



MAGYAR NEMZETI BANK

# JELENTÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁSRÓL

2004. DECEMBER

**JELENTÉS A PÉNZÜGYI  
STABILITÁSRÓL**

**2004. DECEMBER**

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

**Vezető: Máger Andrea főosztályvezető,**

**a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági főosztálya**

**Vezető: Kaderjákné Csermely Ágnes főosztályvezető,**

**és a Magyar Nemzeti Bank Pénzpolitikai főosztálya**

**Vezető: Barabás Gyula**

**A publikációt jóváhagyta: dr. Kálmán Tamás ügyvezető igazgató,  
Hamecz István ügyvezető igazgató és Sándor György ügyvezető igazgató**

**Kiadja: Magyar Nemzeti Bank**

**Felelős kiadó: Missura Gábor**

**1850 Budapest, Szabadság tér 8– 9.**

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

**ISSN 1586-8044 (nyomtatott)**

**ISSN 1586-8346 (on-line)**

# TARTALOMJEGYZÉK

<b>ÖSSZEFOGLALÓ</b>	<b>7</b>
<b>I. MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET</b>	<b>13</b>
I. 1. NEMZETKÖZI KÖRNYEZET	15
I. 2. HAZAI PÉNZÜGYI PIACI FOLYAMATOK	18
I. 3. NÖVEKEDÉS ÉS INFLÁCIÓ	22
I. 4. KÜLSŐ EGYENSÚLY	27
<b>II. A PÉNZÜGYI PIACOK SZERKEZETÉNEK ALAKULÁSA</b>	<b>33</b>
II. 1. ÖSSZEFOGLALÓ	35
II. 2. DEVIZAPIAC	37
II. 3. KÖTVÉNYPIAC	42
II. 4. PÉNZPIAC	46
<b>III. A BANKRENDSZER STABILITÁSA</b>	<b>49</b>
III. 1. BEVEZETÉS	51
III. 2. A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KOCKÁZATAI	53
III. 3. HÁZTARTÁSOK	59
III. 4. A PORTFÓLIÓ MINŐSÉGE	64
III. 5. A BANKOK PIACI KOCKÁZATAI ÉS DERIVATÍV TEVÉKENYSÉGE	68
III. 6. A BANKRENDSZER LIKVIDITÁSA	74
III. 7. A BANKOK TŐKEHELYZETE, A KOCKÁZATOK TŐKÉVEL VALÓ FEDEZETTSÉGE	75
III. 8. JÖVEDELMEZŐSÉG	78
<b>IV. AKTUÁLIS TÉMÁK</b>	<b>83</b>
IV. 1. A LAKOSSÁGI DEVIZAHITELEZÉS ALAKULÁSA MAGYARORSZÁGON ÉS AZ ÚJONNAN CSATLAKOZOTT KELET-KÖZÉP-EURÓPAI ORSZÁGOKBAN	85
IV. 2. A LAKOSSÁG FOGYASZTÁSI-MEGTAKARÍTÁSI VISELKEDÉSÉNEK VÁLTOZÁSA A 2000-ES ÉVEKBEN	92
IV. 3. A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATI SEKTOR JÖVEDELMEZŐSÉGE ÉS STABILITÁSA	96
IV. 4. A PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁS FEJLESZTÉSE	105
<b>V. TANULMÁNYOK</b>	<b>109</b>
V. 1. BETHLENDI ANDRÁS–NAGYNÉ VAS ERZSÉBET: A DINAMIKUSAN BŐVÜLŐ HAZAI FOGYASZTÁSIHITEL-PIAC A NEMZETKÖZI TENDENCIÁK TÜKRÉBEN	111
V. 2. CZINEGE ÉVA–DÁVID ZSUZSA–SZALAY GYÖRGY: A FOGYASZTÁSI HITELEZÉS TENDENCIÁI, KAPCSOLÓDÓ KOCKÁZATOK ÉS AZOK KEZELÉSE MAGYARORSZÁGI HITELINTÉZETEK ÉS PÉNZÜGYI VÁLLALKOZÁSOK GYAKORLATÁBAN	125



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

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



## ÖSSZEFOGLALÓ

### **Dinamikus világgazdasági növekedés – jelentős kockázatok mellett**

Előző jelentésünk óta a világgazdasági fellendülés erőteljesebbé és kiterjedtebbé vált, fő hajtóerejét – Ázsia mellett – továbbra is az Egyesült Államok gazdasága adja. Eközben azonban a világgazdasági növekedést veszélyeztető tényezők is felerősödtek. A legjelentősebb kockázatot jelenleg az olajárak alakulása jelenti, azonban lényeges kockázatot hordoz az Egyesült Államok számottevő költségvetési- és fizetésimérleg-hiánya és a főbb valutaárfolyamok kiegyensúlyozatlansága is.

### **Kedvező globális pénzügyi környezet**

A kockázatos befektetésektől elvárt felár jelenleg történelmileg alacsony szinten áll. Az erőteljes globális „kockázati étvágy”-at elsősorban a fejlett piacok alacsony kamatszintje magyarázza. A világgazdasági növekedésre leselkedő, az év folyamán erősödő kockázatok egyelőre nem tükröződnek a feltörekvő piacok kockázati megítélésében. A kedvező nemzetközi pénzügyi környezet fennmaradásának fontos feltétele, hogy a fejlett országok jegybankjai fokozatosan és előre kiszámítható ütemben növeljék a kamatszinteket.

### **Alacsony volatilitás a hazai pénzügyi piacokon, de hosszabb távon számottevő kockázatok**

A korábbi időszakokra jellemző turbulenciával szemben, a május óta eltelt félét alacsonyabb volatilitás jellemezte a hazai pénzügyi piacokon. Az árfolyam és a hozamok rövid távon várható alakulását az év első feléhez viszonyítva több mutató alapján is kedvezőbbnek, kevésbé bizonytalanak látja a piac. Mindazonáltal e kedvező helyzetben is komolyan számolni kell a pénzügyi piaci folyamatokban rejlő számottevő hosszú távú kockázatokkal.

Előre tekintve, az árfolyam- és hozamalakulással kapcsolatban a legnagyobb kockázatot a makrogazdasági fundamentumok közép- és hosszabb távú alakulása jelentheti. Az egyensúlyi mutatók megítélésében nem történt szignifikáns javulás az elmúlt félévben, a rövid távú kockázati megítélés javulása mögött döntő részben a rendkívül kedvező nemzetközi pénzpiaci folyamatok állnak.

### **Stabil gazdasági növekedés, kedvezően változó szerkezet**

2004-ben gyorsul a növekedés az előző évhez képest, és az előrejelzések szerint 2006-ig a magyar gazdaság stabil, 3,5-4 százalékos közötti növekedése várható.

Az élénkülő konjunktúra mellett a növekedés szerkezete is kedvezőbbé vált az előző évekhez képest. Idén a bruttó felhalmozás (állóeszköz-felhalmozás és készletek) bővülése járul hozzá a legjelentősebb mértékben a GDP bővüléséhez. Az alappályát azonban számottevő kockázatok övezik, elsősorban a nemzetközi konjunktúra és a világpiacon olajárak bizonytalan kilátásai miatt.

### **Lassuló fogyasztási dinamika az egyszerű hatások megszűnésével**

A lakosság fogyasztási-megtakarítási viselkedését az elmúlt években egyszerre befolyásolta egy hosszabb távú strukturális átalakulás, illetve egyszeri hatások (minimálbér-emelés, az állami szféra béremelése, lakástámogatási rendszer kiterjesztése), melyek eredőjeként a szektor viselkedése az elmúlt időszakokban a várthoz képest gyakran eltérően alakult. A következő években a fogyasztás dinamikájának mérséklődését várjuk, azonban a fogyasztás/rendelkezésre álló jövedelem arány várhatóan magasabb szinten fog stabilizálódni, mint ami a '90-es évek második felében jellemző volt.



**Stabil vállalati  
jövedelmezőség**

A vállalati szektor számára releváns költségek az elmúlt időszakban kedvezőtlenül alakultak. Mindez azonban egyelőre nincs negatív hatással az exportteljesítményre, az első félévben emelkedett a magyar export piaci részesedése az EU piacán. Előre tekintve, a vállalati szektor egészében a termelékenység enyhe javulása várható, így összességében nem várható jelentős változás a vállalati szektor jövedelmezőségében.

**Mérséklődtek az inflációs  
várakozásokból fakadó  
kockázatok**

Az idei évben leginkább az indirekt adók emelésével kapcsolatban merült fel, hogy növelheti az inflációs várakozásokból fakadó kockázatokat. A vállalati és lakossági felmérések eredményei szerint a gazdasági szereplők széles köre számít az indirekt-adó-emelések egyszeri áremelő hatásának megszűnésére, így az infláció 2005 elején várható csökkenése a gazdasági szereplők körében feltehetően nem fog meglepetést okozni.

**Továbbra is magas külső  
hiány, javuló finanszírozási  
szerkezet**

2004 I. félévében nem csökkent az egyensúlytalanság mértéke, a magyar gazdaság továbbra is hosszú távon nem fenntartható eladósodási pályán halad. Az ország külső finanszírozási igénye az idei év első felében meghaladta a GDP 9 százalékát, nettó külföldi adóssága pedig a GDP 25,6 százalékára emelkedett, ami azt jelenti, hogy 2001 vége óta lényegében megduplázódott az ország nettó külföldi adóssága.

Kedvező szerkezeti változás ugyanakkor, hogy a folyó fizetési mérleg hiányának 2003-asnál nagyobb része köthető a vállalati szektorhoz. A háztartási szektor hitel-felvételének dinamikája mérséklődött és nőtt a szektor nettó pénzügyi megtakarítása. A háztartási és a vállalati szektor finanszírozási képessége közötti átrendeződés hatása a fizetési mérleg finanszírozásában is tetten érhető. A nettó működőtőke-beáramlás növekedésének köszönhetően nőtt a nem adóssággeneráló tőkebeáramlás aránya, azonban az adóssággeneráló finanszírozás súlya továbbra is meghaladta a 70 százalékot.

A magas külső hiány és a növekvő eladósodottság ellenére a pénz- és devizapiacokat meglehetősen stabilitás jellemezte 2004 márciusa óta. A piaci stabilitás fenntartásában a jegybank óvatos kamatpolitikája, a rendkívül kedvező nemzetközi és regionális környezet mellett az államadósság relatíve kedvező szerkezete – a rövid és a devizában denominált adósság alacsony részaránya – is szerepet játszott. A kedvező külső környezet a gyors exportbővülésen keresztül, a kedvező adósság-szerkezet pedig az alacsony árfolyam- és kamatkockázaton keresztül mérsékelte a forint sebezhetőségét.

**Legnagyobb kockázat:  
fiskális konszolidáció  
késlekedése**

Előre tekintve, a legnagyobb stabilitási kockázatot a költségvetésihiány-csökkentés esetleges későbbre tolódása jelenti. A külső hiány mérséklése irányába ható jelentős alkalmazkodás sem a vállalati, sem pedig a háztartási szektortól nem várható. Ezért a fiskális politikának, vagyis az államháztartási hiány mérséklésének kell vezető szerepet játszania az eladósodási folyamat megállításában és a folyó fizetési mérleg hiányának fenntartható szintre mérséklésében.

A fiskális konszolidáció elmaradása mellett a másik nagy sebezhetőségi kockázatot a külső konjunktúra alakulása jelenti. Amennyiben a külső kereslet az európai gazdaság várttól elmaradó növekedése miatt kisebb lesz a prognosztizáltnál, a sebezhetőségi megítélést javító jelenlegi exportdinamika és gazdasági növekedés is mérséklődhet.

**Pénz- és tőkepiaci  
struktúrák áttekintése**

A külföldi szereplők árfolyamkitettsége alakításában az elmúlt időszakban fontos szerepet játszottak az FX-swap piaci ügyletek. A külföldi befektetők nemcsak forint-eszközök vásárlásával, hanem szintetikus határidős ügyletek segítségével is jelentős mértékben tudták a felvállalt forintárfolyam-kockázatuk mértékét változtatni. A forint állampapírpiacon regionális piacoknál alacsonyabb likviditására utal, hogy a vételi és eladási árfolyamok közötti különbség magasabb, mint a cseh és a lengyel piacon. Ezt egyrészt a hozamok 2002-től megfigyelhető növekvő (és csak 2004-ben mérséklő-

dő) volatilitása, másrészt az európai gyakorlattól eltérő, nem elektronikus, ezért kevésbé transzparens kereskedési rendszerben zajló üzletkötés magyarázhatja. 2004 első felében dinamikusabban növekedett a pénzügyi forgalma, amelyhez az egynapos jegybanki eszközök mérsékeltebb igénybevétele és az ÁKK-nak a kincstári számla simítása érdekében megkezdett pénzügyi ügyletei járultak hozzá.

#### **A pénzügyi közvetítés tovább mélyül**

2004 első félévében tovább folytatódott a bankrendszer pénzügyi közvetítésének mélyülése. Részt vesz a külső konjunktúra következtében, részben annak köszönhetően, hogy a magánszektor hitelfelvétele külföld helyett döntően belföldről valósult meg, a bankrendszer eszközei továbbra is a hazai gazdasági kibocsátás gyorsuló bővülési üteme feletti mértékben emelkedtek.

#### **Növekvő kockázatot hordoz a vállalati hitelezés eltolódása a kis- és középvállalatok felé**

A nem pénzügyi vállalatok hazai hitelkeresletének növekedési üteme bár lassult az idei év első felében, a feldolgozóipari konjunktúra folytatódása és az infrastrukturális fejlesztések felfutása nagymértékben hozzájárult a szektor hazai bankrendszerrel szembeni hitelállományának bővüléséhez. A feldolgozóipari hitelkereslet erősödése a külső konjunktúra várható jövőbeli alakulásával összefüggő bizonytalanság miatt nem valószínűsíthető. Ezzel párhuzamban, a fokozatosan lassuló belföldi fogyasztás és a túlkészletezés a szolgáltatási szektor alacsony jövedelmezőségét és gyengülő hitelkeresletét okozhatja. A hitelkínálati oldal azonban tovább erősödhet a kis- és középvállalatokért folytatott élesedő verseny miatt. A nem pénzügyi vállalatok kockázati megítélése kissé romolhat az idei évben. A szolgáltatási szektor alacsony jövedelmezőség jellemzi az év további részében is, ami növelheti az ügyfelek nem fizetésének valószínűségét. Ennek alapján a bankok hitelezési aktivitásának a kis- és középvállalati szektor felé történő folyamatos eltolódását rendszerstabilitási szempontból növekvő kockázatúnak tekintjük.

#### **A növekvő vállalati és háztartási devizaeladásodottság növeli a pénzügyi rendszer sebezhetőségét**

Kedvezőtlen folyamatnak tartjuk, hogy mind a vállalatok, mind a háztartások esetében az új hitelek felvétele egyre nagyobb mértékben devizában történik. A vállalatoknál a növekvő svájci frank alapú hitelezés arra utal, hogy egyre több cég rendelkezik fedezetlen devizapozícióval és vállal árfolyamkockázatot, ami a pénzügyi rendszer nagyobb sérülékenysége irányába mutat.

#### **A háztartások eladásodottsága tovább nőtt**

2004 első félévében a háztartások eladásodottságának a növekedési rátája érezhetően csökkent, de még így is dinamikusnak tekinthető. A lakástámogatási rendszer jelentős szigorítása ellenére, a piaci folyamatok miatt, a háztartások lakáscélú eladásodottsága, alacsonyabb ütemben, de továbbra is növekvő. A banki fogyasztási hitelezés tavalyi évnél magasabb ütemű bővüléséhez keresleti és kínálati tényezők egyaránt hozzájárultak.

#### **A lakossági devizahitelezés kockázatainak mérsékléséhez prudensebb banki magatartásra van szükség**

A megelőző években a bankok a háztartások számára döntően a pénzügyi vállalkozásokon keresztül nyújtottak devizaalapú hiteleket. Pénzügyi stabilitási szempontból 2004 legfontosabb fejleménye a banki devizaalapú hitelezés gyors térnyerése. A legtöbb bank piacra lépett széles ügyfélkörnek szóló devizaalapú termékkel. A jövőben valószínűleg a devizaalapú termékek tovább terjednek. A bankok prudensebb magatartása szektorszinten is mérsékelheti a kockázatok növekedését. A háztartási szektor külső sokkokra való érzékenysége folyamatosan növekszik. A devizaalapú hitelek térnyerése alapvetően kétféle módon mérséklődhet: rövid távon, negatív tapasztalatokon keresztül, az ügyfelek és bankok kockázati tudatosságának növekedésével; illetve hosszú távon, a hosszú forinthozamok mérséklődésével, a hazai konvergenciafolyamat újbóli felerősödésével.

#### **A vállalati hitelportfólió minősége romlott, a lakossági pedig javult. A hitelek értékvesztéssel/céltartalékokkal való fedezettsége nőtt**

A vállalati hitelportfólió minősége romlott, a nem teljesítő tételek aránya emelkedett. A háztartási hitelportfólió minősége a lakáshitelezés növekedésének mérséklődése nyomán lassuló ütemben, de tovább javult. Más-más okokból, de mind a vállalati, mind a lakossági portfólióban növekedett a likviditási kockázat, emelkedett a minősítésekben nem feltétlenül megjelenő, legfeljebb 90 napja lejárt követelések állománya, és érzékelhetően nőtt az összes követelésen belüli aránya is. A vállalkozások

esetében a jelenség egyfelől belső konjunkturális okokkal, másfelől a magasabb kamatterhekkel összefüggő likviditási problémát jelez. A háztartásoknál a helyzet stabilitási szempontból nem hordoz számottevő kockázatot, de a portfólió további értékelésével a jövőben a portfólió minőségének a romlása valószínűsíthető. Pénzügyi stabilitás szempontjából egyértelműen kedvező jelnek tekinthető a hitelek értékvesztéssel/céltartalékokkal való fedezettségének növekedése.

**Megváltozott a bankok származékos ügyleteinek struktúrája**

2004-ben jelentős változások álltak be a bankok származékos piaci tevékenységében. Míg az előző két évben egyértelműen a devizaügyletek domináltak, addig az idei évben számottevően nőttek a kamatlábhoz kötődő derivatív ügyletek. Ennek következtében a devizaszerződések aránya az előző év végi 70 százalékról 60 százalék alá csökkent.

**A bankok árfolyam- és kamatkockázati kitétsége továbbra sem tekinthető jelentősnek**

A bankok árfolyam-kockázati kitétsége a növekedés ellenére sem értékelhető jelentősnek, különösen a bankrendszer stressztűrő képességéhez és az árfolyamkockázatra elkülönített tőke nagyságához viszonyítva. A mérlegen belüli hosszú devizapozíciók felépülésének azonban vannak pénzügyi stabilitási következményei a belföldi gazdasági szektorok fedezetlen devizakockázati pozíciói révén. A banki könyvi kamatkockázatról összességében megállapítható, hogy míg a forinttételek esetében 2003 óta egyre növekvő kamatkockázati kitétség mutatkozik, addig a devizatételekben a bankok alapvetően nem végeznek lejárat transzformációt. A kamatkockázat tényleges megítéléséhez azonban a spreadek megváltozásának hatását, illetve a beágyazott opciókat is figyelembe kell venni.

**A likviditási kockázat tovább nőtt**

A bankok likviditását 2004-ben is növekvő kockázatúnak tartjuk, mivel egyre nyilvánvalóbb, hogy a gyors hitelnövekedési dinamikát a bankrendszer betétjellegű forrásokkal nem tudja finanszírozni. A külföldi források térnyerése elsősorban a jelzáloglevelek, másrészt viszont az anyabanki tulajdonosi hitelek formájában ölt testet.

**A bankok tőkehelyzete jelenleg stabil, de a belső tőkeakkumuláció nem elég a banki tevékenység várható bővülésének tőkeoldali fedezésére**

A bankszektor tőkeellátottsága továbbra is elfogadható mértékben stabil. Ugyanakkor tovább nőtt a 10 százalék alatti tőkemegfelelésű bankok – közöttük a rendszerstabilitás szempontjából meghatározó legnagyobb bankok – száma és piaci részesedése. A belső tőkeakkumuláció magas szintje mellett is a bankok jelentős részénél a kockázatvállalás növekedésének effektív korlátjává válhat a szavatoló tőke növekedése.

**A tulajdonosoktól való egyidejű tőke- és likviditási függés megnöveli a külföldi sokkoknak való kitétséget**

Aggodalomra adhat okot, hogy számottevően megnőtt a bankok külföldi tulajdonosaiktól való függősége. Ezt a folyamatot egyrészt a további növekedés tökefeltételének tulajdonosi biztosítása, másrészt az egyre feszesebb likviditás anyabanki hiteleken keresztüli támogatása erősíti. Összességében a bankrendszernek a tulajdonosok országában (home country) bekövetkező esetleges sokkoknak való kitétsége megnövekedett.

**A magas jövedelmezőség és az alacsony hatékonyság közötti ellentmondás a hatékonyságjavítás fontosságára figyelmeztet**

2004 első félévében a bankrendszer jövedelmezősége továbbra is a korábbival csaknem megegyező, kiemelkedő ütemben növekedett. A bankok árazási magatartásukkal és portfóliójuk szerkezeti átrendezésével jelentősen csökkentették a kamatok megnövekedett volatilitásának a kamattörlesztésre gyakorolt hatását. Az eredmény emelkedésének legfőbb oka a nettó kamattörlesztés növekedése, miközben a jutalék- és díjeredmények növekedési üteme és eredménytermelő szerepe csökkent. A bankok kiugró jövedelmezősége nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony hatékonysággal párosul, ami a további hatékonyságjavítás fontosságára hívja fel a figyelmet.

**Aktuális kérdések:**

**1. A lakossági devizahitelezés alakulása Magyarországon és az újonnan csatlakozott**

A növekvő lakossági eladósodottság általános tendenciája mellett az újonnan csatlakozó EU-tagállamokban a deviza-, illetve devizaalapú hitelezés súlya a teljes háztartási hitelportfólión belül jelentős szóródást mutat. A nagyfokú heterogenitás hátterében meghúzódó legfontosabb tényezők a felzárkózó országok sajátosságaként a hozamkülönbözet, a háztartások árérzékenysége és kockázati tudatossága, az in-

## kelet-közép-európai országokban

tézményi sajátosságok, pl. a lakástámogatási rendszer, a pénzügyi szektor és a devizahitelezés szabályozása, valamint a hitelkínálati oldal, azaz a hitelezési hajlandóság és a bankok közti verseny. A KKE-országokon belül Magyarország, a lakossági devizahitelezés elmúlt évben tapasztalt fellendülését követően is, a középmezőnyben helyezkedik el. Magyarországon a bankok között erősödő verseny nyomán fellépő kínálati nyomás, a lakástámogatási rendszer szigorítása és a magas kamatkülönbség az idei évben a devizahitelezés fellendülésének irányába hatott, és negatív tapasztalatok híján, a háztartások az árfolyamkockázat ellenére is az alacsonyabb törlesztőrészetű devizahiteleket preferálják. Lengyelország 2003-as tapasztalata azonban azt mutatja, hogy egy nagyobb árfolyamgyengülés, azaz az árfolyamkockázat bekövetkezése erősítheti a háztartások kockázati tudatosságát.

## 2. A lakosság fogyasztási-megtakarítási viselkedésének változása a 2000-es években

A 2001 és 2003 közötti időszakban a lakosság fogyasztási és beruházási jellegű kiadásainak a jövedelem növekedését jelentős mértékben meghaladó bővülését, és a pénzügyi megtakarítások erőteljes csökkenését tapasztalhattuk. A lakosság fogyasztási-megtakarítási magatartásának megváltozását egy, a felzárkózó gazdaságokra jellemző átállási folyamat részeként értékelhetjük, melynek során a háztartások egy magasabb fogyasztási és eladósodottsági hányaddal és alacsonyabb finanszírozási kapacitással jellemezhető pályára váltanak. Mivel alapvetően egyensúlyi folyamatról van szó, nem számítunk a háztartások fogyasztási/megtakarítási viselkedésében tapasztalt változások olyan mértékű visszafordulására, ami számottevően befolyásolná a gazdaság konjunkturális kilátásait. A magasabb eladósodási szint mellett azonban nő a háztartások sérülékenysége, a lakossági reáljövedelmek növekedésének tartós lassulása, illetve a devizaalapú hitelállományt érintő negatív exogén sokk (forint leértékelődése, illetve nemzetközi kamatok emelkedése) a háztartások körében fizetési problémákat, míg nemzetgazdasági szinten a lakossági (fogyasztási, illetve beruházási) kereslet jelentős csökkenését eredményezheti.

## 3. A nem pénzügyi vállalati szektor jövedelmezősége és stabilitása

A nem pénzügyi vállalatok 2003-as mérlegeinek és eredménykimutatásainak elemzése alapján a szektor egészének pénzügyi stabilitása az előző évben kedvező irányba változott. A szektor egésze jövedelmezőségi szempontból jobb helyzetbe került: 1998 óta először nőtt az aggregált jövedelemtermelő képesség. A gazdasági környezet változásai 2003-ban elsősorban a külfölddel versenyző ágazatokat érintették kedvezően. Piaci lehetőségeik a külső kereslet élénkülésével jelentősen javultak, ami meg is látszott a gyorsan növekvő profitabilitásukon. A vállalatok tőkeszerkezetében nem álltak be olyan változások, amelyek fokozták volna a szektor egészének stabilitási kockázatát.

## 4. Stabilitási szempontból fontos jogharmonizációs lépések történtek

Az egységes uniós pénzügyi piac megteremtése, valamint a pénzügyi közvetítő intézmények hatékony és biztonságos működésének elősegítése érdekében 2004-ben több fontos szabályozási lépés történt. Külön kiemelendő a pénzügyi konglomerátumok kiegészítő felügyeletéről szóló EU-irányelv (87/2002/EK) harmonizálása, ami a pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartásához elsősorban a hitelintézeti, a tőkepiaci és a biztosítási szektorban egyaránt tevékenykedő intézmények egységes és átfogó szabályozásával, valamint az ennek ellenőrzéséhez szükséges felügyeleti struktúra megalkotásával járul hozzá. Ezen kívül a pénzügyi biztosítéki megállapodásokról szóló irányelv (2002/47/EK), valamint az elektronikus pénzkibocsátó intézményekről szóló 2000/46/EK irányelv harmonizálása jelentett fontos előrelépést pénzügyi stabilitási szempontból.

## Tanulmányok a fogyasztási hitelezésről

A jelentésben szereplő két tanulmány a dinamikus bővülő fogyasztási hitelezés főbb sajátosságait, illetve a bankok fogyasztási hitelezési kockázatkezelésének gyakorlatát elemzi. Magyarországon gyors és dinamikus piacépítés következtében a fogyasztási hitelezés gazdasági súlya elérte a fejlett országok alsó mezőnyét. Ezért az elkövetkező időszakot egyre kevésbé lehet felzárkózási folyamatnak tekinteni. Így a jövőben növekszik a prociklikusság kialakulásának kockázata, ami a bankok – pénzügyi vállalkozásaikkal konszolidált – magas piaci részaránya miatt veszélyessé válhat a pénzügyi stabilitásra nézve. A hazai sajátosságok és nemzetközi tapasztalatok a fo-

gyasztási hitelezés akár tartósan évi 20% körüli bővülését vetítik előre. A fogyasztási hitelek részesedése a háztartási hitelezésből a fejlett országokhoz képest magas, a háztartások kamatterhének döntő része ezekből származik. A hitelinstrumentumok közötti állományi arányok még tradicionális hitelezési képet mutatnak, a jövőben a megújítható, illetve fedezetlen hitelek térnyerését várjuk. A felzárkózó országok sajátossága, a devizaalapú hitelezés terjedése, nálunk nagyon jelentős méretet ölt.

A fogyasztási hitelezés legjelentősebb kockázati szegmensét jelentő hitelkockázatot befolyásolja, hogy a hazai pénzügyi kultúra hiányosságaiból fakadóan, az adósok egy része nem képes helyesen megítélni teherviselő képességének reális határait. A hitelezési kockázatokat növeli, hogy az információk korlátossága miatt a nem fizetés valószínűsége nehezen becsülhető, emellett a devizaalapon is hozzáférhető hiteltérmekek esetében az adósokat terhelő árfolyam- és kamatkockázat a hitelezési kockázatot növeli. A gépjármű-finanszírozás piacán az erősödő verseny hatására a finanszírozók kitölték kockázatviselési hajlandóságuk határait, melynek kedvezőtlen hatása végső soron a pénzügyi vállalkozások mögött tulajdonosként és szinte kizárólagos finanszírozóként álló hazai piacvezető bankoknál csapódhat le. A banki fogyasztási hitelezés, jövedelmezőségét tekintve a jelenlegi kamatmarzsok nemzetközi összehasonlításban is igen magasak. A gépjárműfinanszírozás terén ugyanakkor a folyamatos mérséklődést mutató kamatok csökkenő mértékben képesek fedezni a tényleges kockázatokat.

# I. MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET



## I. 1. NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A magyar gazdaság számottevő nyitottsága miatt a hazai konjunktúra alakulására a nemzetközi gazdasági folyamatok jelentős hatással vannak, elsősorban az eurózóna és különösen a legnagyobb kereskedelmi partnernek számító Németország befolyásán keresztül. Ezen túl a nemzetközi pénzügyi piacok fejleményei, a nemzetközi tőkeáramlás jelentős szerepe miatt, komoly befolyással lehetnek a hazai árfolyam- és kamatalakulásra. A hazai makrogazdasági stabilitás vizsgálatát így indokolt a nemzetközi konjunktúrát és pénzügyi folyamatokat befolyásoló kockázatok elemzésével kezdeni.

### I. 1. 1. A GLOBÁLIS KONJUNKTÚRA ÉS KOCKÁZATAI

Előző jelentésünk óta a világgazdasági fellendülés erőteljesebbé és kiterjedtebbé vált, az idén éves szinten várható 4 százalék feletti globális növekedés történelmileg is kiemelkedőnek számít. A fellendülés fő hajtóereje – Ázsia mellett – továbbra is az Egyesült Államok gazdasága, az általa támasztott kereslet jelentős mértékben hozzájárult a hazai gazdaság szempontjából közvetlenül fontos eurózóna és német fellendülés fokozatos erősödéséhez is. Miközben a globális fellendülés erőteljesebbé vált, felbukkantak, illetve felerősödtek annak a folytatódását veszélyeztető tényezők is. A globális növekedésre nézve a legjelentősebb kockázatot jelenleg az olajárak alakulása jelenti, azonban lényeges kockázatot hordoz az Egyesült Államok számottevő költségvetési- és fizetésimérleg-hiánya és a főbb valutaárfolyamok kiegyensúlyozatlansága is.

#### I-1. táblázat

#### Világgazdasági és regionális növekedési ütemek

	2002	2003	2004*		2005*	
			2004. ápr.	2004. szept.	2004. ápr.	2004. szept.
Világgazdaság	3,0	3,9	4,6	5,0	4,4	4,3
USA	1,9	3,0	4,6	4,3	3,9	3,5
Euróövezet	0,8	0,5	1,7	2,2	2,3	2,2
Kelet- és Közép-Európa	4,4	4,5	4,5	5,5	4,4	4,8

\*Előrejelzés.

Forrás: IMF: World Economic Outlook (2004. április, 2004. szeptember).

Az Egyesült Államokban az év első negyedében tapasztalt kimagasló növekedés a második és a harmadik negyedévben mérséklődött, azonban a mérvadó nemzetközi intézmények által előrejelzett növekedés még így is jelentősnek tekinthető. A fogyasztás elmúlt években tapasztalt robusztus növekedéséhez a jelentős ingatlanár-emelkedésen túl a laza fiskális és monetáris politika is hozzájárult, és a foglalkoztatás várható emelkedése a fogyasztás további növekedését vetíti előre. Az elmúlt negyedévekben a pénzügyi szempontból egészségesebbé vált vállalatok beruházási aktivitása is növekedett, amely mérséklődő fogyasztásnövekedés esetén is biztosíthatja a fellendülés folytatódását. Kockázatot jelent azonban, hogy a megtakarítási ráta jelenleg történelmileg alacsony szinten áll, így – például egy bizonytalanná váló munkapiaci fellendülés, vagy az ingatlanár-infláció váratlan mérséklődése miatt – a meginduló alkalmazkodás a fogyasztás jelentős visszaeséséhez vezethet. Ez a vállalatok profitvárakozásainak mérséklésén keresztül akár a beruházási aktivitást is visszavetheti.

