Állományuk megduplázódott április végéhez képest (201 Mrd Ft-ra), az egyéb pénzügyi közvetítőknek nyújtott teljes hitelállományban a deviza részaránya 45%-ról 57%-ra emelkedett. A jelenség mögött az állhat, hogy a 2001 második félévében dinamikus növekvő autóeladások jelentős részben deviza-, vagy devizaalapú lízingfinanszírozás segítségével valósultak meg, amihez a lízingcégek számára a tulajdonos bankok biztosítottak többlet devizaforrást.

Az elmúlt években folyamatosan csökkent a jegybankkal szembeni devizakövetelések mérlegfőösszeghez viszonyított aránya. Ezt a folyamatot a sávszélesítés és a devizaliberalizáció nem befolyásolta lényegesen, a rezsimváltás óta eltelt időszakban is folytatódott a csökkenés, így a jegybanki devizabetétek és devizakötvények együttes állománya 2001 végén már csak az összes eszköz 3,2%-át tette ki (25. ábra).

25. ábra A bankrendszer jegybankkal szembeni devizakövetelése a mérlegfőösszeg arányában



Összefoglaló

A forint euróval szembeni árfolyamsávjának kiszélesítése, a rugalmasabb árfolyamrendszerrel együtt járó fokozottabb árfolyam- és kamatvolatilitás új koncepció kialakítását követelte meg a devizaliberalizáció ütemezésének kérdésében is. A devizakorlátok egy lépésben történő feloldásával a forint a devizabelföldiek és a devizakülföldiek számára egyaránt teljesen konvertibilissé vált. A devizaliberalizáció lehetővé tette a pénzügyi piacok egyes szegmensei közötti átjárhatóságot, a származékos piacok mélyítését, így a sávszélesítéssel megnövekedett pénz- és tőkepiaci kockázatok kezelését. Így nemcsak az árfolyam-volatilitás költsége, hanem – a likvid derivatív piacokon kialakuló határidős árfolyamnak köszönhetően – az árfolyam túllövésének a valószínűsége is csökken.

A devizaliberalizáció és a sávszélesítés kölcsönösen feltételezték egymást: egy rugalmasabb árfolyamrendszerben a devizapiaci korlátozások feloldása kevésbé kockázatos, ugyanakkor a külföldi szereplők megjelenése a származékos piacokon elengedhetetlen az árfolyamkockázat fedezéséhez.

A devizaliberalizáció lépései leginkább a forintpiacokat (a külföldiek DKJ vásárlását és az euróforint kibocsátást) valamint a deviza-spot, a swap és a forward piacot érintették. A devizapiac szerkezetében megindultak azok a változások, amelyeket a monetáris unió tagországainak statisztikái is előrejeleztek: az összforgalom növekedésével párhuzamosan fokozatosan megnőtt a derivatív forgalom aránya, továbbá a belföldi partnerek relatív súlya felére csökkent, míg a külföldiek egyre nagyobb teret nyertek (30%-ról 70%-ra nőtt a súlyuk a forgalomban).

A spot piacon a sávnyitás nagy forgalomnövekedést okozott, míg a devizaliberalizáció főleg a származékos piacok likviditásnövekedésén keresztül hatott ösztönzőleg. Az árfolyamkockázatnak kitett vállalati ügyfelek érdeklődése egyre nő a fedezeti ügyletek iránt, erre utal mérsékelten növekvő aktivitásuk a forward és swap piacokon. A swap-piacon az élénkülést egyértelműen a külföldiek belépése okozta. A határidős devizapiac főleg az

OTC piacon élénkült, a tőzsdén visszaesett a forgalom. A devizaliberalizációt követően a pénzpiacokon is átrendeződés ment végbe. A külföldiek rövid állampapírok iránti kereslete megnőtt, a teljes állományban azonban a súlyuk 10% alatt maradt. A piacok növekvő integráltságát jelzi a DKJ-k és a rövid hátralévő futamidejű állampapírok hozama közötti rés bezárulása. Megélénkült a devizakülföldiek által kibocsátott forintpapírok piaca is, állományuk meghaladja a 200 Mrd forintot.

A sávszélesítés tükröződött a bankok mérlegének az átalakulásában is. Az árfolyamsáv-kiszélesítéssel megnövekvő kockázat a gazdasági szereplőket devizakitettséjük csökkentésére motiválta. Ez tükröződött abban, hogy mind eszköz-, mind forrásoldalon csökkent a bankok mérlegében a devizatételek súlya. A vállalati devizahitelek nagyságát a korábbi időszak erőteljes növekedését követően az árfolyamhatáson túl a tranzakciós hatás is csökkentette. A belföldi devizahitelek nominális csökkenésével egyidejűleg a vállalati szektor bruttó külföldi tartozásának növekedése is jelentősen lelassult. A háztartások pénzügyi eszközein belül a devizabetétek aránya annak ellenére csökkent 1 százalékponttal a sávszélesítést követő félévben, hogy 2001 végén – az euró bevezetése kapcsán – a lakosságnál lévő valutaállomány rekord mértékű devizabetét-elhelyezéssel járt együtt. A jelentéktelen nagyságú lakossági devizahitelek mellett egyedül az egyéb pénzügyi közvetítőknek (pl. lízingcégeknek) nyújtott devizahitelezés bővült, ami mögött feltételezhetően az autóeladások növekedése áll. Csaknem felére csökkent a bankrendszer külfölddel szembeni nettó devizapozíciója, amiben a külföldi devizaforrások mérlegfőösszeghez mért arányának csökkenése és a külföldi devizaeszközök növekedése egyaránt szerepet játszott.

Melléklet

A devizaliberalizáció jogszabályi keretei

A devizakorlátok 2001. június 16-án kormányrendeletben történt teljes feloldásával a forint a devizabelföldiek és a devizakülföldiek számára egyaránt teljesen konvertibilissé vált. Ennek folytán

- megszűnt a korábbi deviza/valuta hazahozatali kötelezettség,
- lehetőség nyílt a belföldiek számára, hogy külföldön devizahatósági engedély nélkül nyissanak forint- és devizaszámlát,
- a devizabelföldiek belföldi devizaszámláján bármilyen jogcímen szerzett deviza/valuta, ideértve az idegenforgalmi szolgáltatók bevételeit is, okmányvizsgálat nélkül jóváírható és korlátozás nélkül felhasználható,
- a természetes személyen kívüli devizabelföldiek is korlátlanul birtokban tarthatnak valutát,
- normatív feltétel nélkülív és bejelentésmentesé vált a külföldi közvetlen vállalkozásszerzés,

- minden téren, denominációtól függetlenül, megszűnt a devizahatósági engedélyezési, illetve bejelentési kötelezettség, így - többek között - a rövid lejáratú portfólió-műveletekre, köztük a fedezeti ügyletekre, lejáratától függetlenül a hitel-műveletekre, pénzügyi biztosítékokra, engedményezésre, tartozásátvállalásra vonatkozó korlátozások,
- szabaddá vált a devizakülföldiek részére történő ajándékozás,
- a külföldi és hazai fizetőeszközt devizabelföldiek és -külföldiek korlátozás nélkül hozhatnak be az országba, illetve vihetnek ki onnan,
- lehetővé vált belföldön a devizában, valutában való fizetés is a devizabelföldiek egymás közötti, illetve a devizabelföldiek és -külföldiek közötti ügyleteknél, azzal, hogy a törvényes fizetőeszköz Magyarországon változatlanul a forint, ettől eltérni csak a felek megállapodása alapján lehetséges.

