



JELENTÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁSRÓL

2002.
december

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: Antalfy Krisztina
1850 Budapest, Szabadság tér 8-9.
www.mnb.hu

ISSN 1419-2926

TARTALOMJEGYZÉK

A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA	5
I. MAKROGAZDASÁGI MUTATÓK 2002. ŐSZ	9
I. 1 Globális konjunktúra és nemzetközi tőkepiaci folyamatok	9
I. 2 Hazai pénzügyi piacok	12
I. 3 Növekedés és infláció	15
I. 4 Külső egyensúly	18
II. A BANKRENDSZER STABILITÁSA	22
II. 1 Nem pénzügyi vállalatok kockázatai	23
II. 2 Háztartások kockázatai	28
II. 3 A portfólió minősége	31
II. 4 Piaci kockázatok	33
II. 5 A bankszektor likviditása	34
II. 6 A bankok tőkehelyzete, a kockázatok tőkével való fedezettsége	35
II. 7 Jövedelmezőség	38
III. AKTUÁLIS TÉMÁK A STABILITÁSI KÉRDÉSKÖRBŐL	41
III. 1 Stressz tesztek a bankrendszer piaci és hitelkockázatának értékeléséhez	41
III. 2 A pénzügyi vállalkozások lízing- és hitelkihelyezései	43
III. 3 A vállalati szektor jövedelmezősége és stabilitása	45
IV. TANULMÁNYOK	53
IV. 1 Világi Balázs: A folyó fizetési mérleg hiány és a pénzügyi stabilitás összefüggései	53
IV. 2 Kiss Gergely: Lakáspiac és pénzügyi stabilitás – az EU csatlakozás fényében	62
IV. 3 Nagyné Vas Erzsébet: A lakáshitelezés intézményi struktúrái, kockázatai	70
V. ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE	81

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.

A Monetáris Tanács állásfoglalása a pénzügyi stabilitásról

A Monetáris Tanács 2002. december 2-i ülésén megvitatta és publikálásra elfogadta a „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” c. kiadványt. A Jelentés a makrogazdasági környezet és a pénzügyi szektor stabilitási szempontú elemzésén túl két kérdéskörrel foglalkozik részletesebben, a folyó fizetési mérleg fenntarthatóságával valamint a lakáspiac és a lakásfinanszírozás fejlődésének várható tendenciáival. A Jelentés legfontosabb következtetései az alábbiakban foglalhatók össze.

Bizonytalan külső környezet, lassú növekedés, magas nemzetközi tőkepiaci kockázati prémiumok. Gyors javulás nem várható.

A legutóbbi, májusi Jelentés óta megerősödött az a meggyőződés, hogy a világgazdasági fellendülés csak 2003-ban várható. A Magyarország számára legfontosabb külkereskedelmi partnerek, a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) tagországai szintén lassú növekedésre számíthatnak a következő hónapokban. Ez *határt szab a hazai gazdaság növekedési lehetőségeinek*. A globális pénzügyi piacokon a gazdasági lassulás, egyes fejlődő piacok növekvő kockázatai illetve a részvénytőzsdei cégekkel szembeni befektetői bizalom csökkenése miatt alacsony a kockázati étvágy és *magasak a kockázati prémiumok*. A reálgazdaságban, illetve a pénzügyi piacokon tapasztalható folyamatok eredményeként a fejlett, különösen az *európai országok pénzügyi szektorának* kockázati megítélése is némileg romlott.

Magyarország kockázati megítélését a belső egyensúlytalanság növekedése és a konvergenciára vonatkozó várakozások együttesen alakítják.

E kedvezőtlen külső tendenciák mellett a magyar gazdaság kockázati megítélését *ellentétes hatású* folyamatok befolyásolják. A gyors bérkiáramlás és a fiskális lazítás hatására felgyorsuló belföldi keresletnövekedés veszélyezteti a makrogazdasági stabilitást és lassítja a deflációt. A kockázati megítélés változása megmutatkozott a belföldi szuverén adósság kockázati besorolásának romlásában is (Standard and Poor's). Ugyanakkor, a nyár közepe óta ezeket a kedvezőtlen tendenciákat ellensúlyozták azok a fejlemények, amelyek *a gyors uniós csatlakozás* és az ahhoz szükséges *konvergencia* közeli lehetőségé válását valószínűsítették. Ezek közé tartozott a kormány középtávú gazdaságpolitikai programjának megjelenése és az EU csatlakozás menetrendjét és feltételeit meghatározó döntések. Növelte a bizalmat a devizában fennálló szuverén adósság kockázati besorolásának javítása (Moody's). A befektetők a pozitív eseményeket nagyobb súllyal vették figyelembe, ami a kockázati prémium csökkenésében és az árfolyam erősödésében is tükröződött.

A folyó fizetési mérleg hiánya hosszúközéptávon fenntartható

A lakosság nettó pénzügyi megtakarítási hajlandóságának csökkenése és a költségvetés növekvő finanszírozási szükséglete a folyó fizetési mérleghiány növekedését eredményezte. A gazdaság élénkülésével a vállalati szektor finanszírozási szükséglete is

emelkedni fog. Amennyiben a fiskális politika a Középtávú Gazdaságpolitikai Programban meghatározott módon csökkenti az államháztartás finanszírozási igényét, az elkövetkező években a folyó fizetési mérleg deficitje a jelenlegi 5% körüli szinten stabilizálódhat. A GDP átlagosan 4%-os növekedése mellett a folyó fizetési mérleg 5-6% körüli hiánya középtávon fenntartható mértékűnek tekinthető. Ugyanakkor az Európai Unióhoz, majd az euróövezethez való csatlakozás, de már önmagában a konvergencia-folyamat növeli a fenntartható folyó fizetési mérleg hiány szintjét, mivel gyorsabb növekedést tesz lehetővé, miközben az adóságra fizetendő kamatok nagyságát mérsékli.

Jelenleg a legfontosabb kockázati tényezőnek a GMU csatlakozáshoz kötődő pozitív várakozások esetleges megfordulása tekinthető. A konvergenciára játszó szereplők túlzott optimizmusa eredményeként a gazdasági fundamentumoktól elszakadó alacsony kamat és felértékelt árfolyamszint alakulhat ki. A könnyen túlzott pesszimizmusra váltó lelkesedés jelentős árfolyam- és kamatkorrekciót eredményezhet, költséges alkalmazkodásra kényszerítve a hazai szereplőket és a gazdaságpolitikáért felelős hatóságokat egyaránt.

Mivel a kedvező kockázati megítélést elsősorban a GMU csatlakozásra vonatkozó várakozások alakítják, különösen fontos az inflációra és a fiskális politikára vonatkozó csatlakozási feltételek várt ütemben történő teljesítése.

A vállalati szektor pénzügyi stabilitását veszélyezteti, hogy a versenyszektorban a bérdinamika lassú alkalmazkodása növeli a forint reálfelértékelődését. A vállalati jövedelmezőség romlását csak a deflációs pályával és a termelékenység növekedésével összhangban álló bérmegállapodással lehet megakadályozni.

A bankszektor első félévét 2002-ben továbbra is a stabil és jövedelmező működés jellemezte. A dekonjunkturális gazdasági környezetben a vállalati hitelezés növekedési üteme a 2001-et megelőző időszakhoz képest az idei első félévben is mérsékelt maradt. A bankok lakossági piac felé fordulásának, a lakástámogatási rendszer kiszélesítésének, illetve a háztartások jövedelmi pozíciójában bekövetkezett látványos javulásnak köszönhetően azonban a háztartási hitelállomány bővülése továbbra is dinamikus.

A vállalati szektor jövedelmi pozíciója lényegében nem változott az első félév során, azonban eszközeit leértékelte a kereskedelmi célú ingatlanok áresése. A hazai vállalati szektor eladósodottsága továbbra sem kockázatos, annak ellenére, hogy a tőkeáttétel az elmúlt években gyorsan emelkedett, hiszen a finanszírozáson belül még mindig magas a saját tőke szerepe. A vállalati hitelkereslet csökkenése mellett a bankoknak a szektorral szembeni erős elkötelezettségét jelzi, hogy a mérlegstruktúra átrendezésével a mérlegfőösszeg növekedését meghaladóan növelték hiteleiket. A hitelezés a középvállalatok és a támogatott mikrovállalkozások felé az átlagot jóval meghaladóan bővült.

A stabil makrogazdasági környezet megőrzéséhez legfontosabb a nominális konvergencia megvalósulása...

...és a teljesítményekkel összhangban álló bérdinamika.

A bankszektor helyzete továbbra is stabil.

A vállalati szektor eladósodottsága jelenleg nem kockázatos...

...a dekonjunktúra azonban növelheti a hitelezési kockázatokat.

A jövőben, a dekonjunktúra elhúzódása, a feldolgozóipar jövedelmezőségének erőteljes ciklikus romlása, illetve az ingatlanágazatban mutatkozó erőteljes spekulációs nyomás, a természetes fedezetek gyengülése növekvő veszélyforrást jelenthet.

A háztartások jövedelme és eladósodottsága egyaránt növekedett...

A háztartási szektor reáljövedelme jelentősen növekedett 2002. első félévében. A fogyasztás dinamikusabban bővült, a felhalmozási kiadások a lakástámogatási rendszer szélesítése következtében nőttek, így a megtakarítási ráta csökkent. Folytatódott a bankrendszeren kívüli pénzügyi megtakarítások térnyerésének tendenciája is. A háztartások eladósodottsága és kamatterhe is emelkedett, de még mindig elmarad a fejlett országokra jellemző értékektől.

...és folytatódott a magas kockázati felárak mellett megvalósuló lakossági hitelexpanzió.

A lakossági hitelezés több éve tartó egyre dinamikusabb bővülése folytatódott 2002. első félévében. A bankrendszerben a háztartások hitelállománya fél év alatt 25 százalékkal bővült, elsősorban a lakáshitel állomány dinamizmusa következtében. A még mindig telítetlen piac a bankok számára lehetővé teszi meglehetősen magas kockázati felárak alkalmazását, ami – a támogatott lakáshitelek kivételével – jelentős többletterhet jelent a lakosság számára. Ugyanakkor a hitelexpanziót nem követte az ingatlanárak növekedése, ami kedvező az ingatlanpiaci árbuborék kialakulásának kockázata szempontjából.

Rendkívüli növekedés a lakáscélú hitelek állományában.

A 2001-ben bevezetett állami kamattámogatás hatására az ingatlanhitelek kamatai az eurókamatok szintjére csökkentek. Az alacsony kamat a hitelezés gyors növekedését okozta, és középtávon azzal jár, hogy az euró magyarországi bevezetésekor már nem kell kamatcsökkenésből fakadó ugrásszerű lakásár-emelkedéssel számolni. Rövid távon stabilitási szempontból kockázatot az jelenthet, ha egyrészt a háztartások jövedelemvárakozásai nem megalapozottak és kellő tapasztalat híján túlbecsülik adósságvisselők képességüket, másrészt, ha a hitelezés felfutása gyorsabb, mint a banki kockázatkezelési rendszerek fejlesztése, ami a hitelkockázat számottevő növekedését eredményezheti. Hosszabb távon a hosszú futamidejű hitelállomány növekedési ütemének tartós fennmaradása likviditási kockázatot jelenthet a bankrendszer számára. A likviditási kockázat csökkentése csak fokozatosan, az intézményi befektetők térnyerése következtében a hosszú lejáratú források növekedésével, a tőkepiaci kamatok csökkenésével párhuzamosan valósítható meg.

A bankok hitelezési portfóliójának minősége romlott.

A bankok hitelezési portfóliójának minősége romlott a félév folyamán. A bankok minősítési és értékvesztés elszámolási gyakorlata – valószínűleg jövedelmezőségi szempontok miatt – nem alkalmazkodott a jelenlegi nemzetközi és hazai gazdasági kilátásokhoz, valamint nem vette figyelembe, hogy a kihelyezéseken belül a kockázatosabb szegmensek aránya dinamikusabban növekszik. Ennek alapján jelenlegi gyakorlatuk – főleg a vállalati szegmensben – túl optimistának tűnik, ez azonban a pénzügyi közvetítő rendszer szempontjából még nem jelent kockázatot.

Az év első felében mind forint-, mint devizaoldalon nőtt a kamatkockázati kitettség. A forintkamatok megnövekedett volatilitása miatt a nyitott kamatpozíciók szűkítése indokolt lehet.

Az időszakot az előző évinél alacsonyabb árfolyamvolatilitás és magasabb banki kockázatvállalási hajlandóság jellemezte, azonban a nyár folyamán végbement árfolyamgyengülések nyomán a bankok magatartása jóval kockázatkerülőbbé vált.

Az éven túli lakossági hitelek gyors bővülése és az ügyfélbetétek visszafogottabb növekedése miatt a bankok likviditása feszesebbé vált, de a likviditási mutatók nem jeleznek túlzott kockázatot.

A bankrendszer jövedelmezőségi mutatói 2002. első felében is nagyon jó teljesítményről tanúskodnak, igaz mérsékelt romlást mutatnak a rekordnyereséget hozó 2001-es évhez képest. A jövedelmezőség mérsékelt csökkenése jórészt annak köszönhető, hogy az előző év hasonló időszakában jelentős egyszeri pozitív hatások is hozzájárultak a szektor erőteljes eredmény-növekedéséhez. Kedvező fejlemény, hogy az előző évhez képest számottevően csökkent a veszteséges bankok együttes piaci részesedése. A kamatjövedelem mérsékelt növekedése mellett a jutalék-, és díjeredmény erőteljesen nőtt, ami a nem kamatjellegű jövedelem felé való eltolódást eredményezett a bankok jövedelemstruktúrájában.

A hitelkockázatot hordozó tevékenységek nagyon dinamikus növekedése jellemezte a pénzügyi vállalkozások lízing-, és hitelkihelyezéseit. A növekedés döntő részben a banki háttérű vállalkozásoknál következett be, amit a szabályozás változása ösztönzött. Problémásnak tartjuk, hogy a konszolidált szinten jelentkező kockázatnövekedés lehetősége megelőzte a konszolidált adat szolgáltatás bevezetését.

A bankszektor kockázati kitettségét elemző piaci-, és hitelkockázati stressztesztek a bankszektor jó stressztűrő képességét mutatják. A feltételezett váratlan, magas hitelezési veszteségek – hitelsokkok- a piaci sokkoknál ugyan jóval nagyobb veszteségeket okozhatnak a szektornak, azonban a hitelsokkok okozta potenciális veszteségek is csökkentek az előző évhez képest.

A bankrendszer piaci kockázata nem számottevő, likviditása megfelelő.

A bankszektor jövedelmezősége továbbra is magas.

Növekvő kockázatot hordoznak a pénzügyi vállalkozások kihelyezései.

A stressztesztek megnyugtató stabilitási helyzetet mutatnak.

I. Makrogazdasági mutatók 2002. ősz

I. 1 Globális konjunktúra és nemzetközi tőkepiaci folyamatok

A magyar gazdaság növekedése és makrogazdasági stabilitása szempontjából a *külső gazdasági környezet* alapvető fontosságú mind a külkereskedelem és egyéb nemzetközi operációk, mind pedig a fizetési mérleg finanszírozása, a tőkeáramlás csatornáin keresztül. Mivel a magyar export a GDP több mint felét teszi ki, a külső piaci konjunktúra nagymértékben hat a hazai gazdaság fejlődésére. Az export több mint 70%-a az euró-övezetbe irányul, ezért közvetlenül az európai konjunktúra hat ránk a legnagyobb mértékben. Az utóbbi évek tapasztalatai alapján azonban látható, hogy az európai konjunktúra a globális konjunktúrától, elsősorban az USA növekedésétől is függ. Ily módon az európai gazdaság közvetítésével a globális gazdasági környezet behatárolja a hazai gazdaság növekedési lehetőségeit.

A nemzetközi környezet egy másik, *pénzügyi csatornán* keresztül is befolyásolja a magyar gazdasági kilátásokat. Mivel Magyarország nyitott tőkepiaccal rendelkező felzárkózó ország, amelynek tartósan deficitese a folyó fizetési mérlege, nagy jelentősége van a külső pénzügyi források bevonásának. A külföldi tőkebevonás, különösen a pénzügyi, portfólió tőke bevonásának feltételei a nemzetközi pénz- és tőkepiacon határozódnak meg. A nemzetközi pénzügyek alakulására az USA tőkepiacainak van meghatározó befolyása, ezért van szükség arra, hogy figyelemmel kísérjük a nemzetközi, és kiemelten az amerikai pénz- és tőkepiaci folyamatok alakulását. Az európai tőkepiacok közül a bank- és pénzügyi szektor részvényeinek alakulása fontos mutatója annak, hogy a Magyarországon is aktív pénzügyi intézményeket mennyire tekintik stabilnak a piacon. Kiemelt figyelmet kell szentelnünk a telekommunikációs szektor helyzetének, ami erősen befolyásolja a hazai vállalati szektor egy jelentős súlyú szegmensét.

Magyarországot a nemzetközi befektetők még nem kezelik azonos módon a fejlett országokkal pénzügyi kockázat szempontjából. Ezért a magyar befektetési eszközöktől elvárt többelthozamot erőteljesen befolyásolják a befektetők "kockázati étvágy"-át alakító tényezők. E téren is megfigyelhető, hogy az egyes országokat kockázati alapon egy-egy csoportba sorolva gyakran együtt kezelik.

Az EU és euró-övezeti csatlakozás közeledtével a *csatlakozási kilátások* alakulásával kapcsolatos *hírekre* érzékenyen reagálnak az árfolyam, a kamatok és az inflációs várakozások. E téren gyakran azt tapasztaljuk, hogy a piacok együtt kezelik a csatlakozó országokat, vagy azok egymáshoz közelebb lévő

csoportját (pl.: Lengyelországot és Csehországot Magyarországgal). Az egyik ország csatlakozási kilátásaival kapcsolatos híreket sokszor úgy tekintik, mintha az a csoport egészének esélyeit vagy törekvéseit tükrözné. Így a szűkebb régió jövőjével kapcsolatos kilátások közvetlenül befolyásolhatják a hazai makrogazdasági változókat, ezért figyelemmel kell kísérnünk a környező országokkal kapcsolatos folyamatokat is.

Globális konjunktúra

A májusi jelentésünk óta eltelt időszakban a globális makrogazdasági környezetben nem következett be a várt javulás; a fellendülés kezdetét minden előrejelzés a jövő évre helyezte át (lásd: I-1. táblázat).

A nyár folyamán a különböző konjunktúra indikátorok elentétes jelzéseket adtak az USA illetve az európai gazdaság rövidtávú kilátásait illetően. Az USA-ban az élénkülés jelei látszótlak mutatkozni, (lásd: I-1. ábra) ennek ellenére a nyár végére kialakult az a vélekedés, hogy a fellendülés nem várható 2003. előtt. Az amerikai gazdaságtörténet leghosszabb fellendülése 2000 elején, az információs technológiai szektor termékei iránti kereslet mérséklődése és a nyomában kibontakozó technológiai részvényárfolyam csökkenés következtében szakadt meg. A 2001. szeptember 11-i terrortámadás már egy lassuló gazdaságot ért, amelyben a háztartási szektor pénzügyi vagyona csökkent, miközben növekedett az adósságszolgálati terhe. A fogyasztói kereslet visszaesése miatt a vállalati szektor beruházásai is visszaesetek és ismét növekedésnek indult a munkanélküliség. 2001. végétől, az ENRON összeomlása után sorozatos botrányok rázták meg az amerikai részvénytőzsdéket, ami tovább erodálta a részvényárakat és így a háztartások pénzügyi vagyonát is.

A fellendülés kezdetét előbb 2002-re, majd 2002 második felére, jelenleg pedig már 2003-ra várják. A fogyasztói bizalom - ami korábban a növekedés motorja volt - mérséklődött, elsősorban a nagyarányú tőzsdei árfolyamesés vagyonhatásának és a tőzsdei nagyvállalatok könyvelési szabálytalanságoknak köszönhetően. A fogyasztói bizalom megrendülése miatt a vállalatok sem tervezik a kapacitásaik növelését, így az üzleti beruházások üteme visszaesett.

Legfőbb partnerünk, a *GMU12 növekedési üteme 1% alá* esett, ami jelentősen hozzájárult a hazai gazdaság lassulásához. A csökkenést főleg a globális gazdaság lassulása okozza. Az euró-övezet továbbra is erőteljesen függ az USA és a globális gazdasági folyamatoktól, annak ellenére, hogy az euró bevezetésével egy nagy zárt gazdaság övezet jött létre. Az euró-övezet teljesítményét elsősorban az unió motorjának számító német gazdaság gyengélkedése húzza vissza, amely korábban - főleg tőkejavak exportján alapuló - exportvezérelt stratégiával ért el sikereket a gyors növekedés és makrogazdasági stabilitás szerencsés kombinációjával. Az exportpiacok stagnálása érzékenyen érintette a német gazdaságot (csakúgy, mint a korábbi orosz és ázsiai válságok) miközben belső okok miatt a rugalmas alkalmazkodásnak sincsenek meg a feltételei. Az amerikai vállalatokkal kapcsolatos anomáliák 2002-ben már éreztették a hatásukat az európai vállalati szektorban is: itt is kiderültek a tengerentúliakhoz hasonló pénzügyi szabálytalanságok, és itt is egy nagymértékben eladósodott vállalati szektort ért a bizalom megrendülése. Az üzleti várakozások tehát Európában is pesszimistábbá váltak a nyár folyamán.

I-1. táblázat: A világgazdasági és regionális növekedési ütemek (%)

	2000	2001	2002*	2003*
Világgazdaság	4,7	2,2	2,8	3,7
Euróövezet	3,5	1,5	0,75**	2**
Egyesült Államok	3,8	0,3	2,2	2,6
Japán	2,4	-0,3	-0,5	1,1
Kelet- és Közép-Európa	3,8	3,0	2,7	3,8
Latin-Amerika	4,0	0,6	-0,6	3,0

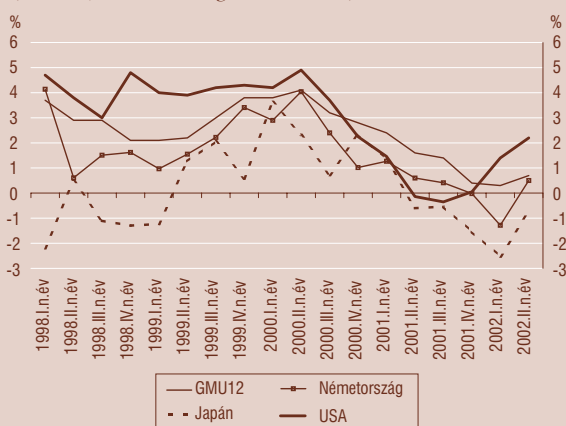
Forrás: IMF(2002): *World Economic Outlook*, szeptember.

*Előrejelzés

** Az euró-övezetre vonatkozó előrejelzéseket október végén lefelé módosították

I-1. ábra: Reál GDP növekedés

(évesített, szezonálisan igazított értékek)



Forrás: Eurostat New Cronos

A fenti konjunkturális folyamatok fényében nem meglepő, hogy a piacok 2002 októberében mind az USA-ban, mind pedig a GMU-ban jegybanki kamatcsökkentésekre számítottak az év végéig. A Fed végül november 6-án meglepően nagy, 0,5%-os csökkentés mellett döntött és kifejezésre juttatta, hogy véleménye szerint további csökkentésre a jövőben nem lesz szükség. A döntést különösen a romló fogyasztói és üzleti bizalom, illetve a növekvő munkanélküliség indokolta. Hozzájárulhatott a döntéshez az iraki háborúval kapcsolatos bizonytalanság is. A Fed-dal szemben az ECB döntését bonyolítja, hogy az infláció továbbra is a megengedett legmagasabb érték (2 %) körül, vagy inkább a fölött ingadozik, és az euró-zóna egyes meghatározó súlyú országaiban a költségvetési deficitek túl közel vannak a 3%-hoz. Noha a növekedési kilátások gyengülése és az euró májusban kezdődött jelentős mértékű erősödése (0,92 dollárcentről 1 dollár, azaz paritás körülire) mérsékli az inflációs várakozásokat, az olajárral kapcsolatos bizonytalanságok – az iraki háború esetleges kitörése miatt – növelhetik azt. Az ECB ezért november elején nem követte a Fed-et, de a döntést követő sajtótájékoztatóból kiderült, hogy komolyan fontolgatták a csökkentés lehetőségét a növekedési kilátások romlása miatt. A piacok ezért továbbra is csökkentést várnak az ECB-től az év hátralévő részében.

Nemzetközi pénzügyi piacok

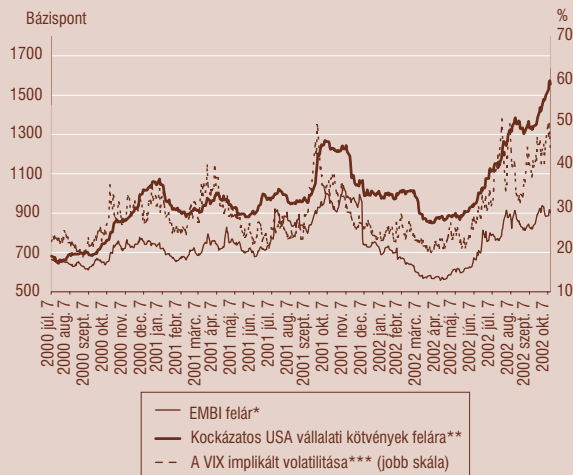
A pénzügyi piacokon erősödik a kockázatkerülés, ennek eredményeként növekednek a hozamok a magasabb kockázati osztályba sorolt papírokon. A kockázatkerülés a globális gazdaság helyzetével és kilátásaival kapcsolatos bizonytalanság miatt erősödik: a fejlett országok lassulása, a latin-amerikai országok (Argentína, Brazília, Uruguay stb.) pénzügyi kockázatainak megnövekedése és az amerikai vállalatok pénzügyi helyzetével kapcsolatos folytatódó kételyek miatt. Ez megmutatkozott a globális kockázati mutatók erőteljes növekedésében, amelyek ismét elérték a 2001. szeptemberi terrorista támadások idején tapasztalt szintet (lásd: I-2. ábra). A fejlett országok befektetői jelentős mértékben megnövelték portfóliójukban a kevésbé kockázatos pénzügyi instrumentumok súlyát a kockázatos befektetések (pl. részvények) rovására. Ez különösen látványosan jelentkezik az euró-övezetben, ahol az M3 növekedési üteme 7 % körül alakul, miközben a „referencia” érték 4,5 %. Ez a növekedés az említett portfólióátrendezés eredménye.¹ Egyelőre azonban a kockázatkerülés növekedése ellenére a kedvező hitelbesorolást élvező feltörekvő országokba áramló tőke mennyisége nem csökkent érzékelhetően. Noha a kockázati kamatfelárak növekedtek, az ezzel egyidejűleg bekövetkező hozamesés a hosszú lejáratú USA és euró övezetbeli állam-papírokon mérsékelte a hitelkamatokat.²

Az erősödő bizonytalanságot jelzi, hogy a fejlett országok pénzügyi szektorával (bankok, biztosítók) kapcsolatos kockázatok is jelentősen növekedtek. Ez jól látható abból, hogy a bankok és biztosítók részvényárfolyamai jelentősen hozzájárultak a tőzsdeindexeket csökkenéséhez. Mindennek ellenére megállapítható, hogy egyelőre nincs közvetlen pénzügyi stabilitási kockázat a globális gazdaságban, a pénzügyi rendszer

¹ European Central Bank: Monthly Bulletin, 2002. október, 9. o. <http://www.ecb.int>

² Bank for International Settlements (2002): *International banking and financial market developments, Quarterly Review*, September, 9. o.

I-2. ábra: Globális kockázati mutatók



* 2002. elején csökkentették a súlyát néhány túlzottan eladósodott latin-amerikai országnak az EMBI-n belül, az értéke ezért esett. Ugyanakkor a szereplők jelzésnek is tekintették a váltást, így az esés nem pusztán az új súlyokkal számított értékváltozást, hanem tényleges indexcsökkenést is jelent.

** Kockázatos USA vállalati kötvények spreadje (S&P U.S. Industrial Speculative Grade Credit Index)

*** Az S&P100-részvényindexre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás (VIX) (jobb skála)

stabil. A fellendülés további eltolódása a távolabbi jövőbe azonban már érzékelhetően növelheti a pénzügyi szektor stabilitásával kapcsolatos kockázatokat. További globális kockázati források lehetnek a közeljövőben az amerikai vállalatirányítási problémák elhúzódása miatti befektetői bizalomvesztés, az európai pénzügyi szektor stabilitásának megingása egy-két nagyobb szereplő megrendülése miatt, az USA-ba irányuló tőkebeáramlás hirtelen megfordulása és egyes fontosabb fejlődő piaccal kapcsolatos bizonytalanságok.³

A régiókkal kapcsolatos kilátások

A legutóbbi jelentésünk óta eltelt időszakban kedvező és kedvezőtlen fejlemények egyaránt tapasztalhatók voltak. Kedvező hatást gyakorolt elsősorban az, hogy októberben bejelentették: 10 ország csatlakozhat az EU-hoz 2004-től. Ez erőteljes stabilizáló hatást gyakorolt a forint árfolyamára és az inflációs várakozásokra. Kedvezőtlen fejlemény ugyanakkor, hogy több csatlakozó ország költségvetési deficitje nagymértékben megnőtt: Lengyelország, Csehország és Magyarország saját valutában kibocsátott államadósságát emiatt leminősítette a Standard and Poor's. Hasonló lépést fontolgat a Fitch IBCA a magyar állampapírokkal kapcsolatban a romló költségvetési és külső egyensúlyi folyamatok miatt. Ezt némileg ellensúlyozza a Moody's néhány nappal későbbi bejelentése, amely szerint 8 csatlakozó ország devizában fennálló államadósságának hitelbesorolását feljavitja. Ennek következtében Magyarország, Cseh- és Észtországgal együtt A1 minősítést kapott, ami megegyezik a néhány hónapja A1-re javított görög deviza államadóssággal. Összességében a május óta eltelt időszakban a makrogazdasági stabilitást erősítő várakozások uralkodtak a makrogazdasági helyzetünk külső és belső megítélésében.

I. 2 Hazai pénzügyi piacok

A kockázatvállalás nemzetközi piacokon tapasztalható gyengülése a hazai piacokat is érintette, de kisebb mértékben, mint más országokat, vagy amint a korábbi tapasztalataink alapján várhatnánk. A hatások elsősorban május és augusztus között voltak érezhetőek, azt követően az EU-csatlakozási kilátások és a hazai makrogazdasági hírek voltak meghatározók. Összességében a közvetlen tőkebefektetés nem csökkent lényegesen, a tőzsdei részvény befektetések terén pedig 88 millió euró kiáramlás következett be. Jelentősebb portfólió tőkebeáramlás csak az állampapírpiacra volt tapasztalható, ahol a magyar papírok jelentik a régióban a legkedvezőbb eszközt a konvergencia játéka: miközben a legesélyesebb jelöltek közé tartozunk a gyors csatlakozás terén, a legmagasabb prémiumot tartalmazzák a kamatok.

Az állampapírok vonzereje az alacsony amerikai kamatok miatt még növekedhet a jövőben, mert a portfólió befektetők az alacsony hozamokat valószínűleg a külföldi, magasabb hozamú kockázatmentes papírokkal (európai papírok) illetve

³ International Monetary Fund: *Global Financial Stability Report*, 2002. szeptember, 5-6. o. <http://www.imf.org>

kockázatosabb, de magas hozamú papírokba fektetve kívánják javítani, mint amilyenek a magyar állampapírok is.

A portfólió befektetésekben lévő kockázat, hogy viszonylag gyorsan megfordulhat a befektetések iránya, ami az árfolyamra és a bankrendszerre alkalmazkodási terheket róhat. Ilyen esetek jelentkezhettek, ha a konvergencia játékokban résztvevő befektetők között az a várakozás alakul ki, hogy mégsem valósul meg a GMU-csatlakozás a jelenleg várt időhorizonton és jelentősen elhúzódik a folyamat. Ekkor sok befektető gondolhatná úgy, hogy nem érdemes tovább a várnia és tömegesen számolnák fel a pozícióikat. Egyelőre azonban nincs ilyen veszély kilátásban: az ír népszavazás és a bővítés pénzügyi feltételeivel kapcsolatos megállapodás létrejöttével nincs olyan előre látható esemény, amely a bővítést jelentősen lassíthatná.⁴ A nemzetközi pénzügyi befektetők⁵ 2003-ban az európai fel-törekvő piacokra további erőteljes magántőke beáramlást prognosztizálnak, elsősorban azonban a közvetlen vállalati hitelek – mint például a tulajdonosi hitelek – terén, miközben a portfólió tőkeáramlás (részvény, kötvény) stagnálására számítanak a régióban.

I. 2. 1 A forint árfolyamának alakulása és a bankközi devizapiac

A forint árfolyamát a május óta bekövetkezett hazai és külföldi folyamatok kevésbé befolyásolták, mint a korábbi *Jelentésün*-ket megelőző időszakban. Ennek megfelelően az árfolyam *volatilitása jóval kisebb* volt a május előtti periódushoz képest. Ez különösen a nyár végétől igaz: a globális kockázatokkal kapcsolatos hírek hatása szinte megszűnt. A hazai makrogazdasági hírek sem érintették az árfolyamot, mert a vizsgált periódusban a várakozásokat az EU csatlakozás várható időpontjával kapcsolatos hírek befolyásolták. (I-3; I-4. ábrák)

A nyár folyamán emelkedésnek induló globális kockázati mutatók nem voltak érzékelhető hatással az árfolyamra. Az ír népszavazást megelőzően, október elején a forint árfolyama némileg gyengült, mert egy kedvezőtlen kimenetelű eredmény a csatlakozás dátumának későbbre tolódásának kockázatát hordozta. A piaci szereplők attól tartottak, hogy ebben az esetben a konvergenciára irányuló gazdaságpolitikai elkötelezettség gyengülhetett volna. A népszavazás kedvező kimenetele, majd ezt követően az EU-csatlakozás időpontjának hivatalos bejelentése ismét erősítette a forint árfolyamát. A piaci elemzők 2002 és 2003 végére a jelenlegihez hasonló árfolyamot várnak. (I-3. ábra)

A *bankközi devizapiacokon* tovább nőtt a forgalom május óta (lásd: I-2. táblázat), miközben az átlagos árrés az idén már alig reagált az árfolyam és egyéb lehetséges kockázatokra, gyakorlatilag a 20-30 filléres tartományban tartózkodott (lásd: I-5. ábra). Az árkülönbözet, hasonlóan az árfolyamhoz, nem rea-

⁴ Elvben, ha egy-két EU tagország mégsem ratifikálná a bővítésről szóló dokumentumot, az ilyen hatással járhatna. Nem tudunk azonban tényleges befolyással bíró politikai irányzatról, amely ellenezné a bővítést. Vannak természetesen fenntartások némely tagállamokban, de ezek inkább a csatlakozás egyes rész kérdéseire, feltételeire vonatkoznak, magára a csatlakozásra nem. A feltételekben bekövetkező esetleges változások érdemben aligha befolyásolnák a makrogazdasági és pénzügyi stabilitás megítélését. (Pl. a közvetlen agrárkifizetések összege vagy a strukturális alapokra szánt összegek nagysága).

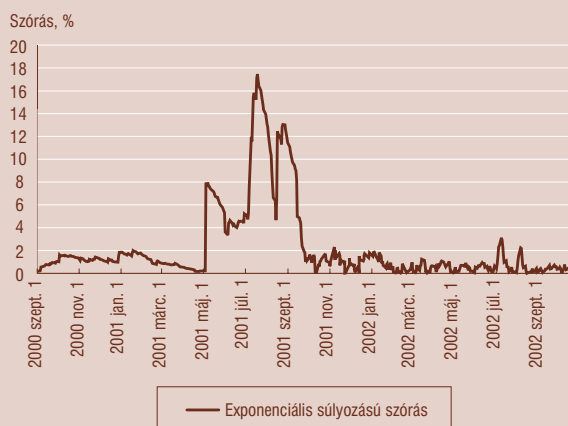
⁵ International Institute of Finance: *Capital Flows to Emerging Market Economies*, 2002. szeptember, <http://www.iif.com/>

I-3. ábra: A forint árfolyama és az elemzők várakozásai



Forrás: MNB és Reuters

I-4. ábra: A forint árfolyamának volatilitása



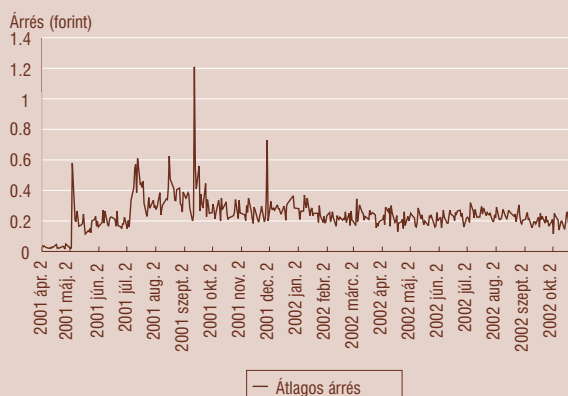
Forrás: MNB

I-2. táblázat: Napi átlagos forgalom (Mrd HUF, azonnali és származékos ügyletek)

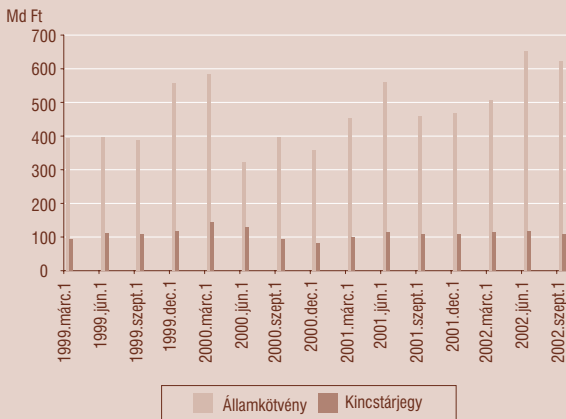
	2001. II. n.év	2001. III. n.év	2001. IV. n.év	2002. I. n.év	2002. II. n.év
Deviza/deviza	96358	97593	116970	126266	138021
Forint/deviza	145696	256417	286776	340188	381739
Összesen	242054	354010	403746	466454	519760

Forrás: MNB

I-5. ábra: A bankközi devizapiaci árrés alakulása



Forrás: MNB

I-6. ábra: A KELER-OTC másodlagos állampapírpiazi forgalom alakulása*

*Egyszeres forgalmi adatok, fogyasztói árindexszel deflálva (1992=100)

Forrás: ÁKK, www.allampapir.hu

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

Forrás: MNB

I-8. ábra: Az EMBI és a hazai 3 hónapos illetve 3 éves zéró kupon hozamok

Forrás: MNB, JPMorgan

Megjegyzés: 2002. elején csökkentették a súlyát néhány túlzottan eladósodott latin-amerikai országnak az EMBI-n belül, az értéke ezért esett. Ugyanakkor a szereplők jelzésnek is tekintették a változást, így az esés nem pusztán az új súlyokkal számított értékváltozást, hanem legalább részben tényleges indexcsökkenést is jelent.

gált a gazdasági hírekre és a május óta eltelt időszakban stabilan alakult. Az állampapírokba fektető külföldiek körében is növekszik a kereslet az árfolyamkockázat fedezésére szolgáló eszközök iránt. Így elmondható, hogy a szereplők számára rendelkezése álló kockázatkezelési eszközök olcsóbbodnak a növekvő likviditás és a mérsékelt árrés következtében. Ez kedvező a pénzügyi stabilitás szempontjából.

I. 2.2 Az állampapírpiazi forgalmának és tulajdonosi összetételének alakulása

Az *állampapírpiazi forgalom* a májusi jelentésünk óta növekedett (lásd: I-6. ábra). Ez elsősorban az államkötvények növekvő forgalmának köszönhető. A forgalom elsősorban az intézményi befektetők, az elsődleges forgalmazók és harmadsorban a külföldi befektetők növekvő aktivitásának tudható be. A hazai szereplők forgalmonövekedése vélhetően összefügg a szereplők portfólió átrendezési törekvéssel: a kevésbé kockázatos papírok arányának növelésével. A külföldiek forgalmonövekedését pedig a forintban denominált papírok iránt megnövekedett kereslet magyarázza.

A külföldiek kezében lévő *állampapír-állomány* május óta dinamikusabban növekedett (lásd: I-7. ábra). Még a nagyobb árfolyammozgások sem okoztak érzékelhető változást e téren, ami arra utal, hogy olyan tulajdonosok kezében vannak a papírok, akik bíznak a közép- és hosszú távú makrogazdasági stabilitásban, ezen belül is a mihamarabbi európai integráció stabilizáló hatásában. Ezen belül azonban május óta lényeges változás következett be a külföldiek részarányát tekintve a rövid és hosszú állampapírok esetében. A külföldiek 8%-ról 4%-ra csökkentették a részarányukat a diszkont kincstárjegyek tulajdonosai között, miközben az éven túli állampapírok esetében 40%-ról 44%-ra növelték azt. Összességében így csaknem ismét elérték a 2001. közepén tapasztalt rekord arányt, az összes állampapírok esetében a mintegy 33%-ot. Átmenetileg némi keresletmérséklődés mutatkozott az állampapírpiacon az ír népszavazást megelőző napokban, ez gyorsan elmúlt a kedvező népszavazási kimenetelt követően.

A hazai háztartások a külföldiekkel ellentétben a hosszabb lejáratú állampapírokban fennálló pozíciójukat mérsékelték. Csökkentették a részvényekben fennálló pénzügyi megtakarításaikat is. Ezzel szemben növelték a rövid állampapírokban fennálló megtakarításukat 2002 eddig eltelt időszakában. A háztartások tehát a viszonylag magas kamatozású és biztonságos rövid állampapírokat részesítették előnyben a kockázatosabb instrumentumokkal szemben.

I. 2.3 A kamatok alakulása

A legutóbbi jelentésünk óta eltelt időszak a kamatok alakulása szempontjából két szakaszra osztható. Áprilistól kezdődően nyár közepéig a hozamok minden lejáraton emelkedtek, majd nyár közepétől az emelkedés megállt és ősszel a kamatok fokozatosan csökkenésnek indultak (lásd: I-8 ábra)

Az *első szakaszban* a hozamok emelkedésének oka az inflációs várakozások emelkedése volt a gyorsan növekvő bérek és a gyorsan növekvő aggregált kereslet miatt. A jegybank két ízben 0,5%-os kamatemeléshez folyamodott május 22-én és június 9-én. A kamatok emelkedéséhez hozzájárult a globális

kockázati mutatók növekedése is. A *hosszabb lejáratú* hozamok alakulása elvált a globális kockázati mutatóktól, nem követte azok emelkedését (I-8. ábra). Ehelyett alakulásukat erőteljesen befolyásolták az EU-GMU *csatlakozás kilátásai*. Minden olyan hír, amely távolabbi csatlakozásra utalt, megnövelte a hozamokat. A *nyár közepén* azután a hozamemelkedési tendencia megfordult, az EU-GMU *csatlakozással kapcsolatos pozitív hírek* a hozamok mérséklődését eredményezték, amit november 18-án 50 bázispontos jegybanki kamatmérséklés is követett.

A legnagyobb árfolyamváltozást a közepes lejáratú állampapírok hozamesése jelentette a vizsgált időszakban. Az I-9. ábrán ez a rövid hozamokat meghaladó volatilitásban mutatkozik meg. A kamatemelési várakozások a forint árfolyamának erősödése, majd októberben a kedvező ír népszavazási eredmény miatt mérséklődtek, majd október végére eltűntek.

I. 2. 4 Részvénytőzsi piac

A *részvényindexek* mind a fejlett, mind pedig a közép-európai országokban (I-10; I-11. ábrák) szoros együttmozgást mutatnak. 2001. elejéhez képest a fejlett országok indexei jóval nagyobb mértékben estek vissza. A két régió közötti különbség azzal magyarázható, hogy míg az ázsiai és orosz válságok inkább a kevésbé fejlett közép-európai tőzsdék indexeit csökkentették és nem is igazán tértek vissza a korábbi magasságokba, addig a fejlett országok tőzsdéit érzékenyebben érintette az észak-amerikai tőzsdékről kiinduló bizalomvesztés a vállalati teljesítményekkel kapcsolatban, ami 2001. decemberében az ENRON-válsággal érte el a mélypontját. Az ennek nyomán kialakuló bizalmatlanság lassan átterjedt a fejlett európai tőzsdékre is. A dollárban számolt közép-európai indexek relatív teljesítményét javította a dollár árfolyamának gyengülése is az euróval szemben 2002 májusától.

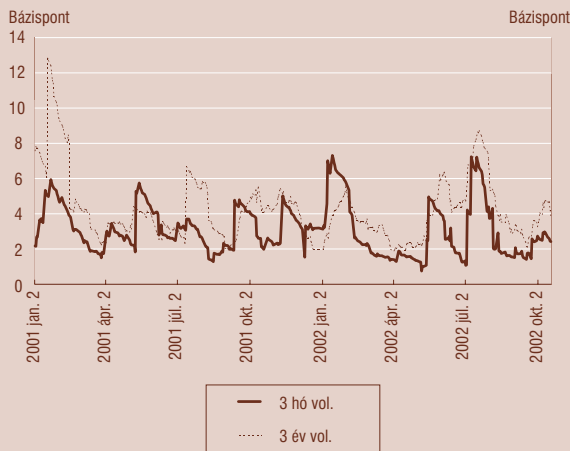
A BUX május óta a közép-európai tőzsdékkel párhuzamosan és hasonlóan nagy volatilitással, ám azokat némileg meghaladó értékekkel a 2001. eleji szint körül mozgott. A részvények tőzsdei átlagos napi forgalma a BÉT-en - 13,6 Mrd Ft - nagyjából megegyezett az idén a múlt évivel, de csak egy harmadát teszi ki a 2000-ben tapasztalt rekord értéknek.

I. 3 Növekedés és infláció

I. 3. 1 Növekedési kilátások

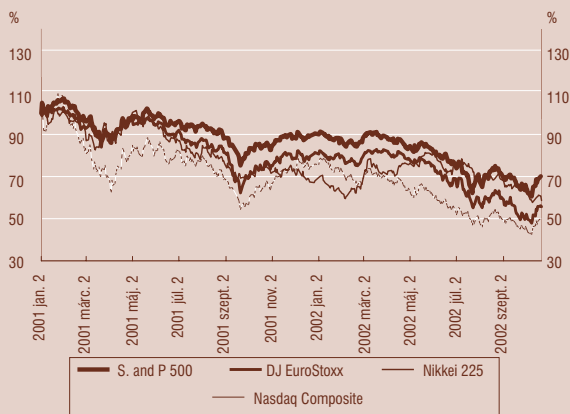
A magyar gazdaság fenntartható és gyors növekedést kis nyitott gazdasággként elsősorban a külpiacokkal való ciklikus összhangban tud elérni, az exportpiacaink lassuló bővülése behatárolja a hazai gazdaság növekedési lehetőségeit. A lassuló tendenciát fékezte, hogy a *belföldi kereslet egyes komponensei* 2001 végétől erőteljes növekedésnek indultak: a közösségi és lakossági fogyasztás, illetve a közösségi beruházások tételei. Rövidtávon ezek a keresleti elemek a növekedés ütemének fenntartása irányába hatnak, de nem lehetnek hosszútávon a fő növekedést támogató elemek. Ennek oka az, hogy a belföldi kereslet a magyar gazdaságban rendkívül importigényes, ugyanakkor a fenti elemek nem hoznak létre olyan kapacitá-

I-9. ábra: A három hónapos és három éves benchmark hozam napi volatilitása*



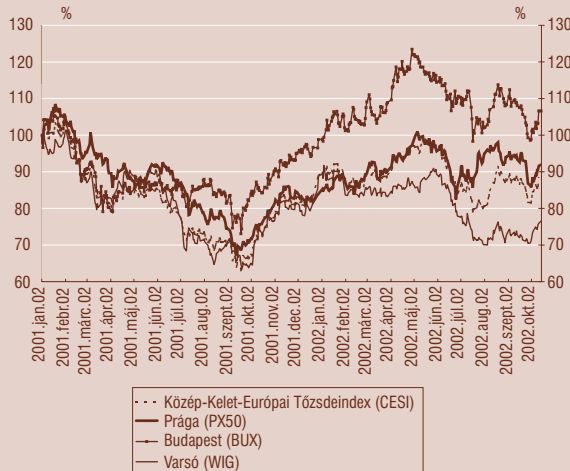
* 20 napos mozgóátlagolású szórás, exponenciális súlyozással.
Forrás: MNB

I-10. ábra: A fejlett országok részvényindexeinek alakulása (USA dollár)



Forrás: Reuters

I-11. ábra: A közép-európai részvényindexek alakulása (USA dollár)



Forrás: Reuters

sokat, amelyek az importtal szemben a jövőben exportot volnának képesek termelni.

Az aggregált kereslet belföldi komponensei növekedésének egyik fontos forrása a költségvetési deficit növekedése. A fiskális politika hosszútávon fenntartható pályája csak olyan lehet, amelyik biztosítja a fiskális konvergenciát a felzárkózás során, nevezetesen a középtávon 3 % alatti deficitet. Ezzel szemben 2002-ben a hiány jelentős növekedése volt tapasztalható, az év végéig elérheti a GDP 8,7%-át. Az aggregált kereslet felpörgése a monetáris politika szigorítását tette szükségessé az inflációs pálya megőrzése érdekében. Ez párosult a múlt év harmadik negyedéve óta a nem kellően előrettekintő nominális béralakulásokkal, ami a termelékenységet jóval meghaladó reálbér-növekedést eredményezett. Ebben a helyzetben nem maradt tere a monetáris lazításnak, így egy előnytelen mone-

I-3. táblázat: A növekedés és az aggregált kereslet összetevői
(Az előző év azonos időszakához viszonyítva)

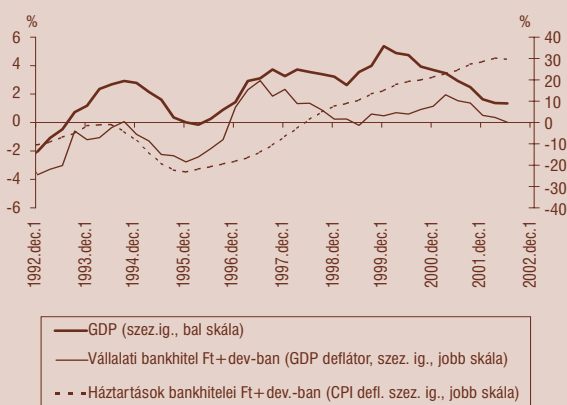
	2001					2002	
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	év** összesen	I. n.év	II. n.év
Háztartások fogyasztási kiadásai	5,2	4,7	4,7	5,8	5,1	9,5	8,7
Természetbeni társadalmi juttatások	0,2	0,1	-1,0	-0,4	-0,3	2,4	4,3
Lakossági fogyasztás	4,1	3,7	3,6	4,7	4,0	8,1	7,8
Közösségi fogyasztás	-0,4	1,1	0,2	0,9	0,4	4,5	3,8
Állóeszköz felhalmozás	4,1	2,4	2,9	3,1	3,1	8,6	5,1
Bruttó felhalmozás*	5,3	3,2	-8,9	-5,6	-1,4	-6,2	-6,7
Belföldi felhasználás összesen	4,0	3,3	-0,5	1,7	2,1	3,8	3,2
Export	19,3	15,0	7,8	-2,1	9,1	6,3	7,6
Import	18,1	13,9	1,2	-4,1	6,3	7,5	7,7
GDP	4,4	4,0	3,7	3,3	3,8	2,9	3,1

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

** I. előzetes adatok, az éves adatok II. előzetes közlés szerint változtak, de ennek nincs negyedéves bontása.

Forrás: MNB

I-12. ábra: A gazdasági aktivitás és a bankhitelek állomány alakulása



Forrás: MNB

Megjegyzés: 1995-ös változatlan áras, szezonálisan igazított adatok. A hitelek tartalmazzák a devizahiteleket is. A devizában nyújtott hiteleket nem tartalmazó időszakor gyakorlatilag párhuzamos a fentebb ábrázolt, devizát is tartalmazó időszakorral, így például az időszak végén tapasztalható csökkenés nem a forint erősödése miatti árfolyamhatást mutatja, hanem a hitelállomány növekedési ütemének tényleges, "szándékolt" csökkenését.

táris-fiskális kombináció alakult ki: laza fiskális és szigorú monetáris kondíciók.

A fő makrogazdasági kockázat tehát *nem elsősorban a növekedés mértékében*, hanem az aggregált kereslet *kedvezőtlen összetételében* van (lásd: I-3. táblázat). Mivel a legfontosabb partnereink növekedésének megindulása késik, a külső kereslet stagnálása mellett a növekedés forrása a belső kereslet volt és várhatóan az is marad.

Ha a beruházási tevékenység aggregált mutatóit állami, vállalati és lakossági bontásban tekintjük (I-14. ábra), akkor látható, hogy miközben a vállalati szektor beruházási tevékenységének növekedési üteme 1998 közepe óta csökken, a lakossági, de különösen az állami növekszik.

Folytatódott az 1995-től megfigyelhető tendencia, miszerint a *lakossági hitelek* a GDP alakulásától függetlenül dinamikusan növekednek. Ennek a folyamatnak két fő mozgatórugója van. Az egyik a lakossági szektor piacgazdaságokban megszokottnál alacsonyabb eladósodottsági szintje. A makrogazdasági stabilitás megteremtése, a javuló hosszú távú növekedési kilátások illetve nem utolsósorban a versengő és feltökésített bankrendszer megteremtésével a lakossági hitelállomány növekedését a hosszú távú, strukturálisan indokolt szinthez való felzárkózás magyarázza. A másik tényező a lakásépítéshez és -vásárláshoz nyújtott *állami támogatások* megnyitása, és ezek konstrukciós sajátosságai. Az állami támogatások csökkentik a

lakosság kamatterheit, a konstrukcióknak az a sajátossága pedig, amelyek - legalábbis középtávrá - maximálja a fizetendő kamatot, *kiszámíthatóvá* teszi a *kamatterhet*, ösztönzést ad arra, hogy aki csak teheti, igyekezzen kihasználni ezeket a kedvező hitellehetőségeket. Ezért a lakáshitelek terén a jelenlegi konjunktúrától nagyrészt függetlenedik a lakosság lakáshitelek iránti igénye. Ennek tükröképeként a lakossági szektor nettó megtakarításai csökkennek, míg 2001-ben az év első kilenc hónapjában mintegy 420 Mrd forint volt a háztartások finanszírozási képessége, addig 2002. megfelelő időszakában ez az érték 180 Mrd Ft-ra csökkent.