Az eurózóna és különösen Németország gazdasági növekedését az USA-konjunktúra várható alakulása jelenleg döntő módon befolyásolja, mivel a belső kereslet Európában jelenleg nem képes a növekedés fenntartására. Bár egyes eurózóna-tagországokban – például Spanyolországban – a belső kereslet is számottevő módon növekszik, az eurózóna egésze a növekedést a nettó export dinamikus alakulásának köszönheti. Az alacsony kamatszint és a vállalatok javuló pénzügyi pozícióinak ellenére a fellendülés számottevő bizonytalanságai kísélik a beruházási aktivitás megerősödését, és a fogyasztás növekedését is visszafogják a strukturális reformokkal kapcsolatos bizonytalanságok. A harmadik negyedév várakozásoktól elmaradó növekedési adatai is – elsősorban Németországban és Franciaországban – a fellendülés bizonytalanságait jelzik. Az euró felértékelt szintje negatívan hat az euróövezet versenyképességére, azonban mérsékli az olajársokk hatásait is, és lehetővé teszi az Európai Központi Bank számára alacsony kamatszint fenntartását. További versenyképességi kockázatot jelenthet az eurózóna szempontjából, ha az amerikai gazdaság egyensúlytalanságai az euró dollárral szembeni további jelentős erősödéséhez vezetnek.



Az ázsiai kontinens – elsősorban Kína és a délkelet-ázsiai országok – gazdasága továbbra is jelentősen növekszik és a japán fellendülés is egyre erőteljesebb. Kína gazdasága jelenleg a túlfűtöttség jeleit mutatja, és a világgazdaság, továbbá a nemzetközi pénzügyi piacok szempontjából is kérdés, hogy a túlzott növekedést sikerül-e rendezett körülmények között visszafogni. A kínai gazdaság vártnál nagyobb visszaesése elsősorban a távol-keleti régió gazdaságait érintené negatívan, de mivel Kína dinamikus növekvő iparának energiaigénye számottevő szerepet játszik az olajár emelkedésében is, egy vártnál nagyobb visszaesés az olajárak csökkenéséhez vezethet, amely pozitív hatással lehet a világgazdasági konjunktúrára. A dollár értékvesztésének fékezésében – és a hosszú távú amerikai kamatszint alacsony szinten tartásában – a távol-keleti országok jegybankjai komoly szerepet játszanak. A kínai valuta dollárhoz rögzített árfolyama jelenleg alulértékeltnek tekinthető, és az október végi kínai kamatemelés azt az üzenetet küldte a piac felé, hogy a kínai hatóságok nem kívánják az árfolyamot felértékelni, a gazdaságot inkább a kamatok emelésével próbálják hűteni. A Kínával versenyző más gazdaságok jegybankjai és a fellendülés megerősödését féltő Japán jegybank így a dollár értékvesztésének fékezésével kívánják gazdaságuk versenyképességét – és valutatartalékaik értékét – fenntartani, így komoly keresletet teremtenek az amerikai államkötvények iránt is.

A legfontosabb globális növekedési kockázatot jelenleg az olajárak alakulása jelenti. Az energiahordozók iránti kereslet globális fellendüléssel is összekapcsolható emelkedése, az olajkitermeléssel kapcsolatos bizonytalanságok és spekulatív viselkedés is hozzájárult az olajárak jelentős és tartós tekintetű emelkedéséhez. A jelenlegi magas olajár mérsékli a világgazdaság növekedési ütemét, és a globális inflációra is hatással van. A nemzetközi intézmények az olajársokk nemzetközi konjunktúrára gyakorolt várható hatását mérsékeltek tekintik, mivel az olajárak emelkedése reálértelemben jóval kisebb a '80-as évek elején tapasztalt áremelkedésnél, és azóta a fejlett országokban a fajlagos olajfelhasználás is jelentősen mérséklődött. Az olajársokk növekedési hatásait tompítja az is, hogy a hosszú távú inflációs várakozások a fejlett országokban továbbra is mérsékeltek maradtak, ami lehetővé teszi a jegybankok számára, hogy lassan és fokozatosan emeljék a jelenlegi alacsony kamatszinteket.

További stabilitási kockázatot jelent az Egyesült Államok magas fizetésimérleg-hiánya és a főbb valuták – mint a dollár, az euró és az ázsiai valuták – árfolyamainak kiegyensúlyozatlansága. Az amerikai egyensúlytalanság az euró-zóna gazdasága szempontjából negatív növekedési kockázatokat hordoz. Az Egyesült Államok

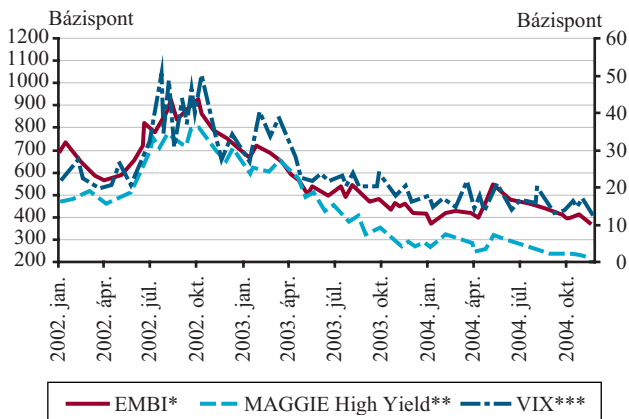
fizetésimérleg-hiányát elsősorban a magas költségvetési hiány és a fogyasztók alacsony megtakarítási rátája magyarázza, amelyek normalizálódása viszont az amerikai, és így a globális növekedés lassulásával járhat. Amennyiben azonban nem következik be változás az amerikai fiskális politika és a fogyasztók viselkedésében, akkor csak a dollár további leértékelődése vagy a kamatszint emelkedése biztosíthatja az egyensúly helyreállítását. Ebben az esetben nem feltétlenül mérséklődne az amerikai növekedés, azonban a dollár további leértékelődése ronthatná az euró-zóna versenyképességét, így növekedési kilátásait is. Az egyensúlytalanság rövid és középtávon nem feltétlenül okoz problémát, azonban a stabilitás szempontjából alapvető kérdés, hogy a hosszú távon elkerülhetetlen kiigazítást sikerül-e rendezett módon, fokozatosan megvalósítani, vagy váratlan és költséges mechanizmusok fogják biztosítani az egyensúly kialakulását.

### I. 1. 2. NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

A kockázatos befektetésektől elvárt felár jelenleg történelmileg alacsony szinten áll. Ezt elsősorban a fejlett piacok továbbra is alacsony kamatszintje magyarázza, ami jelentősen növeli a nemzetközi likviditást, és a befektetőket magasabb kockázatú értékpapírok vásárlására ösztönzi. A globális „kockázati étvágy” alakulását az elmúlt időszakban is az Egyesült Államok és az euró-zóna monetáris politikájának alakulása, valamint az ezzel kapcsolatos várakozások befolyásolták. Áprilisban és májusban a kimagasló amerikai növekedési adatok hatására a piaci szereplők korai és viszonylag jelentős amerikai kamatemelkedést áraztak be, és ezzel párhuzamosan jelentősen növekedett a kockázatosabb befektetések után elvárt felár is. Az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed transzparens kommunikációja, a június végén megkezdődő kamatemelések mérsékelt üteme, illetve az amerikai fellendülés ütemének csökkenéséről és kockázatairól szóló hírek azonban mérsékelték a kamatemelési várakozásokat, és a globális kockázati felárat jelző mutatók fokozatosan újra történelmileg alacsony szintre csökkentek. Az események egyrészt jelzik, hogy a kamatszint fokozatos és előre látható emelkedése mérsékelten emeli a kockázatosabb értékpapíroktól elvárt felárak szintjét, azonban felhívja a figyelmet arra, hogy egy esetleges váratlan és jelentős kamatemelés meglehetősen nagy kockázatot hordoz a kockázatosabb értékpapíroktól elvárt kamatszintekre. Ez akkor következhet be, ha a fejlett országokban a vártnál nagyobb ütemű fellendülés bontakozik ki, vagy a magas olajárak az inflációs várakozások emelkedését okozzák, ami a jegybankokat jelentősebb mértékű szigorításra készíti.

I-1. ábra

## Globális kockázati mutatók



\*EMBI Global Composite – A JP Morgan-Chase által számolt, szuverén és kvázi-szuverén kibocsátók dollárban denominált kötvényeinek kamatfelárlásindexe.

\*\*MAGGIE High Yield – A JP Morgan-Chase által számolt, euróban denominált vállalati és államkötvények, jelzáloglevelek kamatfelárlásindexe (bp).

\*\*\*VIX – Az S&P500-részvényindexekre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás.

A feltörekvő piacok kockázati megítélése jelenleg igen kedvező, ezen országok kockázati felárát jelző mutató (EMBI) a májusi csúcsa után fokozatosan újra az év elején is tapasztalt rendkívül alacsony szintre csökkent. A globális növekedésre leselkedő, az év folyamán erősödő kockázatok egyelőre nem tükröződnek a feltörekvő piacok kockázati megítélésében. Ezt magyarázhatja, hogy a feltörekvő országok többségében jelenleg sokkal kevésbé jellemzőek a makrogazdasági egyensúlytalanságok, mint a korábbi években. Emellett az olajárak és a nyersanyagárak emelkedése kimondottan kedvezően érintett ezen a csoporton belül jó néhány országot. A legvalószínűbb magyarázat azonban az, hogy a feltörekvő országok kamatfelárlásait jóval erősebben befolyásolja a fejlett piaci kamatok (globális likviditás) szintje, mint a növekedési kilátások.

A nemzetközi részvénypiacokat a globális konjunktúrával kapcsolatos várakozások befolyásolták. A fellendülés ütemére vonatkozó adatok – a májusi időleges emelkedéstől eltekintve – az év eleje óta a fejlett országok piacain mérsékeltlen csökkenő részvényindexekhez vezettek. A részvénypiacok alakulásának bizonytalanságát jelző implikált volatilitás mutatók (pl. VIX) azonban az időszak alatt mérsékelt maradtak, ami arra utalhat, hogy bár a befektetők mérsékelték a növekedés ütemével kapcsolatos vá-

rakozásaikat, azonban jelentősen nem növekedtek a kétértelműségek a fellendülés robusztusságával kapcsolatban. A feltörekvő piacokon – az ázsiai régió kivételével – ezzel szemben az erőteljes gazdasági növekedés és a pozitív kilátások a részvényindexek erősödéséhez vezettek. A kockázatosabb vállalati kötvények – MAGGIE-indexben is megjelenő – felárának mérsékléséhez a kiszámítható kamatalakuláson túl az amerikai és európai vállalatok javuló pénzügyi pozíciója is hozzájárult.

A kelet-közép-európai régió kockázati megítélése befolyásolhatja a magyar kamat- és árfolyamalakulást, mivel a külföldi befektetők egy része egy egységként kezeli a régió országait. A lengyel és cseh kockázati megítélést – sok hasonlóságot mutatva a magyar helyzettel – a fiskális politika alakulásával kapcsolatos folytatódó bizonytalanságok, a régió pozitív növekedési kilátásai és – időlegesen – politikai bizonytalanságok befolyásolták. A régió legnagyobb gazdaságában, Lengyelországban folytatódott a fellendülés, a májusban megalakult új kormány fiskális reformjaira és a növekedési kilátások javulására válaszul a Standard and Poor's hitelminősítő októberben javított a hitelminősítési kilátásokon. A zloty az időszak alatt számottevő mértékben erősödött, amelyre – a kockázati megítélés mérsékelt javulásán túl – a lengyel jegybank kamatemelései lehettek mérvadó hatással. A zloty árfolyamának erősödése hozzájárulhatott a forint árfolyamának felértékelődéséhez is. Annak ellenére, hogy a külföldi befektetők egyre differenciáltabban kezelik ezeket az országokat, a jövőben sem zárható ki, hogy a régió eseményei jelentős hatással legyenek a hazai árfolyam- és kamatalakulásra.

Összességében a nemzetközi környezet jelenleg kedvezőnek mondható mind növekedési, mind finanszírozási szempontból. Ha azonban a fentiekben vázolt kockázatok materializálódnak, az a magyar gazdaságot a makrogazdasági stabilitás szempontjából jelenleg kedvezőtlenül érintheti. A folyó fizetési mérleg hosszú ideje magas hiánya miatt a gazdaság egyensúlyi szempontból sérülékeny helyzetben van: a külső kereslet jelentős nem várt visszaesése vagy a finanszírozási kondíciók kedvezőtlenebbé válása esetén a hiány fenntarthatóságáról alkotott, jelenleg még toleráns befektetői megítélés könnyen kritikussá válhat. Míg a két alapvető kockázat – azaz egy jelentős világgazdasági lassulás és a fejlett piaci kamatok emelkedése – bármelyikének realizálódása komoly stabilitási problémát okozhat a magyar gazdaság számára, fontos látni, hogy együttes megvalósulásuknak csekély a valószínűsége.

## I. 2. HAZAI PÉNZÜGYI PIACI FOLYAMATOK

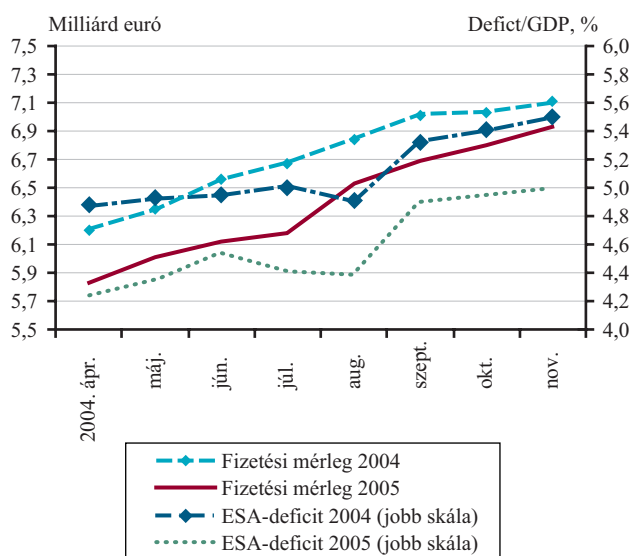
Az elmúlt jelentésekben tárgyalt időszakokra jellemző turbulenciával szemben, a május óta eltelt félét alacsonyabb volatilitás jellemezte a hazai pénzügyi piacon. A korábbi időszakokban alapvetően a hazai makrogazdasági folyamatok kedvezőtlenebb megítélése állt a megnövekedett volatilitás hátterében. A makrogazdasági fundamentumok az elmúlt hónapokban sem mutattak javulást, az időszakra jellemző, viszonylag stabil árfolyam- és hozamalakuláshoz elsősorban az igen kedvező nemzetközi pénzügyi környezet járult hozzá.

### I. 2. 1. ÁRFOLYAM- ÉS HOZAMALAKULÁS

A Fed júniusi, első 25 bázispontos kamatemelését követően az amerikai kamatpályával kapcsolatos bizonytalanság jelentősen mérséklődött. Az ennek nyomán javuló nemzetközi környezet hatását Magyarországon ellensúlyozta a pénzügyi stabilitás szempontjából meghatározó hazai egyensúlyi mutatók (költségvetési hiány és külső egyensúly) év során fokozatosan romló befektetői megítélése.

#### I-2. ábra

**A folyó fizetési mérlegre és a GDP-arányos államháztartási hiányra vonatkozó várakozások historikus alakulása**



A költségvetési hiány havi alakulása alapján fokozatosan csökkent annak a valószínűsége, hogy a kormánzatnak sikerül tartania az év végére kitűzött 4,6 százalékos GDP-arányos ESA-deficit célt. A fiskális politika alakulásával kapcsolatos kételyeket augusztusban átmenetileg tovább növelte a kormányfő lemondása, illetve az új kormány gazdaságpolitikai céljaival, szerényi összetételével kapcsolatos bizonytalanság. A kormányalakítás időszakában – szeptember közepén – jelentette be a pénzügyminiszter az idei költségvetési hiánycél megemelését a GDP 5,1-5,3 százalékára. A bejelentéssel egy időben jelezte, hogy a 2005-ös hiány is magasabb lehet a konvergenciaprogramban rögzítetténel.

A külső egyensúlyi helyzet megítélését nehezítették a május 1-jei EU-csatlakozással összefüggő statisztikai változások (áttérés a havi gyakoriságú fizetésimérleg-statisztikáról a negyedéves gyakoriságúra) és a külkereskedelmi áruforgalomban a vám eljárás megváltozásával összefüggő átmeneti hatások. A Reuters felmérése alapján a piaci elemzőknek mind a 2004-es, mind a 2005-ös folyó fizetésimérleg-előrejelzése folyamatosan emelkedett az elmúlt hat hónapban.

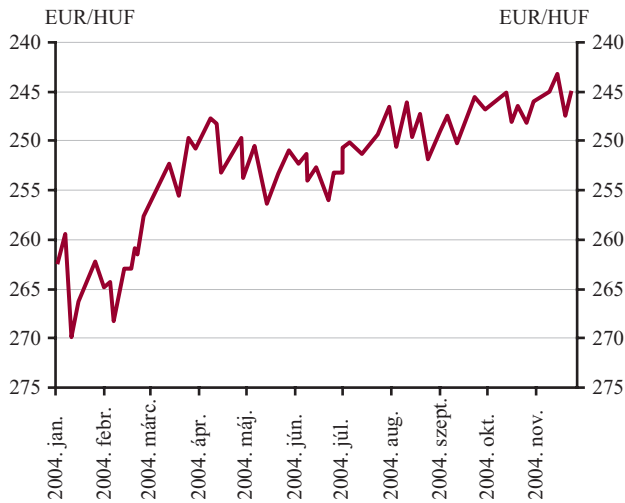
Kedvező fundamentális fejlemény volt azonban a dezinfláció újbóli megindulása. Az év eleji adóemlések hatásaként az infláció a fokozatos emelkedését követően májusra érte el csúcspontját (7,6 százalék), majd – többek között – az erős és stabil árfolyam hatására októberre 6,3 százalékra csökkent.

A forint árfolyama április közepe óta erős és igen stabil a korábbi időszakok volatilis árfolyam-alakulásához képest. Április közepén megtört a február elejétől tartó felértékelődési trend, melynek során a forint mintegy 8 százalékot erősödött, és az ezt követő időszakban az árfolyam gyakorlatilag egy szűk sávban, 245-255 forint/euró között ingadozott.

Az árfolyam elmúlt hónapokban tapasztalt stabilitásában több tényező is szerepet játszott. Egyik oldalról a kedvező nemzetközi pénzügyi környezet és a jegybank óvatos kamatcsökkentési politikája mérsékli a rövid távú

I-3. ábra

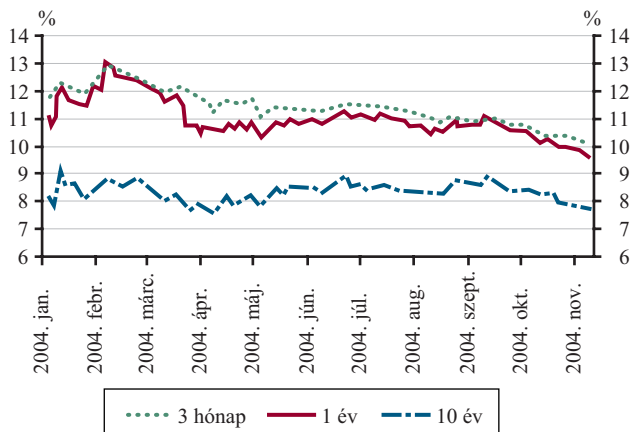
## A forint árfolyama az euróval szemben



leértékelődési kockázatokat, míg a másik oldalról az árfolyamsáv erős szélének közelsége korlátozza a további erősödés lehetőségét.

I-4. ábra

## Állampapír-piaci referenciahozamok



Az árfolyam-erősödés tavaszi megtorpanásával párhuzamosan a hozamok csökkenése is megállt, május eleje és június közepe között minden futamidőn számottevő hozamemelkedés következett be. Az augusztusban megnövekvő hazai bizonytalanság csak átmenetileg okozott hozamemelkedést, szeptember közepén megindult, majd októberben felerősödött a hozamcsökkenés, elsősorban a rövidebb futamidők esetében. A Monetáris Tanács – folytatva a tavasszal megkezdett óvatos kamatlépéseket – augusztus és november között összességében 150 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatszintet. A jegybanki kamatsökkentések összhangban voltak a hozamgörbéből származtatható várakozásokkal, azok nem okoztak meglepetést a piaci szereplők körében.

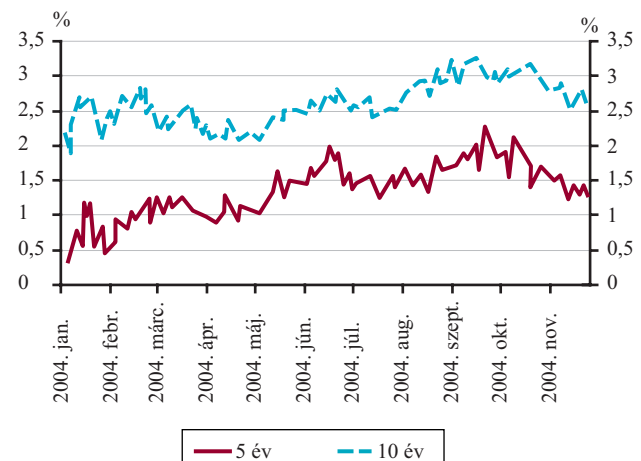
## I. 2. 2. KOCKÁZATOK AZ ÁRFOLYAM-ÉS HOZAMALAKULÁSBAN

A pénzügyi stabilitási kilátások megítélésakor kulcsszerepe van az árfolyam és a hozamok alakulásában rejlő kockázatoknak. Egy potenciális nagymértékű árfolyamgyengülés és/vagy hozamemelkedés a gazdasági szereplők pénzügyi kötelezettségeire és eszközeire gyakorolt hatásán keresztül közvetlenül érinti a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitását. A magánszektorban a devizában denominált kötelezettségek aránya magas, a vállalati szektor jó része azonban exportbevételei révén természetes fedezettséget élvez. Az idei év során azonban felgyorsult a lakosság devizahitel-felvétele is, jelentősen megnövelve a háztartások devizakockázatát. A támogatott lakáshitelek kamatának piaci hozamokhoz való kapcsolásával növekedett a gazdaságban a hitelkereslet kamatérzékenysége is.

Előre tekintve, az árfolyam- és hozamalakulással kapcsolatban a legnagyobb kockázatot a makrogazdasági fundamentumok közép- és hosszabb távú alakulása jelentheti. Az egyensúlyi mutatók megítélésében nem történt szignifikáns javulás az elmúlt félévben, a magyar gazdaság kockázati megítélésének javulása mögött döntő részben a rendkívül kedvező nemzetközi pénzügyi folyamatok állnak. A hosszú távú kockázatokat megragadó forint-euró forwardkülönbségek továbbra is magasak, és az idei év jelentős részében trendszerűen emelkedtek.

I-5. ábra

## 3 hónapos származtatott forint-euró forwardkülönbségek



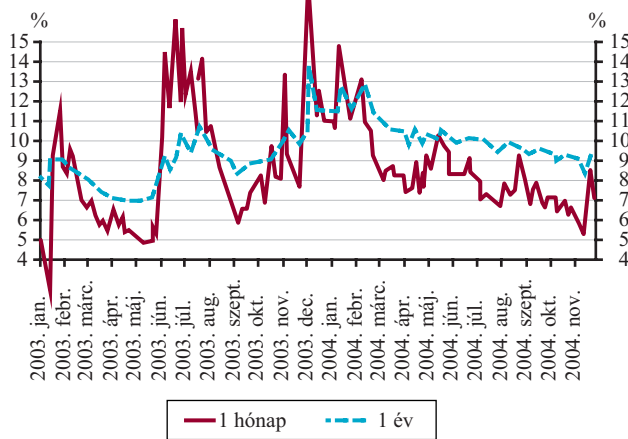
Mindez arra utal, hogy a piaci szereplők a korábbi évek-nél borúlátóbban ítélik meg a magyar gazdaság hosszabb távú egyensúlyi kilátásait, így az euró bevezetését célzó konvergenciapályát is egyre kevésbé tartják reálisnak. A friss piaci elemzések szerint a meghatározó piaci szereplők középtávon szignifikánsan gyengébb forint-

árfolyammal számolnak, ami szintén összefüggésben állhat a kedvezőtlenebb hosszabb távú megítéléssel. A hazai folyamatokhoz szorosan kapcsolódó kockázatot jelenthet a jelenleg rendkívül kedvező nemzetközi környezet változása, ha a globális „kockázati étvágy” jelentős csökkenésére a hazai fundamentumok kedvezőtlen piaci megítélésének időszakában kerül sor.

A piaci szereplők rövid távú árfolyam-várakozásainak bizonytalanságáról a forintra szóló opciók áraiból számított implikált volatilitás ad képet. Az egy hónapos implikált volatilitás csökkent a nyár elején, az augusztusi bizonytalanságok csak átmeneti emelkedéshez vezettek, az újabb csökkenést követően az implikált volatilitás szintje november elején volt a legalacsonyabb 2004-ben. Az éves implikált volatilitás nem emelkedett augusztusban, a szeptember elején kezdődött csökkenés szintén az árfolyam-várakozásokat övező rövid távú bizonytalanság mérséklődésére utal.

I-6. ábra

**A forint–euró árfolyam implikált volatilitása**

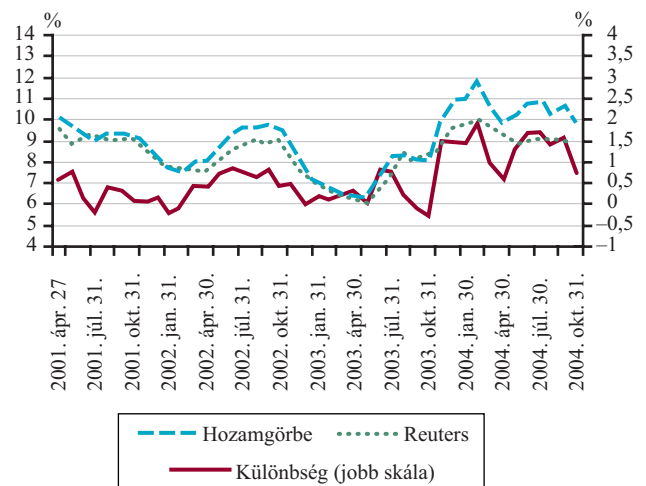


A piaci szereplők hozamvárakozásait illetően két forrásból lehet információhoz jutni. Egyrészt a piaci makroelemzők körében a Reuters végez havonta felmérést a jövőben várt jegybanki és piaci hozamokról, illetve a hozamgörbéről is származtathatóak a jövőbeli kamatokra vonatkozó várakozások. A Reuters felmérésében az elemzők az általuk várt legvalószínűbb hozamszintet jelölik meg, míg a hozamgörbéről származó várakozások elvileg azt tükrözik, hogy a piac az összes lehetséges hozamalakulási forgatókönyv valószínűségéről milyen képet alkot. A két megközelítés közötti különbség akkor válhat jelentőssé, ha a korábbiaknál ferdébbé válik a valószínűség-eloszlás, vagyis a piaci szereplők relatíve nagy valószínűséget tulajdonítanak kedvezőtlenebb kimeneteknek. A 12 hónap múlva várt jegybanki kamatra vonatkozó kéttípusú elő-

rejelzés azt mutatja, hogy a 2003 végén jelentkező devizapiaci turbulenciák óta jelentősen megnövekedett a különbség: a Reuters-felmérésben rendre alacsonyabb irányadó kamatot vártak, mint ami a hozamgörbével konzisztens lett volna. A különbség úgy interpretálható, hogy megnőtt az alappályánál kisebb kamatcsökkentést (esetleges kamatemelést) feltételező forgatókönyvek piac által érzékelt valószínűsége 2003 végén. Bár ez a valószínűség az idei év során csökkenni látszik, még mindig nem éri el a korábbi években jellemző, alacsonyabb szintet. Mindez arra utal, hogy bár a piaci szereplők messze nem ezt tartják a legvalószínűbbnek, de várakozásaikban tartósan jelen vannak a lelassuló kamatcsökkentéssel, esetleg kamatemeléssel jellemezhető jövőbeli kimenetek.

I-7. ábra

**12 hónap múlva várt irányadó kamat**



Összességében tehát a kedvező jelenlegi helyzetben is komolyan számolni kell a pénzügyi piaci folyamatokban rejlő számottevő hosszú távú kockázatokkal, annak ellenére, hogy az árfolyam és a hozamok rövid távon várható alakulását az év első feléhez viszonyítva több mutató alapján is kedvezőbbnek, kevésbé bizonytalannak látja a piac.

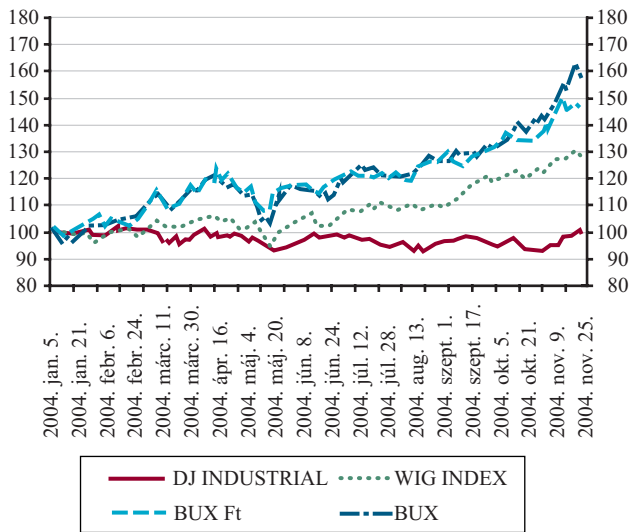
**I. 2. 3. TŐZSDE**

A forintalapú BUX-index, történelmi csúcsait többször megdöntve november végén 14 100 ponton állt, ami május eleje óta mintegy 30 százalékos növekedést jelent. A dollárban számított növekedés – a dollár jelentős gyengülése miatt – ezt is jelentősen meghaladja (40 százalék). A nemzetközi tőzsdeindexek közel sem teljesítettek hasonlóan az elmúlt hónapokban. A legjelentősebb külföldi részvénytőzsde fő mutatója, a Dow Jones Industrial értéke a kedvező nemzetközi környezet ellenére is csökkent, a regionális tőzsdék

## I-8. ábra

## Főbb tőzsdeindexek

(2004. január 1=100, dollárban)



közül a varsói index (WIG) dollárban számított emelkedése mögött is részben a zloty dollárral szembeni erősödése állt.

A budapesti tőzsde tehát nemzetközi összehasonlításban is rendkívül eredményes időszakot élt meg az elmúlt hónapokban. A nemzetközi piacoknál gyorsabb növekedésben fontos szerepe lehetett az EU-csatlakozásból fakadó kedvező hatásoknak, melyek felértékeltek a régió pénzügyi eszközeit, így a magyar részvényeket is. A kedvező fundamentális híreken túl a növekedés mögött ágazatspecifikus okok is állhatnak. A tőzsdén jegyzett két legnagyobb vállalat (OTP, MOL) részvényeinek árfolyam-emelkedése meghaladta a 60 százalékot, míg más szektorokat képviselő, jelentős tőzsdei vállalatok részvényárfolyamai nem növekedtek.

## I. 3. NÖVEKEDÉS ÉS INFLÁCIÓ

### I. 3. 1. NÖVEKEDÉSI KILÁTÁSOK ÉS KOCKÁZATOK

2004-ben gyorsul a növekedés az előző évhez képest, és az előrejelzések szerint 2006-ig a magyar gazdaság stabil, 3,5-4% közötti növekedése várható.