Az árfolyamsáv szélesítésére vonatkozó döntés a devizakorlátok lebontásában gyors intézkedést követelt, ezért vált szükségessé e nagyhorderejű lépéssorozat kormányrendelet útján történő megoldása.

A forint teljes konvertibilitását megteremtő 88/2001. (VI. 15.) Korm. rendelet lényegében "felülírta" a devizatörvényt. A rendelet megszüntetett minden, a devizatörvényben előírt devizahatósági funkciót, az engedélyezési, bejelentési és adatszolgáltatási kötelezettséget egyaránt. Ennek törvényi alapját ugyan maga a devizatörvény tartalmazza, de jogalkotási szempontból szükség volt a devizatörvény mihamarabbi módosítására. Az Országgyűlés 2001. december 11-én fogadta el a "a devizakorlátozások megszüntetéséről, valamint egyes kapcsolódó törvények módosításáról" szóló törvényt, ami 2002. január 1-én lépett hatályba. Ezzel egyidejűleg a devizáról szóló 1995. évi XCV. törvény, valamint az annak módosításáról szóló 1997. évi CXLVII. törvény hatályát veszítette.

Az új törvény

- legfontosabb - un. "safeguard" - szabályként jogi alapot teremt a kormány számára, hogy az MNB javaslata alapján, gazdasági és pénzügyi nehézségek esetén (a devizatartalékok nagymértékű csökkenése, különösen, ha ez veszélyezteti a rövidtávú kötelezettségek teljesítését, illetve a nehézségek alkalmasak a magyar gazdaság működésének veszélyeztetésére) a nemzetközi fizetési forgalmat legfeljebb hat hónapra - az Országgyűlés utólagos tájékoztatása mellett - korlátozza; e korlátozások a természetes személyek számláira nem terjedhetnek ki;
- megerősíti, hogy Magyarország törvényes fizetőeszköze a forint, azt elfogadni belföldön fizetés teljesítéseként mindenki számára kötelező;
- előírja, hogy az állammal szembeni fizetési kötelezettségek, továbbá más hatóságok, vagy a

bíróságok által megállapított fizetési kötelezettség csak forintban teljesíthető;

- pozitív szabályként kimondja, hogy devizával, valutával, belföldi fizetőeszközzel végzett jogügyletek és cselekmények szabadon végezhetők;
- megtart néhány olyan értelmező rendelkezést (pl. a devizakülföldi, devizabelföldi fogalmát), amely a jogalkalmazást, -értelmezést elősegíti, illetve más jogszabályba még nem, vagy nehezen illeszthető be;
- számos, a devizajogra közvetlenül hivatkozó törvényt illetve törvényi szakaszokat hatályon kívül helyez vagy módosít.

Az új törvény keretében módosították a kárpótlásról szóló törvényt, a külföldiek magyarországi befektetéseiről szóló törvényt, a büntetőtörvénykönyvet és a szabálysértésekről szóló törvényt, a jegybanktörvényt, valamint

a pénzmosás megelőzéséről és megakadályozásáról szóló törvényt is.

A hitelintézeti törvényben módosították a pénzváltás fogalmát (a belkereskedelemben a valutáért történő értékesítés – valuta elfogadása és forintban vagy valutában történő visszaadás – nem tekinthető pénzváltásnak), valamint a pénzváltási tevékenység engedélyezési és ellenőrzési rendjét (a pénzváltási tevékenység engedélyezése 2002. január 1-jétől, a helyszíni ellenőrzés egy évvel később, az MNB-től a PSZÁF hatáskörébe kerül át).

A forint teljes konvertibilitásával lényegesen leegyszerűsödtek a hitelintézetekre, pénzügyi vállalkozásokra vonatkozó 15/1995. (PK. 18.) MNB rendelkezés előírásai is. Lényegében csak néhány pénzforgalmi és adatszolgáltatással összefüggő, valamint az árfolyamjegyzésre vonatkozó szabály maradt átmenetileg még fenn.

MŰKÖDÉSI KOCKÁZATOK KEZELÉSE A MAGYAR BANKRENDSZERBEN

Bevezetés

A Magyar Nemzeti Bank a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása érdekében folyamatosan figyelemmel kíséri a bankrendszer kockázati kitettségének alakulását. Ennek érdekében indítottuk el a bankrendszerben lévő egyes kockázattípusokat áttekintő tanulmány-sorozatunkat, amelynek legújabb elemeként a bankrendszer működési kockázat-tudatosságáról, kockázatkezeléséről szóló összeállítás készült el. Jelen tanulmány a teljes összeállításnak csak a kivonatát tartalmazza, amelyben a működési kockázat nemzetközi szabályozásának bemutatásától eltekintünk, és alapvetően a magyar bankok kockázatkezelési gyakorlatát mutatjuk be.

A témát aktuálissá teszi, hogy a pénzügyi közvetítő rendszerben az utóbbi években megfigyelhető fejlemények - elektronikus kereskedelem kialakulása, folyamatok automatizálása, globalizáció, fokozódó verseny, összeolvadások, felvásárlások, outsourcing elterjedése - jelentős mértékben megnövelték a működési kockázatokat.

A működési kockázatkezelés szükségességének felismerését, a kockázat-tudatosság fejlődését nagymértékben elősegítették a tulajdonosok növekvő elvárásai, illetve a *vállalatkormányzás* (Corporate Governance) gyakorlatának elterjedése mellett azok a nagy publicitást kapó, hatalmas összegű működési eredetű veszteségek, amelyeket az elmúlt években a pénzintézetek elszenvedtek. Ugyanakkor a működési kockázatkezelés fejlődésére vélhetően a legnagyobb kényszerítő erőt a szabályozó hatóságok tervezett előírásai jelentik.

A Bázeli Bizottság szembesülve a működési kockázatkezelés szükségességével, az 1999-ben meghirdetett Új Tőkeegyezményben a működési kockázatokat már kiemeli az egyéb kockázatok közül és külön tőkekövetelményt ír elő utána. A működési kockázatok fedezéséhez szükséges tőke meghatározásához különböző fejlettségi szintű módszereket alakítottak ki, amelyekhez eltérő színvonalú kockázatkezelési normák, mérési technikák, illetve veszteség-adatbázis kialakítása tartozik. Emellett legalább ilyen fontos, hogy a kockázatok azonosítására, mérésére és a kockázatkezelés helyes gyakorlatára a Bázeli Bizottság irányelveket határozott meg.

Annak ellenére, hogy a működési kockázatok fedezésére szolgáló tőkekövetelmény meghatározásának pontos eljárásai még nincsenek véglegesítve, nem lehet két-

séges, hogy már a belátható jövőben a működési kockázatokra tőkét kell majd allokálni. A Bázeli Bizottság a jelenlegi elképzelések szerint 2002-ben elkészíti az ajánlások végső verzióját, amelyet 2005-től vezetnének be.

Az ajánlások elfogadását követően azokat azonnal átültetik az unió belső szabályozásába, és Magyarország uniós csatlakozását követően automatikusan érvényessé válnának a magyar pénzintézetekre is. Ugyanakkor az új tagok felvételének esetleges elhúzódása esetén sem valószínű a működési kockázatot fedező tőkekövetelmény magyarországi bevezetésének elhalasztása, mivel a jogharmonizációs folyamat keretében azt vélhetően már korábban átvennénk.