A lassulás és a beruházások növekedési ütemének velejáró visszaesése mérsékelte a *vállalatok bankhitelek* iránti keresletét is (I-12. ábra). Ez azt mutatja, hogy a vállalatok *alkalmazkodnak a lassulás körülményeihez*: a beruházások csökkenése és a kapacitások kihasználtságának mérséklődése miatt nincs szükség újabb hitelekre, ugyanakkor a lassulás miatt a vállalatok pénzáramlása is mérséklődik, ami növelné a hitelfelvétel, illetve hitelnyújtás kockázatát. A különböző szektorok helyzete eltérően alakul. A főleg exportra termelő (versengő) feldolgozóiparban a beruházási aktivitás csökken, a lanyhuló külső kereslet miatt. A főleg belföldi piacra termelő (nem-versengő) ágazatokban a beruházási tevékenység szintén lassult, de kisebb mértékben. Noha vállalati szintű jövedelmezőségi adatok csak 2001 végéig állnak rendelkezésre, feltételezhetjük, hogy az idén is folytatódott az a tavalyi tendencia, miszerint a külfölddel versengő, exportáló vállalatok profitabilitása relatíve romlik, miközben a főleg hazai piacra termelő, külfölddel nem versengő vállalatok nyereségessége utoléri az előbbi csoportét. (Bővebben lásd: A vállalati szektor jövedelmezősége és stabilitása c. fejezetben)

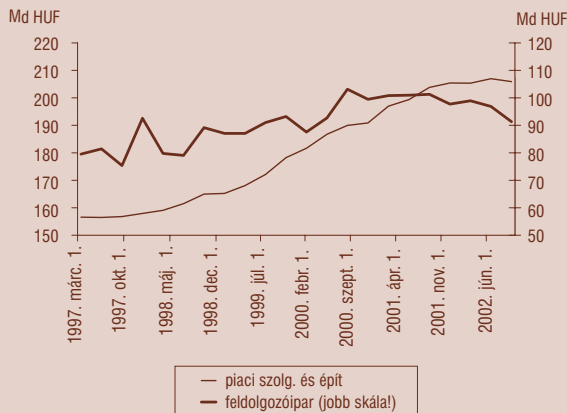
Az I-15. ábrán látható a csődök számának alakulása, ahol csak a jogi személyiséggel rendelkező társas vállalkozásokra vonatkozó adatokat vettük alapul.⁶ Az alapadatokhoz illesztett trend alapján kirajzolódik, hogy a legtöbb csődeljárást közvetlenül az átalakulás idején tapasztalt válság illetve a kemény költségvetési korlátot kikényszerítő új, csőd- és pénzügyi törvények hatálybalépésének idején kezdeményezték. A gazdasági konszolidációval a csődök aránya csökkent és minimumát a gyors növekedés időszakában érte el. A gyors növekedést követő lassulási periódusban, azaz 2000 közepe óta a csődök relatív száma ismét emelkedni kezdett, és elérte a gyors növekedést megelőző, konszolidálódó időszakban tapasztalt értéket.

I. 3. 2 Infláció

A makrogazdasági környezetben bekövetkezett változások az inflációs kockázatok növekedését eredményezték. A fiskális politika lazulása 2001-ben kezdődött, és a választások idején öltött hosszú távon nem fenntartható méreteket. A fiskális politika alakulása mellett további makrogazdasági kockázat, hogy a bérinfláció továbbra is magas. A tíz százalékot jóval meghaladó nominális bérkialakulás a versenyszektorban a kialakult mérsékelt infláció mellett a termelékenység növekedési ütemét

⁶ Részen azért, mert hosszabb időszor állt rendelkezésre. Másrészt azonban valószínű, hogy a cégeknek ez az a köre, amelyet ciklikusan erőteljesebben érintenek a konjunktúra-változások, illetve az ezzel összefüggő csődök és felszámolási eljárások.

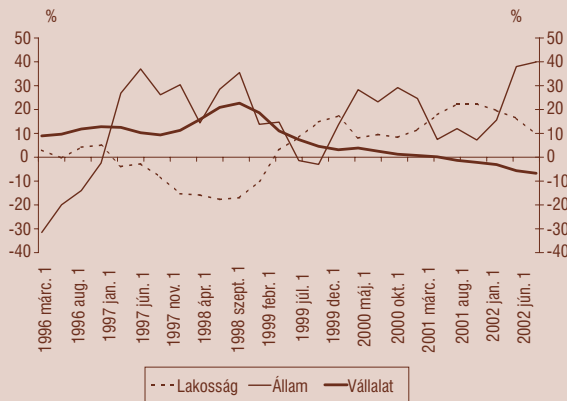
I-13. ábra: A beruházások alakulása a feldolgozóiparban, illetve a piaci szolgáltatások és az építőipar szektoraiban



Forrás: MNB

Megjegyzés: Az adatokat szezonálisan igazították, és a becült ágazati beruházási árindexekkel defláltak

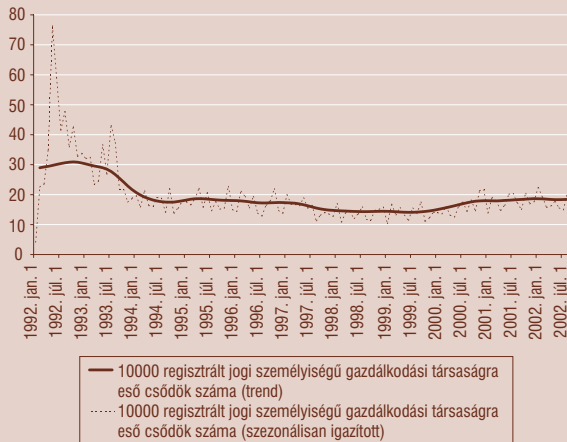
I-14. ábra: A beruházási tevékenység a különböző szektorokban



Forrás: MNB

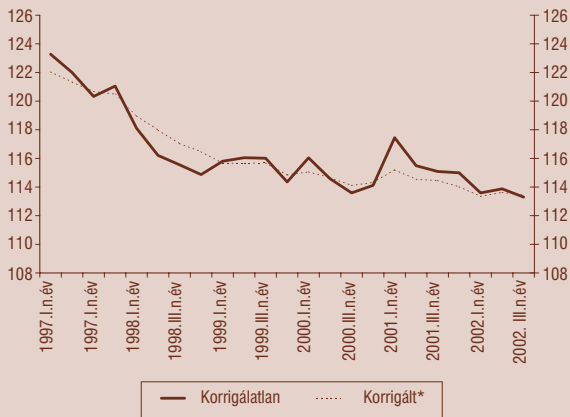
Megjegyzés: Az adatokat szezonálisan igazították, a becült szektorális beruházási árindexszel defláltak

I-15. ábra: A csődök és felszámolások számának alakulása*

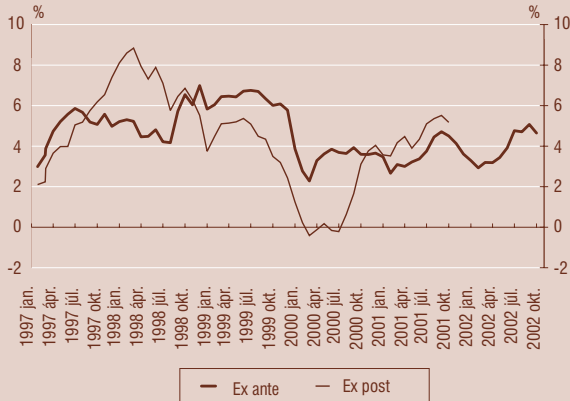


* Csak a jogi személyiséggel rendelkező társas vállalkozásokra vonatkozó adatokat vettük figyelembe.

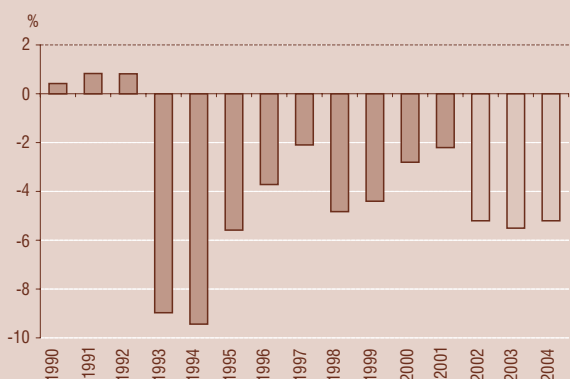
Forrás: KSH és Opten, www.opten.hu

I-16. ábra: A bérinfláció alakulása a versenyszektorban

*Az 5 főnél több alkalmazottat foglalkoztató vállalatok körére statisztikai módszerrel átszámított, és a minimálbér emelések statisztikai torzító hatásától megtisztított szezonálisan igazított adatok
Forrás: MNB

I-17. ábra: Az ex ante és a realizált 1 éves reálkamatláb a Reuters poll alapján*

* *Ex ante* reálkamat: az 1 éves zérókupon hozam havi átlaga az adott havi egyéves előretekintő Reuters elemzői inflációs prognózissal deflálva. *Ex post* reálkamatláb: a kötvény befektetői által ténylegesen realizált reálhozam. Az 1 éves zérókupon-hozamot a kötvény futamideje alatti, azaz a 12 hónappal később mért inflációval defláljuk.
Forrás: MNB

I-18. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP arányában 1990-2004*

*2002-2004 MNB előrejelzés

többszörösen meghaladó reálbér emelkedést eredményezett (lásd: I-16. ábra). Elmondhatjuk, hogy a reálbérek alakulása egyáltalán nem alkalmazkodott a gazdaság lassulásához, miközben a nominális bérek megállapításában is jelentős inflációs tehetetlenség mutatkozik. A versenyszféra gyors bérkirárlásához társul a közalkalmazotti és köztisztviselői munkavállalók nagyarányú béremelése.

Ezek a tényezők az inflációs kockázatok növekedését eredményezik és azt jelentik, hogy csak szigorúbb monetáris kondíciókkal érhető el a kitűzött dezinflációs pálya. Az infláció összetételének alakulása is kedvezőtlen tendenciákat mutat: a mérsékelt infláció július óta olyan termékek áralakulásának tulajdonítható, amelyek rendszerint a monetáris politikától függetlenül, volatilisen alakulnak. Az MNB novemberi inflációs jelentése ezért felhívja a figyelmet a jövőbeni inflációs kockázatokra.⁷

Általában az infláció nem eléggé kiszámítható, várakozásoktól eltérő alakulása pénzügyi kockázatokat hordoz: megváltozik az adósok és a hitelezők közötti pénzáramlás reálértéke. A kiszámíthatóság egyik mutatója az ex ante és ex post reálkamatok közötti különbség: ha a két kamat nagymértékben eltér egymástól, az pénzügyi stabilitási kockázatokat hordoz. A I-17. ábrán csak néhány hónap mutatja azt a periódust, amely már az új, inflációs célkitűzésre alapozott stratégia működésének idejére esik. Ezért még nem látható, hogy az új rezsimben milyen mértékben csökken a várakozások hibája. Ennek ellenére arra számíthatunk, hogy az alacsonyabb és kevésbé ingadozó infláció egy hiteles és jól működő monetáris rezsimmel növeli a magánszereplők döntéshozatalának megalapozottságát, és a múltban tapasztalt nagy eltérések valószínűsége csökken.

Az *ex post*, illetve a piaci elemzők várakozásai alapján számított *ex ante* 1 éves reálkamatlábak alakulásából látható, hogy a piaci szereplők eredetileg némileg lassúbb dezinflációra számítottak. Pénzügyi stabilitási szempontból fontos, hogy szűküljön a rést a várt és ténylegesen bekövetkezett reálkamatláb között, mert ez mutatja, hogy mennyire tudják jól kalkulálni a szereplők a döntéseik meghozatala időpontjában a várható tényleges kamatterheket. Az ábrán az is látható, hogy a reálkamatok szintje korábban már volt magasabb is a mai megfigyelhető szintnél.

I. 4 Külső egyensúly

Magyarország folyó fizetési mérleg hiánya 2002-ben várhatóan a GDP 3%-ával romlik, az év egészében 3500 millió eurós deficitet, azaz a GDP 5,2%-át kitevő hiányt várunk. Előrejelzésünk szerint a következő két évben is hasonló nagyságrendű külső finanszírozási igénnyel kell számolni⁸ (lásd: I-18. ábra).

A folyómérleg romlás mértéke mind a jegybankot, mind a piaci elemzőket meglepetésként érte, az új információk beérkezésével folyamatosan növelték mind az ideit, mind a 2003-ra vonatkozó előrejelzéseket (lásd: I-19. ábra). Az előrejelzett deficit növekedését elsősorban a fiskális pálya módosulása és a lakosság alacsonyabb megtakarítási hajlandósága okozta, míg

⁷ Lásd a Magyar Nemzeti Bank honlapján: www.mnb.hu

⁸ A külső finanszírozási igény a tőkemérleg és a folyó fizetési mérleg hiányának egyenlegeként adódik.

a világgazdasági konjunktúra késlekedése mérsékelte a várt deficit nagyságát.

Reálgazdasági oldalról vizsgálva az idei magasabb hiányt elsősorban az áruforgalom kiadási többletének növekedése, illetve a szolgáltatások, különösen az idegenforgalom bevételi többletének csökkenése okozza. Ezen folyamatok hátterében elsősorban a lakossági jövedelmek gyors növekedéséből adódó többlet import fogyasztás, a világgazdasági lassulásból eredő mérsékelt exportnövekedés, a turisztikai iparág egész világon megfigyelhető, vélhetően átmeneti visszaesése, valamint a forint reálfelértékelődése állhat. Eközben a vállalati szektor, kismértékben romló jövedelmezősége és a külső kereslet visszafogott bővülése miatt, tervezett beruházásainak jelentős részét elhalasztotta, ami mérsékelte a behozatalt.

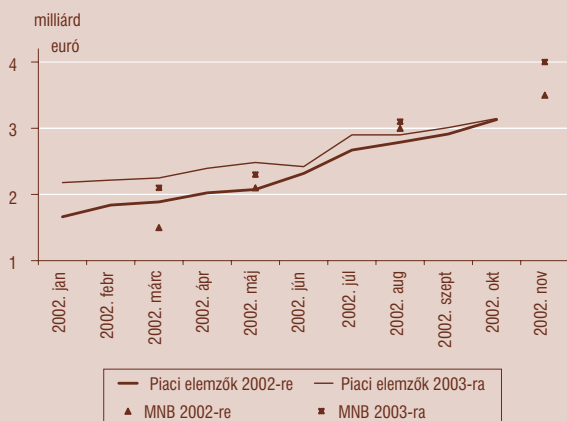
A folyó fizetési mérleg hiánya azt mutatja, hogy az aggregált beruházások megvalósításához szükséges finanszírozást az ország aggregált megtakarításai nem fedezik. A külső finanszírozási igény idei várhatóan 3,5%-os GDP arányos romlását elsősorban az államháztartás finanszírozási igényének, az expanzív költségvetési politikából eredő bővülése okozza. A deficit növekedésében jelentős szerepet játszik a háztartások finanszírozó képességének csökkenése is. Ezt egyrészt az intenzív jövedelem kiáramlás ellenére reál értelemben enyhén mérséklődő lakossági megtakarítások, másrészt az államilag támogatott építési hitelek gyors térnyerése eredményezik. A vállalatok ugyanakkor a gyenge külső kereslet miatt felhalmozási kiadásait visszafogták és szokatlan módon nettó megtakarítói pozícióba kerülhetnek (lásd: I-4. táblázat).

Bár a következő két évben nem várunk számottevő elmozdulást a deficit GDP-hez mért arányában, annak belső szerkezete előrejelzésünk szerint kedvező irányban módosul. Az MNB előrejelzése szerint az államháztartás finanszírozási igénye a GDP arányában jövőre 1,2%-kal, a kormány középtávú gazdasági programjának megvalósulása esetén pedig 2004-ben további közel 1,5%-kal csökkenhet. A külső egyensúlytalanság finanszírozását tekintve kedvező, ha az államháztartás súlya a külső forrásbevonási szükségleten belül a jelenleginél kisebb. A költségvetés finanszírozási igényének tartósan magas szintje ugyanis az állami szektor bruttó adósságának növekedésével jár, ami az állampapírok kockázati prémiumának növekedését eredményezheti.

A háztartások jövőbeli pozíciója tekintetében a nettó finanszírozói képesség további, de lassuló csökkenésére számítunk. A háztartási szektor eladósodásának növekedése tartós folyamat, amelynek révén nálunk is az EU-ban jellemző vagyonszerkezet alakul majd ki. Az eladósodási folyamatot felgyorsította a reáljövedelmek rendkívül gyors növekedése és az állami kamattámogatás mellett elérhető hitelek széles körben elérhetővé válása. A finanszírozói pozíció tekintetében kockázatot jelenthet, ha a lakosság tartósan magas reáljövedelem növekedési ütemre számít, ami az eladósodás gyorsabb növekedését ösztönzi. Ugyanakkor a nemzetközi gazdasági konjunktúra jövőre várt felívelése következtében a vállalati felhalmozási kiadások bővülését várjuk, ám elsősorban nem a kapacitások bővítése, hanem a jelenlegi rendkívül alacsony szinten álló készletek feltöltése következtében.

Összességében azt mondhatjuk, hogy Magyarország az európai integrációs pályán előre haladva, a korábbi években megszokottnál nagyobb külső egyensúlytalanságot is fenntarthat. A folyó fizetési mérleg 5% körüli hiánya a GDP átlagosan

I-19. ábra: A jegybank és a piaci elemzők ideji, illetve jövő évi folyó fizetési mérleg hiányra vonatkozó előrejelzésének változása 2002 folyamán



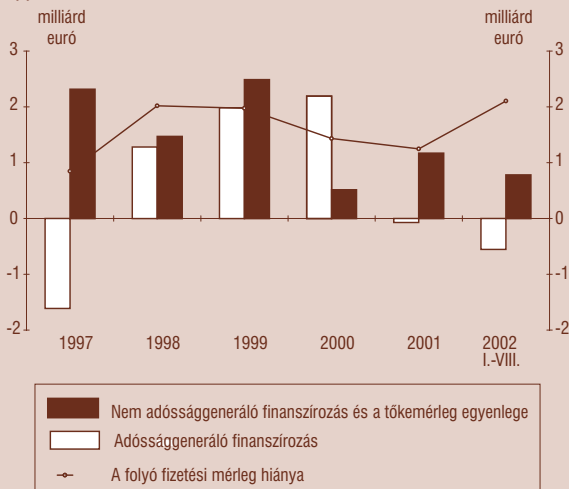
I-4. táblázat: Az egyes szektorok finanszírozási képessége a GDP százalékában 1999-2004*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Államháztartás	-6,0	-3,8	-5,0	-7,8	-6,6	-5,3
Háztartások	5,8	5,1	5,2	2,6	2,2	2,0
Vállalatok	-3,5	-3,5	-1,7	0,2	-0,8	-1,8
Külső finanszírozási képesség	-3,8	-2,3	-1,5	-5,0	-5,2	-4,9
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-4,4	-2,8	-2,2	-5,2	-5,5	-5,2

* 2002-2004 előrejelzés

I-20. ábra: A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozó tételei

1997 - 2002.VIII. *



* Az adóssággeneráló és a nem adóssággeneráló finanszírozás, valamint a tőkemérleg aggregátuma nem teszi ki a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Az eltérés a jegybanki tartalékok változásában illetve a tévedések és kihagyások soron jelenik meg.

4%-os növekedése mellett is hosszú távon fenntartható mértékűnek tekinthető⁹. Ugyanakkor az Európai Unióhoz, majd az euróövezethez való csatlakozásunk, de már önmagában a konvergencia-folyamat növeli a fenntartható folyó fizetési mérleg hiány szintjét, mivel gyorsabb növekedést tesz lehetővé, miközben az adósságra fizetendő kamatok nagyságát mérsékli. Az euróövezeti tagság a valutaválság lehetőségének kizárásával szintén oldja a fizetési mérleg korlátot, bár kétségtelen, hogy fizetési mérleg válság, azaz a tőkeáramlás hirtelen megfordulása ezután is bekövetkezhet.

A pénzügyi stabilitás szempontjából fontos megvizsgálni, hogy a külső finanszírozás milyen formában valósul meg. Kedvező, ha a tartozások állománya minél nagyobb arányban működőtőke, részvény-portfólió, vagy hosszú lejáratú kötvény befektetésből áll, melyek a nemzetközi tapasztalatok szerint pénzügyi válságok idején kevésbé volatilisak, mint a rövidlejáratú tételek.¹⁰ Magyarországra évek óta mintegy 1 milliárd eurós nagyságrendű nettó működőtőke érkezik. Bár részvény-portfólió befektetésből a rendszerváltozás óta összesen több, mint nettó 2 milliárd euró érkezett Magyarországra, az elmúlt két évben a kiáramlás nagyságrendileg megegyezett a beáramlással. Ugyanakkor az Európai Unió és az euróövezeti tagság mind közelebbé és biztosabbá válásával a hosszú lejáratú kötvény befektetések iránt fokozódik a kereslet. Az óvatosság elvét alkalmazva, azaz a részvény-portfólió befektetésekből a következő évekre se számolva nettó beáramlást, az elmúlt éveknél nagyobb folyó fizetési mérleg deficit finanszírozásában nőhet a volatilisabb tételek aránya (lásd: I-20. ábra).

A korábbi Jelentésekben részletesen kifejtettük, hogy a nemzetközi befektetők gyakran használnak bizonyos mutatókat, amelyek együttes jelenléte nagy valószínűséggel valuta-, illetve fizetési mérleg válságot jelezhetnek előre. Ezek között szerepelt a tartalékok vagy a tartalék/M0, a tartalék/M2, a tartalék/import, illetve a tartalék/rövid lejáratú külföldi adósság arány alacsony szintje, vagy gyors csökkenése, a folyó fizetési mérleg nagy, vagy gyorsan növekvő hiánya is. Mivel a jegybanki tartalékok az elmúlt egy évben a Monetáris Tanács által elfogadott tartalékpolitika következtében jelentősen, mintegy 3 milliárd euróval csökkentek, az előbbieken felsorolt jelzőszámok is némi romlást mutatnak, de nem érik el a kritikus értéket.

A mutatók elmúlt évben bekövetkezett csökkenése nem trendszerű, tartós folyamat eredménye, hanem elsősorban egyszeri intézményi és a jegybank politikájában bekövetkezett szándékolt változásokat tükröznek. Ide tartozik az egyszeri, az alulértékeltéssel megszüntető reálfelértékelődés, a rövid lejáratú adósság esetleges növekedésének lehetőségét magában hordó teljes körű devizaliberalizáció, és mindenekelőtt a megváltozott tartalékpolitika. A megelőző szűk sávú árfolyamrendszerben ugyanis, elsősorban a piaci intervenció eredményeként, a jegybanki tartalék szintje 13 milliárd euró fölé emelkedett. A Monetáris Tanács úgy ítélte meg, hogy a jelenlegi árfolyamrendszer-

⁹ A Jelentés végén található, Világi Balázs: A folyó fizetési mérleg hiánya és a pénzügyi stabilitás összefüggései című tanulmány részletesen is foglalkozik a folyó fizetési mérleg fenntarthatóságának kérdésével.

¹⁰ A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy a külső finanszírozás szerkezete az adott ország fejlettségi szintjétől is függ. A közvetlen tőkebefektetéseknek viszonylag nagyobb a súlya a kevésbé fejlett országok külső finanszírozásában. A felzárkózás során más tételek egyre fontosabbá válnak, és a közvetlen tőkebefektetések aránya mérséklődik. Bővebben lásd a fent említett tanulmányt.

ben indokolt a devizatartalék 9 milliárd euróra való mérséklése, amelynek leghatékonyabb módja a költségvetés nettó deviza hitelfelvételének csökkentése. Ennek megfelelően 2002-ben a költségvetés lejáró devizaadosságának megújítása forintkötvények kibocsátásán keresztül valósult meg. A szándékolt, intézményi csökkentéssel összhangban az optimálisnak tartott 9 milliárd eurónyi tartalékállomány is minden, a nemzetközi befektetők által a gyakorlatban alkalmazott elvárásnak, illetve hűvelykujjszabálynak megfelel (lásd: I-21. ábra).

A fizetőeszköz belső hitelessége szempontjából lehet fontos a tartalék/M0 +sterilizációs eszközök arány. Amennyiben ez az arány meghaladja a 100%-ot, úgy a lehető leghitelesebb rögzített árfolyamrendszer, a valutatanács által megkövetelt tartalék-elvárásnak is megfelel. Bár a mutató az elmúlt másfél évben 120%-ra süllyedt, továbbra is meghaladja a referenciaértéket.

A tartalék/M2 arány is a hazai valuta átválthatósága biztosítékának tekinthető. Ennek a mutatónak a változása ugyanakkor empirikusan néhány válság előrejelzésekor - mint azt az utólagos elemzések kimutatták - jól teljesített. Az euróövezethez később csatlakozó országok a referencia időszakban nem tartottak fenn 20%-nál nagyobb arányt, a felzárkózó országok esetében a megszokott szint 30-40% közé tehető. Bár ez a mutató is romlott az elmúlt időszakban, a jelenlegi 35% körüli érték is megnyugtatónak tekinthető.

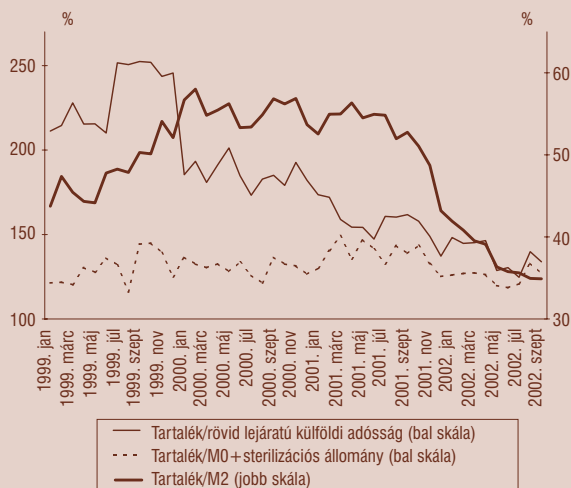
A korábban tartósan 4 feletti tartalék/import arány csökkent az elmúlt két évben, egyrészt a tartalékok mérséklődése, másrészt a dinamikus behozatal-bővülés hatására. Az általánosan elfogadott követelmény általában a háromhavi importot fedező tartalékállomány, amelyet a jelenlegi mintegy 3,5-es arány mérsékelten meghalad. Véleményünk szerint ennek a mutatónak a jelentősége igen csekély, mivel Magyarország esetében a mély európai integráció, a diverzifikált exportszerkezet, a külföldi tulajdonú leányvállalatok jelentős súlya miatt elképzelhetetlen egy olyan exportsokk, ami miatt Magyarország deviza-bevételei elapadnának, míg az importvolumen nem változna.

Annak ellenére, hogy a tavaly májusi teljes deviza-liberalizáció lehetővé tette a külföldi befektetők számára az egy évnél rövidebb állampapírok vételét, továbbra is megnyugtatóan magas, közel 120%-os a tartalék/rövid lejáratú külföldi adósság arány. Ez azt mutatja, hogy a tartalékból akár külföldi forrásbevonás nélkül is kényelmesen finanszírozható lenne a következő egy év teljes adósságszolgálat.

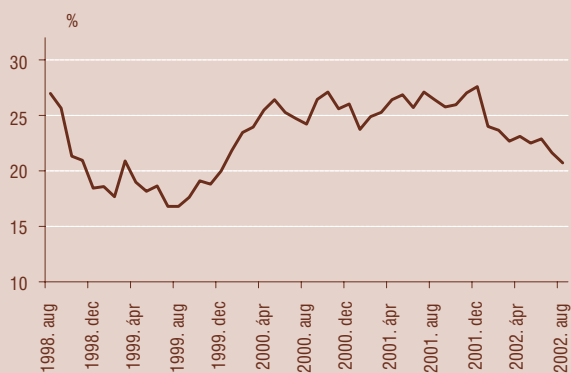
A rövid lejáratú bruttó adósság a teljes bruttó adósságállományhoz képest az év eleje óta némileg csökkent (lásd: I-22. ábra).

A visszaesésben szerepet játszik egy módszertani váltás is, ugyanis 2002. január 1-jén a vállalatok rövid lejáratú külföldi tartozásának egy része átsorolásra került a tulajdonosi hitelek közé. Mindemellett a vállalatok valóságosan is kismértékben csökkentették rövid lejáratú külföldi kötelezettségeiket, vélhetőleg a beruházási kiadások visszafogása miatt. Emellett szerepet játszott a mérséklődésben az MNB kötvény állományának csökkenése, miközben a külföldi befektetők állampapír kereslete továbbra is a hosszabb lejáratú papírok felé irányul.

I-21. ábra: Devizatartalék-mutatók

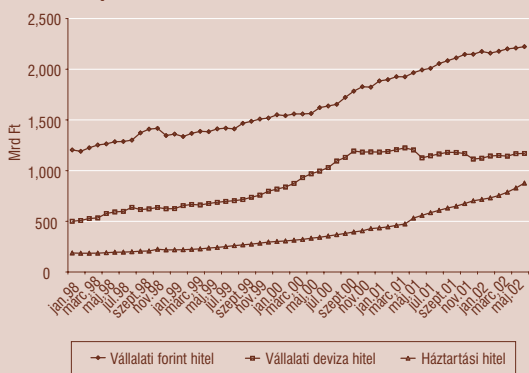


I-22. ábra: Az egy évnél nem hosszabb lejáratú külföldi kötelezettségek Magyarország teljes külső adósságállományának arányában



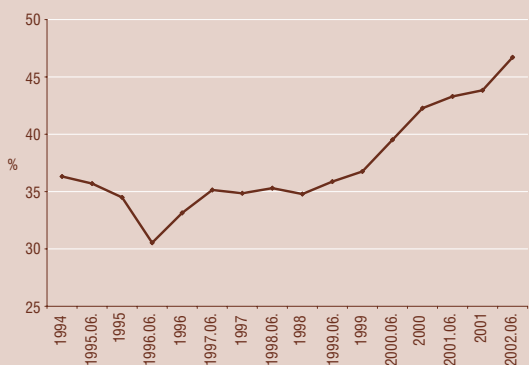
II. A bankrendszer stabilitása

II-1. ábra: A háztartási, a nem pénzügyi vállalati forint- és devizahitelek forintban kifejezett állománya

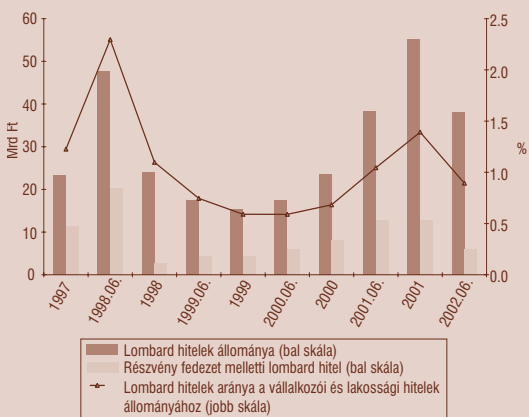


* Az új szektorbontás bevezetése miatt 2001. májusától az egyéni vállalkozók hitelei a háztartási hitelek közt, míg a korábbi időszakokban a vállalati hitelek közt szerepelnek.

II-2. ábra: Vállalati és háztartási hitelek együttes aránya a mérlegfőösszegben belül



II-3. ábra: Lombard hitelek



A dekonjunkturális gazdasági környezetben a vállalati hitelezés növekedési üteme a 2001-et megelőző időszakhoz képest az idei első félévben is mérsékelt maradt. A bankok lakossági piac felé fordulásának, a lakástámogatási rendszer kiszélesítésének, illetve a háztartások jövedelmi pozíciója látványos javulásának köszönhetően a háztartási hitelállomány dinamikus bővülése folytatódott. (II-1 ábra) Ennek eredményeképpen összességében a bankrendszer hitelállománya¹¹ nominálisan 7,5 százalékkal nőtt 2002 első félévében.

A mérlegfőösszeg összességében 1 százalékos növekedése mellett a kockázattal súlyozott mérlegtételek értékének 8,5 százalékos növekedése azt jelzi, hogy a bankrendszer kockázatosabb ügyfelek irányába történő elmozdulásának tendenciája folytatódott. A hitelezés erőteljes bővülése a források közt legnagyobb súlyt képviselő lakossági betétállomány csökkenése mellett történt. A bankok jelentős eszközcsoportosítást hajtottak végre az éven belüli külföldi, illetve jegybanki kihelyezések felől az éven túli ügyfélhitelek irányába. Mindezek eredményeképp a vállalati és háztartási hitelek együttes aránya a mérlegfőösszegben belül jelentősen (csaknem 3%-ponttal) növekedett. (II-2. ábra)

A hitelkockázatot hordozó tevékenységek növekedése a banki hitelállományok növekedése mellett a pénzügyi vállalkozások lízing-, és hitelkihelyezésének rendkívül dinamikus növekedésében is megmutatkozott. Mivel ez a növekedés döntő részben a banki háttérű vállalkozások esetében következett be, konszolidált szinten a hitelkockázat növekedése meghaladja a banki mérlegek elemzése alapján kirajzolódó mértéket. A pénzügyi vállalkozások lízing-, és hitelkihelyezéseivel a speciális témák között részletesen is foglalkozunk.

Az értékpapír-fedezet melletti hitelezés volumene és részaránya az ügyfélhitelekben belül alacsony, így az értékpapír-piaci árbuborék esetleges kialakulásából származó kockázat a bankrendszer szintjén elhanyagolható. Tovább csökkenti a kockázatot, hogy a lombardhitelekben belül a háztartások, illetve nem pénzügyi vállalatok részére, értékpapír-vásárlásra nyújtott hitelek részaránya alacsony (a félév végén mindössze 3%, illetve 10% volt). Óvatos magatartásra utal, hogy a részvényfedezet melletti hitelállomány jelentősen csökkent, mivel a kedvezőtlen nemzetközi pénz- és tőkepiaci folyamatok hatására a hazai részvénypiaci kockázatok is jelentősen megnövekedtek. (II-3. ábra)

¹¹ A hitelállomány magába foglalja a központi költségvetés és egyéb szektor, a vállalkozások és a lakosság hiteleit. Az elemzett intézményi körből továbbra is kihagyjuk az MFB-t és az Eximbankot.

II. 1 Nem pénzügyi vállalatok kockázatai

Jövedelmi helyzet

A nem pénzügyi vállalatok jövedelmi pozíciója nem módosult jelentősebb mértékben 2002 első félévében. A kedvezőtlen gazdasági környezet a vállalatokat a felhalmozási kiadások jelentős csökkentésére ösztönözte, így a szektor lényegében nettó megtakarítóvá vált.

A vállalati szektor pénzügyi helyzetének korábbi megerősödését mutatja, hogy egészen 2000. év végéig a nem pénzügyi vállalatok jövedelmének GDP-hez viszonyított aránya fokozatosan emelkedett, a finanszírozási igény pedig úgy csökkent, hogy beruházási hajlandóság növekedett. 2001-től kezdve viszont a gazdasági környezet romlása miatt a felhalmozási kiadások csökkenése is hozzájárult a vállalati szektor mérséklődő eladósodottságához. Eközben a vállalatok jövedelmi helyzete GDP arányosan lényegesen nem változott. A szektor rendelkezésre álló jövedelmének növekedése tehát a GDP bővülésével nagyjából megegyezett.

A nem pénzügyi vállalati szektor rendelkezésre álló jövedelmének GDP-hez viszonyított aránya valószínűleg jelentősebb mértékben 2002-ben sem módosul¹². A külső kereslet vártnál lassabb élénkülése, illetve a meglévő kapacitások a jövőbeli megrendelésekhez viszonyított még mindig magas aránya a felhalmozási, beruházási kiadások további csökkenését okozza. Ennek következtében a racionálisan cselekvő nem pénzügyi vállalati szektor lényegében nettó megtakarító maradhat.

Kereskedelmi célú ingatlanok

A vállalatok ingatlanvagyonán belül kitüntetett szerepet kell tulajdonítani a kereskedelmi célú épületek áralakulásának a banki kockázatok feltárása szempontjából.

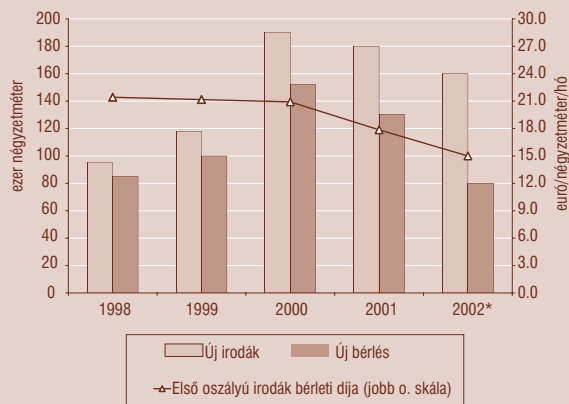
Az irodapiacra továbbra is erős túlkínálat mutatkozik, ami jellemzően az értékesítési árak és a bérleti díjak csökkenéséhez vezet. Bár a kínálat növekedési üteme 2000. után enyhén mérséklődni kezdett, az új építésű irodák iránti kereslet dinamikája gyorsabban csökkent (II-4. sz. ábra).

Ez a tendencia az idei év első félévében is folytatódott. A keresletnek a kínálattól való elmaradását jól mutatja, hogy az új építéseknek csupán a felét bérelték ki ezen időszakban, minek következtében a kihasználatlansági ráta tovább emelkedve 23% fölé kúszott, illetve az átlagos bérleti díjak 12-15 euró/négyzetméter/hó-ra estek. Összehasonlításképpen, a bérleti díjak 2001. előtt még 20 euró fölött, míg a kihasználatlanság 20% alatt mozgott. Az értékesítési árak is megsínylették a ma már átmenetinek nem mondható túlkínálatot, a használt irodapiacra 3%-kal, míg az új építésűeknél 3-4%-kal mérséklődtek¹³. A még mindig jelentősnek mondható fejlesztési munkák miatt elképzelhető, hogy a következő évben az irodapiac közepesen telítetté válik, ami a közeljövőben sem valószínűsíti az ingatlanárak inflációt meghaladó emelkedését, illetve a bérleti díjak újbóli növekedését.

¹² Lásd a Jelentés az infláció alakulásáról 2002. november

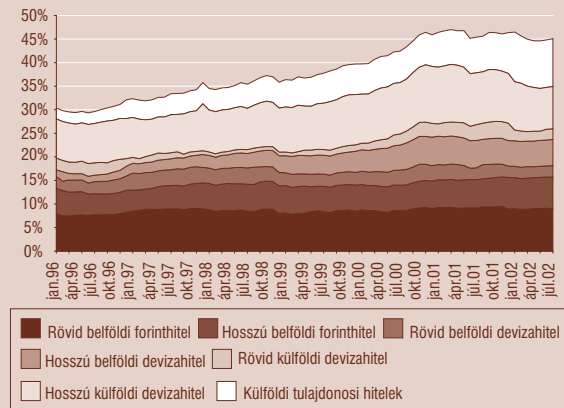
¹³ GKI és Wallis Ingatlan Rt. felmérése

II-4. ábra: Irodaterületek és bérleti díjak Budapesten

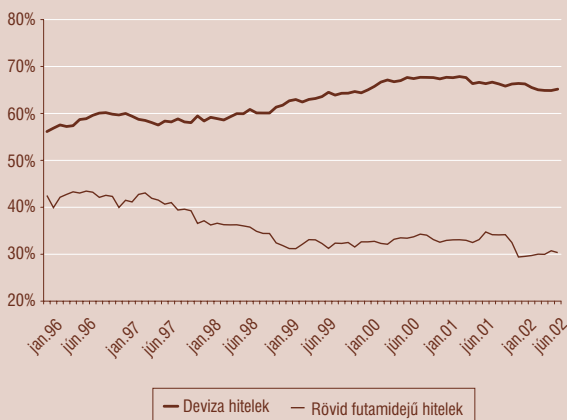


Forrás: DTZ Hungary
*előrejelzés

II-5. ábra: Nem pénzügyi vállalatok hitelszerkezete a GDP százalékában



II-6. ábra: A nem pénzügyi vállalatok számára árfolyam és likviditási kockázatot jelentő hitelek aránya a teljes állományon belül



Az irodapiac mellett azonban a kiskereskedelmi üzlethelységek piaca is veszélyforrást jelenthet. Sok üzlettípusnál még mindig nagyon erős az építkezési hajsz, és a „hipermarketgyártás” lendülete is szinte töretlennek mondható. Bár a háztartások jövedelmi helyzete látványosan javult az elmúlt időszakban, amihez a termékek iránti kereslet gyorsan alkalmazkodni tudott, az üzletszám további növekedése kockázatokat hordozhat.

Eladósodottság

Rendszerstabilitás szempontjából a hazai vállalati szektor eladósodottságát továbbra sem ítéljük kockázatosnak annak ellenére, hogy az elmúlt években a tőkeáttétel gyorsan emelkedett, hiszen a finanszírozáson belül a saját tőke szerepe még mindig a fejlett piaci átlag felett maradt.

Sőt, hazánkban a nem pénzügyi vállalati szektornak a pénzügyi közvetítőrendszerrel, illetve a tulajdonsokkal szembeni eladósodottságának növekedése megtorpant az elmúlt egy évben, amit önmagában kedvező folyamatnak értékelhetünk. A hitelállomány hazai pénzben kifejezve a GDP 45%-a körül stabilizálódott (II-5. ábra), ami a forint tavaly évi erős felértékelődése mellett annak volt köszönhető, hogy a nem pénzügyi vállalati szektor lényegében nettó megtakarítóvá vált 2002 első felévére.

Folytatódott a hitelszerkezet átalakulása is. A devizában denominált hitelekben belül további eltolódás figyelhető meg a forrásbevonás szempontjából sokkal rugalmasabb tulajdonosi hitelek felé, a külföldi bankhitelek rovására. Ezt a folyamatot tovább erősítette, hogy a természetes fedezettel rendelkező multinacionális cégek rövid távú devizahitel kereslete a visszaeső exportdinamika miatt 2001 eleje óta mérséklődik. Így kedvező módon tovább emelkedett az adósság átlagos futamideje is. Sőt 2002 első felévére az 1 évnél rövidebb futamidejű nem pénzügyi vállalati hitelek aránya az összes hitelállományon belül 30%-ra csökkent (II-6. sz. ábra), ami lényegében megegyezik az Európai Unió átlagával¹⁴.

Negatív tendenciaként értékelhető azonban, hogy az összes hitelállományon belül csak lassan csökken a devizahitelek részaránya (2000-ben 67,6%-ot, addig 2002 első felévében 65%-ot tett ki), annak ellenére, hogy a tavalyi évtől kezdve a természetes fedezettel nem rendelkező vállalatok árfolyamkockázata a forint sávjának kiszélesítésével megnövekedett.

Belföldi banki hitelkockázat

A dekonjunkturális gazdasági környezet a nem pénzügyi vállalati hitelek alacsony növekedését eredményezte 2002 első felévében. A bankok a vállalati szektorral szembeni erős elkötelezettségét azonban jelzi, hogy a hitelállomány 4%-kal bővült, míg a mérlegfőösszeg lényegében stagnált.

A hitelezésen belül kis mértékű eltolódás tapasztalható, a főleg devizában denominált hosszú futamidő irányába. Ez lényegében a konjunkturaszakaszát élő jellemzően euróban eladósodó építőiparnak (ingatlan és autópálya építések), illetve a telekommunikációs fejlesztéseknek volt köszönhető. A rövid devizahitelek dinamikavesztése a multinacionális cégek csök-

¹⁴ Meg kell jegyezni azonban, hogy az éven túli hitelek átlagos hátralevő futamideje az EU-ban még mindig a többszöröse a hazainak.

kenő forgóeszköz finanszírozásával, míg a forinthitelek mérséklődő növekedési üteme nagyrészt a hazai vállalatok felhalmozási hajlandóságának romlásával magyarázható. Ennek alapján a 2002 első félévében a devizahitelek forintban kifejezett aránya az összes vállalati hitelen belül kis mértékben 34,1%-ról 34,5%-ra emelkedett. Lejárati struktúra alapján, az éven túli rész újra lassú növekedésnek indult, aránya az összes állományon belül 55,1%-ról 55,6%-ra módosult.

A finanszírozott vállalatok méretstruktúráján belül egyre erősebb a kisebb vállalatok hitelezésének előretörése. A hitelkereslet oldalon, a kis és középvállalatok (KKV) számának növekedése, így a finanszírozási szükségletük emelkedése ösztönözte, míg a hitelkínálat oldalon a nagyvállalati piacot jellemző telítettség kényszerítette a bankokat, hogy 2001-től kezdve a hitelezésen belül egyre jobban a kisebb vállalatok felé forduljanak. Lényegében tehát elkezdődött a hitelállományok a KKV-k gazdasági, illetve munkaerő-piaci súlyához történő gyors felzárkózása (II-7. ábra).

A KKV hitelek bővülésének dinamizmusa 2002 első félévében is kitartott. Míg a nagyvállalatok hitelállománya 3,5%-kal mérséklődött, a kisebb méretű vállalatoké 16,8%-kal emelkedett, aminek következtében KKV hitelek aránya az összes állományon belül 37%-ról 42%-ra ugrott. Különösen fontos megemlíteni, hogy az élesedő verseny miatt a közepes méretű vállalatok hitelezése 22%-kal, a támogatások következtében a mikrovállalatok hitelezése pedig 20%-kal emelkedett a félév során. A kisvállalatok hitelei a teljes vállalati hitelezéssel megegyező ütemben bővültek.

Bár a kis és közepes méretű vállalatok gyors térnyerése a hazai hitelezésen belül főleg a jelen gazdasági környezetben megnöveli a banki kockázatokat, a gazdaság fejlettségi fokával párhuzamban, illetve a gazdaságpolitikai prioritásnak köszönhetően (a kisebb vállalatok gazdasági súlyának növelése) a KKV-k finanszírozása hazánkban valószínűleg továbbra is meg fogja haladni a vállalati hitelállomány átlagos bővülési ütemét.

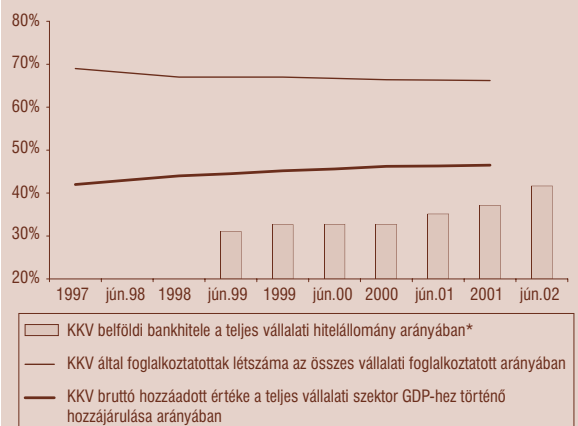
Figyelembe véve, hogy a vállalati hitelek diverzifikációja nem javult az elmúlt félévben a csökkenő hitelkamat-felárak egyre kisebb fedezetet nyújthatnak a dekonjunkturális gazdasági folyamatok miatt várhatóan megnövekedő portfólióvesztésekre.

A kockázati felár az egy éve még stabilnak tekinthető 1-1,5%-os szintről jelentősen lecsökkent a második negyedévben (II-5. ábra), mivel a hitelkamatok késve, illetve csak részben követték a májusi 50 bázispontos jegybanki kamatemelést, illetve a bankközi piac által már júniusban beárazott további szigorítást. (GMU országaiban a vállalati hitelek átlagos kamatfelára továbbra is magasabb, 1-2% között szóródott az elmúlt években.) Vélhetően a kockázatok megnövekedése ellenére a nagyon erős verseny a kamatok alakításában késlekedésre ösztönzi a résztvevőket.

A közeljövőben viszont a kamatfelárak mérsékelt emelkedésére kell számítani, hiszen a bankközi és a piaci kamatok, ha lassan is, de kikényszerítik a betéti kamatok, s így a hitelkamatok nagyobb növelését. Másrészt egy bizonyos határon túl a kockázatok emelkedése is arra ösztönzi a bankokat, hogy a szoros verseny ellenére a felárakban érvényesítsék a veszélyforrások várható hatásait.

A vállalati devizahitelek állománya 5,2%-kal bővült az első félévben. A növekedés fő oka a hitelezési aktivitás erősödésében

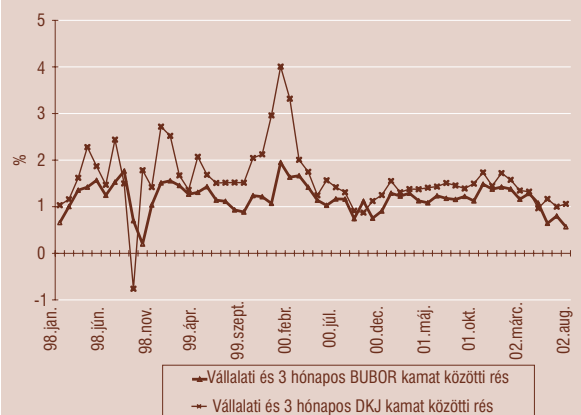
II-7. ábra: A kis és közepes méretű vállalatok gazdasági, munkaerő-piaci súlya és belföldi banki finanszírozása



* A kis és közepes méretű vállalatok hitelállományi adatai csak 1999 félévétől érhetők el

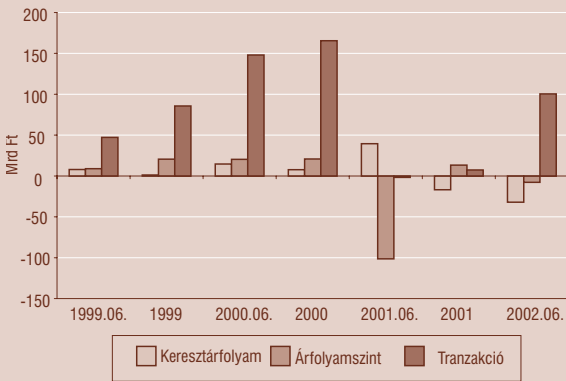
Forrás: APEH adatbázis

II-8. ábra: Kockázati felárak*

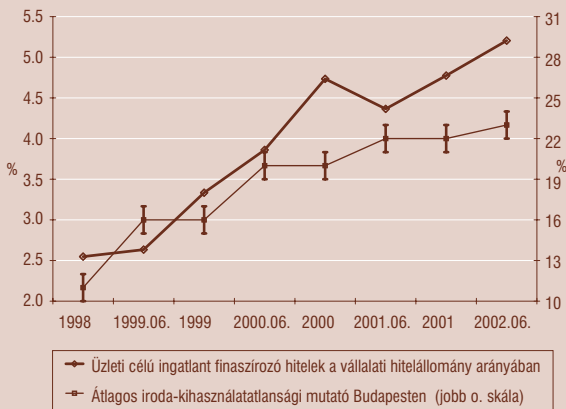


* A hitelezés forrását a bankok eszközcsoportosítással, illetve bankközi piacról fedezték az első félévben, így minkét féle felárat érdemes vizsgálni.

II-9. ábra: A nem pénzügyi vállalati devizahitelek változásainak összetevői (félévente kumulált hatások)



II-10. ábra: Ingatlanfejlesztési hitelek



*Üzleti célú ingatlanok építésére és fejlesztésére nyújtott hitelek.
Forrás: DTZ Hungary

keresendő, hiszen a volumenváltozás 8,7%-kal járult hozzá a devizahitelek emelkedéséhez. A keresztárfolyam változása önmagában -2,8%-kal, míg az árfolyamszint változása csak kis mértékben, -0,7%-kal csökkentette az állományt (II-9. ábra). Ez lényegében a forint euróval szembeni kis mértékű felértékelődése mellett a dollár nagyarányú gyengülésének volt köszönhető.

A vállalati szektor stabilitása szempontjából kedvező folyamatnak tekinthető, hogy a devizahitelek átlagos futamideje tovább növekedett. Az első félévben az állomány-növekedés szinte teljes egészében hosszú lejáratú volt. Ennek eredményeként az éven túli vállalati devizahitelek nagysága megközelítette a teljes állomány háromnegyedét. Az ingatlanépítési és fejlesztési hitelek további erősödésével összhangban, illetve az a dollár jelentős értékvesztése miatt az első félévben az euróban denominált hitelek részaránya az összes devizahitelen belül 67%-ról 75%-ra szökkent.

Az üzleti célú ingatlanfejlesztési hitelek további, dinamikus bővülése volt megfigyelhető az első félévben. A forint felértékelődésből fakadó átmeneti ütemvesztést kiheverve az állomány újra emelkedni kezdett az elmúlt egy évben, mely teljes egészében a tranzakció növekedéséből fakadt. 2002 első félévére az üzleti célú ingatlanhitelezés a teljes vállalati hitelezés 5,2%-ra rúgott (II-10. ábra).

Bár a többségében az irodák, üzletközpontok építésére és fejlesztésére felvett hitelek jelentősége a banki hitelezésen belül még mindig elenyésző, az üzleti célú ingatlanhitelek tényre növekvő kockázatot jelenthet a pénzügyi közvetítő rendszer számára. A szinte teljes egészében deviza alapú üzleti célú ingatlanfejlesztési hitelek természetes fedezeteként szolgál a többségében euróban denominált bérleti díjak. A jelentős túlkínálat miatt emelkedő iroda kihasználatlansági ráták, illetve a gyorsan csökkenő bérleti díjak azonban leronthatják a hitelminőséget, megnövelhetik az ingatlanfejlesztési hitelek értékvesztését.

Addicionális kockázatot hordozhat, hogy az állomány orosz-lánrésze (70%-a) változatlanul három nagybanknál jelentkezik, ahol az ingatlanhitelek részaránya a teljes vállalati hitelportfólión belül csaknem duplája a bankrendszer arányának, s így az ingatlanágazat profitabilitásának várható csökkenése koncentráltan csapódhat le. Továbbá növekvő veszélyforrást jelenthet az is, hogy az ingatlancégek a nettó árbevételük várható csökkenése ellenére (reálértéken gyorsabban növekvő építési anyag és bérköltségek, mint ingatlanárak) továbbra sem vonulnak vissza a piacról, hanem bíznak a jövőbeli felfutásban, illetve a spekulatív építkezések is folyamatosan zajlanak, ami az árborékok kialakulásához vezethet. Sőt az a tendencia figyelhető meg, hogy bár egyre kevesebb cég építkezik, összességében a felhúzott épületek alapterülete tovább növekszik. Pozitív fejleményként említhető azonban, hogy a bankok a veszélyforrásokat kezdi felismerni, magasabb önrész-követelmény (30%) mellett jelenleg addig nem vállalják az új projektek finanszírozását, amíg az ingatlanok bérelhető területének legalább 30-50%-ra nem írtak alá előbérleti szerződést.

A vállalati piacot továbbra is kiélezett verseny jellemzi, hiszen a koncentráció növekedése ellenére¹⁵ a kamatfelárak nem

¹⁵ Meg kell jegyezni azonban, hogy a nagyobb bankoknál a koncentrációs mérőszám a piaci részesedés négyzetre való emelésével a tényleges eloszlásnál nagyobb súlyt tulajdonít.

emelkednek. Az elmúlt félévben a vállalati hitelpiac további koncentrációja már nem a tavalyi fúziók hatásának tudható be, hanem az egyes bankok egyre erősebb termékpiaci aktivitásának köszönhető (kis-középvállalati hitelezés, projektfinanszírozás). A koncentrációs mérőszám ennek következtében megközelítette a 1000-et¹⁶ az első félév végére (II-11. ábra). Érdekesképpen említhető, hogy a mérlegfőösszeg és a vállalati betétpiac koncentrációjának emelkedése megállt. Hosszabb távú folyamatnak tekinthető, hogy a bankkonszolidáció a koncentráció további emelkedéséhez vezethet.

A vállalati hitelek ágazati megoszlására a gazdaság strukturális átalakulása is rányomta bélyegét. A kedvezőtlen dekonjunkturális gazdasági környezet, illetve bizonytalan növekedési kilátások a vállalatokat a beruházások elhalasztására ösztönzik. Ennek eredményeként az összes hitel belülről csökkent a termelői szektor részaránya a szolgáltatói szektor javára (II-12. ábra).