#### I-9. ábra

#### A GDP növekedése

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



Az élénkülő konjunktúra mellett a növekedés szerkezete is kedvezőbbé vált az előző évekhez képest. Idén a bruttó felhalmozás (állóeszköz-felhalmozás és készletek) bővülése járul hozzá a legjelentősebb mértékben a GDP bővüléséhez. A lakossági fogyasztás növekedésének hozzájárulása jelentősen csökkent 2003-hoz képest, de a várakozásoknál magasabb maradt. A nettó export 2003 után 2004 első félévében is negatívan járult hozzá a gazdaság növekedéséhez.

Az állóeszköz-felhalmozás idej gyors növekedése várhatóan nem folytatódik, előre tekintve összességében a gazdasági növekedés ütemének enyhe mérséklődése várható. Ezt a várható alappályát azonban számottevő kockázatok övezik, elsősorban a nemzetközi konjunktúra és a világpiaci olajárak bizonytalan kilátásai miatt. A

következőkben a pénzügyi közvetítőrendszer jövedelmezőségét legközvetlenebbül érintő konjunktúraelemek – a lakossági fogyasztás és a vállalati beruházás – várható alakulásával kapcsolatos főbb kockázatokat tekintjük át. A külső egyensúly kockázataival külön fejezetben foglalkozunk.

#### I-2. táblázat

#### A GDP és komponenseinek éves növekedési üteme

(éves növekedési ütem, százalék)

	2003	2004	2005	2006
GDP	3,0	4,0	3,7	3,5
Lakossági fogyasztás	7,6	3,3	1,8	1,9
Állóeszköz-felhalmozás	3,4	9,2	4,2	3,6
Belföldi felhasználás	5,5	4,8	2,5	2,3
Export	7,6	14,5	11,3	11,0
Import	10,4	14,8	9,3	9,2

Forrás: Jelentés az infláció alakulásáról, 2004. november.

A lakosság fogyasztási-megtakarítási viselkedését egyszerre befolyásolja egy hosszabb távú strukturális átalakulás, illetve egyszeri hatások, melyek eredményeként a szektor viselkedése az elmúlt időszakokban a vártnál képest gyakran eltérően alakult.<sup>1</sup>

A háztartási szektor az elmúlt években mind a jövedelemfelhasználás szerkezetét, mind eladósodottságának – jövedelemarányos – szintjét tekintve közelebb került a fejlett országokat jellemző mértékekhez. Az eladósodottság a rendkívül gyors növekedés ellenére is jelentősen alacsonyabb, mint a legtöbb fejlett országban, és az adósság jellemzően fedezett hitelekből (lakás, autó) tevődik össze. A hiteltörlesztések, a háztartási hitel-kereslet jövőbeli növekedése szempontjából azonban indokolt figyelembe venni, hogy Magyarországon az elmúlt évek gyors növekedését követően – nemzetközi összehasonlításban is – igen magas a fogyasztásnak a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya. E mutató elmúlt években tapasztalt erőteljes növekedését a strukturális változások mellett részben átmeneti hatások (minimálbér-emelés, az állami szféra béremelése, lakástámogatási rendszer kiterjesztése) okozták. Előre tekintve, az átmeneti hatások megszűné-

<sup>1</sup> A háztartások viselkedését az Aktuális kérdések fejezetben a szokásosnál nagyobb terjedelemben, hosszabb időszakra visszatekintve, nemzetközi összehasonlításban is elemezzük.

sével a fogyasztás/rendelkezésre álló jövedelem aránya a jelenlegi szintről csökkenhet, viszont várhatóan egy új – a '90-es évek második felében jellemzőnél magasabb – egyensúlyi szintre térhet vissza. Az előrejelzéssel kapcsolatban azonban bizonytalanságot okoz, hogy nehéz meghatározni, a fogyasztás dinamikájának mérséklődése milyen időtávon valósul meg.

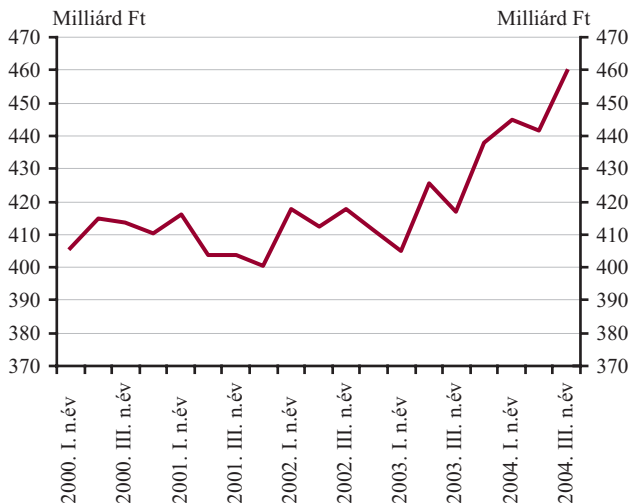
A magas fogyasztási arány leszűkítheti a háztartások jövőbeli mozgásterét, jelentősen megnehezítve a várakozásoknál kedvezőtlenebb helyzetben az alkalmazkodást. Mindez akkor vezethet makrogazdasági kockázatokhoz, ha a likviditási korlát oldódását kihasználó háztartások várakozásaihoz képest a jövedelembővülés szignifikánsan alacsonyabb lesz.

A pénzügyi közvetítőrendszer jövedelmezősége szempontjából fontos a – jellemzően bankhitelből finanszírozott – vállalati beruházások várható alakulása. A nemzetközi konjunktúra élénkülésével együtt a vállalati beruházások is növekedni kezdtek 2003-ban, a növekedési trend az idei év első felében tovább folytatódott, de a növekedési ütem lelassult. A beruházások ágazati szerkezetét vizsgálva megállapítható, hogy a lassulás elsősorban a piaci szolgáltatászektorban jelentkezik, míg a – külső konjunktúrára érzékenyebb – feldolgozóipari beruházások dinamikája csak kisebb mértékben változott.

**I-10. ábra**

**A vállalati beruházások alakulása\***

(1998-as árakon, milliárd Ft)

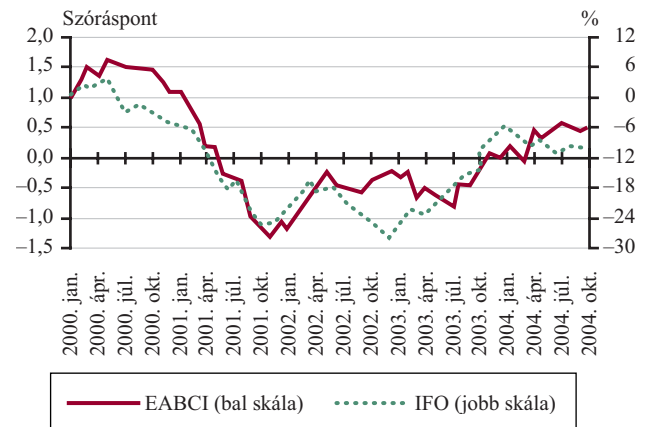


\*MNB-becslés.

A magyar gazdaság mérete és nyitottsága miatt a beruházásokra meghatározó befolyást gyakorol a külső konjunktúra. A magyar export számára meghatározó piacokra csak kevésbé jellemző az optimizmus: az elmúlt hónapokban a német gazdaságban kedvezőtlenebbé váltak a konjunktúrakilátások (IFO-index), és az eurózóna egészének üzleti indikátora (EABCI) is stagnált a harmadik negyedévben. Mindezek alapján a beruházási di-

**I-11. ábra**

**Az euróövezet (EABCI) és a német (IFO) üzleti klíma indexe**



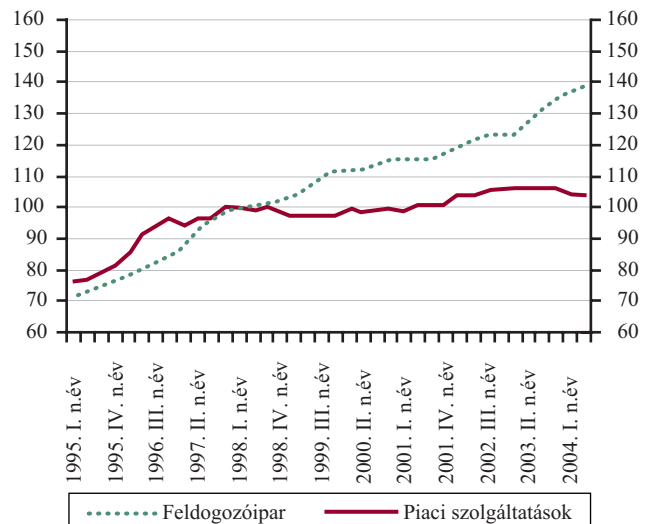
namika további jelentős emelkedésére az elkövetkező időszakban nem lehet számítani.

A vállalati szektor jövedelmezőségét a konjunkturális kilátások, a termelékenység és a költségoldali tényezők együttesen határozzák meg. A termelékenység alakulása markáns szektorális különbségeket mutat. A feldolgozóiparban a termelékenység növekedési üteme csökkent az elmúlt fél év során, mindazonáltal továbbra is dinamikusnak tekinthető, ezzel szemben a piaci szolgáltatások körében több mint egy éve romlik a termelékenység. Előre tekintve, a vállalati szektor egészében a termelékenység enyhe javulása várható, melynek forrása – különösen a piaci szolgáltatások esetében – munkapiai alkalmazkodás lehet.

**I-12. ábra**

**Termelékenység a vállalati szektorban**

(1998=100)



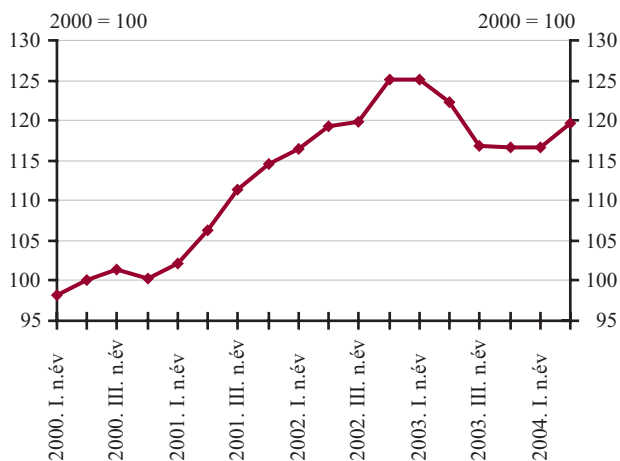
A vállalati szektor számára releváns költségek az elmúlt időszakban kedvezőtlenül alakultak. A bérköltségek magas aránya miatt a vállalati szektor jövedelmezőségére



meghatározó befolyást gyakorló költségalapú reál-effektív árfolyamindex (ULC-alapú reálárfolyam) romlást mutatott a második negyedévben, szemben a megelőző negyedéveket jellemző stagnálással. A tavaszi hónapok jelentős árfolyam-erősödése mellett a hazai bérköltségek emelkedése is hozzájárult az ULC-alapú reálárfolyam erősödéséhez.

I-13. ábra

**A költségalapú reál-effektív árfolyamindex alakulása\***



\* Feldolgozóipari fajlagos munkaköltség-index (ULC). Az alacsonyabb értékek erősebb reálárfolyamot jelentenek.

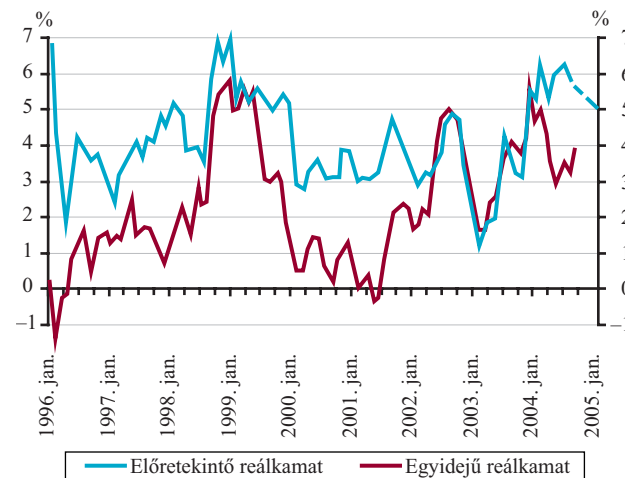
A kockázatok számbevételekor azonban fontos látni, hogy az erősebb reálárfolyam egyelőre nincs negatív hatással az exportteljesítményre: 2004 első felében – becsléseink szerint – a magyar export piaci részesedése emelkedett az EU piacán.

A vállalati költségelemek közül az emelkedő energiaárak és a forint reálkamatok magas szintje is a jövedelmezőség csökkenésének irányába hat. A 12 hónapra előre tekintő reálkamat az év elejei emelkedést követően enyhén csökkent az elmúlt hónapokban, mindazonáltal szintje továbbra is magas maradt, meghaladja az 5 százalékot. Az előre tekintő reálkamat csökkenése elsősorban az elmúlt hónapokban bekövetkezett hozamcsökkenés hatását tükrözi. Az egyidejű reálkamat – az indirektadó-emelések inflációs hatása miatt – 2004-ben szignifikánsan alacsonyabb, mint az előre tekintő reálkamat szintje. Az egyidejű reálkamat fokozatos emelkedése várható az indirektadó-emelések hatásának elmúlásával, így az ismét közel kerülhet az előre tekintő reálkamat szinthez.

A nemzetközi kockázatok között már említettük az olajár emelkedésének hatását (I. I-1. alfejezet). A világgazdasági hatásokhoz hasonlóan a magas olajár a magyar gazdaságban is hatással van mind a növekedésre, mind az inflációra. Az olajárak hazai hatásainak egy korábbi,

I-14. ábra

**A reálkamatok alakulása\***



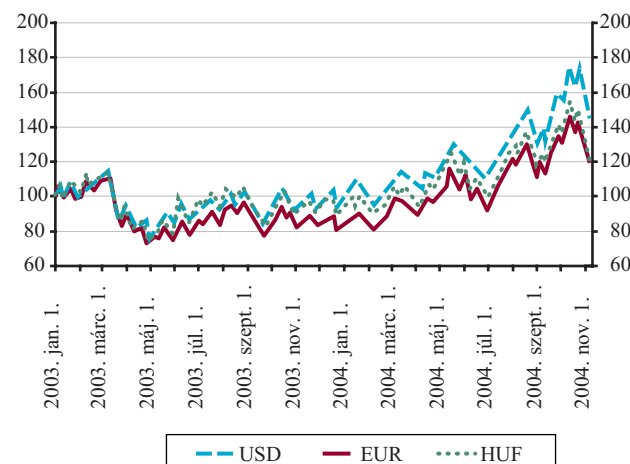
\*Az előre tekintő reálkamat idősorához a 12 hónapra előre tekintő inflációs várakozásoknak a Reuters-felmérésből számított értékeit használtuk fel.

átfógo elemzésekor<sup>2</sup> becslést készítettünk egy hipotetikus 10 százalékos olajár-emelkedés makrogazdasági hatásaira. Az eredmények azt mutatják, hogy ekkora ár-emelkedés egyéves időtávon a GDP növekedési ütemét mintegy 0,3 százalékponttal csökkentené, míg az inflációs hatás 0,4 százalék lenne. A folyó fizetési mérleg hiánya másfél éves időtávon a GDP 0,4 százalékával nőhet, és a cserearányromlás tartós hatásaként a későbbi években is 0,3 százalékponttal lehet nagyobb a deficit.

I-15. ábra

**A Brent típusú kőolaj árának alakulása dollárban, euróban, illetve forintban**

(2003. január 1=100)



A dollárban számított olajárak világgiazi mozgása – a dollár árfolyamának elmúlt időszakban tapasztalt gyengülése miatt – a forint, illetve euró olajárakat csak kisebb mértékben befolyásolta. Az olajárak és a dollár ár-

<sup>2</sup> Jelentés az infláció alakulásáról, 2004. augusztus.

folyamának ellenkező irányú mozgása tompította a magyar gazdaságot érintő közvetlen kedvezőtlen hatásokat. A dollárral szemben erősödő euró az EU-ban is korlátozta az olajárak emelkedésének reálgazdasági hatását, így a magyar gazdaság számára releváns külső kereslet alakulásában is visszafogottabban jelentkeztek a magasabb energiaárak kedvezőtlen hatásai. Előre tekintve azonban a magyar gazdaság szempontjából kockázatokat jelenthet, ha gyengül az olajár és a dollárárfolyam között megfigyelhető negatív korreláció.

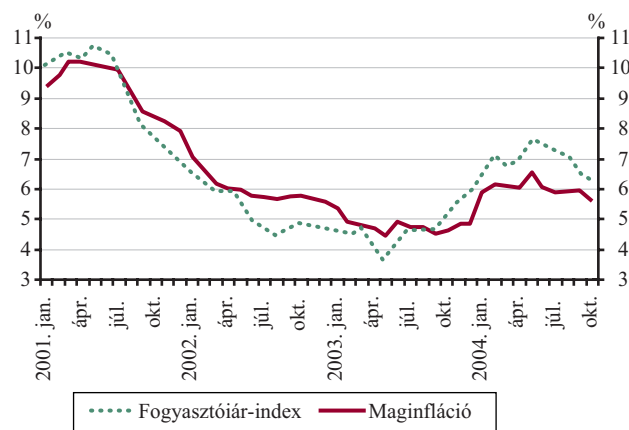
### I. 3. 2. INFLÁCIÓ

A magyar gazdaságra az elmúlt években jellemző mérsékelt infláció önmagában nem jár jelentős makrogazdasági stabilitási kockázatokkal. Ebben az inflációs tartományban leginkább az inflációs meglepetés, a várakozásoktól eltérő tényinfláció okozhat veszteséget a gazdaság szereplőinek, és ezen keresztül jelenthet kockázatokat makrogazdasági szinten is. Az idei évben leginkább

I-16. ábra

#### A fogyasztóiár-index és a maginfláció alakulása

(éves változás)



az indirekt adók emelésével kapcsolatban merült fel, hogy növelheti az inflációs várakozásokból fakadó kockázatokat.

Az infláció idei csúcspontját májusban érte el, 7,6 százalékkal. Az év első 5 hónapjában az infláció növekedését elsősorban az indirekt adók emelése okozta, a változatlan adótartalmú árindex (VAI) nem emelkedett ebben az időszakban. Az infláció májustól kezdődő csökkenése mind a teljes fogyasztóiár-indexben, mind a maginflációban megjelent, és augusztustól érdemi defláció bontakozott ki, összességében októberig a májusi csúcstról 1,3 százalékot csökkent a fogyasztóiár-index. A jövő év elejétől kikerül az éves indexekből a 2004-es adóemelések hatása.

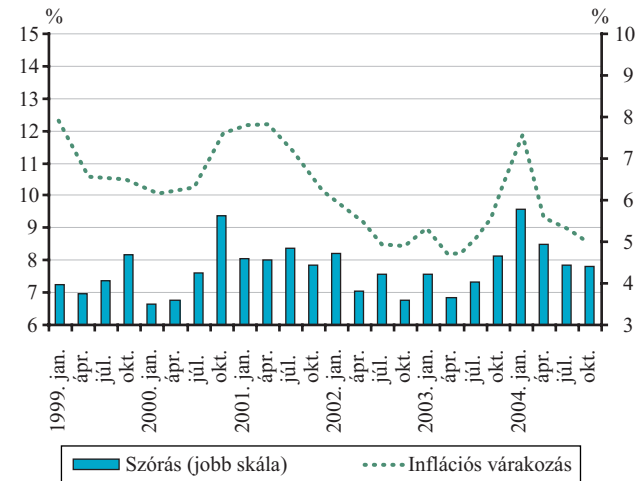
A magyar gazdaság magas inflációs múltja, a visszatérítő várakozások erőssége miatt az idei évben nem elhanyagolható kockázatot hordozott az egyes gazdasági

szereplők inflációs várakozásának reakciója az indirekt adók okozta átmeneti inflációemelkedésre. A gazdasági szereplők különböző csoportjaiban az elmúlt hónapokban készült felmérések azonban azt mutatják, hogy a makroelemzők mellett mind a vállalatvezetők, mind a háztartások az infláció csökkenését várják a következő hónapokban.

A TÁRKI felmérése szerint a vállalatvezetők egy évre előre tekintő inflációs várakozásai és inflációs érzékelése is csökkent a harmadik negyedévben. További pozitív fejlemény, hogy nemcsak a mintából számított átlagos várakozás csökkent, hanem a várakozások szóródása is. A várakozások átlagát és az eloszlás szórását vizsgálva jól látszik, hogy az indirekt adók emelésének 2003-as bejelentése nemcsak az átlagos várakozást emelte meg, ha-

I-17. ábra

#### A vállalatvezetők inflációs várakozása, illetve a várakozások szórása



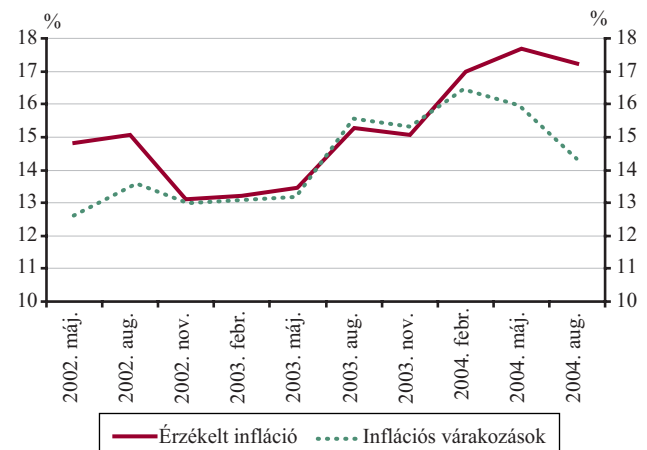
Megjegyzés

1) A teljes mintából számított szórás.

2) Számtani átlag, melyet az extrém megfigyelések (a minta kb. 1,2 százaléka) nélkül számítottunk.

I-18. ábra

#### A lakosság által érzékelt, illetve várt jövőbeli infláció alakulása a TÁRKI felmérése szerint



nem az inflációs bizonytalanság is növekedett. 2004 második negyedétől azonban mindkét mutató határozottan a csökkenő inflációs kockázatok irányába mutat.

Hasonló tendenciákat mutat a TÁRKI lakossági felmérése is. A háztartások által érzékelt infláció – habár szintje hagyományosan jóval magasabb, mint a KSH által mért infláció – is csökkenni kezdett a nyári hónapokban. További kedvező fejlemény, hogy a háztartások

körében az egy év múlva várt infláció az érzékelt inflációnál is nagyobb mértékben csökkent 2004 folyamán, ami rég nem tapasztalt jelenség.

A felmérések tanulsága szerint tehát mind a vállalatok, mind a lakosság számít az indirektadó-emelések egyszeri áremelő hatásának megszűnésére. Az infláció 2005 elején várható csökkenése a gazdasági szereplők körében feltehetően nem fog meglepetést okozni.

## I. 4. KÜLSŐ EGYENSÚLY

### I. 4. 1. A KÜLSŐ EGYENSÚLY ALAKULÁSA

Az elmúlt három évben a nemzetgazdaság GDP-arányos külső finanszírozási igénye ugyan nem haladta meg jelentősen a megelőző években tapasztalt szintet, az egyes szektorok megtakarítási-beruházási egyenlege olyan mértékben rendeződött át, hogy a nemzetgazdaság hosszú távon fenntarthatatlan külső egyensúlyi pályára került. A szélesebb értelemben vett (MNB-vel konszolidált) államháztartás kvázi-fiskális tevékenységeket is tartalmazó finanszírozási igénye ugyanis 2002 óta magas szinten stabilizálódott, amit a korábbi évektől elmaradó mértékben tudtak finanszírozni a háztartások jelentős mértékben csökkenő GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarításai. Az államháztartás és a háztartások együttes pozícióromlásának a folyó fizetési mérleg hiányára gyakorolt hatását azonban részben ellensúlyozta a visszafogott beruházási

volumen miatt historikusan alacsony szintre süllyedő vállalati finanszírozási igény.

2004 első félévében 2003-hoz képest a folyó fizetési mérleg hiánya enyhén tovább emelkedett és elérte a GDP 10,1 százalékát, a külső finanszírozási igény ettől elmaradó mértékben nőtt, mert a folyó fizetési mérleg magasabb hiányát részben ellensúlyozta a tökemérleg egyenlegének II. negyedévi – az EU-tól kapott transzferek megindulására visszavezethető – emelkedése.

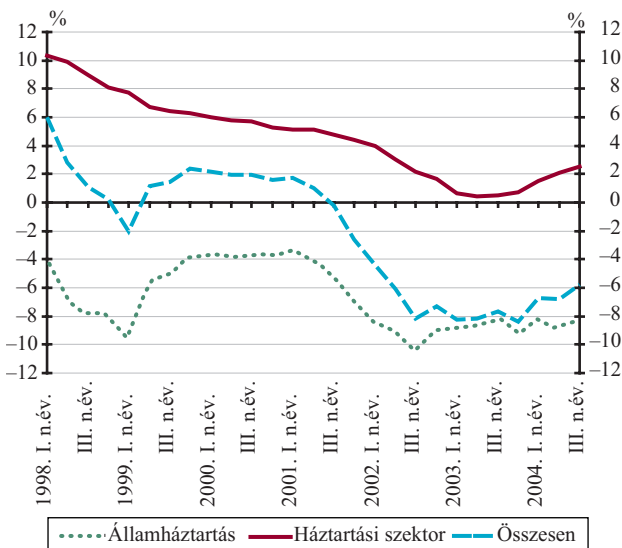
Bár a külső egyensúlytalanság mértéke nem csökkent, a megtakarítási-beruházási egyenleg szektorok szerinti szerkezete azonban kedvező irányba mozdult el, ami valamelyest mérsékelte a forint sebezhetőségét. A növekvő nettó pénzügyi megtakarítások miatt a háztartások a korábbinál nagyobb részben tudtak finanszírozni az államháztartás hiányát. A vállalati szektor finanszírozási igényével magyarázható külső forrásigény stabilitási szempontból kisebb kockázatot jelent, mivel a vállalati beruházások hozzájárulnak a jövőbeli export növekedéséhez, és a szektor forrásigényét jellemzően kedvezőbb szerkezetű – nagyobb mértékben nem adósságot generáló – tőkeáramlások finanszírozzák.

A szélesebb értelemben vett államháztartás szezonálisan igazított GDP-arányos finanszírozási igénye érdemben nem változott, a 2003. évben tapasztalt 8,5 százalékot követően az I. félévben 8,4 százalék volt<sup>3</sup>. A háztartási szektor GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítása 2004 I. félévében gyorsan növekedett, és a tavalyi historikus mélypont után megközelítette a GDP 2 százalékát. A historikus összehasonlításban még mindig alacsony lakossági pénzügyi megtakarítás emelkedésében a hitelfelvételnek az államilag támogatott lakáscélú hitelfelvétel szigorítását követően bekövetkezett gyors csökkenése játszotta a kulcsszerepet. A felhalmozási kiadások növekedése miatt ugyanakkor nőtt a vállalati szektor forrásigénye, ami ellensúlyozta a háztartások pénzügyi megtakarításában be-

#### I-19. ábra

#### Az államháztartási és háztartási szektor GDP-arányos nettó finanszírozási képességének alakulása

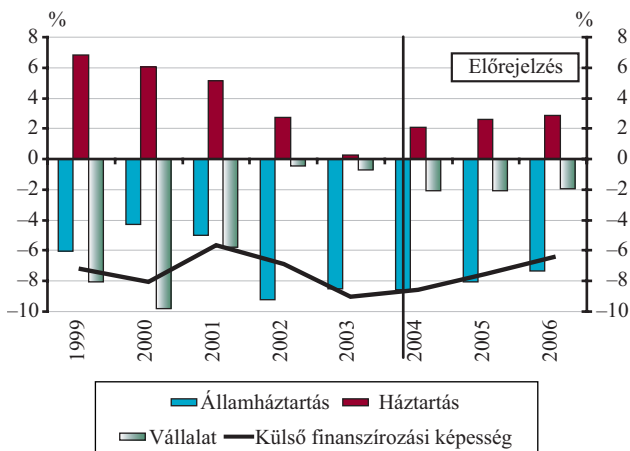
(szezonálisan igazított adatok)



<sup>3</sup> Az igazítás során kiszűrtük az EU-ba történt belépést követő egy hónapnyi importáfa-bevételkiesés egyszeri hatását.

I-20. ábra

**A nemzetgazdasági szektorok finanszírozási képessége és a külső finanszírozási igény a GDP arányában**



következett emelkedést, és így az ország külső finanszírozási igénye továbbra is magas szinten maradt.

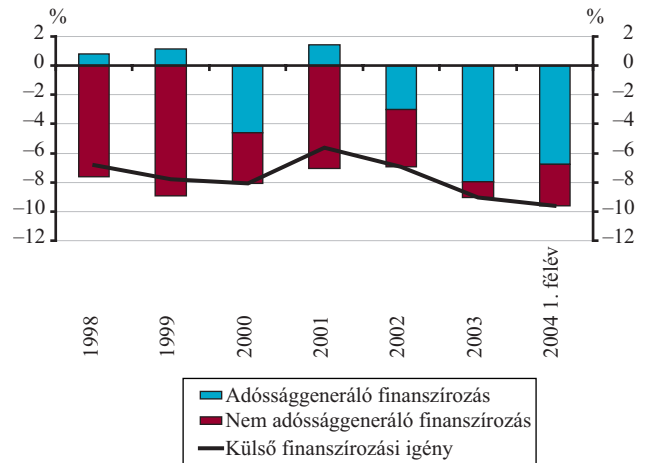
#### I. 4. 2. A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNYÁNAK FINANSZÍROZÁSA

A belföldi szektorok megtakarítási-beruházási szerkezetének elmúlt időszakban bekövetkezett változása és a külső finanszírozási igény magas szinten történő stabilizálódása erőteljesen hatott az ország nettó külső adóságának dinamikájára. Mivel 2002–2003-ban a magas külső finanszírozási igény olyan szektorok – az államháztartás és a háztartások – pozícióváltozására volt visszavezethető, amelyek nem, vagy csak korlátozott mértékben képesek nem adósságeneráló források bevonására, a jelentős folyó fizetémérleg-hiány a nettó külső adóság gyors növekedésével járt együtt. Az ország GDP-arányos nettó külföldi adósága a 2001-es 14 százalékról 2003 végére 23 százalékra emelkedett. 2004 I. félévében a magánszektor megtakarítási-beruházási egyenlegének kedvezőbb irányba történő elmozdulásával a hiányt finanszírozó tőkeáramlások szerkezete is kedvezőbbé vált. A vállalati szektor finanszírozási igényének emelkedésével nőtt a nettó működőtőke-beáramlás, amelynek háttérében nagyobb részben a magyar vállalatok regionális terjeszkedésének 2003-hoz viszonyított visszaszorulása, kisebb részben pedig a nem rezidensek Magyarországon megvalósuló közvetlentőke-befektetések emelkedése áll. A részvényvásárlásokat és a közvetlentőke-befektetéseket tartalmazó nem adósságeneráló finanszírozás aránya 2004 I. félévében mintegy 30 százalékot tett ki. Ez az érték historikusan még mindig igen alacsonynak tekinthető, azonban elmozdulást jelent a 2003-as 12 százalékos mélyponthoz képest.