A működési kockázatok fedezéséhez szükséges szabályozói tőke számításához használható három, különböző fejlettségi szintet jelentő módszer közül a Bázeli Bizottság csupán a legegyszerűbb (Alapvető mutató módszere) esetében adta meg - a nemzetközi bankok adataiból származtatva - a várható tőkekövetelményt, ami a jelenlegi elképzelések szerint a bruttó jövedelem 17-20%-a lenne.

Ennek a módszernek magyarországi alkalmazása azonban lényegesen magasabb tőkekövetelményt támasztana a hazai bankokkal szemben, mint amit a Bázeli Bizottság eredetileg a működési kockázatokra allokálni kívánt. Figyelembe véve ugyanakkor azt, hogy a magyar bankrendszer tőkemegfelelése lényegesen meghaladja a minimálisan szükséges mértéket, az előzetesen kalkulált tőkekövetelmény bőségesen rendelkezésre áll a bankrendszerben.

A MAGYARORSZÁGI BANKOK MŰKÖDÉSI KOCKÁZATKEZELÉSI GYAKORLATA

A magyarországi bankok működési kockázatkezelési tudatosságát, kockázatkezelési gyakorlatát kérdőíves felmérés alapján térképeztük fel.

A kérdőívet 40 bank részére küldtük meg, közülük 29 küldte vissza a választ. A mérlegfőösszeg szerinti piaci részesedés alapján a választ adók a szektor 83%-át képviselik, a piacon meghatározó súlyú bankok mindegyike szerepel a felmérésben.

Hangsúlyozni szeretnénk, hogy a tanulmányban ismertetett magyar működési kockázatkezelési gyakorlat a 2001. harmadik negyedévi állapotot tükrözi. Figyelembe véve azonban, hogy ez a terület nemzetközi szinten is folyamatosan fejlődik, emellett Magyarországon is már

önálló konferenciák foglalkoznak e témával, feltételezhető, hogy a bankok egy részénél már további előrehaladás történt a működési kockázatok feltérképezésében és kezelésében.

A választ adó bankok közül mindössze 5 állította azt, hogy rendelkezik működési kockázatkezelési gyakorlattal. Döntő hányaduk saját véleményük szerint nem rendelkezik működési kockázatkezelési rendszerrel, míg 3 bank nem sorolta magát egyik kategóriába sem, ugyanis álláspontjuk szerint egy átmeneti állapotot képviselnek.

A válaszok értékelése során arra a következtetésre jutottunk, hogy - a válaszok és a nemzetközi összehasonlítás alapján - az általunk alkotott kép eltér a bankok önmagukról vallott véleményétől abban a kérdésben, hogy rendelkeznek-e vagy sem működési kockázatkezelési gyakorlattal. Véleményünk szerint mindössze 1 bank gyakorlata mondható viszonylag fejlettnak, emellett 8 bank kockázatkezelési gyakorlata inkább kezdeti stádiumba sorolható. A fennmaradó 20 bank válaszából arra lehet következtetni, hogy egyáltalán nem rendelkeznek a működési kockázatkezelésnek azon ismerveivel, amelyek alapján valamilyen szintű kockázatkezelési gyakorlatról beszélhetünk.

A bankszektor egészét tekintve levonható az a következtetés, hogy a működési kockázatkezelési terület a - méretük és piaci részesedésük alapján - meghatározó súlyt képviselő bankoknál a legfejlettebb, bár ez a fejlettségi szint még jelentős mértékben elmarad a nemzetközi szinttől, hiszen ezen bankok többsége is még csak a kezdeti lépéseket tette meg a működési kockázatok szisztematikus feltérképezésében és kezelésében.

A működési kockázat fogalmának meghatározása

A működési kockázatok definíciója folyamatosan változik, illetve a témával foglalkozó nemzetközi irodalomban sincs konszenzus arról, mi is tekinthető működési kockázatnak. Ezt támasztja alá, hogy a Bázeli Bizottság a 2001 szeptemberében megjelent újabb munkaanyagában módosította az alapdefiníciót.

Figyelembe véve a definícióval kapcsolatos bizonytalanságokat, megállapítható, hogy néhány szélsőségtől eltekintve a bankok többsége jól körülhatárolta a működési kockázatok körét. Egy részük (9 bank) a Bázeli Bizottság által kiadott meghatározásban felsorolt négy okból - emberi tényező, folyamatok, rendszerek, külső tényezők - felmerülő működési kockázatot ismeri és fogadja el, míg a bankok nagyobbik része szintén a Bázeli Bizottság által kiadott definícióhoz közelít, de meghatározásuk nem fedi le teljes körűen azt.

Néhány banknál a definícióban felsorolt kockázati tényezők és a kérdőív további kérdéseire adott válaszokban szereplő működési kockázatok köre között eltéréseket tapasztaltunk, vagyis a bankok egy része nem következetesen sorolta mindig ugyanazon elemeket a működési kockázatok közé.

Ezeket az ellentmondásokat elsősorban a kisebb, illetve középbankok körében tapasztaltuk, a bankszektor-

ban meghatározó súlyt képviselő bankok közül két bank válaszában lehetett megfigyelni hasonló következtetlenséget.

Összességében megállapítható, hogy a bankok általános alapismeretekkel rendelkeznek arról, hogy milyen területek mentén körvonalazódik a működési kockázatkezelés (legalábbis a definíció szintjén ismerik a működési kockázatokot), ugyanakkor mélyebb, a működési kockázatkezelési tevékenység megszervezéséhez és elindításához szükséges tudás nem áll rendelkezésükre.

A működési kockázatok azonosítása és szervezeti keretei

A piaci, hitelezési és működési kockázatok elhatárolása

A bankok alapvetően egyetértettek abban, hogy szoros kapcsolat áll fenn a működési, a hitelezési és a piaci kockázatok között, az átfedések miatt az egyes kockázattípusok nehezen választhatók el egymástól.

A három kockázat típus egymáshoz viszonyított súlyát, fontosságát illetően azonban jelentős mértékben megoszlik a bankok véleménye. A rangsorolásra vállalkozó bankok többsége szerint a hitelezési kockázatok jelentősége a legnagyobb a banki kockázatok között. A működési kockázatok mindössze három bank rangsorolta első helyre, de a legtöbb bank a második legjelentősebb kockázattípusnak minősítette. A működési kockázat konkrét súlyarányát illetően igen nagy a szórás, s az értékek 10-60% között mozognak.

A működési kockázatok beazonosítása során az egyik fontos lépés a működési, hitelezési és piaci kockázatok közötti kapcsolatok, kölcsönhatások és átfedések tisztázása. A bankok által adott válaszok, illetve ismertetett példák azt tükrözik, hogy fő vonalakban már felismerték a három kockázat típus közötti határokat és összefüggéseket, de az árnyaltabb kép kialakításához további ismeretek szükségesek. Erre utal az is, hogy viszonylag kevés bank vállalkozott arra, hogy megpróbálja számszerűsíteni a működési kockázatok súlyát a banki összes kockázaton belül.

A működési kockázat részelemeinek azonosítása

A bankok által bemutatott, működési kockázatkezeléssel foglalkozó területek igen szerteágazóak. Ez részben azzal indokolható, hogy a működési kockázatok típusa többféle és hatékony, operatív kezelésük az adott működési területet ismerő szakterület által valósítható meg.