A gépipar, kőolajfeldolgozás, vegyipar hitelportfolióban betöltött szerepe csökkent. A megelőző időszak tendenciáinak megfelelően az élelmiszeriparban működő vállalatoknak nyújtott hitelek aránya is esett. Egyedül az ingatlan és az ehhez szorosan kapcsolódó szolgáltatói piacon jelentkezett expanzió a hitelezési aktivitásban. Ennek alapján az első félévben lényegében csak az építőipar, illetve a pénzügyi tevékenységgel, ingatlanüggyekkel, gazdasági szolgáltatásokkal foglalkozó ágazatok részaránya növekedett a teljes állományon belül. A kereskedelem súlya változatlan maradt a bankok aggregát hitelportfoliójában. A hiteldiverzifikáció ilyen irányú elmozdulása az ingatlanágazat várhatóan csökkenő profitabilitása, illetve az árbuborékok kialakulásának veszélye miatt összességében nem tekinthető kedvező fejleménynek annak ellenére, hogy a bankrendszerben továbbra sem tapasztalható erős ágazati koncentráció.

A világgazdaság és főleg az európai gazdaság teljesítményével kapcsolatos jelentős bizonytalanság várhatóan a hazai vállalatokat továbbra sem ösztönzi majd nagyfokú költsékezésre a közeljövőben, miközben a szektor jövedelmi pozíciójában sem várható javulás. A banki portfóliók értékvesztésének növekedése, illetve a banki likviditás egyre feszesebbé válása ugyancsak fékezheti a vállalati hitelaktivitást a következő időszakban.

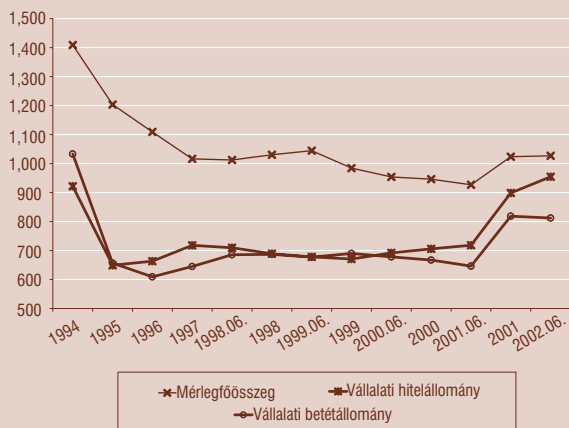
Bár a bankrendszer meglévő vállalati hiteleinek kockázata továbbra sem értékelhető jelentősnek a hazai vállalatok a fejlett piacokénál mérsékelt eladósodottsága miatt, a feldolgozóipar jövedelmezőségének ciklikus romlása (2001-ben a feldolgozóipar jövedelmezősége egyharmadával csökkent és idén sem várható javulás), illetve az ingatlanágazatban eszkalálódó spekulációs nyomás, a természetes fedezetek gyengülése növekvő veszélyforrást hordozhat.

Függő kötelezettségek

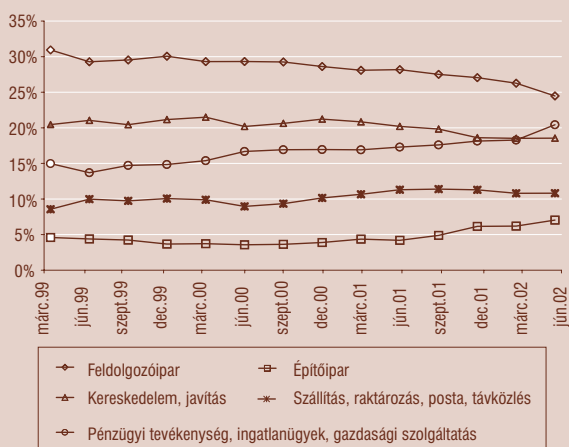
A vállalati ügyfelekért folyó kielezett versenyben a függő kötelezettségek vállalása továbbra is dinamikus emelkedett. Az

¹⁶ A piaci koncentráció fokát a Herfindhal-Hirschman Index (HHI-index) nagysága alapján három részre bonthatjuk:
 1000 alatti HHI: nem koncentrált vagy „atomisztikus” piac
 1000 és 1800 közötti HHI: moderáltan koncentrált piac
 1800 fölötti HHI: erősen koncentrált piac

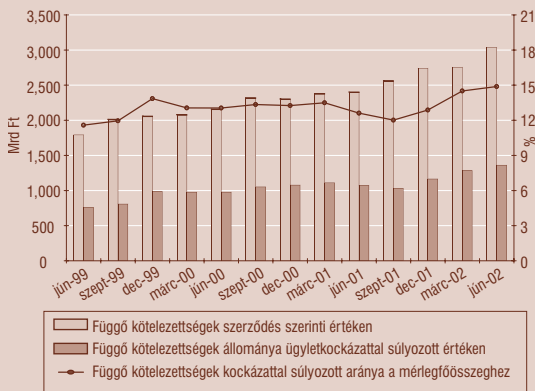
II-11. ábra: A nem pénzügyi vállalati hitelek és betétek, illetve a mérlegfőösszeg piaci koncentrációja



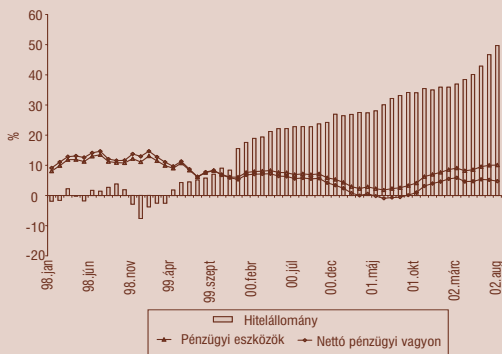
II-12. ábra: A nem pénzügyi vállalati hitelek ágazati megoszlása



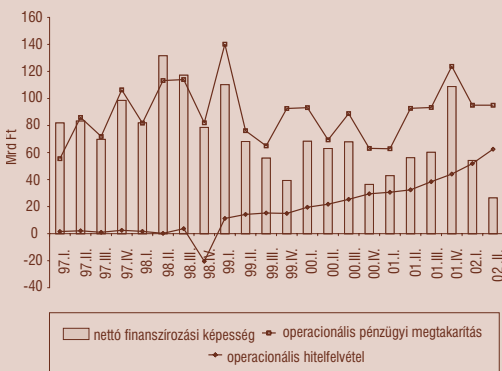
II-13. ábra: A bankrendszer függő kötelezettségeinek alakulása



II-14. ábra: A pénzügyi eszköz- és hitelállomány éves reálváltozása

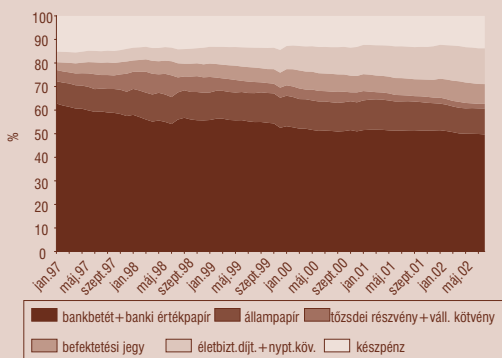


II-15. ábra: A nettó finanszírozási képesség alakulása negyedévente*

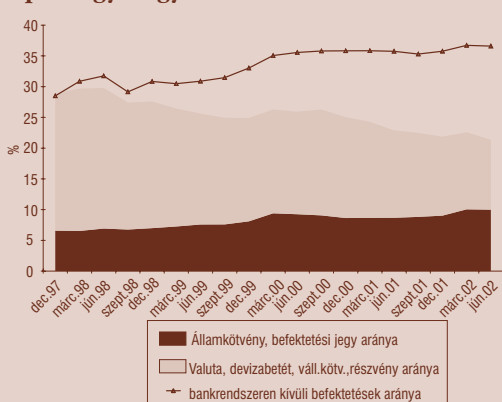


* Szezonálisan igazított, 1997 eleji összehasonlító áron számolt adatok

II-16. ábra: A pénzügyi vagyon szerkezete



II-17. ábra: A bankrendszeren kívüli megtakarítások és a kockázatos eszközök aránya a pénzügyi vagyonon belül



állomány szerződés szerinti értéke 2002 I. félévében 8,9% ponttal haladta meg a mérlegfőösszeg bővülését. A függő kötelezettségek ügyletkockázattal súlyozott értéke 16,8%-kal növekedett, a teljes kockázattal (ügylet és ügyfél) súlyozott állománynak a mérlegfőösszeghez viszonyított aránya pedig 14,9%-ra ugrott (II-13. ábra).

A függő kötelezettségek kockázati megítélésének romlását negatív folyamatnak tekintjük. A teljes kockázattal függő kötelezettségek állománya közel 30%-kal bővült, melyen belül az éven belül feltétel nélkül nem felmondható hitelkeret nagysága több mint 50%-kal gyarapodott. Az alacsonyabb kockázattal ügyletek állománya kis mértékben csökkent, míg a kockázatmenteseké 10%-kal emelkedett. A függő kötelezettségeken belül továbbra is a forintban denominált garanciák, illetve hitelkeretek a meghatározók (80%).

II. 2 Háztartások kockázatai

Jövedelmi helyzet

2002 első félévében a háztartások nettó reáljövedelmének növekedési üteme jóval magasabb volt a korábbi években tapasztaltaknál, ami részben a parlamenti választásokkal hozható összefüggésbe, részben pedig a sávszélesítést követő inflációcsökkenésnek köszönhető. A fogyasztás bővülésének dinamikája ebben az időszakban is egyenletesebben alakult, viszont a felhalmozási kiadások a lakástámogatási rendszer újabb szélesítése¹⁷ következtében jelentősen megnövekedtek, így a megtakarítási ráta csökkent. Az év eddig eltelt időszakában tapasztalható alacsony pénzügyi megtakarítási hajlandóság lesz várhatóan jellemző a közeljövőben is.

A nettó pénzügyi vagyon 2002 első félévi kiegyensúlyozott növekedési üteme két ellentétes hatás eredménye. A reáljövedelmek jelentős bővülésének köszönhetően a pénzügyi eszközök növekedése ellensúlyozni tudta a meglévő hitelállomány-növekedést. (II-14. ábra) A közeljövőben azonban a nettó pénzügyi vagyon növekedési ütemének lassulását várjuk, sőt csökkenését is elképzelhetőnek tartjuk, tekintettel a reáljövedelmek vélhetően visszafogottabb jövőbeni bővülésére, illetve a felhalmozási kiadások várható alakulására. Ezt támasztja alá a háztartások nettó finanszírozási képességének 2002 első félévi alakulása is. (II-15. ábra)

A pénzügyi megtakarítások szerkezete

A bankrendszeren kívüli megtakarítási formák felé történő elmozdulás –másfél éves megtorpanás után- 2002 első félévében folytatódott. Jellemző a nyugdíjpénztári és életbiztosítási megtakarítások folyamatos térnyerése, mely tendencia hosszú távú fennmaradása várható. (II-16. ábra) A portfólió kockázata évek óta egyértelműen csökken, köszönhetően a részvények egyre kisebb súlyának, illetve a devizabetét-állomány sávszélesítést követő folyamatos csökkenésének.¹⁸ (II-17. ábra)

¹⁷ 2002 márciusától a támogatások már használt lakások vásárlására is igénybe vehetők.

¹⁸ A 2001 végi átmeneti emelkedés egyértelmű oka a tagvaluták euróra cserélése.

A háztartások pénzügyi megtakarításainak közel felét kitevő banki betéteken belül a devizabetétek relatív súlyának évek óta tartó csökkenő tendenciája a sávszélesítést követően felgyorsult. (II-18. ábra) A devizabetét állomány 2001 második félévi csökkenése a forint erősödésének köszönhető, míg a 2002 első félévi csökkenést már nagyobb részben a tranzakciós hatás okozta. Az árfolyamkockázat sávszélesítésből eredő megnövekedése, illetve az infláció csökkenése egyaránt a devizabetétek leépítése irányába hatott, hosszabb távon a csökkenő tendencia folytatódását várjuk.

Eladósodottság

A háztartások eladósodottsága és kamatterhe¹⁹ az 1998. évi mélypont óta folyamatosan emelkedik, de még mindig messze elmarad a fejlett országokra jellemző értékektől²⁰. A háztartási hitelezés kockázatai szempontjából kedvező, hogy a relatív eladósodottság jelentős mértékű növekedésénél jóval szerényebb mértékben nő a relatív kamatterh. (II-19. ábra) Ez köszönhető a magasabb kamatú fogyasztási és egyéb hitelek csökkenő súlyának a hitelportfolión belül, továbbá a támogatott hitelek egyre nagyobb részarányának az építési hitelekben belül. (II-20. ábra) A támogatott hitelek háztartások által fizetendő alacsony kamata természetesen nem jelent egyúttal alacsony kockázati felárat is a hitelintézetek számára, ami a hitelkockázatok fedezete szempontjából kedvező.

Banki hitelkockázat

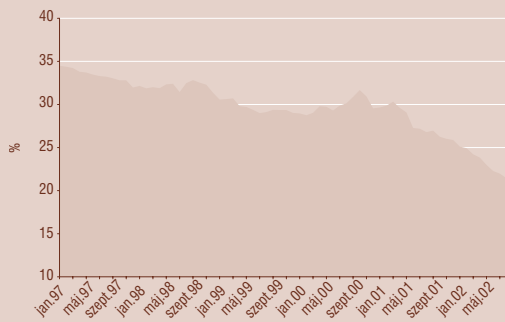
A háztartási hitelezés több éve tartó egyre dinamikusabb bővülése folytatódott 2002 első félévében. A bankrendszer háztartási hitelállománya fél év alatt 24,9 százalékkal bővült (2001 első félévében az egyéni vállalkozók nélkül 20,6 százalékkal). (II-21. ábra) A hitelállomány csaknem teljes egésze (96,6 százaléka) forinthatel, az éven túli hitelek részaránya a lakáshitel állomány felfutásával párhuzamosan 2002 első félévében 2 százalékponttal nőtt (90 százaléka).

A teljes háztartási hitelállományt tekintve az erőteljes expanzió ellenére a koncentráció csökkenése meglehetősen magas szinten torpant meg. (II-22. ábra) A megtorpanásnak több oka is van. Egyrészt a megelőző időszakokban tapasztalható, viszonylag gyors ütemű koncentráció-csökkenés részben a korábban döntő részarányt képviselő fogyasztási és egyéb hitelek gyors bővülésének volt köszönhető, ami az utóbbi időben alábbhagyott. Ezen a részpiacon a koncentráció viszonylag hatékony szinten állapodott meg. Másrészt a pusztán egy-két éve kezdődő lakáshitel expanzió és az ezzel együtt járó koncentráció-csökkenés a lakáshitel állomány korábban kis súlya, illetve a koncentráció még mindig nagyon magas szintje miatt kevésbé éreztette hatását a teljes háztartási állomány koncentrációját tekintve. (II-23. ábra) A lakáshitelek súlyának jelentős növekedése miatt a jövőben ezen részpiac alakulása egyre jobban befolyásolni fogja a teljes hitelállományra vonatkozó koncentrációt. Ezen túlmenően a bankrendszer konszolidálódási folyamata alakítja - vélhetően növeli - majd a koncentrációt. A betétgyűjtés területén több éve tapasztalható lassú koncent-

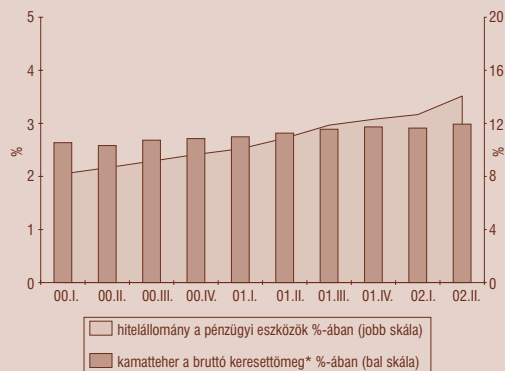
¹⁹ A háztartások jövedelmére vonatkozóan 2000 utáni adatok nem állnak rendelkezésre, ezért a kamatterhet a bruttó keresetösszeghez viszonyítjuk

²⁰ Meg kell jegyezni, hogy a háztartások tőketörlesztésen kívüli terhe a kezelési és egyéb költségek, díjak, jutalékok miatt magasabb a kamatterhénél.

II-18. ábra: Devizabetét-állomány a forintbetétek arányában

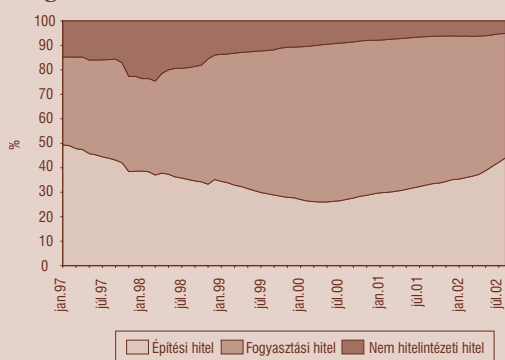


II-19. ábra: A háztartások relatív hitelállománya és kamatterhe*

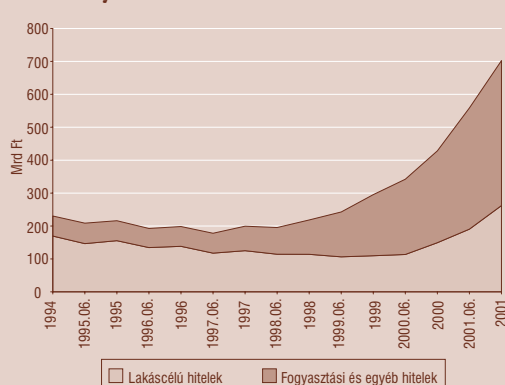


* havi kamatterhek becslést értékei

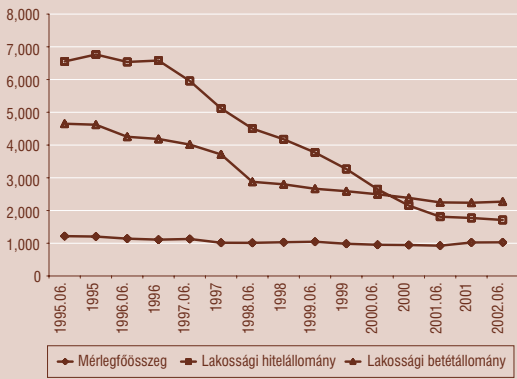
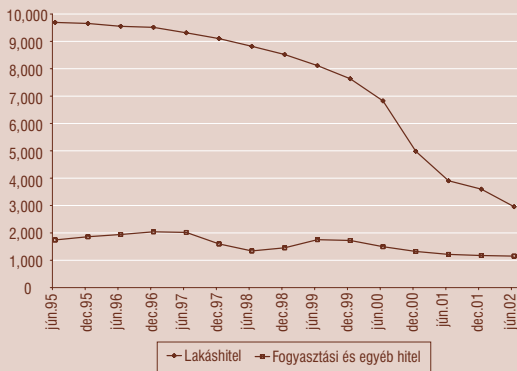
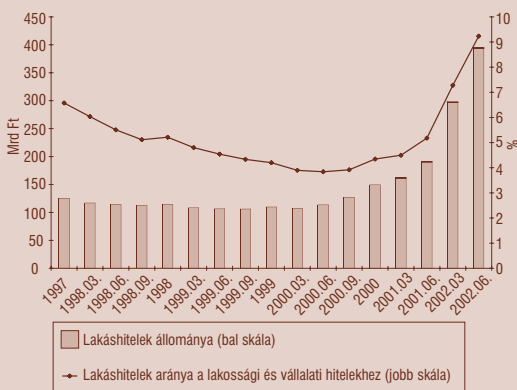
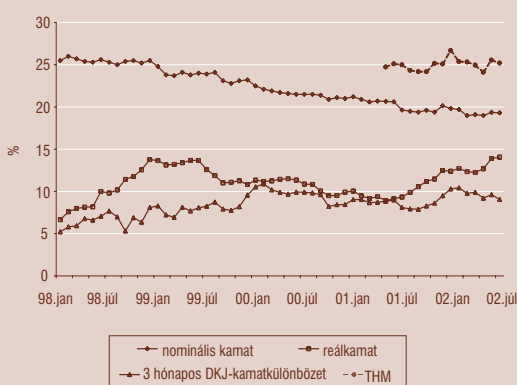
II-20. ábra: A háztartások hitelállományának megoszlása



II-21. ábra: Lakosság (háztartások) bankhitel-állománya*



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

II-22. ábra: A lakossági bankhitelek és betétek piaci koncentrációja (Herfindhal-index)**II-23. ábra: A banki lakáshitelek, illetve a fogyasztási és egyéb hitelek piaci koncentrációja (Herfindhal-index)****II-24. ábra: Lakáscélú (jelzálog típusú) bankhitelek****II-25. ábra: A nem lakáscélú bankhitelek nominális és reálkamata, illetve kamatkülönbözete a DKJ hozamához képest**

ráció-csökkenés szintén meglehetősen magas szinten látszik stabilizálódni.²¹

A lakáscélú, jelzálog típusú hitelek állománya alapvetően az állami lakástámogatások következtében két éve rendkívül dinamikusan nő. Az idei első féléves kiugró mértékű (50 százalékos) növekedés a támogatások használt lakásokra való márciusi kiterjesztésének következtében döntően a második negyedévre, és a támogatott hitelekre koncentrált. Ez tükröződik a piaci feltételű hitelfolyósítások csökkenésében, illetve a támogatott hitelek javára történő jelentős arányeltolódásban.

A lakáscélú, jelzálog típusú hitelek részaránya a vállalati és lakossági hitelekben belül az állomány felfutásával párhuzamosan folyamatosan nő, 2002 első félévében a növekedési ütem jelentősen gyorsult.²² (II-24. ábra) 2002 félév végén a lakáshitelek a háztartási hitelek 45 százalékát tették ki, míg az öt legnagyobb bank esetében 59 százalékát.

A fogyasztási és egyéb hitelek állománya az év első felében 10 százalékkal nőtt, csökkenő dinamikát mutat. Ez részben annak köszönhető, hogy az „autóshitelezés” egyre inkább átveszi a bankok lízingcégeihez. A finanszírozási lánc meghosszabbodásából fakadóan ezen állományok a banki mérlegekben nem fogyasztási hitelként, hanem pénzügyi vállalkozásnak nyújtott hitelként jelennek meg. A nominálkamatok lassú csökkenése az utóbbi egy évben megállt, az átlagos THM meglehetősen magas szinten, 25% körül ingadozik. A fogyasztási és egyéb hitelek kamata és a kockázatmentes piaci hozamok közötti különbség az óriási keresletnek köszönhetően 1998-2000. között nőtt, azóta 8-10% között mozog. A bankok árazási gyakorlatának megfelelő és a háztartások által vélhetően figyelembe vett egyidejű reálkamattal 1999-2000 féléve közti csökkenése, majd az ezt követő emelkedése összevetve a hitelállomány növekedési ütemének utóbbi időben bekövetkező csökkenésével a lakosság kamatérzékenységének erősödéséről árulkodhat. (II-25. ábra) A fogyasztási és egyéb hitelek hazai reálkamata számottevően meghaladja az euróövezetbeli szintet. A hitelállomány döntő többsége forintban denominált, az éven túli hitelek részaránya több éve 82 százalék körüli.

A nettó pénzügyi vagyon növekedési ütemének várható lassulása, esetleges átmeneti csökkenése bizonyos szintig a strukturális alkalmazkodási folyamat természetes velejárója. A kockázatok szempontjából kedvező, hogy az eladósodottság növekedésénél szerényebb mértékben nő a kamatterher. Kedvező az is, hogy a háztartások megtakarításain belül csökken a kockázatosabb eszközök aránya. A háztartási hitelállomány, azon belül a támogatott lakáshitelek egyre dinamikusabb bővülése ellenére a koncentráció ezen ügyfélszegmensben továbbra is nagy. A telítetlen piac a bankok számára lehetővé teszi meglehetősen magas kockázati felárak alkalmazását, ami -

²¹ Meg kell jegyezni, hogy a koncentráció számítását jelentősen befolyásolhatja az, hogy adott bank leánybankját külön kezeljük-e, vagy sem. Ezen kívül a háztartási hitelezés és betétgyűjtés koncentrációjának Herfindhal index-szel számított szintje a teljes vizsgált időszak alatt jóval alacsonyabb lenne, ha az összességében jelentős, de egyenként kis háztartási állományokkal rendelkező takarékszövetkezeteket is figyelembe vennénk a kalkuláció során.

²² A lakáshitelezés kockázatairól, a hitelkamatokról, az ingatlanárak alakulásáról, illetve az ingatlanpiaci árbuborék esetleges kialakulásának kockázatairól I. Lakáshitelezés intézményi struktúrái, kockázatai c. tanulmányokat.

a támogatott lakáshiteleket kivéve jelentős többletterhet jelent a lakosság számára. Ugyanakkor a hitelexpanziót nem követte az ingatlanárak növekedése, ami kedvező az ingatlanpiaci árbuborék kialakulásának kockázata szempontjából.

II. 3 A portfólió minősége

A minősített portfólió aránya a teljes portfólión belül csökkenő tendenciát mutat, értéke 2002. júniusára „történelmi” mélypontját érte el, 6,8%-ot. (II-26. ábra) A trendet a 2001. végi adatok törlik meg, ezt a külön figyelendő tételek megugrása okozza, mely az egyik nagybank minősítési gyakorlatában történő változásra vezethető vissza.

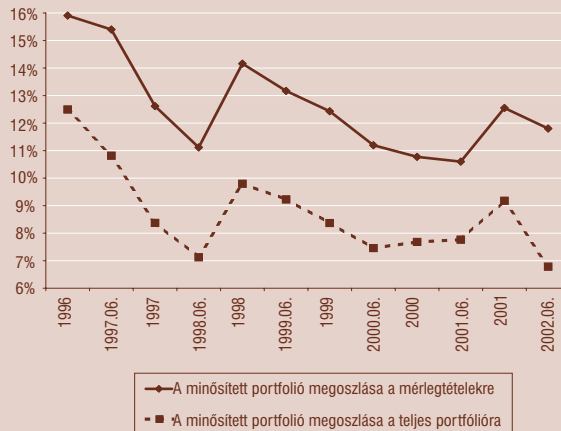
A rendszerkockázat szempontjából árnyaltabb, az előzőtől eltérő, éves szinten romló képet kapunk, ha a minősített portfólió arányát szűkebben, az összes minősítendő mérlegtételen belül vizsgáljuk. Ugyanis a mérlegen kívüli tételek – melynek minősítése tovább javult az elmúlt fél évben, 98,5%-a probléma mentes – növekvő volumene okozta teljes portfólió javulását.

Az elmúlt fél év során a külön figyelendő tételek aránya jelentősen csökkent, ugyanezen időszakban a nem teljesítő hitelek aránya kis mértékben emelkedett. (II-27. ábra) A külön figyelendő tételek mozgását továbbra is az előzőekben említett nagybank okozta.

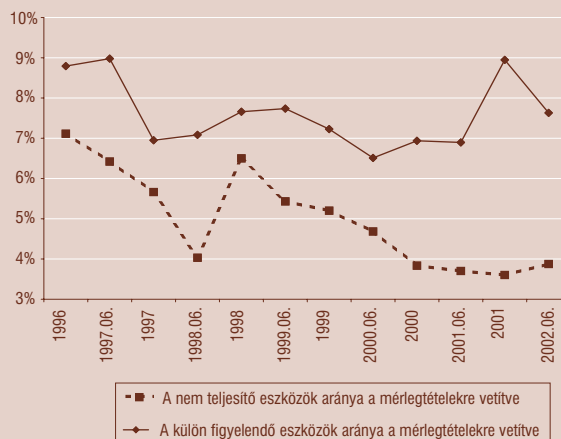
Az összes minősítendő mérlegtételen belül a minősített, illetve az ezen belüli besorolások arányát vizsgálva megállapíthatjuk, hogy a bankszektor 2000 végére kiheverte az orosz válság negatív hatásait, e tételek aránya addigra visszaállt a 1998. júniusi értékére. A portfólió további jelentősebb javulását azonban megakadályozta a 2000 II. félévétől kezdődő gazdasági dekonjunktúra, melynek hatására először a kevésbé rossz, majd az egyre rosszabb minősítésű mérlegtételek aránya is növekedésnek indult. 2000 II. félévétől a külön figyelendő tételek aránya (a korábban említett nagybank hatását kiszűrve), kisebb ingadozással, folyamatosan növekszik, 2001. I. félévétől az átlag alatti tételek aránya is növekszik, ezt 2002. I. félévében a kétes tételek arányának emelkedése követte. Általános gazdasági fellendülés híján (jövőre a külső kereslet és a vállalati beruházások gyenge növekedésére lehet csak számítani), a rossz minősítésű mérlegtételek jelenleg stagnáló arányának növekedése várható.

Meg kell említeni, hogy az utóbbi egy év során a hitelportfólióban bekövetkezett romlás összességében nem túl nagy mértékű. Erre részben magyarázatul szolgál a hitelexpanzió, a nagymennyiségű új hitel portfólióminőséget javító hatása. Ezen túlmenően a különböző minősített kategóriákban elszámolt értékvesztés aránya csökkent az elmúlt egy évben (II-1. táblázat). Az átlagos értékvesztési kulcs, mind a vállalati, mind a háztartási szegmensben csökkent. Az egy évvel ezelőtti értévesztési kulcsokat használva a bankoknak 17,6 milliárd forinttal több értékvesztést kellett volna elszámolniuk. Ugyanezen időszakban a lejárt követelések állományának növekedése (22%, az újratárgyalt követelésekkel együtt 16%) azonos nagyságrendű volt a minősített mérlegtételek (19%), illetve a nem teljesítő tételek (15,5%) volumenének növekedési ütemével. Ha a bankok fedezeti politikája nem változott, akkor ez azt valószínűsíti, hogy az egyes minősítési kategóriák tartalma nem javult.

II-26. ábra: A minősített portfólió aránya a teljes portfólióra és a minősítendő mérlegtételekre



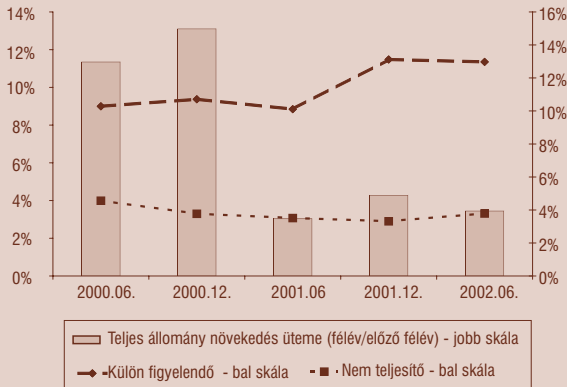
II-27. ábra: A külön figyelendő és a nem teljesítő hitelek aránya a minősítendő mérlegtételen belül



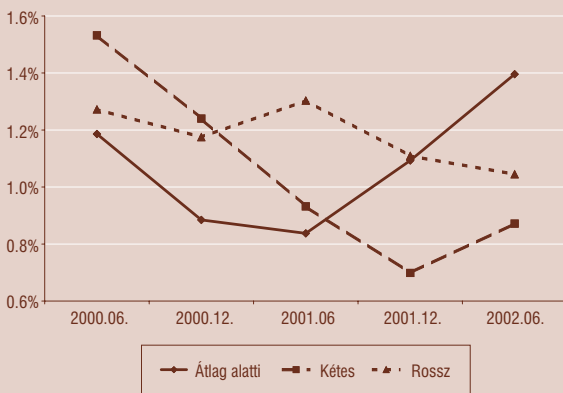
II-1. táblázat: Az egyes minősített kategóriákban elszámolt értékvesztés arányának alakulása a mérlegtételek bruttó értékének százalékában

Elszámolt értékvesztés a bruttó érték százalékában	Külön figyelendő	Átlag alatti	Kétes	Rossz
2001. június 30.	3,6%	22,5%	51,6%	90,3%
2001. december 31.	2,3%	22,0%	47,4%	89,0%
2002. június 30.	2,5%	18,5%	46,4%	87,5%
<i>– háztartási hiteleknél</i>				
2001. június 30.	6,8%	20,7%	47,6%	96,3%
2001. december 31.	1,9%	19,4%	44,2%	95,4%
2002. június 30.	1,8%	16,2%	41,8%	90,9%
<i>– nem pénzügyi vállalkozások hiteleinél</i>				
2001. június 30.	2,4%	18,2%	50,3%	90,5%
2001. december 31.	2,3%	22,0%	47,4%	89,0%
2002. június 30.	2,0%	17,6%	44,9%	87,7%

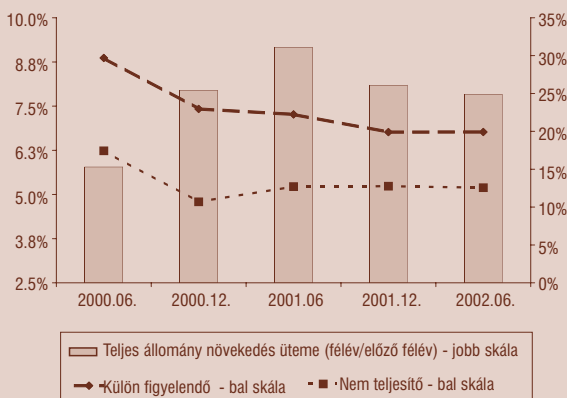
II-28. ábra: Vállalati hitelállomány növekedési ütemének, valamint a külön figyelendő és a nem teljesítő hitelek arányának változása



II-29. ábra: A nem teljesítő vállalati hitelek arányának alakulása



II-30. ábra: A háztartási hitelállomány növekedési ütemének, valamint a külön figyelendő és nem teljesítő háztartási hitelek arányának változása



A fentiek azt sejtetik, hogy a jelenlegi dekonjunktúrában a bankok igyekeznek egy bizonyos szintű jövedelmezőséget fenntartani, bízva abban, hogy a gazdasági fellendülés hamarosan megindul és így nem kényszerülnek a későbbiekben – a jelenlegi alacsony értékvesztési kulcsok miatt – megugró értékvesztés elszámolására. Ezen a pozitív forgatókönyvön alapuló minősítési és értékvesztés elszámolási gyakorlat túlzottan optimistának tűnik a jelenlegi hazai és nemzetközi gazdasági kilátások közepette. Ezért az év végi auditált adatoknál a mostaninál magasabb értékvesztési kulcsokra számítnak.

A vállalati portfólió minőségének alakulása

Az előző részben leírt módon romlott a portfólió minősége: először a külön figyelendő és az átlag alatti tételeknél jelentkezett a romlás, majd ezt követte a kétes hitelek arányának növekedése (II-28. és II-29. ábra). Az európai konjunktúra stagnálása, a nagyobb cégek bizonytalanságai, illetve a vállalati hitelexpanzió kockázatosabb szegmensek felé tolódása alapján, a rossz hitelek arányának növekedésére, a portfólió minőségének további enyhe romlására lehet számítani, de rövidtávon a nem teljesítő portfólió arányának megugrása nem várható.

A lakossági kihelyezések hitelminőségének alakulása

Az elmúlt másfél év során a portfólió minősége gyakorlatilag stagnál a nagy mennyiségű új hitel és lakossági hitelezésen belüli kedvező aránytolódás ellenére (II-30. ábra). Mivel az új hitelek kezdetben általában problémamentesek²³, így javítják a portfólió egészének minőségét. A portfólióminőség szempontjából szintén kedvező, hogy 2002 I. félévében folytatódott az aránytolódás a fogyasztási hitelek felől az alacsonyabb hitelkockázatú ingatlanhitelek javára.

Az elmúlt egy évben a háztartásokkal szemben lejárt banki követelések állományának növekedése (32%) a minősített mérlegtételek (51%), illetve a nem teljesítő tételek (56%) volumenének növekedési üteme alatt maradt. Ez a korábbinál óvatosabb minősítési gyakorlatot sejtet, mely részben magyarázatul szolgálhat az elszámolt értékvesztési kulcsok csökkenésére is. Összességében a háztartási szegmensben a bankok minősítési és értékvesztés elszámolási gyakorlata valamivel óvatosabbnak tűnik, mint a vállalatfinanszírozás területén tapasztaltnál.

Összegezve a bankok minősítési és értékvesztés elszámolási gyakorlata – valószínűleg jövedelmezőségi szempontok miatt – egyrészt nem alkalmazkodott a jelenlegi nemzetközi és hazai gazdasági kilátásokhoz, másrészt nem vette figyelembe, hogy kihelyezéseiben belül a kockázatosabb szegmensek aránya dinamikusan növekszik, ezek alapján jelenlegi gyakorlatuk – főleg a vállalati szegmensben – túl optimistának tűnik, ennek mértéke azonban a pénzügyi közvetítő rendszer szempontjából még nem jelent kockázatot. Elsősorban a vállalati hitelezés területén a portfólió további romlására lehet számítani. Az év végi auditált adatoknál pedig a mostaninál magasabb értékvesztési kulcsok várhatóak.

²³ Bár több kereskedelmi banknál bevett gyakorlat, hogy a lakosságnak fedezett nélkül nyújtott hiteleket rögtön a külön figyelendő minősítéssel látják el.

II. 4 Piaci kockázatok

II.4.1. Kamatkockázati kitettség

2002-ben az előző évhez képest megnőtt a kamatvolatilitás: az I. negyedévben csökkentek a banki kamatok, majd rövid stagnálás után a májusi és júliusi jegybanki kamatemelések hatására emelkedtek. A legutóbbi (2000 októberi) jelentősebb kamatemeléshez hasonlóan a vállalati hitelkamatok viszonylag gyorsan, és a piaci hozamváltozásokhoz közel hasonló mértékben reagáltak a kamatváltozásra, míg a lakossági betéti kamatok emelkedésére késleltetéssel és jóval kisebb mértékben került sor.²⁴ A lakossági hitelkamatok alakulásában ennél is kisebb mértékben tükröződik a jegybanki kamatemelések hatása, mivel szeptemberre a fogyasztási hitelek kamata kisebb átmeneti emelkedés után visszatért az áprilisi szinthez, míg az ingatlanhitelek kamata csökkent ugyanezen időszakban.

A kamatozó eszközök átlagos hozama és a kamatozó források átlagos költsége közötti különbség (spread) az előző évi emelkedés után 2002 I. félévében lényegében stagnált, miközben a kamatozó eszköz/kamatozó forrás arány minimális mértékben tovább emelkedett. (II-2. táblázat)

Az erősödő kamatvolatilitás ellenére a bankrendszer negatív átárazási gap-jei növekedtek mind forint-, mind devizaoldalón. (II-31. ábra) A 90 napos kumulált forint átárazási rés 100 Mrd Ft-tal, mérlegfőösszeghez viszonyított aránya 1%-ponttal nőtt 2001 végéhez képest. A deviza átárazási gap 350 Mrd Ft-tal, mérlegfőösszeghez viszonyított aránya 3,5%-ponttal növekedett. A legfőbb devizanemek (EUR, USD) szerinti megoszlást tekintve a dollárban viselt kamatkockázat a nagyobb a bankrendszerben, mintegy kétharmada a deviza gap-nek.

Összességében, 2002 első felében a bankok kamatkockázati kitettsége nőtt az előző évhez képest, noha a forintkamatok volatilitásának átmeneti növekedése a nyitott kamatpozíciók szűkítését indokolta volna.

II.4.2. Árfolyamkockázati kitettség

A bankrendszer mérlegének denominációs összetételét tekintve, 2002 első hat hónapjában a devizatételek aránya – a 2001 utolsó negyedévi emelkedés után – csökkenő tendenciát mutatott. (II-32. ábra) A devizaeszközök, ill. -források a mérlegfőösszeg 31,4 ill. 31,5%-át tették ki a vizsgált periódus végén, arányuk félév alatt 2,8, ill. 2,1%-ponttal mérséklődött (a sávszélesítés óta eltelt időszakban 3,5, ill. 4,7%-pontos volt a csökkenés). Eszközoldalon a külföldi devizakihelyezések aránya nagymértékben csökkent, míg a vállalati devizahitelek aránya minimálisan, a nem banki pénzügyi közvetítőknek nyújtott devizahitelek aránya pedig számottevően emelkedett. Forrásoldalon döntően a külföldi devizaforrások és a lakossági devizabetétek aránycsökkenésével magyarázható a devizatételek visszaszorulása.

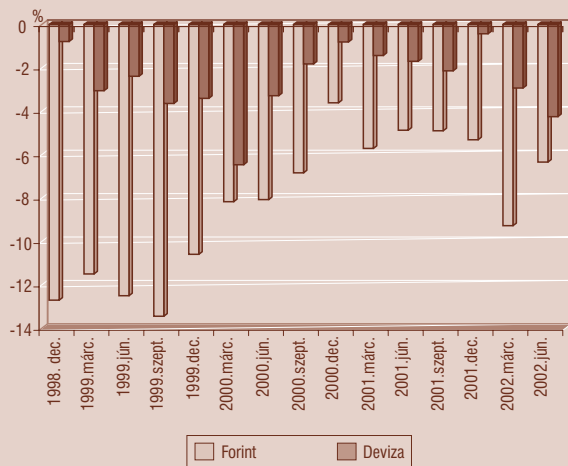
²⁴ A 2002 áprilishoz képest az éven belüli vállalati hitelkamatok 101 bázisponttal, az éven belüli lakossági betéti kamatok csak 35 bázisponttal emelkedtek szeptemberig. A 3 hónapos BUBOR ugyanebben a periódusban 127 bázisponttal nőtt (havi átlaggal számítva).

²⁵ A deviza átárazási gap az EUR és USD gap összegét tartalmazza (2002-től a bankoknak öt fő devizanemben kell jelenteniük: EUR, USD, GBP, CHF, JPY).

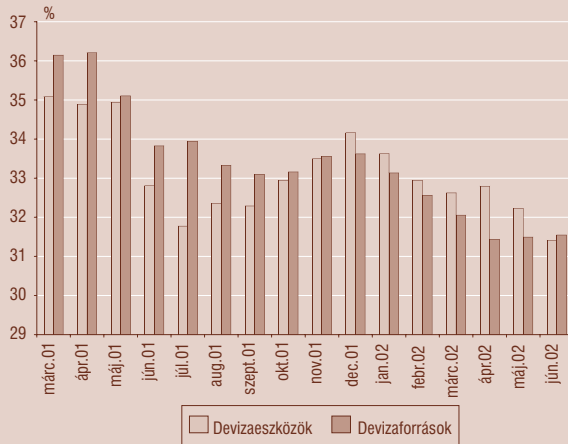
II-2. táblázat: A bankrendszer kamatkockázati kitettségének főbb mutatói

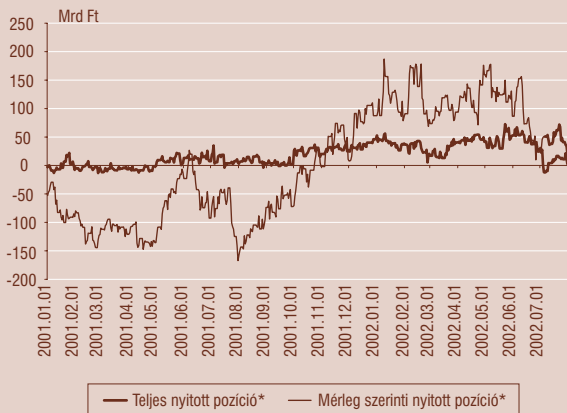
	2001. december	2002. június
90 napos kumulált forint gap (Mrd Ft)	-480	-580
90 napos kumulált deviza gap (Mrd Ft)	-38	-388
90 napos kumulált EUR gap (Mrd Ft)	-140	
90 napos kumulált USD gap (Mrd Ft)	-248	
90 napos kumulált forint gap/mérlegfőösszeg	-5,3%	-6,3%
90 napos kumulált deviza gap/mérlegfőösszeg	-0,4%	-4,2%
	2001	2002 I. félév
átl. kamatozó eszközök/átl. kamatozó források	109,0%	109,2%
spread (kam.bev./átl.kam.eszk.– –kam.ráf./átl.kam.forr.)	4,0%	4,0%

II-31. ábra: A bankrendszer 90 napos (3 havi) kumulált átárazási gap-jei²⁵

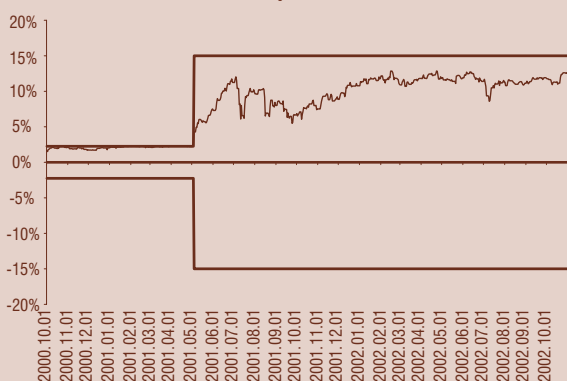
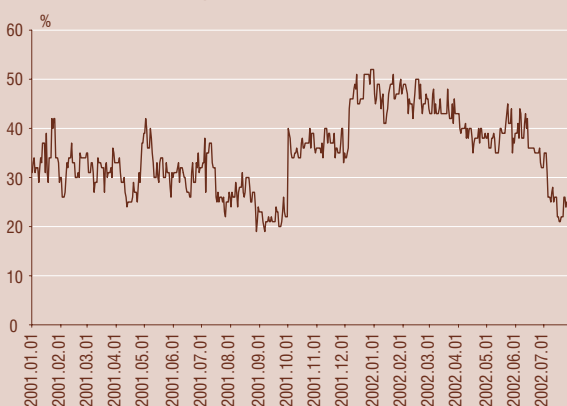
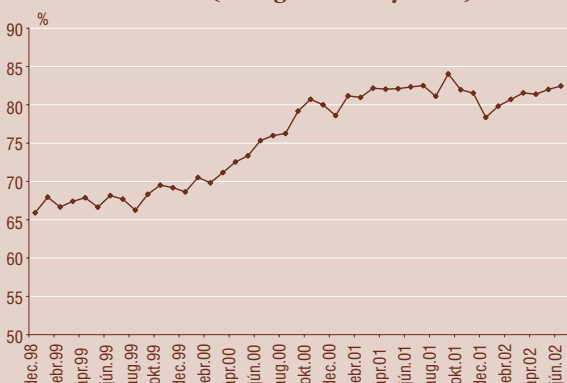


II-32. ábra: Devizaeszközök és devizaforrások a mérlegfőösszeg arányában



II-33. ábra: A bankrendszer teljes és mérleg szerinti nyitott devizapozíciója

*Pozitív érték: deviza hosszú pozíció

II-34. ábra: A forint árfolyamának alakulása**II-35. ábra: A bankrendszer nyitott pozíciós limitkihasználtsága****II-36. ábra: Ügyfélhitel/ügyfélbetét aránya a bankrendszerben (hóvégi állományokkal)**

A bankrendszer mérleg szerinti hosszú pozíciója 2001 decemberében jelentősen nőtt, majd 2002 januárban érte el maximumát (187 Mrd Ft). Ezt követően a mérleg szerinti hosszú pozíció június elejéig a 68-178 Mrd Ft-os tartományban ingadozott. A forint árfolyamának júniusi mérsékeltebb és július eleji jelentős gyengülése eltérően csapódott le a bankrendszer mérleg szerinti nyitott pozíciójában. Míg a júniusi árfolyamgyengülés – a bankrendszeren kívüli szereplők forintkeresletének számottevő csökkenésén keresztül – a mérleg szerinti pozíció jelentős mértékű zárulásával járt együtt, a július eleji árfolyamesés idején nem történt jelentős tőkekiáramlás, így a mérleg szerinti hosszú pozíció nem csökkent, hanem a június előttihez képest alacsonyabb (50 Mrd Ft körüli) szintre állt be. (II-33. ábra)

A 2001 májusi sávszélesítést követően a bankrendszer teljes devizapozíciója a hosszú oldalra került és a megnövekedett árfolyamvolatilitás miatt alacsony kockázatvállalás jellemezte a bankok magatartását. A bankrendszeri teljes devizapozíció 2001 októberében kezdett kinyílni és 2002 első felélének nagy részében a bankok 30-50 Mrd Ft hosszú devizapozíciót tartottak. A júniusi árfolyamgyengülése idején a bankrendszer csökkentette teljes hosszú devizapozícióját, majd a július eleji árfolyameséskor a teljes pozíció záródott, sőt néhány napra a rövid oldalra került. Július második felében a sávszélesítés utáni hónapokban jellemző zártabb pozíció alakult ki a hosszú oldalon.

A bankok nyitott pozíciós limitkihasználtsága 2002 I. felélének nagy részében a 35-50% tartományban mozgott, ami magasabb volt az előző évben jellemző szintnél. A július eleji jelentős árfolyamgyengülés után jelentősen csökkent a limitkihasználtság és július második felében már csak 20-25% között alakult. (II-35. ábra)

Összességében, 2002 január-május időszakát az előző évinél alacsonyabb árfolyamvolatilitás és valamivel magasabb banki kockázatvállalási hajlandóság jellemezte, a június-júliusi árfolyamgyengülések nyomán viszont jóval kockázatkérőbbé vált a bankok magatartása.

II. 5 A bankszektor likviditása

2002 első felében a bankrendszer egészére vonatkozó (hóvégi állományokkal számított) hitel/betét²⁶ arány az előző év utolsó negyedében tapasztalható csökkenés után – a folytatódó hitelexpanzió és az ügyfélbetétek növekedésének lassulása nyomán – ismét emelkedni kezdett, a mutató értéke azonban elmaradt a 2001. III. negyedév végén mért maximumtól. (II-36. ábra) A 100% feletti hitel/betét aránnyal rendelkező bankok együttes piaci részaránya az előző évi növekedés után 2002 I. felélében nem változott (46,5%).

A bankszektor eszközoldali, ill. forrásoldali likviditási mutatói továbbra sem tükröznek túlzott kockázatot, bár az előbbi a likviditás feszesebbé válását jelzi 2002 első felében. A bankok likvid eszközeinek mérlegfőösszeghez viszonyított aránya a

²⁶ Nem pénzügyi vállalatok, járulékos vállalkozások és háztartások hitelei/nem pénzügyi vállalatok, járulékos vállalkozások és háztartások betétei és értékpapírok

2001. évi stagnálás után jelentősen csökkent, de még kellően magas [27%]. (II-37. ábra) A leginkább illékonyan tartott pénzügyi források részaránya a 2001. végihez hasonló, alacsony szinten maradt [6,8%] (II-38. ábra).

A bankrendszer által végrehajtott lejáratú transzformáció növekedése 2002 első felében is folytatódott, mivel a hosszabb lejáratú hitelek - elsősorban a lakáshitelek iránti erős kereslet által táplált - növekedésének forrásául döntően rövid lejáratú ügyfélbetétek szolgáltak. (II-39. ábra) A bankok egy része értékpapírok kibocsátásával törekszik hosszabb lejáratú forintforrások bevonására, s ezzel az eszközök és források lejáratú összhangjának javítására. Ennek nyomán a bankok által kibocsátott (forintban denominált) értékpapírok állománya - néhány nagyobb kötvénykibocsátásnak köszönhetően - 2002. első hat hónapjában 81%-kal nőtt, bár a bankrendszer idegen forrásain belüli részarányuk még meglehetősen alacsony (2%).

Összességében, 2002 első felében a bankrendszer likviditása feszesebbé vált, elsősorban az éven túli lakossági hitelek gyors bővülése és az ügyfélbetétek visszafogottabb növekedése miatt, de a likviditási mutatók továbbra sem jeleznek túlzott kockázatot.

II. 6 A bankok tőkehelyzete, a kockázatok tőkével való fedezettsége

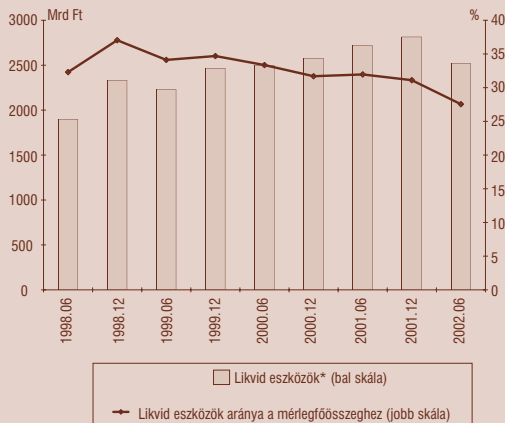
A tőke megfelelési mutató (TMM) számításában 2001 I. félévében több olyan jogszabályi változtatás történt²⁷, mely alapvetően befolyásolja a számításának módját és az értékét. 2001. végére a változtatások hatására 13,9%-ra nőtt a szektor átlagos TMM értéke. 2002 I. félévében csökkenésnek indult a mutató (12,5%). Ha ezt az értéket korrigáljuk a 2002 I. féléves eredmény alapján várható visszatartott nyereséggel és általános tartalék növekménnyel,²⁸ akkor 13,4%-os TMM-et kapunk, mely csupán 0,5 százalékponttal rosszabb az előző év végi értékénél. (II-40. ábra)

A törvényben előírt minimális 8%-os TMM-et minden bank kielégítette. Azonban a 10% alatti TMM-el rendelkező bankok összesített piaci részaránya tovább növekedett, 1996 óta a legmagasabb értéket érte el 29,5%-ot. Az öt legnagyobb mérlegfőösszegű bankból kettő tartósan ide sorolható. Az alábbi táblázatból kitűnik, hogy amíg a rendszer stabilitásából kiemelt jelentőségű öt legnagyobb mérlegfőösszegű bank piaci részeseése folyamatosan növekszik, eléri a 60%-ot, addig TMM-jük értéke csökken és tartósan a piaci átlag alatt helyezkedik el. (II-3. táblázat)

²⁷ Ezek közül a legfontosabb az általános kockázati céltartalék bevétele az alapvető tőkeelemek közé, mely több mint 50 milliárd forinttal emelte meg a szavatoló tőkét.

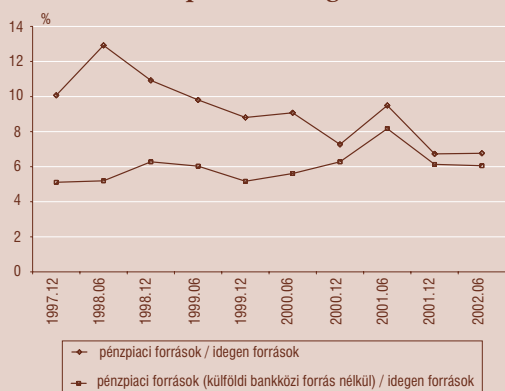
²⁸ TMM-hez szükséges szavatoló tőke értékét növeljük a „félèves adózott eredmény * (1-osztalékfizetési hányad)”-al, az osztalékfizetési hányad stabilnak tűnik 2000-ben és 2001-ben (23,3%, 23,8%), óvatos becslés alapján 30%-os mutatót használtunk a 2002-re. Az általános kockázati céltartalék képzését figyelmen kívül hagyhatjuk, mert képzése egyrészt növeli a szavatoló tőkét, másrészt csökkentette az adózott eredményt és így a szavatoló tőkét is, ezért a szavatoló tőkére gyakorolt pozitív összhatása kicsi. Ezzel a korrekcióval a szavatoló tőke 796 Md forint.