Bár az adósságeneráló tételek szerepe a fenti folyamatok miatt kismértékben csökkent, de szerepük továbbra is meghatározó maradt, és ha 2003-hoz képest kismérték-

I-21. ábra

**A nemzetgazdaság külső finanszírozásának szerkezete**

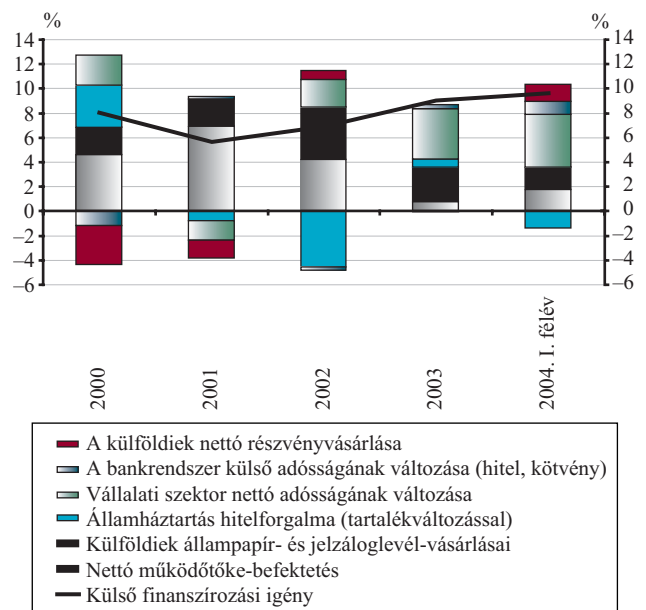


ben csökkenő dinamikával is, de folytatódott a nemzetgazdaság eladósodása. Ugyanakkor folytatódott az adósságeneráló tételeken belül 2003 második félévében megindult átrendeződés is: a külföldiek nettó forint állampapír-vásárlásai helyett a nemzetgazdaság külső forrásigényének a nettó működőtőke-beáramlást meghaladó részét egyre inkább a hazai magánszektornak a bankrendszeren keresztül külső eladósodása finanszírozza.

A magánszektor hitelfelvételén belül a bankrendszer külföldi forrásbevonása volt jellemző, miközben a vállalati szektor nettó külföldi adóságállománya csökkent. Azonban a belföldi vállalatok esetében a külföldi forrásbevonás mérséklődése a hazai bankoktól felvett devizahitelek növekedésével járt együtt. Hasonló jelenség fi-

I-22. ábra

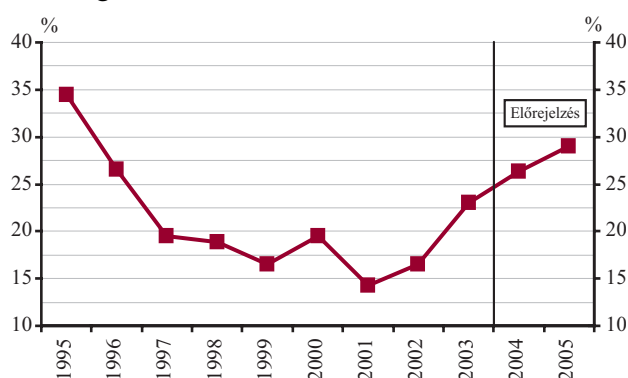
**A külső finanszírozási igény és finanszírozása a GDP százalékában**



gyelhető meg a lakossági szektor esetében is, amelyik az I. félévben 700 millió euró értékben növelte devizahiteleinek és devizalízing-állományának nagyságát, így a háztartási szektor nettó devizaadóssá vált. A fentiek következtében a nemzetgazdaság nettó adósságának növekedésében a devizapozíció vállalásával járó kockázatot egyfelől az állampapír- és jelzáloglevél-vásárlással a nem rezidensek vállalták fel, másfelől pedig a háztartási szektor is kismértékben tovább növelte a kockázatvállalásban játszott szerepét.

### I-23. ábra

#### Magyarország GDP-arányos nettó külföldi adósságának alakulása



2001 előtt a folyó fizetési mérleg hasonlóan magas hiányát elsősorban működőtőke-beáramlás finanszírozta, így a GDP-arányos nettó külföldi adósság fokozatosan csökkent, és 2001 végére 14 százalékra süllyedt. A külső adósság 2002-től azonban újra emelkedésnek indult, és 2003 végére a GDP 23 százalékára nőtt, majd 2004 I. félévében további 3 százalékpontos növekedéssel megközelítette az 1996-os szintet. Az eladósodási folyamatban kezdetben az államháztartás játszott vezető szerepet, de 2003-tól a pénzügyi közvetítőrendszer külső adósságának növekedése is jelentős mértékben hozzájárult a fenti folyamatokhoz, miközben a vállalati szektor GDP-arányos adósságjellegű tartozása csökkent.

#### I. 4. 3. KOCKÁZATOK A KÜLSŐ EGYENSÚLY ALAKULÁSÁBAN

Az elkövetkező években a háztartási szektor nettó finanszírozási képessége kismértékben tovább emelked-

het, ugyanakkor elsősorban a háztartási szektor likviditási korlátjának lazulása miatt a szektor nettó finanszírozási képessége várhatóan a kilencvenes évek végén tapasztaltnál lényegesen alacsonyabb szinten stabilizálódhat. A vállalati szektor finanszírozási igénye a jelenlegi szintről várhatóan tovább fog növekedni. Mivel a magánszektor finanszírozási képességének jelentős emelkedése nem valószínű, a külső finanszírozási igény fenntartható, vagyis az eladósodást megállító szintre történő csökkentésében az államháztartásnak kell döntő szerepet vállalnia. A külső egyensúlytalanság mérséklődésére a konvergenciaprogramban megfogalmazott kormányzati hiánycsökkentés megvalósulása esetén kerülhet sor.

A magánszektoron belüli pozícióátrendeződés sebezhetőségi szempontból kedvező hatása, hogy a nem adósságeneráló tételek jelentősége várhatóan nő a külső finanszírozási igény finanszírozásában, mivel a vállalati szektor magasabb finanszírozási igénye várhatóan nagyobb működőtőke-beáramlással fog együtt járni. De a kedvező tendenciák ellenére várhatóan tovább folytatódik a nemzetgazdaság nettó külső adósságának emelkedése, hiszen az államháztartás finanszírozási igényének magas szintje miatt az adósságeneráló finanszírozás súlya továbbra is magas marad.

A magasabb GDP-arányos adósság mellett, hogy magasabb adósságszolgálat jár, más mutatók megítélését is befolyásolja: magas adósságráta mellett a folyó fizetési mérleg, illetve az államháztartás jelentős hiánya is nagyobb súllyal esik a latba a sebezhetőség megítélésakor. Az emelkedő adósság az egyensúlyi pályától való távolodást jelent. A gazdaságpolitika hitelességének csökkenése az adósságtól elvárt kockázati prémium emelkedéséhez vezethet.

Magyarország esetében számos tényező hozzájárul ahhoz, hogy a hosszú távon fenntarthatatlan külső egyensúlyi folyamatok ellenére a gazdasági szereplők továbbra is megbíznak a forinteszközökben. A jelentős kockázati prémium mellett ezen tényezők között szerepel, hogy a gazdaságpolitika elkötelezte magát az euró bevezetése és így az államháztartás hiányának jövőbeli csökkentése mellett, ami középtávon a külső finanszírozási igény mérséklődését és az eladósodás dinamikájának csökkenését kell hogy eredményezze. Hozzájárul a befektetői bizalomhoz a bruttó hazai termék és az export viszonylag

### I-3. táblázat

#### A nemzetgazdasági szektorok külfölddel szembeni nettó tartozásának alakulása a GDP százalékában

	1999	2000	2001	2002	2003	2004. I. félév
Magyarország nettó külföldi tartozása	75	73	67	67	79	84
Ebből nem adósságjellegű tartozás	59	53	54	50	56	58
Adósság (a)+b))	16	20	14	16	23	26
a) Konszolidált államháztartás	6	5	5	10	12	13
b) Magánszektor (1.+2.)	10	15	9	6	11	13
1. Vállalat	6	8	6	1	3	2
2. Hitelintézet	4	6	3	4	9	10

magas növekedési üteme. Fontos tényező, hogy a globális kockázatvállalási kedv jelenleg viszonylag alacsonyban tartja a feltörekvő országok eszközeitől elvárt kockázati prémiumot, és történeti összehasonlításban alacsonyok a dollár- és eurókamatok is, ami nagyban hozzájárul, hogy a GDP-arányos nettó külső adósság gyors emelkedése ellenére csökkent a külső adósság GDP-arányos kamatterhe. Szintén mérsékeli a kockázatokat az államháztartás adósságának szerkezete, a devizaadósság viszonylag alacsony aránya, és a hosszú lejáratú kötvények jelentős súlya, melynek következtében lassú az adósság átárazódása és viszonylag mérsékelt annak kamatkockázata. A háztartások eladósodottsága a dinamikus növekedés ellenére még nem kiemelkedően magas, és bár a háztartások a tavalyi év folyamán nettó devizaadóssá váltak, árfolyamkockázatuk rendelkezésre álló jövedelmük arányában egyelőre még elhanyagolható.

A jelenlegi fenntarthatatlan külső egyensúly javulásának kulcsa az államháztartási hiány csökkentése. Az Európai Uniónak benyújtott konvergenciaprogramban Magyarország kötelezettséget vállalt az államháztartási hiány fokozatos csökkentésére. Ugyanakkor a költségvetésben meglévő determinációk miatt további nagymértékű elsődleges egyenleget javító intézkedések szükségesek, ami növeli a tervezettnél nagyobb hiány kialakulásának a kockázatát. Jelentős stabilitási kockázatokkal járhat, ha ezekre a hiánycsökkentő intézkedésekre nem kerül sor.

A külső egyensúly szempontjából további fontos kérdés a kvázi-fiskális tevékenységet végző intézmények és az úgynevezett PPP-konstrukciók hatása.<sup>4</sup> A fiskális politikának az egyensúlyra gyakorolt hatását ilyen konstrukciók léte mellett a hivatalos, ESA-szemléletű államháztartásihiány-mutató nem tudja jól megragadni. A fiskális politika tényleges keresleti hatásának meghatározásánál a kvázi-fiskális tevékenységek és a PPP-konstrukciók keresleti hatását is figyelembe kell venni. A költségvetési feladatoknak a PPP-konstrukciókban történő megoldása tehát nem csökkenti az államháztartásnak a külső hiányra gyakorolt hatását. Fontos tehát, hogy az államháztartás hivatalos hiányának csökkenését ne ellensúlyozza a hiányba be nem számító, de keresletet teremtő tevékenységek bővülése.

További kockázatot jelenthet, hogy a fiskális konszolidáció későbbre halasztása nemcsak a külső egyensúlyt és a nemzetközi befektetési pozíciót, illetve az adósság szerkezetét ronthatja, hanem aláásná a gazdaságpolitika hiteleségét is. Amennyiben az euró kitűzött időpontban történő bevezetése melletti gazdaságpolitikai elkötelezettség hitelessége csökken, akkor az önmagában is hozzájárulhat a gazdaság sebezhetőségi megítélésének romlásához.

A fiskális konszolidáció elmaradása mellett a másik nagy sebezhetőségi kockázatot a külső konjunktúra alakulása

jelent. Amennyiben a külső kereslet az európai gazdaság várttól elmaradó növekedése miatt kisebb lesz a prognosztizálnál, a sebezhetőségi megítélést javító jelenlegi exportdinamika és gazdasági növekedés is mérséklődhet. A mérsékelt európai konjunktúra a vállalati szektor finanszírozási igényének mérséklődésén keresztül akár a külső finanszírozási igény mérséklődése irányába is hathat, a befektetői megítélésen keresztül azonban ennek ellenére is növelheti a forint árfolyamának sebezhetőségét. Az export növekedési ütemének lelassulása ugyanis erősítheti a leértékelődési várakozásokat és hasonló hatása lehet a vállalatitőke-bevonás csökkenése miatt a folyó fizetési mérleg hiányában esetleg bekövetkező kedvezőtlen szerkezeti változásnak, vagyis az adósságeneráló finanszírozás ismételt növekedésének is.

A nemzetgazdaság külső forrásigényét finanszírozó tőkeáramlások szerkezeténél fennáll annak a kockázata is, hogy a hazai tőkepiacok fejlődésével párhuzamosan a külföldiek nem a közvetlenebb kontrollt jelentő működőtőke-befektetéseken keresztül, hanem a tőkepiacokon adósságinstrumentumok vásárlásával vállalnak szerepet a magyar gazdaság finanszírozásában.<sup>5</sup> Ez – hasonlóan a prognosztizálnál esetlegesen nagyobb vállalati finanszírozási igényhez – nem jelent közvetlen stabilitási kockázatot, hiszen a gazdaság és a pénzügyi piacok fejlődésével megfigyelhető az a tendencia, hogy a finanszírozásban folyamatosan emelkedik az olcsóbb adósságeneráló tételek súlya. Ugyanakkor az eladósodottsági mutatók emelkedése ronthat a gazdaság sebezhetőségi megítélésén.

#### I. 4. 4. A DEVIZATARTALÉKOK ALAKULÁSA

I-24. ábra

##### A nemzetközi tartalékok alakulása



A feltörekvő és a csatlakozó országok esetében a befektetők fokozott figyelemmel kísérik a devizatartalékok alakulását. Ha a tartalék elmarad az általuk kívánatosnak tartott szinttől, azt a piac az árfolyamrendszer sebezhe-

<sup>4</sup> Lásd: A PPP-megoldásokról makrogazdasági szemszögből, Jelentés az infláció alakulásáról, 2004. november.

<sup>5</sup> Lásd: Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2003. december.

tőségének jeleként értékelheti, ami önmagában csökkentheti egy árfolyamrendszer hitelességét és növelheti a kamatfelárat, kritikus helyzetben pedig hozzájárulhat a leértékelődési várakozások kialakulásához is. Ezért a Monetáris Tanács a jegybanki tartalékstratégiáról több évre előre tekintően határoz az árfolyamrendszer sajátosságainak és a monetáris politika céljainak megfelelően. Ennek során a tanács szem előtt tartja a befektetők által elvárt szintet is, így a tartalékpoltika alakítása során a magyar gazdaság sajátosságaihoz illeszkedő mutatók mellett figyelembe veszi a befektetők által figyelt mutatószámok alakulását is.

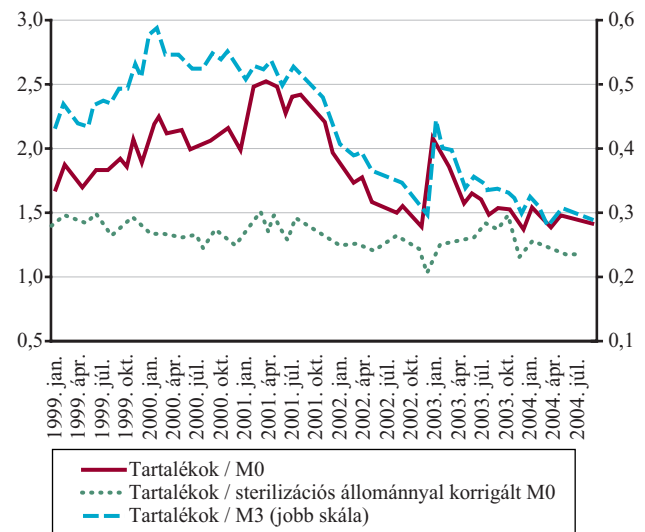
A devizatartalékok szintje a szűk sávós árfolyamrendszerben a folyamatos sávszéli intervenció következtében jelentősen felduzzadt, és meghaladta az akkor optimálisnak tartott szintet. Az árfolyamsáv szélesítését követően lehetővé vált a devizatartalék csökkentése, amit az államháztartás 2002. évi finanszírozási stratégiája tett lehetővé. 2003-ban jelentősen megnőtt a tartalékszint volatilitása. Az év elején az árfolyamrendszer védelmében a jegybank közel 5 milliárd eurót kényszerült megvásárolni, aminek nagyobb részét az ezt követő fél évben a devizapiacra értékesítette. 2003 második felétől kezdve a tartalékszint alacsony volatilitás mellett 10 és 11 milliárd euró között ingadozott. A tartalék elégségességének megítéléséhez a befektetők, hitelminősítők és nemzetközi intézmények is számos mutatót vizsgálnak meg. A tartalékszintet leggyakrabban a monetáris bázishoz, a bővebb pénzmennyiséghez, a nemzetgazdaság éven belül lejáró külföldi adósságához vagy az egyhavi importhoz viszonyítva vizsgálják.

A tartalék/monetáris bázis mutató arról tájékoztat, hogy a devizatartalék a jegybankpénz mekkora hányadára jelenthet fedezetet. A mutató használata mögött az az elgondolás húzódik meg, hogy ha a tartalék nagysága meghaladja a monetáris bázis szintjét, akkor a jegybanknak – elméletileg – lehetősége van egy valutatanács bevezetésére, vagy egy kulcsvalutára történő egyoldalú áttérésre (dollarizáció). Ha a jegybank fő eszköze betétoldali instrumentum, akkor az áttérés során a tartalékoknak a jegybanknál elhelyezett sterilizációs állományra is fedezetet kell biztosítani, ha pedig a monetáris politika irányadó fő eszköze a kereskedelmi bankoknak nyújtott hitel, akkor az áttéréshez szükséges tartalékmennyiség a monetáris bázisnál a kereskedelmi bankok jegybanktól felvett hiteleinek összegével alacsonyabb.

A nemzetközi összehasonlításokban a tartalékszintet gyakran viszonyítják a bővebb pénzmennyiségi mutatókhoz is. A tartalék/M2 vagy a tartalék/M3 mutatók szintje önmagában kevés információt szolgáltat, hiszen ezen arányok a pénzügyi rendszer fejlődésével rendszerint csökkennek, és a tapasztalat szerint a hányados értéke a fejlettebb pénzügyi rendszerekben általában nagyságrendekkel alacsonyabb, mint a kevésbé fejlett országok esetében. Ugyanakkor a mutatók

I-25. ábra

### A nemzetközi tartalékok állománya különböző monetáris aggregátumokhoz viszonyítva



gyors csökkenéséből a befektetők gyakran következtetnek az árfolyamrendszer sebezhetőségének növekedésére. Magyarországon a tartalékok bővebb pénzmennyiségi mutatókhoz viszonyított aránya – amennyiben eltekintünk a 2003. évi spekulációs támadás átmeneti hatásától – trendszerűen csökkent, amit részben a tartalékszint 2002. évi tudatos csökkentése, részben pedig a pénzügyi közvetítőrendszer fejlődése magyaráz.

Az ázsiai válság óta az egyik leggyakrabban vizsgált mutatóvá vált a tartalékszintet és a nemzetgazdaság rövid lejáratú külföldi adósságát összevető ún. Guidotti-szabály. A mutató egy olyan krízishelyzetet feltételez, amikor egy kiterjedt likviditási sokk miatt a gazdaság egyet-

I-26. ábra

### A devizatartalék a nemzetgazdaság éven belüli külső adósságának arányában\*



\* A fizetésimérleg-statisztika alapján, eredeti lejárat szerint.



I. len szereplője sem jut új hitelhez, és arról ad tájékoztatást, hogy a devizatartalék hozzávetőlegesen hány évre tenné lehetővé a külső adósság törlesztését. Bár Magyarország esetében a magánszektorra jellemző igen magas külföldi tulajdon miatt gyakorlatilag kizárható egy ilyen válsághelyzet kialakulása, a mutató népszerűsége miatt a jegybank figyelemmel kíséri annak alakulását. További probléma a mutatóval, hogy nem veszi figyelembe a magánszektor külfölddel szembeni jelentős mennyiségű rövid lejáratú, likvid követelésállományát

sem, ami a fenti típusú sokk esetén az adósságtörlesztés forrása lehet.

Magyarország esetében a mutató értéke<sup>6</sup> az elmúlt három év során fokozatosan mérséklődött, de folyamatosan 1 fölötti szinten maradt. A mutató csökkenését az időszak elején a tartalékszint mérséklődése, az elmúlt másfél évben elsősorban a magánszektor rövid lejáratú bruttó adósságának emelkedése magyarázza.

---

<sup>6</sup> A nemzetgazdaság egy évnél rövidebb bruttó adósságának számszerűsítésekor a hitelintézetek derivatív pozíciókból származó tartozásait nettósítva vettük figyelembe. Ezt elsősorban a derivatív instrumentumok elszámolási sajátosságai magyarázzák, hiszen tranzakciók kötések mind a külfölddel szembeni tartozások, mind pedig a követelések gyorsan emelkednek, miközben a nettó derivatív pozíció nem változik.

## **II. A PÉNZÜGYI PIACOK SZERKEZETÉNEK ALAKULÁSA**



## II. 1. ÖSSZEFOGLALÓ

A pénzügyi rendszer és azon belül a bankrendszer stabil működése szempontjából kulcsfontosságú a különböző pénzügyi közvetítői tevékenységből és a vállalt pozíciókból származó kockázatok pontos ismerete. Ehhez egyszerre kell két tényezőt megítélni: mekkora a pénzügyi közvetítő rendszer egyes szereplői által felvállalt (árfolyam-, kamat-, likviditási stb.) pozíciók mértéke, és hogy milyen mértékű sokkok várhatóak a különböző nyitott pozíciókhoz tartozó pénzügyi eszközök árának és mennyiségének alakulásában. Bár a váratlan és nagyarányú elmozdulások legtöbbször összefüggésben állnak a gazdaság fundamentális helyzetével, a pénzügyi piacok hatékonysága és likviditása nagyban befolyásolja az eszközárak volatilitását és ezáltal végső soron a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitási kockázatait.

Ebben a fejezetben ennek megfelelően a hazai pénzügyi piacok – azon belül a deviza-, a pénzpiac és az adósságpapírok piacának – egyes szegmenseit vizsgáljuk meg abból a szempontból, hogy mennyire működnek megfelelően és hatékonyan. Ennek kapcsán fontos szempont, hogy az adott részpiacon kik a tipikus szereplők (hazai bankok, spekulánsok, végbefektetők), mekkora a koncentrálttság, mennyire átlátható és mennyire hatékony az árazás. A piac likviditásának megítéléséhez emellett figyelembe vesszük a másodpiaci forgalom nagyságát, a vételi és eladási árfolyamok közötti különbséget mértékét, illetve az árfolyam és hozamok volatilitását.

A hazai pénzügyi piacok közül 2004-ben – a kis nyitott gazdaságokra jellemző módon – továbbra is a devizapiac a leglikvidebb. A másodpiaci forgalomból kiemelkedik az FX-swap piac részesedése, de az azonnali deviza-

piac forgalma is jelentős, bár ez utóbbi esetben az árfolyam-volatilitással párhuzamosan némi visszaesérről beszélhetünk az elmúlt egy évben. Míg az azonnali piacon egyaránt jelen vannak a bankok, a külföldiek és a belföldi vállalatok, az FX-swap piacon továbbra is magas koncentráció mellett a külföldiek a meghatározó szereplők. Továbbra sem növekszik a kis forgalmú bankközi határidős piac, amelynek jellemző szereplői a fedezeti ügyleteket kötő hazai vállalatok, és elhanyagolható a budapesti opciós piac, amelyik jellemzően csak közvetíti a belföldi spekulációs és fedezeti ügyleteket a sokkal nagyobb londoni forint opciós piac felé.

Az állampapírpiac nemzetközi összehasonlításban magas a külföldi befektetők súlya. Itt a forgalom stabil, de a devizapiaccal ellentétben a volatilitás megnövekedésével párhuzamosan többször átmeneti forgalomvisszaeséssel találkozhattunk. A vételi és eladási árfolyamok közötti különbséget a forint állampapírpiac magasabb, mint a cseh és a lengyel piacon. Ezt egyrészt a hozamok 2002-től megfigyelhető növekvő (és csak 2004-ben mérséklődő) volatilitása, másrészt az európai gyakorlattól eltérő, nem elektronikus, ezért kevésbé transzparens kereskedési rendszerben zajló üzletkötés magyarázhatja.

2004 első felében dinamikusabban növekedett a pénzpiac forgalma, a betéti piac növekedésében szerepet játszott, hogy lecsökkent az egynapos jegybanki eszközök igénybevétele, ami arra utal, hogy a likviditási pozíció napi menedzselésében intenzívebben kereskednek egymással a pénzpiaci szereplők. A repóügyletek népszerűségének a növekedéséhez pedig az ÁKK-nak azon pénzpiaci ügyletei járultak hozzá, amelyeket a kincstári számla simítása érdekében kezdett meg.

**II-1. táblázat****A hazai pénzügyi piacok egyes szegmensei átlagos napi másodpiaci forgalmának alakulása***(milliárd Ft)*

	2003. I. félév	2003. II. félév	2004. I. félév
Deviza azonnali	144,8	137,3	129,7
FX-swap	325,9	329,7	396,6
FX határidős	26,2	22,2	19,8
Devizaopciós forgalom	7,5	2,1	4,0
<b>Teljes devizapiaci forgalom</b>	<b>504,4</b>	<b>491,3</b>	<b>550,2</b>
Állampapírpiac	85,2	80,1	87,9
Egyéb kötvénypiac	0,9	0,4	0,5
Jelzáloglevelek	1,7	1,5	2,5
<b>Teljes adósságpapír-piaci forgalom</b>	<b>87,7</b>	<b>82,0</b>	<b>90,9</b>
Fedezetlen hitel/betét	68,6	93,0	117,0
Repó	10,3	8,9	14,8
<b>Teljes pénzpiaci forgalom</b>	<b>78,9</b>	<b>102,0</b>	<b>131,8</b>

## II. 2. DEVIZAPIAC

### II. 2. 1. AZONNALI (SPOT) PIAC

A spot devizapiaci kereskedés színtere a tőzsdén kívüli (OTC) piac, ahol a magyar kereskedelmi bankok töltik be az árjegyzők szerepét és jellemzően külföldi ügyfelekkel, euróval szemben kötik az ügyleteiket. A hazai bankok, e szerepük ellenére, csak korlátozottan vállalnak fel árfolyamkockázatot, és a turbulensebb időszakokban a mérlegükben megjelenő nyitott pozícióikat a derivatív piacokat (elsősorban a határidős piacot) is igénybe véve tudják mérsékelni.

A bankok által viselt árfolyamkockázat a kitettségen túl az árfolyam volatilitásától is függ, amelynek mérsékelt szinten tartásában a hazai piac likviditása, azon belül a forgalom is fontos szerepet játszik. Az 500 millió eurós napi átlagos forgalom alapján a hazai spot forint–deviza piac likviditása hasonló Kelet-Közép-Európa többi jelentősebb devizapiacához, a forintpiaci volumene a térségben a második legnagyobb. A lengyel zloty napi forgalma 750, a cseh koronáé 450 millió euró volt 2004 elején. Ugyanakkor az elmúlt három év alatt a cseh korona forgalma szinten maradt, míg a zloty lengyel bankok által jelentett forgalma közel 50 százalékkal visszaesett. Ez utóbbi abból ered, hogy a külföldi bankok központosították devizakereskedési részlegüket, így a forgalomnak ez a része külföldre került.

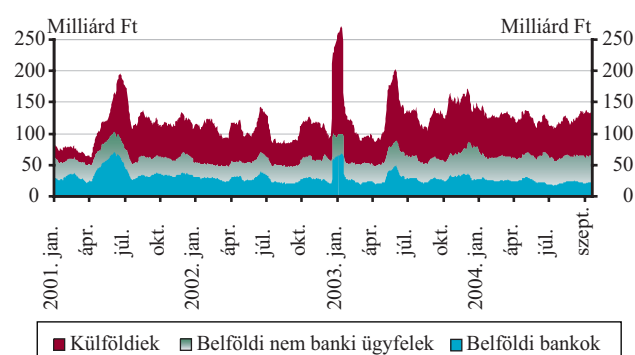
A hazai devizapiaci forgalma döntően a 2001-es sávszélesítés és devizaliberalizáció után nőtt meg. 2003-ban a hektikusabb árfolyammozgások miatt tovább – 140 milliárd forintra – emelkedett az átlagos napi forgalom, majd a devizapiaci turbulenciák csillapodásával a forgalom a közelmúltban kissé alacsonyabb szinten látszik stabilizálódni, de a mérsékelt növekvő trend továbbra is megfigyelhető.<sup>7</sup>

A spotpiacon a legaktívabbak a külföldi befektetők, a napi forgalom közel felét az ő tranzakcióik adják. A forgalomból való részesedésük a devizaliberalizációt követően nőtt meg 20-ról 50 százalékra. A BIS 2004-es felmérése<sup>8</sup> szerint a forint–deviza spotpiac egyharmada

II-1. ábra

#### Forint–deviza spotpiaci forgalom ügyféltípusonként

(20 napos mozgóátlag)



Londonban bonyolódik le, ezt figyelembe véve a külföldiek aránya még magasabb, mintegy 2/3-a lehet az összforgalomnak. A külföldiek meghatározó szerepe természetesnek tekinthető egy nemzetközi méretekben kicsi, liberalizált devizapiac esetében, ez jellemző a régió más devizapiacaira is. A külföldiek spotpiaci részesedése (off-shore piac nélkül) a cseh korona esetében 50 százalék körüli, míg a lengyel zloty kereskedésében 60 százalékos.

A belföldi nem banki szereplőknek alapvetően a reál gazdasági tranzakcióik végrehajtásához van szükségük forint–deviza konverzióra, külkereskedelemhez vagy más devizaműveletekhez kapcsolódóan. Az elmúlt két évben megfigyelhető részesedésük trendszerű növekedése, az elmúlt néhány hónap átlagában már 35 százalékát ők kötötték a hazai ügyleteknek, ami nominálisan mintegy 50 százalékos bővülést jelent 2002-höz képest. A növekedést a külkereskedelmi forgalom bővülése mellett a belföldiek dinamikus devizahitel-felvétele magyarázza.

A hazai bankok egymás közt csak a forgalomnak egy kis hányadát, 15–20 százalékát bonyolítják le. Üzletkötéseik napi összértéke forintban kifejezve az utóbbi években lényegében változatlan maradt, ami jelzi, hogy a

<sup>7</sup> A liberalizációról bővebben lásd „László Flóra–Móré Csaba–Vigh Mikle Szabolcs–Wolf Zoltán: A devizaliberalizáció és a sávszélesítés hatásai”, Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2002. június.

<sup>8</sup> A BIS által koordinált, 2004-ben elvégzett, a „Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004” című felmérés keretében összegyűjtött adatok alapján.

hazai hitelintézetek szerepe egyre inkább csak a közvetítésre, illetve nyitott pozícióik fedezésére korlátozódik.

A spotpiaci szereplők megoszlásának fent leírt, hosszabb távú trendjei mellett megfigyelhető egy jellegzetes szezonális is. Az elmúlt évek utolsó 2-3 hetében a belföldi nem banki szereplők devizapiaci aktivitása jelentősen megemelkedett, az összforgalmon belüli részarányuk több nap átlagában az 50 százalékot is meghaladta. Erre az időszakra esik ugyanis a decemberi tőzsdei határidős (futures) devizakontraktusok lejáratára, a növekvő forgalom egyrészt ezek elszámolásához kapcsolódik, de az év végi pozíciózárások is hozzájárulhatnak a belföldiek növekvő aktivitásához.

A piac devizanemek szerinti megoszlására az jellemző, hogy a forgalom túlnyomó részét, 80-85 százalékát euróban bonyolítják le, a dollár részaránya közel 10 százalékos. A devizák szerinti denominációban az utóbbi másfél évben kisebb átrendeződés volt megfigyelhető: a svájci frank részesedése a korábbi 1-2 százalék után 2004 harmadik negyedévére 5 százalékra nőtt. Ez a tendencia a lakossági devizahitelezéssel áll összefüggésben, amelynek állománya 2004 tavaszától kezdett dinamikusabban növekedni, és az euró mellett a svájci frank vált a hitelek legnépszerűbb devizanemévé.

A spot devizapiac igen koncentrálnak tekinthető, 25 hazai bank kereskedik napi gyakorisággal, de közülük a 6 legnagyobb bonyolítja le az összesített forgalom 60 százalékát. A külföldiek szemszögéből vizsgálva is hasonló mértékű koncentrációt kapunk, a 6 legnagyobb külföldi bankkal szemben bonyolódik a forgalom 50 százaléka. A 10 legnagyobb (a forgalom 70 százalékát magáénak tudó) külföldi bank között a nagy londoni bankházak mellett megtalálhatóak német és osztrák székhelyű hitelintézetek is.