Jelenleg az alábbi, egymástól elkülönült banki területek érintettek a működési kockázat egyes részelemeinek kezelésében:

- **Belső ellenőrzési rendszer**

Szinte valamennyi bank úgy ítélte meg, hogy ennek a területnek van elsődleges szerepe a működési kockázatok feltárásában és kezelésében. Elsősorban a külföldi tulajdonosi háttérű ban-

koknál tapasztalható, hogy az önálló, független belső ellenőrzési szakterület vizsgálatainál a kockázati szempontok (többek között a működési kockázat) is megjelennek. Ennek alapján az egyes tevékenységek kockázati kitettségét mérik és rangsorolják, és az ellenőrzés gyakorisága attól függ, mennyire magas az adott terület tevékenységének kockázata.

Ugyanakkor a belső ellenőrzésnek nem feladata a működési kockázatok szisztematikus gyűjtése, nyilvántartása, elemzése és rendszeres figyelemmel kísérése, valamint a feltárt kockázatok kezelésére vonatkozó egységes módszertan kidolgozása, és a szakterületek kockázatkezelésének koordinálása, tehát ez a tevékenység nem helyettesíti teljes egészében a működési kockázatkezelési szakterület feladatait.

- **IT/ számítástechnikai terület**

A bankok döntő hányadánál megjelenik az információ-technológiáért felelős terület, amelynek feladata a rendszerbeli (vagy technológiai) kockázatok csökkentése, a számítástechnikai rendszerek folyamatos és biztonságos működésének biztosításával. Emellett még támogatást nyújt az emberi hibákból és a folyamatbeli problémákból adódó kockázatok csökkentéséhez, ugyanis az ügyviteli folyamatokat támogató, illetve a nyilvántartást végző szoftverek fejlesztésekor a különösen kockázatos ügyviteli pontokon ellenőrzési mechanizmusokat építenek be a rendszerekbe (kétpontos vagy hárompontos tranzakciók, műveletek, ellenőrző listák, figyelmeztető jelzések stb.).

- **Bankbiztonsági és banküzemeltetési terület**

A külső tényezőkből eredő kockázatok egy részének csökkentéséért és megfelelő kezeléséért (pl. csalás, jogtalan visszaélés, katasztrófa stb.) a közép- és kisbankok egy jelentős részénél ez a terület a felelős.

- **Jogi szakterület**

Az üzleti partnerekkel, harmadik személlyel kötött szerződésekből eredő veszteségek, illetve a jogszabályváltozások nem megfelelő követése miatti veszteségek elkerülése vagy csökkentése a feladata néhány banknál.

- **Folyamatszervezési és szabályozási terület**

A bankok egy része fontos szerepet tulajdonít ennek a területnek, amely a működési kockázatok csökkentése érdekében, az ügyviteli folyamatok kritikus pontjainál a folyamatba ellenőrzési pontokat épít be, a folyamatok szabályozása során figyelemmel kíséri azok összhangját, a kompetenciák szabályozásakor pedig szem előtt tartja a döntési hatáskörök megfelelő elhatárolását, illetve a felelősségvállalás megfelelő számonkérésének lehetőségét.

A bankok döntő hányada jelenleg még a működési kockázatok kezelésén azt érti, hogy a banküzem során

felmerülő problémákat, hiányosságokat, hibákat az egyes szervezeti egységek önmagukban, vagy más szervezeti egységekkel együttműködve megpróbálják elhárítani, illetve a jövőre vonatkozóan igyekeznek olyan ellenőrzési pontokat, szabályozási korlátokat (üzletmenet folytonossági terv, bankbiztonsági szabályzat, folyamatszabályozási kézikönyv stb.) beépíteni, amelyek megakadályozhatják a probléma megismétlődését.

Egyre világosabban körvonalazódik annak szükségessége, hogy a felső vezetői szinthez alárendelt központi szervezet alakuljon, amely felelős a működési kockázatokból eredő veszteségek feltérképezéséért és nyilvántartásáért, a működési kockázatok valószínűségének és mértékének méréséért és folyamatos figyelemmel kíséréseért, a kockázatkezelési és minimalizálási módszertan kidolgozásáért, a szakterületek kockázatkezelési tevékenységének koordinálásáért és ellenőrzéséért.

E szervezet rendszeres beszámolási kötelezettséggel tartozik a bank menedzsmentje számára a működési kockázatok mértékéről és változásáról.

A működési kockázatkezelés jelenlegi szervezeti keretei

A meghatározó piaci szereplők közül a felmérés időpontjáig mindössze négy banknál alakult meg elkülönült, a működési kockázatkezelésért felelős szervezeti egység. Figyelembe véve e bankok méretét, szervezeti felépítésének bonyolultságát, szükségszerűnek tekinthető, hogy ők ismerték fel először a központi koordináló szervezet kiépítésének fontosságát.

A másik csoportba tartoznak azok a nagybankok, amelyeknél a működési kockázatok kezelése hagyományos szervezeti keretek között történik. Eszerint minden banki szervezeti egység, a belső ellenőrzési rendszer, illetve az egyes kockázati típusok szerint (emberi, folyamatbeli, rendszerbeli és külső kockázatok) kijelölt központi terület feladata a tevékenységéhez tartozó működési kockázatok kezelése. Ezeknél a bankoknál a működési kockázatkezelés egységes koordinálása jelenleg még nem alakult ki.

E banki körben két hitelintézet tervezi, hogy a közeljövőben létrehoz egy elkülönült működési kockázatkezelési területet.

A felmérésben résztvevő közép- és kisbankok egyikénél sincs központi működési kockázatkezelést koordináló egység. Ugyanakkor a külföldi tulajdonosi háttérrel rendelkező közép- és kisbankok egy jelentős hányadánál már voltak vagy jelenleg is folynak, illetve a közeljövőben terveznek a működési kockázatokot érintő projekteket. A beazonosított működési kockázatokot azonban továbbra is a hagyományos eszközökkel (belső ellenőrzési rendszer, folyamatszabályozás, bankbiztonsági szabályzatok, üzletmenet folytonossági terv) fogják kezelni.

A külföldi tulajdonosi háttérrel nem rendelkező bankok közül mindössze kettő tervezi rövid időn belül a működési kockázatok szisztematikus felmérését. A többi bank a hagyományos működési kockázatkezelési

módszereken kívül nem tervezi (vagy csak hosszabb távon) a működési kockázatok felmérésére és kezelésére vonatkozó módszerek fejlesztését.

A szervezeti keretek kapcsán ki kell még térni arra a kérdésre is, hogy a működési kockázatok kezeléséért felelős szervezeti egység milyen helyet foglal el a bank egészén belül, kinek és milyen rendszerességgel tartozik beszámolási kötelezettséggel.

Azon bankok esetében, ahol külön szervezeti egység felelős a működési kockázatkezelésért, általában a felsővezetői (vezérigazgató, kockázatkezelésért felelős vezérigazgató-helyettes) szintek egyikének tartoznak beszámolási kötelezettséggel. Ezek az önálló működési kockázatkezelésért felelős egységek részt vesznek a számítástechnikai rendszerek fejlesztésének, a folyamatok szabályozásának és az új termékek fejlesztésének eljárásaiban, kockázati szempontból véleményezik az ezekre vonatkozó utasításokat, terveket, javaslatokat, előterjesztéseket, sőt egyes bankoknál az előterjesztéseknek részét képezi a működési kockázatkezelési terület értékelése és javaslatai.