II-37. ábra: Likvid eszközök aránya

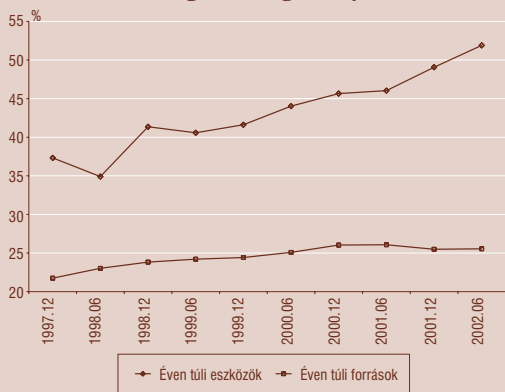


* Likvid eszközök: pénztár és elszámolási számlák, kincstárjegy, államkötvény (konszolidációs kötvény nélkül), jegybanki kötvény, 0-14 napos lejáratú jegybanki és bankközi kihelyezések

II-38. ábra: Pénzügyi kitétségi arányok



II-39. ábra: A bankrendszer éven túli eszközei és forrásai a mérlegfőösszeg arányában



A fedezettségi és a stressz TMM mutató összehasonlítása

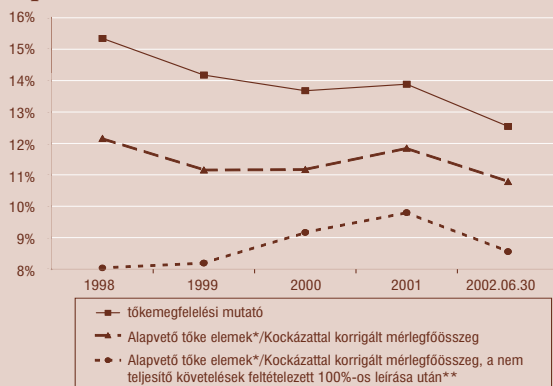
A korábbi stabilitási jelentésekben használt fedezettségi mutató –számítási módszertana miatt– nem volt konzisztens a TMM-el. Ennek kiküszöbölésére a fedezettségi mutatót egy hasonló tartalmú, de korrigált számítási módszerű, ún. „stressz TMM” mutatóval váltjuk föl. A mutató számítása során a TMM számításánál használt levonásokkal csökkentet alapvető tőkeelemekből és a kockázattal korrigált mérlegfőösszegekből egyaránt levonjuk a nem teljesítő követelések nettó értékét, mintha ezek a követelések egy feltételezett extrém forgatókönyv alapján teljes egészében leírásra kerültek volna.

Stressz TMM mutató = (szavatoló tőke a TMM-hez - járulékos tőke - nem teljesítő követelések nettó értéke) / (kockázattal korrigált mérlegfőösszeg - nem teljesítő követelések nettó értéke)

A fedezettségi mutatóhoz az egyszerű tőkeáttétel mutatót, a saját tőke/összes eszközt korrigálva jutottunk el. A korrekció alapját a stressz TMM mutatónál is alkalmazott extrém forgatókönyv jelentette. A stressz TMM mutató esetében egyrészt a nem várt veszteségek fedezésére a szabályozási tőkéből kiinduló tőkekategóriát használunk. A fedezettségi mutató számításakor a saját tőke évközi értékében szerepelt az évközi eredmény (mintha nem lenne osztalékfizetés), míg a TMM szavatoló tőkéjében, csak az évközi negatív eredmény szerepel. Ebből az eltérésből adódik, hogy félévkor a fedezettségi mutató tendenciózusan magasabb volt, míg a TMM és a stressz TMM alacsonyabb az év végi értékénél.

A stressz TMM alapján a bankrendszer komolyabb megrázkódtatás nélkül reagálna a feltételezett negatív forgatókönyvre, a bankrendszer TMM-je ebben az esetben is meghaladná a 8%-os törvényi minimumot, mely a szektor erős tőkeellátottságát jelzi. (II-41. ábra)

II-40. ábra: A TMM, a stressz TMM, illetve az alapvető tőkeelemekkel számított TMM alakulása



*Szavatoló tőke a TMM-hez - járulékos tőkeelemek

** (alapvető tőke* - nem teljesítő követelések nettó értéke) / (kockázattal korrigált mérlegfőösszeg - nem teljesítő követelések nettó értéke)

II-3. táblázat: Az öt legnagyobb mérlegfőösszegű bank tőkehelyzetének alakulása

%	2001.06.30.	2001.12.31.	2002.06.30.
A legnagyobb öt bank részesedése a bankrendszer eszközeiből	54,8	59,6	59,9
A legnagyobb öt bank TMM-je	12,1	11,8	10,5
A bankrendszer átlagos TMM-je	13,5	13,9	12,5

A rendszer stabilitása szempontjából fontos nagybankokat, ezek együttesét, illetve a szektor egészét elhelyezhetjük egy tőke és kockázat tengelyek által meghatározott térben (II-41. ábra). Ebben a nem várt veszteségek fedezésére felhasználható tőkét a TMM számításához használt alapvető tőke / kockázattal korrigált mérlegfőösszeg hányados, a kockázatot pedig a jelenleg nem teljesítőnek minősített hiteleken elszenvedhető maximális veszteség / kockázattal korrigált mérlegfőösszeg hányados jelenti. A terület kétosztozó egyenes azon pontok halmaza, ahol a maximális veszteség elszenvedése után az alapvető tőke alapú TMM 8%²⁹ marad, vagyis itt a bankok járulékos tőke nélkül, még ilyen extrém helyzetben is megfelelnek a minimális törvényi előírásnak. A szektor egésze, vagy egy adott bank minél inkább az egyenes felett helyezkedik el, annál erősebb a tőkehelyzete és fordítva. Ezek alapján a szektor egészének tőkehelyzete a nem várt hitelezési veszteségekkel szemben erősnek mondható. Ezen belül a nagybankok átlagos tőkehelyzete a hitelezési kockázatukhoz képest gyengébb a szektor átlagnál, de az egyenestől való távolsága nem jelentős.

Az elmúlt egy évben a kockázattal korrigált mérlegfőösszeg 18%-al nőtt, ami jóval meghaladta a mérlegfőösszeg 7,6%-os növekedési ütemét. (II-4. táblázat) Ennek hátterében az utóbbi években tapasztalt hitelexpanzió folytatódása áll, mely a mérlegszerkezet átstrukturálódását vonja maga után: az alacsony kockázatú - nulla, vagy húszszázalékos kockázati súlyú - mérlegtételek értéke nem csak arányaiban, hanem abszolút értékben is csökkent, míg a magasabb kockázati besorolású eszközök - kiemelten az ötvenszázalékos kockázati súlyozású ingatlanfedezett lakáshiteleket - jelentős növekedést mutattak. Ugyanezen időszakban a TMM-hez szükséges

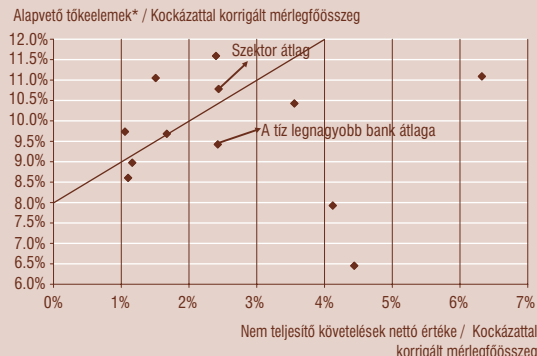
²⁹ Pontosabban ez valamivel több lesz, mint 8%, mivel a nem teljesítő követelések 100%-os leírásakor, nemcsak a számlalóból (az alapvető tőkéből), hanem a nevezőből (kockázattal korrigált mérlegfőösszeg) is le kell vonni a nem teljesítő hitelek nettó értékét.

szavatoló tőke értéke a kockázattal korrigált mérlegfőösszeg növekedési üteménél kisebb mértékben (10,2%³⁰) növekedett.(II-42. ábra)

A szavatoló tőkén belül tovább csökkent a járulékos tőkeelemek állománya, ugyanis jellemzően a kifutó alárendelt kölcsöntőket nem újítják meg, és tovább nőtt az alapvető tőkeelemek nominális értéke.

A pénzügyi intézmények, biztosítóiintézetek, illetve befektetési vállalkozások (PIBB) miatti tőkelevonások 40%-al, 52,9 milliárd forintra növekedtek az elmúlt egy évben. Az állománynövekedés 93%-át két nagybank okozta, stabil tőkehelyzetük ezt a növekedést lehetővé is tette, ezáltal tovább erősítették univerzális banki tevékenységüket, illetve piaci helyzetüket.

II-41. ábra: A tíz legnagyobb bank tőkehelyzete és a nem teljesítő követeléseken elérhető maximális veszteség 2002. 06. 30-án



* Szavatoló tőke a TMM-hez - járulékos tőkeelemek

II-4. táblázat: A korrigált mérlegfőösszeg összetevőinek alakulása

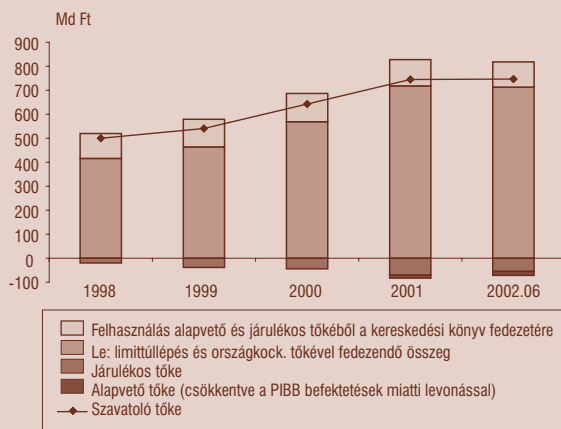
Eszközök súlyozott értéken (%)	2001.06.30	2001.12.31	2002.06.30	2002.06.30. / 2001.06.30.*
20 százalékos súlyozású eszközök	4,6%	5,0%	3,4%	0,88
50 százalékos súlyozású eszközök	2,0%	2,4%	3,5%	2,11
100 százalékos súlyozású eszközök	73,7%	73,6%	72,2%	1,16
Súlyozott mérlegtételek összege	80,3%	80,9%	79,1%	1,17
Függő és egyéb jövőbeni kötelezettségek súlyozott értéke	18,9%	18,2%	20,0%	1,25
Határidős követelések súlyozott értéke	0,8%	0,8%	0,9%	1,36
Kockázattal korrigált mérlegfőösszeg (Mrd Ft) = 100%	5031,463	5363,03	5954,888	1,18

*Az indexszámok a mögöttes alapadatok növekményeiből származnak.

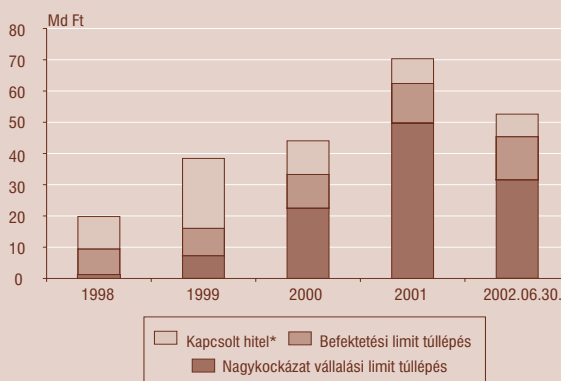
Az összes limittúllépés állománya 2001 végén jelentősen megugrott (37%-al) (II-43. ábra), majd az elmúlt félévben lecsökkent, jelenlegi értéke 52,5 milliárd forint, mely még mindig túl magas, közel 20%-al több mint az egy évvel korábbi értéke. Az erős ingadozás főleg a kapcsolt hitelek állományváltozásának tudható be. A limittúllépések jelentős része néhány nagybank tevékenységére vezethető vissza, és döntően a kapcsolt hitelekhez köthető, ezenkívül a Hpt. 83. § (2) bekezdése szerinti, befektetési limit túllépés jelentős. A limittúllépések miatti levonások az összesített TMM-et közel egy százalékponttal csökkentik. A limittúllépések részben megmagyarázzák a nagybankok átlag alatti TMM-jét, ezek leépítésével jelentősen javítani tudnák tőkehelyzetüket. A kereskedési könyv és deviza-árfolyamkockázat tőkeszükséglete 45 %-kal növekedett az elmúlt egy évben.

Összességében a bankszektor jelenlegi tőkehelyzete stabil, de a rendszer szempontjából fontos nagybankok átlag alatti TMM-el rendelkeznek. Ugyanakkor a jövőben várhatóan a hitelexpánzió folytatódni fog, emiatt a bankok pótlólagos tőkeigénye folyamatosan növekszik. Külső forrás nélkül a bankok tőkehelyzete folyamatosan romlana, vélhetőleg tulajdonosaik biztosítani fogják ezt a pótlólagos tőkeszükségletet, ezért a szektor tőkehelyzetének nagyarányú romlása nem várható. A szavatoló tőke számításakor a PIBB és a limittúllépések miatti levonások – melyek nagyon koncentráltan jelentkeznek, döntően néhány nagybankhoz kapcsolódnak – számottevően rontják az érintett bankok tőkemegfelelését, a limittúllépések leépítése indokolt volna.

II-42. ábra: A TMM-hez szükséges szavatoló tőke és összetevőinek alakulása



II-43. ábra: A Hpt. szerinti limittúllépések



*2001.1.1-től: Hpt. 79.§ (7) szerinti túllépés

³⁰ A hpt. alapján számolva, csak az évközi negatív eredmény szerepel benne.

II. 7 Jövedelmezőség

2002 I. félévében a bankrendszer eredménye némi visszaesést mutatott a rekordnyereséget hozó 2001-es évhez képest, az első hat havi 70,8 Mrd Ft adózott nyereség 5%-kal elmarad a bázisidőszakitól [2001 I. félév: +57%] (II-5. sz. táblázat). Ennek megfelelően az annualizált I. féléves eszköz- és tőkearányos jövedelmezőségi mutatók mérsékelten romlottak: az adózás utáni ROA 1,81%-ról 1,59%-ra, az adózás utáni ROE 20,8%-ról 17,3%-ra csökkent.³¹ Az összehasonlításnál figyelembe kell venni azonban, hogy 2001-ben jelentős egyszeri pozitív hatások is javították a szektor eredményét.³² A valós jövedelemfolyamatokat valószínűleg jobban tükrözi a működési eredmény (bruttó működési eredmény-működési költségek)³³ alakulása, amely 2002 I. félévében 12%-os növekedést mutat (2001. I. félév: + 23%).³⁴ Ez arra utal, hogy a bankszektor egészének jövedelmezősége ténylegesen nem romlott, viszont csak jóval kisebb mértékben javult mint 2001-ben.

Míg 2001-ben a bankok többsége javítani tudta eredményességét, 2002 első felében differenciáltabb a kép: nőtt a veszteséges bankok száma és a nyereséges bankok nagyobb része csak kisebb profitot tudott realizálni az előző év hasonló időszakához viszonyítva. Stabilitási szempontból kedvező fejlemény viszont, hogy a veszteséges bankok együttes piaci részesedése csökkent 2001-hez képest (18%-ról 8%-ra).

II-5. táblázat: A bankrendszer eredménye

Milliárd Ft	2001. I. félév	2002. I. félév	2002. I. félév/ 2001. I. félév
Kamatjövedelem	170,4	179,9	105,6%
Értékvesztés / céltartalék változása	-13,1	-5,3	40,3%
Jutalékeredmény	47,4	60,4	127,4%
Pénzügyi műveletek eredménye	37,7	20,6	54,7%
Egyéb eredmény	-11,7	-14,7	125,9%
BRUTTÓ PÉNZÜGYI ÉS BEFEKTETÉSI SZOLG. EREDMÉNY	233,3	242,2	103,8%
Pénzügyi tevékenység költségei	155,9	164,2	105,4%
PÉNZÜGYI ÉS BEFEKTETÉSI SZOLGÁLTATÁS EREDMÉNYE	77,5	78,0	100,7%
Egyéb nem pénzügyi és befektetési szolg. tev. eredménye	-0,1	2,3	
SZOKÁSOS VÁLLALKOZÁSI EREDMÉNY	77,3	80,3	103,8%
Rendkívüli eredmény	4,5	0,2	5,1%
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY	81,8	80,5	98,3%
Adófizetési kötelezettség	7,2	9,6	133,4%
ADÓZOTT EREDMÉNY	74,6	70,8	94,9%

A bankrendszer jövedelmezőségének csökkenése irányába hatott, hogy az üzleti eredmény legnagyobb részét adó kamatjövedelem nominálisan csak 5,6%-kal nőtt, ami reálértelemben stagnálást jelent³⁵ (2001. I. félév: 7%-os reálnövekedés). A kamatjövedelem alakulását továbbra is pozitívan – bár gyengülő

³¹ A eredményalakulásban megfigyelhető szezonális miatt az I. félévi annualizált adatok csak az előző év hasonló időszakával vethetők össze, az éves adatokkal nem (azoknál rendre magasabbak).

³² Az egyszeri eredményjavító hatások közé sorolhatók 2001 I. félévében az MÉBIT eladása, ill. a szabályozási változások miatti céltartalék-felszabadítások. Az ebből származó többleredmény együttesen mintegy 24 Mrd Ft volt.

³³ Bruttó működési eredmény=bruttó pénzügyi és befektetési szolgáltatási eredmény - értékvesztés/céltartalék változása - egyéb eredmény

³⁴ A MÉBIT-eladás eredményhatásától a 2001-es adatot megsztítva.

³⁵ Átlagos fogyasztói árindexszel (5,9 %) számolva.

mértékben – befolyásolta az ügyfélhitelek eszközstruktúráján belüli részarányának emelkedése, viszont a spread az elmúlt évi növekedés után stagnált.

A vállalati és lakossági hitelek mérlegfőösszeghez viszonyított együttes aránya (I. félévi átlagállományokkal számítva) – döntően a lakossági hitelek gyors dinamikájának köszönhetően – 2,4% ponttal emelkedett (45,9%-ra), 2001 hasonló időszakában még jóval gyorsabb volt a strukturális változás (+6,1%). A kamatjövedelem növekedésének jelentős lassulása elsősorban a vállalati hiteldinamika csökkenéséből származó kamatbevétel kieséssel magyarázható. Az I. félévi átlagállományokat összevetve, a vállalati hitelek növekedési üteme 2002-ben 7%-ra esett vissza a 2001. évi 27%-ról. Ezen belül ugyan a devizaállományoknál volt nagyobb mértékű a visszaesés,³⁶ de a kamatjövedelem szempontjából meghatározóbb forint-hitelek esetében is jelentős volt a növekedési ütem csökkenése.

A továbbra is nagyon gyors ütemben bővülő lakossági hitelek utáni kamatbevétel erőteljes növekedése – a lakossági hitelek kis súlya miatt – nem tudta ellensúlyozni a vállalati hitelezésből származó kamateredmény csökkenését. A fogyasztási és lakáscélú hitelek kamatbevételének aránya emelkedett az összes kamatbevételben belül (6%-ról 10%-ra), ami a lakossági hitelezés növekvő szerepét jelzi a profittermelésben.³⁷

Szintén a kamatjövedelem növekedésének lassulása irányába hatott, hogy a spread növekedése megállt 2002 első felében (II-44. ábra). Az összehasonlításnál figyelembe kell venni, hogy 2001-ben a kötelező tartalékráta jelentős csökkentése egyszeri pozitív hatással volt a spread (s így a kamatjövedelem) alakulására.

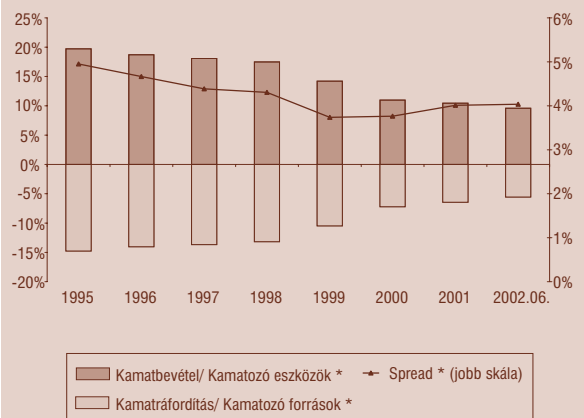
A kamatjövedelem mérsékelt növekedését részben ellensúlyozta a bankok pénzügyi és befektetési szolgáltatásokból származó jutalék- és díjeredményének erőteljes (27,4%-os) bővülése. A nettó jutalék- és díjbevételek meghatározó részét (91%) adó pénzügyi szolgáltatásokból származó jutalék- és díjeredmény növekedési üteme 10 % ponttal volt magasabb mint 2001 hasonló időszakában. Ebben vélhetően fontos szerepe volt annak, hogy a sávszélesítés és a devizaliberalizáció után – a bankközi devizapiaci forgalom dinamikus növekedésével párhuzamosan – jelentősen nőttek a bankok konverziós tevékenységből származó jutalékbevételei.

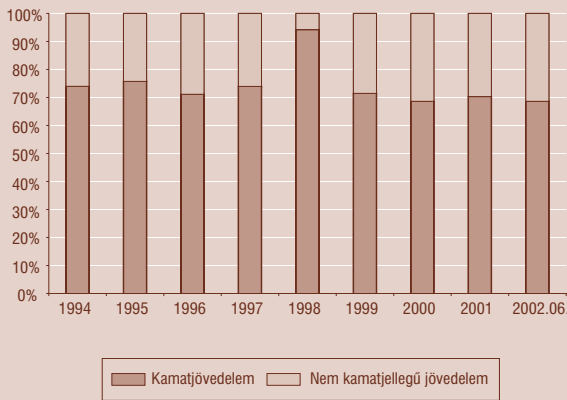
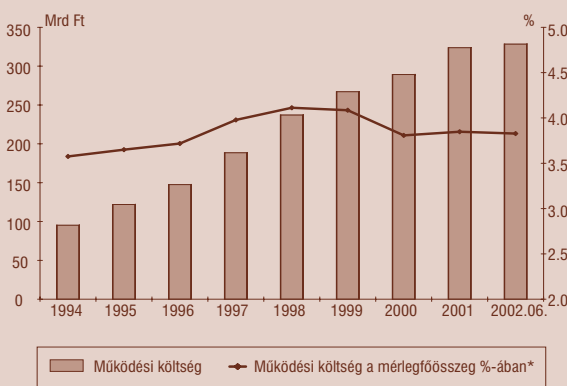
Csaknem felére csökkent viszont a pénzügyi műveletek eredménye, ami azzal magyarázható, hogy a 2001. I. félévi eredményt jelentősen javította a K&H-val fuzionáló ABN AMRO biztosítójának (MÉBIT) értékesítéséből származó bevétel. A bázisadatot ezen egyszeri hatástól megtisztítva 9%-os növekedést kapunk 2002 első felében. Ezen belül, a pénzügyi műveletek eredményének legnagyobb részét kitevő devizakereskedelem és árfolyamváltozás nyeresége csak 3%-kal nőtt, ami jóval elmarad a 2001 I. félévi növekedéstől (14%). Az összehasonlításnál azonban figyelembe kell venni, hogy 2001-ben a sávszélesítés utáni felértékelődés jelentős egyszeri árfolyamnyereséghez juttatta a bankokat. A pénzügyi műveletek nettó

³⁶ Részben a forint felértékelődése miatt.

³⁷ A lakáscélú és a fogyasztási hitelek ugyan nem fedik le teljesen a lakossági hitelek és kis arányban tartalmaznak vállalkozói hiteleket is, de a rendelkezésre álló adatokból ezen keresztül mutatható be legjobban a lakossági hitelezés jövedelemtermelésben betöltött szerepe.

II-44. ábra: A spread és összetevői



II-45. ábra: Kamat- és nem kamatjellegű jövedelem aránya a bruttó működési eredményben**II-46. ábra: A működési költségek mérlegfőösszeghez viszonyított aránya**

* Évközi adatok annualizálva

eredményét javította, hogy a befektetési célú értékpapírokon elszenvedett nettó veszteség jelentősen zsugorodott az előző év hasonló időszakához viszonyítva.

A jövedelemstruktúra változásában a valós folyamatokat az említett MÉBIT-eladás eredményhatásának kiszűrésével tudjuk megragadni. Eszerint 2002 első felében a nem kamatjellegű jövedelem felé való eltolódást figyelhetünk meg, ugyanis a nem kamatjellegű bevételek részaránya a bruttó működési eredményen belül 31,4%-ra nőtt a 2001. évi 29,7%-ról (II-45. ábra).

2002. I. félévében az értékvesztés és a céltartalék változás hatása csak 5,3 Mrd Ft-tal rontotta a bankrendszer eredményét, ami jóval elmarad a bázisidőszakitól (-13 Mrd Ft).³⁸ A bankok által elszámolt értékvesztés növekedése a vállalati és a lakossági hitelek, valamint a vagyoni érdekeltségek után is egyaránt kisebb mértékű volt mint 2001 első felében.

2002 első felében a működési költségek bankrendszeri szinten az (átlagos) inflációval csaknem megegyező ütemben növekedtek (5,4%). Ez lényegében az előző évi tendencia folytatódását jelenti, amikor csak a fúziós többletköltségek miatt haladta meg a költségnövekedés üteme az inflációt. A visszafogott költségnövekedésben jelentős szerepe volt annak, hogy a személyi jellegű ráfordítások reálnövekedése jelentősen mérséklődött a bázisidőszakéhoz képest.

A működési költségek mérsékelt növekedése ellenére a költség/bevétel mutató csak kismértékben javult 2001-hez képest (63,4%-ról 62,6%-ra csökkent)³⁹. 2002 első felében sem javult viszont a működési költség/mérlegfőösszeg arány (3,8%), mivel a költségek mérsékelt növekedése a mérlegfőösszeg visszafogott bővülése mellett ment végbe. (II-46. ábra)

³⁸ Az értékvesztés elszámolásban az előző év hasonló időszakához viszonyított tényleges differencia ennél is nagyobb, mivel a szabályozási változások miatti céltartalék-felszabadítás 2001 I. félévében kb. 12 Mrd Ft-tal javította az értékvesztés és céltartalék változás egyenlegét.

³⁹ A bázisadatból a MÉBIT-tranzakció bevételi és költségát kiszűrve.

III. Aktuális témák a stabilitási kérdéskörből

III. 1 Stressz tesztek a bankrendszer piaci és hitelkockázatának értékeléséhez⁴⁰

A bankrendszer kockázati kitettségének elemzését ismét kiegészítjük különböző hitel és piaci sokkok vizsgálatával. Az egyes sokkok okozta veszteségeket az alapvető tőke százalékában fejezzük ki, ez szolgál az elemzés alapjául.

A stressz tesztek eredményeit három tényező alakulása határozza meg: a bankok tőkeellátottságának (esetünkben az alapvető tőkének) az alakulása, a banki portfóliók összetétele, illetve a vizsgált forgatókönyvek.

Ami a bankok tőkeellátottságát illeti, a bankrendszer alapvető tőkéje 36%-kal nőtt 2001-ben. Ez jelentős mértékben meghaladja például a teljes minősített követelés állománynak vagy a nem-teljesítő hiteleknek (NPL) a növekedési ütemét (27 és 3%).⁴¹

A számítások eredményét jelentősen befolyásolja az is, hogy a BIS újabb ajánlásaihoz igazodva megváltoztattuk a kamatváltozások hatásának méréséhez használt duration tényezőket (III-1. táblázat).⁴² Ez a változás önmagában - az adott forint illetve deviza portfólió mellett - a kamat sokkok okozta veszteségek mintegy 20% illetve 36% körüli növekedését eredményezi. Ennek hatását nagyjából ellensúlyozza az alapvető tőke említett 36%-os növekedése.⁴³

Piaci kockázat

A piaci kockázat számítások alapjául szolgáló *lejárat mérlegek* összetétele jelentősen ingadozott a vizsgált időszakon belül is és a korábbi évekhez képest is. Az III-1. grafikon a diszkont és duration tényezőkkel súlyozott állományokat mutatja,⁴⁴ külön a pozitív és a negatív nettó pozíciók összegét. Gya-

⁴⁰ A stressz teszteket a korábbi gyakorlatnak megfelelően a 2001. végi auditált adatokon végeztük el. A korábbi tesztek eredményét, ill. az alkalmazott módszertan részletes leírását a Jelentés a Pénzügyi Stabilitásról c. kiadvány 2001. februári és novemberi számai tartalmazzák. Az ott leírt módszertant lényegében nem változtattuk meg, a kisebb változásokat (pl. az alkalmazott duration, ill. a piaci kockázatnál vizsgált forgatókönyvek változása) a szövegben jelezzük.

⁴¹ Hogy ebben mekkora szerepe volt a tőkeszámítást érintő számviteli változásoknak, azt nehéz megítélni.

⁴² Lásd BCBS(2001) Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk, Supporting document to the New Basle Capital Accord.

⁴³ A módszertani változások nem érintik az árfolyam sokkokra vonatkozó számításokat.

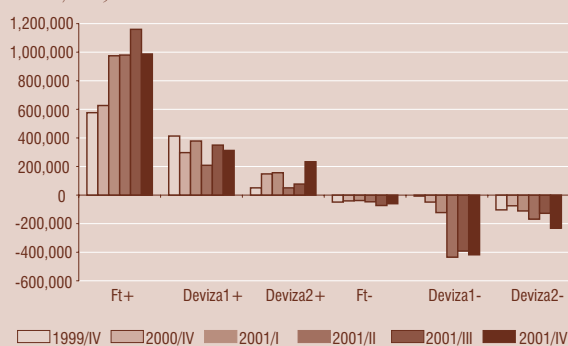
⁴⁴ A deviza2 kategória a diszkontált (de duration-nel nem súlyozott) netto pozíciókat mutatja, ezalaprán számoljuk az árfolyamkockázatot. További megjegyzés, hogy 2001-ben illetve 1999-2000-ben eltérő duration értékekkel számoltunk.

III-1. táblázat : Az alkalmazott duration tényezők változása

	0-30 nap	31-90 nap	91nap-1év	1-2 év	2 év fölött
Régi duration	0	0,2	0,55	1,25	2,5
Új duration	0,04	0,16	0,55	1,38	3,56

III-1. ábra: A bankrendszer kamatérzékeny portfóliójának lejáratú struktúrája

(diszkontált, duration-nel súlyozott pozitív illetve negatív nettó pozíciók, mFt)



III-2. táblázat: A veszteség/alapvető tőke görbe meredeksége

	Pozitív sokk	Negatív sokk
Belföldi kamat	1,09	0,07
Külföldi kamat	0,34	0,46
Árfolyam	0,25	0,26

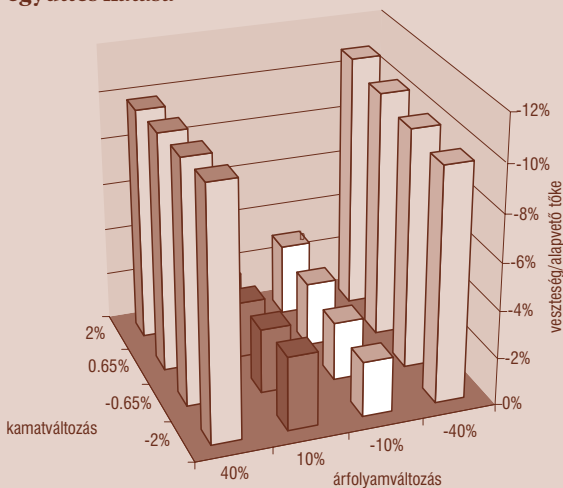
III-3. táblázat: Az alkalmazott piaci kockázati sokkok

Piaci kockázat	Belföldi kamat	Külföldi kamat	Árfolyam (%)
Sokk1	+500 bp	+200 bp	+40%
Sokk2	+400bp	+65 bp	+10%
Sokk3	-300bp	-200 bp	-40%
Sokk4	-65 bp	-10%	

III-4. táblázat: Piaci sokkok okozta veszteségek az alapvető tőke százalékában

	2001		2000	
	sokk	veszteség	sokk	veszteség
Belföldi kamat	+500bp	-5,4%	+560bp	-5,3%
	+400bp	-4,4%	+500bp	-4,7%
	-300bp	-0,2%		
Külföldi kamat	+200bp	-0,7%	+188bp	-1,5%
	+65bp	-0,2%	+65bp	-0,5%
	-65bp	-0,3%		
Árfolyam	-200bp	-0,9%		
	+40%	-10,2%	16.70%	-1,8%
	+10%	-2,5%	12%	-1,3%
	-40%	-10,3%		
	-10%	-2,6%		

III-2. ábra: Külföldi kamat- és árfolyamváltozás együttes hatása



III-5.sz. táblázat: Korrelált tesztek eredménye (1%-os VAR)

	Sokk1		Sokk2		Sokk3	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Belföldi kamatláb	-1.9%	-1.8%	-1.2%	-1.1%	-3.1%	-3.0%
Külföldi kamat és árfolyam	-1.4%	-2.2%	-1.0%	-1.6%	-2.7%	-3.9%

korlatilag ezek az értékek adják meg a kockázati kitettségek mértékét. A kamat és árfolyam sokkok okozta veszteségek ezzel arányosak. Például a kamatláb növekedés (csökkenés) a pozitív (negatív) nettó pozíciójú bankoknak okoz veszteséget.

Az alábbi mutatók még plasztikusabban fejezik ki a portfólió összetételéből adódó érzékenységet különböző típusú és irányú sokkokra, azonban ezek már tükrözik a tőkeellátottság hatását is (III-2. táblázat).

Természetesen a tényleges veszteségeket a kitettség és a sokk mértéke is befolyásolja.

A vizsgált sokkok köre nem változott lényegesen (III-3. táblázat). A piaci kamatlábak és az árfolyam esetében mind historikus, mind hipotetikus forgatókönyveket vizsgáltunk. A hipotetikus sokkokat különböző változók 4 hét alatt bekövetkezett legnagyobb változásaként definiáltuk – ami 1 hónapos tartási időnek felel meg. A döntést nem mechanikusan, hanem több adatsort mérlegelve hoztuk meg (pl. a belföldi kamatlábnál a DKJ hozamok, bankközi kamatok és BUBOR alakulását egyaránt figyelembe vettük, az árfolyam sokknál a Ft-nak mind az Euroval, mind a USD-ral szembeni értékváltozását). A hipotetikus sokkoknál pedig a BIS és egyedi intézmények (pl. UBS, RiskMetrics) ajánlásait követtük. Ezek adják a szélsőségesebb forgatókönyveket (sokk1 és sokk3).

A piaci sokkok okozta veszteségek nem változtak érdemben a 2000 végihez képest (III-4. táblázat). Csak az árfolyam esetében tapasztalható némi növekedés, ami a portfólió összetétele változásának tudható be.⁴⁵ A ft portfólió súlyozott értéke is jelentősen nőtt, de ennek hatását jórészt ellensúlyozza az alapvető tőke növekménye. A belföldi kamatok növekedése és a ft jelentős (+40%) értékváltozása okozná a legnagyobb veszteséget.

A forex forgatókönyvek kombinált hatását mutató grafikon is alátámasztja, hogy a forex kockázatot az árfolyam dominálja, a külföldi kamatkockázat elhanyagolható (III-2. ábra).

Az egyedi adatokat elemezve megállapítható, hogy egyetlen banknál se éri el a veszteség az alapvető tőke értékét, és 2000-hez képest tovább csökkent a jelentősebb (30% fölötti) relatív veszteséget elszenvedők száma és piaci súlya.

A korrelált tesztek (III-5. táblázat) is alátámasztják a korábbi megállapításokat, nevezetesen, hogy egyetlen érdemi változás a korábbi évhez képest a forex kockázat enyhe növekedése. Ugyanakkor ez odavezetett, hogy 2000-hez képest megfordult a sorrend a belföldi és külföldi kockázat között.

Az árfolyamkockázattal kapcsolatban nem szabad elfelejtenünk, hogy ezek az adatok nem konszolidált kimutatásokon alapszanak. Ezért nincs biztos tudásunk afelől, hogy a forex pozíciókra vonatkozó korlátok – melyek látszólag hatékonyan képesek korlátozni a bankok kitettségét – valóban effektívek-e a bankcsoportok szintjén is. Összességében megállapítható, hogy a piaci kamatok és az árfolyam szélsőséges változása nem okozna jelentős veszteséget se az egyedi bankok, se a bankrendszer szintjén. A külföldi kamatváltozás okozta veszteségek elhanyagolhatóak. Potenciálisan legnagyobb veszteséget a ft értékének jelentős (40%-os) változása, valamint a belföldi kamatok növekedése okozna.

⁴⁵ Bár a deviza eszközök és források részaránya is csökken a banki mérlegekben, az általunk használt súlyozott nettó pozíciók nőttek – legalábbis az év végi állományokat összevetve.

Hitelkockázat

A *hitelportfóliók* esetében két, vizsgálatunk szempontjából fontos változást emelhetünk ki (III-6. táblázat). Egyrészt a hitelportfólió dinamikus bővülésével tovább csökkent a kockázatmentes eszközök részaránya. Másrészt kedvezően változott a NPL részaránya és abszolút valamint relatív szórása is.

III-6.sz. táblázat: A követelésportfólió jellemzői az év végén

Év	NPL		Kockázatmentes eszközök részaránya (%)	NPL szórása (mFt ill. %)	
	részaránya	változása (t/t-1)		1994-2000 ill. 1995-2001	1995-2000 ill. 1996-2001
1999	2,7%		21,1%		
2000	1,9%	81%	18,2%	61,557 (31,4%)	48,531 (26,8%)
2001	1,5%	103%	14,8%	44,822 (24,7%)	45,372 (25,7%)

A vizsgált *hitelsokkok* köre nem változott a korábbi évekhez képest (III-7. táblázat).

Az *eredmények* azt mutatják, hogy a piaci sokkoknál továbbra is jóval nagyobb veszteséget okoznának a hitel sokkok (III-8. táblázat). A helyzet azonban itt is javult az egy évvel korábbihoz képest. Tovább csökkent az aggregált veszteségek relatíve értéke. A tesztek eredményét befolyásoló összes tényező kedvezően alakult: nőtt az alapvető tőke, csökkent a NPL részaránya és szórása, ami a portfólió összetételén és a vizsgált forgatókönyveken keresztül is hatott. Továbbá jelentős mértékben járult hozzá a veszteségek csökkenéséhez a második, harmadik és negyedik forgatókönyvnél két nagy bank összeolvadása is. Azonban még ha az érintett bankokat kivesszük, akkor is kb. negyedével (4-6%-ponttal) csökken a bankrendszer egészének vesztesége ezekben a sokkokban.

További pozitív jelenség, hogy 2001-ben is csökkent a teljes tőkájüket elvesztő bankok száma és piaci súlya (III-9. táblázat).

A veszteségek koncentráltsága nem változott érdemben, a már említett összeolvadás (KHB és ABN-Amro) ellenére sem (III-3. ábra). Az első forgatókönyvnél a veszteségek erőteljes koncentráltsága a kockázatmentes eszközök koncentráltságából származik. Ez a sokk azonban elhanyagolható mértékű veszteséget okozna.

Mindent összevetve a hitelsokkok okozta veszteségek csökkenésében olyan tényezők játszanak döntő szerepet (az alapvető tőke jelentős növekedése, két bank összeolvadása), melyek legalábbis részben egyedi eseményeknek tekinthetők. A tendenciát, bár mindenképpen pozitívnak kell tekinteni, nem szabad túlértékelni. Továbbá öröndetes jelenség az is, hogy a javulás az egyes bankok szintjén a korábban nagy veszteséget elszenvedők körében is érezhető, aminek következtében visszaesett a teljes tőkájüket elvesztők részaránya.

III. 2 A pénzügyi vállalkozások lízing- és hitelkihelyezései

A lízing- és hitelkihelyezésekkel foglalkozó pénzügyi vállalkozások 2001-ben és 2002 első félévében rendkívül dinamikus növekedtek. 2002 első hat hónapjában a hitel és lízing kihelyezések együttesen mintegy 32%-kal emelkedtek,

III-7.sz. táblázat: A vizsgált hitel sokkok

Hitelkockázat	
Sokk1	Kockázatmentes eszközök feléből hitel lesz
Sokk2	A NPL állománya 2s(1995-2001)-val nő
Sokk3	A NPL állománya 2s(1996-2001)-val nő
Sokk4	A NPL állománya kétszeresére nő

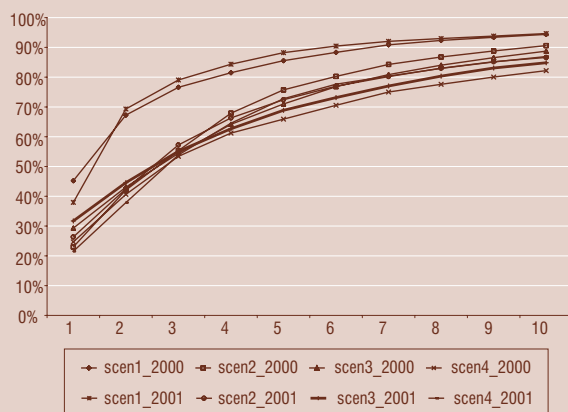
III-8.sz. táblázat: A hitel sokkok okozta veszteség az alapvető tőkére vetítve

	Sokk1	Sokk2	Sokk3	Sokk4
2001	1,8%	18,3%	15,9%	13,4%
2000	3,0%	29,6%	24,5%	17,0%

III-9.sz. táblázat: Teljes tőkájüket elvesztők részaránya

Eszköz	Sokk2		Sokk3	
	2000	2001	2000	2001
Eszköz	22,0%	5,3%	5,3%	5,3%
Veszteség	71,9%	30,9%	33,4%	36,0%

III-3. ábra: A hitelezési veszteségek koncentráltsága



ezen belül a lízingállomány növekedési üteme 20%, míg a hiteleké jelentősebb, 47% volt. A kihelyezésen belül 50-50%-os arányt képvisel a lízing és a hitelállomány. A növekedés döntő részben a banki háttérű vállalkozásoknál következett be és a személy- illetve kishaszongépjármű finanszírozás felfutásának, valamint kisebbrészt az ingatlanlízing, ingatlanhitel bővülésének tudható be. A banki háttérű pénzügyi vállalkozások erőteljes növekedését az anyabankok saját cégeik felé irányuló egyre aktívabb hitelezési tevékenysége segítette elő. 2001 utolsó negyedévével figyelhető meg az a tendencia, hogy a bankok az igen jövedelmező és viszonylag biztonságos kihelyezések növelése érdekében egyre bővülő ütemben finanszírozzák saját pénzügyi vállalkozásaikat. A bankok saját cégeik finanszírozásának igen erőteljes növekedését a szabályozás változása is elősegítette.

A Hpt. 2001 januárjától érvényes előírása alapján nem kell alkalmazni a nagykockázat vállalására vonatkozó limitet a hitelintézet saját leányvállalatával szemben vállalt kockázatára, ha az érintett vállalkozásokra összevont alapú felügyelet vonatkozik. A bankok az előbbieket szerint jelentős mértékben hitelezhetik pénzügyi vállalkozásaikat, miközben az összevont alapú felügyelet és az összevont adatszolgáltatás kialakítása még folyamatban van. A Hpt. ezen módosítása nélkül a bankok a szavatoló tőkéjük 15%-áig vállalhatnának csak kockázatot az egyes leányvállalataikkal szemben, illetve az e fölötti kihelyezéseket tőkével kell fedezni. Jelenleg ez az arány igen magas néhány nagybank esetében. Jobban szolgált volna a pénzügyi stabilitás erősítését, ha a limiteltörlésre és a konszolidált alapú felügyelet bevezetésére egyidőben kerül sor.

A pénzügyi vállalkozások ugyanolyan kockázatos eszköportfoliót tudnak kialakítani, mint a bankok, azonban a kockázatomérésre és kezelésre vonatkozó külső szabályok sokkal kevésbé szigorúak, mint a bankok esetében. A pénzügyi vállalkozások általában üzletági korlátozással kapnak engedélyt egy-egy pénzügyi szolgáltatás végzésére, ezért kihelyezéseik többnyire csak néhány területre koncentrálnak, így portfóliójuk nem kellően diverzifikált. Ez a monolit jelleg a nem banki háttérű pénzügyi vállalkozásoknál jelenthet nagyobb kockázatot, hiszen a banki háttér esetén valószínűbb, hogy csoport szinten megvalósul a diverzifikáció. Ezt támasztja alá az is, hogy a bankok egyre tudatosabban figyelnek a csoportkockázat kezelésére.

A pénzügyi vállalkozások kihelyezései közül kb. 70-80% személy-, teher- és haszongépjárművekhez, közel 10% ingatlanokhoz, a többi pedig egyéb eszköz finanszírozásához kapcsolódik. A pénzügyi vállalkozások kihelyezéseire nem vonatkozik a nagyhitel korlát. Ennek hiányát azért nem tartjuk problematikusnak, mert a döntően gépjármű finanszírozással foglalkozó cégek alapvetően sok kisebb ügyfél hitelezésével foglalkoznak. Így a bankcsoporton belül inkább az ágazati, illetve egy-egy fedezet típushoz kapcsolódó kitettség túlzott növekedése esetén szükséges nagyobb figyelmet fordítani a pénzügyi vállalkozások hitelezésére. A viszonylag magas lízingdíj, illetve hitelkamat fedezetet nyújthat a szükséges értékvesztések elszámolására, a lízingtárgy pedig biztos tárgyi fedezetet jelent a hitelek mögött.

A pénzügyi vállalkozások által 2002. júniusáig ténylegesen elszámolt értékvesztés jóval magasabb, mint amit adóalap csökkentő tételként figyelembe vehetnek (annak több mint 9-sze-

rese), azonban a nem banki háttérű vállalkozásoknál kevesebb, mint amit akkor kellene elszámolniuk, ha rájuk is érvényes lenne a hitelintézetekre vonatkozó jogszabály. A banki háttérű vállalkozások által elszámolt értékvesztés viszont már megfelelne a hitelintézetekre vonatkozó jogszabályoknak. Az elmúlt évben még a banki vállalkozások értékvesztés elszámolására is érvényes volt ez az elméleti elmaradás, ami most már csak a nem bankiakra jellemző. Meg kell jegyezni, hogy a nem banki tulajdonban lévő pénzügyi vállalkozások forrásai között is nagy arányban találhatók banki hitelek, így ezen vállalkozások nem megfelelő értékvesztés-elszámolása áttételesen banki kockázatot is jelent.

Az lenne a kívánatos, ha a bankok úgy kezelnék a pénzügyi vállalkozásaikat, mintha speciális fiókok lennének. A nagybankok többségénél ez meg is valósul. A termék kialakítás, a hitelminősítés, az értékvesztés elszámolásának módszere az anyabanki standardokhoz kell, hogy igazodjon. A csoportkockázat kezelés szükségessége – annak ellenére, hogy jelenleg még nincsenek kötelező érvényű előírások erre vonatkozóan, a felügyelet csak ajánlásokat adott ki – egyre inkább tudatosodik a bankokban.

III. 3 A vállalati szektor jövedelmezősége és stabilitása

Az alábbiakban a magántulajdonban lévő nem-pénzügyi vállalatok (a továbbiakban: vállalati szektor vagy nem-pénzügyi vállalatok) 2001-es helyzetét elemezzük a pénzügyi stabilitásra döntő hatást gyakorló jövedelmezőség, tőkeáttétel és likviditás szempontjából.⁴⁶ Összefoglalva megállapítható, hogy a vállalati szektor stabilitási helyzete 2001-ben mindhárom dimenziót tekintve romlott. Az elmúlt évekkkel összehasonlítva azonban a stabilitási mutatók romlása nem tekinthető kiemelkedő mértékűnek. 2001-ben a gazdasági környezetben két jelentős változás állt be: fő kereskedelmi partnerünk, az Európai Unió növekedése jelentősen lassult, a forint pedig az árfolyamsáv kiszélesítése után számottevően felértékelődött. Bizonyos mutatók arra utalnak, hogy e változások következtében a vállalati szektor stabilitási helyzetének romlása az előző években tapasztaltakhoz képest differenciáltabban oszlott el; erőteljesebb romlás volt megfigyelhető a külfölddel versenyző, egyébként hagyományosan magasabb jövedelmezőségű ágazatok esetében.

Jövedelmezőség

A jövedelmezőség változásának egy egyszerű „natúrális” mutatója a veszteséges vállalatok számának, pontosabban összes vállalathoz viszonyított arányának alakulása. E mutató szerint 2001-ben nem történt változás; a vállalatok 40%-a volt veszteséges, csakúgy mint 2000-ben. Az aggregált veszteség aránya azonban nőtt: míg 2000-ben az összes nyereség 35%-át tette ki, addig 2001-ben 39%-át.

⁴⁶ Magántulajdonban lévőnek tekintettünk egy vállalatot, ha az adott cégben sem az állami sem az önkormányzati tulajdon nem volt nagyobb 50%-nál.

Részletesebb vizsgálatokra nyújtanak lehetőséget a vállalati mérlegek és eredménykimutatások különböző tételeiből számított jövedelmezőségi mutatószámok. A nem-pénzügyi vállalatok esetében a jövedelmezőség legfontosabb indikátorai az üzemi szintű eredményt az eszközökhöz vagy az árbevételhez viszonyító mutatók:

$$\text{ROA (Return on Assets) =} \\ \text{Üzemi (üzleti) tevékenység eredménye / Mérlegfőösszeg⁴⁷$$

$$\text{PROFITMARZS_ÜZEMI =} \\ \text{Üzemi (üzleti) tevékenység eredménye / Nettó árbevétel}$$

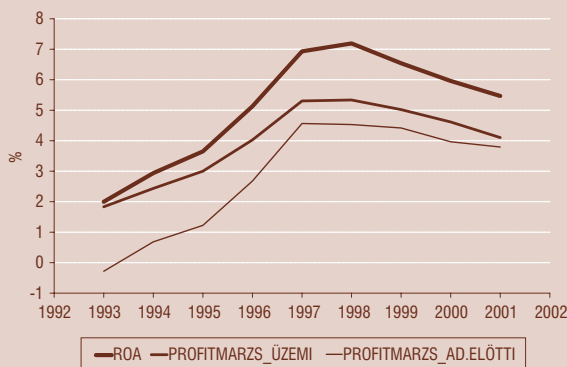
A fentiek mellett egy olyan mutatót is kiszámítottunk, mely a normál üzletmenet jövedelmezőségén túl a vállalat finanszírozási szerkezetében, tőkeköltségében (pl. hitelkamatok) illetve a rendkívüli eredményben beállt változásokat is tükrözik:

$$\text{PROFITMARZS_AD.ELŐTTI =} \\ \text{Adózás előtti eredmény / Nettó árbevétel}$$

Ezt azért tartottuk különösen fontosnak, mert a 2001-es forint-felértékelődés a felvett devizahiteleken keresztül potenciálisan érinthette a vállalatok pénzügyi ill. rendkívüli eredményét.

A jövedelmezőségi mutatók alakulását aggregált szinten egy hosszabb időszoron (1993-tól), szektorális bontásban pedig a 2000-es évvel összehasonlítva vizsgáltuk.

III-4. ábra: Jövedelmezőségi mutatók a nem-pénzügyi vállalati szektorban, 1993-2001



Aggregált jövedelmezőség

2001-ben a nem-pénzügyi vállalatok aggregált üzemi szintű jövedelmezősége - immár harmadik éve - enyhén romlott. A jövedelmezőség romlásának mértéke a vizsgált mutatók szerint hasonló volt az 1999-ben illetve 2000-ben tapasztalthoz. Hosszabb időszakot vizsgálva megállapítható, hogy a 2000-2001-ben tapasztalt romlás ellenére az aggregált üzemi szintű jövedelmezőség nem távolodott el drámai mértékben a több évig tartó folyamatos növekedéssel 1997-re elért szinttől.

A 2001-es évet illetően az is megállapítható, hogy az adózás előtti eredménnyel számított profitmarzs valamivel kevésbé erodálódott, mint az üzemi eredménnyel számított. Ennek az a magyarázata, hogy a pénzügyi és a rendkívüli eredményben kedvezőbb változások álltak be, mint az üzemi eredményben. Ezek nagyságrendje azonban nem volt akkora, hogy ellensúlyozni tudja a működéssel összefüggő jövedelmezőség romlását.

Az aggregált jövedelmezőség mellett stabilitási szempontból lényeges, hogy a rossz jövedelmezőségű vállalatok helyzete nem romlott-e az átlagnál is gyorsabb ütemben. Erre a kérdésre az egyedi vállalati jövedelmezőségi mutatók eloszlásának vizsgálatával lehet választ kapni. A vizsgálat szerint 2001-ben ez az eloszlás „laposabbá” vált, azaz a vállalatok jövedelmezőségében nagyobb különbségek mutatkoztak, mint a megelőző években. Ez azzal járt, hogy a vállalatok legrosszabb jövedelmezőségű 20%-a (az ún. alsó kvintilis) jövedelmezőségi mutatói az átlagosnál nagyobb mértékben romlottak. Ez pénzügyi stabilitási szempontból kedvezőtlen fordulat az előző évek-

⁴⁷ A ROA mutató esetében a nevezőben szereplő stock változók év végi értékét használtuk éves átlag helyett. A számított mutatók szintje nem tekinthető mérvadónak, az elemzésben az éves változásokra koncentráltunk.

ben jellemző tendenciához képest, amikor a legrosszabb jövedelmezőségű vállalatok éppenséggel „felzárkóztak”, azaz profitabilitásuk évről-évre közeledett az átlaghoz. A helyzet azonban nem tekinthető súlyosnak, hiszen az alsó kvintilisbe tartozó vállalatok jövedelmezőségi mutatói ezzel a kedvezőtlen fordulattal is csak az 1999-es szintig estek vissza és továbbra is fölötté maradtak az 1993-98-ban jellemző szinteknek.

Ugyancsak szembeötlő, hogy 2001-ben a vállalatok legjövedelmezőbb 20%-ának a romló átlaggal szemben egyenesen javult a jövedelmezősége, ami szintén változást jelent, hiszen ebben a csoportban 1994 óta minden évben az átlaggal azonos irányban változott a profitabilitás. Mindez arra utal, hogy a 2001-es év a megelőző évekhez képest nagyobb differenciálódást jelentett a vállalati szektoron belül. A 2001-es év egyik megkülönböztető eseménye az árfolyamsáv kiszélesítése és a forint ezt követő számottevő felértékelődése volt. Kézenfekvőnek tűnik tehát a magyarázat, hogy a jövedelmezőség vállalati szektoron belüli differenciálódását a forintárfolyamnak való kitettségekben meglévő különbségek magyarázták. Ezt támasztja alá az a vizsgálatunk, melyben külön elemeztük a jelentős export árbevétellel rendelkező⁴⁸ illetve az alapvetően a hazai piacot megcélzó vállalatok jövedelmezőségét.

Exportőrök és nem-exportőrök jövedelmezősége

Jól látható, hogy az exportőröket szinte az egész vizsgált időszakban magasabb jövedelmezőség jellemezte, mint a nem-exportőröket. Különösen igaz volt ez a csúszó leértékelés 1995-ös bevezetését követő években. A két csoport közötti jövedelmezőségbeli különbség először – feltehetően az orosz válsággal összefüggésben – az 1998-99-es években csökkent. 2001-ben az exportőrök jövedelmezősége hasonló mértékben esett, mint az orosz válság idején. Mivel azonban a forint felértékelődése a tavalyi évben egybeesett az EU növekedésének visszaesésével és a magyar exporttermékek iránti külső kereslet ezzel összefüggő lassulásával, a két tényező exportőrök jövedelmezőségére gyakorolt hatását nem tudjuk elkülöníteni.

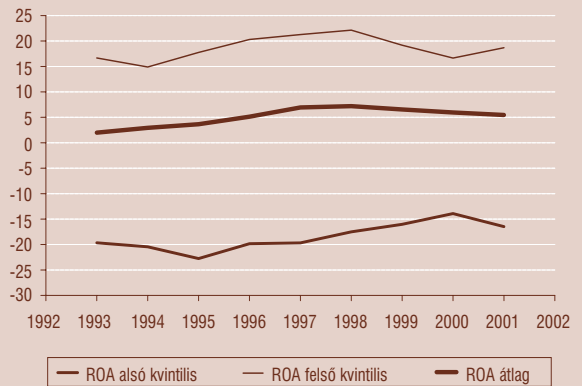
A két csoport jövedelmezőségének 2001-es egymástól jelentősen eltérő változását érdemes a költség szerkezetben lezajlott változásokat nyomon követve is elemezni, mivel ez fényt vetet a forintfelértékelődés esetleges jövedelmezőségi hatásaira.