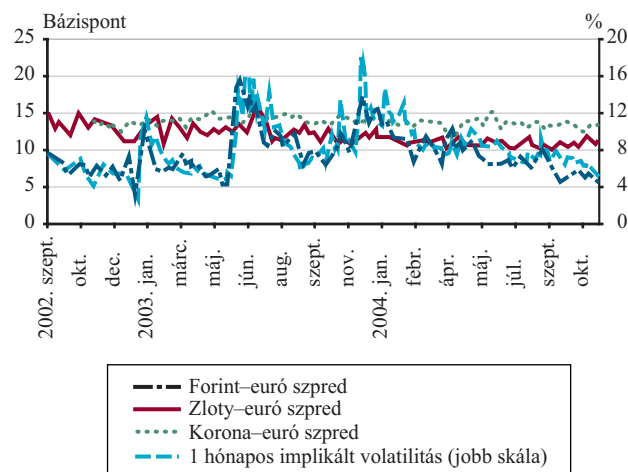
A devizapiaci likviditását a piaci forgalom nagyságával, a vételi és eladási árfolyamok különbségével (bid-ask szpred) és tágabb értelemben az árfolyam volatilitásának változásával szokták jellemezni. A napi átlagos forgalom (125 milliárd forint) mellett a piaci likviditást jól jellemzi, hogy az elmúlt egy évben a kereskedési napok mindössze egy tizedében kereskedtek 85 milliárd forintnál kevesebb értékben a spotpiacon.

Az árjegyző bankok az alacsonyabb likviditásból eredő kockázat ellen a deviza vételi és eladási árfolyamának különbözetét (bid-ask szpred) növelve tudnak védekezni. 2004 folyamán az átlagos szpred az árfolyam százalékában kifejezve 9 bázispontnyi volt (azaz 0,25 forint). A szpred mértéke regionális szinten alacsony-

II-2. ábra

**Regionális bid-ask szpredék és a forint volatilitása**

(9 napos mozgóátlag)



nak számít, csak a nagyobb devizapiaci turbulenciák idején haladta meg a zlotyra és a cseh koronára jellemző 10-15 bázispontos átlagot. (Összehasonlításképpen, az euró-dollár bid-ask szpred 3 bázispont körül mozog.) A forintpiaci szpred hosszabb távon az árfolyam-volatilitással mutat együttmozgást. A 2003-as növekedés után a volatilitás mérséklődésével a szpred is lecsökkent, 2004 októberében pedig már historikus minimuma körül ingadozott. Ugyanakkor a turbulens időszakokban a növekvő szpred és volatilitás átlagosnál nagyobb spotpiaci forgalommal járt együtt. Ez azt mutatja, hogy a szpred megugrásából ezekben az esetekben nem lehet a piac likviditásának csökkenésére következtetni.

**II. 2. 2. FX-SWAP SZEGMENS**

A forint-deviza piac bruttó forgalom alapján legjelentősebb és a nemzetközi trendnek megfelelően dinamikusan növekvő szegmense az FX-swap<sup>9</sup> piac. A napi forgalom átlagos értéke meghaladja a 350 milliárd forintot, mely az azonnali piac forgalmának közel háromszorosa. Bár méret alapján az FX-swap piac a legfontosabb pénzügyi piaci szegmens, az itt jelentkező potenciális stabilitási kockázatok ugyanakkor valamelyest különböznek az egyéb szegmensek kockázataitól.

Az FX-swap ügylet lényegében egy devizafedezet melletti hitelügylet, ezért a hitelkockázat e piacon csak korlátozottan jelentkezik<sup>10</sup>. Mivel az ügyletek túlnyomó többségét külföldi partnerek, legtöbbször finanszírozási céllal kötik a hazai bankokkal, e szegmens elsősorban likviditási kockázatot jelent a pénzügyi rendszer stabili-

<sup>9</sup> Az FX-swap egy olyan egyszerű csereügylet, melynek során a két fél a jelenben elcserél két különböző devizában denominált összeget (spotláb), és előre rögzítik azok visszacserélésének dátumát (forwardláb). A cserék (pénzáramlások) mindkét lábon ténylegesen megtörténnek, nyitott devizapozíció egyik félnél sem keletkezik, a kamatkülönbözet a forwardláb árfolyamába épül. Az FX-swap a devizaswapok legegyszerűbb formája, nem ekvivalens a „többlábú” devizaswapokkal („currency swap”).

<sup>10</sup> Az ügyletek teljesítésekor a devizapiaci nem teljesítési kockázat (Herrstatt-kockázat) természetesen itt is jelen van, amit a piaci szereplők limitekkel és a kiegyenlítés megfelelő időzítésével kezelnek.

tására vonatkozóan. A korábbi turbulens piaci időszakok során az FX-swap piac megfelelően működött, az ezekben az időszakokban jelentősen megnövekedett forgalom és a jelentős tőke mozgások közvetítése ellenére nehézségek nem jelentkeztek. E piac figyelemmel kísérése azért is fontos, mert a külföldi szereplők azonnali ügylettel kombinálva spekulatív céllal is köthetnek FX-swap ügyletet, az általuk kevésbé használt határidős piacot helyettesítve.

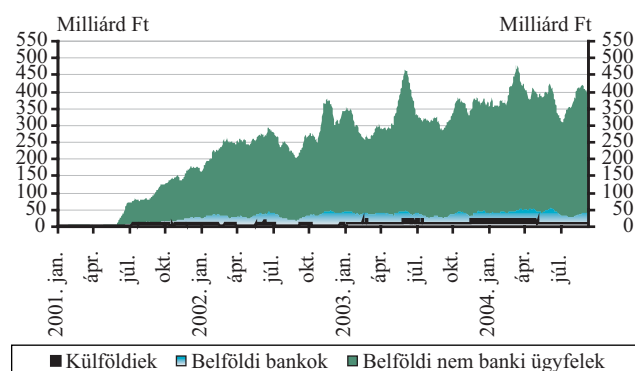
Az FX-swap forgalomból a belföldi bankok egymás közötti forgalma a külföldiekkel kötött ügyleteknek csak egytized részét teszi ki. A belföldi nem banki szereplőkkel kötött ügyletek ritkák, forgalmuk elenyésző.<sup>11</sup>

Az FX-swapok forgalma a hazai devizapiacra a 2001 júniusában történt devizaliberalizáció után igen gyors ütemben növekedett. A külföldiekkel bonyolódó forgalom növekedését követve a hazai bankok egymás közötti forgalma is megjelent. A forgalom bővülése – bár kisebb ütemben – 2002-ben és 2003-ban is dinamikus volt, 2004 elejétől azonban stabilizálódni látszik a napi 350-400 milliárdos átlagos szinten.

### II-3. ábra

#### A magyar bankrendszer forint–deviza FX-swap forgalmának alakulása szektoronként

(20 napos mozgóátlag)



A BIS 2004-es felmérése szerint a globális forint FX-swap forgalom mintegy egyharmada külföldön<sup>12</sup> bonyolódik, ami azt jelenti, hogy a nagy valószínűséggel döntő részben londoni bankok által bonyolított forgalom a hazai bankrendszer forgalmának a felét, 180 milliárd forintot tesz ki, azaz a globális forint–deviza FX-swap forgalom napi átlaga jelenleg meghaladja az 500 milliárd forintot.

A forgalom növekedése megfelel a globális trendnek, az FX-swapok a világ összes devizapiacán a legnagyobb növekedésű szegmenseket jelentik. (A BIS 2004. áprilisi felmérése alapján 3 év alatt a globális forgalom mintegy

másfélszeresére nőtt.) Regionális összehasonlításban a hazai FX-swap piac spotpiacéhoz viszonyított háromszoros nagysága hasonló a lengyel piachoz, ahol ez az arány 3,5-szeres. A cseh koronánál csak kétszeres ez a szorzó, ami a külföldiek kisebb állampapír-piaci jelenlétével állhat összefüggésben.

A devizanemenkénti bontás az amerikai dollár egyeduralmát mutatja ebben a szegmensben, az azonnali piaccal ellentétben itt a forgalom 93 százalékát az amerikai dollárral szemben kötött csereügyletek adják. A fennmaradó 6 százalék euró viszonylatú ügylet, és hozzávetőleg 0,5 százalékos forgalmat mutatnak a svájci frank ügyletek is. A dollár dominanciája szintén nemzetközi jellemzője az FX-swapok piacának, amit a piaci szereplők piaci hagyományokkal magyaráznak.

Az ügyletek lejáratát tekintve a nemzetközi arányoknak megfelelően a magyar piacon is a legrövidebb (1 hetes vagy annál rövidebb) lejáratú ügyletek dominálnak, ezek a forgalom majdnem 90 százalékát adják. A fennmaradó 10 százalékot egyenletesen osztoznak a 1 hét és 1 hónap, az 1 hónap és 3 hónap, valamint a 3 és 6 hónap közötti lejáratú kötések. A 6 hónapnál hosszabb lejáratú ügyletek aránya nem jelentős.

A hazai FX-swap piacon a koncentrátságot jelzi, hogy bár 25 belföldi bank köt ügyleteket, ezek közül rendszeres napi forgalma azonban csak 14-nek van, és a három legaktívabb forgalmú hazai bank (ezek nagy nemzetközi anyabankok leányai) mondhatja magáénak a teljes forgalom 60 százalékát. A koncentráció és a piacvezetők köre a liberalizáció óta nem változott érdemben.

A külföldi partnerek megoszlását vizsgálva a spotpiacon is aktív, jellemzően londoni befektetési bankok adják a külföldiekkel szembeni forgalom csaknem 100 százalékát. A koncentráció magas, a 6 legnagyobb külföldi szereplővel bonyolódik a forgalom 50 százaléka.

Az FX-swap ügyletek növekvő forgalmában alapvető szerepet játszik, hogy amíg a devizapiaci liberalizáció előtt a külföldi befektetők az állampapír-keresletükhöz szükséges forintot azonnali ügyletek keretében vásárolták meg, addig a devizakorlátok eltörlésével a külföldi szereplők számára nemcsak a „hagyományos” derivatívák (határidős, opciós ügyletek) piaca nyílt meg, hanem lehetőségük nyílt FX-swap ügyletek kötésére is a magyar bankokkal. Ettől kezdve a piaci szereplők mérlegeikben szereplő eszközeik tényleges változtatása nélkül tudnak rendkívül rövid idő alatt módosítani kitettőségükön, árfolyam- vagy kamatpozíciójukon. E tény jelentősen megváltoztatta a devizapiaci és állampapír-piaci kereslet közötti kapcsolat természetét.

<sup>11</sup> A derivatív piacokról bővebben lásd „Csávás Csaba–Kóczán Gergely: A származékos forintpiac fejlődése és hatása a pénzügyi stabilitásra”. Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2003. december.

<sup>12</sup> Külföldön kötött ügylet alatt azon ügyleteket értjük, melyeket két külföldi szereplő köt egymással, ezen ügyletekről az MNB rendszeres számszerű információval nem rendelkezik.



Bár a külföldi szereplők állampapír-állománya 2001 elejétől folyamatos emelkedést mutat, ez mégsem jelentette a külföldiek devizapiaci forintkeresletének ugyanilyen mintájú növekedését. A külföldiek ugyanis FX-swapokon keresztül is hozzájuthatnak az állampapír-vásárlásokhoz vagy állampapír-portfóliójuk fenntartásához szükséges összeghez (a swapok első, „spot” lábán), ami azért lényeges különbség az azonnali devizapiaci vásárlásból történő finanszírozáshoz képest, mert az FX-swap kötésével a külföldi befektető nem módosítja forintárfolyam-kitettséget, nem változtatja forintpozícióját.<sup>13</sup> Tehát így a külföldi szereplők el tudják különíteni állampapír-állományukra (vagy más forinteszköz-állományukra) és vállalt forintpozíciójukra vonatkozó döntéseiket, ezeket egymástól függetlenül is kialakíthatják. Ugyanakkor kihasználva e piac magas forgalmát, egy FX-swap ügylet és egy azonnali devizapiaci tranzakció kombinálásával szintetikus határidős devizapozíciót lehet kiépíteni.

### II. 2. 3. A HATÁRIDŐS PIAC

Az egyszerű („outright”) határidős devizaügyletek forgalma a hazai forintpiacon lényegesen alacsonyabb az azonnali, vagy az FX-swap szegmensénél. Ezt a piacot elsősorban fedezési céllal használják, erre utal, hogy a másik két szegmessel ellentétben ezen ügyletek hazai piacát a bankok belföldi nem banki szereplőkkel kötött ügyletei dominálják, az átlagos 15–20 milliárdos forgalom 80–90 százalékát az ő ügyleteik adják. A maradékot gyakorlatilag a külföldiekkel kötött ügyletek teszik ki, a belföldi bankok egymással kötött ügyletei elenyésző forgalmat mutatnak.

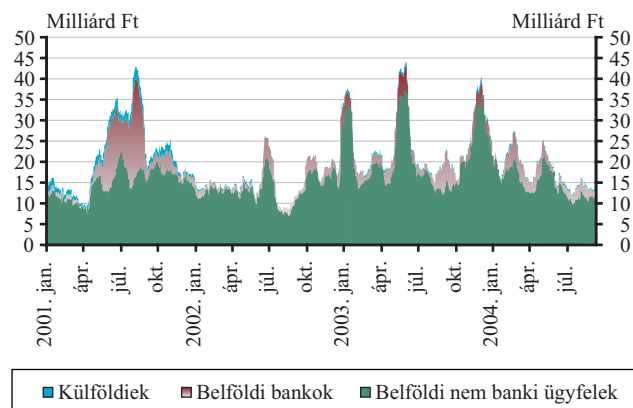
A határidős ügyletek szegmens viszonylag alacsony hazai forgalma és a főként fedezési motiváció miatt nem tartozik a stabilitási szempontból jelentős piaci szegmensek közé. A hektikusabb devizapiaci időszakok alatt viszont megnő a fontossága, mivel a hazai bankok ilyenkor gyakran igyekeznek ezen a piacon belföldi ügyfelekkel szemben lefedezni az azonnali piacon vállalt nyitott pozícióikat. Ezt mutatja, hogy bár a határidős piac forgalmának időbeli alakulásából markáns tendencia nem olvasható ki, a turbulens devizapiaci időszakokban a forgalom jelentős megugrásokat mutat.

A BIS 2004-es felmérése szerint a külföldi határidős forintforgalom lényegesen nagyobb a hazainál, annak mintegy háromszorosa (a forgalom egynegyede bonyolódik csak magyar bankkal szemben), de a swap és spot szegmens forgalmát így sem közelíti meg. Ugyancsak közvetett információk utalnak arra is, hogy a külföldi forgalomból lényegesen nagyobb arányban részesedik a bankok egymás közti forgalma.

II-4. ábra

### A magyar bankrendszer bruttó határidős forint–deviza forgalmának alakulása

(20 napos mozgóátlag)



Jelenleg a forgalom felét teszik ki az 1 hónapos vagy annál rövidebb lejáratú ügyletek és mintegy 20-20 százalékát az 1 és 3 hónap, valamint 3 és 6 hónap közötti ügyletek. 2001-ben a rövid lejáratú (1 hónapon belüli) ügyletek részesedése még sokkal magasabb volt, ettől kezdve azonban arányuk jelentősen lecsökkent.

A határidős forgalom devizanemenkénti bontását vizsgálva elmondható, hogy ezen ügyletek leggyakrabban euróval szemben kötöttek, azonban jelentős a dollár aránya is. A két domináns deviza mellett mérhető forgalma van a svájci franknak (kb. 5 százalék), a japán jennek és az angol fontnak is, tehát a devizánkénti megoszlás színesebb a swappiacénál.

A hazai piac ebben a szegmensben is koncentrálnak nevezhető, a 6 legnagyobb forgalmú bank bonyolítja a forgalom több mint 60 százalékát, és a meghatározó bankok köre a sávszélesítés óta érdemben nem változott.

### II. 2. 4. OPCÍÓS PIAC

A hazai származékos devizapiacok legkisebb szegmensét az opciós piac képviseli. A piac mérete a határidős piacénál is kisebb, napi átlagos forgalma 5 milliárd forint körül mozog. Piaci információk alapján valószínűsíthető, hogy a forwardok mellett ez az a szegmense a forint–deviza piacnak, amelynél a piaci aktivitás túlnyomó része külföldi piacokra koncentrálódik, becslések szerint Londonban a forgalom a hazainak akár ötszöröse is elérheti.

Az opciós piac elsősorban turbulens időszakokban játszik fontosabb szerepet, ekkor hirtelen többszörösére ugrik a napi forgalom. Bár ez a piac (a forwardügyletekhez hasonlóan) fedezés mellett spekulációs pozíci-

<sup>13</sup> A külföldi befektetők leggyakrabban egynapos swapok görgetésével finanszírozzák az árfolyamkockázattól védett forintpozíciójukat, részben ez okozza, hogy a rövid lejáratú ügyleteknek a legmagasabb a forgalma a swapok esetében.

ók kiépítésére is alkalmas, a forgalma még a londoni piaccal együtt sem éri el a spotpiaci szegmens méretét, így feltételezhető, hogy a piaci árfolyam alakításában nincs lényeges szerepe.

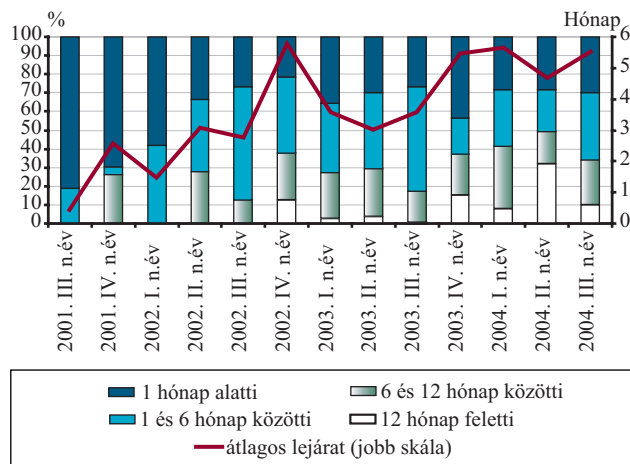
Az opciós piac szerkezete leginkább a spot piacéra hasonlít. A külföldiek adják a forgalom több mint felét, de itt a belföldi nem banki szereplők aránya is jelentős. A piac egyik sajátossága, hogy a bankok a belföldi nem banki szereplőkkel kötött opciókat általában még ugyanazon a napon lefedezik külföldiekkel, ellenkező irányú, de minden jellemzőjében megegyező opciós ügylet megkötésével (ezek az ún. opciós párok). Míg 2002–2003-ban az ilyen párban kötött ügyletek tették ki a forgalom 40 százalékát, 2004-ben arányuk 75 százalékra nőtt, ami arra utal, hogy a hazai nem banki szereplők egyre inkább birtokukba veszik a piac Budapestre koncentrálódó részét.

Az opciós piac jellemző devizaneme az euró, hasonlóan a spot- és a forwardpiachoz. A lejárat szerkezet a határ-idős piacéhoz hasonlít, a megkötött opciók ügyletértékel súlyozott futamideje az elmúlt egy évben 5 hónap körül volt. Az egy és hat hónap közötti futamidejű opciók teszik ki az ügyletek közel 30 százalékát. A hat és tizenkét hónap közötti opciók részaránya is viszonylag magas, mintegy 40 százalékos, és az ennél hosszabb kötések

részaránya sem elhanyagolható. A lejárat szerkezetben a forwardokhoz hasonló tendencia figyelhető meg, az 1 hónapos opciók aránya 2002 folyamán lényegesen lecsökkent, míg 2004-re az egy éven túli futamidejű ügyleteké nőtt meg. Ennek hatására az átlagos lejárat érezhetően hosszabbodott, ami a belföldi egyéb szereplők által kötött ügyletek részarányának növekedésével áll összefüggésben, akik általában hosszabb futamidejű opciókat kötnek, mint a külföldiek.

II-5. ábra

#### A hazai opciós piac lejárat szerkezete



## II. 3. KÖTVÉNYPIAC

### II. 3. 1. ÁLLAMPAPÍRPIAC

A magyar kötvénypiacot az állampapírok dominálják, a vállalatok kötvénykibocsátásokkal lényegében nem jelennek meg a piacon, egyedül az elmúlt években megjelent jelzáloglevelek felfutása tehetné változatosabbá a kínálatot a pénzügyi piacok ezen szegmensén, de eddig a kibocsátott jelzálogleveleknek csak elenyésző része jelent meg a másodlagos piacon.

Az állampapírpiacra a kibocsátott értékpapírokat a befektetők felé az elsődleges forgalmazók közvetítik, amelyek mindegyike bank vagy bankhoz szorosan kapcsolódó befektetési vállalkozás. A közvetítői szerep miatt az állampapírpiac hatékonyabb működése csökkenti a bankok likviditási és kamatkockázatát.

A másodlagos állampapírpiac forgalmának túlnyomó többsége az OTC-piacon zajlik. Ez az eurózónában is hasonlóan történik, alapvető különbség azonban, hogy míg ott az elektronikus kereskedés adja a többségét a piaci forgalomnak, nálunk a telefonos, illetve piaci közvetítőtől keresztül az üzletkötések zöme. Míg az elektronikus platformon folyó kereskedés esetén folyamatos az árjegyzés, azaz minden szereplő figyelemmel tudja kísérni a piac mozgását, addig az elsődleges forgalmazók jegyzéséről nálunk csak az ő közvetlen megkeresésükkel lehet információhoz jutni. Emiatt kevésbé átlátható a piaci árfolyam alakulása.

A most csatlakozó országok felében szintén OTC-piacon folyik az állampapír-kereskedés. A régiókban a számottevő forgalommal rendelkező piacok közül egyedül Szlovákiában bonyolítják tőzsdei ügyletként a másodlagos kereskedést, Csehországban és Lengyelországban hazánkhoz hasonlóan lényegében 100 százalékos az OTC-ügyletek részesedése.

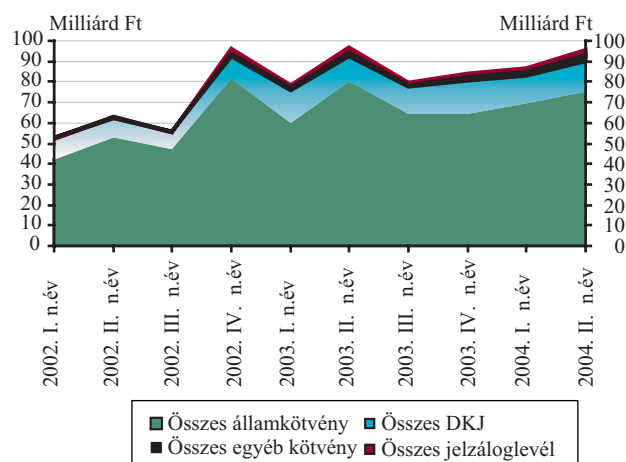
A forgalmazók az OTC-kereskedés fenntartásában érdekeltek a tőzsdeivel szemben, mivel egyrészt így az anonimitás jobban megőrizhető, a kereskedőknek nem kell mindegyik szereplő előtt feltárniuk a pozícióikat. Ez nagy tételek vétele-eladása esetén – ami a külföldi ügyfelek

számottevő állampapír-piaci részesedése miatt jellemző a hazai piacra – fokozott előnyt jelent. Másrészt a nagyobb piaci szereplők preferálják az egyéni igényeket jobban kiszolgáló, tőzsdén kívüli kereskedést, a tőzsdei szabványosított kereskedéssel szemben. A tőzsdén kötelező a T+2 napi elszámolás, az OTC-n is ez az elterjedt, de lehet ennél rövidebb is (T vagy T+1).

A forgalmi adatok megerősítik, hogy az adósságpapírok között az állampapírok jelentik a legnagyobb szegmenst. 2004 második negyedévében az államkötvények és diszkont kincstárjegyek részesedése – a hitelpapírok többi szegmensének enyhe forgalomművekedése ellenére – az összes forgalomnak még mindig 97 százalékát tette ki.<sup>14</sup> Az állampapíron kívüli egyéb adósságpapírok forgalmának emelkedését előbb az egyéb kötvények, majd 2003-tól a jelzáloglevelek felfutása okozta.

II-6. ábra

A hitelpapírok instrumentumonkénti napi átlagos nominális forgalma, negyedévenként



A dinamikusan növekvő államkötvénypiac napi forgalma 2004 közepén már 75 milliárd forint értékű volt, míg a hasonló ütemben bővülő diszkontkincstárjegy-forgalom ennek körülbelül egy ötödét teszi ki. A jelzáloglevelek esetében alacsony bázisról ugrásszerű növekedés következett be 2002 végétől kezdve, és az időszak egé-

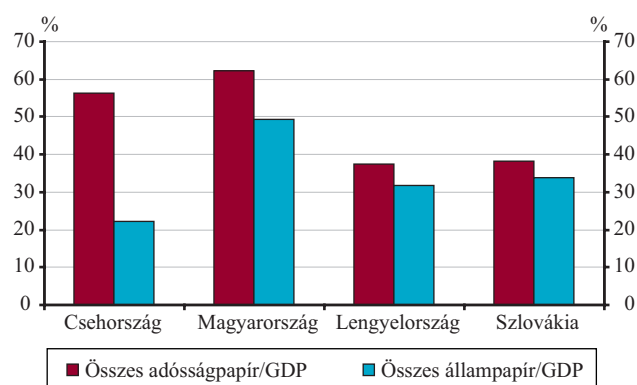
<sup>14</sup> Forrás: Keler Rt. letétkezelői jelentései és a BÉT adósságpapírokra vonatkozó adatai. AZ OTC-adatok nem tartalmazzák az egy letétkezelőn belül folyó forgalmat, ezért a teljes másodpiaci forgalom alsó becslését jelentik.

szében több mint 25-szörösére, 2-3 milliárd forintra növekedett a napi átlagforgalom.

Bár az adósságot megtestesítő értékpapírok állománya az államadósság magas szintje és a jelzáloglevél-kibocsátások következtében GDP-arányosan a legmagasabb a régióban, az állampapír-forgalom az erőteljes bővülés ellenére – különösen a lengyel piaccal összehasonlítva – viszonylag alacsony likviditásra utal.

### II-7. ábra

**Az összes adósságpapír és az állampapírok állományának GDP-hez viszonyított aránya, 2003 decemberében**

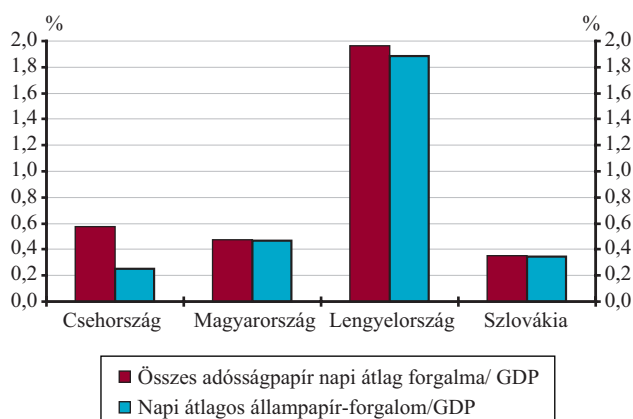


Forrás: EKB.

### II-8. ábra

**Az összes adósságpapír és az állampapírok napi átlagos másodpiaci forgalma**

(a GDP arányában, 2003-ban)



Forrás: EKB.

Bár a forgalmi adatokról partner szerinti megbontás nem áll az MNB rendelkezésére, az állampapír-forgalom többségét nagy valószínűséggel a belföldi szereplők kereskedése adja.<sup>15</sup> A külföldi befektetők előszeretettel adnak megbízást aukciókon történő vásárlásra, és gyakran hosszabb ideig tartják a papírjaikat tranzakció nélkül. Csak jelentősebb piaci elmozdulások

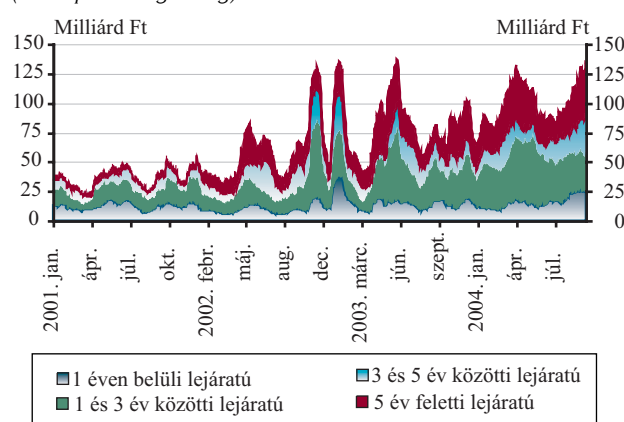
idején kereskednek nagyobb volumenben a másodlagos piacon. Feltételezhetően az ő aktívabb részvételük okozta 2002 végén és 2003 második negyedévében a forgalom megugrását. Az előbbi egy állampapír-vásárlási, az utóbbi egy állampapír-eladási hullámot jelentett.

Az állampapírokon belül a két legnagyobb forgalmú szegmens a leghosszabb (öt év feletti) és a rövid kötvények (1–3 év közötti lejáratú) egyaránt 35 százalék körüli részesedéssel, míg a másik két szegmens (az éven

### II-9. ábra

**Állampapír-forgalom lejárat szerinti megoszlása**

(20 napos mozgóátlag)



belüli és a 3–5 év közötti lejáratú papírok) forgalma 15 százalék körül látszik stabilizálódni.

A magyar állampapírpiac sajátossága, hogy hozamban történik a jegyzés, ami megtévesztő lehet, ha az európai különbözettel hasonlítjuk össze. Nagyságrendileg ott is a hazai OTC-piaci különbözettek jellemzők, de mivel ott árfolyam alapon jegyzik az árakat, ez valójában lényegesen szűkebb különbözetet jelent, különösen a hosszú lejáratú papírok esetén.

Hazánkban a tőzsdén lebonyolított ügyletek alacsony forgalmának egyik fő oka lehet, hogy az elsődleges forgalmazók a maximálisan megengedett különbözet mellett jegyzik a papírokat, ami hozamban 50 bázispontot jelent (nem benchmark, fix kamatozású papírok esetén). A tényleges kereskedés az OTC-piacon zajlik, ahol a kereskedők ennél lényegesen alacsonyabb különbözetet tartanak fenn.

Az állampapírpiacra a vételi és eladási árfolyamok közötti különbözet egyrészt jellemzi az általános piaci bizonytalanságot, másrészt a likviditási kockázatot is. A magyar piacon viszonylag korlátozottak erre a különbözetre vonatkozó adatok, becslésünk szerint az OTC-pia-

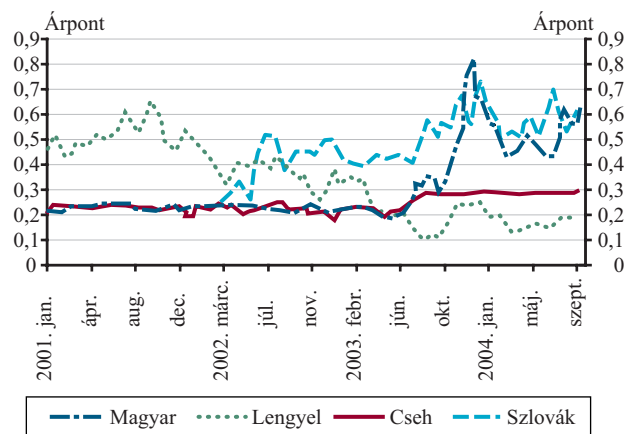
<sup>15</sup> Az ÁKK elsődleges forgalmazók számára előírt jelentése alapján 2004 első felében az elsődleges forgalmazók forgalmuk 31%-át bonyolították deviza-külföldiekkel.

con hozamban kifejezve körülbelül 5-10 bázispontos a különbözet.

A magyar kötvénypiacon hosszú ideig a cseh állampapíripiacnak megfelelő különbözet volt megfigyelhető (0,2 árpont – azaz árfolyamban kifejezett százalékpont – körüli érték<sup>16</sup>). Ez 2003 nyarától a piaci turbulenciák következtében megemelkedett, és viszonylag nagy megrugás után 0,4–0,6 árpont közötti értékre állt be 2004 első félévének végére. Ez a leginkább likvid lengyel piacon tapasztalt értéknek a kétszerese, nagyjából a szlovák értékkel megegyező. A magas különbözetet a piac működésének sajátosságai (a nem elektronikus, hanem bilaterális alapon és hozamban történő kereskedés) mellett az magyarázhatja, hogy a 2002-től kezdve meredeken emelkedett az állampapírhozámok volatilitása, amely csak 2004 folyamán kezdett mérséklődni, bár még így sem érte el korábbi szintjét.