Ezeknél a bankoknál a működési kockázatokról szóló beszámolók jellemzően a vezetői információs rendszer részét képezik, s emellett a bank igazgatósága vagy felügyelő bizottsága (külföldi tulajdonos esetén az anyabank megfelelő szervezeti egysége) is tájékoztatást kap a működési kockázatok alakulásáról. A gyakoriságról a bankok különbözőképpen nyilatkoztak (a napi adatszolgáltatástól az éves adatszolgáltatásig terjedő intervallumban) attól függően, hogy milyen típusú működési kockázatra vonatkozik a jelentés.

Azoknál a bankoknál, ahol nincs működési kockázatkezeléssel foglalkozó elkülönült szervezeti egység, általában a belső ellenőrzés jelentéseiből értesülnek a vezetői testületek, az FB és az Igazgatóság (külföldi tulajdonos esetén az anyabank) a működési kockázatok egy részéről.

A belső ellenőrzési jelentések működési kockázati megközelítése azonban nagyban függ attól, hogy a belső ellenőrzési szakterület mennyire fordít kiemelt figyelmet a kockázati szempontú ellenőrzésnek. (Amint már korábban említettük, vannak olyan bankok, ahol egyre inkább erősítik a kockázati szempontú belső ellenőrzést.) Ezek a beszámolók azonban nem jelentenek teljeskörűséget a működési kockázatok feltárása területén, inkább csak arra adhatnak iránymutatást, hogy működési kockázati kitettség szempontjából melyek a fokozottan figyelmet érdemlő tevékenységek, folyamatok, szervezeti egységek, amelyeket ezért gyakrabban kell ellenőrizni, illetve kiemelten figyelemmel kísérni.

A működési kockázatok szisztematikus feltérképezése és mérése

A működési kockázatok felmérése

A működési kockázatok feltérképezéséhez a bankok többsége a banküzemi folyamatokat elemzi, az egyes folyamatokon belül a legkritikusabb pontok be-

azonosításával. A kritikus pontok meghatározásához szükség van előre meghatározott mérőszámokra, amelyekkel az adott folyamatok kockázati kitettségét lehet mérni. A mérőszámokat az egyes folyamatok jellemzői alapján alakítják ki. Ilyen mérőszámok lehetnek például a tranzakciószám és átlagos érték, kezelt eszközérték, tevékenység stabilitása, tevékenység függőségei és más rendszerekre, folyamatokra gyakorolt hatása, a folyamat informatikai támogatottságának mértéke, jellege, inputok, outputok standardizálhatósága, korábbi veszteségek, hibák, ügyfélpanaszok előfordulása.

Az üzletmenet-folytonossági terv csak az első (bár igen fontos) lépés az egyes folyamatok működési kockázatainak feltérképezése során. A feltárt kockázatok enyhítése vagy megszüntetése érdekében ugyanakkor az üzletmenet-folytonossági terv elkészítését követően is folyamatosan nyomon kell követni a kockázatok alakulását, illetve a körülmények és az egyes üzleti folyamatok változásának figyelembevételével rendszeresen értékelni kell az újonnan megjelenő kockázatokat. A kockázatok figyelemmel kísérése mellett fontos szerepe van a működési kockázatok, illetve a működésből származó veszteségek szisztematikus és előre meghatározott módszerek szerinti gyűjtésének, amiből a későbbiekben adatbázist lehet kialakítani.

A magyar kereskedelmi bankok által alkalmazott mérési módszerek elsősorban arra nyújtanak lehetőséget, hogy rangsorolni lehessen a működési kockázati kitettség szempontjából az egyes tevékenységeket, és meg lehessen határozni, hogy relatíve melyik terület a kockázatosabb, melyik tevékenység kevésbé kockázatos. A jövőbeni veszteség valószínűségének és várható mértékének prognosztizálásához azonban szükség van a működésből származó, múltban elszenvedett veszteségadatokra.

Veszteségadatok gyűjtése

A nemzetközi gyakorlatban már megjelentek a bankszektorra vonatkozó, működési veszteségeket nyilvántartó adatbázisok, valamint néhány bank is elkezdett saját belső adatbázist létrehozni. Az ilyen jellegű adatbázisok kialakításánál hátráltató tényező, hogy nehéz pontosan meghatározni, mi számít és milyen mértékben működési veszteségnek. Emellett az adatbázisban tárolt adatok használhatósága érdekében teljes körűsége kell törekedni, ami egy ilyen szerteágazó terület esetében szintén nehézségeket jelent. Az adatbázis kialakítását megelőzően pontosan meg kell határozni, hogy milyen típusú veszteségek nyilvántartását kell vezetni, s ezekről a veszteségekről milyen adatokat kell összegyűjteni. Az adatbázis-hoz szükséges adatok gyűjtése igen sok és aprólékos munkával jár, s emellett idő- és költségigényes, ugyanis csak kellően hosszú időtávban rendelkezésre álló historikus adatsorokból lehet megfelelő következtetéseket levonni.

A válaszokból az a következtetés vonható le, hogy a magyar bankrendszerben még nem kezdődött el a működési veszteségadatok gyűjtése és nyilvántartása. Két

bank kivételével a bankok nem rendelkeznek a működési kockázatokat érintő belső adatbázissal.

A veszteségadatok gyűjtését illetően a bankok döntő hányada a jövőben sem tervezte adatbázis kialakítását. Az erre irányuló szándék hiányát indokolja egyrészt az adatbázis kialakításának igen magas erőforrásigénye, másrészt az a vélemény, hogy historikus adatok alapján igen nehezen jelezhetőek előre a működési veszteségek. Azokra a kockázatokra ugyanis, amelyek már materializálódtak, minden életképes rendszer kialakít valamilyen megelőzési technikát, miközben az előfordulások típusai és azok hatásai folyamatosan változnak, ezért nem jelezhetőek előre. Ezen álláspont szerint a legveszélyesebbek a kis gyakorisággal előforduló nagy egyedi veszteségekkel járó események, amelyekkel kapcsolatban viszont a korábbi előfordulások nem adnak iránymutatást, sem azok természetét, sem azok nagyságrendjét illetően.

A nemzetközi gyakorlat azt mutatja, hogy a bankok összefogása és együttműködése révén létrehozható bankrendszeri szinten egy működési veszteségekre vonatkozó adatbázis, amelynek összesített és az egyedi bankspecifikus információktól megszürt információit minden adatszolgáltató bank lekérdezheti és hasznosíthatja.

Ezt a gondolatot támogatja néhány magyarországi bank is, miszerint a teljes bankrendszer szintjén létrehozott adatbázisból kiindulva jobb közelítéssel lehetne előre jelezni a várható veszteségeket.

Tekintettel arra, hogy a veszteség-adatbázisok felállítása csak egy kezdeti lépés, és a működési kockázatok mértékére vonatkozó becslések csak 3-5 éves időtartamra visszamenőleg rendelkezésre álló historikus idősorok alapján lehetnek megalapozottak, ezért a veszteség-adatbázisok felállításától való vonakodás a magyar bankszektor működési kockázatkezelési tevékenységének legneuralgikusabb pontja. A jelenlegi helyzet ugyanis azt mutatja, hogy még több mint 3-5 évet kell várni arra, hogy a magyar kereskedelmi bankok jelentős hányadánál tényleges működési kockázatkezelésről lehessen beszélni.