Az első szembeötlő tény, hogy a nem-exportőrök költségstruktúrája 2001-ben lényegében változatlan maradt, azaz az anyag-, bér- és egyéb költségek árbevételhez viszonyított súlya nem tért el az előző évitől.

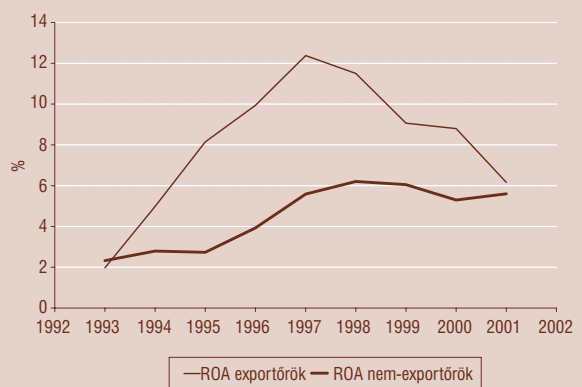
Az exportőr vállalatok költség szerkezetében viszont jelentős változások voltak megfigyelhetők. Kérdés, hogy mennyiben lehetett ebben szerepe a forint felértékelődésének. Ha 2001-ben a forint felértékelődése jelentős szerepet játszott az exportőrök jövedelmezőségének romlásában, úgy ezt az olyan költségelemek árbevétel-arányos súlyának növekedésében kellene látnunk, amelyek döntően forintban denomináltak. Ilyenek tekinthetjük a személyi jellegű ráfordításokat és az anyagjellegű ráfordításoknak azt a részét, ami nem közvetlen anyagköltség, hanem pl. vásárolt szolgáltatás, valamint feltehetően

⁴⁸ Ide azokat a vállalatokat soroltuk, amelyek esetében az árbevételnek több, mint 20 %-a származik exportból.

III-5. ábra: A vállalatok jövedelmezőség (ROA) szerinti eloszlása, alsó és felső 20%-ának határai (kvintilisek):



III-6. ábra: A jövedelmezőség (ROA) alakulása exportőr és nem-exportőr vállalatok esetében, 1993-2001



III-10. táblázat: Az exportőrök és nem exportőrök költségneinek és eredményének változása

változás (2001/2000)	Nettó árbevétel	Üzemi tev. eredménye	Anyag-jellegű ráfordítások	Egyéb ráfordítások	Személyi jellegű ráf.
Exportőrök	1,19	0,79	1,24	0,95	1,21
Nem-exportőrök	1,08	1,19	1,04	1,21	1,11

III-11. táblázat: Az exportőrök és nem exportőrök árbevétel-arányos költségneinek és eredményének változása

változás (%pont)	Üzemi tev. eredménye	Anyag-jellegű ráfordítások	Egyéb ráfordítások	Személyi jellegű ráf.
Exportőrök	-2	3	-1	0
Nem-exportőrök	0	0	0	0

az egyéb ráfordításokat is. Ugyanakkor az anyagkölségeken belül a feldolgozóipar magas importhányada miatt jelentős lehet a devizában denominált rész, így e költségelemen keresztül a forint felértékelődésének csak kisebb mértékben kellene rontania a jövedelmezőséget.

A felértékelődés feltételezett hatásaihoz képest azonban az adatok némileg más képet mutatnak. Az exportőrök bérköltsége 2001-ben árbevétel-arányosan nem nőtt, azaz nem ez a tétel rontotta az üzemi szintű profitabilitást. Ugyanakkor az anyagkölség aránya az árbevételben 2 százalékponttal nőtt, míg a bővebb, vásárolt szolgáltatásokat is tartalmazó anyagjellegű ráfordítások kategória 3 százalékponttal rontotta az exportőrök 2001-es jövedelmezőségét.

Javította viszont a jövedelmezőséget e vállalati csoportban az egyéb ráfordítások árbevételhez viszonyított arányának csökkenése, így összességében csak mintegy 2 százalékponttal zsugorodott az üzemi szintű profitmarzs.

Az exportőrök üzemi szintű profitmarzsának csökkenését 1 százalékponttal ellensúlyozta a pénzügyi eredmény javulása. Mivel a vállalatok forinthiteleinek kamata nem csökkent jelentősen 2001-ben, a javulás háttérében forintfelértékelődésnek az exportőr vállalatok jelentős devizahitel állománya után fizetett kamatok forintban számított értékének csökkenése állhatott. Erre utal az is, hogy a nem-exportőr (ezért devizában feltehetően kevésbé eladósodott) vállalatok esetében a pénzügyi eredmény ugyanebben az évben nem volt hatással a profitmarzusra.

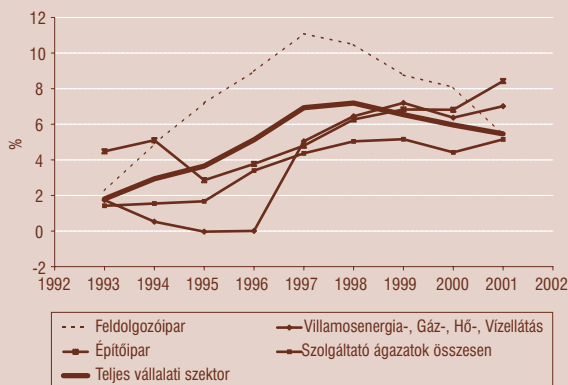
Ágazatok szerinti jövedelmezőség

Az ágazati szintű⁴⁹ adatok alapján jól látható, hogy a 2000-es és 2001-es, nagyjából hasonló mértékű aggregált jövedelmezőségromlások között minőségi különbség volt. Míg 2000-ben az összes nagyobb ágazat jövedelmezősége egyöntetűen enyhe romlást mutatott, addig 2001-ben egyedül a feldolgozóiparban volt tapasztalható visszaesés a profitabilitásban, a többi nagy ágazat helyzete javult. Ennek ellenére, a feldolgozóipari jövedelmezőségromlás számottevő mértéke és az ágazat nagy súlya azt eredményezte, hogy a vállalati szektor egészének jövedelmezősége 2001-ben is romlott.

A 2000-es évet általában a szolgáltató ágazatok erőteljes jövedelmezőség csökkenése jellemezte (a kereskedelmet kivéve). A jövedelmezőség romlása különösen erőteljes volt a *Szállítás, raktározás, távközlés*, ágazatban, ami feltehetően összefüggött a kőolaj világpiaci árának rendkívül magas 2000-es szintjével. Ugyanez a hatás a - nem a szolgáltatások közé sorolt - *Villamosenergia, gáz, gőz, vízellátás* ágazatban is érezte a hatását.

2001-ben már jövedelmezőség-javulás volt megfigyelhető a szolgáltató ágazatokban, ami feltehetően összefüggésben volt a lakossági jövedelmek és fogyasztás erőteljes növekedésével. A szolgáltatások között kivételt képez a *Szálláshely-szolgáltatás, Vendéglátás* ágazat, melynek jövedelmezősége felére csökkent. Ebben a forint felértékelődése mellett vélhetően a 2001. szeptember 11-i terrortámadás idegenforgalomra gyakorolt negatív hatása is szerepet játszott.

III-7. ábra: Jövedelmezőség (ROA) egyes ágazatokban 1993-2001



⁴⁹ Az ábrán nem szereplő *Mezőgazdaság* illetve *Bányászat* ágazatok a teljes nem-pénzügyi vállalati szektor eredményének csupán 5%-át teszik ki.

Ugyancsak javult a jövedelmezőség a *Villamosenergia, gáz-, gőz-, vízellátás* illetve az *Építőipar* ágazatokban. Az előbbire a kőolaj árának stabilizálódása, az utóbbira pedig a kormányzat lakáspolitikai intézkedései illetve az infrastrukturális beruházások lehettek hatással.

A *Feldolgozóipar* üzemi szintű eredménye 2000-ben enyhén, 2001-ben viszont már nagymértékben, mintegy 25%-kal csökkent. Döntően e szektor gyenge 2001-es teljesítményének tudható be, hogy a vállalati szektor egészének jövedelmezősége csökkent. Az ágazatnak a teljes vállalati szektor eredményben képviselt nagy súlyára⁵⁰ tekintettel megvizsgáltuk, hogy a jövedelmezőség-csökkenést mely alágazatokra koncentrálódott és milyen költségek növekedése okozhatta.

Jövedelmezőség a feldolgozóiparban

Az ágazati szintű adatokból kiderül, hogy 2001-ben a feldolgozóipar az értékesítési árbevétel 21%-os növekedése mellett sem tudott eredménynövekedést elérni. Az üzemi eredmény nominális értéke 2000-hez képest egynegyedével csökkent. A nagyobb súlyú alágazatok közül különösen nagy volt az üzemi eredmény visszaesése a villamos gép- és műszergyártásban, a járműiparban és a fémfeldolgozásban, a kokszyártás és kőolajfeldolgozás pedig üzemi szinten egyenesen veszteséges volt 2001-ben.

Jelentősen javította ugyanakkor jövedelmezőségét a papírgyártás és a vegyipar, mindkettőben döntően az árbevétel-arányos anyagköltségek csökkenése miatt (ld. alább). Mivel ezen iparágak nyersanyaga nagy részben importból származik, a forintfelértékelődés kedvező hatását nem lehet kizárni.

Figyelemre méltó, hogy a forintban számított export árbevétel a forintfelértékelődés ellenére majdnem minden ágazatban dinamikusan nőtt. Kivételt képez a kivitelben második legnagyobb súlyú járműgyártás, ahol a forintban számított export lényegében stagnált. Ez a fejlemény nem meglepő, ha figyelembe vesszük, hogy a járműgyártás az egész világon az egyik legciklikusabb iparágnak számít.

III-12. táblázat: Feldolgozóipari alágazatok árbevétele és üzemi eredménye (változás, 2001/2000)

	Súly a 2001-es feldolgozóipari árbevételben	Üzemi tev. eredménye	Nettó árbevétel összesen	Export árbevétel
04 Feldolgozóipar		0,75	1,21	1,23
056 Élelmiszer	0,17	1,11	1,26	1,18
06 Textília, Textilárú gyártása	0,03	1,07	1,14	1,19
07 Bőrtermék, lábbeli gyártása	0,01	1,06	1,18	1,14
08 Fafeldolgozás	0,01	0,68	1,11	1,09
09 Papírgyártás, kiadói , nyomdai tevékenység	0,05	1,63	1,17	1,23
10 Kocszy., Kőolaj FD., Nukl. Fűtőa.gy.	0,10	-2,50	1,36	0,99
11 Vegyi anyag, termék gyártása	0,06	1,22	1,08	1,06
12 Gumi-, műanyagtermék gyártása	0,04	1,26	1,18	1,18
13 Egyéb nemfém ásványi termék gy.	0,03	1,19	1,15	1,18
14 Fémalapanyag, fémfeldolg. Termék gy.	0,08	0,80	1,07	1,10
15 Gép, berendezés gyártása	0,04	0,94	1,13	1,12
16 Villamos gép, műszer gyártása	0,25	0,25	1,41	1,56
17 Járműgyártás	0,12	0,76	1,00	0,99
18 Máshová nem sorolt feldolgozóipar	0,01	0,72	1,08	1,01

⁵⁰ 2000-ben 50%.

Ha az egyszerű arányok helyett az egyes bevétel- és költség-
nemek árbevételen belüli arányának változását vizsgáljuk, szám-
szerűen megmutatható, hogy azok mely alágazatokban milyen
mértékben eredményezték a jövedelmezőség javulását vagy
romlását (III-2.táblázat).

III-13. táblázat: Árbevétel-arányos költségnevek és egyéb tételek hozzájárulása a profitmarzs változásához
(2001-2000, százalékpont)*

Változás (% pont)	Anyagjellegű ráfordítások	Személyi jellegű ráf.	Egyéb ráfordítások	Egyéb bevételek	Aktivált saját teljesítmény értéke	Üzemi tev. eredménye
04 Feldolgozóipar	1	0	-3	-1	-1	-2
Feldolgozóipar Élelm. és Kocszgy. nélkül	-1	0	1	-1	-1	-2
056 Élelmiszer	8	1	-8	-2	0	-1
06 Textilia, Textilárú gyártása	0	-1	0	1	0	0
07 Bőrtermék, lábbeli gyártása	-1	-1	0	0	1	0
08 Fafeldolgozás	0	-2	0	1	-1	-2
09 Papírgyártás, kiadói , nyomdai tevékenység	3	-1	0	0	-1	2
10 Kocszgy., Kőolaj FD., Nukl. Fűtőa.gy.	9	2	-15	-2	-2	-8
11 Vegyi anyag, termék gyártása	3	-1	1	-1	0	1
12 Gumi-, műanyagtermék gyártása	2	-1	0	0	0	0
13 Egyéb nemfém ásványi termék gy.	-1	0	-1	1	1	0
14 Fémalapanyag, fémfeldolg. Termék gy.	1	-1	0	0	-1	-1
15 Gép, berendezés gyártása	0	-1	0	0	0	-1
16 Villamos gép, műszer gyártása	-3	1	2	-2	-1	-4
17 Járműgyártás	-1	-1	0	0	0	-2
18 Máshová nem sorolt feldolgozóipar	1	-2	0	1	-1	-1

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

Az árbevétel-arányos bérköltség, pontosabban a személyi jellegű ráfordítások a feldolgozóipar egészét tekintve semleges maradt 2000 és 2001 között, azaz nem járult hozzá a megfigyelt jövedelmezőségromláshoz. Az egyes alágazatok között azonban differenciáltan változott a bérköltségek súlya; a legtöbb alágazatban enyhén emelkedett, amit ellensúlyozott a néhány nagy alágazatban jelentkező árbevétel- arányos bérköltség-csökkenés.

Az anyagjellegű ráfordítások árbevételhez viszonyított súlya a legtöbb alágazatban csökkent, néhány esetben (élelmiszeripar, kőolajfeldolgozás, papírgyártás, vegyipar) kiemelkedő mértékben. A feldolgozóipar egésze szintjén azonban ebből a profitabilitást javító változából jócskán lefarag egyetlen, nagy súlyt képviselő alágazatban, a villamos gép-, és műszergyártásban jelentkező rendkívül magas anyagköltség-növekedés. A villamos gépgyártók 46%-os anyagköltség-növekedése ráadásul erősen koncentráltan jelentkezett, a növekedést néhány elektrotechnikai cég jelentős kibocsátás növekedése (41%), és az ezt megelőző beruházások okozták.

A feldolgozóipari összesített üzemi eredményt meghatározó főbb költségnevek közül kiemelkedően magas, 3 százalékpontos növekedést mutattak az egyéb ráfordítások. Ez azonban jórészt a jövedéki adóval kapcsolatos, az élelmiszeripari és a kőolajfeldolgozó alágazatokat érintő számviteli változások⁵¹

⁵¹ 2001-ig a jövedéki adókat ugyanis nettó módon kellett elszámolni, azaz nem kellett kimutatni sem az árbevételben, sem pedig a ráfordítások között. 2001-től viszont az árbevétel már tartalmazta a jövedéki adókat, ugyanakkor az egyéb ráfordítások között is megjelent. Szintén technikai változás volt, hogy 2001-től a kőolajfeldolgozó alágazat vállalatainak a magyar számviteli szabályok szerint is ki kellett mutatniuk a jövőbeni környezetvédelmi kötelezettségekre megképzett céltartalékokat, amit a megképzéskor az egyéb ráfordítások között kell elszámolni. Ezek a számviteli változások az élelmiszeriparban 8, a kőolajfeldolgozó alágazatban pedig 15 százalékpontos növekedést jelentett az egyéb ráfordításokban.

miatt fellépő jelenség. Ezért a feldolgozóiparra e két ágazat nélkül is összesítettük a költségszerkezet változásait. Az árbevétel-arányos üzemi eredményváltozás mértéke ezzel nem változik, viszont az egyéb költségek alakulása pedig már némileg pozitívan hat a feldolgozóipari jövedelmezőségre.

A feldolgozóipari üzemi szintű profitmarzst 2001-ben 1-1 százalékponttal csökkentette két – más időszakokban általában kisebb szerepet játszó – tétel: az egyéb bevételek illetve az aktivált saját teljesítmények árbevétel-arányos értékének csökkenése. Közgazdaságilag az utóbbit lehet értelmezni, mivel ez a tétel tartalmazza a saját termelésű készletek állományváltozását. Ez a változás arra utal, hogy a feldolgozóipari vállalatok a külső kereslet lassulása és az ebből következő romló értékesítési kilátások miatt alkalmazkodtak: csökkentették a saját előállítású készletek termeléshez viszonyított arányát.

Tőkeáttétel

A nem-pénzügyi vállalati szektor tőkeáttételét tekintve 2001-ben a megelőző három évhez hasonló lassú, évi kb. 0,5%-os ütemben folytatódott az idegen tőke/összes tőke arány növekedése. Ez természetesen a vállalati működés kockázatát is növelte, bár a tőkeáttétel tekintetében a magyar vállalati szektor továbbra is a fejlett országok átlaga alatt marad.⁵²

Stabilitási szempontból érdeklődésre tarthat számot a rossz jövedelmezőségű vállalatok tőkeáttételének alakulása. A vállalatok ROA mutató alapján legrosszabb jövedelmezőségű 20%-ának átlagos tőkeáttétele jóval magasabb, mint a teljes vállalati szektoré. Ez azonban jellemzően nem azt jelenti, hogy a banki hitelfelvétel ebben a csoportban számottevőbb, mint a jövedelmezőbb vállalatok esetében. Sokkal inkább a – sok esetben már évek óta tartó – veszteséges működés következtében összezsugorodó saját tőke miatt magas a tőkeáttétel. 1998-2000 között fokozatosan csökkent a tőkeáttétel a legkevésbé jövedelmező vállalati csoportban, 2001-ben azonban emelkedett. Ez stabilitási szempontból kedvezőtlen fejlemény, azonban figyelembe kell venni, hogy a rossz jövedelmezőségű csoportban a tőkeáttétel még az emelkedéssel együtt is jóval a vizsgált időszak maximumának számító 1995-97-es értékek alatt marad.

Likviditás

A vállalatok likviditásának elemzése során kétféle mutatót használtunk.

Kamatfedezet =
 Szokásos vállalkozási eredmény⁵³ / Fizetett kamatok és kamatjellegű kifizetések

Likviditási mutató⁵⁴ =
 Forgóeszközök / Rövidlejáratú kötelezettségek

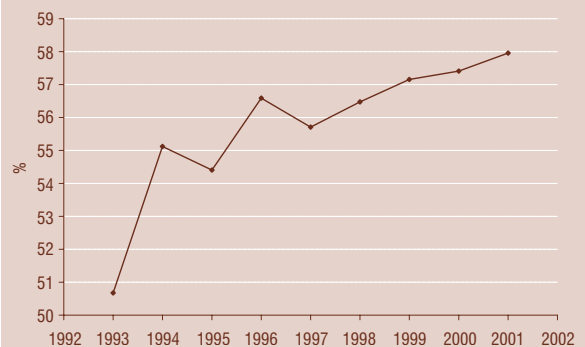
A kamatfedezeti mutató azt mutatja, hogy a vállalatok a szokásos vállalkozási eredmény figyelembe vételével milyen mérték-

⁵² Részletes összehasonlítás található a *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* c. kiadványunk 2001. májusi számában.

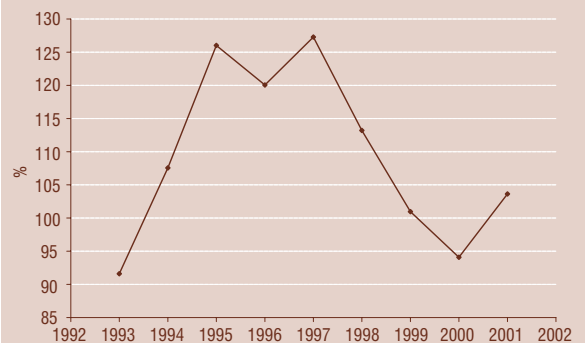
⁵³ Szokásos vállalkozási eredmény = Adózás előtti eredmény-Rendkívüli eredmény

⁵⁴ Rövidlejáratú kötelezettségek: Rövid lejáratú kölcsönök, Rövid lejáratú hitelek, Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból, Tuljdonosokkal szembeni kötelezettségek, Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek.

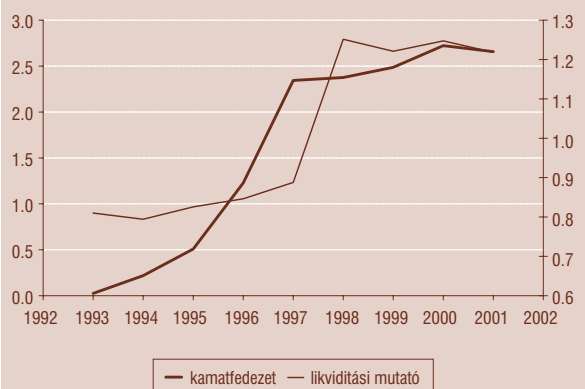
III-8. ábra: Idegen tőke/összes tőke, nem-pénzügyi vállalatok (1993-2001)



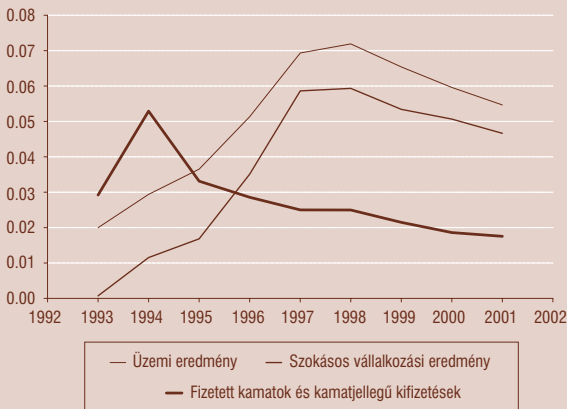
III-9. ábra: Idegen tőke/összes tőke átlagos aránya a nem-pénzügyi vállalatok legrosszabb jövedelmezőségű 20%-ában, 1993-2001



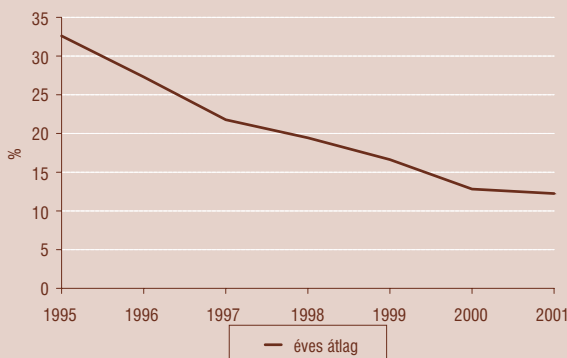
III-10. ábra: Aggregált kamatfedezeti mutató, likviditási ráta és gyorsráta a vállalati szektorban



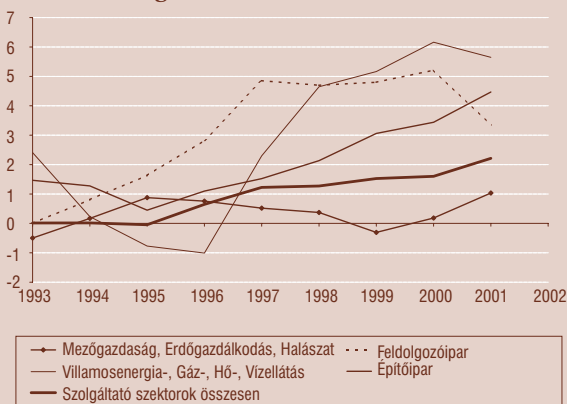
III-11. ábra: A kamatfedezeti mutató komponensei és az üzemi eredmény a mérlegfőösszeg arányában, 1993-2001



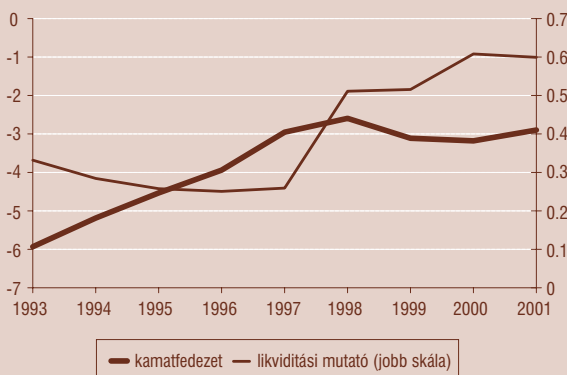
III-12. ábra: Éven belüli súlyozott átlagos vállalati hitelkamat (1995-2001)



III-13. ábra: Ágazati kamatfedezet-mutatók



III-14. ábra: A kamatfedezeti és a likviditási mutató eloszlásainak alsó kvintilisei (1993-2001)



ben képesek megfelelni kamatkötelezettségeiknek. A kamatfedezeti mutató változását a jövedelmezőség, a vállalati kamatok és a tőkeáttétel változása befolyásolja.

A likviditási ráta azt méri, hogy a likvid eszközök⁵⁵ milyen mértékben elegendőek a rövid kötelezettségek teljesítésére. Mivel a kamatfedezeti mutató flow-típusú adatokat, a likviditási ráta pedig mérlegadatokat viszonyít egymáshoz, előfordulhat, hogy a stock és flow adatokat használó ráták egyenként eltérő következtetéseket implikálnak, ezért a likviditási helyzet értékeléséhez nem elég csupán egyféle mutatót használni.

2001-ben az előző évhez képest mindkét mutató a likviditási helyzet csekély mértékű romlását mutatta. A mutatók szerint a vállalati szektor likviditása az enyhe visszaesés ellenére sem távolodott el jelentősen az 1997-98-ra elért viszonylag magas szinttől.

A III-11., III-12. ábrákból jól látható, hogy a kamatfedezeti mutató alakulását meghatározó tényezők közül döntő szerepe volt a jövedelmezőségnek. A kamatkiadások 1994-től kezdve, a folyamatosan csökkenő vállalati kamatszintnek megfelelően egyenesen csökkentek, ami a tőkeáttétel növekedése ellenére javította a vállalatok likviditási helyzetét. Ez a javulás azonban a jövedelmezőség 1999-ben kezdődő romlásával megállt.

A likviditási ráta 2000-es és a számunkra legfontosabb 2001-es évben a kamatfedezeti mutatóhoz hasonlóan nem utal a vállalatok likviditási helyzetének jelentős romlására: az indikátor 2001-es szintje nagyjából megfelel az 1999-es szintnek.

Az aggregált adatoknál részletesebb, és a jövedelmezőség alakulásával konzisztens kép rajzolódik ki a fontosabb ágazatok likviditási helyzetének elemzésével. Ezek szerint az aggregált likviditás romlásában döntő szerepe volt a feldolgozóipari likviditás romlásának, amely az 1996-os szintre esett vissza. A feldolgozóiparon kívül a villamosenergia ágazat likviditása romlott 2001-ben, bár ennek mértéke jóval kisebb a feldolgozóiparénál, és nem is csökkent az 1999-es szint alá (III-13. ábra). Az építőiparban, a mezőgazdaságban és a szolgáltató szektoroknál folytatódott a korábban megindult lassú likviditás-javulás. A javulással kapcsolatban ki kell emelni, hogy a mezőgazdasági ágazat 2001-re éri el azt a likviditási szintet, hogy a szokásos eredményből kifizethetők a kamatjellegű kötelezettségek.

Az aggregált adatokról elmondottakkal szemben stabilitási szempontból aggodalomra okot a legrosszabb vállalatok likviditási helyzete (III-14. ábra). A kamatfedezet a vizsgált időszak egészében negatív, ami azt jelzi, hogy az eloszlás alsó 20%-a kamatkötelezettségeit csak vagyonfeléléssel tudja teljesíteni. A likviditási mutató pedig 60%-on áll, azaz egy csődhelyzetben a forgóeszközökből a rövid kötelezettségek alig több mint felét lehet kielégíteni.

⁵⁵ Likvid eszközök = Készletek + Követelések + Értékpapírok + Pénzeszközök

IV. Tanulmányok

Világi Balázs:

A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNY ÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁS ÖSSZEFÜGGÉSEI

1. Bevezetés

Kis nyitott gazdaságok és különösen a feltörekvő piacok gazdaságpolitikai döntéshozói általában komoly figyelmet szentelnek a folyó fizetési mérleg alakulásának. E mögött az a vélekedés húzódik meg, hogy a pénzügyi válságok – függetlenül attól, hogy pontosan miként definiáljuk őket – összefüggésben vannak egy ország relatíve nagy folyó fizetési mérleg hiányával. Ebben az írásban azt vizsgáljuk meg, hogy ez a vélekedés mennyiben és milyen feltételek mellett igaz, és hogy Magyarország szempontjából ennek mekkora a relevanciája a jelenben és a közeljövőben, illetve a Gazdasági Monetáris Unióhoz való csatlakozás utáni időszakban.

A folyó fizetési mérleg hiány és a pénzügyi válságok kapcsolata áll a középpontjában Edwards (2001) tanulmányának, amiben egy több mint 120 országot és 25 évet lefedő mintán végzett vizsgálatának az eredményeit teszi közzé. Eszerint, ha a kérdést úgy tesszük fel, hogy a nagy folyó fizetési mérleg hiány *majdnem biztosan* válsághoz vezet, akkor a válasz *nem*. Ha azonban kérdést megszorítóbban tesszük fel, azaz a nagy fizetési mérleg hiány fenntartásának vannak-e széles értelemben vett *költségei*, akkor a válasz *igen*. A tanulmány szerint a nagy folyó fizetési mérleg hiányt csak kevés ország volt képes tartósan fenntartani, a túlnyomó többség esetében vagy a gazdaságpolitikai beavatkozása hatására, vagy pénzügyi válságok következményeként a folyó fizetési mérleg hiány mérséklődött. A szerző azt is vizsgálta, hogy a tőkeáramlás irányának megfordulása, illetve a folyó fizetési mérleg hiány mérséklődése milyen jóléti költségekkel járt az érintett országokban: az esetek túlnyomó többségében mindez a beruházások *visszaeséséhez*, és a GDP növekedése *csökkenéséhez* vezetett. Végül azt is demonstrálja, hogy a *nagy deficit növeli* a pénzügyi válságok valószínűségét.

Tehát úgy tűnik, hogy az empirikus vizsgálatok alátámasztják a vélekedést, hogy kivételes esetektől eltekintve a túl nagy folyó fizetési mérleg veszélyeket hordozhat magában. Ahhoz viszont, hogy ebből a tényből a jelen és közeljövő Magyarországra nézve konkrét következtetéseket vonhassunk le alaposabban meg kell vizsgálni, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya milyen módon válhat veszély forrássá.

Mindenekelőtt szükséges tisztáznunk, hogy ebben az írásban mit értünk pénzügyi válság alatt. Három esetet

érdemes megkülönböztetni. Ezek tökéletesen csak az elméletben különböznek el, a gyakorlatban általában valamilyen kombinációjuk figyelhető meg, de a folyamatok jobb megértése miatt érdemes bevezetni a következő klasszifikációt:

- *Adósságválságon* vagy *fizetéseképtelenségi válságon* azt értjük, amikor egy ország külföldi hitelezői úgy ítélik meg, hogy ha az országban zajló gazdasági folyamatok a jövőben is folytatódnak akkor az ország fizetéseképtelenné válik. Az ilyen helyzetek nem feltétlenül vezetnek csödhöz, de annak elkerülése érdekében a gazdaságpolitikának általában drasztikus eszközök-höz kell nyúlniuk.
- *Valutaválság* akkor következik be, ha az ország valutáját úgynevezett *spekulációs támadás* éri. A támadás eredményeképpen a gazdaság politikának fel kell adnia az addig kitűzött nominális árfolyam célt és le kell értékelnie vagy hagynia kell leértékelődni a nemzeti valutát, mivel annak védelme vállalhatatlanul nagy költségekkel járna.
- *Bankválság* alatt azt értjük, amikor a belföldi pénzügyi közvetítő rendszer összeomlik, vagy legalábbis a normális működése veszélybe kerül.

Az adósságválságot és a valutaválságot összefoglalóan fizetési mérleg válságnak is nevezzük, mert mindkét esetben jellemző a folyó fizetési mérleg hiányának és a tőke beáramlásának drasztikus csökkenése.

A nagy folyó fizetési mérleg hiány és az adósságválságok kapcsolat elég nyilvánvaló. A tartós és nagy folyó fizetési mérleg hiány az ország adósságának olyan mérvű növekedéséhez vezethet, ami már megrengeti a befektetőknek a törleszthetőségbe vetett bizalmát. A hetvenes-nyolcvanas évek latin-amerikai válságai ennek tipikus példái. Ezek általában nagy költségvetési deficitel jártak együtt és a szokásos az IMF által javasolt gyógymód a költségvetési restrikción és a leértékelés volt. A költségvetési restrikción a megtakarítások növelésével a leértékelés pedig a versenyképesség javításával igyekezett a folyó fizetési mérleget javítani és ily módon az adósságok növekedését csillapítani, lásd erről Feldstein (2002) tanulmányát.

Egy fizetési mérleg válság bekövetkezése azonban nincs feltétlenül kapcsolatban a fizetéseképtelenséggel. A valutaválságok okozója az, hogy a befektetők között az a vélekedés kezd terjedni, hogy a jegybank számára

rövidesen *vállalhatatlanul nagy lesz a költsége* a valuta megvédésének, ezért elkezdenek külföldi valutába menekülni, ami *önbeteljesítő* módon valóban megnöveli a jegybank számára a védekezés költségeit és ezért végül valóban *elengedi* az árfolyamot.

Ha rögzített vagy szűk sávós árfolyamot intervencióval véd a jegybank, akkor a nagy folyó fizetési mérleg hiány hozzájárulhat a jegybanki tartalékok olyan alacsony szintre csökkenéséhez, hogy a jegybank rákényszerül az árfolyamcél feladására. Ugyanakkor egy adott árfolyamcél nemcsak intervencióval, hanem kamatemeléssel is lehet védeni, de a kamatemelésnek is van határa, hiszen a túlzottan szigorú monetáris politika recesszióhoz vezethet. Ezért a piac akkor is indíthat spekulatív támadást, ha úgy véli, hogy az árfolyam védelmének túl nagyok a makrogazdasági költségei. Például ha úgy vélik, hogy az árfolyam védelméhez szükséges kamatemelés a növekedés olyan mértékű lassulásához vezetne, ami már a gazdaságpolitika számára vállalhatatlan. Ezekben az esetekben a fizetési mérleg szerepe kevésbé nyilvánvaló. Előfordulhat például, hogy a spekulációs támadás kialakulásában nem fundamentális tényezők, hanem az önbeteljesítő elemek dominálnak. Ilyenkor a legkülönbözőbb okok befolyásolhatják úgy a várakozásokat, hogy a válság bekövetkezzen. Az egyik ilyen lehetséges, a várakozásokat a válság elődídézése felé lökő faktor lehet a nagy fizetési mérleg hiány. (Ebben az írásban nem törekszünk a különböző eseteket számba vételére, az érdeklődőknek ajánljuk Árvai és Vincze (1998, 2000) átfogó tanulmányait a témáról.)

Nem csak az lényeges kérdés, hogy egy spekulációs támadást és a vele járó fizetési mérleg válságot mi válthatja ki, hanem az is, hogy a válság milyen hatással van a reálgazdaságra. Fejlett országokban gyakran a spekulációs támadás nem vezet a gazdaság visszaeséséhez, sőt a leértékeléssel együtt járó lazább monetáris politika akár stimuláló is lehet a gazdasági aktivitásra. Ezzel szemben feltörekvő piacokon nem ritka, hogy a spekulációs támadás komoly recesszióhoz vezet. Ennek egyik fő oka Calvo és Reinhardt (1999) szerint az, hogy a tőke kiáramlás gyakran jár együtt *bankválsággal*.

A bankválság és a valutaválság közötti ok-okozati kapcsolat Agénor (2000) szerint mindkét irányban működhet. Valutaválság esetén a jegybanki tartalékok csökkenése miatt a monetáris bázis szűkül, ami a hitelkínálat visszaeséséhez, egyes adósok fizetéseképtelenségéhez vezet. A másik irányban a következő módon működik a kapcsolat: Ha a gazdaságban küszöbön áll egy bankválság a jegybank extra likviditás segítségével próbálja azt megakadályozni. Viszont az így fellazuló monetáris politika aláássa az árfolyam célok hitelét és spekulatív támadáshoz vezet.⁵⁶

⁵⁶ A bankválsággal kombinált fizetési mérleg válság okozta helyzetet még tovább súlyosbíthatja, ha ilyenkor a válságra helytelenül költségvetési restrikcióval reagálnak, mint ahogyan az tették az érintett kormányok az 1997-es ázsiai válságok idején az IMF hibás helyzetelmezése eredményeképpen, lásd erről bővebben Feldstein (2002) tanulmányát.

A következő részben megvizsgáljuk, hogy 1990. óta milyen tényezők határozták meg a magyar folyó fizetési mérleg alakulását, illetve vizsgáljuk a mérleg finanszírozást befolyásoló tényezőket. A 3. részben megpróbálunk következtetéseket levonni arra nézve, hogy a fizetési mérleg várható alakulása hordoz-e magában stabilitási kockázatot.

2. A folyó fizetési mérleg alakulása hosszú és rövid távon

A folyó fizetési mérleg hosszú távú alakulását az határozza meg, hogy Magyarországon alacsonyabb az egy főre jutó fizikai és humán tőke aránya, mint a fejlettebb országokban, ezért a tőkének magasabb a hozadéka, ami arra ösztönzi a fejlettebb országok befektetőit, hogy Magyarországon fektessék be jövedelmük egy részét, ami természetesen a folyó fizetési mérleg hiányához vezet. Ez a folyamat addig fog tartani, amíg Magyarország meg nem közelíti a fejlett országok egy főre jutó tőkeállományát és GDP-jét. Eszerint Magyarország folyó fizetési mérleg hiánya *kívánatos* és várhatóan *tartós* lesz.

Egy ideális, bizonytalanságtól mentes, tökéletes és szimmetrikus információval jellemezhető világban kizárólag a fentebb ismertetett elv, azaz a tőke hozadékok kiegyenlítődése határozná meg a folyó fizetési mérleg pályáját. Ezzel szemben a valóságban a folyó mérleg hiánya kisebb mint az ideális hiszen a hitelezők a bizonytalanság és a hiányos információik miatt nem engedik, hogy egy adott ország adósságállománya egy bizonyos szint fölé menjen. A körülményektől függően országonként eltérő mértékben, de van egy olyan adósság szint, amiről a befektetők úgy gondolják, hogy annak jövőbeli teljesítése az ország gazdasági potenciálja mellett irreális, ezért nem hajlandóak az illető országot tovább finanszírozni és ez fizetéseképtelenséghez vezet.

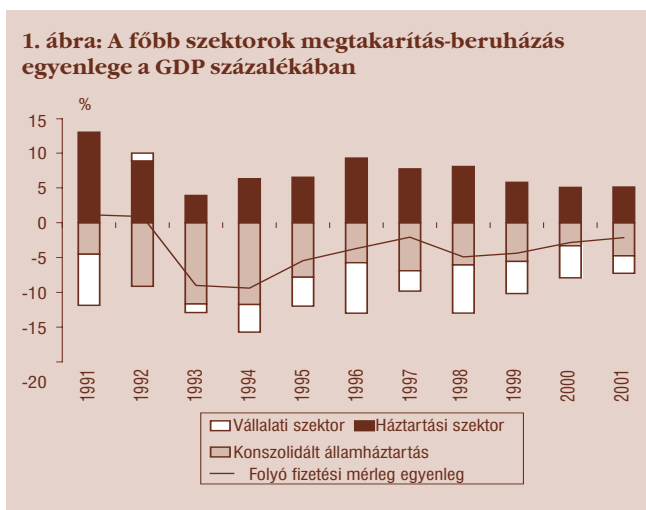
Az adósságválságok szempontjából a döntő tényező a fizetési mérleg hosszútávú alakulása, illetve mint azt később belátjuk egy ország adósságterhének teljesíthetősége szempontjából a döntő tényező a GDP növekedési üteme és az adósságok hozamrátája. Éppen ezért az adósságválságok elkerülése, azaz a folyó fizetési mérleg *hosszú távú fenntarthatósága* szempontjából, a fizetési mérleg dinamikája a lényeges és a hiány finanszírozásának a pontos szerkezete módja másodlagos jelentőségű, csak annyiban érdekes, hogy miként befolyásolja az aggregált tartozástehert az átlagos hozamát. Ugyanakkor a folyó mérleg ciklikus alakulása sem érdektelen, hiszen a folyó mérleg hosszú távú alakulására vonatkozó várakozások függvényei a mérleg rövidtávú alakulásának.

A valuta válságok kialakulása szempontjából már nemcsak a hiány nagysága, hanem a hiány finanszírozásának a kérdése is lényeges. Egy valutaválság kialakulása szempontjából a folyó mérleg ciklikus pozícióját a finanszírozással kölcsönhatásban kell vizsgálni.

Az elkövetkező részekben a rendszerváltás utáni Magyarország folyó fizetési mérlegének alakulását elemezzük a megtakarítás-beruházás egyenleg illetve a finanszírozás szempontjából.

A folyó fizetési mérleg konjunktúrális alakulását meghatározó tényezők

A folyó fizetési mérleg ciklikus alakulását véleményünk szerint Magyarország esetében alapvetően a következő egzogén tényezőkkel célszerű magyarázni: A külföld exportkeresletének alakulásával, a külföldi tőkekinálati hajlandóságával, a fontosabb alapanyagok áralakulásával és a kínálati sokkokkal. Ezenkívül a gazdaságpolitika az államháztartás költségeivel, és a monetáris politikával gyakorolt még döntő befolyást a folyó mérleg alakulására. A magyar folyó fizetési mérlegnek a rendszerváltás utáni alakulását érdemes két részre osztani: az 1990 és az 1995-ös stabilizáció közötti időszak döntően a rendszerváltással együtt járó transzformációs sokkok és az azokra adott válaszok mentén értelmezhető. Míg 1995. óta a fizetési mérleg alakulása a „normál” gazdasági és politikai ciklusokkal magyarázható.



A 1990-től 1995 elejéig tartó időszak két egzogén sokkal írható le: Először is a rendszerváltás okozta nagy átmeneti negatív kínálati sokkal, ugyanis a mind a fizikai, mind a humán tőkeállomány egy jelentős része értéktelenné és használhatatlanná vált a piacgazdaság körülményei között. Másodszor a piacgazdaság intézményeinek megszilárdulása után a beinduló működő tőke beáramlása egy tartós pozitív termelékenységi sokkot indukált. A kezdeti negatív kínálati sokk és a vele együtt járó pesszimista várakozások hatására kezdetben csökkentek a beruházások, így a 1992-ig a folyó fizetési mérleg többletet mutatott. A működő tőke beáramláshoz köthető pozitív sokk hatására 1993-tól elkezdett nőni a beruházások/GDP arány. Az optimistább kilátások és a növekvő jövedelmek a fogyasztást is jobban ösztönözték. Mindezek mellett 1993-1994-ben megnövekedtek a költségvetési kiadások is. Ez csak részben volt magyarázható a politikai ciklussal, a nagy mértékű hiány jelentős mértékben

a transzformációs válsághoz köthető strukturális, okokra volt visszavezethető: az ugrásszerűen megnőtt munkanélküliség problémájának a kezelésére, illetve a magas kamatterhekre. Mindezek eredményeként 1992-ig a folyó fizetési mérleg enyhe többletet mutatott, majd 1993-94-ben feltűnő mértékű hiányt. Mivel a hiány a túlzott mértékű fogyasztásnak és nem a beruházásoknak volt köszönhető, ezért komoly kételyek merültek fenn a fenntarthatóságával kapcsolatban.

Az 1995. és 2001. közötti időszakban a folyó fizetési mérleg alakulását döntően az államháztartás politikai ciklusok szerinti mozgása, és a külföldi konjunktúra határozta meg. Az 1995-ös stabilizációban szerepe volt a meglepetésszerű és nagymértékű nominális leértékelésnek, és az ezzel járó reál leértékelődésnek. Viszont a csúszó árfolyam rendszer keretei között az MNB igyekezett egy olyan óvatos monetáris politikát folytatni, ami akár a lassabb dezinfláció árán is, de minimalizálja reálhatóságokat. (Ebben a kérdésben a 2001-es sávzélesztés és az inflációs célkitűzés rendszere hozott fordulatot, jelenleg a dezinfláció élvez prioritást.)

1995-től 1997-ig a folyó mérleg hiánya fokozatosan csökkent, majd 1998-ban ismét nőtt. Ezután 1999-től 2001-ig ismét folyamatosan javult a folyó mérleg, majd 2002-ben jelentősen romlott. Ez egyrészt magyarázható a választási ciklusokhoz igazodó költségvetési politikával, ami jelentős mértékben befolyásolta likviditás korlátos háztartások fogyasztását is, ugyanis ezeknek a költségvetési transzferektől erősen függ a jövedelmük és fogyasztásuk. A beruházások 1995. és 1997. között meglehetősen ingadozóak voltak, mivel az export húzta konjunktúra tartóssága tekintetében nagy volt a bizonytalanság. Itt különösen az 1997-es alacsonyabb beruházásoknak van jelentősége, mivel a választások közeledtével lazuló költségvetési politika hatására romló államháztartási egyenleget ellensúlyozta. 1998. után a beruházások alacsonyabbak voltak, mint az előző ciklusban, részben a kedvezőtlenebb világgazdasági kilátások, részben az 1998-ig kiépült kapacitásoknak köszönhetően. Ez ellensúlyozta azt a folyamatot, hogy a fogyasztói hitelek kezdődő elterjedése hatására a fogyasztás változatlan ütemben nőtt a gazdaság lassuló ütemű növekedése mellett, valamint az 1999-es alapanyag ár növekedés hatását.

Mint láttuk az 1990. és 1995. közötti első időszakban a GDP arányos folyó fizetési mérleg egyenleg 0,8 és -9,5% között ingadozott. Ezzel szemben az azóta eltelt időben -2,1 és -5,2 százalék között mozgott (figyelembe véve a 2002-es előrejelzéseket is), tehát a ciklikus hatás jóval kisebb lett. Ez elsősorban annak köszönhető, hogy a rendszerváltáshoz hasonló nagyságú sokk már nem éri a gazdaságot, a külgazdasági sokkok és a beruházások ingadozása – ami a GDP-nek messze a legvolatilisabb komponense – önmagukban nem indukálnak olyan nagy mozgásokat a fizetési mérlegben, mint az a rendszerváltás utáni öt évben látható volt. Amennyiben az elkövetkező években a fiskális politika ésszerű méretek között képes tartani a költségvetési hiányt – amit egyébként a várható EU csatlakozás után el is fognak várni az ország-

tól –, akkor a folyó fizetési mérleg ingadozás nem lesz nagyobb, mint az 1995. óta eltelt időszakban.

Felvetődhet a kérdés, hogy melyek azok a tényezők, amik visszatartják ezt a fogyasztási boom-ot attól, hogy a folyó fizetési mérleg hiány túlzott növekedéséhez vezessen. Egyrészt az EU csatlakozás hosszú távú hatása mindenképpen egy restriktív fiskális politika irányába hat, ami jótékonyan befolyásolhatja a fogyasztási pályát. Valamint egy prudens és jól szabályozott pénzügyi közvetítő rendszer esetén természetesen a gazdaságnak az önkorrekciós képessége is érvényesül: egy túlzott fogyasztási boom miatt romló fizetési mérleg drágábbá fogja tenni a külföldi forrásokat, ami a fogyasztás mérséklése irányába hat.

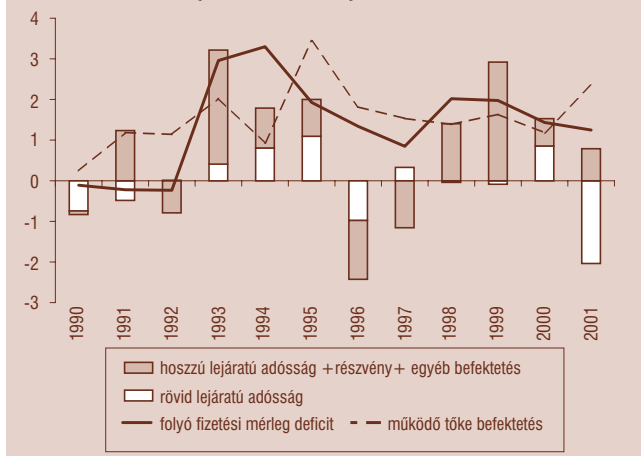
Az folyó fizetési mérleg ciklusának az amplitúdóját tovább csökkentheti, ha Magyarországot és fő kereskedelmi partnerét az Európai Uniót érő sokkok szinkronizáltak. Ha például az EU-t egy pozitív termelékenységi sokk éri az növeli a magyar export iránti keresletet, viszont, ha egyidejűleg Magyarországot is egy hasonló sokk éri az növelni fogja a magyar import keresletet így a folyó fizetési mérleg változása minimális lesz. Mivel Magyarország EU és GMU csatlakozása után a költségvetési politikai lecsökkent játéktere miatt a politikai ciklusok szerepe csökkenni fog, a monetáris politika egyenes lesz és az ország javuló kockázati besorolása miatt a feltörekvő országok tőkepiaci sokkjainak sem lesz Magyarországra érdemi hatása, ezért a folyó fizetési mérleget várhatóan a fogyasztási és a termelékenységi sokkok fogják ciklikusan mozgatni. Az aszimmetrikus termelékenységi sokkoknak annál kisebb a valószínűség, minél integráltabb Magyarország és az EU gazdasága. Az MNB Közgazdasági főosztályán Csajbók és Csermely (2002) szerkesztésében készült tanulmány kiemeli, hogy 2000-ben az exportunknak már 70% az euró zóna országaiba irányult, ugyanakkor szerkezetében gazdaságunk már nem tér el jelentősen ennek az ország csoportnak a gazdaságaitól: a GDP-hez való hozzájárulás tekintetében Magyarország minden ágazatban az ország csoport tagjainak a minimum és maximum értéke közé esik.

A folyó fizetési mérleg finanszírozása

Az előző részben a standard makroökonómia eszközeivel magyaráztuk a megtakarítás-beruházás egyenleg és ezen keresztül a folyó fizetési mérleg ciklikus alakulását. A most következő részben a fizetési mérleg másik oldalára, a finanszírozási szerkezetre ható tényezőket elemezzük.

Az 2. ábrán tüntettük fel a magyar folyó fizetési mérleg finanszírozásának az alakulását az 1990. és 2001. közötti időszakban. Az ábrán jól látható, hogy a rendszerváltás óta eltelt időszakban a fizetési mérleg hiány finanszírozásának az egyik kulcs komponense a *működő tőke beáramlása* (FDI) volt, ami az elmúlt tizenkét évben átlagosan elérte a GDP kb. 3%-át. Mivel az FDI kiemelt szerepet játszott a rendszerváltás óta a gazdaság működésében először érdemes áttekinteni, hogy a közgazdaság-

2. ábra: A folyó fizetési mérleg deficitje és finanszírozása (milliárd euró)



tani irodalom miként vélekedik az FDI szerepéről, és az azt meghatározó tényezőkről.

Hausmann és Fernandez-Arias (2000a) tanulmánya egy fontos empirikus összefüggést demonstrál az országok fejlettsége és az FDI finanszírozás súlya között, valamint ezt az összefüggést próbálja magyarázni a közgazdaságtani elmélet eszközeivel.

A szerzők a problémát két lépcsőben vizsgálják: Egyrészt megméri, hogy az országok fejlettsége miként hat a tőkeáramlás egészére, majd azt számszerűsítik, hogy miként hat a fejlettség az FDI-nak a teljes tőkeáramláson belüli részesedésére. A tanulmány megállapítja, hogy a teljes tőkeáramlás volumene a legnagyobb a fejlett országokon esetében, ezt követik az ázsiai, kelet-európai és latin-amerikai feltörekvő piacok, és messze a legkisebb Ázsia és Afrika alacsony jövedelmű régióiban. Tehát minél fejlettebb egy régió, annál nagyobb az országok között a tőkeáramlás volumene. Ugyanakkor a szerzők megmutatják azt is, hogy az FDI részesedése a teljes tőkeáramláson belül éppen fordítottan arányos a fejlettséggel.

A szerzők az FDI finanszírozás relatív súlya és a fejlettség közti fordított összefüggést a *tranzakciós költségek* elmélete segítségével magyarázzák. Eszerint mind a piacok működésének, mind a különböző szervezetek, így a vállalatok működésének is vannak költségei. Hogy a gazdasági tranzakciók egy adott területén a piac fogja-e koordinálni a tevékenységet vagy valamilyen vállalati szervezeten belül fog zajlani, az annak a függvénye, hogy melyik esetben alacsonyabbak a tranzakciós költségek.

Ez az FDI-re vonatkoztatva a következőt jelenti: Ha egy adott ország finanszírozási piacán a tranzakciós költségek magasak – ami a fejletlenebb piacok jellemzője – akkor a befektetők szempontjából előnyösebb lehet, arra törekedni, hogy adott befektetési tranzakciók a saját vállalatukon belül történjenek és ne a piac által koordinálva. Mivel a fejlett országokban a befektetési piacok hatékonyak és kis tranzakciós költségekkel működnek ezért a fejlett országok közötti tőke befektetéseket érdemes a piacra bízni. Ezzel szemben egy alacsonyabb fejlettségű ország esetében gyakran célszerűbb kiiktatni a helyi

pénzügyi piacokat, és a vállalat expanziójával, illetve vállalaton belüli tőkeozgások segítségével finanszírozni a gazdasági tevékenységeket. Tekintsünk egy konkrét példát: A feltörekvő piacokon az egyik tipikus hiányszóga a befektetési piacoknak az *eredendő bűnnek* (*original sin*) nevezett jelenség. Ez a nem komplett pénzügyi piacok egy fajtájára utal, amikor nem lehetséges az adott ország valutájában hitelt felvenni külföldről, sőt belföldi hitelt is inkább csak rövid távra. Ez természetesen az árfolyam mozgások és a lejáratú meg nem felelések miatt komoly gondokat okozhat. Ez viszont elkerülhető, ha egy külföldi befektető az adott feltörekvő piacon leányvállalatot alapít és azt az anyavállalat segítségével finanszírozza, mivel ez utóbbi olyan országban tevékenykedik, ahol az eredendő bűnnek nevezett jelenség nem létezik a pénzügyi piacokon.

A pénzügyi stabilitás szempontjából kulcsfontosságú az a kérdés, hogy az FDI mennyire volatilis más befektetési formákhoz képest, illetve, hogy mennyire viselkedik stabilan pénzügyi válságok idején. A naiv elképzelések úgy tekintenek az FDI-re, mint valami fizikai jószágokban megtestesülő különleges befektetésre, amit válságok idején képtelenség mobilizálni. A valóságban azonban az FDI és más külföldi befektetések között nem ilyen éles a differencia, a különbség inkább csak fokozati. Ezt fejezi ki az FDI-t számba vevő statisztikai konvenció is, miszerint egy külföldi részvény befektetés akkor tekinthető FDI-nak, ha a befektető több mint 10 %-os részesedést szerez egy vállalatban. A pénzügyi stabilitás és az FDI közötti kapcsolat szempontjából azt is fontos megemlíteni, hogy az a tény, ha egy adott periódusban a külföldi befektetők nem vonják vissza FDI befektetéseiket még nem jelenti azt, hogy más módon nem vonnak ki tőkét az országból. Például ha egy vállalat külföldi tulajdonosa belföldön rövid távú hiteleket vesz fel, majd azt külföldön kihelyezi, akkor nem történt FDI kivonás, a tulajdonos azonban mégis vont ki tőkét az országból.