II-10. ábra

A magyar, a cseh, a lengyel és a szlovák állampapíripiacok átlagos vételi és eladási árai közötti különbözete



Forrás: DrKW Research.

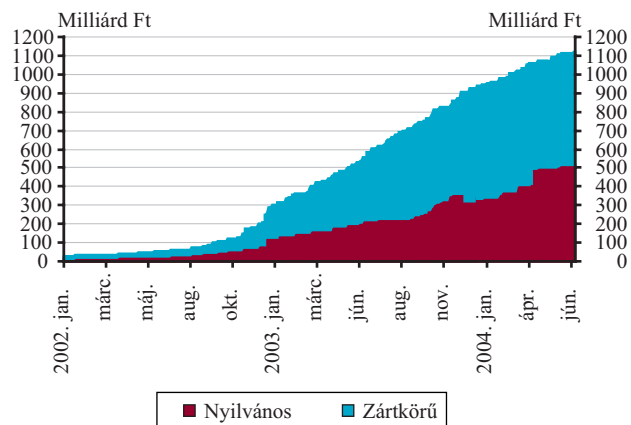
Mivel az állampapíripiacra nagy mennyiségű állampapír eladása a korlátozott piaci likviditás miatt csak jelentős árhatással lehetséges, ezért kicsi a valószínűsége, hogy egy külső sokk hatására a külföldi befektetők állományában hirtelen nagymértékű csökkenésre kerüljön sor. A viszonylag alacsony likviditás miatt ugyanakkor egy-egy nagyobb tranzakció is komoly hozamváltozáshoz vezethet, rövid idő alatt jelentős hozamvolatilitást eredményezve (ahogy az például 2003 októberében történt).

### II. 3. 2. JELZÁLOGLEVÉL-PIAC

A hazai állampapíripiac után a kibocsátott értékpapír-állományt tekintve a jelzáloglevél-piac a legnagyobb. 2004 második negyedévének végén a papírok összesített névértéke 1120 milliárd forint volt. Három jelzáloghitelintézet van jelen a piacon: a Földhitel- és Jelzálogbank (FHB), az OTP Jelzálogbank (OTPJ) és a HVB Jelzálogbank (HVBJ). A piac fejlődésének az első lökést a 2001-ben megalkotott támogatási rendszer jelentette, majd 2002-ben, a jelzáloghitelezés feltételeinek módosítása hatására a jelzáloglevél-állomány dinamikus növekedésnek indult. A papírok állománya azután egyenletesen, átlagosan havi 50 milliárd forinttal növekedett. 2004 tavaszától kezdve az állomány havi növekedése a korábbiak közel felére csökkent, amelyben a lakáshitelezés szigorítása játszik szerepet.

II-11. ábra

Jelzáloglevelek állománya a kibocsátás típusa szerint



A jelzáloglevelekkel a tőzsdén és a tőzsdén kívül is kereskednek. A tőzsdei fogalom alacsony, az elmúlt két év során a BÉT-re bevezetett 40 papírra a kötések összértéke átlagosan havonta 6-7 milliárd forint volt. Az OTC-piacon hasonló nagyságú, 5-10 milliárd forint volt a havi forgalom 2004 első felében annak ellenére, hogy a zártkörben kibocsátott jelzáloglevelekkel csak itt kereskednek.

A jelzáloglevelek forgalma elmarad az állampapírok forgalmától. A diszkontkincstárjegyek havi forgalma az összállomány 25%-a, államkötvényeknél 60%, míg a jelzálogleveleknél a piacon értékesített állományra vetítve 2%-os ez az arány.<sup>17</sup> Ez az érték nemzetközi összehasonlításban is kifejezetten alacsony, a dániai piacon – a

<sup>16</sup> A korábbiakban említettek szerint a magyar állampapíripiac sajátossága, hogy hozamban folyik a jegyzés. Ezzel szemben a különbözeteket nemzetközi szinten legkönnyebben árfolyamban kifejezve lehet összehasonlítani.

<sup>17</sup> A piacon értékesített mennyiséget úgy definiáltuk, hogy a teljes jelzáloglevél-állományból kivontuk az OTP által megvásárolt OTPJ és a HVB által megvásárolt HVBJ által kibocsátott jelzálogleveleket.

második legnagyobb jelzáloglevél-piac Európában – a havi forgalom átlagos értéke a teljes állomány 20 százaléka.

A hazai jelzáloglevél-piac illikviditásának egyik oka az, hogy a tőzsdére bevezetett papírok sorozatnagysága kifejezetten kicsi, átlagosan 14 milliárd forint. A hazai bankok tulajdonában levő ilyen típusú papírok értékesítése a piac alacsony likviditása miatt korlátokba ütközhet. Ezt viszont részben ellensúlyozza, hogy a bankok – bizonyos feltételekkel – jelzáloglevelek fedezete mellett hitelt vehetnek fel az MNB-től, szükség esetén így jutva likviditáshoz.

Az alacsony másodlagos piaci forgalomhoz hozzájárulhat az is, hogy a nyilvánosan kibocsátott jelzáloglevelek befektetői elsősorban végbefektetők, jellemzően hazai intézményi és külföldi befektetők. A hazai intézményi befektetők (biztosítók, befektetési alapok, nyugdíjalapok) portfóliójának összetételére különböző jogszabályi korlátozások vonatkoznak, amelyek közül a befektetési arányok általában az egy kibocsátótól származó értékpapírokra vonatkoznak. Nagyrészt ez motiválta, hogy a kibocsátók 2003 végétől a külföldi befektetők felé fordultak, ez utóbbiak részesedése a piacon értékesített állományból a 2003 közepi 5 százalékról 2004 második negyedévének végére 40 százalékra nőtt.

## II. 4. PÉNZPIAC

### II. 4. 1. FEDEZETLEN BANKKÖZI PIAC

Pénzügyi stabilitási szempontból a bankközi pénzpiac legfontosabb szerepe az, hogy a teljes bankrendszer rendelkezésre álló likviditásának hatékony elosztását biztosítsa. Egy jól működő bankközi piacon az egyes hitelintézetek szintjén jelentkező likviditási sokkok nem okoznak problémát a teljes bankrendszer likviditásában, és nem befolyásolják a fizetési rendszerek zavartalan működését. Ez akkor biztosított, ha mind a betét-, mind a hiteloldalt nagy forgalom, sok szereplő és alacsony koncentráció jellemzi. A bankközi forintpiac szerkezetének és fejlődésének megítéléséhez ezenkívül lényeges információk nyerhetők a jegybank monetáris politikai eszközeinek igénybevételi gyakoriságát és koncentrációját vizsgálva. Minél ritkább és alacsonyabb a jegybanki O/N eszközök igénybevétele (az autonóm likviditási tényezők ingadozásának adott szintje mellett), annál valószínűbb, hogy a bankközi piac hatékony és stabil.

A fedezetlen bankközi piac forgalma jelentős növekedést mutatott az elmúlt másfél évben, az átlagos napi forgalom a 2003 első félévében jellemző 70–90 milliárd forintos értékről 100–140 milliárd forintra emelkedett 2004 első felében. A forint erősödésére irányuló spekulációt követő likviditási helyzet 2003 első két hónapjában a bankközi forgalom átmeneti csökkenését váltotta ki. Ekkor a kéthetes jegybanki betét mennyiségi korlátja következtében a bankok többsége a jelentős likviditási feleslegét közvetlenül a jegybanknál helyezte el egynapos betétben, így csak mérsékelt bankközi forgalmat bonyolítottak egymással. Ezt követően azonban folyamatosan és gyorsuló ütemben emelkedett a bankközi forgalom, 2003 második félévétől kezdve pedig – egy év alatt – 70 százalékkal nőtt. A jelentős forgalombővüléshez valószínűleg hozzájárult a jegybanki egynapos betét 2003 második félévi és 2004 eleji alacsony igénybevétele, ami azt jelzi, hogy a bankok növekvő mértékben veszik igénybe a pénzpiac egyéb szegmenseit likviditási problémáik kezelésére.

#### II-2. táblázat

#### A fedezetlen bankközi piac és a jegybanki egynapos betét átlagos napi forgalma, félévenként

(Milliárd forint)

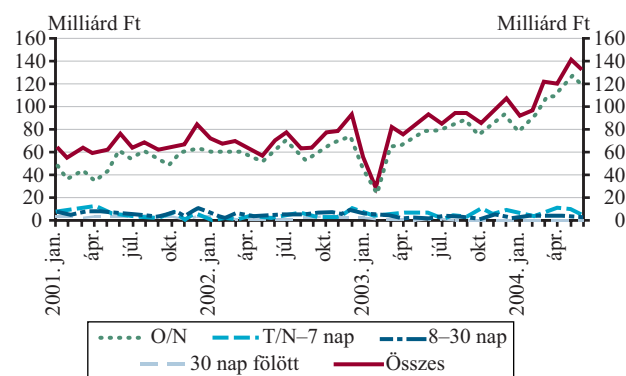
	2002. I.	2002. II.	2003. I.	2003. II.	2004. I.
Bankközi O/N betét	57,7	63,3	58,2	84,0	105,2
Jegybanki O/N betét	16,0	20,3	214,8	25,6	7,4

Ugyanakkor még mindig jellemző, hogy néhány kis hitelintézet likviditáskezelését a jegybank egynapos betéti ügyletének mindennapi igénybevétele jelenti. A jegybanki betéttel szemben a fedezett hitelek felvétele viszont fokozatosan emelkedett, 2004-ben az átlagos ügyletméret mellett az átlagos napi hitelfelvétel is meghaladta a betételhelyezés összegét. Ezt az magyarázza, hogy ebben az időszakban több tartalékperiódus végén is előfordult, hogy a bankrendszer egésze jelentősen alultartalékolttá vált, így csak a jegybanktól felvett nagyobb összegű hitellel tudtak eleget tenni tartalékkötelezettségüknek.

A fedezetlen bankközi piac gyors forgalomnövekedése elsősorban az O/N futamidő 80 százalék fölötti emelkedésében mutatkozott meg. Ennek következtében a fedezetlen bankközi piacot korábban is uraló O/N futamidő dominanciája tovább nőtt, a teljes forgalmon belüli aránya 2004 első felében elérte a 90 százalékot, szemben az egy évvel korábbi 85 százalékkal. Az O/N futamidőn gyakorlatilag valamennyi piaci szereplő megjelenik, az ügyletek futamidejének hosszával párhuzamosan folyamatosan csökken a részt vevő bankok száma.

#### II-12. ábra

#### A fedezetlen bankközi piac átlagos napi forgalmának alakulása



## II-3. táblázat

## A pénzpiac koncentrációjának alakulása

		2003. I.	2003. II.	2004. I.
Fedezetlen bankközi hitel	Koncentrációs ráta (5)*	50%	53%	53%
	Koncentrációs ráta (10)	77%	78%	77%
	Herfindahl-index	718	825	775
Fedezetlen bankközi betét	Koncentrációs ráta (5)	45%	48%	48%
	Koncentrációs ráta (10)	67%	72%	69%
	Herfindahl-index	717	719	745
O/N jegybanki betét, szűrt**	Koncentrációs ráta (5)	69%	56%	70%
	Koncentrációs ráta (10)	86%	82%	86%
	Herfindahl-index	1288	878	1286
Fedezett jegybanki hitel	Koncentrációs ráta (5)	72%	75%	74%
	Koncentrációs ráta (10)	92%	93%	93%
	Herfindahl-index	1435	1302	1450

\*A koncentrációs ráta (5) és (10) az öt, illetve tíz legnagyobb piaci szereplő összes piaci forgalmából való részesedését jelenti.

\*\*A három leggyakrabban (jellemzően napi rendszerességgel) betétet elhelyező hitelintézet nélkül. Ezek az elhelyezések ugyanis függetlenek a bankrendszer likviditási helyzetétől.

Bár 2002-ben a bankközi hitelfelvétel még érezhetően koncentráltabb volt a betételhelyezésnél, az elmúlt másfél év adatai alapján a fedezetlen ügyletek két oldalának koncentráltasága csaknem kiegyenlítődött. A féléves koncentrációs mutatók erős versenyre engednek következtetni a bankközi piacon. A jegybanki eszközök igénybevételének koncentrációja jól tükrözi az egyes piaci szereplők likviditásfeleslegének vagy -hiányának tartósságát, illetve a teljes bankszektor strukturális likviditási pozíciójának alakulását. A hiteloldal tartósan magasabb koncentrációja azt jelzi, hogy egyelőre kevés bank küzd rendszeres és nagyobb mértékű likviditáshiánnyal.

## II. 4. 2. REPÓPIAC

A bankrendszer likviditáskezelésének szempontjából a megfelelő futamidejű fedezetlen és repóügyletek egymás helyettesítői, és elsősorban az együttes forgalmuk alakulása számít. Stabilitási szempontból mégis kedvezőnek tekinthető a repópiac esetleges térnyerése a fedezetlen hitel- és betétügyletekkel szemben. A fedezett követelések ugyanis nagyobb biztonságot jelentenek a szereplőknek, és ebből kifolyólag ezen a piacon hatékonyabban lehet jelentősebb likviditási sokkokat kezelni, mert a bankok egymással szembeni limitjei magasabbak a fedezetlen piacénál.

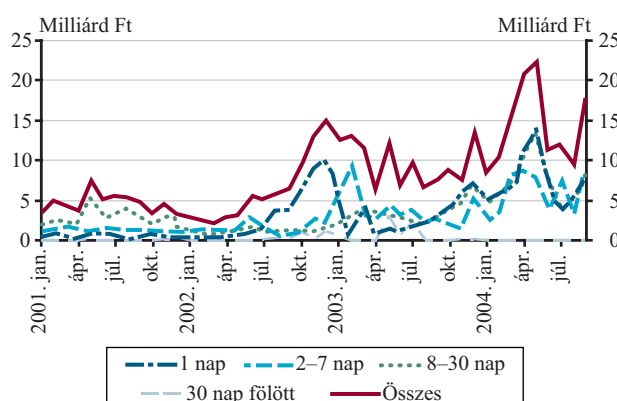
A fenti előnyök ellenére a repópiac forgalma és a piaci szereplők száma is jelentősen elmarad a fedezetlen pénzpiacétól. 2003-ban az átlagos napi forgalom 8–11 milliárd forint közötti szűk sávban ingadozva gyakorlatilag stagnált. 2004 első félévében azonban meredek, csaknem 50 százalékos emelkedést követően az átlagos napi forgalom elérte a 15 milliárd forintot. A változás hátterében nagyrészt az ÁKK által elindított Kincstári Egységes Számla (KESZ)-simítás áll. A KESZ-simítás keretében 2004 januárjától a kincstári számla fölős likviditását vagy éppen likviditáshiányát az ÁKK elsődleges forgalmazókkal lebonyolított repóügyletek segítségével kezeli. Ennek elindulásakor kialakítottak egy

repó-keretegyezményt (Master Agreement), amely tovább gyorsíthatja a repópiac fejlődését, hiszen a piaci szereplők egymással kötött szerződéseinek is mintájául szolgálhat.

## II-13. ábra

## A repópiac átlagos napi forgalmának havi alakulása

(futamidő szerint)



Az ÁKK jellemzően a legrövidebb lejáratú szegmensbe tartozó repóügyleteket használja a KESZ-simításhoz, ami a teljes forgalom futamidő szerinti bontásában is megmutatkozik: erőteljesebb növekedés az egynapos és az egy héten belüli futamidőben volt megfigyelhető (az egynapos forgalom csaknem duplájára nőtt), míg az ennél hosszabb lejáratú tranzakciók forgalma csökkent. Másrészt az ÁKK az első félévben kizárólag szállítási repót kötött az elsődleges forgalmazókkal, ami tükröződik a szállítási repóügyletek forgalmának 2004-ben végbement emelkedésében is. 2004 első félévében az ÁKK-val kötött repóügyleteket figyelmen kívül hagyva, a piaci szereplők egymás között bonyolított tranzakcióinak átlagos napi forgalma némileg csökkent.

A teljes repópiac koncentrációjára vonatkozóan a repóügyletek állományából lehet közelítő becslést ad-



ni.<sup>18</sup> Ezen adatok alapján úgy tűnik, hogy az elmúlt másfél évben az öt legnagyobb szereplő kötötte az összes ügyletet, sőt 2004 első félévében gyakorlatilag három szereplő volt a piacon. 2003 végéig a forrásszerzésre szolgáló passzív és a likviditást kihelyező aktív repóügyletek koncentrációja hasonló mértékű volt, de 2004 első félévében az aktív oldal sokkal koncentráltabbá vált, a Herfindahl-index például megközelítette a tökéletesen monopolpiacra jellemző 10 000-es értéket. (A hiteloldali piaci szereplők hiánya arra is visszavezethető, hogy az ÁKK a KESZ-simítás keretein belül elsősorban az aktív kihelyezésben volt érdekelt.) Összességében tehát valószínűsíthető, hogy a repópiac szélsőségesen koncentrált.

A repóügyleteken belül 2004 elején az egy évvel korábbihoz képest az óvadéki ügyletek átlagos ügyletmérete 2,5 milliárd forintra emelkedett, míg a szállítási repóknál 1,9 milliárd forintra csökkent. Ezzel megfordult a korábbi sorrend, és feltételezhető, hogy az óvadéki repók váltak koncentráltabbá.

### II. 4. 3. FORINT KAMATDERIVATÍVOK

Bár a forintpiaci kamatláb-derivatív szegmenséről a többi piaci szegmenshez képest viszonylag kevés információ áll rendelkezésünkre, a devizapiaci derivatív eszközkhöz hasonlóan ezek az instrumentumok is hozzájárulhatnak ahhoz, hogy a piaci szereplők nagyon rövid idő alatt változtathassanak pozíciójukon. Ez egyrészt áttételesen növelheti az alaptermékek (pl. pénzügyi ügyletek, állampapír-ügyletek) likviditását, hiszen a könnyebb pozícióváltogatás biztosítéka hozzájárulhat a nagyobb kitettség felvállalásához is. Ugyanakkor ez

egyben az alaptermékek piacán nagymértékű árfolyam-elmozdulásokat indukálhat.

A kamatderivatívok piacán használt két fő instrumentum a nemzetközi tendenciáknak megfelelően a határidős kamatláb-megállapodás (forward rate agreement, FRA), valamint a kamatswap (interest rate swap, IRS). Előbbi elsősorban a hozamgörbe rövid végére vonatkozó pozíciók nyitását vagy kockázatok kezelését teszi lehetővé, a jellemzően 1 éven belüli lejáratú ügyletek révén. A kamatswap a hozamgörbe középső, illetve hosszabb lejáratú szakaszára vonatkozó pozíciófelvételt tesz lehetővé, 1-2 éves lejáratától egészen a 10 éves lejáratig.

Becslésünk szerint a határidős kamatláb-megállapodások átlagos napi forgalma a hazai piacon 20 milliárd forint körül van, míg a kamatswapok esetében ez a szám kicsit kisebb, 18 milliárd forintra tehető.<sup>19</sup> A hazai kamatderivatív piac viszonylag alacsony forgalma összefüggésben állhat a hazai kötvénypiac viszonylag alacsony likviditásával. Anekdotikus információink alapján e két derivatív instrumentum forint relációjú piacának nagyobb része azonban külföldön (külföldi szereplők között) bonyolódik, tehát a globális forgalom vélhetően ezen értékeknél jelentősen nagyobb.

A hazai adatok azt mutatják, hogy a magyar bankok mindkét instrumentum esetében főként külföldi szereplőkkel kötik az ügyleteket, ez különösen a kamatswapokra igaz, ahol becslésünk szerint a külföldiekkel szembeni forgalom adja a teljes hazai forgalom 99 százalékát. A határidős kamatmegállapodások esetében ez az arány 80 százalék.

<sup>18</sup> A banki szintű forgalmi adatok hiányában a bankok által havonta jelentett állományi adatokra támaszkodtunk. Ezek a hó végi pillanattfelvételen alapuló mutatók valószínűleg túlbecslik a valós koncentrációt.

<sup>19</sup> Becslésünket az MNB által 2004 áprilisában felmért forgalom alapján készítettük, amelyet a BIS 3 évente végzett globális deviza- és pénzügyi felmérése keretében végeztünk el, tehát az csak annyiban tekinthető torzítatlannak, amennyiben e hónapot reprezentatívnak tekinthetjük. A forgalmi adatok a szerződések névértékét (notional) összesítve készültek.

### **III. A BANKRENDSZER STABILITÁSA**

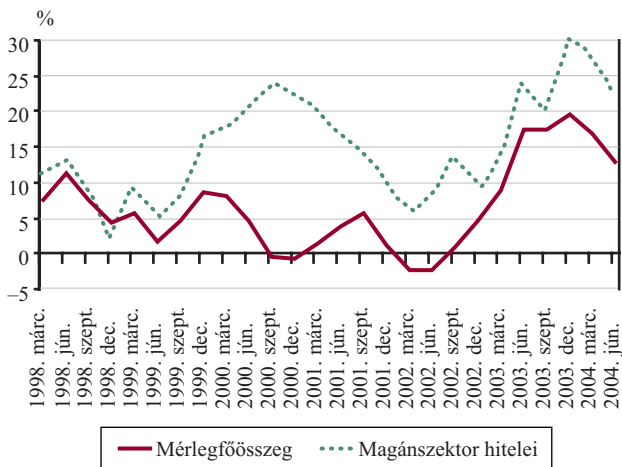


### III. 1. BEVEZETÉS

A hazai bankrendszer mérlegfőösszegének és a magán-szektor hiteleinek növekedési üteme lassult 2004 első felében a tavalyi év végéhez viszonyítva. A külső konjunktúra következtében és annak köszönhetően, hogy a magánszektor hitelfelvétele külföld helyett döntően belföldről valósult meg, a bankrendszer eszközei továbbra is a hazai gazdasági kibocsátás gyorsuló bővülési üteme feletti mértékben emelkedtek. Ennek megfelelően folytatódott a bankrendszer pénzügyi közvetítésének mélyülése.

**III-1. ábra**

#### Reálnövekedési ütem



Megjegyzés: 1) Alapadatok szezonálisan igazítva.  
2) Nominális adatok GDP-deflátorral deflálva.

A nem pénzügyi vállalatok hazai hitelkeresletének növekedési üteme – bár lassult az idei év első felében –, a feldolgozóipari konjunktúra folytatódása és az infrastrukturális fejlesztések felfutása nagymértékben hozzájárult a szektor hazai bankrendszerrel szembeni hitelállományának bővüléséhez, elsősorban a nagyvállalati devizahitelek továbbra is erős keresletéhez. Emellett gyorsult a kis- és középvállalati szektor hitelezése, amit főként a külső keresletre érzékeny szolgáltatói szektor és nagyvállalati beszállítói kör emelkedő hitelkereslete, strukturális tényezők és a banki hitelkínálat erősödése befolyásolt. A fogyasztás kismértékű lassulása miatt a belső kereslet alakulására érzékeny szolgáltatói szektor hitelkereslete gyengült, valamint a kereskedelmi ingatlanok piacát jellemző dekon-

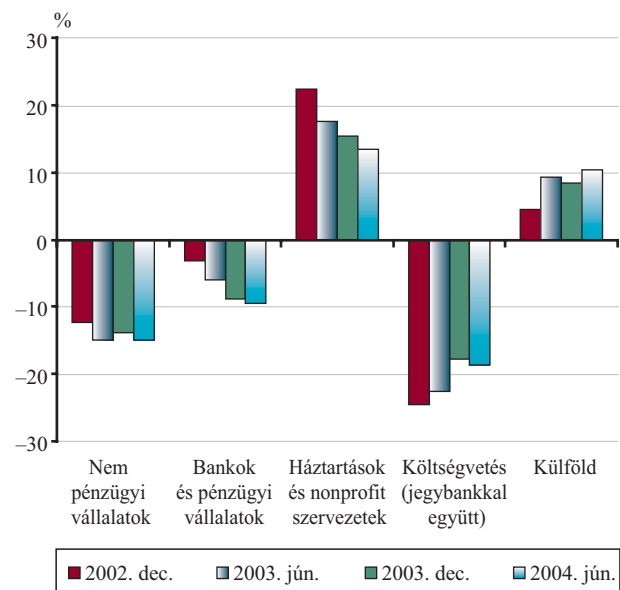
junktúra miatt visszaesett az ingatlanfejlesztések hitelezése. A lakossági fogyasztás növekedésének visszaesése, valamint a lakossági beruházások továbbra is erős, de fokozatosan lassuló dinamikája gyengítette a háztartások hitelkeresletét, főleg a használtlakás-vásárlásra folyósított hitelek esetén. A bankok devizaalapú hitelkínálatának erősödése viszont gátolta a háztartási hitelállomány növekedési ütemének nagymértékű visszaesését.

Mivel a megtakarítások lassú emelkedése miatt a lakosság nettó pénzügyi vagyonának bővülése továbbra is alatta maradt a bankrendszeri mérlegfőösszeg növekedési ütemének, valamint a vállalatok nettó finanszírozási szükséglete jelentősen emelkedett, ezért a bankok belföldi forint-forrásbevonási képességének gyengülése és likviditási pozíciójának szűkülése folytatódott 2004 első felében. A nem pénzügyi magánszektor hitelállományának növekedését a bankok főként a külföldi devizaforrások bevonásával finanszírozták. Bár ennek hatására a bankok teljes (mérlegen belüli és mérlegen kívüli) deviza-

**III-2. ábra**

#### Különböző szektoroknak a hazai bankrendszerrel szembeni nettó pénzügyi pozíciója

(mérlegfőösszeg arányában)



Megjegyzés: 1) Pozitív érték nettó követelői, negatív érték pedig nettó hitelfelvevői pozíciót jelent.

pozíciója egy év alatt több mint megduplázódott, a kitettség nagysága még mindig alacsonynak tekinthető.

A növekvő devizahitelezés következtében a nem pénzügyi magánszektor nettó devizapozíciója fokozatosan kinyílt. 2004 első félévében a forinthelek és devizahitelek kamatai közötti rés növekedése, valamint az erős hitelkínálat valószínűleg a nem pénzügyi vállalatok árfolyamkockázattal szemben fedezetlen devizahiteleinek felfutását eredményezte. A háztartások árfolyamkockázat ellen fedezetlen devizaalapú, főleg ingatlanhitel-állománya is emelkedett a vizsgált időszakban, azonban ezt a folyamatot véleményünk szerint a lakásvásárlás állami támogatásának szigorítása és a forintforrások szűkülése által kiváltott erős kínálati nyomás (banki devizaalapú hitelkonstrukciók elterjedése), illetve ezzel összefüggésben a háztartások likviditási korlátjának enyhülése, valamint a szektor alacsony kockázati tudatossága indította el. A magánszektor árfolyamkockázat ellen fedezetlen devizahiteleinek további növekedését stabilitási szempontból kedvezőtlen tendenciának értékeljük. Ezen folyamatok figyelemmel kísérését, széles körű elemzését továbbra is kiemelt jelentőségűnek tartjuk<sup>20</sup>.

A növekvő devizahitelezés kockázatainak csökkentése a hitelnyújtó intézmények alapvető érdeke. Minden bank számára fontos, hogy prudens hitelezési magatartásával csökkentse a devizahitelezés addicionális kockázatait. Ez az ügyfelek megfelelő tájékoztatását, kockázati tudatosságának (kamat- és árfolyamkockázat léte és mértéke) növelését, valamint a megfelelő árazást és a fokozottabb monitoringot jelenti.

A magánszektor által vállalt növekvő árfolyamkockázat mellett a nem pénzügyi vállalatok hitelportfóliójának romlása is kedvezőtlen fejleménynek tekinthető. A mezőgazdaság és az építőipar jövedelmezőségének jelentős csökkenése a tavalyi évben, az erős beruházási aktivitás miatt a vállalatok szűkülő likviditási helyzete, a fokozatosan felfutó kis- és középvállalati hitelezés és a szektor növekvő adósságszolgálati költsége azt eredményezte, hogy a nem teljesítő hitelek teljes portfólión belüli aránya fokozatosan növekedett. Előre tekintve el-

mondható, hogy bár a feldolgozóipari jövedelmezőség a növekvő termelési költségek ellenére – a termelékenységi növekedése miatt – továbbra is magas maradhat, a belső keresletre érzékeny szolgáltatóipari vállalatok működési feltételeinek kedvezőtlen alakulása várhatóan a vállalati portfólió minőségének további romlásához vezet. Bár a háztartások esetén a portfólió minőségének lassuló javulása figyelhető meg, a jövőben a portfólió öregedésével, a fogyasztók reáljövedelem-növekedésének lassulásával és a munkanélküliség kismértékű emelkedésével itt is enyhe romlásra számítunk.

A gazdasági fellendüléssel összhangban és a pénzügyi piaci feltételek javulása miatt a bankrendszer kiugró jövedelmezőséget ért el 2004 első félévében. A makro-gazdasági faktorok mellett főként a bankok árazási magatartása és kisebb mértékben a hatékonyság javulása ugyancsak hozzájárult a rekord nagyságú bankrendszeri profitrátahoz. A magánszektor és ezen belül is a nem pénzügyi vállalatok és a háztartások hitelállománya a mérlegfőösszeg bővülésénél gyorsabban ütemben emelkedett. Emellett a háztartási portfólión belül – főleg a tavalyi év végén kötött jelentős számú új szerződés következtében – növekedett az államilag támogatott lakásvásárlási hitelek részaránya, ami a széles kamatmarzson keresztül tovább növelte a bankok kamatjövedelmét. A pénz- és tőkepiaci forgalom nagymértékű emelkedése miatt a pénzügyi műveletekből és szolgáltatásokból származó eredmények is nagyban hozzájárultak a kiugró jövedelmezőséghez. A pénzügyi rendszer ellenálló képességét pedig jól jelzi, hogy a profitmaximalizáló bankok árazási magatartásukkal és portfóliójuk szerkezeti átrendezésével jelentősen csökkentették a kamatok megnövekedett volatilitásának a kamatjövedelemre gyakorolt hatását.

A jövőben a bankok a kamatlábak fokozatos csökkenése és a verseny élesedése miatti alacsonyabb kamateredmény negatív jövedelmi hatásait várhatóan csak a működési költségek jelentős lefaragásával fogják tudni kompenzálni. A bankrendszer magas jövedelemtermelő képessége hosszú távon tehát csak további, nagymértékű hatékonyságjavulással garantálható.

<sup>20</sup> Devizahitelezés kockázati elemzését lásd az Aktuális témák fejezetben.

## III. 2. A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KOCKÁZATAI

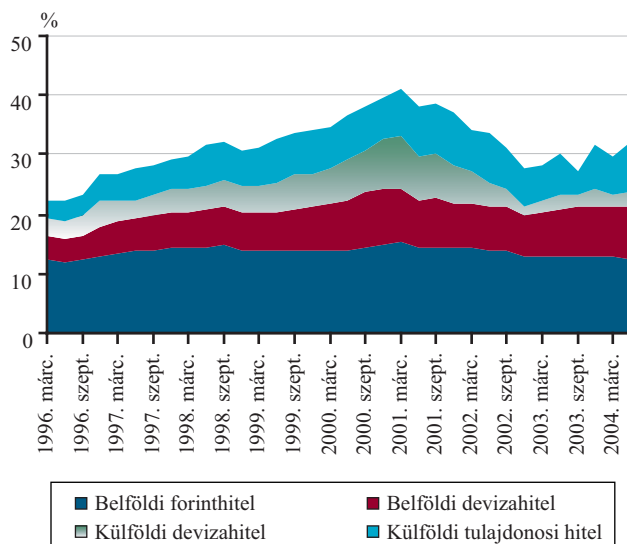
### III. 2. 1. A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK PÉNZÜGYI POZÍCIÓJA

A külső kereslet bővülését a nem pénzügyi vállalatok felhalmozásának nagyarányú emelkedése kísérte 2004 első félévében. A vállalatok végső felhalmozásának GDP-hez viszonyított aránya az idei év második negyedévének végére elérte a 17 százalékot, ami közel 4 százalékpontos növekedést jelent a tavalyi év második negyedévéhez viszonyítva. A magas beruházási aktivitás és készletnövekedés miatt tovább emelkedett a szektor finanszírozási szükséglete. A nem pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási igénye a GDP arányában már 6 százalékra rúgott 2004 második negyedévében, míg a tavalyi év hasonló időszakában ez az arány csupán 3 százalék volt.