A működési kockázatok kezelését és csökkentését támogató eszközök és eljárások

A banküzemi folyamatok szabályozását és ellenőrzését illetően a bankok véleménye megegyezik abban, hogy a legfontosabb kockázatkezelő és -csökkentő technika a hatékony belső ellenőrzési rendszer kialakítása és ezen belül a munkafolyamatba épített kontrollok, amihez szorosan kapcsolódik a megfelelő folyamatszabályozás, a folyamatok eredményességének rendszeres ellenőrzése és mérése, valamint a folyamatok tervszerű újraértékelése és újraszabályozása a körülmények változásának megfelelően.

A bankok döntő hányada rendelkezik **üzletmenet-folytonossági tervvel**, hiszen annak elkészítése a 2000. évi évszámváltás miatt az információ-technológiára vonatkozóan minden bank számára előírás volt. Nincs azonban részletes információnk arról, hogy az akkor elkészített előírások mennyire aktualizáltak illetve, hogy a mű-

ködés folyamatosságát biztosító módszerek, rendszerek és technikák mennyire fejlettek, szofisztikáltak. Ezek a tényezők ugyanakkor jelentős mértékben befolyásolják a működésből eredő kockázatok kezelésének és optimalizálásának eredményességét és hatékonyságát.

Működési kockázati limitek meghatározásáról két bank adott tájékoztatást, egy bank pedig a bevezetés alatt álló limitrendszer ismertette. Mindhárom bank a folyamatok mérése kapcsán határoz meg minimum-követelményeket (küszöbértékeket, célértékeket). Ha az adott folyamat mérésére meghatározott mutatók elérik ezeket az értékeket, az azt jelenti, hogy a folyamat eltért a bank előírásai alapján meghatározott pályáról, ezért valamilyen beavatkozás szükséges annak érdekében, hogy a folyamatot visszatereljük az előírt pályára. Ezen limitek mellett, hogy meghatározzák az egyes folyamatok kívánt pályán tartását, folyamatos mérést és visszacsatolást is jelentenek a megfigyelt rendszerekről, tevékenységekről.

Mindössze három - a piacon meghatározó súlyt képviselő bankok csoportjába tartozó - bank rendelkezik olyan **biztosítási** formával, amely közelít a nemzetközi szinten már elérhető, a működési kockázatok egy részét fedező biztosítási formához. Ezek a biztosítási formák amellelt, hogy fedezetet nyújtanak a hagyományosnak mondható, külső kockázatokból (lopás, csalás, vagyoni kár, szoftverhibák) eredő veszteségekre, kiterjednek a vezető tisztségviselők által elkövetett hibákból származó veszteségekre, illetve más szakmai hibákból bekövetkezett veszteségekre is. A speciálisan működési kockázatokra kötött biztosítási kötvényt komplexitása mellett az is megkülönbözteti a hagyományos biztosítási formáktól, hogy míg utóbbiaknál viszonylag hosszú az átfutási idő a kár bekövetkezése és a kárkifizetés között, addig a működési kockázatokra vonatkozó biztosításoknál a biztosító vállalja, hogy viszonylag rövid idő alatt likviditást biztosít a károk fedezésére.

Főként a kisebb, külföldi tulajdonosi háttérrel rendelkező bankok esetében elképzelhető, hogy az anyabanknak van biztosítása a működési kockázatokra, csak a magyarországi leánybank vezetésének nincs erről információja, mert ezt a biztosítást az anyabanknál kezelik.

A bankok döntő részének válaszából azt a következtetést lehet levonni, hogy nincs elegendő információjuk a működési kockázatok bankon belül nem diverzifikálható részére köthető biztosítási formáról, illetve nem ismerték fel ezen biztosítások jelentőségét. Emellett problémát jelent a kisebb bankok számára az is, hogy ezek a biztosítási formák igen költségesek és Magyarországon még kevésbé elérhetőek.

A működési kockázatkezelés stratégiája és szabályozása

A működési kockázatok azonosításának, mérésének és kezelésének előzőekben ismertetett folyamatát és módszertanát feltétlenül szükséges előre meghatározott célok és alapelvek mentén szabályozni. A működési kockázatkezelésre vonatkozó szabályzatnak tartalmaznia kell:

- a működési kockázatok feltérképezésének, összegyűjtésének és folyamatos figyelemmel kísérésének folyamatát, megjelölve a tevékenységért felelős területeket,
- a működési veszteség-adatbázis kialakításának módszertanát, és értékelésére vonatkozó eljárásokat,
- a beazonosított, összegyűjtött és csoportosított működési kockázatok mérésére vonatkozó módszereket,
- azokat az irányelveket, és eljárásokat, amelyek támpontot jelentenek a szakterületek számára a feltárt működési kockázatok kezelésére, figyelemmel kísérésére és csökkentésére vonatkozóan,
- azokat az információkat, amelyeket a működési kockázatok kezelésének koordinálásáért felelős terület kér be a szakterületektől rendszeres adat-szolgáltatás keretében, és
- azokat a jelentéseket, amelyekben a koordinálási terület beszámol a bank menedzsmentje számára a működési kockázatok alakulásáról, illetve az elszenvedett működési veszteségekről.

A szabályozási kérdések kapcsán ki kell térni a működési kockázatkezelési stratégiára, ugyanis az átfogó és egységes szabályozás alapeleme a jól megfogalmazott célkitűzés, és az ennek érdekében végzett tevékenység alapelveinek és sarokpontjainak meghatározása. A bankok által leírt gyakorlati tapasztalatok azt mutatják, hogy a stratégia megfogalmazásához mindenképpen szükséges a működési kockázatkezelés megfelelő mélységű ismerete, valamint a bank működési kockázatainak, illetve kockázati kitettségének áttekintése.

Ezt támasztja alá, illetve a magyar bankok működési kockázatkezelés terén tapasztalható kezdeti lépéseit igazolja, hogy csupán két banknak van írásban lefektetett működési kockázatkezelési stratégiája. Figyelembe véve, hogy a bankok többsége még a működési kockázatkezelés kialakításának kezdeti fázisában van, s a szabályozói háttér részéről is még csak alakulóban vannak a tevékenység alapelveit és módszertanát lefektető előírások, ezért a stratégia hiánya véleményünk szerint elfogadható.

A jövőre nézve ugyanakkor ki kell emelni, hogy jól átgondolt és a bank működési kockázati kitettségének megfelelő stratégia kialakítása alapvető feltétel a megfelelő szabályozási háttér kialakításához, illetve a tevékenység hatékony folytatásához.

A működési kockázatkezelési tevékenység jelenlegi fejlettségi szintjén elfogadható, hogy a stratégia mellett a kockázatkezelésre vonatkozó egységes és átfogó szabályozás is hiányzik.

Ugyanakkor a bankok döntő hányada elkészítette a működési kockázatok egyes típusainak kezelésére vonatkozó szabályzatait, mint például, üzletmenet-folytonossági terv, bankbiztonsági szabályzat, katasztrófaterv, folyamatszabályozási kézikönyv. Ezek az előírások fontos szerepet játszanak a működési kockázatok egyes típusainak kezelése során.

A bankok által felsorolt szabályozások elsősorban a bank működésének folyamatosságát szolgálják, illetve a bekövetkező váratlan helyzetekben a veszteségek enyhítése érdekében megteendő lépésekre térnek ki, de csupán a működési kockázatok egyes típusaira vonatkoznak, és nem nyújtanak átfogó, egységes kezelési módszertant a bank valamennyi területén felmerülő működési kockázatokra vonatkozóan.