Hausmann és Fernandez-Arias (2000b) több tényező mellett azt vizsgálták, hogy a különböző külföldi befektetési formák miként befolyásolják a pénzügyi válságok bekövetkeztének a valószínűségét. Eredményeik szerint a fejlett országokban az FDI-nak a befektetéseken belüli aránya nem befolyásolja a pénzügyi válságok bekövetkeztének a valószínűségét szignifikánsan. Ezzel szemben a fejlődő országok esetében az eredmények részben azt mutatták, hogy az FDI részesedése csökkenti a pénzügyi válságok valószínűségét. Megerősíti ezt Lipsey (2001) tanulmányában, aki az FDI szerepét vizsgálja az 1982-es latin-amerikai, az 1994-es mexikói és az 1997-es kelet-ázsiai válságokban. Eredményei szerint mindhárom válság idején az FDI nagyobb stabilitást mutatott, mind az egyéb befektetési formák.

Összefoglalva elmondhatjuk, hogy a működő tőke befektetések nagy aránya a befektetési piacok nem kellően hatékony működésének a jele. Éppen ezért a szerepe fontos a feltörekvő országok szempontjából, hiszen lehetővé teszi olyan külföldi források bevonását is, amelyekhez egyébként a piacok nem megfelelő koordinációja miatt nem jutnának hozzá ezek az országok. Bár az

FDI korántsem olyan befektetési forma, amit a tulajdonosok nem képesek kivonni a célszorból az empirikus vizsgálatok szerint a pénzügyi válságok idején stabilabban viselkedik, mint más befektetések.

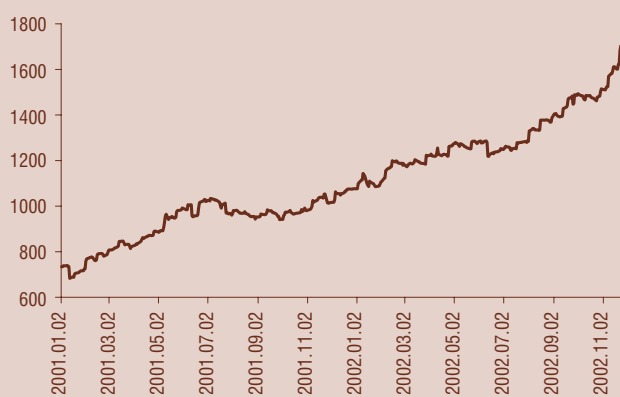
Mint már említettük a folyó fizetési mérleg hiányának a finanszírozásában Magyarországon is kulcsszerepet játszott az FDI, lásd a 2. ábrát. Láthatjuk, hogy gyakran teljes egészében képes volt a folyó mérleg hiányt finanszírozni és kevésbé volt volatilis mint a mérleg finanszírozás más komponensei. 1991-ben a piacgazdasági intézmények megszilárdulásával lett először meghatározó az FDI beáramlás. 1994-ben politikai megfontolásokból elhalasztottak bizonyos privatizációkat, ezzel szemben 1995-ben újra megnövekedett a központilag irányított privatizációk volumene, ezzel magyarázható az említett két évben az FDI volatilitása. De eltekintve ettől a gazdaságpolitika által indukált epizódtól 1993 és 1999 között nagyfokú stabilitást mutatott az FDI beáramlás volumene, átlagosan a GDP 3%-a volt. 2000-ben az FDI beáramlás továbbra is az átlagos szinten volt, de az FDI kihelyezések megnövekedése miatt a nettó FDI csökkent, míg 2001-ben a hirtelen megugrott tulajdonosi hitelek okozták az FDI megnövekedését.

Várható-e hosszú távon, hogy fennmarad az FDI finanszírozásnak ez a stabil részesedése? Az eddig tárgyaltak alapján úgy véljük, hogy a magyar gazdaság és elsősorban a pénzügyi piacok várható fejlődése magával fogja vonni az FDI szerepének a leértékelődését. Azt viszont nehéz megjósolni, hogy ez pontosan milyen ütemben fog bekövetkezni. Ugyanakkor – mint azt említettük – a feltörekvő országok befektetési piacainak az egyik legnagyobb problémája, hogy saját valutában nehéz külföldi és hosszú távú hitelhez jutni. Ez a probléma viszont értelemszerűen meg fog szűnni az Euro zónához való, várhatóan 2007-ben bekövetkező csatlakozás után. Sőt már jelenleg is megfigyelhető, hogy a magyar piac elmozdulni látszik az „eredendő bűnrel” jellemezhető állapottól: az állampapír állománynak mintegy 6 milliárd eurónyi részét már forintban bocsátották ki, és a nagy vállalatok esetében is nő a forint kötvény kibocsátás. Ez pedig azt sejteti, hogy a magyar piacon a jövőben egyre kevésbé lesz szükség az FDI finanszírozásra. Az FDI-nak ez a várható visszaszorulása viszont nem veszélyezteti a pénzügyi stabilitást, hiszen éppen a pénzügyi intézményrendszer fejlődésének az eredménye.

A folyó fizetési mérleg finanszírozásában a másik meghatározó és kiegyensúlyozottan alakuló tétel a külföldiek állampapír-vásárlása, ami a GDP 1-2%-ának megfelelő beáramlást jelentett az utóbbi 4 évben. A többi tétel, a rövid és hosszú lejáratú adósságok, illetve az FDI-ba nem tartozó részvény volatilitása jóval nagyobb, lásd a 2. ábrát. Arra nézve nehéz általános szabályszerűséget találni, hogy az egyes résztételek hogyan oszlanak meg a rövid és hosszú adósságok a részvények és egyéb tényezők között. 1993. és 1999. közti időben például a rövid lejáratú adósság kevésbé ingadozó tétele a folyó mérleg finanszírozásnak, mint a részvények, viszont 2000-ben és 2001-ben a leginkább ingadozó tétel éppen a nettó rövid távú adósság.

A közelmúlt fontos fejleménye a külföldiek növekvő mértékű állampapír vásárlása, lásd a 3. ábrát. Ezt a Gazdasági és Monetáris Unióhoz való várható 2007-es csatlakozás mozgatja, hiszen a csatlakozás után az eltűnő árfolyam kockázat miatt a magyar államkötvények hozama csak egy minimális országgokozati prémiummal lesz magasabb a vezető EU országok államkötvény hozamainál, ezt pedig érdemes már most learbitrálni. Az EU csatlakozás politikai akadályai elhárulni látszanak az írországi népszavazás után és a piac bízik a gazdasági konvergencia kritériumok megfelelő időre való teljesítésében. Ezért a nagy mértékű költségvetési és folyó fizetési mérleg deficitről szóló hírek egyelőre nem törték meg ezt a folyamatot. Amennyiben a gazdaságpolitika prudens fiskális politikával képes lesz ezeket a pozitív várakozásokat fenntartani a jövőben is, akkor ez a trend az állampapír piacon folytatódni fog és stabil komponense lesz a folyó fizetési mérleg hiány finanszírozásának.

3. ábra: Külföldiek állampapír állománya (milliárd forint)



3. A fizetési mérleg és a pénzügyi stabilitás

A fizetési mérleg hosszú távú fenntarthatósága

Ebben az alfejezetben Obstfeld és Rogoff (1996) könyvének a 2. fejezetére, illetve Calvo és Végh (1999) munkájára támaszkodunk. A GDP arányos külföldi tartozás, folyó fizetési mérleg deficit és külkereskedelmi többlet kapcsolatát a következő azonosság adja meg:

$$(1+g)d_t - d_{t+1} = cad_t = -tbs_t + r_{t+1}d_{t+1}, \quad (1)$$

ahol d_t az ország GDP arányos tartozása, g a GDP növekedési üteme, cad_t a GDP arányos folyó fizetési mérleg deficit, tbs_t a GDP arányos külkereskedelmi többlet, r_t a az adósságok hozama és t az éveket reprezentáló időindex.

Egy adott folyó fizetési mérleg pályát akkor tekintünk fenntarthatónak, ha egy olyan tartozás szinthez vezet, aminek a terhei a gazdaság várható teljesítménye mellett reálisan visszafizethetőek. Egy adott tartozás terheit a következő módon számszerűsíthetjük: Tegyük fel, hogy

egy adott GDP arányos tartozást sikerül stabilizálni. Ekor mivel a konstans GDP arányos adósság implikálja, hogy $d_t - d_{t+1} = 0$, ezért az (1) képletből következik, hogy

$$tbs = (r-g)d, \quad (2)$$

ahol az időindexek hiánya arra utal, hogy feltevésünk szerint a változók konstansok maradnak a következő időperiódustól kezdve.

A (2) formula segítségével határozhatjuk meg egy ország külföldi adósságainak és tartozásainak a jövőbeli terheit. A formula azt fejezi ki, hogy ha egy adott időpontban egy ország GDP arányos külföldi tartozásainak a nagysága d , akkor ha a tartozások nagysága a jövőben stabilizálódna, akkor adott r hozamra és g növekedési ütem mellett mekkora lenne stabilan az ország kereskedelmi mérleg többlete, ami azt mutatja, hogy a jövőben évről évre GDP arányosan mennyi terméket és szolgáltatást kellene a külföldnek átengedni. Természetesen a valóságban nem szokott előfordulni, hogy egy időponttól kezdve stabilizálódik a gazdaság, és konstans marad a GDP arányos tartozás és kereskedelmi mérleg többlet. Ugyanakkor ha egy adott időpontban egy mérőszámmal akarjuk megragadni a külföldi tartozások terheit, akkor ez egy értelmes absztrakció.

A (2) összefüggés mutatja, hogy minél nagyobb a gazdaság növekedési üteme, és minél kisebb a hozam az adósságokon annál kisebb lesz az adósság jövőbeli terhe. Ahhoz, hogy a (2) képletet a gyakorlatban is alkalmazni tudjuk az r hozam mérésére találnunk kell egy használható mérőszámot. Obstfeld és Rogoff (1996) amellet érvel, hogy a kockázatmentes kötvénykamatláb nem tekinthető a megfelelő diszkontfaktornak, mivel a gazdasági növekedés bizonytalanságait nem ragadja meg megfelelő módon, ezért ők inkább a részvényhozamok hosszú távú átlagát tartják megfelelő proxynak, ami kb. 8%-nak tekinthető.

Felhasználva ezt az összefüggést megérthetjük az egyik a befektetők viselkedését koordináló hüvelykujj szabály jelentőségét: Megfigyelhető főleg a feltörekvő piacok esetében, hogy a befektetők nem engedik, hogy egy ország GDP arányos tartozásai 80% fölé növekedjenek. Ha 8%-os diszkontfaktort és 4%-os növekedést feltételezünk akkor a (2) képlet alapján a 80%-os stabil GDP arányos adóssággal azt implikálja, hogy az adós országnak végtelen ideig 3,2%-os kereskedelmi mérleg többletet kell felmutatnia, azaz a jövőben minden évben a GDP 3,2%-át kell a külföldnek átengedni. Ez egy magánszemély esetében egy jelző hitel esetén nem tűnik hihetetlen nagyságnak. De egy szuverén ország esetén ahol a hitelezők adott esetben nem feltétlenül képesek a jogukat megfelelően érvényesíteni a gyakorlatban nem nagyon engedik, hogy az adósságteher ezt a mértéket nagyságrendekkel meghaladja.

Természetesen a 80%-os hüvelykujj szabály nem lehet abszolút érvényű, hiszen egy egydimenziós mérőszám nem képes egy komplex problémakört a maga teljességében megragadni. Két tényezőt szeretnénk kiemelni, ami kedvezően befolyásolhatja a befektetők vélekedését a tartozások behajthatóságáról és ezért lehetővé te-

hetik, hogy a 80%-nál nagyobb tartozás/GDP arányt toleráljanak. Egyrészt minél nagyobb része a tartozásnak köthető privát vállalatokhoz és minél kisebb része államadósság annál nagyobb az esély az adósság visszafizetésére, hiszen a kormányok jövőbeli bevételei gyakran bizonytalan politikai tényezők függvényei, ezenkívül az állam szuverén volta extra kockázatot jelent a befektetők számára. Másrészt ha a tartozásnak olyan az összetétele, amiben magas a részvény befektetések és főleg az FDI hányada az kedvezően befolyásolhatja a hitelezők vélekedését a maximálisan tolerálható tartozások nagyságáról, hiszen ekkor a befektetőknek nagyobb kontrollja van a visszafizetést garantáló gazdasági tevékenységek felett, ami feltörekvő piacok esetében nem elhanyagolható szempont.

Próbáljuk meg alkalmazni mindezt Magyarországra. 2001 végén Magyarország GDP arányos nettó tartozása kb. 56% (Ebből 12% a nettó adósság és 44% a részvény és működő tőke befektetések aránya.). A GDP növekedési üteme 1997 óta 3,2 és 5,2 százalék között mozgott, mivel hosszabb távon a tőke hozadékának csökkenése miatt a reál növekedés mérséklődni fog ezért, nem az említett számok átlagával, hanem a némileg pesszimista 4%-kal közelítem a GDP trendszerű, hosszú távú növekedését. A fizetési mérlegre jövőbeli alakulására két scenáriót fontoltam meg. Az elsőben az 1995 és 2002 közötti időszak átlagával számoltam, 3,85 százalékos GDP arányos folyó fizetési mérleg hiánnyal. A második pesszimista verzióban az idei évre várt 5,2 százalékos hiányt extrapoláltam. Az (1) formulát felhasználva megmutatható, hogy az első scenárió szerint 20 év alatt közelítené meg GDP arányos tartozás a kritikus 80%-os szintet, az adott időtartam alatt 78 %-ra növekedne, aminek a terhe 3,1 %-os konstans külkereskedelmi többlet. A pesszimista scenárió, azt az elvi lehetőséget reprezentálja, amikor sem a gazdaságpolitika, sem a gazdaság önszabályozó mechanizmusai nem kényszerítik ki a folyó fizetési mérleg hiány jelenlegi szintjének a csökkenését. Még ebben a valószínűtlen esetben is 10 év szükséges a kritikus tartozás/GDP arány eléréséhez.

Illusztrációként vessük azonban össze az alábbi eredményeket az 1994-es állapottal, amit akkor mind a piac, mind a gazdaságpolitika fenntarthatatlannak ítélt. Tételizzük fel, hogy az ország fenntartotta volna a 9,5%-os folyó fizetési mérleg/GDP arányt. Továbbá vegyük tekintetbe, hogy akkor az országgokázati prémiumunk mintegy 200 bázisponttal magasabb volt, mint jelenleg ezért a diszkontrátát 10%-osra rögzítjük. Továbbá extrapoláljuk az akkori GDP növekedési ütemet, ami kb. 3%-os volt. A nettó külföldi tartozás/GDP akkor is 60% körüli volt. (De sokkal alacsonyabb volt a működő tőke aránya, a nettó adósság akkor 45 % körüli volt míg most 20 % alatt van.) Ha ezek a paraméterek fennmaradtak volna, akkor 3 év alatt nőtt volna a GDP arányos tartozás 81,8%-ra, aminek adott paraméterek mellett a terhe 5,7%-os konstans külkereskedelme többlet.

Ha mindezek mellett figyelembe vesszük, hogy jelenleg kedvezőbb az 1994-hez képest a tartozás szerkezet, valamint azt, hogy az EU csatlakozás után korlátok közé

fog kerülni a magyar fiskális politika elmondható, hogy jelenleg távolról sem áll fenn egy olyan a fenntarthatatlanság veszélyét hordozó szituáció, mint nyolc évvel ez előtt.

Valutaválságok kockázata

A spekulációs támadások előrejelzésére nincsen egy jól bevált módszer. Ugyanis a valutaválságok kialakulásában a kulcstényező a rövidtávú várakozások alakulása, amelyeknek az előrejelzésére nincsen hatékony módszer a közgazdaságtanban. Éppen ezért ebben a részben kvalitatív és kvantitatív érveket egyaránt felsorakoztatunk.

A jelenlegi magyar helyzet szempontjából az első megfontolandó sajátosság az árfolyam rendszer. A jelenlegi széles sávú rendszerben az árfolyam mozgása ugyan alá van rendelve a monetáris politika fő prioritásának az inflációs cél elérésének, de adott esetben ezt átmenetileg alá lehet rendelni stabilitási szempontoknak és hagyni az árfolyamot elmozdulni. Emiatt a rendszer rugalmasabb mint a szűk sávú csúszó leértékelés, ami a spekulációs támadások elkerülése szempontjából kedvező.

A másik fontos sajátossága a jelenlegi magyarországi helyzetnek a most már szinte biztosra vehető 2004-es csatlakozás az Európai Unióhoz és valószínű csatlakozás 2007 körül a Monetáris Unióhoz. Ez a menetrend a határozza meg a magyar gazdaságpolitika vezetésének a fő irányvonalait, ezáltal nő a gazdaságpolitika kiszámíthatósága és transzparenciája. A pozitív kimenetelű ír népszavazás az Unió fogadókészségével kapcsolatos kételyeket is eloszlatni látszik.

A valószínű EU és GMU csatlakozás elsősorban azért stabilizáló tényező, mert amennyiben a magyar gazdaságpolitika meg akar felelni a *Növekedési és Stabilitási Egyezmény* által előírt a kiegyensúlyozott költségvetésre vonatkozó kritériumnak, akkor szükséges lesz a jelenlegi laza költségvetési politika fokozatos szigorítása.

A közelmúlt fejleményei fényében lehetséges, hogy a *Növekedési és Stabilitási Egyezmény* reformokra szorul, de mivel egy monetáris unió működése elképzelhetetlen a tagországok koordinált fiskális politikája nélkül ezért a jelenlegi konfliktusok dacára hosszútávon elképzelhetetlennek tartjuk, hogy valamiféle egyezmény ne fegyelmezze a jövőben az egyes országok költségvetési politikáját. Ami azt vetíti előre, hogy a rövidtávú fejleményektől függetlenül a magyar költségvetési politika is irányváltásra fog kényszerülni.

Ez stabilizálólag hat a magyar gazdaságra. Már körülbelül egy éve megfigyelhető, hogy a befektetők Magyarországot nem kezelik együtt a feltörekvő országok csoportjával, az onnan érkező híreknek minimális hatása van az árfolyamra.

Ez egy nagyon kedvező állapot, mert az euró bevezetésének várható középtávon realizálódó előnyeit várva a piac egyelőre a szokottnál kisebb jelentőséget tulajdonít olyan kedvezőtlen eseményeknek, mint a rekord nagyságú költségvetési és folyó fizetési mérleg deficit. Ezek a kedvező várakozások elősegítik az árfolyamnak a dezinflációhoz szükséges szinten tartását, ami önbetel-

jesítő módon elősegítheti a minél hamarabbi csatlakozást a Monetáris Unióhoz.

Ugyanakkor az a tény, hogy Magyarország a feltörekvő piacok kategóriából átkerült a csatlakozó országok csoportjába még nem zárja ki, hogy a valutáját megtámadják. Az 1992-es ERM válság nagy és fejlett európai országokat is érintett, és az 1995-ös miniválság során is fejlett országok voltak a támadások alanyai.

Nem állítjuk, hogy Magyarország feltétlenül egy klasszikus valutaválságnak van kitéve, de kedvezőtlen irányú spekulációs mozgások lassíthatják a nominális konvergenciánkat, illetve növelhetik annak a költségeit. Ugyanis, ha a jelenlegi kedvezőtlen költségvetési és fizetési mérleg folyamatok folytatódnak, akkor nem kizárt, hogy a várakozások megfordulnak, ami azt jelentené, hogy például a GMU csatlakozáshoz szükséges dezinfláció csak sokkal nagyobb költséggel lesz tartható, ad absurdum nem lesz lehetséges véghez vinni. Ez a scenárió nem feltétlenül, mint egy klasszikus valutaválság zajlana le, de abban hasonlítana hozzá, hogy a kedvezőtlen várakozások miatt túl költséges lenne a dezinflációhoz szükséges árfolyampályát tartani, ami utólag visszaigazolná a várakozásokat.

A jelenlegi helyzetben a gazdaságpolitika egyik legfontosabb feladat éppen az, hogy a jelenleg meglévő bizalmi tőkét nem szabad rövidtávú előnyökért elherdálni, ugyanis a piac jelenlegi kedvező várakozásai elősegítik a középtávú célok elérésének az optimális módját.

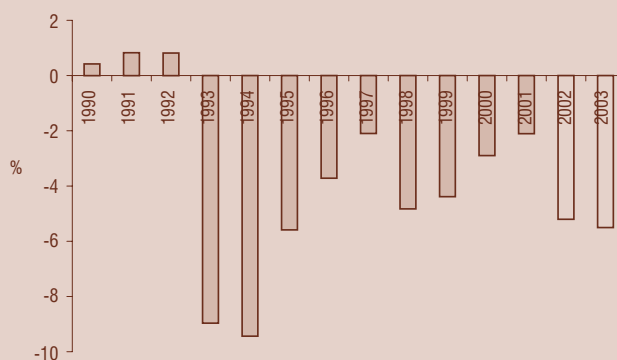
Az eddig elmondottak szempontjából a folyó fizetési mérleg hiánya elsősorban, mint a várakozásokat kedvezőtlenül befolyásoló tényező játszott szerepet. Ugyanakkor a Monetáris Unióhoz való csatlakozás előtt két évvel csatlakozunk kell az ERM2 árfolyamrendszerhez, ami szűkebb sávós árfolyam menedzselést igényel a jelenleginél. Ez azt implikálja, hogy nem lesz feltétlenül elégséges a kamatpolitikával befolyásolni az árfolyamot, hanem intervencióra is sor kerülhet. Ekkor viszont a folyó fizetési mérleg hiánya már azért is érdekes lehet, mert ha azt nem sikerül megfelelő módon finanszírozni, akkor csökkentheti a jegybanki tartalékok állományát.

Mint egyfajta hüvelykujj szabály elmondható a folyó fizetési mérleg finanszírozásáról, hogy a spekulációs támadások elkerülése szempontjából a legjobb a nagyarányú FDI illetve részvény finanszírozás, majd valamivel nagyobb kockázatot jelentenek a hosszúléjárátú adósságok, végül a valutaválságok szempontjából a legkockázatosabb a rövid távú adósság. Ezt a vélekedést meg is erősíti Rodrik és Velasco (1999) tanulmánya, amely robusztus összefüggést talált a válságok és a *bruttó rövid*

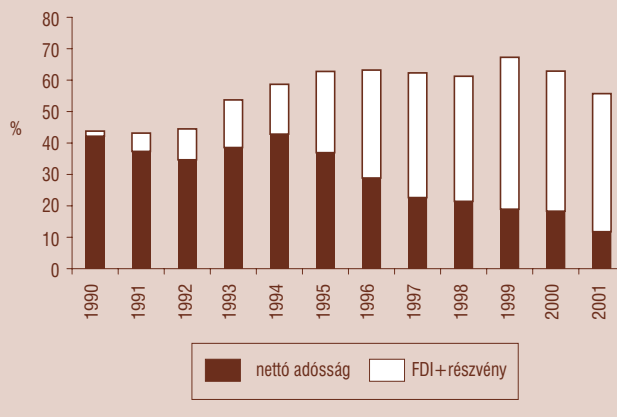
távú külföldi adósságok/tartalékok arány között. A szerzők egy 32 feltörekvő piacot és az 1988-1998-as időszakot magába foglaló mintát vizsgáltak. Az eredményeik szerint a *magas rövid távú adósság/tartalék* se nem szükséges, se nem elégséges feltétele a pénzügyi válságoknak, de megfigyelhető hogy a válságperiódusokban kétszer akkora az átlagos arány, mint egyébként: 1,49 vs. 0,76 a bankkölcsönök esetén és 1,59 vs. 0,71 az egyéb hitelek esetében. De a kiemelkedő *rövid távú adósság/tartalék arány* nem egyszerűen növeli a válságok előfordulásának a valószínűségét, a szerzők azt is demonstrálták, hogy a válságok akkor jártak komoly reálgazdasági következményekkel, ha az említett arány magas volt. Jól illusztrálja ezt Korea példája, ahol az 1997-es súlyos következményekkel járó válság idején a kérdéses mutató 325 % volt, míg a jóval kevésbé súlyos recesszióval járó 1980-as válság idején 143%.

Magyarország esetében ez a mutató utoljára 1990-ben vett fel extrém módon magas értéket, azóta a 30 és 56%-os intervallumban mozog, ami bőven alatta van a kritikus határnak tartott 100%-os szintnek. Tehát megkockázathatjuk azt a kijelentést, hogy a tartalékok mostani szintje stabilitási szempontból kielégítő. Itt jegyezzük meg, hogy más hasonló tartalmú mutatók is léteznek, amelyeknek a részletes tárgyalásától itt most eltekintünk⁵⁷, mivel nem adnak minőségien más információt.

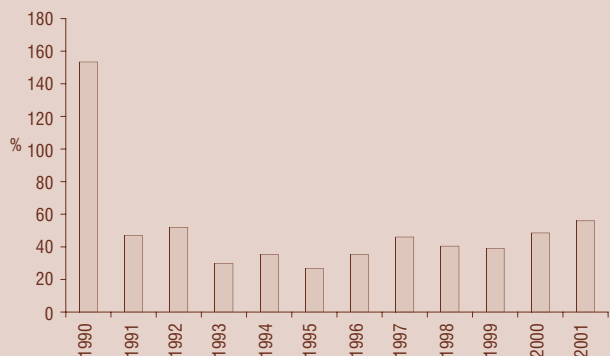
4. ábra: Folyó fizetési mérleg/GDP arány (tény és előrejelzés)



5. ábra: GDP arányos nettó külföldi tartozás és adósság



⁵⁷ Mi a rövid távú adósságba beszámítottuk a pénzpiaci eszközöket és pénzügyi derivatívákat is. Hasonló mutató kreálható oly módon, hogy mindehhez még hozzáadjuk a nem rezidensek által tartott részvényállományt is. Ez a teljes rövidtávon kivonható tőkét reprezentálja. Egy másik lehetséges mutató az M0/tartalék. Népszerű még a Guidotti féle mutató, ami a tartalék és a teljes egy éven belüli adósság szolgálat arányát mutatja. Az összes itt felsorolt mutató szerint a magyar tartalékszint biztonságosnak tekinthető, az MNB ezen mutatók figyelembe vételével alakítja ki az optimális tartalékszintre vonatkozó stratégiáját.

6. ábra: Reál GDP növekedési üteme (tény és előrejelzés)**7. ábra: Bruttó rövid lejáratú adósságok/tartalék**

4. Összefoglalás

A tanulmányban a folyó fizetési mérleg hiány és a különböző típusú pénzügyi válságok kapcsolatát elemeztük. A tartós és nagy folyó fizetési mérleg hiány túl nagy külföldi tartozás állományhoz vezethet, aminek eredményeképpen adósságválság alakulhat ki. Amennyiben a jegybank egy adott árfolyamcélrt igyekszik tartani a relatív nagy mérleg hiány a tartalékok csökkenésén keresztül, vagy kedvezőtlen várakozások generálása által elősegítheti spekulációs támadások és valutaválságok kialakulását. Ezek általában akkor okoznak igazán súlyos reálgazdasági és jóléti veszteségeket, ha bankválságokkal együtt következnek be.

Magyarország várhatóan 2007-ben feladja saját valutáját és tagja lesz a Gazdasági és Monetáris Uniónak. Tehát attól fogva kizárt lesz, hogy spekulációs támadás érje az országot. Elvileg adósságválság a csatlakozás után is érheti az országot. De figyelembe véve az ország jelenlegi tartozás állományát, a gazdasági kilátásainkat, illetve azt, hogy a csatlakozás után a közösségi szabályok prudens fiskális politika vitelére kényszerítik az országot az adósság válság bekövetkeztét gyakorlatilag kizártnak tartjuk. A saját valuta feladásáig elvileg nem kizárt, hogy spekulatív támadások érik a forintot. Ezek nem kizárólag a folyó fizetési mérleg hiány nagyságával vannak összefüggésben, hanem annak finanszírozásának módjával

és egyéb tényezőkkel is. Véleményünk szerint kicsi a valószínűsége annak, hogy olyan aszimmetrikus sokkok érik a magyar gazdaságot, amelyek rövid távon a fizetési mérleg olyan mérvű hiányához és a finanszírozási szerkezet annyira kedvezőtlen megváltozásához vezetne ami valutaválságot okozna. Ezek elkerülését elősegíti a forint jelenlegi viszonylag rugalmas árfolyamrendszere. Továbbá az, hogy a magyar bankrendszer stabilitási szempontból megfelelően regulált és, hogy jelentős része tőkeerős külföldi intézmények tulajdonában van. Stabilitási szempontból az is kedvező, hogy a gazdasági szereplők várakozásait jótékonyan befolyásolja az egyre közelebb és egyre valószínűbb EU és GMU csatlakozás.

Irodalomjegyzék

- Agénor, Pierre-Richard, 2000, *The economics of adjustment and growth*, Academic Press.
- Árvai Zsófia és Vincze János, 1998, Valuták sebezhetősége: Pénzügyi válságok a 90-es években, MNB Füzetek 1998/1.
- Árvai Zsófia és Vincze János, 2000, Financial crises in transition countries: models and facts, MNB Füzetek 2000/6.
- Calvo, Guillermo és Carmen M. Reinhart, 1999, When capital inflows come to a sudden stop: consequences and policy options, University of Maryland, <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>.
- Calvo, Guillermo és Carmen M. Reinhart, 2000, Fear of floating, NBER Working Paper 7993, <http://www.nber.org/papers/w7993>.
- Calvo Guillermo és Carlos A. Végh, 1999, Inflation stabilization and BOP crises in developing economies, in *Handbook of Macroeconomics*, eds. J.B. Taylor and M. Woodford, Elsevier Science B.V.
- Collins, Sean, Francisco Nadal de Simone és David Hargreaves, 1998, The current account balance: an analysis of the issues, Reserve Bank of New Zealand: Bulletin vol 61. No. 1.
- Csajbók Attila és Csermely Ágnes (szerk.), 2002, Az euro bevezetésének várható hasznai és költségei, MNB Műhelytanulmány 24.
- Eichengreen, Barry és Ricardo Hausmann, 1999, Exchange rates and financial fragility, NBER Working Paper 7418, <http://www.nber.org/papers/w7418>.
- Edwards, Sebastian, 2001, Does the current account matter?, NBER Working Paper 8275, <http://www.nber.org/papers/w8275>.
- Feldstein, Martin, 2002, Economic and financial crises in emerging market economies: overview of prevention and management, NBER Working Paper 8837, <http://www.nber.org/papers/w8837>.
- Hausmann, Ricardo és Eduardo Fernández-Arias, 2000a, Foreign direct investment: good cholesterol?, Inter-American Development Bank Working Paper 417.
- Hausmann, Ricardo és Eduardo Fernández-Arias, 2000b, Foreign direct investment: good cholesterol?, Inter-American Development Bank.
- Lipsey, Robert E., 2001, Foreign direct investors in three financial crises, NBER Working Paper 8084, <http://www.nber.org/papers/w8084>.
- Rodrik, Dani és Andrés Velasco, 1999, Short-term capital flows NBER Working Paper 7364, <http://www.nber.org/papers/w7364>.
- Obstfeld, Maurice és Kenneth Rogoff, 1996, *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press.

Kiss Gergely:

LAKÁSPIAC ÉS PÉNZÜGYI STABILITÁS – AZ EU CSATLAKOZÁS FÉNYÉBEN

A magyar gazdaságnak tradicionálisan fontos része az építőipar és az ingatlanpiac. A pénzügyi stabilitás szempontjából azonban hosszú ideig nem voltak relevánsak az ingatlanpiaci folyamatok, az ingatlanárak változásai. Mára a helyzet megváltozott. A pénzügyi közvetítés súlyának növekedésével a korábban izolált piacok összekapcsolódnak, megnő a részpiacok stabilitásának jelentősége. Az ingatlanpiac elemzése, a potenciális veszélyforrások felismerése a jegybank számára is elengedhetetlen a teljes pénzügyi rendszer kockázatainak feltárásában.

Egymástól jól elkülöníthető részpiacokra – lakás, iroda, üzlethelyiségek – tagolható az ingatlanpiac, melynek elemzését a *lakáspiac bemutatásával* kezdjük. Az elmúlt két évben fundamentálisan átalakult a magyar lakáspiac, a leggyorsabb változás ezen belül is a hitelfelvételből finanszírozott lakásépítések területén zajlott le.

Az elemzés fő megállapításai, hogy Magyarországon – összhangban a nemzetközi példákkal – *szoros kapcsolat van a gazdaság fejlettsége és a lakásárak között*, a magyar lakásárak a reál konvergencia ütemében zárkózhatnak fel az EU szintjére. Stabil, kiszámítható gazdasági környezetben, alacsony infláció mellett a *pénzügyi szektor és a lakáspiac között szoros kapcsolat alakul ki*. A 2001-ben bevezetett állami kamattámogatás hatására az ingatlanhitelek kamatai az euró kamatok szintjére csökkentek. *Az alacsony kamat a hitelezés gyors növekedését okozza és középtávon azzal jár, hogy az euró magyarországi bevezetésekor már nem kell kamatcsökkenésből fakadó ugrrá szerű lakásár emelkedéssel számolni*. Rövidtávon *stabilitási kockázatot* a lakáspiacon a háztartások *nem megalapozott jövedelemvárakozásai* és az ebből fakadó keresletnövekedés okozhatnak, illetve hosszabb távon az egyre növekvő *hitelkereslet külső finanszírozási korlátja*.

A tanulmány első része röviden szól a lakás, mint vagyontárgy sajátosságairól és ismerteti néhány releváns elméleti összefüggést és számba veszi a nemzetközi tapasztalatokat, külön figyelmet fordítva az uniós országokra. A második rész a magyar folyamatokat vizsgálja, kitekintéssel az EU és a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) csatlakozás várható következményeire.

Lakásárak: elméleti összefüggések és nemzetközi tapasztalatok

Közgazdaságilag a lakás egy igen sajátos jószág. Egyrészt tekinthetjük a lakást *otthonnak*, használati tárgynak, másrészt *vagyontárgy* is egyben, egy lehetséges befek-

tetési forma. Ha otthonként tekintünk a lakásra, a fogyasztó „hozama” a hasznosság, amit a lakás nyújt, befektetési szempontból a lakás valódi pénzügyi hozamot hoz – a lakáskiadás, az árváltozás révén –, mint egy részvény.

Közgazdasági osztályozás szerint a lakás a non-tradable jószág tökéletes példája. A lakás legfontosabb tulajdonsága már nevében is benne van: *ingatlan*. További fontos fizikai tulajdonsága a tartósság, a rendkívül *hosszú élettartam*. E két alapvető fizikai tulajdonsága miatt kiválóan alkalmas *hitelfedezetként*, ezzel csökkentve a hitelező és az adós közötti aszimmetrikus információkból fakadó hitelezői kockázatot. A lakás, mint hitelekre nyújtott fedezet teremt meg a kapcsolatot a lakáspiac és a pénzügyi piacok között. A fedezet értékének változása hatással lehet az egész pénzügyi intézményrendszer stabilitására, ezért indokolt az árak alakulását figyelemmel kísérni.

A lakás a háztartások *vagyonának* meghatározó részét képezi a legtöbb országban. Fejlett gazdaságokban azonban a lakás vásárlását nem csak saját forrásból lehet fedezni, lehetőség van hitelfelvételre is, így a háztartások lakásvagyonával szemben jelentős *hitelállomány* áll. Mint a következőkben látni fogjuk a lakáspiac folyamatait befolyásolja, hogy mennyire szoros a kapcsolat a lakás- és a hitelpiac között.

A *lakásárak* meghatározásakor kiindulhatunk abból, hogy a lakás tulajdonosának pénzügyi hozamot biztosít, követve Poterba (1984) tanulmányát. A bérleti díjból és az árváltozásból származó hozam – a gazdaságban általánosan érvényes kamatláb mellett – meghatározza a lakásárát. A magyar lakáspiac szempontjából e megközelítés nem tűnik célravezetőnek, mivel Magyarországon – szemben a fejlett országok kiterjedt bérlakás piacával – egyelőre nem alakult ki bérlakás piac, a lakások döntő többségében (90%) a tulajdonos lakik. További gyakorlati problémát jelent, hogy nincs megbízható adatsor a piaci feltételű lakbérekre.

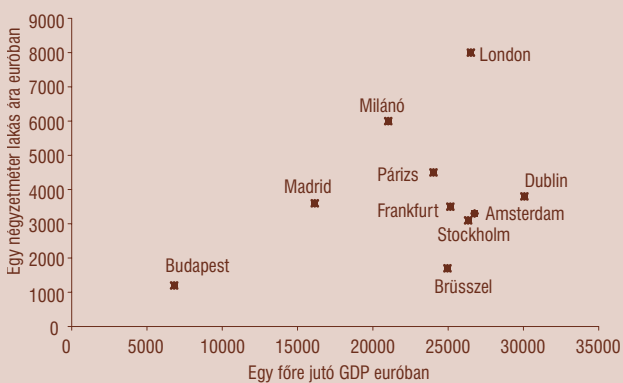
A lakásárak meghatározhatóak a lakáspiaci *kereslet és kínálat egyensúlya* alapján is. Tekintve, hogy a lakásépítés meglehetősen hosszú időt vesz igénybe, a kínálat rövidtávon – a fizikai korlátok miatt – rugalmatlan, ezért szükséges a rövid és hosszú távú egyensúly megkülönböztetése. *Rövidtávon* a közel merőleges kínálati függvény mellett a *kereslet* határozza meg a lakásárakat. A keresletet – ha lehetőség van hitelből történő vásárlásra – a lakásárakon túl a háztartási szektor jövedelem várakozásai, a nominális kamatláb és a lakásvásárláshoz kapcsolódó tranzakciós díjak (pl. illeték) határozzák meg.

Hosszú távon lehetőség van kínálati alkalmazkodásra, a kínálat a rendelkezésre álló erőforrások függvénye. Figyelembe véve a lakásépítéshez szükséges erőforrások (föld, építőanyagok) szükségességét, a lakás és egy – a fogyasztói kosárban szereplő – normál jószág közötti árárány nem állandó. Ezért a kínálati függvény meredeksége hosszútávon is pozitív. *Ahogy növekszik a gazdaság és ezzel párhuzamosan nő a „normál” jószág mennyisége úgy emelkednek a lakásárak is.*

Az ECB első kutatásainak egyike – Iacoviello (2000) – arra irányult, hogy képet adjon a lakásárak alakulásáról, a monetáris politika hatásáról. A hat legnagyobb EU országnak (Németország, Franciaország, Olaszország, Spanyolország, Nagy-Britannia, Svédország) a monetáris unió létrejöttét megelőző két évtizedét vizsgáló tanulmány fő következtetése, hogy *együttmozgás van* – az inflációt kiszűrő, reál – lakásárak és a GDP között, a reál lakásárak hosszabb távon a GDP növekedésével közel párhuzamosan emelkednek az EU-ban.

A nominális GDP közel azonos az EU országokban, míg a nagyvárosokban a belvárosi lakások négyzetméterára átlagosan 3-4000 euró körül alakul. Amellett, hogy jól láthatóan létezik a kapcsolat a jövedelemszint és a lakásárak között, a makroszinten megmagyarázható különbségeken túl igen jelentős *regionális különbségek* is kialakulhatnak az egyes országok között. Egy londoni lakás árából lehet egy ugyanakkora lakást venni Párizsban és Frankfurtban, egyszerre. Ezt a különbséget nyilvánvalóan nem a brithez képest alacsony német és francia jövedelmek vagy magas kamatok indokolják, hanem az illetékben, adókban és egyéb tranzakciós költségekben meglévő különbségek. Összehasonlítva a jó elhelyezkedésű lakások budapesti négyzetméterárát (250-300 ezer Ft, azaz 1000-1200 euró) az EU árakkal az arányok *nagyságrendileg megfelelnek* a nominális GDP-ben meglévő több, mint háromszoros különbségnek. Magyarországon tehát a lakásárak összhangban vannak a jövedelemmel, az európai arányoknak megfelelően.

1. ábra: Lakásárak és GDP Magyarországon és az EU-ban



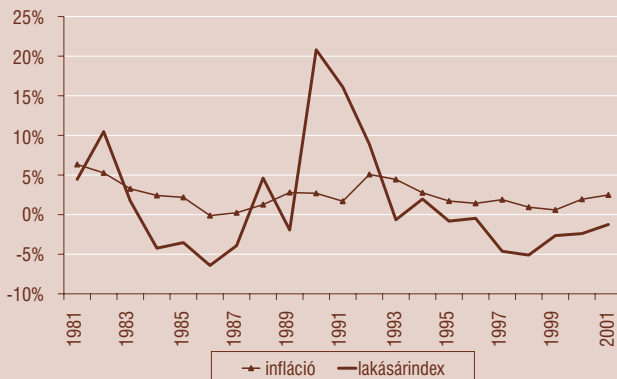
Forrás: Eurostat, Economist

Rövidtávú folyamatokat vizsgálva a nemzetközi példák azt mutatják, hogy a lakásárak jobban ingadoznak, mint a monetáris politika által stabilizálni kívánt

fogyasztói árak. A következőkben megvizsgáljuk, hogy milyen közgazdasági érvekkel magyarázható a lakásárak nagyobb volatilitása.

2. ábra: Lakásárak alakulása és infláció

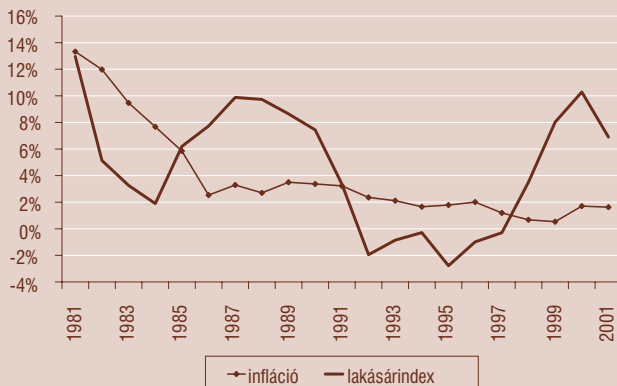
(Németország, 1981-2001)



Forrás: BIS (nemzeti adatokat felhasználva)

3. ábra: Lakásárak alakulása és infláció

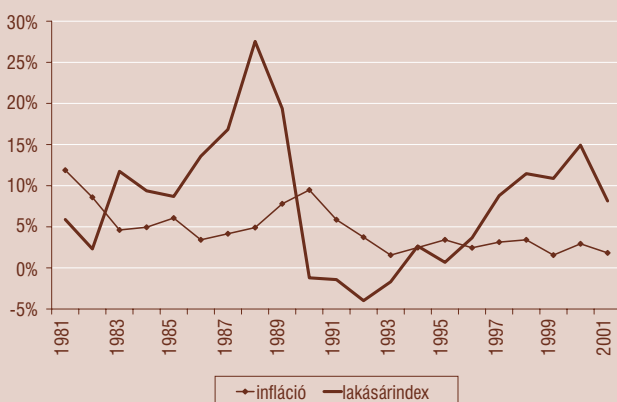
(Franciaország, 1981-2001)



Forrás: BIS (nemzeti adatokat felhasználva)

4. ábra: Lakásárak alakulása és infláció

(Nagy-Britannia, 1981-2001)



Forrás: BIS (nemzeti adatokat felhasználva)

Mikroökonómiai keretben egyszerűen magyarázható, hogy rövidtávon miért ingadoznak, lőnek túl a lakásárak. Hirtelen növekvő kereslet a rugalmatlan kínálat miatt nagy áremelkedést okoz, ami csak hosszabb távon – a

kínálat megnövekedésével – tűnik el. Ahogy hosszabb távon megnő a kínálati függvény rugalmassága, a kezdeti áremelkedésnél mérsékeltebb árszinten kialakul egy új egyensúly a piacon. A kereslet ingadozását a tranzakciós költségek és a gazdasági ciklusok változásai okozhatják.

A lakásárak szintje mellett az árak változékonyságát is befolyásolják a *tranzakciós költségek*. Magas tranzakciós költségek mellett a lakásárak kis változására nem reagálnak a piaci szereplők. Nem fog senki egy új lakásba költözni, csak azért mert annak az ára 1-2%-kal csökkent, figyelembe véve a költözésből, az ügyvédi díjból fakadó költségeket.

A *gazdasági ciklusok* további magyarázattal szolgálnak a lakáskereslet és így a lakásárak ingadozására. Túl azon, hogy a monetáris politika is reagál a gazdasági ciklusokra, fejlett hitelpiac esetében létezik egy további kapcsolat is. Hitelből történő lakásvásárláskor az egyik legfontosabb szempont a törlesztőrészletek súlya a jövedelemvárakozásokhoz képest. Fellendülés esetén, mikor alacsony a munkanélküliség és nőnek a reálbérek a fogyasztók optimisták a jövőben várt jövedelmekkel kapcsolatban, nő a hitelkereslet, hiszen a törlesztőrészlet a várakozásaik szerint nem fog nagy megterhelést okozni. Nő tehát a lakáskereslet, ami a rövidtávon merev kínálat miatt áremelkedést okoz. A lassulás időszakában megfordulnak a folyamatok, a jövővel kapcsolatos bizonytalanság csökkenti a lakáskeresletet, ami a lakásárak csökkenéséhez vezet.

A lakáspiac működését alapvetően meghatározza a *pénzügyi rendszer fejlettsége*. A következőkben áttekintjük, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer milyen feltételek teljesülése esetén tud hatékonyan részt venni a lakáspiac finanszírozásában.

A fogyasztási magatartás elemzésének kiindulópontja, hogy a háztartások az *életciklus* egészében igyekeznek optimalizálni fogyasztásukat. Fejlett pénzügyi rendszer mellett a fogyasztást nem csak a folyó jövedelem határozza meg, lehetőség van hitelfelvételre is. A *hitelkereslet* – a fogyasztás simítása céljából – különösen indokolt hosszú élettartamú, nagy értékű eszköz esetén. A háztartások döntő többségében a lakás a legnagyobb értékű eszköz. Ebből következik, hogy a lakásvásárláshoz felvett hitel hosszú lejáratú kell legyen, mivel a nagy összegű hitel törlesztése a folyó jövedelemből sokáig tart és a lakás hasznossága is sokáig élvezhető.

A bankrendszer egyik legfontosabb feladata, hogy a források és a hitelek között *lejáratú transzformációt* tudjon végrehajtani. Hatékonyan működő pénzügyi piacon akkor is lehet hosszú hitelt felvenni, ha nincsenek olyan megtakarítók, akik hasonlóan hosszú időre kötik le tőkéjüket. A lejáratú transzformáció a – szükségszerűen hosszú futamidejű – lakáshitelek esetében különösen nagy jelentőséggel bír.

A bankok csak stabil, kiszámítható gazdasági környezetben hajlandóak hosszú távú szerződéseket kötni, le-

járati transzformációt végrehajtani. A hosszú távú folyamatok esetében a legnagyobb pénzügyi kockázat az *inflációs bizonytalanságból* fakad. Mind a hitelező, mind az adós számára fontos, hogy egy hosszú futamidejű hitel esetében nagy biztonsággal lássák a stabilan alacsony infláció – és így a nominális kamatok – pályáját.

A futamidő mellett a hitelek másik alapvető paramétere a kamat. A nominális kamat felbontható *reálkamatra, kockázati prémiumra*⁵⁸ és *inflációs kompenzációra*. A reálkamat értéke a fejlett gazdaságokban meglehetősen stabil, kis tartományban ingadozik, és mint a bevezetőben láttuk a lakásfinanszírozás – a fedezet miatt – kis kockázatot hordoz, így a kockázati prémium is kellően alacsony és stabil. A nominális kamat ingadozásának legnagyobb részét tehát az infláció okozza. A magas infláció megváltoztatja egy hitel törlesztésének pénzáramát, a hitel átlagos futamidejét. E jelenség gyakorlati következményeit könnyű belátni egy folyamatos törlesztésű hitel példáján. Az infláció miatt magas nominális kamat azt jelenti, hogy a hitelfelvevőnek az első időszakokban nem csak a tőke egy kis részét kell visszafizetni, de a hitelezőt kompenzálnia kell a tőke inflációs vesztesége miatt. Mivel a hitel törlesztése a folyó jövedelemből történik, a törlesztőrészlet nem haladhatja meg a jövedelem egy adott hányadát. A magas infláció tehát azzal a rendkívül súlyos következménnyel jár, hogy nem lehet többéves jövedelemmel megegyező hitelt felvenni, a pénzügyi rendszer gyakorlatilag nem képes részt venni a lakáspiac finanszírozásában.

A kamatozás típusától függ, hogy ki viseli a kamatkockázatot és ebből fakadóan a jövedelemalakulás bizonytalanságát. *Fix kamatozású* hitelnél a teljes kamatkockázatot a hitelező viseli, a nominálisan fix cash-flow jelenértékét a diszkonttényező határozza meg. *Változó kamatozású* hitel esetében az adós futja a kamatkockázatot, az adott periódusban érvényes törlesztő részletet az aktuális rövid kamat határozza meg. Így tehát a törlesztő részlet – rossz esetben – a folyó jövedelem egyre növekvő részét teheti ki.

Az ECB idézett tanulmánya kitér arra, hogy a valóságban miért reagálnak a lakásárak a *monetáris politika kamatlépéseire*. Felmerül, hogy a lakásvásárlás hosszú távú befektetés, a döntést elsősorban nem rövidtávú szempontok alakítják és a hosszú kamatok nem szükségszerűen mozognak együtt a rövid kamatokkal. Mindazonáltal a jelzőhitelek kamatai számos országban a rövid kamatokhoz vannak kötve, hiszen a hitelező hosszú fix kamatperiódus mellett nagyobb kockázatot vállalna. A monetáris politika kamattranszmissziója szempontjából hatékony a változó kamatozás, hiszen a reálkamat változása így hamarabb megjelenik a piacon, az adósok kamatkiadásaira hatással tud lenni a jegybank.

Felzárkózó országok tapasztalatai

Az EU és különösen a GMU csatlakozás miatt a jövőben várható magyar folyamatok szempontjából meghatározóak az EU tapasztalatai a lakáspiac területén is. A csatlakozás szempontjából fontos a monetáris uniós csatlakozás tapasztalatainak feldolgozása, különösen érdekese-

⁵⁸ A kockázatmentes állampapírhozámhoz képesti felár

az olyan kis konvergáló országok példái, mint Írország és Portugália. Az ír és portugál jegybank kutatásaira támaszkodva bemutatjuk, hogy a lakásárakra mennyire volt

jellemző a konvergencia és milyen hatásokkal járt az 1999-től egységes monetáris politika a felzárkózó gazdaságokban a lakáspiacon.

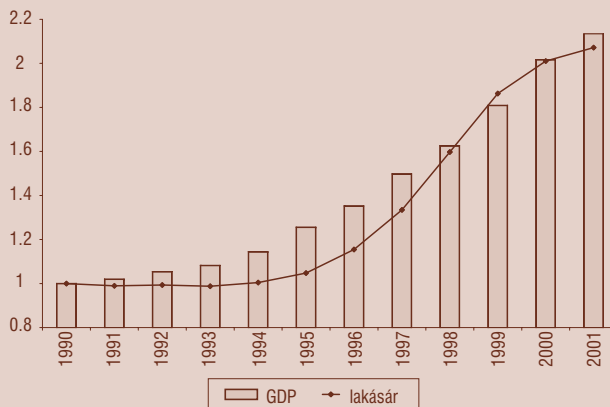
Írország

Írországban az 1990-es években – párhuzamosan a rendkívül gyors gazdasági növekedéssel – a lakásárak is gyors ütemben növekedtek, nem kevés aggodalmat váltva ki a gazdaságpolitika irányítóiban. 1995-2001 között a lakásárak évente átlagosan több mint 15%-kal emelkedtek, hat év alatt több mint *megduplázódtak*. Az infláció ezen időszak átlagában 3% volt, míg a gazdasági növekedés 9%-os.

Az ír adatokon még a monetáris uniós csatlakozás előtt – az 1975-től rendelkezésre álló adatokkal – Kenny (1998) végzett ökonometriai számításokat, és arra az eredményre jutott, hogy a lakáskeresletre – összhangban a hat nagy EU tagország eredményeivel – pozitívan hat a növekvő jövedelem és negatívan a lakásár és a kamat, a *jövedelem* egységnyi változása a *lakáskeresletet* azonos mértékben *növeli*.

A modell eredménye szerint 1994-től kezdődően 1997 elejére a rendkívül dinamikus jövedelemnövekedés és a nominális kamatoknak a GMU konvergenciából adódó csökkenése az egyensúlyi szint alá szorították a lakásállományt. Az *egyensúlyhoz* való visszatéréshez a lakásállománynak kell tovább növekednie és/vagy a lakásáraknak emelkednie. A lakásárak – közgazdaságilag megalapozott – emelkedése folytatódott is 1997-et követően.

5. ábra: Reál lakásárak és GDP Írországban (1990=1)



Forrás: BIS

Portugália

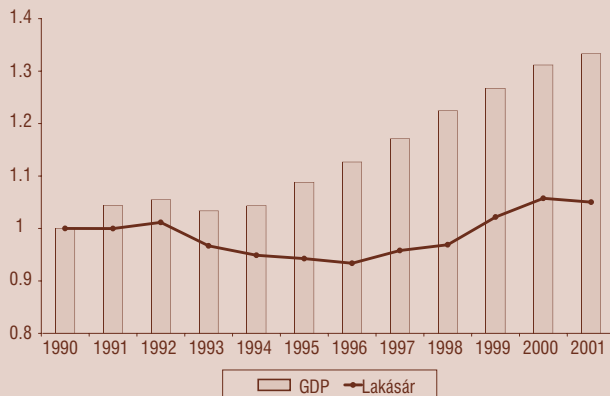
A portugál gazdaság fokozatosan zárkózott fel az EU átlagához az elmúlt években, és sikeresen teljesítette a GMU csatlakozáshoz szükséges konvergencia kritériumokat. A hitelkamatok jelentős csökkenéséhez elsősorban a sikeres dezinfláció járult hozzá, de a csatlakozást közvetlenül megelőző hónapokban – az egységes kamatszint kialakulása miatt – a korábban magas reálkamatok is jelentősen csökkentek. A lakáspiac – magyar szempontból – fontos fejleménye a likviditási korlát oldódásával az *ingatlanhitelek* állományának rendkívül gyors növekedése.

Portugáliában a konvergencia ellenére a GDP és a reál lakásárak is sokkal szerényebben nőttek a '90-es években, mint Írországban. Érzékelhetően 1998-2000 között a nagy kamatcsökkenések időszakában nőttek a reál lakásárak, ami a könnyebb hitelfelvétel okozta keresletnövekedéssel magyarázható. Mindazonáltal Portugáliában – Írországgal szemben – igen stabilan alakultak a reálárak, sokkal kevésbé mozogtak együtt a GDP bővülésével. Ebben meghatározó szerepet játszott a magas inflációból következő likviditási korlát és a mérsékelt jövedelembővülés az évtized első felében.

Az alacsony kamatok melletti hitelfelvétel lehetősége megteremtette a kapcsolatot a lakáskereslet és a jövedelemvárakozások között. Ennek következtében '90-es évek közepétől a lakásárak Portugáliában a *gazdasági ciklusokkal* együtt mozognak, mint azt Banco de Portugal (1999) megállapítja a jövedelemvárakozásokon alapuló lakáskereslet változása az árakban jelenik meg.