#### III-3. ábra

#### A nem pénzügyi vállalatoknak a bankokkal és egyéb intézményekkel szembeni hitelei

(a GDP arányában)



A nem pénzügyi vállalatok pénzügyi kötelezettsége 13 százalékkal emelkedett 2004 második negyedévében az előző év azonos időszakához viszonyítva. A vállalatok az addicionális finanszírozási forrásokat nagyrészt saját tőke és hitel formájában vonták be. Az első félévében a javuló külső konjunktúra és hazánk májusi EU-tagsága miatt a külföldi részvény és tulajdonosi hitel for-

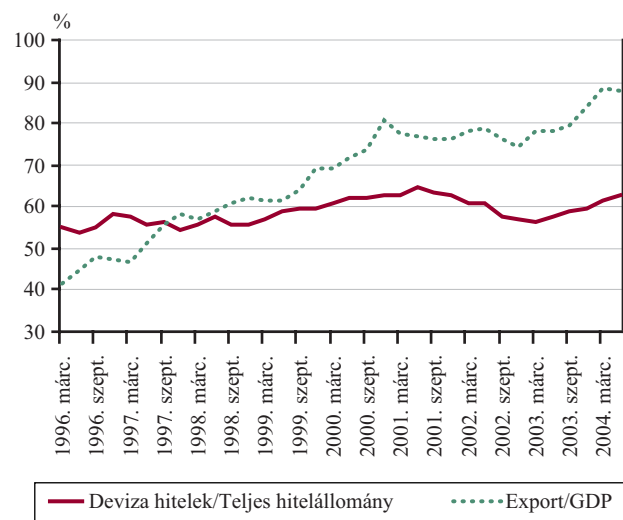
májú működő tőke beáramlása tovább gyorsult, míg a belföldi és külföldi bankoktól felvett hitelek állományának bővülési üteme bár lassult, továbbra is magas dinamikát mutatott. Ennek megfelelően a nem pénzügyi vállalatok tőkeáttételének nagysága, az idegen forrásoknak a saját tőkéhez viszonyított aránya 2004 júniusában 88 százalékot tett ki, ami az elmúlt másfél évhez viszonyítva nagyjából változatlan szintnek tekinthető.

A hitelek első félévi növekedése mögött főként a külföldi és a belföldi hosszú futamidejű devizahitelek felfutása állt. Ennek megfelelően az idei év első félévében a nem pénzügyi vállalatok hitelportfólióján belül a devizahitelek részaránya fokozatosan emelkedett. A külső konjunktúra miatt a hazai multinacionális nagyvállalatok erős exportaktivitásával és hosszabb távon a magyar gazdaságnak az európai gazdaságba történő fokozatos integrálódásával összhangban a devizaárány kismértékű, lassú eltolódása természetesnek mondható.

A hazai vállalati szektor gyors fellendülése a nettó pénzügyi pozíció másik ágát, a pénzügyi eszközök alakulását is erősen befolyásolta. A pénzügyi eszközök közel 11

#### III-4. ábra

#### A devizahitelek aránya és az ország nyitottsága közötti kapcsolat



Megjegyzés: 1) Export- és GDP-alapadatok 2000. évi változatlan áron. 2) Hitelek 2000. évi változatlan árfolyam mellett.

százalékkal bővültek a vizsgált periódusban. A teljes portfólión belül emelkedtek a szállítói hitelek, csökkent viszont a likvid eszközök részaránya.

Végül elmondható, hogy a nem pénzügyi vállalatok növekvő felhalmozása és ezzel párhuzamosan emelkedő nettó finanszírozási igénye arra enged következtetni, hogy a vállalati szektor jövedelmi helyzete továbbra is stabilnak tekinthető. A feldolgozóipari jövedelmezőség növekedését sejteti, hogy a termelékenység gyors javulása túlkompenzálta az ágazat fajlagos munkaerőköltségének felfutását. Ezzel párhuzamban a szolgáltatói szektor jövedelmezősége valószínűleg nem változott, illetve kissé romlott. Az áfaemelés miatti nagyobb eladási árral szemben a belső kereslet gyengülése és a szektort jellemző termelékenységnövekedéssel megegyező ütemű bértömeg-kiáramlás meggátolta a szolgáltatói iparág profitrátájának növekedését.

A nem pénzügyi vállalatok jövőbeli kilátásait illetően elmondható, hogy a működési költségek emelkedésének és a termelékenység lassú javulásának ellentétes jövedelmi hatásainak eredőjeként a feldolgozóipar esetén a magas jövedelmezőségi szint fennmaradását valószínűsítjük. Bár a szolgáltatóipar a belföldi kereslethez gyorsan alkalmazkodva a munkaerő leépítésével vélhetően csökkenti a bérköltségeket, a gyenge termelékenységnövekedés miatt a jövedelmezőség valószínűleg alacsony szinten marad.

#### III. 2. 2. KERESKEDELMI CÉLÚ INGATLANOK<sup>21</sup>

A pénzügyi rendszer kockázati kitettségeinek vizsgálatakor kiemelt fontosságú az üzleti ingatlanpiac vizsgálata. A kereskedelmi célú ingatlanok piacán tevékenykedő vállalatok magas tőkeáttétellel rendelkeznek, így a piaci egyensúlytalanság kialakulása, potenciális árcsökkenés jelentős kockázati faktor lehet.

A kereskedelmi ingatlanok piacát a dekonjunkturából való lassú kilábalás jellemezte 2004 első félévében. A raktárak és logisztikai központok piacát erősödő aktivitás jellemezte, az irodapiacon a trendforduló viszont még várat magára. Az üzlethelységek piaca egyelőre stabilnak tekinthető, de a kilátások negatív folyamatokat jeleznek ebben a szegmensben.

A logisztikai piacot erősödő konjunktúra jellemezte az idei első félévben. A tavalyi évben lejátszódó áresés és a külső kereslet élénkülése miatt számos nagyvállalat vásárolt, illetve bérelt új épületet. Ennek megfelelően a logisztikai piacon az üresedési ráta meglehetősen alacsony volt az irodapiacéhoz képest, mindössze 8 százalékos 2004 első félévében. Új tendenciának tekinthető, hogy a májusi EU-csatlakozást követően számos logisz-

tikai szolgáltató azért települ Magyarországra, hogy könnyebben elérje Kelet-Európa egyes országait. A gazdaság várható felfutásával és az infrastrukturális fejlesztésekkel összhangban a piac további élénkülésére számíthatunk.

Bár az irodapiacon rekordmennyiségű épület talált bérelőre 2004 első félévében, továbbra is jelentősnek tekinthető a túlkínálat. Budapesten a bérbé adott területek nagysága közel 96 ezer négyzetméterre rúgott, míg az új építések 28 ezer négyzetmétert tettek ki. Ennek következtében a kihasználatlansági ráta 20 százalékról 18 százalékra mérséklődött. A tartós és csak kismértékben enyhülő túlkínálat miatt az irodapiaci bérleti árak nem változtak az idei év első félévében. A legmagasabb minőségű („A” kategória) irodák bérleti díja 13-16 euró, míg az alacsonyabb minőségű („B” kategória) bérleti díja 10-12 euró között mozgott.

A kis- és középvállalatok növekvő keresletét jól jelzi, hogy a bérbé adott irodák mérete egyre kisebb. Ezt a piacot ugyancsak erősíti, hogy a költségvetési szervek és a háttértevékenységet végző intézmények az állami takarékoság keretében ugyancsak egyre kisebb irodákat bérelnek. Emellett azonban meg kell említeni, hogy lassú ütemben, de nőtt a nagyobb alapterületű irodák iránti kereslet is, mivel néhány nagyvállalat áttelepítette egyes részlegeit Budapestre.

Az ingatlanfejlesztők optimizmusát jól jelzi, hogy míg idén összesen 60-80 ezer négyzetméternyi új irodát terveznek építeni, jövőre ez a szám megduplázódhat. Ezen mérsékelt optimizmus ellen hathat viszont az, hogy idén még az építkezés megkezdése előtt komoly előbérleti szerződés megkötésére csak nagyon kevés esetben került sor, miközben a bankok a projekthitel folyósításánál 40 százalék körüli előbérleti arányt várnak el az ügyfelek esetén. Ezzel párhuzamban az irodapiaci forgalom nagyságából és a szerződési feltételekből arra lehet következtetni, hogy az épületértékesítés is gyengélkedik. Ennek megfelelően azt állíthatjuk, hogy bár mérséklődött az irodapiaci túlkínálat, trendfordulóról még korai beszélni.

Az üzlethelyiségek esetében a fogyasztás fokozatos lassulása és az előző éveket jellemző tömeges bevásárlóközpont-építés eredményeképpen az idei év első felében fokozatosan a kínálati oldal vált meghatározóvá. Budapest az üzletházépítések tekintetében telítődött, így a nagy áruházláncok vidék felé terjeszkedtek. Ezzel együtt azonban ezen a piacon még nem beszélhetünk jelentős túlkínálatról. A gyengébb fizetőképes kereslet felé való eltolódás és a várhatóan növekvő lakossági megtakarítási ráta azonban már a piac jövőbeli dekonjunkturáját valószínűsíti.

<sup>21</sup> Az alfejezet megírásánál jelentősen támaszkodtunk az alábbi forrásokra: Hungary, GKI-Wallis Ingatlan Rt.: Az ingatlanpiaci konjunktúra alakulása (2004. I. és II. negyedév), Ingatlan és Befektetés: Irodapiaci trendforduló (2004/17.)

### III. 2. 3. BELFÖLDI BANKOK VÁLLALATI HITELKOCKÁZATA

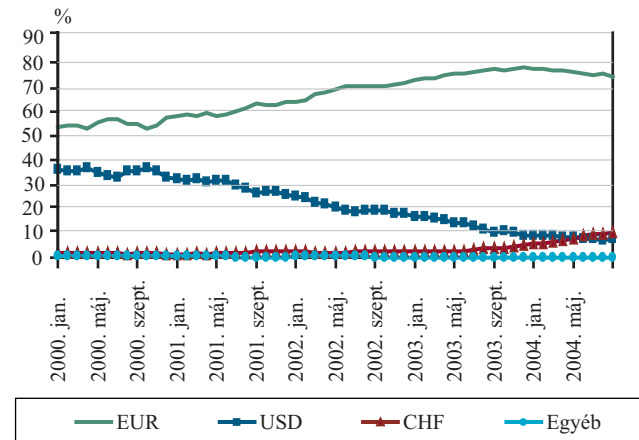
A nem pénzügyi vállalatok belföldi hitelfinanszírozásának dinamikája fokozatosan lassult 2004 első hat hónapjában. Míg 2003 végén a hitelállomány növekedési üteme meghaladta a 23 százalékot, addig az idei év első felében a bővülés mértéke 15 százalékra csökkent. A vállalati, elsősorban feldolgozóipari felhasználás magas növekedési üteme ellenére a belföldi bankhitelek iránti új kereslet visszaesését részben strukturális, részben pedig piaci tényezők magyarázták. Míg egy konjunktúraciklusban a feldolgozóipari cégek legtöbbször külföldről, addig a belső kereslettől függő szolgáltatói szektor vállalatai belföldről vonnak be forrásokat. Ez főként annak köszönhető, hogy míg a feldolgozóiparon belül a külföldi tulajdonú nagyvállalatok, addig a szolgáltatói szektorban, főként a kereskedelmi ágazatokban a hazai tulajdonú kis- és középvállalatok dominálnak. A vizsgált periódusban a feldolgozóipar külső konjunktúrára való gyors reakciója miatt a multinacionális vállalatok nagyrészt tulajdonosi hitel és részvény formájú működőtőke bevonásával és kisebbrészt belföldi devizahittel elégtették ki finanszírozási szükségleteiket. A lakosság fogyasztásának lassulása miatt a szolgáltatói szektoron belül a túlkínálatnak köszönhetően jelentősen növekedett a kereskedelmi készletek állománya az első félévben. Ennek megfelelően a belső keresletre érzékeny szolgáltatói szektorok forrásszükséglete lecsökkent, illetve hitelkeresletének dinamikája mérséklődött. Végül az üzletház- és irodapiaci túlkínálat miatt a kereskedelmi ingatlanfejlesztésekre folyósított projekthitelek növekedési üteme is jelentősen visszaesett, ami ugyancsak hozzájárult a vállalati hiteldinamika lassulásához.

A rövid lejáratú, főként forgóeszköz célú vállalati hitelfelvétel állománya stagnált (-0,4 százalék), a hosszú lejáratú, főként beruházási célú hitelfelvétel viszont a gazdaság növekedési ütemét felülmúlva emelkedett (28,7 százalék) az idei év első felében. Fontos megemlíteni azonban, hogy mind a rövid és mind a hosszú lejáratú hitelek esetén a növekedés dinamikája jelentősen lassult.

A vállalati hitelek denominációs összetétele nagymértékben a tranzakciós és kisebb mértékben az árfolyamhatás miatt megváltozott a vizsgált periódusban. A vállalati forinthitelek 7,4 százalékkal, míg a devizahitelek 24,4 százalékkal emelkedtek, így a konjunktúraciklussal összhangban folytatódott a teljes hitelállományon belül a devizahitelek részesedésének emelkedése. 2004 júniusának végén a vállalati forinthitelek a teljes belföldi vállalati hitelállomány 57 százalékát, míg a devizahitelek 43 százalékát tették ki. A hitelintézeti vezetők körében végzett rendszeres felmérés alapján valószínűsít-

#### III-5. ábra

#### A nem pénzügyi vállalatok belföldi devizahiteleinek denominációs összetétele



jük, hogy a nagyvállalatok mellett kismértékben, de nőtt a kis- és középvállalati szektor devizahitel-kereslete is. Ugyancsak új tendenciaként említhető, hogy a forint- és devizakamatok közötti pozitív rés és az erősödő devizahitel-kínálati nyomás miatt a vállalati devizahiteltelezésen belül az euróhitelek mellett egyre nagyobb bővülés figyelhető meg a svájci frank (CHF) alapú hitelek állományában. Ez arra utalhat, hogy egyre több vállalat rendelkezik nyitott nettó devizapozícióval.<sup>22</sup> Míg a svájci frank alapú hitelek részaránya a devizahitelekben belül 3-ról 5 százalékra emelkedett 2003-ban, addig az idei év első félévének végére megközelítette a 10 százalékot, illetve a harmadik negyedév végére elérte a 12 százalékot.

A devizahitelek növekedéséhez a hiteltranzakció 31, az árfolyamhatás -6, a keresztárfolyam-hatás pedig -0,6 százalékponttal járult hozzá. Mivel konjunkturális okokból a hosszú futamidejű devizahitelek növekedési üteme (27,5 százalék) meghaladta a rövid devizahitelek bővülését (18,8 százalék), ezért a devizahitelek átlagos lejáratára újra emelkedett.

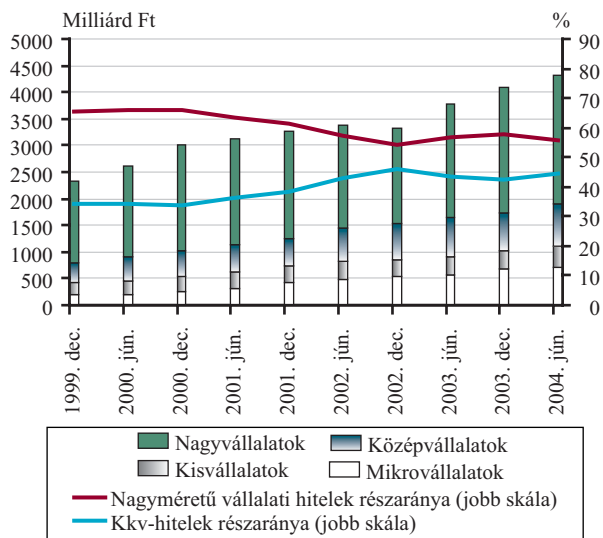
A méretkategória szerint elemezve eltérő tendenciák figyelhetők meg a hitelkereslet alakulásában. Mivel a nagyvállalatok döntően külföldről finanszírozták működésüket az elmúlt félévben, addig a kis- és középvállalati (kkv) szektor hitelkereslete tovább erősödött a belföldi bankhitelek iránt. Az első félévben a nagyvállalatok belföldi banki hitelállománya 11,7 százalékkal bővült, míg a kkv-hitelállomány 17,4 százalékkal növekedett. Ennek eredményeképpen a hazai bankok teljes vállalati hitelportfólióján belül a nagyvállalati rész 57-ről 55,4 százalékra csökkent, miközben a kkv-rész 43-ról 44,6 százalékra növekedett.

<sup>22</sup> Ezt azért valószínűsíthetjük, mivel az export és import devizaszerkezete, valamint a belföldi devizahitelek denominációs megoszlása a svájci frankot illetően jelentősebb eltérést mutat. 2003. év végi adatok alapján az exporton belül az euró 85, a dollár 10,3, a svájci frank pedig csupán 0,3 százalékot tett ki. A megfelelő arányok az import esetén: 72,3, 17,7 és 1 százalék.



III-6. ábra

**A nem pénzügyi vállalati hitelek méretkategóriáinként**

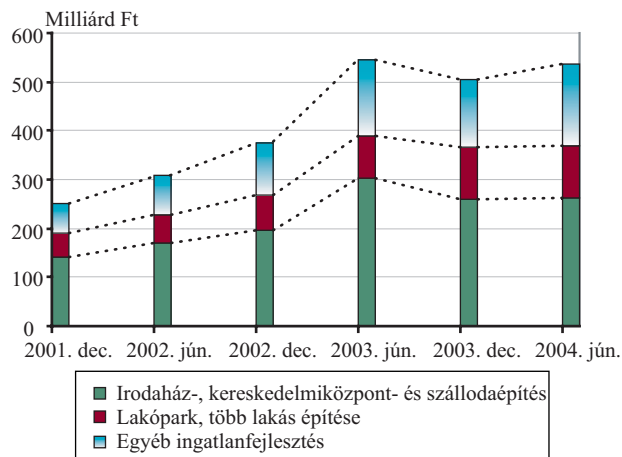


A kkv-szektor hitállományának gyors növekedéséhez ugyancsak hozzájárult a bankok hitelkínálatának erősödése. A Hitelezési felmérés alapján elmondható, hogy a hitelkínálat, illetve a hitelezési hajlandóság erősödését a kis- és középvállalatokért folytatott egyre élesebb verseny vezérli. Ezzel együtt azonban a nagyvállalati piacot jellemző verseny foka továbbra is nagyon magas. Ez két fő okra vezethető vissza. Egyrészt a bankok az alacsony kamatmarzsok ellenére azért versyzenek a nagyvállalati ügyfelekért, mert hosszú távon a pénzügyi szolgáltatásokhoz kapcsolódó járulékos költségekkel, díjakkal profitot tudnak realizálni. Emellett a bankok által folytatott egyre erősebb versenyben a nagyvállalatokkal együtt lehetőség nyílik a cég holdudvarába tartozó kisebb vállalatok ügyfélként való megszerzésére is. Ez utóbbi esetben tehát a bank a kis- és középvállalatokért nem direkt, hanem a nagyvállalatokon keresztül indirekt módon versyzenek. Itt azonban meg kell említeni, hogy ez utóbbi versystratégia a pénzügyi stabilitásra több ellentétes hatást gyakorolhat. Egyrészt nagyvállalati ügyfelekhez kapcsolható kis és középvállalatok hitelezése koncentrációs kockázat növekedését okozhatja, illetve csökkentheti a diverzifikációs hatást. Egy nagyvállalat csődje esetén például az egész csoport fizetéseképtelenné válhat. Másrészt a kkv-szektor ilyen formán történő finanszírozása mérsékelheti a hitelezéskor felmerülő aszimmetrikus információ nagyságát.

2004 első félévében megállt, majd jelentősen gyengült a projekthitelezés lendülete. Júniusban a projekthitelek állománya 8 százalékos növekedést mutatott az előző év azonos időszakához viszonyítva, a tavalyi év végi 31 százalékos dinamikát követően. A külföldi devizában denominált projekthitelek állománya a teljes hitelek állományához képest 73 százalékra rúgott. Figyelembe véve a kereskedelmi ingatlanpiac állapotát, kedvező fejlemények tekinthető, hogy az irodaház-, üzletház- és szállodaépítésre felvett hitelek állománya közel 13 százalékkal csökkent a vizsgált periódusban. Ez főként a gyengülő hitelkeresletnek és a visszafogott hitelkínálatnak, illetve a hitelezési standardok szigorításának köszönhető. Emellett azonban kedvezőtlen fejleménynek értékeljük, hogy néhány rendszerszinten releváns nagybanknál a projekthitelezés tovább erősödött, így a koncentrációs kockázat tovább emelkedett. A lakóparképítéseket finanszírozó projekthitelek növekedése ugyancsak lassult, de a 23 százalékos bővülési ütem még mindig magasnak tekinthető. Ez arra enged következtetni, hogy a beruházók – a külföldi vásárlók megjelenése, a háztartások lakásvásárlás célú hitelkeresletének várakozásoknál kisebb lassulása és a bankok erősödő hitelkínálata miatt – mérsékelten optimisták a lakáspiac állapotát illetően. Az ingatlanfejlesztéseket finanszírozó projekthitelek összességében 2 százalékkal csökkentek a vizsgált időszakban.

III-7. ábra

**Projekthitelek alakulása**

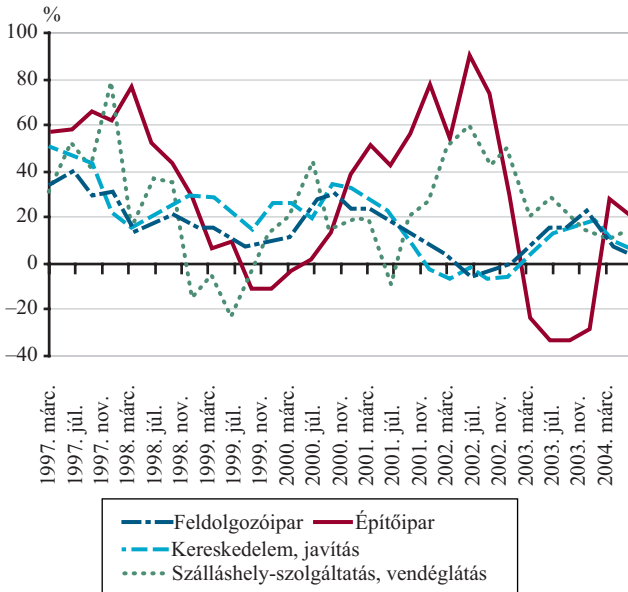


Az egyéb projekthitelekben belül az energiaszektor fejlesztésére folyósított hitelek állománya 10 százalékkal, a telekommunikációs fejlesztéseket finanszírozó hitelek állománya pedig közel 20 százalékkal csökkent. A költségvetési és önkormányzati megrendeléseknek köszönhetően a projekthitelezésen belül egyedül az infrastrukturális fejlesztésekre folyósított hitelek növekedési üteme gyorsult. Közlekedési és szállítási projekthitelek több mint 20 százalékkal, míg a közműfejlesztést finanszírozó hitelek állománya 17 százalékkal emelkedett.

A nem pénzügyi vállalatok hiteleinek ágazati megbontását elemezve elmondható, hogy az állomány növekedési üteme az építőipar és a turisztika kivételével minden iparágban mérséklődött. A feldolgozóiparban a növekedési üteme a tavalyi év végi 20 százalékról az idei év félévének végére 8 százalékra csökkent. A dinamika tekintetében a legnagyobb visszaesés a könnyűiparban jelentkezett, sőt a gépiparban az állomány csökkenése volt megfigyelhető. Az élelmiszer-ipari, a vegyipari cégek és a fémfeldolgozással foglalkozó vállalatoknak fo-

III-8. ábra

### Nem pénzügyi vállalati hitelek éves növekedési ütemének gazdasági ágazatonkénti alakulása



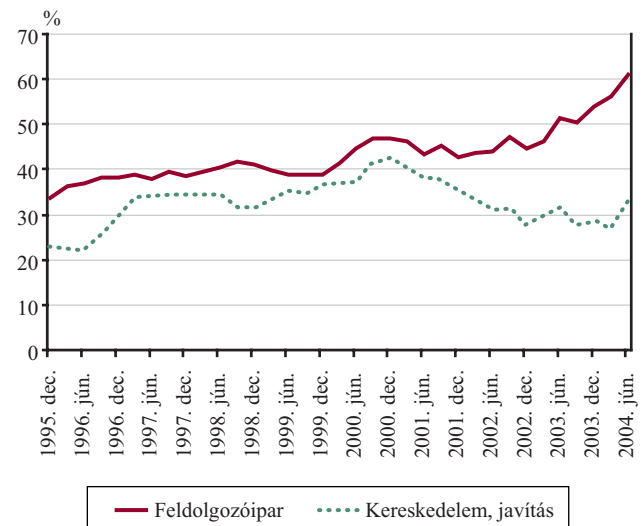
lyósított hitelek a dinamika mérséklődése ellenére még mindig magas növekedési ütemet mutattak. A szolgáltatási finanszírozásának lendületében még erősebb lassulás volt tapasztalható. A bővülés üteme 23 százalékról 3 százalékra csökkent. A szolgáltatásokon belül a legnagyobb részt kitevő kereskedelmi ágazatok hiteleinek növekedési üteme pedig 18 százalékról 6 százalékra mérséklődött. Az infrastrukturális fejlesztések miatt az építőipari hitelek, míg a turisztikai fejlesztések, beruházások miatt a vendéglátással foglalkozó cégek hitelei emelkedtek jelentősen. Koncentráció tekintetében még mindig a bányászat, az építőipar, az energiaszektor és a turisztika jelent kockázatot. Figyelembe véve azonban a felsorolt szektorok hiteleinek teljes portfólióban való alacsony részesedését, a pénzügyi közvetítőrendszer számára ezek a szektorok nem hordoznak jelentősebb endogén kockázatot. Továbbra is a portfólióban legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipar, kereskedelem és bár alacsonyabb részarányt képviselő, de közepesen koncentrált pénzügyi tevékenység, valamint gazdasági szolgáltatás hitelezése jelenti a legnagyobb mértékű endogén jellegű kockázatot.

A tavaly év végi nagymértékű jegybanki alapkamat-emelés, majd az idei év első félévében lejátszódó fokozatos kamatsökkentés miatt a bankok a meghirdetett ügyfélkamataikat többször kiigazították. A nem pénzügyi vállalatok hitelkamatainak a jegybanki kamatokhoz való alkalmazkodása nagymértékben és gyorsan lejátszódott. A hitelkamattal azonban stabil emelkedést mutatott a vizsgált periódusban. Figyelembe véve, hogy a vállalati hitelpiacon a verseny intenzitása nem csökkent és a költségárnyok nem emelkedtek, arra lehet következtetni, hogy a bankok a növekvő kockázatokat árazták be a kamattal. Ennek eredményeképpen a kamattal az

év eleji 1 százalékpontos szintről 2 százalékpontos szintre ugrott júniusra, ami historikus összehasonlításban kiugró értéknek számít, nemzetközi összehasonlításban pedig megközelíti az euróövezet bankjainak átlagos kamattelárát. A kockázati felár növekedését pozitív folyamatnak tekintjük, hiszen az elmúlt években, 2002-ben a feldolgozóipar, 2003-ban pedig a mezőgazdaság és az építőipar romló jövedelmezősége miatt növekedett a vállalati szektor csődrátája. Emellett a kkv-szektor hitelezésének felfutása ugyancsak a növekvő kockázatok magasabb kamattelárban való érvényesítését indokolhatta.

III-9. ábra

### A feldolgozóipar és a kereskedelem belföldi devizahiteleinek aránya a szektorok teljes hitelállományához viszonyítva



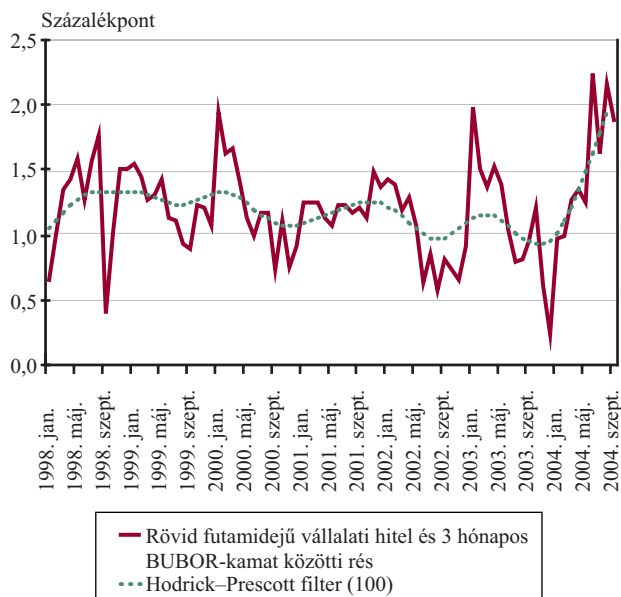
Az idén bevezetett új kamattatistikának köszönhetően a kis és nagy összegű hitelek kamattelárai is kiszámíthatóvá váltak. Feltételezhetjük, hogy a bankok nagy összegű hiteleket javarészt a nagyvállalatoknak, főleg beruházási célra, míg a kis összegű hiteleket a kis- és középvállalatoknak, valamint a nagyvállalatoknak, főleg forgóeszközvásárlási céllal folyósítottak. Bár mind a kis, mind a nagy összegű hitelek kamattelára emelkedett a vizsgált periódusban, ez utóbbi esetben a növekedés csak mérsékelt volt. Ez arra enged következtetni, hogy az élesedő verseny által kiváltott nagyobb kockázatvállalás miatt jelentősen emelkedett a kkv-hitelek kamattelára. A Hitelezési felmérés ugyancsak alátámasztotta ezt a hipotézisünket. Emellett azonban úgy véljük, hogy a magasabb kamattelarat nemcsak a bankok nagyobb kockázattervényesítési hajlandósága, hanem egyfajta kereszthelyettesítés is magyarázhatta. Valószínűsíthető, hogy a bankok a csökkenő forrásoldali kamattelmarzokat a nagyvállalati piacot jellemző erős verseny miatt részben a kkv-k kamattelárának növelésével kompenzálták.

Valószínűsíthető, hogy a nagyvállalatok főleg külföld felé, illetve belföld felé devizában, a kkv-szektor pedig

nagyrészt csak beföld felé, elsősorban forintban adósdik el. Ezt a hipotézisünket támasztja alá a III-9. ábra. Ezen jól látszik, hogy a főleg nagyvállalatokhoz köthető feldolgozóipari hitelek nagy része devizában, a kis- és középvállalatokhoz köthető kereskedelmi hitelek nagy része pedig forintban denominált. A tavalyi évhez képest megemelkedett forintkamatok, illetve kamatfelár ellenére azonban a kkv-hitelezés dinamikája nem lassult az idei év első félévében. A Hitelezési felmérés alapján ez egyrészt annak köszönhető, hogy a kkv-szektorban folyósított forinthitelek mellett a devizahitelek is emelkedtek. Emellett a külső keresletre érzékeny szolgáltatói szektorok és a nagyvállalat beszállítói köréhez tartozó kis- és középvállalatok hitelkereslete erősödött. Továbbá, az élesedő verseny miatt a bankok hajlandósága jelentősen növekedett a kkv-hitelek esetén az elmúlt félévben. A kisvállalati hitelezés erős dinamizmusát viszont strukturális tényezők is magyarázhatják. A szektor relatíve alacsony kamatrugalmisságát jelzi, hogy tökeszegény cégeknek a hitel felvételénél elsődleges a forráshoz jutás, a finanszírozás megszerzése és csak másodlagos a kamatszint, illetve az adósságteher tényezője. Ugyancsak fontos tendenciaként említhető, hogy számos kis- és középvállalat a szállítói hiteleit jobb kondíciókkal rendelkező bankhitelekre váltja fel. A mikrovállalatok esetén pedig a hitelek mögött túlnyomórészt állami támogatás, garanciavállalás áll, így a forrásbevonás kamatterhe sokszor alacsonyabb a piaci hi-

III-10. ábra

Nem pénzügyi vállalatok kamatfelárának alakulása



tellem összehasonlítva. A nagyobb verseny által kiváltott magasabb kockázatvállalást stabilitási veszélyforrásnak tekintjük. Az élesedő versennyel összefüggő nagyobb kockázatokat a bankok valószínűleg egyre kevésbé lesznek képesek beárzni a kamatfelárakba.