A stratégiai kérdésekhez hasonlóan fontos kiemelni az egységes szabályozási háttér fontosságát, amely hatékonyan tudja támogatni a működési kockázatok felmérését, értékelését és optimalizálását.

A működési kockázatkezelési tevékenység bevezetésével kapcsolatos problémák

A kereskedelmi bankok menedzsmentjének működési kockázati tudatossága

A működési kockázatok feltárása, értékelése és kezelése, valamint csökkentése érdekében a kereskedelmi bankok által eddig megtett és a jövőben tervezett lépések alapján azt a következtetést kell levonni, hogy a magyar bankszektorban még csak néhány kereskedelmi bank ismerte fel a működési kockázatkezelés fontosságát.

A bankok többségének menedzsmentje még nem tartja kiemelten fontos területnek a működési kockázatok felmérését és kezelését. Ezt a szemléletmódot magyarázza, hogy egyelőre még a nemzetközi szabályozásban sincsenek részletes és egységes előírások arra vonatkozóan, hogy az általánosan elfogadott definíción belül pontosan melyek azok a kockázatok, amelyek a bank működése során veszteséget okozhatnak, emellett gyerekképben járnak azok a módszerek és matematikai, statisztikai modellek is, amelyek a működési kockázatok felmérésére szolgálnak.

A már kidolgozott elméleti módszerek gyakorlatban történő tesztelését megnehezíti, hogy nem áll rendelkezésre a működési kockázatokból eredő veszteségeket feldolgozó adatbázis, illetve a számításokhoz szükséges kellően hosszú historikus adatsor. Ezek a hiányosságok jelentős mértékben megnehezítik a működési kockázatokból eredő veszteségek beazonosítását és a kockázatkezelésre vonatkozó módszertan kidolgozását.

A válaszokból az a következtetés vonható le, hogy a bankok jelentős része a működésbeli problémák miatt elszenvedett veszteségek esetén nem ismeri fel minden esetben, hogy ezek működési kockázatokból erednek. Problémát jelent emellett a működési kockázatok szerkezetét is, amely miatt a működésbeli problémák kezelését a szakterület feladatának tartják, és nem érzik szükségességét annak, hogy az egységes feltérképezési és kezelési módszerek érdekében a koordinálást egy központi szervezet lássa el.

Nehézségek a működési kockázatok kezelésében

Azok a bankok, amelyek már több-kevesebb tapasztalatot szereztek a működési kockázatkezelés terén egyetértettek abban, hogy a működési kockázatok összetettsége miatt jelentős gondot okoz mérésük és számszerűsítésük, illetve a működési zavar kialakulásában meglévő prioritásnak a meghatározása jelent gondot. Az objektív mérés lehetőségének megteremtése ugyanis jelentős számítástechnikai beruházást, és emberi erőforrást igényel. Emellett nehézséget jelentett, hogy az egyes működési kockázatok precíz prognosztizálása nehezen megoldható, s a hatékony kezelés a banki területek összehangolt együttműködését igényli.

Miért nem tartja szükségesnek a bankok egy része a működési kockázatkezelés fejlesztését?

A működési kockázatkezelés kialakításával eddig egyáltalán nem vagy csak érintőlegesen foglalkozó kisebb bankok úgy vélték, hogy méretükből adódóan szervezeti struktúrájuk és működésük átlátható, ezért nem szükséges, hogy külön terület foglalkozzon a felmerülő működési kockázatokkal.

Néhány bank azért nem érezte szükségesnek kialakítani működési kockázatkezelési rendszerét, mert véleményük szerint a belső ellenőrzés, a folyamatba épített ellenőrzés és az egyes szakterületek eddig a működési kockázattal kapcsolatos problémákat megfelelően tudták kezelni.

A működési kockázatokkal való tudatos foglalkozás hiánya azzal is magyarázható, hogy nem ismerték fel a működésből eredő veszteségeket, illetve beazonosításuk esetén azokat nem ítélték olyan mértékűnek, hogy prioritást kapjon azok elkülönített, szisztematikus kezelése.

Akadályozza emellett a működési kockázatkezelési rendszer kialakítását:

- a téma újszerűsége,
- a megfelelő és elérhető szakirodalom és útmutatás, valamint a kellően letisztult módszertan hiánya,
- a kockázatok mérésének bonyolultsága és
- a kockázatkezelési rendszer kialakításának idő, pénz- és emberi erőforrás igénye.

A felmérés tapasztalatai azt mutatják, hogy az egyre költségérzékenyebbé váló bankok esetében komoly mérlegelést jelent, hogy az eddig elszenvedett veszteségek indokolttá teszik-e egy ilyen költségigényes fejlesztés elkezdését.

Általánosságban elmondható, hogy azok a bankok jutottak előbbre a működési kockázatkezelési rendszerek fejlesztésében, ahol a külföldi tulajdonos, vagy a hazai menedzsment felismerte ennek fontosságát és a felsorolt igen sok akadállyal megbirkózva megpróbálták adaptálni az anyabanknál már alkalmazott rendszert, illetve ennek hiányában a rendelkezésükre álló elméleti

hátter alapján esetleg tanácsadói támogatás igénybevételével kifejleszteni saját rendszerüket.

A működési kockázatkezelés jövőbeni fejlődési irányai

A működési kockázatok jövőbeni alakulása és a működési kockázatkezelési terület fejlődési lehetőségei

A nemzetközi tapasztalatok alapján a működési kockázatkezelés fejlődése az alábbi fázisokra osztható:

1. fázis: Hagyományos megközelítés
 - Folyamatba épített ellenőrzés
 - Támaszkodás a belső ellenőrzésre
 - Elkülönült kockázatcsökkentő eljárások
 - Bizalom az emberek tudásában és a szervezeti kultúrában
2. fázis: Működési kockázati tudatosság kialakulása
 - Működési kockázatokat felügyelő vezető
 - Működési kockázatok definiálása
 - Szabályozás
 - Folyamatok feltérképezése és kockázati szempontú értékelése
 - Kezdeti mutatók
 - Veszteségadatok gyűjtésének elkezdése és az adatok értékelésének kialakítása
 - Top-down típusú tőkeallokálási modell
3. fázis: Monitoring
 - Letisztult elképzelések és célrendszer a működési kockázatok kezelésében
 - Limitrendszer
 - Konszolidált jelentések
 - Működési kockázatokkal foglalkozó szakemberek az egyes üzleti területeken
 - Oktatás
4. fázis: Működési kockázatok számszerűsítése
 - Részletes veszteség-adatbázis
 - Mennyiségi célok beállítása
 - Hatásvizsgálatok
 - Kockázat alapú közgazdasági modellek
 - Funkcionális működési kockázatkezelési bizottság
5. fázis: Teljes integráció
 - Teljes, összefüggő eszközrendszer
 - Kereszkockázat-elemzés
 - A mutatók és veszteségek közötti kapcsolatok számszerűsítése
 - Kockázatokra épülő biztosítás

A nemzetközi felmérések azt mutatják, hogy a nyugat-európai bankok közül is csak a nagyobbak és fejlettebbek jutottak el a 3. vagy a 4. fázisba, a bankok jelentős része inkább a második fázisnál tart.