A 90-es években folyamatosan növekvő volumenű ingatlanhitelezés tovább gyorsult a GMU csatlakozás

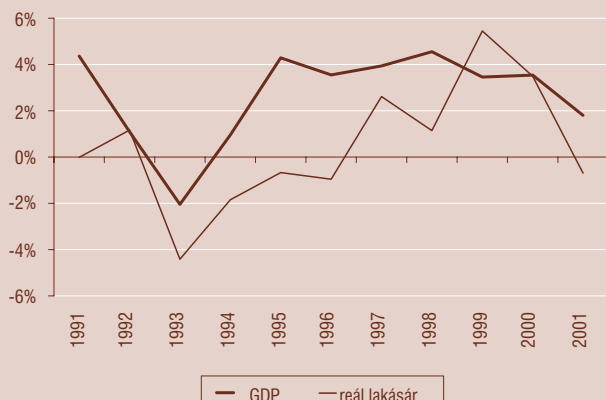
6. ábra: Reál lakásárak és GDP Portugáliában (1990=1)



Forrás: Banco de Portugal

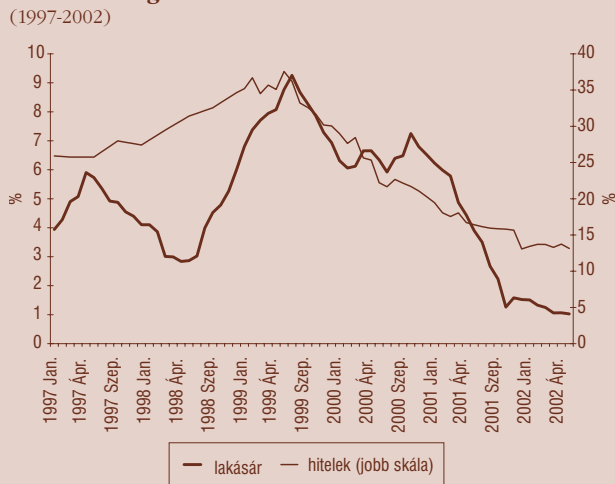
hatására, 1999 júniusában érte el csúcst a hitelnövekedési ütem 35%-os éves mértékkel. A gazdasági ciklushoz kötődő *lakásár ingadozások* az elmúlt években tükröződtek a hitelpiacon is. Ahogy az áremelkedési csúccsal egybeesett a hitelezési csúcs, úgy a nominális lakásárak növekedési ütemének gyors csökkenésével is a hitelkereslet erőteljes lassulása járt együtt.

7. ábra: GDP és reál lakásárak növekedési üteme



Forrás: Banco de Portugal

8. ábra: Lakásárak és lakáshitelek éves növekedési üteme Portugáliában (1997-2002)



Forrás: Banco de Portugal

A hosszú távon nem fenntartható hitelnövekedés eredményeként a portugál háztartási szektor rövid idő alatt az EMU tagországok közül az egyik *legeladósodottabbá* vált. 1995-ben a rendelkezésre álló jövedelem 39%-át tette ki a hitelállomány, míg 2001-ben 96%-ot. 2000-tól a romló makrogazdasági környezetben erőteljes lassulás kezdődött meg a lakáshitelek bővülésében is. A jelenleg 13%-os éves hitelnövekedés már alig harmada az 1999-es értéknek, de még mindig meghaladja a nominális GDP növekedési ütemét, a hitelállomány tehát továbbra is növekszik a GDP arányában. A háztartási szektor kamatkiadása a rendelkezésre álló jövedelem 6%-a volt 2001-ben, ez az arány egy-egy százalékponttal nőtt az elmúlt két évben. Hiába lassult le tehát szignifikánsan az új hitelek folyósítása, ennek ellenére egyre *nagyobb terhet jelent* a meglévő hitelállomány kamatainak fizetése. A terhek emelkedésében – a 2000-ben átmenetileg növekvő euró kamatok mellett – döntő jelentősége volt a gazdasági növekedés lelassulásának.

A portugál fejlemények jól illusztrálják, hogy milyen potenciális kockázatot rejthet a bankrendszer számára a magas hitelállomány romló gazdasági környezetben. Hiába lassult le az új hitelek folyósítása, a *meglévő hitelállomány* is egyre jelentősebb terhet jelent a háztartásoknak. Ha a jövedelmek a gazdaság egészében kedvezőtlenül változnak (stagnáló/csökkenő reálbér, növekvő munkanélküliség), akkor a törlesztés terhei és az esetleges nem-fizetési arány érzékelhetően növekednek.

Lakás piac Magyarországon

A következőkben – a stabilitási szempontokat szem előtt tartva – áttekintjük a lakáspiacot jelenleg jellemző folyamatokat, és azok várható változásait Magyarország EU illetve GMU csatlakozásával összefüggésben. Mint a nemzetközi példák esetében láttuk, a lakásárakra a háztartások jövedelme és a hitelkamatok vannak döntő hatással, a magyar lakás piac esetében is e két tényezőtől indulunk ki, hangsúlyozva, hogy a legfontosabb változások a – likviditási korlát oldódásával – a hitelezés területén történtek az elmúlt években.

A lakáshitelezés változásai

A '90-es évek elején – az állami lakástámogatások leépítése, a magas infláció, a rossz gazdasági kilátások nyomán – gyakorlatilag megszűnt a háztartások hitelállomá-

nya, a *háztartások nem tudtak hozzáférni a hitelpiachoz*. Ez a lakáspiacot azt jelentette, hogy csak az tudott új lakást építeni, vásárolni akinek már a vásárlás pillanatában rendelkezésre állt a szükséges összeg.

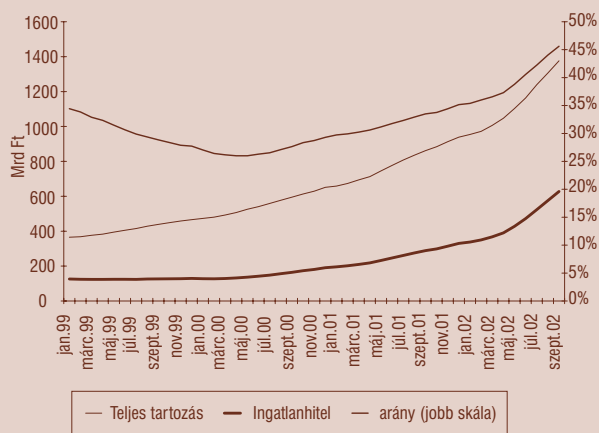
A kormány a Széchenyi terv keretében 2000-ben vezette be a *lakástámogatások új rendszerét*, jelentős összeget biztosítva a lakáshitelek kamattámogatására. A 2001 januárjában megjelent – és azóta többször módosított – kormányrendelet (12/2001) alapján alapvetően kétféle kamattámogatást nyújt az állam. Egyrészt a *jelzáloghitelből folyósított lakáshitelekhez* nyújt kamattámogatást a jelzáloglevél kibocsátójának, indirekten csökkentve a hitelfelvevők kamatterheit. Másrészt – némileg szigorúbb feltételek teljesülése esetén – bármely hitelintézet által folyósított lakáshitelhez is lehet ún. *kiegészítő kamattámogatást* igénybe venni. Mindkét támogatási forma célja, hogy jelentősen csökkentse az adósok kamatterheit.

A rendszer bevezetése óta a módosítások folyamatosan szélesítették a támogatottak körét és a támogatások mértékét.

Az állami támogatás hatása jól beilleszthető az eddigi tárgyalt elméleti keretbe. A lakásvásárlók, a hitelfelvevők számára a *hitelkamatok nagyon jelentős csökkenése* – a jelenlegi 4-6%-os THM – lehetővé teszi, hogy nagyobb összegű hitelt vegyenek fel ésszerűen vállalható havi törlesztő részletek mellett⁵⁹. A hitelfelvevő számára közömbös, hogy az alacsony kamatok piaci folyamatok eredményeként vagy jelentős állami támogatás hatására alakulnak ki.

Az elmúlt két évben a *lakáshitelek* területén zajlottak le a legnagyobb változások a lakáspiacon. A '90-es évek végéig az igen alacsony teljes hitelállományon belül is folyamatosan csökkent az ingatlanhitelek részaránya, a megélénkülő fogyasztói hitelkereslet miatt. A hitelezési folyamatokban fordulatot hozott 2001, amikor a lakáshitelek állománya a korábbi minimális szintről elkezdett roppant gyorsan nőni. E növekedés eredményeként folyamatosan nő a háztartások hitelállománya, és a hitelállományon belül is növekszik az ingatlanhitelek súlya.

9. ábra: Háztartások ingatlanhitel és teljes hitelállománya (1997-2002)

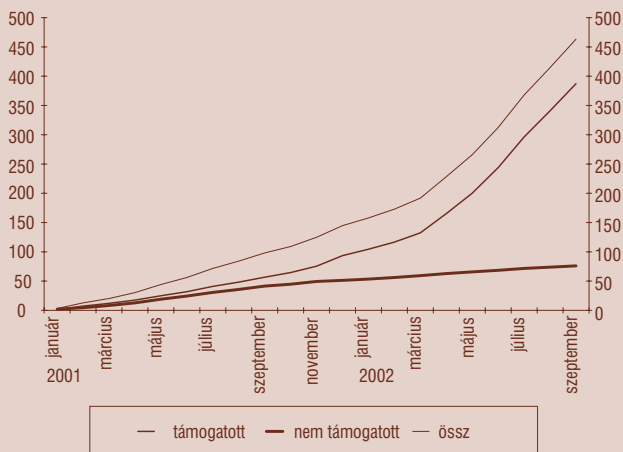


Forrás: MNB

A *lakáshitelezés* volumene hónapról hónapra nő. A gyors növekedés szinte kizárólag az állami támogatású hiteleknek köszönhető, e konstrukciók fokozatosan kiszorították a piaci feltételű hiteleket. 2002 nyarán már havonta átlag 50 Mrd Ft kedvezményes hitelre kötöttek szerződést a bankok, melynek hatására a háztartási szektorra a korábbi években jellemző operacionális megtakarítói pozíció az év első kilenc hónapjában közel semlegessé vált.

A korábbi – jellemzően fogyasztási – hitelektől merőben eltérő kondíciójú (futamidő, kamat) új lakáshitelek megváltoztatják a teljes hitelállomány kockázati megítélését. A 2002 szeptemberében 1380 Mrd Ft-os hitelállományon belül 46% az ingatlanhitel, a 2001 januárja óta folyósított támogatott hitelek a teljes hitelállomány közel egyharmadát teszik ki. A rendelkezésre álló jövede-

10. ábra: Lakáshitelek kumulált folyósítása 2001-től (mrd Ft)



Forrás: Téglás Szövetség, GKM megbízásából

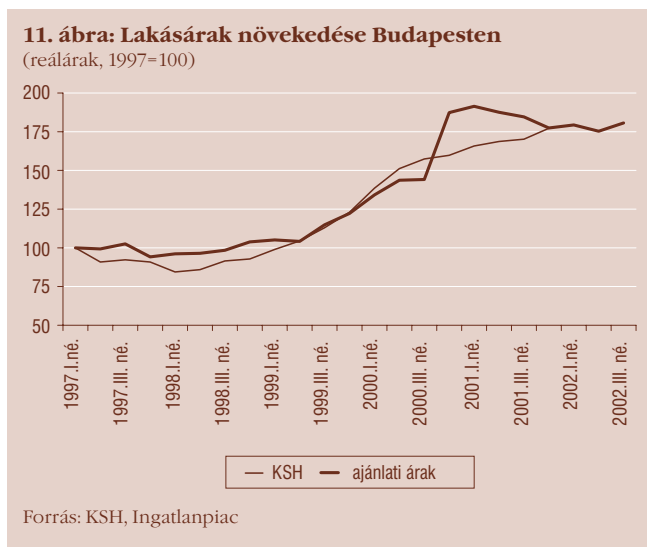
lem arányában a teljes hitelállomány – habár az elmúlt két évben közel megduplázódott – mindössze 12%, ami nagyságrendekkel kisebb, mint a GMU-ban jellemző 60-80%. Az új lakáshitelek – a fogyasztási hitelekkel összehasonlítva – leginkább a *kamatteher* tekintetében különböznek markánsan. Szemben a fogyasztási hitelek 25%-os THM-jével, a piaci feltételű ingatlanhiteleket – a fedezet nyújtotta biztonság miatt – 15%-os kamattal lehet felvenni, de a támogatott konstrukciók 5% körüli THM-je ennél is sokkal kedvezőbb. Mindez azt jelenti, hogy egy fogyasztói hitelhez képest egy ötször nagyobb összegű támogatott lakáshitelnek lesz ugyanakkora a kamatterhe, vagyis a lakáshitelek gyors bővülésénél a háztartások *kamatterhei* szignifikánsan *lassabban emelkednek*.

Áralakulás és mennyiségi változások

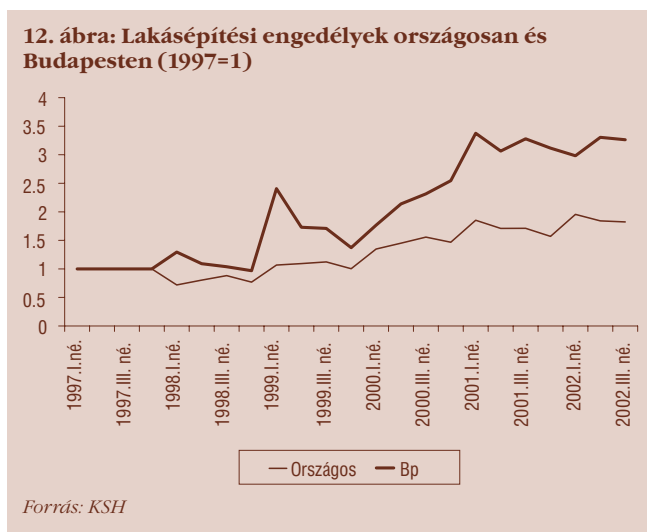
Az 1990-es években az MNB-ben több tanulmány – Zsoldos (1997), Valkovszky (2000) – is vizsgálta a háztartási szektor megtakarítási viselkedését és a lakáspiacot, e tanulmányok alapján jól megrajzolható a lakáspiac átalakulása a rendszerváltozástól az új lakáspolitikai szabályozás hatálybalépéséig. E tanulmányok alapján a '90-es években a lakáspiac fontos jellemzője a – lakásállomány mérsékelt növekedése mellett – a reál *lakásárak heftikus változása*. A rendszerváltozást közvetlenül megelőző időszakban a bizonytalan gazdasági helyzetben felértékelődtek a nem pénzügyi megtakarítási formák (lakás, deviza), majd 1992-től a gazdasági helyzet javulásával és az inflációs várakozások csökkenésével párhuzamosan az önkormányzati lakások értékesítése okozott nagymértékű árcsökkenést a lakáspiacon. 1999-2000-ben újabb nagy áremelkedés volt megfigyelhető a lakáspiacon, Budapesten két év alatt a reál lakásárak közel megduplázódtak.

⁵⁹ Egy példa. 10 éves futamidejű hitelnél, fix havi 50,000 Ft-os törlesztőrészlet esetében a felvehető hitel összege 5%-os kamattal 4,7 millió Ft, 15%-os kamattal már csak 3,1 millió és 25%-os kamattal 2,1 millió Ft.

A budapesti *árindexek*⁶⁰ azt mutatják, hogy 2000 végére megállt a *lakásárak* gyors emelkedése, az elmúlt két évben – az infláció hatásától megtisztított – reál lakásárak a fővárosban *stagnálnak*. E stagnálás ellenére is az árszínvonal sokkal magasabb jelenleg, mint 1997-ben volt, mintegy 75%-kal kerül többé egy lakás a fogyasztói kosárhoz képest, mint 1997-ben.



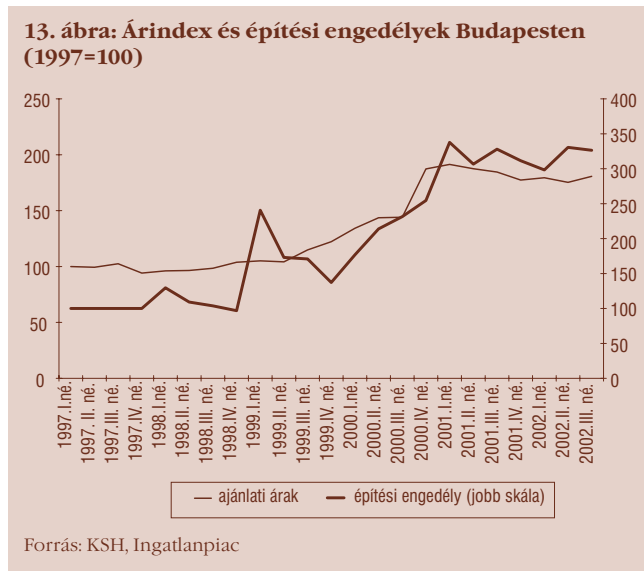
Az árak alakulását érdemes összevetni a lakásépítés volumenével. Tekintettel arra, hogy a lakásépítés átfutási ideje igen hosszú, az *építési engedélyek* száma előrejelzője a lakás kínálat alakulásának, ezért a mennyiségi változásokat a lakásépítési engedélyek idősorán mutatjuk be. Az 1997-es szinthez viszonyítva jól megfigyelhető az országos és a fővárosi folyamatok eltérése. Budapesten 2000-től lényegesen gyorsabban nőtt az építési



⁶⁰Az építészeti megoldások sokszínűsége és az eltérő földrajzi helyzet ahhoz vezet, hogy az átlagos lakásár nehezebben definiálható, mint egy részvény árfolyama. A következőkben – mivel Budapesten a magas tranzakciószám segít a heterogenitásból származó problémák kezelésében – csak a fővárosi lakásárakkal foglalkozunk. Az illetékhivatalok adatszolgáltatásán nyugvó KSH adatokon túl felhasználtuk az ajánlati átlagárakat, melyek a lakáshirdetéseket feldolgozó Ingatlanpiac honlapjáról (www.ingatlanpiac.net) érhetőek el.

engedélyek száma, mint országosan. Az új állami támogatási rendszer hatásaként az építési engedélyek száma az 1997-es szint háromszorosa körül alakul Budapesten, míg országos szinten közel megduplázódott az építési engedélyek száma.

A budapesti adatokat vizsgálva látható, hogy a gyors áremelkedéssel 1999-2000-ben egybeesett az építési engedélyek számának hasonlóan gyors növekedése. Majd a magasabb szinten *állandósuló kínálat az árak stagnálásával jár* együtt. A lakáspiac hatékonyságát mutatja, hogy a kínálati alkalmazkodást követően nincs jelentős árnyomás a piacon.



Összefoglalva a jelenlegi helyzetet azt lehet megállapítani, hogy a 2001-ben bevezetett lakástámogatási rendszer eredményeként *elérhetővé váltak* a háztartások számára a *lakáshitelek*, ami a korábbi évekhez képest a lakásépítés jelentős növekedését hozta magával. A megnövekedett kereslet és kínálat mellett kialakult egy *új egyensúly* a lakásárakban, mely lényegesen magasabb, mint korábban, az áremelkedés azonban nem szakadt el a kínálattól.

EU és GMU csatlakozás hatása a lakáspiacra

A következőkben arra keressük a választ, hogy Magyarország *EU és GMU csatlakozása* milyen folyamatokkal jár majd a lakáspiacra és a változásokból milyen kockázatok származhatnak.

Mint láttuk, jelenleg a magyar lakásárak és a GDP egyaránt nagyságrendekkel elmaradnak az EU átlagától (1. ábra). A nemzetközi tapasztalatokkal összhangban hosszútávon a *reál lakásárak és a GDP párhuzamos növekedését* várjuk, ahogy a magyar GDP felzárkózik az uniós átlaghoz, úgy fognak közelíteni a lakásárak is. A több évtizedes konvergenciával párhuzamosan a hitelek szerepének növekedése miatt fokozatosan erősödni fog a lakásáraknak a gazdasági ciklusokkal való együttmozgása.

A hitelfelvételre hatványozottan igaz, hogy együtt mozognak a rendelkezésre álló jövedelem ciklikus ingadozásaival. Magas hitelállomány mellett azonban hiába csökken le egy esetleges gazdasági lassuláskor az új hite-

lek folyósítása, a már meglévő hitelállomány is egyre nagyobb terhet jelent a háztartásoknak, a munkanélküliség, a romló reáljövedelmek miatt. Elhúzódó recesszió a bankrendszer szintjén is komoly gondokat okozhat a lakáshitelek törlesztésében. Mindazonáltal Magyarországon egyelőre *igen szerény a jövedelemingadozásból fakadó kockázat*. Egyrészt a hitelállomány szintje, valamint a törlesztés és kamatfizetés aránya alacsony a jövedelmekhez képest, másrészt Magyarország reál konvergencia pályája mellett minimális a valószínűsége egy elhúzódó recesszióknak és az ebből fakadó tartós jövedelemcsökkenésnek.

A GMU csatlakozáshoz teljesítendő konvergencia kritériumok (kamat, árfolyam, infláció és fiskális pozíció) meghatározzák a jövőbeli *kamatpályát*. A forint hozamgörbe alakjából látható, hogy a piac a nominális kamatok folyamatos csökkenésével számol. Mindazonáltal az állami támogatásnak köszönhetően a lakáskamatok terén már most az eurózóna szintjén állunk, ezért a hitelkamatok várhatóan nem fognak érdemben változni az elkövetkező években. Így a lakáskeresletet és azon keresztül az *árakat ugrásszerűen megnövelő jelentős kamatcsökkenést* a lakáshitelezésben a jövőben már *nem várunk*.

A jelenlegi támogatási rendszer mellett a háztartási szektornak gyakorlatilag *nincs kamatkockázata* a lakáshitelezésben. A hatályos szabályok alapján, mind az adósok, mind a pénzügyi intézmények számára az 5 éves fix kamatozású konstrukció az előnyös, a kamatkockázatot az állami költségvetés viseli. Ez stabilitási szempontból kedvező, hiszen minimális a kamatkockázat, monetáris politikai szempontból azonban kevésbé hatékony, hiszen a monetáris politika lépései, a reálkamat változása nincs érdemi hatással a háztartások viselkedésére.

A pénzügyi stabilitás szempontjából elengedhetetlen, hogy megalapozott prognózist tudjunk adni a *hitelállomány* hosszú távú *növekedésére*. A kiindulópont, mely 2000-ig jellemezte a háztartásokat a magas nominális kamatok, és a – gyakorlatilag – nulla adósságállomány. A végállapot az EU országaihoz hasonló arányok, ahol a nominális kamatok alacsonyak és az adósságállomány a rendelkezésre álló jövedelem jelentős részét (60-80%-át) teszi ki. A régi és az új egyensúly közötti *átmenet sebessége* a GMU csatlakozásig korlátozott.

Túl azon, hogy a bankrendszer egy bizonyos szintig képes a saját mérlegében lejáratú transzformációt végrehajtani, érdemes megvizsgálni, hogy mely szereplők tudnak megfelelően *hosszú forrást* nyújtani a pénzpiacokon. Az intézményi befektetők közül az élet- és magánnyugdíj biztosítók egyértelműen keresik a hosszú befektetési lehetőségeket. A magyar szereplőkön túl a külföldiek is jelentős érdeklődést mutatnak a hosszú forint befektetések iránt, őket a GMU csatlakozásig a hozamkonvergencia kiaknázása vezérli. E szereplőket a jelzálogleveleken keresztül lehet bevonni a lakáspiaci finanszírozásába. Ha azonban az alacsony kamatszint mellett a hitelkeresletet a forintban megtakarítók nem tudják fedezni, a *külső hitelfelvétel* miatt egy újabb kockázat, az *árfolyamkockázat* is megjelenik a lakáshitelezésben.

A hazai megtakarításokon túl – figyelemmel az árfolyamkockázatra – csak korlátozott mértékben lehet kül-

ső forrást bevonni a finanszírozásba. A *külső korlát* tehát – adott belföldi hitelkínálat mellett – meghatározza, hogy milyen sebességgel nőhetnek a hosszú hitelek. A pénzügyi közvetítő rendszer stabilitása szempontjából fontos feladat, hogy a gazdaságpolitika figyelemmel kísérelje a külső finanszírozásban rejlő kockázatot.

Rövidtávon jelentős kockázatot okozhatnak a *háztartások nem megalapozott jövedelemvárakozásai*. Az alacsony kamatok mellett, ha a háztartások túlzottan optimisták a várható jövedelmeiket illetően – pl. az ideiglenes gyors jövedelemnövekedés fennmaradását várva, vagy az EU csatlakozást követő ugrásszerű jövedelemnövekedésben bízva – akkor a várakozásokon alapuló keresletnövekedés miatt kialakulhat egy buborék a lakásárakban. Egy lakáspiaci buborék kialakulása, majd kipukkanása, nem csak önmagában veszélyes, hanem az ennek következtében romló minőségű lakáshitelek portfólió erősítheti fel – a pénzügyi közvetítő rendszeren keresztül – a gazdaság egészét érintő negatív hatásokat.

A pénzügyi kockázatok összefoglalva látható, hogy középtávon – Magyarország GMU csatlakozásáig – a lakáshitelezés területén a legjelentősebb *feszültséget* a külső finanszírozás korlátja jelenti. A forint megtakarításokat meghaladó hitelezés szükségszerűen *árfolyamkockázattal* jár, olyan kockázattal, mely – ha szerepe dominánssá válik – veszélyeztetheti a lakáshitelezési rendszer egészét. A nem megalapozott optimista *jövedelemvárakozások* és az ebből fakadó – hitelből finanszírozott – túlkereslet számottevő kockázatot hordoz, nem csak a lakáspiacon, hanem a pénzügyi közvetítésben is. Kisebbségi kockázat rejlik a háztartások *jövedelmeinek ingadozásában* és szinte elhanyagolható a – más országokban gyakran felmerülő – *kamatkockázat*. A jelenlegi kamattámogatási konstrukciók nem csak az alacsony kamatok garantálják, de a hosszú – jellemzően 5 éves – fix kamatperiódus mellett még a rövid kamatok változása sem okozna tehernövekedést a háztartásoknak.

Irodalomjegyzék

- Banco de Portugal (1999) "Prices in the housing market and the business cycle", Economic bulletin, June 1999
- Iacoviello M. (2000) "House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis", ECB Working paper no. 18
- Kenny G. (1998) "The housing market and the macroeconomy: evidence from Ireland", Central Bank of Ireland Technical paper
- Poterba J. (1984) "Tax subsidies to owner-occupied housing: an asset market approach", Quarterly Journal of Economics, November 1984
- Valkovszky S. (2000) "A magyar lakáspiaci helyzete", MNB Füzetek, 2000/3
- Zsoldos I. (1997) "A lakosság megtakarítási és portfólió döntései Magyarországon 1980-96", MNB Füzetek, 1997/4

A LAKÁSHITELEZÉS INTÉZMÉNYI STRUKTÚRÁI, KOCKÁZATAI

A hazai lakáshitelezés utóbbi egy-két évben tapasztalható rendkívüli mértékű növekedési üteme indokoltá teszi a lakáshitelezéssel kapcsolatos kockázatok részletesebb vizsgálatát. Megállapítható, hogy az állami támogatás erősen befolyásolja a lakáshitelezés és az intézményi struktúra fejlődését. A hitelezés felfutása – a jelentős állami támogatás következtében – sokkal gyorsabban történik, mint a kockázatkezelési rendszerek fejlesztése, ami a hitelkockázat számottevő növekedését eredményezheti. A likviditási kockázat csökkentése is csak fokozatosan, az intézményi befektetők térnyerése következtében a hosszúlejáratú források növekedésével, a tőkepiaci kamatok csökkenésével párhuzamosan valósítható meg.

A tanulmány első részében a lakáshitelezés intézményi struktúrájának nemzetközi fejlődési tendenciáit, az egyes intézménytípusok előnyeit, hátrányait ismertetjük. Ezután a hazai folyamatokat mutatjuk be, kitérve az egyes intézménytípusok sajátosságaira, fejlődési lehetőségeire. Végül a hazai lakáshitelezésben rejlő kockázatokat tárjuk fel.

Nemzetközi áttekintés

A lakásfinanszírozás *forrásai* lehetnek a bankbetétek, a hitellel összekapcsolt megtakarítási betétek, a kötvények, – jelzáloghitellel fedezett (jelzáloglevelek), illetve a kibocsátó intézmény nem fedezett kötelezettségei (banki kötvények) –, továbbá a biztosítási díjtartalmak. A legújabb típus a jelzáloghitel részesedést jelentő értékpapír (pass-through security), mely esetében a jelzáloghitel cash flow-ja és kockázata közvetlenül a befektetőkhez kerül. A lakásfinanszírozás forrásául szolgáló különféle értékpapírokba a háztartások általában közvetlenül is befektethetnek, de számos esetben sokkal inkább jellemző a befektetési alapokon, biztosításokon, nyugdíjpénztári megtakarításokon keresztüli befektetés. Ez utóbbiak a leggyorsabban növekvő források, többek között a piaci alapú nyugdíjrendszerek térhódítása következtében.

A legfőbb *intézménytípusok a betétgyűjtő hitelintézetek*, melyek tevékenysége lehet diverzifikált: kereskedel-

mi bankok, szövetkezeti bankok, állami tulajdonú takarékbankok (Savings Banks), vagy specializált: lakásépítő szövetkezetek, lakástakarékpénztárak (Contract Savings for Housing). Specializált hitelintézetek a *jelzálogbankok* is, melyek viszont betétet nem gyűjtenek, forrásukat csaknem kizárólag jelzáloglevél-kibocsátással szerzik. Az *életbiztosítási intézmények* a biztosítási díjtartalmakból nyújthatnak hitelt. Mindegyik intézmény ún. portfólió-hitelező, azaz mérlegében tartja az általa nyújtott hiteleket, menedzseli a kockázatokat.

Sok fejlett országban hoztak létre korábban, amikor a lakáshitelezéshez még nem álltak rendelkezésre hosszú lejáratú források, lakásfinanszírozásra specializálódott, sok esetben támogatott intézményeket⁶¹, melyek a fejlődés későbbi szakaszában veszítettek jelentőségükből, *mára a lakáshitel-piac domináns szereplőivé a kereskedelmi bankok váltak*. Az EU jelzáloghitel-piacán 1998 végén a kereskedelmi bankok csaknem 40%-os piaci részesedéssel rendelkeztek, a jelzálogbankok 20% körüli súlyt képviseltek, a takarékbankok 11-12% körüli, a szövetkezeti bankok 8-9% körüli részaránnyal bírtak, míg a specializált betétgyűjtő hitelintézetek és a biztosítók egyaránt 5% körüli részesedést tudhattak magukénak⁶². A feltörekvő, illetve fejlődő országokban azonban még mostanában is hoznak létre speciális intézményeket a jelzáloghitel-piac beindítása céljából.

A bank dominanciájú gazdaságokban nem, de *a piaci alapú pénzügyi rendszerrel bíró gazdaságokban* inkább *elterjedtek a speciális jelzálog intézmények*, melyek eladják az általuk nyújtott hiteleket – az eredeti hitelformában, vagy értékpapírosítás révén – más intézményeknek vagy közvetlenül a befektetőknek. Pl. az USA-ban a hitelek 60%-át eredetileg ezek az intézmények nyújtják. Többnyire ezekben az országban jöttek létre a *másodlagos speciális intézmények*, melyek vagy megvásárolnak hiteleket többféle hitelezőtől és jelzáloghitel részesedést jelentő értékpapírokat bocsátanak ki (conduits), vagy a hitelezőknek nyújtanak hitelt, melynek forrása általuk kibocsátott fedezetlen értékpapír (liquidity facilities).

Az európai fejlett, bank-alapú gazdaságokban a jelzáloghitel értékpapírosítása lassan terjed, aminek több oka van. Egyrészt a megfelelő tőkeellátottság nem kényszeríti rá a jelzáloghitelező intézményeket az eszközmenedzsment céljából történő hitelleadásra. Másrészt a közvetlen ügyfél (retail) források egyelőre még olcsóbbak, mint a tőkepiaci (wholesale) források. Harmadrészt

⁶¹ A '80-as évek elején a lakásfinanszírozás meghatározó intézményei voltak az USA-ban a takarékpénztárak (savings and loans), az Egyesült Királyságban a lakásépítő szövetkezetek.

⁶² Forrás: Lea [2000]

az USA-tól eltérően nincsenek az állam által (közvetve) támogatott másodlagos piaci speciális intézmények. Negyedrészt a ritka kibocsátások és a nem-sztenderdizált eszközök miatt nem likvid a piac. Mindamelllett kezd elterjedni a jelzálogkötvények és a jelzáloghitel részese-
dést jelentő papírok egy sajátos kombinációja: a jelzáloghitel max. 60%-ig fedezett része jelzálogkötvénnyel finanszírozódik, míg a fölötte lévő rész jelzáloghitel részese-
dést jelentő értékpapírral.

A feltörekvő és átmeneti gazdaságokban az értékpapírosításhoz egyelőre nincsenek meg az alapvető feltételek, úgymint fejlett elsődleges piac, megfelelő szabályozási és jogi környezet, fejlett tőkepiac, ezért jelen tanulmányban nem foglalkozunk részletesebben a lakáshitelezés másodlagos piaci rendszerével.

Kereskedelmi bankok - betétgyűjtéssel finanszírozó diverzifikált portfólió-hitelezők

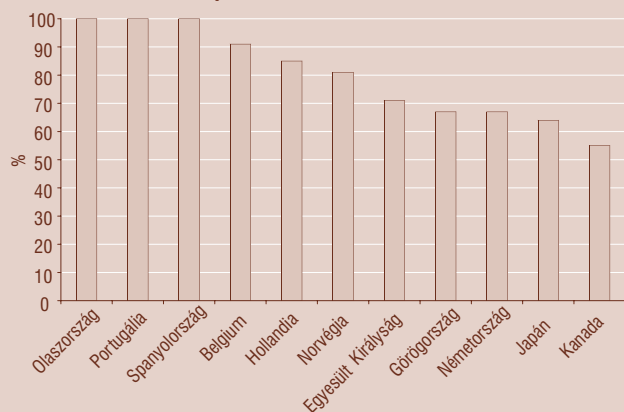
Korábban a kereskedelmi bankokra nem volt jellemző a lakáshitelezés, mivel komoly likviditási kockázatot jelentett a hosszú lejáratú hitelek rövid lejáratú betétekből való finanszírozása. Tevékenységük fókuszában a vállalatok finanszírozása, illetve a pénzforgalom, a fizetési rendszerek működtetése állt. *Mára azonban sok országban a legfőbb szereplők lettek ezen a piacon is.* (1. ábra) A kereskedelmi bankok egyrészt a tőkepiacok fejlődésével párhuzamosan teret vesztek a hagyományos vállalatfinanszírozás terén (vállalati kötvénykibocsátások, stb.). Másrészt a lakáshitelezési üzletág vonzónak tűnt az ingatlanfedezet következtében kisebb hitelkockázat, illetve a velejáró keresztértékesítési lehetőségek miatt. A bázei tőkemegfelelési irányelvek szerinti 50%-os kockázati súly tovább növelte a jelzáloghitelek népszerűségét. A másik oldalról a tőkepiacok (banki kötvénykibocsátások, stb.) és a kockázatkezelési technikák fejlődése lehetővé tették a likviditási kockázat csökkentését. A kereskedelmi bankok térnyerésében közrejátszott a specializált intézmények jelentőségének csökkenése is. A szövetkezeti hitelintézetek (pl. lakásépítő szövetkezetek az Egyesült Királyságban) részben a tulajdonformából fakadó tőkebevonási problémák miatt több országban tömegesen alakultak át részvénytársaságokká, majd olvadtak be kereskedelmi bankokba⁶³. A specializálódás ellenében hat az USA-ban az 1999. végén érvénybe lépett új banktörvény, mely megszüntette az univerzalizálódás jogszabályi korlátait. Franciaországban és Spanyolországban a dereguláció és a jelzálogbankok szabályozásból fakadó versenyelőnyének csökkenése következtében nőtt a kereskedelmi bankok piaci részesedése. Végül meg kell jegyezni, hogy a kereskedelmi bankok súlya sok esetben nagyobb, mint amit a számok mutatnak, mivel *sok speciális intézmény a bankok tulajdonában van*⁶⁴.

Előnyök: Kereskedelmi bankok minden országban vannak, nem kell létrehozni, vagy támogatni új intézményeket. A kereskedelmi bankok a diverzifikációs lehetőségek révén sokkal jobban tudják csökkenteni a kockázatokat, mint a specializált intézmények. Kötvénykibocsátások révén csökkenthető a likviditási kockázat. Lehetőség van a keresztértékesítésből fakadó előnyök ki-

aknázására. A legfejlettebb tőkepiacokkal rendelkező országokon kívül a betétek olcsóbb forrást jelentenek a tőkepiaci forrásoknál. Ez az előny az USA-ban már nincs meg, az Egyesült Királyságban is nagymértékben erodálódott, és a közös pénz bevezetésének hatására egységsülő, hatékonyabbá váló európai tőkepiac következtében az EMU tagországokban is meg fog szűnni.

Hátrányok: Mivel nem specializálódtak a lakáshitelezésre, ezért vélhetően kevésbé hatékonyak a marketing területén és a jelzáloghitelezés speciális kockázatainak menedzselésében. A likviditási kockázat miatt limitáltak a jelzáloghitelek fajtái és részarányuk az eszközök között⁶⁵. Többségében változó kamatozású hitelt nyújtanak, áthárítva ezzel a kamatkockázatot az ügyfelekre. Hitelezésük konjunktúra függő.⁶⁶

1. ábra: Diverzifikált portfólióhitelezők dominanciája egyes országokban (1999) piaci részesedés a teljes lakáshitel-állományból



Forrás: Maclennan [1999], idézi Bozsik [2002], ill. Lea [2000]

Szövetkezeti bankok - betétgyűjtéssel finanszírozó diverzifikált portfólió-hitelezők

A számos európai országban jelentős piaci részesedéssel rendelkező, fejlett szövetkezeti bankcsoportok mellett sok más európai országban a szövetkezeti bankok térvesztése tapasztalható. A fejlett országokban a kereskedelmi bankok körében már régóta tartó konszolidációs folyamat a szövetkezeti banki kört sem hagyta érintetlenül, komoly *centralizációs tendencia* érvényesül. Egyrészt az elmúlt években sok kisméretű szövetkezeti bank *beolvadása* révén jelentősen csökkent a szövetkezeti bankok száma. Másrészt az *integrációk*, szövetségek egyre *szorosabbá válnak*. Hazai és nemzetközi szintű pozí-

⁶³ A kereskedelmi bankok piaci részesedése az Egyesült Királyságban a '90-es évek eleji 30%-ról '98-ra 70%-ra nőtt, hasonló folyamat játszódott le Ausztráliában és Dél-Afrikában is.

⁶⁴ Az USA-ban a nagy jelzálog intézmények többsége kereskedelmi bankok tulajdonában van, mint ahogy Németországban is számos jelzálogbank és lakástakarékpénztár tulajdonosa kereskedelmi- vagy takarékbank.

⁶⁵ A fejlett országokban a kereskedelmi bankok eszközeinek 20-40%-át teszik ki a jelzáloghitelek.

⁶⁶ Mindamelllett a konjunktúraciklus alakulásának megítélésében való jártasságuk kétséges, hiszen az európai, amerikai és japán bankválságok egyik fő oka az ingatlanár-buborékon keresztül a jelzáloghitelezés volt.

cióik erősítését szolgálja az integrációk hatékonyabbá tétele (back-office tevékenységek összevonása, új termékek és elosztási csatornák közös kifejlesztése, alkalmazása) is. Az alapvetően nemzeti szinten zajló konszolidáció folytatódni fog, ugyanakkor a nagyobb szövetkezeti bankcsoportok egyre intenzívebben jelennek meg a nemzetközi piacokon (akvizíciók, szövetségek). Az ambíciózus tervek megvalósításához szükséges források biztosítása érdekében egyre több szövetkezeti bankcsoport *központi szervei jelennek meg a tőkepiacokon*, ami a szövetkezeti tulajdonforma mellett új, modernebb tőkeelemek alkalmazását jelenti, feladva részben a kölcsönösséget, mint szövetkezeti alapelvet. A nagyobb európai szövetkezeti banki csoportok általában meglehetősen jó minősítéssel rendelkeznek, köszönhetően az átfogó kölcsönös segítségnyújtási mechanizmusok működésének, az adott szövetkezeti csoportok jelentős súlyának az egyes országok bankrendszerében, illetve erős és stabil pénzügyi helyzetüknek. Ezen bankcsoportok többsége tőkeerős, jó minőségű portfólióval rendelkezik, jövedelmezősége nem rendkívüli ugyan, de kiegyensúlyozottabb, mint a kereskedelmi bankoké általában. A kereskedelmi bankoknál felsorolt előnyök és hátrányok érvényesek a szoros integrációjú szövetkezeti bankcsoportok esetében is. Közép-Kelet-Európában Magyarországon kívül csak Lengyelországban van említésre érdemes méretű szövetkezeti banki szektor, de súlya a bankrendszeren belül kicsi (5% alatti).

Jelzálogbankok - kötvénykibocsátással finanszírozó speciális portfólió-hitelezők

A jelzáloghitelezés forrásául a bank által kibocsátott jelzálogkötvények szolgálnak, melyek tulajdonosai csőd esetén elsődleges joggal rendelkeznek a jelzálogkötvénnyel finanszírozott hitelek, a hitelek mögött lévő jelzálogok, illetve a kibocsátó eszközei felett. A hitelnyújtásra, a jelzálogkötvény kibocsátásra és a kibocsátó hitelintézetekre szigorú szabályok vonatkoznak, nem jellemző az állami támogatás⁶⁷. A jelzálogkötvények az esetek döntő többségében hosszúlejáratú, fix kamatozású papírok⁶⁸, kibocsátásuk feltétele az intézményi befektetők hosszúlejáratú értékpapírok iránti kereslete. A jelzáloglevél-kibocsátások jellege függ a kibocsátandó mennyiségtől, mivel a (marketing, minősítési, stb.) költségek jelentősen nőnek a zártkörű kibocsátástól a nyilvános felé, a hazaitól a nemzetközi felé. Zártkörű kibocsátás esetén a relatíve kis mennyiségből eredő korlátozott likviditás természetesen magasabb árazást kényszerít ki. A jelzálogkötvények részesedése az EU teljes tőkepiacán 17%.

⁶⁷ Németországban a II. világháború után a piac újjáépítése érdekében adómentes volt a jelzáloglevelek kamata, illetve a regionális bankok által kibocsátott kötvények mögött állami garancia áll.

⁶⁸ Németországban és Svédországban a jelzálogkötvények lejáratát (tipikusan 1-10, illetve 1-5 év) rövidebb, mint a jelzáloghitelek lejáratát, a kibocsátott kötvények lejáratát a hitelek átárazódási periódusával van összehangban. Dániában 20, illetve 30 éves lejáratúak a kötvények.

⁶⁹ A jelzálogkötvények az EU országainak többségében 10%-os kockázati súlyúak, Írországban, Olaszországban, Norvégiában, Portugáliában, Svédországban és az Egyesült Királyságban 20% a kockázati súlyuk.

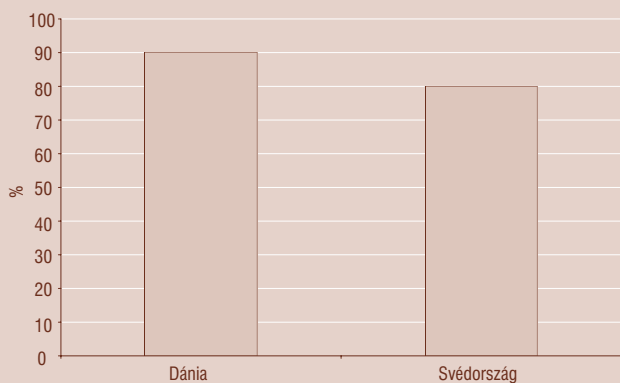
Előnyök: A hitelnyújtásra, a kötvénykibocsátásra és a kibocsátó hitelintézetekre vonatkozó szigorú és konzervatív jogszabályi keretek, az ingatlan nyilvántartás fejlett színvonala és a speciális jelzálogbankok transzparenciája következtében a jelzálogkötvények rendkívül biztonságos befektetések⁶⁹. Ezt igazolja az is, hogy az elmúlt évszázadban nem volt jelzálogkötvény bukás, illetve az a tény, hogy a jelzálogkötvények általában állami támogatás nélkül tettek szert népszerűsége. Mivel a jelzálogbankok tevékenysége egy területre fókuszált, ezért minden bizonnyal hatékonyabbak a marketinget és a jelzáloghitelezés kockázatának menedzselését illetően. Forrásaik jellemzőinek köszönhetően képesek hosszúlejáratú, fix kamatú, vagy hosszú átárazódási periódusú hitelt nyújtani.

Hátrányok: Speciális szabályozást kell megalkotni, létre kell hozni az intézményeket. Ez költséges duplikációt okoz, ha a tulajdonos pl. kereskedelmi bank. A jelzálogbankok diverzifikációs lehetőségek híján összességében kockázatosabbak lehetnek, tekintettel az ingatlanárak nagy volatilitására. Közvetlen keresztértékesítési lehetőségeik nincsenek, jóllehet a tulajdonosbankjuk termékeit kínálhatják.

A kereskedelmi banki és a jelzálogbanki modell előnye ötvözhető, ha a jelzálogkötvény kibocsátás nem kizárólag a *jelzálogbankok monopóliuma*, hanem a kereskedelmi bankok számára is engedélyezett. *A fő kérdés az, hogy a diverzifikált kereskedelmi bank, vagy a specializált tevékenységű jelzálogbank jelent kisebb kockázatot, ez pedig intézményenként és országonként eltérő lehet.* Németországban csak jelzálogbankok bocsáthatnak ki jelzálogkötvényt, de éppen az egyik legnagyobb jelzálogbank képviseli azt a véleményt, hogy meg kellene szüntetni a monopóliumot, mivel a befektetés biztonsági fokának szempontjából a jelzálogkötvények mögött álló hitelek és azok ingatlanfedezete sokkal fontosabbak, mint a kibocsátó intézmény. Dániában és Svédországban is monopóliuma van a jelzálogbankoknak. Dán sajátosság, hogy a jelzálogkötvények jelzáloghiteles részesedést jelentő értékpapírok, a svéd jelzálogkötvények mögött pedig nem az eszközök egy-egy csoportja áll, hanem a bank teljes eszközpórfóliója. Spanyolországban a kereskedelmi bankok is bocsáthatnak ki jelzálogkötvényeket. Franciaországban 1999-ben olyan szabályozást vezettek be, amely átmenetet képez a kétféle megoldás között: a pénzintézetek létrehozhatnak virtuális leányvállalatot, melynek egyedüli tevékenysége a jelzáloghiteles nyújtása és vásárlása, illetve a jelzálogkötvény kibocsátás. Ebben az esetben a jelzálogkötvények fedezetül szolgáló hitelek elkülönültsége és transzparenciája megmarad, ugyanakkor az elkülönült jelzálogbank létesítésének és működtetésének költségei csökkenthetők, hiszen a hitelek nyújtása és kezelése az alapító pénzintézetnél maradhat. Lengyelországban és Csehországban a szabályozás a német modell alapján készült, Csehországban az eredeti szabályozást később módosították, megszüntetve a jelzálogbankok monopóliumát a jelzálogkötvény-kibocsátás terén.

Németországban 25, többségében kereskedelmi banki tulajdonú jelzálogbank együttesen 13%-os piaci részesedést tudhat magáénak, 3 kereskedelmi bank -melyek még a jelenlegi szabályozás érvénybe lépése előttről örökölték a jogot a jelzálogkötvény kibocsátásra- további 7%-os piaci részesedéssel rendelkeznek. A jelzálogbankok piaci részesedést vesztek a lakossági hitelek körében, de az állami és helyi hatóságok illetve a kereskedelmi célú ingatlanfinanszírozás fő hitelezői maradtak. Dánia kötvénypiac a világon az egyik legnagyobb és leglikvidebb (1998-ban a GNP 95%-a), melynek 60%-át teszik ki a jelzálogkötvények és csak 34%-át az államkötvények. 9 jelzálogbank van a piacon, a három legnagyobb piaci részesedése a jelzáloghitel-nyújtásból 75%. Svédországban a kötvénypiac 40%-át a jelzálogkötvények teszik ki. A domináns 5 nagy jelzálogbank közül 4 kereskedelmi banki tulajdonban van, 1 állami tulajdonú. Hollandiában a jelzálogbankok 1982-ben likviditási problémákba ütköztek, és összeolvadtak kereskedelmi bankokkal, biztosítókkal. Olaszországban 1995-ben a specializált intézményeket megszüntették, a jelzálogbankok kereskedelmi bankokkal fuzionáltak. Lengyelországban 1997. óta van lehetőség jelzálogbank alapítására, 1999-ig egy jelzálogbank kapott engedélyt, és további 8 engedélykérelmet nyújtottak be, többségében lengyel kereskedelmi bankok és német jelzálogbankok közös vállalkozásként. Jelenleg három jelzálogbank működik, lakáshitelezési részesedésük 1-2%, a kibocsátott jelzálogkötvény állomány minimális. Csehországban jelenleg 8 jelzálogbank működik, közülük egy bank rendelkezik speciális jelzáloglevél kibocsátási engedéllyel, a közép-európai térségben itt a legnagyobb a kibocsátott jelzálogkötvény állomány.

2. ábra: Jelzálogbankok dominanciája egyes országokban (1999) piaci részesedés a teljes lakáshitelezési állományból



Forrás: Maclennan [1999], idézi Bozsik [2002]

Szerződéses megtakarító intézmények (támogatott, nagyon speciális, megtakarításokhoz kötött portfólió-hitelezők)

A háztartások az előre megkötött szerződés szerint meghatározott időre meghatározott összeget helyeznek el az intézménynél és később, szintén előre meghatározott

feltételekkel és összegben hitelt vehetnek fel lakásvásárlás vagy felújítás céljából. A megtakarítások és a hitelek kamata általában fix és a piaci szint alatti. Jellemző a megtakarítás összegét kiegészítő és/vagy adókedvezményen keresztüli állami támogatás, illetve a megtakarítás idő előtti kivételének súlyos büntetése. A hitel összege a megtakarítás nagyságától függ⁷⁰. A megtakarítási periódus teljesítésével az ügyfél gyakorlatilag call-opcióhoz jut, bizonyos összegű, általában a piacinál alacsonyabb kamatú hitelt vehet igénybe a normális hitelbírálati procedura nélkül. Lényegét tekintve közösségi rendszer, a hitelígények kielégíthetőségének feltétele az új szerződő felek folyamatos belépése.

Előnyök: A lakáshitelezéshez hosszúlejáratú forrásokat teremt, mely források a legtöbb fejlődő és átmeneti gazdaságban hiányoznak. A diverzifikált betétgyűjtő hitelintézetekkel szemben alapvetően nem konjunktúra-hitelező. A biztos hitellehetőség és a támogatás megtakarításra ösztönöz, így nőhet az országban az aggregát megtakarítási ráta. Ebben a konstrukcióban kisebb a hitelkockázat, mivel a hitelfelvevő már hosszú perióduson keresztül bizonyította a fizetőképességét, jóllehet ez az előny a fejlett hitelreferencia-szolgáltatás elterjedésével, illetve a hitelbírálati rendszerek fejlődésével egyre kisebb. Viszont a megtakarítás és a támogatás együttesen nagyobb önrészt biztosít a hitelhez, ami szintén kockázatcsökkentő tényező.

Hátrányok: Meg kell alkotni a speciális szabályozást, zárt típus esetében létre kell hozni az intézményeket. A konstrukció nagymértékben függ az állami támogatástól, melynek kedvezőtlen irányú megváltoztatása esetén kétségessé válhat a szerződésbe foglalt hitelnyújtási kötelezettségek teljesíthetősége⁷¹. Lakástámogatási rendszerként vizsgálva hátránya, hogy a támogatás nem célzott sem a jövedelem, sem a lakásszükséglet szerint, és különösen pazarló azokban az esetekben, amikor az ügyfél nem vesz fel hitelt, kizárólag a támogatás igénybevétele céljából választja a konstrukciót.

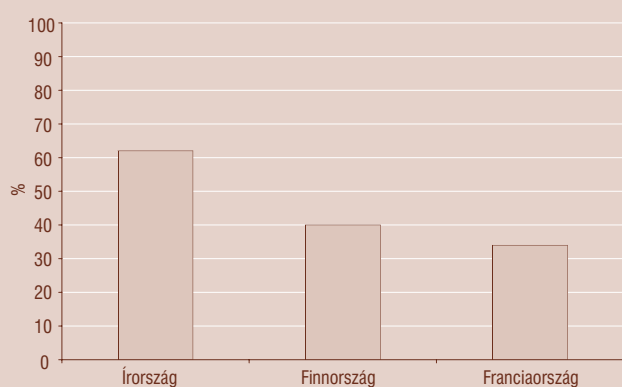
Ausztriában és Németországban a megtakarításhoz kötött lakáshitelezés zárt formája működik, a konstrukciót elkülönült intézmények nyújtják, a hitelígénybevétel időpontja függ az intézmény szabad forrásainak meglététől. Az intézmények csaknem teljesen el vannak zárva a tőkepiacoktól. Franciaországban az eredetileg zárt formát 1970-ben alakították át nyílt rendszerré, a konstrukciót a bankok kínálják, a hitel azonnal rendelkezésre áll. Az átalakítás célja az volt, hogy a hitelt felvenni nem szándékozó ügyfelek a támogatott megtakarításaikat ne vegyék ki, „szabad” forrásokat biztosítva ezáltal a lakáshitelezés más formáihoz. Csehországban és Szlovákiában 1993-ban, illetve 1992-ben vezették be a konstrukciót, a

⁷⁰ Németországban pl. a támogatással és kamattal növelt megtakarítás másfélszerese.

⁷¹ Németországban és Franciaországban éppen ezért fokozatosan csökkentették a támogatásokat, adott esetben a rendszer stabilitásának fenntartása érdekében újra növelve azokat, így számottevően nem csökkent a konstrukció népszerűsége az évek során. Szlovákiában azonban a támogatások 1998-beli csökkentésének következményeként nagymértékben csökkent az új megtakarítások volumene.

támogatás mértéke a költségvetés 1-1,5%-át tette ki, de nem járult hozzá különösebben a lakásfinanszírozáshoz. A tapasztalatok szerint azok a háztartások csoportosították át megtakarításaikat ebbe a kedvezőbb formába, amelyek egyébként is felvettek volna lakáshitelt. Lengyelországban 1995-ben vezették be a megtakarításokhoz kötött lakáshitelezést. A támogatás formája adókedvezmény volt, ami természetesen csak azok számára volt előnyös, akik megfelelő jövedelemmel rendelkeztek annak igénybeviteléhez. Egy 1997-es törvény megteremtette az alapot a német mintájú zárt szerződéses intézmények létrehozatalához, de a megvalósításra nem került sor. Törekvések vannak a 1995 óta létező konstrukció ezirányú megváltoztatására (adókedvezmény helyett a megtakarításokat kiegészítő állami támogatás).

3. ábra: Speciális intézmények dominanciája egyes országokban (1999) piaci részesedés a teljes lakáshitel-állományból



Forrás: MacLennan [1999], idézi Bozsik [2002]

Az egyes finanszírozási modellek összehasonlítása alapján megállapítható, hogy azok a modellek a legmegfelelőbbek, amelyek versenyhelyzetben, minél kisebb állami támogatás mellett tartósan életképesnek (hatékonyak és stabilnak) bizonyultak,⁷² hiszen a lakáshitelezési piac túl nagy ahhoz, hogy az állami költségvetés finanszírozza. A tapasztalatok szerint a leghatékonyabb⁷³ az angol lakásépítési szövetkezetek rendszere volt, részben a változó kamatozáson alapuló jelzáloghitelezés következtében, mely a kamatkockázatot az ügyfelekre hárította. Éppen ennek köszönhetően viszont meglehetősen instabillnak bizonyult, amikor a '80-as évek végén a kamatok meredeken emelkedtek. Az USA-beli másodlagos piaci rendszer működési hatékonysága nagyobb ugyan, de ebben közrejátsszik a nagy másodlagos intézmények felé vállalt kormányzati garancia is. A rendszer nagyfokú stabilitással rendelkezik, mivel a hosszúlejáratú, fix kamatozású, ugyanakkor különösebb költségek nélkül idő előtt visszafizethető jelzáloghitelekből származó finanszírozási kockázatot megfelelően képes allokálni. A

⁷² Részletesen I. Diamond and Lea [1992a] és Lea [2000].

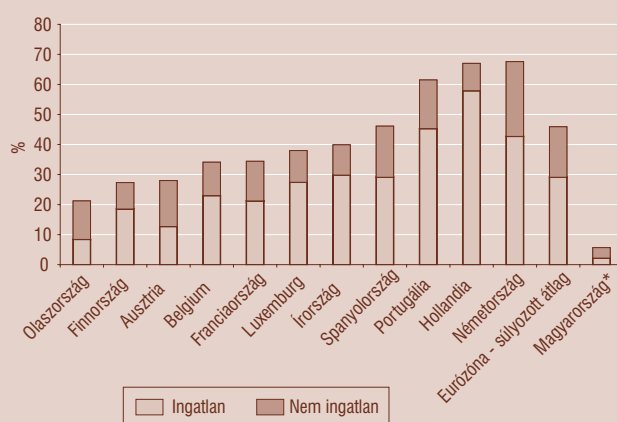
⁷³ Minél alacsonyabb a hitelek és a források közti, kockázati felárral korrigált különbség, annál hatékonyabb a pénzügyi közvetítés.

dán és a német jelzálogbanki modell bizonyult még viszonylag hatékonynak és stabilnak, ez azonban részben annak köszönhető, hogy az esetleges kamatcsökkenés kockázatát az ügyfelek viselik az idő előtti törlesztés kizárása révén. Végül megállapítható, hogy azokban az országokban a legfejlettebb a lakáshitelezés és leg hosszabb a hitelek futamideje, melyekben a hitelezés forrása leginkább értékpapír-kibocsátásokból származik (USA, Egyesült Királyság, a skandináv országok).

Hazai tendenciák

Nemzetközi összehasonlításban *alacsony a hazai lakás-célú, jelzálog típusú hitel* (a továbbiakban lakáshitel) / GDP arány (2001. végén 2,5%), mint ahogy alacsony a lakáshitelek részaránya a hitelintézetek eszközstruktúráján belül (2002. szept. 6,8%). (4. ábra) Ugyanakkor magas a saját tulajdonú lakások aránya (90% körüli). A nemzetközi tapasztalatok alapján minél fejlettebb egy gazdaság, annál nagyobb a bérlakás-szektor aránya és a jelzáloghitel/GDP arány, így a magyar gazdaság fejlődésével párhuzamosan mind a hazai jelzáloghitelezés, mind a bérlakás állomány számottevő növekedés várható a jövőben. Hazánkban az ingatlanok alig több, mint 10%-a terhelt jelzáloggal, míg a fejlett európai országokban 40-80%-a, ami szintén azt támasztja alá, hogy bőven van tere a jelzáloghitelezés bővülésének Magyarországon.

4. ábra: Háztartási bankhitelek a GDP %-ában (2000)

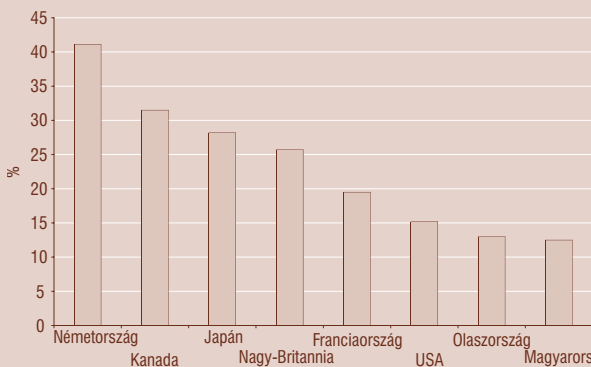


Forrás: ECB, idézi Banco de Espana 2000 évi Éves Jelentés, p.116 és MNB.

A lakáshitelezés fejletlenségének egyik alapvető oka a magyar háztartások gyenge adósságviselő képessége, hiszen az alacsony hitelállomány ellenére a pénzügyi kötelezettségek / pénzügyi eszközök hányadost (2001-ben 12,5%) tekintve már jóval kisebb a különbség nemzetközi összehasonlításban. (5. ábra) A gyengébb adósságviselő képességet alapvetően az életszínvonalbeli különbségek, a magyar háztartások rendelkezésre álló jövedelmének alacsonyabb szintje határozzák meg. Az adósságviselő képességet tovább csökkenti, hogy a magyar háztartások vagyonán belül rendkívül magas az ingatlanvagyon aránya, ami egyrészt a lakosság reálvagyonba való befektetési attitűdjének köszönhető. A magyar

háztartások történelmileg alacsony kockázatvállalási hajlandóságának növekedését nem segítették a hazai kedvezőtlen tőzsdei folyamatok sem. A háztartások alacsony eladósodottsági szintje melletti viszonylag nagy ingatlanvagyon kialakulásában közrejátszott továbbá az is, hogy nagyszámú egykori ún. „tanácsi” lakást a piaci ár töredékéért lehetett megvenni.

5. ábra: A háztartások pénzügyi kötelezettségei pénzügyi eszközei %-ában (2000)



Forrás: OECD, MNB

A lakáshitelezés jelenlegi alacsony szintjéhez hozzájárult az is, hogy az állomány egészen 1999-ig csökkent, mivel a régi típusú támogatott hitelek kamatának piaci szintre emelésével párhuzamosan a tartozások egy részének elengedését, illetve a tömegessé váló előtörlesztéseket évekig nem tudták kompenzálni az új folyósítások. A tervgazdaságról a piacgazdaságra való átállással megolduló infláció, illetve a gazdaságpolitikai megszorító intézkedések következtében a háztartások reáljövedelme jelentős mértékben csökkent, ami a magas kamatokkal párosulva visszafogta a lakáshitelek iránti keresletet.

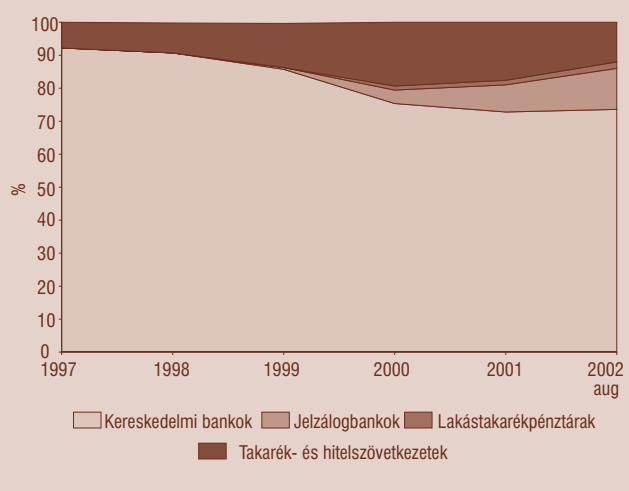
Ami a kínálati oldalt illeti, az egyszintű bankrendszer lakossági bankjának részesedése a lakossági hitelpiacon a bankrendszer kétszintűvé válása után csak nagyon lassan csökkent. Az újonnan alapított, vagy privatizált kereskedelmi bankok először a minimális fiókhálózatot, kisebb ráfordítást igénylő, kevésbé kockázatosnak tűnő vállalati hitelpiac felé fordultak, így sokáig nem volt jelentős a verseny, illetve a kínálat a lakossági hitelpiacon.

A vállalati piac telítődésével párhuzamosan a bankok lakossági piac felé nyitása először a fogyasztási és egyéb hitelek piacán jelentkezett. A jelzáloghitelezéshez szükséges jogszabályi és piaci feltételek nem voltak adottak, így a fogyasztási és egyéb hitelek kisebb kockázatot jelentettek, mivel a jellemzően rövidebb lejárat, kisebb hitelösszeg kevesebb terhet rótt a háztartásokra. Ezen hitelek rövidebb lejáratát a bankok által vállalt likviditási kockázat szempontjából is kedvezőbb volt. A kínálati oldallal párhuzamosan a háztartások jövedelmi várakozásainak javulása, illetve a korábbi időszakokban elhalasztott fogyasztás miatti türelmetlensége jelentős hitelkeresletet eredményezett ezen a részpiacon.

A jelzáloghitelezés alapvető jogszabályi feltételeinek kialakulását követően, a kormány 2000. elején bevezetett új

lakástámogatási rendszere folyamatos szélesítésének⁷⁴, illetve az önálló zálogjog 2001-ben történő bevezetésének⁷⁵ következtében az utóbbi két évben a lakáshitel állomány felfutása⁷⁶, és ezzel párhuzamosan a jelzálogbankok piaci részesedésének növekedése tapasztalható a takarékszövetkezetek térvesztése mellett. (6. ábra) A bankok lakáshitelezési piac felé nyitási törekvését jelzi az új folyósítású piaci feltételű lakáshitelek realkamatainak 1999. során bekövetkezett jelentős csökkenése. A 2000. első felében tapasztalt további számottevő kamatcsökkenés a támogatott hitelek által támasztott versenynek volt köszönhető. A pusztán két éve kezdődő lakáshitel expanzió és az ezzel együtt járó erősödő verseny ellenére a koncentráció még mindig meglehetősen magas ezen a részpiacon.

6. ábra: Az egyes intézménytípusok piaci részesedése a lakáshitelezésből



Kereskedelmi bankok

A hazai lakáshitel-piac fő szereplői a kereskedelmi bankok. Magyarországon korábban nem voltak a lakáshitelezésre specializált, támogatott intézmények, a lakáshitelezés egy-két lakossági banknál koncentrált. A zömében külföldi szakmai befektetők által tulajdonolt kereskedelmi bankok lakossági piac felé fordulásával párhuzamosan erős verseny kezdődött a lakáshitel-piacon az új állami támogatási rendszer bevezetése után, a hitelállományok rendkívüli ütemben bővülnek⁷⁷. Ezzel pár-

⁷⁴ A legnagyobb hatású változtatások az igénybevétel feltételül eredetileg megszabott korhatár és méltányolható lakásméret eltörlése, illetve a közvetett támogatási forma kiterjesztése a használt lakások vásárlására is.

⁷⁵ További szabályozási változások, melyeknek számottevő hatása lehetett a jelzáloghitelezés felfutásában: a hitelintézet jelzálogjoga az állam képviselőjének hozzájárulása nélkül jegyezhető be az ingatlan-nyilvántartásba, azaz a támogatások igénybevétele esetén az ingatlanra terhelt – korábbi kedvezmény miatti – elidegenítési tilalom már nem jelent akadályt. A hitelező – amennyiben előre megállapodott az ügyféllel – nemfizetés esetén bírósági határozat és végrehajtási eljárás nélkül értékesítheti az ingatlant.

⁷⁶ Érdekes kérdés, hogy az állami támogatás jóval kisebb mértéke mellett, önmagában a jelzáloghitelezés jogszabályi feltételeinek kialakítása következtében milyen ütemben bővülnének a hazai lakáshitel-állományok. Lengyelországban például különösebb állami támogatás nélkül is nagymértékű a jelzáloghitelezési piac növekedési üteme az utóbbi pár évben.

⁷⁷ A kereskedelmi bankok eszközállományán belül a lakáshitelek részaránya az 1999. évi 1,6%-ról 2002. szeptemberéig 5,4%-ra emelkedett, ami még mindig messze elmarad a fejlett országokbeli 20-40%-os aránytól.

huzamosan a kereskedelmi bankok által végrehajtott lejárati transzformáció növekedése felgyorsult, mivel a hosszú lejáratú lakáshitelek növekedésének forrásul döntően rövid lejáratú ügyfélbetétek szolgálnak. A likviditási kockázat csökkentése érdekében a bankok egy része újabban hosszú lejáratú értékpapírok – alapvetően kötvények- kibocsátásokba kezdett. Ezen értékpapírok részaránya a forrásokon belül azonban egyelőre minimális (1-2 %), de a nemzetközi tendenciáknak megfelelően várhatóan egyre jelentősebb lesz. Sajátos, hosszú-lejáratú forrásszerzésre ad lehetőséget az önálló zálogjogon alapuló, jelzálogbank általi refinanszírozás.⁷⁸ A bankok a lakáshiteleket alapvetően változó kamatozással kínálják, jóllehet a forrás oldali támogatású hitelek esetében -melyek az állami támogatás következtében jelenleg leginkább nőnek- a konstrukció jellegéből fakadóan az ötéves átárazódási periódus a jellemző.

Takarékszövetkezetek

A takarékszövetkezetek 2002. folyamán jelentős mértékű piaci részesedésvesztést szenvedtek el, ami alapvetően annak köszönhető, hogy a legdinamikusabban fejlődő konstrukcióban, az önálló zálogjogon alapuló forrás oldali támogatású hitelezésben nem tudnak részt venni. A hazai takarékszövetkezetek jelenlegi formájukban jelentős kockázatot hordoznak, mivel sok tekintetben a kereskedelmi bankoknál jóval enyhébb szabályok vonatkoznak rájuk, továbbá van néhány olyan jellemzőjük, melyek jelentősen növelik a morális kockázatot⁷⁹.

Ami a takarékszövetkezetek ingatlanhitel-állományának 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 (nincs likvid ingatlanpiac). Ráadásul az újonnan kiadott építési engedélyek számának alakulása, területi eloszlása alapján a vidéki lakásépítések számának jelentős csökkenése várható. Ezekben az esetekben egyrészt kockázatot jelenthet, hogy vissza nem fizetés esetében kétséges a fedezetek értékesíthetősége. Másrészt a vidéki lakásépítések számának csökkenése tovább erősítheti azt a kockázati szempontból negatívnak ítélt folyamatot, hogy míg a takarékszövetkezetek ügyfelei tradicionálisan a kisebb települések lakói, az ottani kisvállalkozás-

ok, a tőlük gyűjtött betétek teszik ki forrásaik döntő részét, addig a hitelezés eltolódása tapasztalható a városok felé a megfelelő kockázatkezelési háttér kialakítása nélkül. A fejlett szövetkezeti banki szektorral rendelkező országokban érvényesülő tendenciák (centralizáció, hosszúlejáratú forrásszerzés a tőkepiacokról, stb.) hazánkban a sok szempontból könnyített takarékszövetkezeti szabályozás miatt várhatóan még jó ideig nem lesznek jellemzőek.

Jelzálogbankok

A nagyobb kereskedelmi bankok számára egy másik lehetőség a likviditási kockázat csökkentésére *saját tulajdonú jelzálogbank* létrehozása. Jelenleg Magyarországon két, hazai kereskedelmi banki tulajdonú jelzálogbank van, az egyik 1999-ben kezdte meg működését (tevékenysége korábban alapvetően a vállalkozói szegmensre koncentrálódott, de nyitni kívánta háztartási szegmens felé), a másik 2002-ben⁸⁰. További lehetőség a jelzáloghitelek eladásának valamilyen formája. Az *állami tulajdonú*, 1998-ban alapított hazai *jelzálogbank* kialakított egy ilyen konstrukciót, mely szerint a hiteleket a kereskedelmi bankok 99%-ban saját forrásból folyósítják, melyeket az FHB 30 napon belül kivásárol. A kereskedelmi bankok, takarékszövetkezetek azonban -eszköz átcsoportosítás, illetve pótlólagos forrásbevonás révén- megtartották hiteleiket, alapvetően a piaci részesedés megtartása, növelése, illetve a nagyobb haszon reményében. Ezért szabályozási változások révén 2001-ben bevezetésre került az önálló zálogjog intézménye. A jelzáloggal fedezett hitel az adott bank mérlegében marad, de a hitel fedezetét szolgáló zálogjogot az adott bank eladja a jelzálogleveleket⁸¹ kibocsátó jelzálogbanknak, amiért cserébe a piacnál olcsóbb refinanszírozó forrást kap tőle. Az önálló zálogjogot a bank az ügyfél hiteltörlesztésének ütemében visszavásárolja, és ezzel párhuzamosan fizeti vissza a refinanszírozási hitelt. A kibocsátott jelzáloglevelek fedezetét a jelzálogbank tulajdonában lévő önálló zálogjogok képezik. A refinanszírozás kockázatai a jelzálogbank, és ezáltal a jelzáloglevélbe befektetők számára is minimálisak, ugyanis a kereskedelmi bank nemfizetése esetén a törvény értelmében az önálló zálogjoggal biztosított jelzáloghitel a jelzálog-hitelintézetet illeti meg. A tényleges kockázat tehát -figyelembe véve a törvényi engedményezés átfutási idejét- csak egyhavi törlesztőrészlet lehet, ami diverzifikációval tovább csökkenthető. A konstrukcióban problémát jelenthet az ügyfél általi, a kereskedelmi bank felé történő előtörlesztés, ugyanis a kereskedelmi bank ezt nem tagadhatja meg, viszont a jelzáloglevélbe befektetők védelme érdekében a jelzálogbank szerződésben kikötheti az előtörlesztés elutasítását, illetve magas díj felszámolásával korlátozhatja azt. Ez utóbbi lehetőség a partner kereskedelmi bank esetében is fennáll, tehát az előtörlesztés kockázatát a hitelnyújtó bank beárthatja, és költségként továbbháríthatja az ügyfélre. A jövőben komolyabb problémát okozhatnak a Hpt. nagykockázat vállalásra vonatkozó limitjei, melyek révén a jelzálogbankok refinanszírozási képessége -nem túl nagy szavatoló tőkékük miatt- erőteljesen korlátozott. Az

⁷⁸ A konstrukció részletezésére a későbbiekben kerül sor, illetve l. Vincze [2002]. Meg kell azonban jegyezni, hogy amennyiben a refinanszírozás forrásul szolgáló jelzáloglevelet kereskedelmi bank jegyzi le (amire van példa), abban az esetben nem beszélhetünk a lejáratú összhang javításáról.

⁷⁹ Részletesen l. a 2000 augusztusban megjelent Jelentés a pénzügyi stabilitásról.

⁸⁰ A megfelelő törvényi szabályozás hiányában Magyarországon korábban nem voltak jelzálogbankok.

⁸¹ A jelzáloglevél sajátosságait és a kibocsátáshoz szükséges követelményeket a jelzálog-hitelintézetéről és a jelzáloglevélről szóló, 1997-ben kibocsátott, többször módosított törvény szabályozza, lényegében a német típusú, közvetlen finanszírozást alapul véve. A jelzáloglevél-kibocsátás jelzálog-hitelintézeti tevékenységhez kötött, amelyet a bankfelügyelet engedélyez, és ellenőriz. Jelzáloghitel csak ingatlanfedezettel és önálló jelzálog-bejegyzéssel nyújtható, amelyet a földhivatalok soron kívül (8 napon belül) kell, hogy intézzenek. Törvényi előírások vannak a követelések arányosságára, valamint a befektetések korlátozására. A jelzálogbank csődje esetén a jelzáloglevél-befektetőnek törvényi elsőbbsége van a fedezet elégtelensége esetén a kibocsátó fedezeten felüli vagyonára is.

önálló zálogjogon alapuló jelzáloglevél külföldi kibocsátására eddig még nem került sor, így kockázati megítélése a nemzetközi értékpapírpiacokon egyelőre nem történt meg.

A jelzáloglevelek hazai kibocsátásának keresleti oldalát tekintve megállapítható, hogy a piac felvevőképessége erősen korlátozott. Egyrészt az intézményi befektetők szabályozói limitekkel rendelkeznek az azonos típusú, illetve azonos kibocsátójú befektetésekkel szemben, jóllehet állományaik jövőbeni növekedésével párhuzamosan a limitek abszolút értéke is nőni fog. Másrészt számolni kell az állampapírok által támasztott rendkívül erős versennyel. Az állampapíroknak versenyelőnye származik egyrészt a nagy mennyiségből eredő magasabb likviditásból, másrészt az (elsődleges és másodlagos) értékesítési csatornák bejáratódottságából. Különösen hosszú időt és nagy marketingköltséget igényel a háztartások jelzáloglevelek iránti érdeklődésének felkeltése⁸². A fentiek következtében egyrészt a hazai jelzáloglevelek árazása vélhetően relatíve magas lesz, másrészt középtávon várható a jelzáloglevelek nemzetközi kibocsátása irányába történő elmozdulás.

Mérethatékonysági okokból Magyarországon –lévén kis ország- nem várható sokkal több jelzálogbank megjelenése a piacon. Éppen ezért az egyetlen, még állami tulajdonú jelzálogbank jövőbeni esetleges privatizálása során rendkívül körültekintően kell eljárni abban a tekintetben is, hogy a jelzálogbankkal nem rendelkező kereskedelmi bankokkal való elfogulatlan refinanszírozási kapcsolat a továbbiakban is biztosított legyen a lakáshitelezési piacon tapasztalható verseny fenntartása érdekében.

Ami a jelzálogbankok kibocsátási monopóliumát illeti, véleményünk szerint még jó ideig semmiképpen sem kívánatos a jelzálogkötvény-kibocsátás jogának megadása a kereskedelmi bankok részére. A rendkívüli expanzióval óhatatlanul együttjáró kockáztnövekedés miatt alapvető fontosságú a transzparencia, sokkal inkább ellenőrizhetőek a néhány specializált bank általi kibocsátások. A hazai piac méretéből fakadóan szintén alapvető fontosságú a piac likviditásának növelése, amit jobban szolgálnak a néhány jelzálogbank által kibocsátott, ebből következően egységesebb jelzáloglevelek, mintha kevésbé sztenderdizált, sokféle eszköz jelenne meg a piacon.

Lakástakarékpénztárak

Magyarországon a négy szerződéses intézmény (lakástakarékpénztár) 1997-98-as megalapítása előtt az előtakarékosággal egybekötött, támogatott lakáshitelezésnek a nyílt formája létezett (kereskedelmi bank által kínált „ifjúsági takaréketét” konstrukció). Mára a lakástakarékpénztárak száma beolvadás révén háromra csökkent. Egy közülük hazai kereskedelmi banki tulajdonban van, a másik kettő -újabb fúziót tervező piaci szereplő- 50% fölötti külföldi (német, osztrák) tulajdonban. Az állam a betétként elhelyezett összeg 30%-áig, de maximum évi 36 ezer forint erejéig támogatást nyújt, a támogatás feltétele, hogy az előtakarékosági periódus letelte után fel-

vehető lakáshitel kamata ne haladja meg a 10%-ot. Az előtakarékosági konstrukció azonban hátrányba került az időközben bevezetett új támogatási formájú lakáshitelekkel szemben, hiszen a felvehető lakástakarék-hitel összege igen alacsony, ugyanakkor 3-6%-os kamattal, előtakarékosági periódus nélkül hozzá lehet jutni a támogatott jelzáloghitelekhez. A lakástakarékpénztári konstrukció versenyhátrányát növeli az, hogy a kedvezményes jelzáloghitelek esetén a hitelfelvevők a törlesztő összeg 40%-val, legfeljebb évi 240 ezer forinttal csökkenthetik az adójukat. 2003 január elsejétől a lakástakarékpénztári konstrukció esetében az állami támogatás mértéke megduplázódik (évi 72 ezer forint), de az ennek következtében megemelkedett optimális hitelösszeg (8 évi előtakarékosági periódus után személyenként 2,8 millió Ft) még mindig meglehetősen alacsony egy átlagos lakás árához viszonyítva, jóllehet két fiatal esetében megteremtheti a lehetőséget egy közös, kisméretű kezdő lakás megvásárlásához.

Mivel az előtakarékosággal kombinált lakáshitelezés jellegéből fakadóan kisebb kockázatú (az adós több éven keresztül rendszeresen bizonyította fizetőképességét), így kívánatos lehet a lakástakarékpénztárak szerepének növekedése a magyar piacon, amire van is esély. Egyrészt a működés első négy évében a konstrukció jellegéből fakadóan a felhalmozáson van a hangsúly, a hitelek a későbbi időszakokban válnak majd jellemzővé. Másrészt a jelenlegi támogatási formákból fakadó versenyhátrány a jövőben várhatóan csökkenni fog (különböző javaslatok készülnek e célból). Harmadrészt a magyar háztartások strukturális alkalmazkodási folyamatának lezárultával, a fogyasztói türelmetlenség oldódásával, jövedelmi helyzetük javulásával nagyobb mértékű megtakarításokra lesznek képesek. Mindemellett a lakástakarékpénztárak számottevő fejlődésének elengedhetetlen feltétele, hogy a támogatással megnövelt lakástakarékpénztári megtakarítás és a felvehető hitel optimális összege együttesen -a középtávon várhatóan emelkedő lakásárak mellett is- megfelelő alapot jelentsen a lakásvásárlásra.

Végül szót kell ejtenünk a biztosítótársaságokról. 2001. januárjától ugyanis jogosulttá váltak a jelzáloghitelezésre, számottevő konkurenciát azonban egyelőre nem jelentenek, mivel a jelenlegi szabályozás szerint maximális jelzáloghitel állományuk erősen limitált, az életbiztosítási díjtartalékuk 5%-ának megfelelő összegben. Az elkövetkező években azonban az életbiztosítások jelentős növekedésével arányosan emelkedni fognak a jelzáloghitelezésre fordítható hosszúlejáratú, olcsó forrásaik.

Banki kockázatok

A hitelállományok bukási valószínűsége csökkentésének egyik elengedhetetlen feltétele a fejlett *hitelreferencia szolgáltatás* létezése. Az EU tagországaiban működő adós- és hitelinformációs cégeket többnyire a hitelnyújtásban érde-

⁸² A hazai jelzáloglevelek értéke 2001. végén az állampapíroknak csak 0,5%-át érte el. Részletesen l. Vincze [2002]

kelt piaci szereplők közösen hozták létre, de működnek a kormányzati szervek által létrehozott cégek és profit-orientált magánvállalkozások is. 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, melyek fejlett szolgáltatásokat nyújtanak⁸³. A hitelreferencia szolgáltatók szerződéses partnerei lehetnek hitelintézetek, hitelkártya és lízingtársaságok, kereskedelmi és telekommunikációs cégek, melyek természetes személyek részére pénzt vagy áruhitelt nyújtanak. Az európai hitelreferencia szolgáltatók nemzetközi szövetsége (ACCIS) keretein belül valósul meg az adatok kölcsönös hozzáférése, illetve a közös érdekképviselet. A szövetség jelenleg alapvetően az adatvédelem kérdéskörével, a határon átnyúló hitelreferencia adatszolgáltatás fejlesztésével foglalkozik, illetve részt vesz a Fogyasztói Hiteldirektíva és a határon átnyúló pénzügyi szolgáltatások szabályozásának kialakításában.

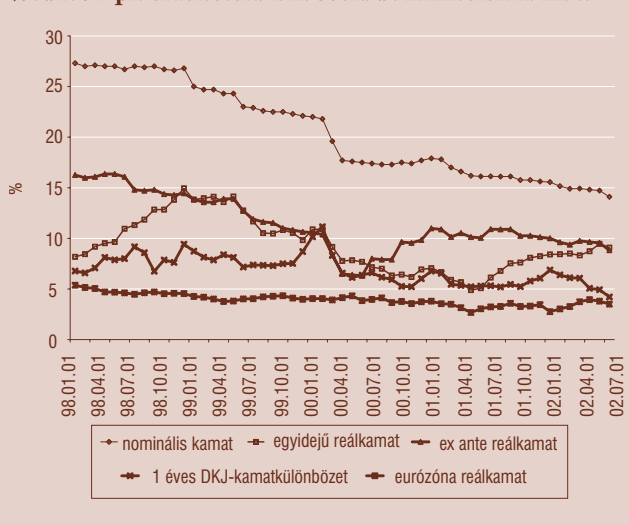
Hazánkban a magas színvonalú hitelreferencia szolgáltatás megvalósításának jelenleg számos, a jogi környezetből származó akadálya van. Ezt a problémát az erőteljesen felfutó hitelállomány növekvő kockázata miatt mindenképpen orvosolni kell. A határon átnyúló szolgáltatások jövőbeni terjedésével szükségessé váló csatlakozás a nemzetközi adós és hitelinformációs rendszerekhez szintén fejlett színvonalú hazai szolgáltatásnyújtás mellett valósulhat meg. Magyarországon két cég van jelenleg a piacon. A gyűjtött adatok köre szűk, továbbá a jelenlegi szabályozás miatt az adósnilyvántartási rendszerek csak azokról a magán-személyekről tartalmazhatnak nyilvántartást, akik nem teljesített kötelezettséggel rendelkeznek, így nem elegendők az adósok hitelképességének megítéléséhez, ráadásul a meglévő adatok gyakran megbízhatatlanok. A jegybank tevékenyen közreműködik a hitelinformációs rendszer fejlesztése, illetve az ehhez szükséges szabályozásbeli változtatások véghezvitele érdekében, remélhetőleg a jövőben jelentős fejlődés fog bekövetkezni ezen a téren.

A banki *portfoliók minősége* alacsony bázisról induló, erőteljesen felfutó hitelállomány esetén törvényszerűen nem mutat romlást, hiszen a késedelmes teljesítés, vagy nemfizetés általában pár évvel a hitelnyújtás után jelentkezik. A hazai lakossági hitelezés felfutása csak pár éve kezdődött, így a jelenlegi értékvesztési arányoknál (2001. végén 2,27%) vélhetően jóval nagyobb a hitelkockázat.

Az új folyósítású piaci feltételű építési hitelek kamata és a kockázatmentes piaci hozamok közötti különbség - a támogatott hitelkonstrukciók által támasztott versenynek köszönhető - két éve bekövetkező jelentős csökkenés-

se óta 5-6% közt mozog, a legutóbbi félévben csökkenés tapasztalható. A piaci feltételű építési hiteleknek - a bankok árazási gyakorlatának megfelelő - előretékinő inflációval számolt reálkamata a 2001-re jellemző 10-11%-hoz képest minimális csökkenést mutat, míg - a háztartások által inkább figyelembe vett - egyidejű reálkamat az utóbbi egy évben jelentősen emelkedett⁸⁴. A lakástámogatási rendszer legutóbbi, jelentős kiszélesítésének hatására a piaci feltételű hitelek *reálkamata*, illetve a *kamatkülönbözöt* 2002. első félévé végén kismértékben csökkent. A piaci feltételű hazai lakáshitelek reálkamata több mint kétszerese az euróövezetbeli szintnek. (7. ábra) A hazai hitel és forráskamatok közti relatíve nagy különbség, a (hitel)kockázati prémiumon kívül a likviditási kockázat magas fokának, a működési hatékonyság nem kielégítő szintjének, illetve a nagy hitelkeresletnek köszönhető. A magas felár az esetleges banki veszteségek fedezete szempontjából egyfelől kedvező. Másfelől a magas kamatok

7. ábra: A piaci feltételű lakáscélú bankhitelek kamata



jelentős többletterhet jelentenek a lakosság számára, ami a banki hitelkockázatok növekedése irányába hat.

A kedvezményes lakáshitel konstrukciók a banki hitelkockázat szempontjából kedvezőek, mivel az ügyfelek által fizetendő rendkívül alacsony - támogatási formától függően 3-6% körüli - kamat a háztartások számára kisebb terhet jelent, ugyanakkor a bank által elért felár a kamattámogatás realizálása esetén megfelelően magas. Ugyanakkor komoly kockázatot jelent a kereskedelmi bankok számára a *forrás oldali kamattámogatás realizálásának kezdete és a kedvezményes hitelek nyújtása közti időbeli csúszás*. Ebben a konstrukcióban ugyanis a kereskedelmi bankok az ügyfelek számára maximum 6%-os kamattal mellett nyújtanak hitelt, de a jelzáloglevél-kibocsátásán alapuló kamattámogatást csak akkortól vehetik igénybe, amikor a hitelcsomagok mögött lévő önálló jelzálogjogot benyújtják a jelzálogbanknak. Ez általában több hónapot jelent, részben amiatt, hogy a bankok nem rendelkeznek megfelelően fejlett informatikai rendszerekkel. A másik alapvető ok a hazai hivatalos ingatlan-nyilvántar-

⁸³ Az alapszolgáltatások (a hitelezéshez fontos adatok gyűjtése, rendelkezésre bocsátása, meghatározott ideig való tárolása és folyamatos aktualizálása) nyújtásán túl "scoring" programokat működtetnek a kockázatok feltérképezésére, elősegítik a tartozással rendelkező, a hitelező látószögéből eltűnt ügyfelek felkutatását, illetve magánügyfelek kérésére hitelképességi igazolványt állítanak ki, megkönnyítve ezáltal a hitelfelvételüket.

⁸⁴ Az egyidejű, illetve az előretékinő inflációval számolt reálkamatok 2000. második félévé óta tapasztalható jelentős különbségei, illetve eltérő trendje a dezinflációs folyamat átmeneti megtorpanást követő folytatódásának a következménye.

tás felkészületlensége, lassúsága. A jelzálogbankok ugyanis csak a Földhivatalok által bejegyzett jelzálogjogot fogadhatják be. Az időbeli csúszás miatt a bankok hitel és forráskamatai közti különbözet a legnagyobb ütemben növekvő hitelállományok esetében hónapokon keresztül rendkívül alacsony, sőt negatív is lehet, ami nyilvánvalóan komoly veszteséget jelent. Jelenleg 200 Mrd Ft-ot meghaladó nagyságrendű forrásoldali támogatású hitellel szemben kevesebb, mint 20 Mrd Ft-nyi jelzálogbanki refinanszírozási állomány áll! Az időbeli csúszás a jövedelmezőségi probléma mellett likviditási kockázatot is jelent.

Mivel a jelzáloghitelezésnek nincs nagy múltja Magyarországon, illetve nincs hazai tapasztalat az ingatlan árbuborék kipukkanásának következményeiről (árzuhanás mértéke, banki portfóliók romlása), nehezen megítélhető az *ingatlanfedezetek* biztonságos *mértéke*. Ezen felül a hazai háztartások relatíve kisebb adósságviselő képessége miatt a fejlett országokban tapasztalhatóan valószínűleg gyakrabban kerül majd sor a nemfizetésre és így a fedezetértvényesítésre. A fentiek következtében szigorúbbaknak kell lenniük az elvárásoknak (alacsonyabb Loan To Value hányados szükséges). Jelenleg az átlagos fedezeti arány 30-40%, ami messze elmarad az EU államaiban szokásos 60-80%-os mértéktől. A verseny erősödésével vélhetően egyre több bank fog az ingatlan forgalmi értékének egyre nagyobb hányadáig hitelt nyújtani. A jelzáloglevél-kibocsátással finanszírozott ingatlanhitelek esetében a törvény kimondja, hogy rendes fedezetként legfeljebb a hitelbiztosítéki érték 70%-a vehető figyelembe. Ez az ingatlanok értékének átlagosan maximum 60%-át jelenti, ami kellően biztonságos felső korlátnak tűnik. Az ingatlanárak esetleges átmeneti csökkenése problémákat okozhat ugyan, de középtávon az EU csatlakozás vélhetően értéknövelő hatása miatt az árbuborékból származó kockázat véleményünk szerint nem lesz túlságosan nagy. Ugyanakkor kockázatonövelő tényező, hogy csupán egy-két bank rendelkezik ingatlanár adatbázissal.

Nemzetközi tapasztalatok szerint az *adósságviselő képesség csökkenésének oka* a kamatemelkedés következtében megnövekedő törlesztési terhen kívül legtöbbször a munkahely elvesztése, illetve a válás. Magyarországon az utóbbi időben a munkanélküliségi ráta kismértékű növekedése tapasztalható, viszont növekedett a foglalkoztatási ráta és az aktív foglalkoztatottak aránya is. Ezenkívül hazánkra meglehetősen nagy válási arány jellemző. A lakáspiacon számottevő részesedéssel rendelkező bankok körében végzett felmérés szerint a hitelek romlását előidéző további okok: tartós betegség, gyerekszám megnövekedése, anyagi helyzet túlértékelése (hiteléség, túlságosan magas eladósodottság), gyakori változtatásokra való hajlam⁸⁵, harmadik fél által kezdeményezett végrehajtás, csalás, építési hitelek esetében az építési költségek jövőbeni alakulásának nem megfelelő felmérése, természeti katasztrófák a magas biztosítási önrész miatt, a fekete/szürke jövedelmek „kifelhéredésével” megjelenő adóterhek, nyugdíjassá válás.

A hitelek bukási valószínűsége eltérő a hitelfelvevők kora, családi állapota, jövedelmi helyzete, alkalmazotti státusza, stb. szerint, így a hitelállományok felfutásával párhuz-

amosan a bankoknak egyre szofisztikáltabb kockázatelemző és kezelő rendszereket kell majd alkalmazniuk⁸⁶. A banki lakáshitel-piac 85%-át lefedő 8 bank körében végzett felmérés alapján megállapítható, hogy *a hazai bankok egyelőre nem figyelik portfóliójukat rendszeres jelleggel a hitelkockázatot befolyásoló addicionális tényezők szerint*: mindössze 3 bank szolgáltatott adatot a portfólió összetételére az adós életkora szerinti, míg a családi állapot, jövedelmi helyzet, alkalmazotti státusz szerinti összetételre csupán egy⁸⁷. Az állami lakástámogatás következtében az alacsonyabb jövedelemmel rendelkező háztartások előtt is megnyílt a lehetőség a hosszúlejratú, jelentősebb mértékű hitelfelvételre. Ezen rétegek jövedelmi helyzetének esetleges kisebb megingása is késedelmes teljesítéshez, rosszabb esetben teljes fizetéképtelenséghez vezethet. Elképzelhető, hogy a bankok a kedvezményes hitelek által támasztott verseny miatt a piaci hitelek feltételeit is lazítják, ami az ügyfélkör felhígulásával járhat.

A tapasztalatok szerint a nem első lakásra, befektetési céllal felvett ingatlanhitelek bukási valószínűsége nagyobb, mint az otthonteremtésre felvett hiteleké. Tekintettel arra, hogy a jelenlegi lakástámogatási rendszer e tekintetben nem tesz különbséget, vélhetően nő a nem első lakásra (befektetési céllal, a támogatásból származó haszon kiaknázása érdekében) felvett hitelek részaránya, ami szintén a kockázatok növekedését jelentheti, jöllehet a fedezetértvényesítés ezen hitelek esetében vélhetően egyszerűbb, gyorsabb. Elgondolkodtató, hogy a megkérdezett bankok egyike sem figyel a portfóliót ebből a szempontból.

A hitelkockázatot csökkenti, így előnyös, ha a hitelt felvenni szándékozó ügyfélnek van előtörténete a banknál. Jelenleg Magyarországon ez a szempont kevésbé érvényesül, a bankok alapvető célja az expandáló lakáshitel-piacon minél nagyobb részesedés megszerzése.

A háztartási hitelek általános bukási valószínűségét az is befolyásolja, hogy az adósok számára mekkora *a nemteljesítés társadalmi, információs, illetve törvényi „költsége.”* Ami a társadalmi „költséget” illeti, Magyarországon a fizetési morál még mindig meglehetősen rossz a fejlett országokhoz képest, a nemfizetés nem jelent társadalmi megbélyegzést. A hitelreferencia szolgáltatás fejletlensége miatt az információs „költség” sem feltétlenül jelentős. A törvényi „költség” tekintetében elmondható, hogy a jogszabályok mára már nagyjából megfelelőek.⁸⁸ A jelzálogtörvény 2001-es módosítása lehetővé teszi, hogy nemfizetés esetén bírósági határozat és végrehajtási eljárás nélkül értékesítse az ingatlant, ami jelentősen megkönnyíti a jelzálogfedezet érvényesítését. E lehetőség hiányában a jelzáloghitelezés jogi kockázata igen magas volt, különösen azért, mert a végrehajtási eljárás Magya-

⁸⁵ Tapasztalatok szerint a kevésbé mobil, munka- és lakóhelyet ritkán változtató adósok megbízhatóbbak.

⁸⁶ Az új bázeli tőkeegyelelési irányelvek is ebbe az irányba mutatnak.

⁸⁷ Meg kell jegyezni, hogy az a néhány bank sem feltétlenül figyel a portfólióját rendszeresen a megadott, kockázatot befolyásoló szempontok szerint, mely kérésünkre eseti jelleggel adatot szolgáltatott.

⁸⁸ Jöllehet a lakáscélú állami támogatásokról szóló 12/2001-es Korm. rendelet szövegezése a korábban már említett kérdőíves felmérésben résztvevő bankok szerint sok helyen nem egyértelmű, ami kockázat forrása lehet.

rországon igen hosszadalmas. A fenti konstrukciónak is nehézsége azonban, hogy a jelzáloggal terhelt ingatlan tipikusan lakottan kerül árverezésre, ami értelemszerűen alacsonyabb biztosítéki értéket eredményez. Amennyiben ugyanis a bentlakó nem hajlandó a tulajdonosváltást követően önként kiköltözni, akkor az új tulajdonosnak polgári nemperes eljárást kell indítania, ami azonban időigényes és újabb jogi kockázatokkal terhelt. A jogszabály a nem hatósági árverésen történő fedezetértvényesítéskor az ingatlan értékének 70%-át szabja meg minimum eladási árként, ami nehezíti, illetve a hatósági (lényegesen lassabb) procedúrába kényszeríti a hitelintézeteket, bizonytalanabbá téve a megtérülést. A jelzálog nyilvántartással kapcsolatban meg kell említeni, hogy még mindig meglehetősen hosszú az átfutási idő (különösen a fővárosban), nem egységes a gyakorlat, illetve az adás-vételek során nem ritkák a hamisítási kísérletek, mely problémák jelentősen lassítják a hitelezési folyamatot.

A hitelezéssel kapcsolatos kockázatokon belül a legtöbb esetben kizárólag a nemfizetés kockázatával foglalkoznak, holott az *előtörlesztés kockázata* sok esetben szintén jelentős. Az előtörlesztések következtében ugyanis számottevő lehet az elmaradt kamat- és egyéb bevételekből származó veszteség. Különösen igaz ez a hosszú lejáratú, fix kamatozású, vagy hosszú átárazási periódusú hitelek esetén, ha a piaci kamatok csökkennek. A jelzáloglevelekkel finanszírozott hitelek esetében a jelzálogbank kizárhatja az előtörlesztést, illetve magas költségek felszámításával gátolhatja, amit a kereskedelmi bankok továbbháríthatnak az ügyfelekre⁸⁹. A támogatás folyamatos kiterjesztése egyre szélesebb körben indukálhatja azonban a régebbi, piaci kamatozású hitelek kicserélését (előtörlesztését) kedvezményesre. Ezenkívül meg kell említeni, hogy az adós nemfizetése esetén a jelzálog érvényesítése – még ha a teljes hitelt fedezi is, azaz nincs hitelezési veszteség- előtörlesztésként is felfogható, ugyanis a bank elcsúszhat a hátralévő futamidőt illető bevételektől.

A hazai hitelek kockázatát növeli, hogy egyelőre nincs egységes szemlélet és kölcsönös együttműködés a biztosítók és a bankok közt az ingatlanbiztosítások tárgykörében, holott az ingatlanfedezetű hitelek elengedhetetlen biztosítéka megfelelő ingatlanbiztosítás léte.

A hazai lakáshitel-piac áttekintése révén megállapítható, hogy a jelentős állami támogatás erősen befolyásolja a lakáshitelezés és az intézményi struktúra fejlődését. A legfőbb hitelezők vélhetően a kereskedelmi bankok lesznek a jövőben is, melyeket kiegészítenek a jelzálogbankok, illetve kisebb mértékben a lakástakarékpénztárak. A többségében külföldi szakmai befektetők tulajdonában lévő kereskedelmi bankoknál biztosítottak látjuk a lehetőséget

⁸⁹ Az EU-ban a Fogyasztói Hitel Direktíva biztosítja az adós jogát az előtörlesztéshez. Számos EU országban a hitelszerződésnek tartalmaznia kell ezt a jogot. Más EU országokban a felekre van bízva, hogy mire térnek ki a szerződésben. Ausztriában és Németországban az előtörlesztés maximum 10 éves periódusra tiltható, amit a fogyasztóvédő szervezetek folyamatosan támadnak, így a tiltást vélhetően magas költségek cserélik majd fel. Egyébként általában jellemző, hogy az előtörlesztést magas költségek felszámításával gátolják.
⁹⁰ Példaként lehet említeni Spanyolországot: a '90-es években a jelzáloghitel-állomány a GDP-hez viszonyítva 5% fölötti ütemben növekedett, amikor a 16% fölötti kamatlábak 6% alá süllyedtek.

az informatikai rendszerek fejlesztése révén a fejlett színvonalú kockázatkezelés megteremtésére. Az állami tulajdonú jelzálogbank jövőbeni esetleges privatizálása során rendkívül körültekintően kell eljárni, hogy a kereskedelmi bankokkal való elfogulatlan refinanszírozási kapcsolat a továbbiakban is biztosított legyen. A jelzáloglevél piac biztonsági foka és likviditásának növelése miatt még jó ideig semmiképpen sem kívánatos a jelzálogkötvény-kibocsátás jogának megadása a kereskedelmi bankok részére. A jelzáloglevél piac fejlődésével, az intézményi befektetők térnyerése következtében a hosszúlejáratú források növekedésével, a tőkepiaci kamatok csökkenésével párhuzamosan a bankok likviditási kockázata a jövőben csökkenthető. A hitelinformációs rendszer és a jogszabályi környezet fejlesztése elengedhetetlen a hitelkockázatok csökkentése szempontjából. Az infláció és a kamatok jövőben várható csökkenése és megfelelően alacsony szinten történő stabilizálódása, illetve a hosszúlejáratú, viszonylag fix kamatozású források felhalmozódása megteremtheti majd a lehetőségét a piaci feltételű, hosszabb ideig változatlan, alacsony kamatú jelzáloghiteleknek, ami növeli a rendszer stabilitását az állami támogatástól függetlenül⁹⁰. Amennyiben azonban a hitelezés felfutása – a jelentős állami támogatás következtében – sokkal gyorsabban történik, mint a kockázatok csökkentését lehetővé tevő eszközök fejlesztése és a szükséges feltételek kialakulása, az komoly kockázatot jelenthet.

Irodalomjegyzék

- Árva Zsófia (2002): A banki közvetítés mélysége, *Közgazdasági Szemle 2002 július-augusztus*
- Árva – Menczel (2000): A magyar háztartások megtakarításai 1995 és 2000 között, *MNB Füzetek 2000/8*
- Bozsik Sándor (2002): A lakáshitelezés és egyes makroökonómiai változók kapcsolata nemzetközi összehasonlításban, *Hitelintézet Szemle 2002/3*
- Carling – Jacobson – Roszbach (1998): Duration of consumer loans and bank lending policy: dormancy versus default risk, *Working Paper Series in Economics and Finance No. 280*
- Árva – Dávid – Vincze (2002): Hitelinformációs rendszerek, *Hitelintézet Szemle 2002/5*
- Deng – Quigley – Order (1995): Mortgage default and low down-payment loans: the costs of public subsidy, *NBER Working Paper 5184, July*
- Jennings – Gill (2000): Portuguese Residential Mortgage Market Study, *FITCH IBCA European Structured Finance Special Report*
- Michael Lea (2000): Global models for funding housing: What is the best model for Poland, *The Urban Institute 2002 February*
- Viktória Múcková (2000): Mortgages in Europe, *Institute of Monetary and Financial Studies Bratislava 2002 National Bank of Slovakia*
- Szalay György (2002): A lakás- és jelzálogpiac helyzete és fejlődési irányai, *MNB kézirat*
- Vincze Judit (2002): A jelzáloglevelek piaci helyzete és fejlődési irányai, *Hitelintézet Szemle 2002/3*
- Webster – Morán – Vanpoeringhe – Sirven (1999): Spanish Mortgage Default Model, *FITCH IBCA European Structured Finance Special Report*
- Különböző újságok (Bank & Tőzsde, Figyelő, Világgazdaság, Napi Gazdaság, Népszava, stb.) cikkei
- KSH honlapja
- Internet (napi online, ingatlanbefektetés, origo - üzleti negyed, stb.)

V. Ábrák és táblázatok jegyzéke

I-1. ábra: Reál GDP növekedés (évesített, szezonálisan igazított értékek)	10
I-2. ábra: Globális kockázati mutatók	10
I-3. ábra: A forint árfolyama és az elemzők várakozásai	13
I-4. ábra: A forint árfolyamának volatilitása	13
I-5. ábra: A bankközi devizapiaci árrés alakulása	13
I-6. ábra: A KELER-OTC másodlagos állampapírpiacon forgalom alakulása*	14
I-7. ábra: A külföldiek tulajdonában lévő állampapír-állomány	14
I-8. ábra: Az EMBI és a hazai 3 hónapos illetve 3 éves zéró kupon hozamok	14
I-9. ábra: A három hónapos és három éves benchmark hozam napi volatilitása*	15
I-10. ábra: A fejlett országok részvényindexeinek alakulása (USA dollár)	15
I-11. ábra: A közép-európai részvényindexek alakulása (USA dollár)	15
I-12. ábra: A gazdasági aktivitás és a bankhitel állomány alakulása	16
I-13. ábra: A beruházások alakulása a feldolgozóiparban, illetve a piaci szolgáltatások és az építőipar szektoraiban	17
I-14. ábra: A beruházási tevékenység a különböző szektorokban	17
I-15. ábra: Csődök számának alakulása*	17
I-16. ábra: A bérinfláció alakulása a versenyszektorban	18
I-17. ábra: Az ex ante és a realizált 1 éves reálkamatláb a Reuters poll alapján*	18
I-18. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP arányában 1990-2004*	18
I-19. ábra: A jegybank és a piaci elemzők ideji, illetve jövő évi folyó fizetési mérleg hiányra vonatkozó előrejelzésének változása 2002 folyamán	19
I-20. ábra: A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozó tételei	20
I-21. ábra: Devizatartalék-mutatók	21
I-22. ábra: Az egy évnél nem hosszabb lejáratú külföldi kötelezettségek Magyarország teljes külső adósságállományának arányában	21
II-1. sz. ábra: A háztartási, a nem pénzügyi vállalati forint- és devizahitelek forintban kifejezett állománya	22
II-2. sz. ábra: Vállalati és háztartási hitelek együttes aránya a mérlegfőösszegen belül	22
II-3. sz. ábra: Lombard hitelek	22
II-4. sz. ábra: Irodaterületek és bérleti díjak Budapesten	23
II-5. sz. ábra: A nem pénzügyi vállalatok hitelszerkezete a GDP százalékában	24
II-6. sz. ábra: A nem pénzügyi vállalatok számára árfolyam és likviditási kockázatot jelentő hitelek aránya a teljes állományon belül	24
II-7. sz. ábra: A kis és közepes méretű vállalatok gazdasági, munkaerő-piaci súlya és belföldi banki finanszírozása	25
II-8. sz. ábra: Kockázati felárak*	25
II-9. sz. ábra: A nem pénzügyi vállalati devizahitelek változásainak összetevői (félévente kumulált hatások)	26
II-10. sz. ábra: Ingatlanfejlesztési hitelek	26
II-11. sz. ábra: A nem pénzügyi vállalati hitelek és betétek, illetve a mérlegfőösszeg piaci koncentrációja	27
II-12. sz. ábra: A nem pénzügyi vállalati hitelek ágazati megoszlása	27
II-13. sz. ábra: A bankrendszer függő kötelezettségeinek alakulása	28
II-14. sz. ábra: A pénzügyi eszköz- és hitelállomány éves reálváltozása	28
II-15. sz. ábra: A nettó finanszírozási képesség alakulása negyedévente*	28
II-16. sz. ábra: A pénzügyi vagyon szerkezete	28
II-17. sz. ábra: A bankrendszeren kívüli megtakarítások és a kockázatos eszközök aránya a pénzügyi vagyonon belül	29
II-18. sz. ábra: Devizabetét-állomány a forintbetétek arányában	29
II-19. sz. ábra: A háztartások relatív hitelállománya és kamatterhe*	29
II-20. sz. ábra: A háztartások hitelállományának megoszlása	29
II-21. sz. ábra: Lakosság (háztartások) bankhitel-állománya*	29
II-22. sz. ábra: A lakossági bankhitelek és betétek piaci koncentrációja (Herfindhal-index)	30
II-23. sz. ábra: A banki lakáshitelek, illetve a fogyasztási és egyéb hitelek piaci koncentrációja (Herfindhal-index)	30
II-24. sz. ábra: Lakáscélú (jelzálog típusú) bankhitelek	30
II-25. sz. ábra: A nem lakáscélú bankhitelek nominál- és reálkamatlábja, illetve kamatkülönbözete a DKJ hozamához képest	31

II-26. sz. ábra A minősített portfólió aránya a teljes portfólióra és a minősítendő mérlegtételekre	31
II-27. sz. ábra A külön figyelendő és a nem teljesítő hitelek aránya a minősítendő mérlegtételeken belül	31
II-28. sz. ábra Vállalati hitelállomány növekedési ütemének, valamint a külön figyelendő és a nem teljesítő hitelek arányának változása	32
II-29. sz. ábra A nem teljesítő vállalati hitelek arányának alakulása	32
II-30. sz. ábra A háztartási hitelállomány növekedési ütemének, valamint a külön figyelendő és nem teljesítő háztartási hitelek arányának változása	33
II-31. sz. ábra A bankrendszer 90 napos (3 havi) kumulált átárazási gap-jei	33
II-32. sz. ábra Devizaeszközök és devizaforrások a mérlegfőösszeg arányában	34
II-33. sz. ábra A bankrendszer teljes és mérleg szerinti nyitott devizapozíciója	34
II-34. sz. ábra A forint árfolyamának alakulása	34
II-35. sz. ábra A bankrendszer nyitott pozíciós limitkihasználtsága	34
II-36. sz. ábra: Ügyfélhitelek/ügyfélbetét arány a bankrendszerben (hóvégi állományokkal)	35
II-37. sz. ábra Likvid eszközök aránya	35
II-38. sz. ábra Pénzpiaci kitétség	35
II-39. sz. ábra A bankrendszer éven túli eszközei és forrásai a mérlegfőösszeg arányában	35
II-40. sz. ábra A TMM, a stressz TMM, illetve az alapvető tőkeelemekkel számított TMM alakulása	36
II-41. sz. ábra: A tíz legnagyobb bank tőkehelyzete és a nem teljesítő követeléseken elérhető maximális vesztesége 2002.06.30-án	37
II-42. sz. ábra A TMM-hez szükséges szavatoló tőke és összetevőinek alakulása	37
II-43. sz. ábra A Hpt. szerinti limittúlépések	37
II-44. sz. ábra A spread és összetevői	39
II-45. sz. ábra Kamat- és nem kamatjellegű jövedelem aránya a bruttó működési eredményben	40
II-46. sz. ábra A működési költségek mérlegfőösszeghez viszonyított aránya	40
I-1. táblázat: A reál GDP növekedési üteme a fejlett régiókban (%)	10
I-2. táblázat: Napi átlagos forgalom (Mrd HUF, azonnali és származékos ügyletek)	13
I-3. táblázat: A növekedés és az aggregált kereslet összetevői	16
I-4. táblázat: Az egyes szektorok finanszírozási képessége a GDP százalékában 1999-2004*	20
II-1. sz. táblázat: Az egyes minősített kategóriákban elszámolt értékvesztés arányának alakulása a mérlegtételek bruttó értékének százalékában	32
II-2. sz. táblázat A bankrendszer kamatkockázati kitétségének főbb mutatói	33
II-3. sz. táblázat: Az öt legnagyobb mérlegfőösszegű bank tőkehelyzetének alakulása	36
II-4. sz. táblázat: A korrigált mérlegfőösszeg összetevőinek alakulása	37
II-5. sz. táblázat A bankrendszer eredménye	38