A magyar felmérés eredményeként azt a következtetés lehet levonni, hogy a magyar bankrendszer csupán néhány tagja sorolható a 2. fázisba, míg a többség a működési kockázatkezelés fejlettségi szintje szerint inkább az első fázisba sorolható. A bankok egy részénél pedig még az első fázisban szereplő feltételek sem állnak rendelkezésre, tehát csak egy kvázi 0. fázisba lehetne besorolni őket. Ennek alapján feltételezhető lenne, hogy szinte minden bank tervez valamilyen lépést a jövőben a működési kockázat kezelése területén. Még inkább erősíti ezt a feltételezést a bankok döntő hányada által osztott vélemény, amely szerint a működési kockázatok növekedni fognak a jövőben, különösen az információ-technológia területén.

Ennek ellenére viszonylag kevés banknak van jól körülhatárolt, konkrét elképzelése arra vonatkozóan, hogy milyen lépéseket kell tenni a működési kockázatok kezelése és csökkentése érdekében. Mindössze hat bank esetében mondható el, hogy a működési kockázatkezelés területén érdemi változtatásokat és fejlesztéseket tervez a közeljövőben.

A bankok egy része elégedett a jelenlegi kockázatkezelési rendszerrel, és csupán a már meglévő tevékenység fejlesztését, aktualizálását tervezik. A bankok többsége vagy egyáltalán nem tervez érdemi fejlesztéseket, vagy nincs világos koncepciója arról, hogyan is kívánja ezt megvalósítani.

A működési kockázatkezelési tevékenység távlati fejlődésének fázisait figyelembe véve megállapítható, hogy ezen a területen még igen sok a tennivaló, nemcsak a hazai bankrendszerben, hanem nemzetközi téren is. Várhatóan pozitív hatással lesz a terület fejlődésére a Bázeli Bizottság e témában megnyilvánuló és egyre aktívabbá váló tevékenysége. Az utóbbi időszakban a tervezett szabályozói változások mellett a működési kockázatok okozta jelentős mértékű veszteségek felszínre kerülése révén egyre gyakrabban irányul a figyelem a működési kockázatkezelési tevékenységre, ami a jelenleg még kevésbé érdeklődő bankok számára is ösztönzést jelent.

A jövőbeni kilátásokat értékelve egyértelműen pozitív fejleménynek tekinthető, hogy a bankszektorban jelentős szerepet játszó bankok nagyobb része felismerte és szükségesnek tartja a működési kockázatkezelési tevékenység közeljövőben történő fejlesztését, és erre vonatkozóan már rendelkezik is valamilyen konkrét koncepcióval és ütemtervvel.

Negatívan befolyásolja az összképet néhány nagybank és a kis- és középbankok döntő hányada, ahol egyelőre nem szerepel a jövőbeni tervek között a működési kockázatkezelés érdemi fejlesztése.

Összefoglaló értékelés

A magyar bankrendszerben meghatározó súlyt képviselő bankok többségénél már tudatosan figyelnek a működési kockázatokra, és a jövőbeni terveik között szerepel a működési kockázatkezelési tevékenység fej-

lesztése. Különösen jellemző ez a külföldi tulajdonosi háttérrel rendelkező nagybankokra, amelyek egy részénél már megtörtént vagy jelenleg van folyamatban az anyabanknál bevezetett rendszer adaptálása.

A közepes és kisebb méretű bankok között lényegesen kevesebb olyan bank található, ahol a működési kockázatkezelés, mint önálló tevékenység megjelenik. Azok a bankok, amelyek lépéseket tettek a terület fejlesztése érdekében, általában –hasonlóan a nagybankokhoz – a külföldi tulajdonos ösztönzésére, illetve az általa alkalmazott módszerek átvételével kezdték el kialakítani kockázatkezelési rendszerüket. A kockázatkezelési tevékenység költségigényessége, valamint a banküzem könnyebb átláthatósága miatt ezeknél a bankoknál a nagybankokhoz viszonyítva kevésbé szofisztikált rendszer kiépítése várható, ugyanakkor a Bázeli Bizottság ajánlásai alapján előre jelezhető, hogy bizonyos szintű elvárásoknak megfelelő kockázatkezelési eljárás kialakítására fel kell készülniük.

A bankrendszer egészét tekintve megállapítható, hogy a működési kockázatkezeléssel foglalkozó bankok gyakorlata szerteágazó és sokszínű, ami részben indokolható a nemzetközi gyakorlatban is csupán jelenleg formálódó egységes módszertannal és szabályozói iránymutatásokkal.

A működési kockázatok feltárása, beazonosítása, mérése és kezelése a bankok egy részénél még az egyes szakterületeken elkülönülten, a bank egészét átfogó egységes koordináció nélkül, valamint nem kellően szisztematikusan és teljes körűen történik, amiben szerepet játszik a kockázatkezelési stratégia, illetve a vonatkozó egységes szabályozás, felelős szervezeti egység hiánya.

Figyelembe kell venni a területen feltárt hiányosságok értékelésénél, hogy a működési kockázatkezelési tevékenység a felmérés óta is folyamatosan, egyre növekvő ütemben fejlődik annak eredményeként, hogy az elmúlt év szeptembere óta a Bázeli Bizottság újabb tanulmányokat publikált e témában és megjelentette a "helyes gyakorlatra" (sound practices) vonatkozó ajánlásait is.

Fontos felhívni a figyelmet arra, hogy a terület fejlesztésére vonatkozó, a szabályozói oldalról megjelenő ösztönzések mellett egyre jelentősebb szerepe van a tulajdonosok elvárásainak, illetve a bank menedzsmentjének, hiszen egyre inkább felismerik a működésből eredő kockázatok kezelésének szükségességét, továbbá emberi és anyagi erőforrásokat is biztosítanak a tevékenység fejlesztésére.

A bankrendszer egészét érintően az egyik legtöbb erőfeszítést várhatóan az adatbázis kialakítása fogja jelenteni, ugyanis jelenleg csak nagyon kevés bank rendelkezik a múltbeli veszteségekre vonatkozó adatbázissal, illetve a feladatot nehezíti, hogy a bankok többségénél hiányzik a működési kockázatok feltérképezésére és összegyűjtésére, valamint nyilvántartására vonatkozó világos és szofisztikált módszertan.

Ezen a téren a felkészülést jelentős mértékben támogatná, ha a bankok között létrejönne az adatok gyűjtésére és nyilvántartására vonatkozó együttműködés, amely révén esetleg csökkenthetőek lennének az adatbázis ki-

építéséhez szükséges erőforrások és a szinergiák kihasználásával hozzá lehetne járulni a terület fejlesztéséhez.

Miután a jelenlegi elképzelések szerint a Bázeli Bizottság 2005-től tervezi bevezetni a működési kockázatokra vonatkozó tőkekövetelmény-előírásokat, és az EU az ajánlások elfogadását követően azokat azonnal átülteti az unió belső szabályozásába, így Magyarország uniós csatlakozását követően az előírások a magyar pénzüzetekre is automatikusan vonatkoznak. Ebből adódóan a magyar bankok számára a legfontosabb feladatok az elkövetkező időszakban az alábbiak:

- Létre kell hozni a működési kockázatkezelés egységes koordinációját biztosító szervezeti egységet – lehetőleg integrálva az egységes kockázatkezelés folyamatába -, amelynek feladata a bankszintű működési kockázatok azonosítása, mérése és tudatos kezelése.
- Fel kell készülni a Bázeli Bizottság által készített, „A működési kockázatok kezelésének helyes gyakorlata” című dokumentumban felállított követelmények adott banknál történő bevezetésére.
- Meg kell kezdeni a működési kockázattal összefüggő veszteségadatok módszeres gyűjtését.