### III. 3. HÁZTARTÁSOK

#### III. 3. 1. JÖVEDELMI HELYZET, FOGYASZTÁS, FELHALMOZÁS, PÉNZÜGYI MEGTAKARÍTÁS

2004 első félévében egyaránt nőtt a háztartások fogyasztási kiadása, beruházási aktivitása, illetve a továbbra is növekvő hitelfelvétel mellett nagymértékben javult a nettó pénzügyi pozíciójuk. Az előbbi folyamatot, az alacsony ütemű reálbér-emelkedés miatt, valószínűleg elsősorban az erős növekedést mutató egyéb jövedelmek (kamattjévedelem, osztalék, árfolyamnyereség, egyéni vállalkozók jövedelme) magyarázzák.<sup>23</sup>

A lakosság a keletkező többletjövedelmének nagy részét fogyasztásra fordította, a magas fogyasztási hajlandóság csak kismértékben csökkenhetett.<sup>24</sup> A KSH 2004-es első féléves adatai alapján a fogyasztás növekedése már nem olyan élénk, mint az előző évben, de még így is dinamikusnak tekinthető. Rövid távon a lakosság valószínűleg továbbra is élni fog az enyhülő likviditási korlátok adta lehetőségekkel.

2003-ban és 2004 első három negyedében kiadott építési engedélyek alapján a háztartások beruházási aktivitása az idén erős marad, a gyengülés jelei valószínűleg csak jövőre jelennek meg.

#### III-11. ábra

##### A háztartások nettó finanszírozási képessége/igénye a rendelkezésre álló jövedelem százalékában

(Folyó áron, szezonálisan igazítva)



Megjegyzés: 2003-tól a rendelkezésre álló jövedelem MNB-becslés.

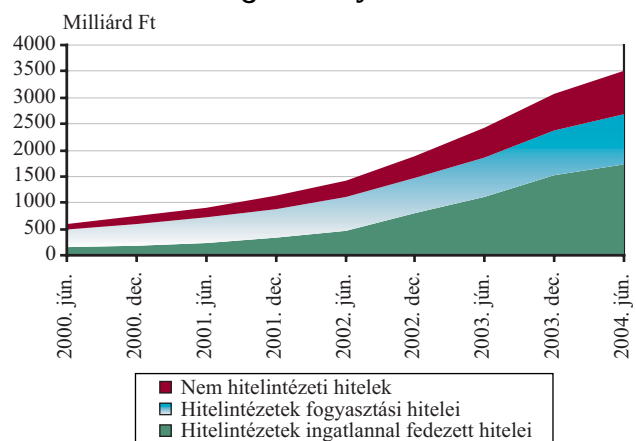
A lakástámogatási rendszer szigorítása, valamint a magas hozamok miatt a háztartások 2003 második féléves nettó finanszírozási szükséglete finanszírozási képességé változott át 2004 első félévében. Az eladósodási ütemük csökkent, de a devizaalapú lakás-, illetve a fogyasztási hitelezés miatt továbbra is dinamikusnak tekinthető, ennek ellenére a háztartások jelentősen növelni tudták pénzügyi megtakarításaikat. A magas forinthozamok két, egymással ellentétes hatást gyakoroltak a nettó pénzügyi pozícióra. Jótékony hatással voltak a megtakarításokra, elsősorban a forintbetétek és kincstárjegyek, illetve a pénztári vagyon állománya növekedett, ugyanakkor a kockázatosabb devizahitelezés elterjedéséhez is hozzájárultak.

#### III. 3. 2 TELJES ELADÓSODOTTSÁG

2004 első félévében az eladósodás növekedési üteme – a lakás- és autóhitelezés dinamikájának visszaesése miatt – jelentősen mérséklődött, de még így is 14,5 százalékot mutatott. A hitelintézetek jelzáloggal fedezett, valamint fogyasztási, illetve a nem hitelintézetek döntően fogyasztási célú hiteleinek növekedési üteme közel ke-

#### III-12. ábra

##### Háztartási adósságállomány alakulása



Megjegyzés: A nem hitelintézeti hiteleket a pénzügyi vállalkozások által nyújtott hitelek dominálják, az elmúlt két évben részesedésük meghaladta a 80 százalékot.

<sup>23</sup> Lásd Jelentés az infláció alakulásáról, 2004. november.

<sup>24</sup> Az egyéb és a munkavállalói jövedelmekből levonva a nettó fizetett transzfereket kapjuk meg a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. A fogyasztási hajlandóságot (rátát) a rendelkezésre álló jövedelem arányában fejezzük ki.

rült egymáshoz (14 százalék, 13 százalék, illetve 16 százalék). 2004 júniusában a pénzügyi vállalkozások fogyasztásihitel-állománya az utóbbi évek magasabb növekedési ütemének köszönhetően utolérte a kereskedelmi bankok 680 milliárd forintos állományát.

A GfK felmérése alapján 2004-ben Magyarországon megközelítőleg 1,5 millió ember rendelkezik valamilyen hiteltermékkel. 2004-ben az eladósodás elsősorban a magasabb jövedelmű, jobb vagyoni helyzetű személyek körében növekedett, mely kockázati szempontból kedvező. A fenti elmozdulást valószínűleg keresleti és kínálati okok egyaránt magyarázzák. A lakosság egészének jövedelme alacsonyabb ütemben növekedett, mint tavaly, jövedelemvárakozásai romlottak. A reáljövedelem közel változatlanságát érezték a bérből és fizetésből élők. Míg a magasabb társadalmi státusúak – akik jelentősebb egyéb jövedelemmel rendelkeznek – jövedelme továbbra is dinamikusabban növekedett. Ebben az esetben változatlan hitelkínálati feltételek mellett is, az alacsonyabb jövedelműek csak kis része válik hitelképesé, ezért a már korábban is hitelképeseknél történik a folyósítások zöme. A növekvő – elsősorban a bankok pénzügyi vállalkozásainál keletkező – nem teljesítő háztartásihitel-állományok hatására pedig a hitelintézetek valószínűleg bizonyos átcsoportosítást hajtanak végre a magasabb státusok irányába. Ennek következtében 2004-ben erősebbnek látszik az eladósodás gyakorisága és a jövedelem, illetve vagyoni helyzet közötti kapcsolat. A piaci verseny miatt ezt azonban nem tekintjük trendszerűnek, a háztartási pénzügyi közvetítés további mélyülését várjuk.

2004 júniusában a teljes háztartásiadósság-állománynak már több mint 20 százaléka devizaalapú volt. 2004-ben jelentős változás történt a bankok hitelezési politikájában, legtöbbször megjelent széles ügyfélkörnek szóló devizaalapú termékkel. A megelőző években a bankok devizaalapú hitelezést döntően a pénzügyi vállalkozásokon keresztül, a gépjárműhitelek esetében folytattak. Bankrendszeri szinten a devizaalapú hitelezés marginális volt. Az állományok döntően egy-két banktól származtak. Az év elején a bankok gyors termékfejlesztésbe kezdtek, ennek eredményeképpen 2004 második és harmadik negyedében már azok a kereskedelmi bankok is, amelyek korábban egyáltalán nem rendelkeztek devizaalapú termékkel, több ilyen instrumentummal jelentek meg a piacon. A bankok ezeket a szolgáltatásokat – a korábbiakkal ellentétben – már tömegtermékként nyújtják. Ennek következtében a devizahitelek részesedése a bankrendszer háztartásihitel-állományán belül a 2003. év végi érték duplájára, 11 százalékra emelkedett a harmadik negyedévben. Ezen belül a svájci frank alapú hitelek részesedése 11 százalékról 58 százalékra növekedett. A változások az alábbi tényezőkre vezethetők vissza:

- A lakástámogatási rendszer szigorítása, mely mind a kínálati (jövedelmezőség csökkenése, volumennövelési kényszer), mind a keresleti (ügyfelek számára megdrágultak a támogatott hitelek) oldal figyelmét a devizaalapú konstrukciók felé fordította.<sup>25</sup>

- Több bank számára anyabanki kapcsolatai és a szűkülő forintforrások miatt valószínűleg a devizaforrások a forintnál kedvezőbbé, könnyebben hozzáférhetővé váltak.

- Jelentős a kamatkülönbözet a forint és az euró, illetve a svájci frank között.

- A hitelkereslet valószínűsíthetően egyre érzékenyebbé válik, döntően a legalacsonyabb törlesztőrészetű svájci frank hiteleket választják. A kockázati szempont még nem annyira jelenik meg a hitelfelvevők döntéseinél.

- A háztartási szegmensben a bankok közötti verseny egyre erősebb, a hitelezési hajlandóság folyamatosan növekszik (lásd Hitelezési felmérés).

A fenti helyzetben a bankok volumenük és jövedelmezőségük növelésének érdekében a devizaalapú hitelezésben láttak további lehetőségeket. A jövőben valószínűleg a devizaalapú termékek tovább terjednek. Ez alól csak egy-két hitelezési szegmens (pl.: áru- és folyószámlahitel) jelenthet kivételt, ahol a termékek sajátosságai csak nehezen tennék lehetővé a devizaalapú konstrukciók használatát.

A banki devizaalapú hitelezés további nagymértékű térnyerése jelentősen növelheti a pénzügyi szektor külső sokkokkal szembeni sebezhetőségét. A bankok pénzügyi stabilitási felelőssége az, hogy prudens hitelezési és árazási magatartásukkal mérsékeljék a pénzügyi közvetítőrendszer sokkokra való érzékenységét.<sup>26</sup> Ennek megfelelően a bankok számára is kiemelt fontossággal bír, hogy a devizahitelezés addicionális kockázatairól az ügyfeleket alaposan tájékoztassák.

A devizaalapú hitelek térnyerése alapvetően kétféle módon mérséklődhet: rövid távon negatív tapasztalatokon keresztül, az ügyfelek és bankok kockázati tudatosságának növekedésével; illetve hosszú távon a forint-deviza hozamkülönbség mérséklődésével, a konvergenciafolyamat újbóli felerősödésével.

Pénzügyi stabilitási szempontból az első eset jelent kockázatot, melyet egy nagyobb forintgyengülés idézhet elő. A megugró törlesztési teher ma már a lakosság viszonylag szélesebb körét érintené, mely növelné az általános kockázati tudatosságot. A valószínűleg emelkedő hitelezési veszteségek pedig mérsékelnék a bankok devizahitelezési hajlandóságát. Makrogazdasági perspektí-

<sup>25</sup> Lásd Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2004. június, A devizaalapú lakáshitelezés addicionális kockázatai, 93. oldal.

<sup>26</sup> Jelenleg a bankok scoring rendszere még nem tesz különbséget forint- és devizahitel között. (Lásd Czinege-Dávid-Szalay tanulmányát.)

vából nézve, a növekvő törlesztési teher a háztartások fogyasztási kiadásainak csökkenéséhez vezethet. Ez utóbbi a banki veszteségek bizonyos szintje felett további két mechanizmuson keresztül is mérséklődhet. A banki hitelkínálat a háztartásokkal szemben általánosan csökkenhet, erősítve a háztartások likviditási korlátját. A nem fizető deviza-lakáshitelek esetleges megugrása a nagyobb számú kényszerértékesítésen keresztül egy ingatlanpiaci visszaesést indíthat el, mely vagyonszűréssel járna.

A magyar konvergenciafolyamat határozottan pozitív fordulata növelhetné a hazai gazdasági folyamatokba vetett bizalmat, mely a forint–deviza hozamkülönbség csökkenését vonná maga után. A csökkenő hosszú forinthatamok visszafoghatnák, főleg a támogatott lakáshitelek keresztül, a devizahitelek iránti keresletet.

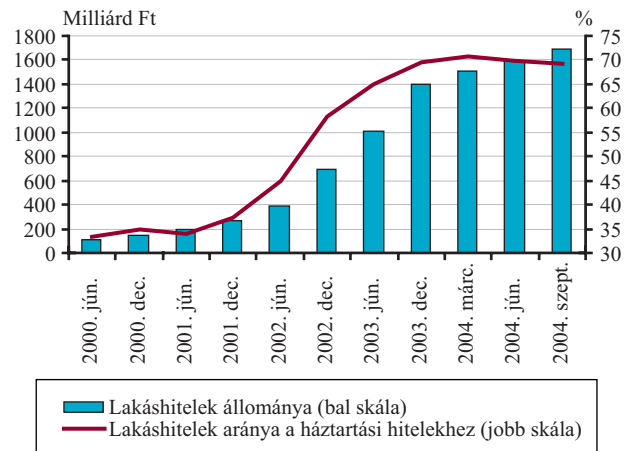
### III. 3. 3. BANKI LAKÁSHITELEK

A lakástámogatási rendelet jelentős szigorítása ellenére, a piaci folyamatok miatt ugyan mérséklődött, de továbbra is dinamikus maradt a háztartások lakáscélú eladósodása. 2004. szeptember végéig 21 százalékkal nőtt az állomány. A 2003. év végi nagyszámú befogadások miatt a rendeletváltoztatás hatását inkább az április–szeptember időszak növekedési adatán lehet lemérni, mely 12 százalékos volt. Ugyanebben az időszakban a fogyasztási hitelek már gyorsabban emelkedtek, így a márciusi csúcs után már csökkenésnek indult a lakáshitelek részesedése az összes háztartási hitelen belül. A Hitelezési felmérés alapján 2003. év végi nagyszámú előrehozott kérelem miatt a hitelkereslet 2004 első negyedévében nagyon nagy mértékben visszaesett. A második negyedévtől kezdődően a hitelkereslet fellendült, és egyre inkább a devizahitelek felé fordult, ez a tendencia várhatóan a második félévben tovább fog erősödni. 2004 első félévében a bankok számára kedvezőtlen tavalyi változások ellenére hitelezési hajlandóságuk, kínálatuk növekedett.

Az előző évi rendeletmódosítás és a hozamemelkedések együttes hatására 2004-ben a használt lakás vásárlására nyújtott támogatott hitelek iránti érdeklődés drasztikusan visszaesett. 2004 első kilenc hónapjában aláírt új hitelszerződések összege nem érte el az előző év hasonló időszakában mért érték harmadát. Nemcsak a kérelmek darabszáma, hanem az átlagos hitelösszeg is jelentősen lecsökkent, a 2003-as átlagos 4,7 millióról 3,9 millió forintra.<sup>27</sup> A tavalyi év végi nagyszámú befogadások miatt ennek az állományokra kifejtett hatása csak a második-harmadik negyedévtől kezdett érződni, amikor az állománynövekedés 9 százalékra csökkent. Az új lakás vásárlására nyújtott támogatott hitelek a várakozásoknak megfelelően sokkal kevésbé estek vissza, az április–szeptemberi időszak alatt 16 százalékos növekedést mutattak. A fo-

III-13. ábra

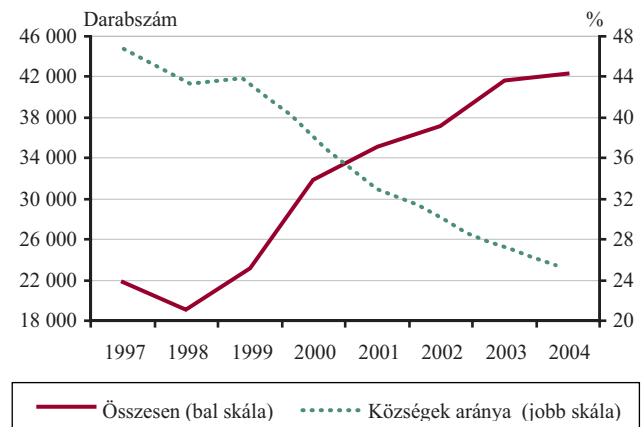
#### A banki lakáshitelek állománya és a háztartási hitelekben belüli részesedése



gyasztó számára ezek a hitelek nem sokkal drágábbak, viszont a devizaalapú társaiknál kevésbé kockázatosabbak, ezért a devizahittel történő helyettesítés kisebb. A jövőben a volumenváltozást inkább a lakosság lakásberuházási aktivitásának alakulása mozgathatja. 2004. évi háromnegyed éves adatok alapján a kiadott építési engedélyek a 2003-as év hasonló időszakához képest alig 2 százalékkal növekedtek. A 2003-as utolsó negyedéves csúcs nagy valószínűséggel az idén már nem fog megisméltódni, éves szinten akár csökkenhet is az új engedélyek száma, mely a korábbi emelkedő trend végét jelenti. Ezért a jövőben a beruházási aktivitás már valószínűleg gyengülni fog, mely maga után vonja az új lakás vásárlására nyújtott támogatott hitelek iránti igény csökkenését. A kisebb települések (községek, kisvárosok) lakásépítkezései idén már nemcsak részarányukban, hanem abszolút értelemben is csökkentek.

III-14. ábra

#### Az első háromnegyedében kiadott lakásépítési engedélyek száma, illetve ebből a községek aránya



Forrás: KSH.

<sup>27</sup> DEM Információs és Gazdaságkutató Iroda.

2005. januártól újabb elemekkel bővül az állami otthonteremtési program. Az új kedvezmények (otthonteremtési kedvezmény, állami kezességvállalás) kizárólag fiataloknak szólnak, a rászorultságot a támogatott hitelekkel megvehető lakás árának maximálásával kívánják elérni. Figyelembe véve, hogy a lakáshitelek esetében a tipikus potenciális hitelfelvevő<sup>28</sup> az átlagnál magasabb jövedelmű és fiatalabb, az önerő pedig jelentős korlátozó tényezőt jelent számára, a fenti intézkedések valamelyest erősíteni fogják a hitelkeresletet.

A devizaalapú hiteleket általában használt lakások vásárlására fordítják. A harmadik negyedévben a lakáshitelek állománynövekedésének már közel a felét svájci frank alapú hitelek adták. Ennek következtében a devizaalapú hitelek aránya a lakáshitelekben belül a 2003. végi 1,3 százalékról szeptember végére 5,4 százalékra emelkedett, ezen belül a svájci frank alapúak részesedése 1 százalékról 77 százalékra növekedett. Ha az általánosan felhasználható hitelek körét is bevonjuk az elemzésbe, akkor az ingatlanl fedezett lakossági hitelekben belül a devizaalapúak részaránya 2004 szeptemberéig 2,5 százalékról 8,5 százalékra, ezen belül a svájci frank alapúak 3 százalékról 72 százalékra emelkedett. Rövid távon a fenti arányok további növekedését várjuk.

A devizahitelezés elterjedésére és ennek kockázataira már az előző stabilitási jelentésben is felhívtuk a figyelmet. Azóta felügyeleti hatóságok több szabályozási kezdeményezéssel éltek a devizahitelezés addicionális kockázatainak enyhítése céljából. Az ügyfelek kockázattudatosságának növelése érdekében a hitelintézetek kötelesek ügyféltájékoztatóban felhívni az ügyfelek figyelmét a devizahitelezéssel kapcsolatos többkockázatokra. 2005. január 1-jétől pedig a hitelintézetek kötelesek a lakáshitelek esetében is a teljes hiteldíjmutatót közzétenni, ezáltal segítve az ügyfelek pontosabb tájékozódását.

2004-ben a nagyszámú építkezések ellenére a lakásárak enyhén, az infláció ütemével közel megegyezően emelkednek. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok a nominális lakásárakat 2004 első félévében magasabbnak érzékelték, mint 2003 második félévében. Véleményük szerint elsősorban a budapesti, Budapest környéki, valamint a vidéki nagyvárosok ingatlanárai nőttek jelentősebben, miközben a vidéki, és különösen a keleti országrész lakásárak stagnáltak. Budapesten az ingatlanforgalmazók az infláció ütemét valamivel alulmúló áremelkedést tapasztaltak 2004 első három negyedévében. 2004 második félévére a bankok összességében további enyhe – inflációkövető – lakásár-emelkedésre számítanak. A még dinamikus idejű lakásépítés 2005-re kínálati nyomást okozhat.

### III. 3. 4. BANKI FOGYASZTÁSI HITELEK

2004 folyamán dinamikusan növekszik a fogyasztási hitelezés. A bankok fogyasztási hitelezése az első félévben megközelítőleg 13 százalékkal, míg az első három negyed évben 21 százalékkal növekedett.<sup>29</sup> Különösen a folyószámla-, az általános célú ingatlanl fedezett és a kártyás hitelek mutattak látványos emelkedést. Az erős növekedéshez keresleti és kínálati tényezők egyaránt hozzájárultak.

2004-ben a magasabb státusú háztartások hitelkereslete valószínűleg élénk maradt. Továbbá a hitelkereslet növekedésnek irányába hat még, hogy a támogatott hitelek által korábban okozott kiszorító hatás lecsökkent, illetve a 2003–2004-es nagyszámú lakásépítés húzóhatással járhat a fogyasztási hitelezésre nézve. A fentieket alátámasztja, hogy a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok többsége a kereslet élénkülését tapasztalta 2004 első félévében, illetve további erősödését várja a második félévre.

A Hitelezési felmérés alapján a bankok fogyasztási hitelezési hajlandósága a 2003-as tendencia folytatásaként 2004-ben is fokozatosan növekszik. A verseny egyre erősebbé válik. A bankok hitelképességi standardjait és hitelnyújtási feltételeiket enyhítik. 2004 második félévében is az enyhítés irányában kívánnak elmozdulni.

Az erősödő verseny a termékínálat bővüléséhez is nagyban hozzájárul. 2004-ben a bankok elsősorban a devizaalapú, illetve kártyás termékekkel bővítették kínálati palettájukat. Az évek óta meglévő gépjármű-vásárlási hitelek mellett elsősorban devizaalapú személyi és általános felhasználású, ingatlanl fedezett hiteleket vezettek be. Az utóbbi termékek terjedésének köszönhetően a fogyasztási hitelekben belül a devizaalapúak aránya a 2003. decemberi 14 százalékról, 2004 júniusára 18,5 százalékra, míg szeptemberre már 22,5 százalékra emelkedett. A tendencia folytatódását várjuk, melyet a kamatkülönbség mellett az ügyfelek növekvő árérzékenysége, a verseny, illetve utóbbi árjellegének erősödése is fokoz.

A banki adatok tanulsága szerint a fogyasztási hitelezés vesztesége a marzshoz, illetve a jövedelmezőséghez viszonyítva eddig alacsony volt. Azonban a verseny erősödésével, a hitelezési standardok és feltételek enyhülésével, a piacok érettebbé válásával, a devizahitelezés további növekedésével a jövőben a hitelezési veszteségek valószínűleg növekedni fognak.

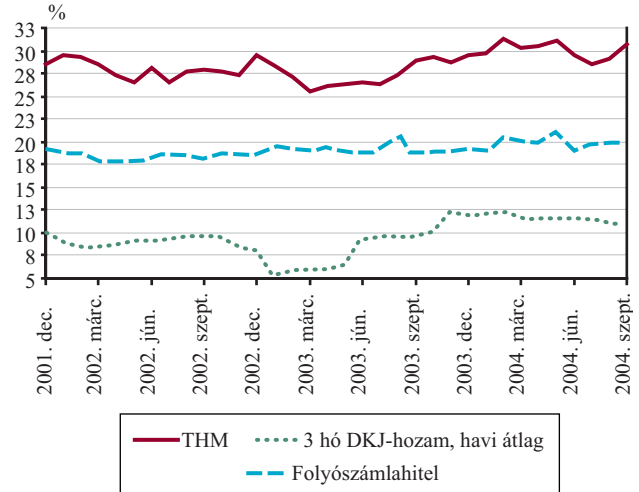
<sup>28</sup> Hegedűs–Somogyi (2004): Lakáshitelezés, támogatási alternatívák és megfizethetőség. Városkutató Kft.

<sup>29</sup> 2003 hasonló időszakaiban a fenti növekedési ütemek 9 és 15 százalékos mutattak.

A kamatstatisztika főleg a kis összegű forintalapú fogyasztási hitelek teljes hiteldíjmutatóját, illetve a folyószámlahitelek kamatát tartalmazza. Ezek a termékek a korábbi időszakokhoz hasonlóan 2004-ben is rendkívül magas spreadet tartalmaznak. A magas spread magyarázható a jelentős működési és ügynöki költségekkel, magasabb hitelezési veszteségekkel, fix kamatozású hitelek kamatkockázatával és a növekvő verseny ellenére a banki szereplők még mindig jelentős piaci erejével.<sup>30</sup> A fogyasztási hitelkamatoknak a piaci kamatokhoz való alkalmazkodási sebessége a bankok kirívóan tökéletlen átárazási magatartását mutatja.<sup>31</sup> Ezt a bankok egyrészt piaci erejük, másrészt a lakosságihitel-kereslet alacsony kamatérzékenysége miatt tehetik meg. 2004-ben a hitelkereslet kamatérzékenyebbé válását mutatja, hogy azokban a fogyasztásihitel-szegmensekben (személyi, általános felhasználású jelzáloghitelek), ahol a devizaalapú konstrukciók is megjelentek, az új folyósítások zömét már ez utóbbiak adják. A fogyasztók a kockázatok mérlegelése nélkül az alacsonyabb havi törlesztésű konstrukciót választják.

III-15. ábra

**Az új folyósítású forintalapú fogyasztási hitelek THM-jének, a folyószámlahitelek kamatlábának, illetve a három hónapos DKJ hozamának alakulása**



Megjegyzés: havi átlagok. A THM és kamatláb a folyósítások összegével súlyozott.

<sup>30</sup> Lásd Móré-Nagy (2004): Verseny a magyar bankpiacon, MNB Füzetek 2004/9.

<sup>31</sup> Horváth-Krekó-Naszódi (2004): Kamatátgyűrés Magyarországon, MNB Füzetek 2004/8.



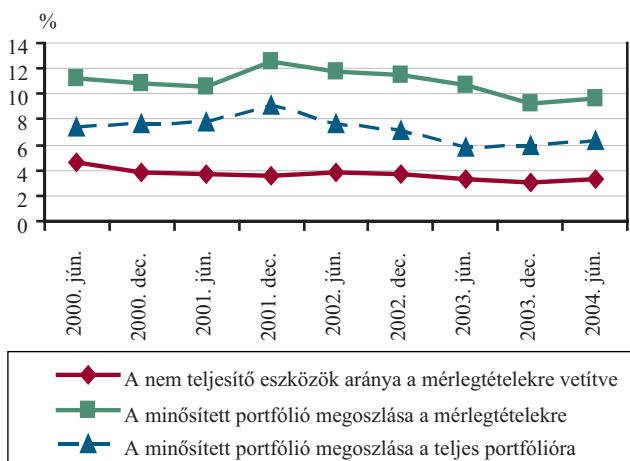
### III. 4. A PORTFÓLIÓ MINŐSÉGE

A teljes minősítendő állomány egy év alatt 8,3 százalékkal, 2004 első félévében 7,1 százalékkal nőtt. A minősített állomány növekedése mindkét időszakban meghaladta a minősítendő állomány növekedésének kétszeresét.

A portfólió minőségének az előző években megfigyelhető folyamatos javulása megtorpant. A mérlegtételek vonatkozásában a fordulat 2004 első negyedében, a teljes portfólióban már valamivel korábban megindult. Ennek fő oka, hogy a stabilan jó minőségű (2004 júniusában 97 százalékban problémamentes) mérlegen kívüli tételek állományának korábbi növekedése – elsősorban a derivatív ügyletek volumenének csökkenése révén – a 2003. év végére megállt, és ez a volumenhatás érzékelhető a teljes portfólió minőségromlásában a 2003. év végén.

III-16. ábra

#### A bankrendszer portfóliójának minősége – súlyozatlan arányok

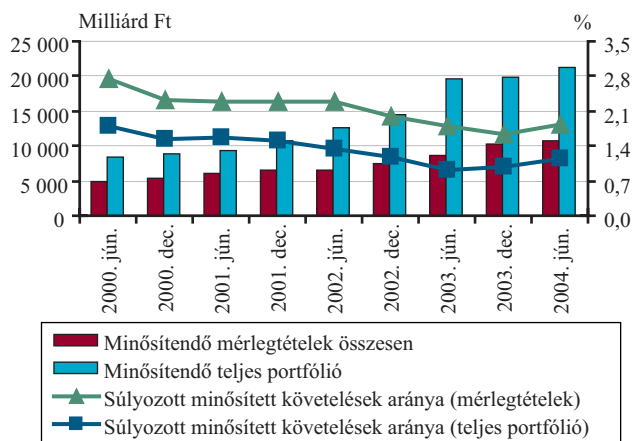


A portfólió minőségének változása a különböző mutatószámok alapján nem teljesen azonos képet mutat. A minősített, illetve a nem teljesítő tételek súlyozatlan aránya alapján a portfólió romlása kisebb mértékűnek tűnik, de ezek a mutatók nem veszik figyelembe az állományokon belüli szerkezetváltozásokat. A portfólióminőség alakulásának a minősített tételek, illetve a nem teljesítő állomány volumenének változásánál jobb indikátora a minősített portfólió súlyozott értékének aránya.<sup>32</sup> Az ábra alapján sokkal markánsabban kimutatható

to a portfólióminőség romlása mind a mérlegtételekre, mind a teljes portfólióra.

III-17. ábra

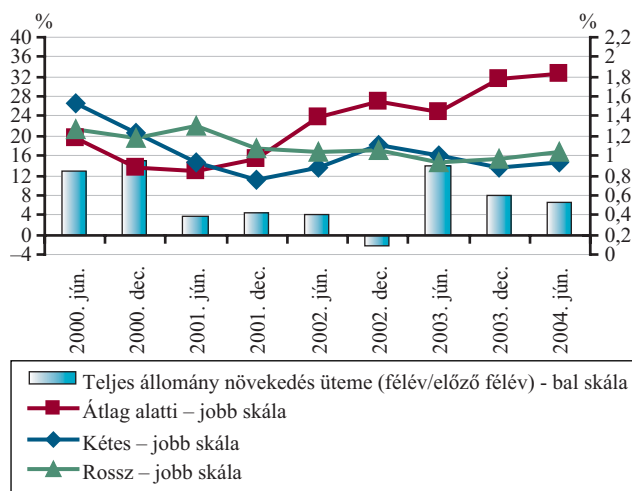
#### A bankrendszer portfóliójának minősége – súlyozott arányok



A vállalati portfólió bővülésének üteme csökkent, a 2003. júniusi értéknél 15,2 százalékkal magasabb állomány minősége romlott, a nem teljesítő tételek aránya 3,4%-ról 3,8%-ra emelkedett.

III-18. ábra

#### A vállalati portfólió minősége



<sup>32</sup> Az alkalmazott súlyok a minősítési kategóriákhoz rendelt jogszabályi céltartalékszintek középértékei, azaz problémamentes: 0 százalék, külön figyelembe: 5 százalék, átlag alatti: 20 százalék, kétes: 50 százalék, rossz: 85 százalék.

A 2003. év végén a kétes és a rossz állományok között megfigyelhető állománycserében jól tükröződik a csődráta megemelkedésének hatása. Az állományon belül az átlag alatti minősítésű tételek mennyisége és részaránya növekedett a legnagyobb mértékben, amiben részben a vállalati szektor egyes ágazatainak – így 2003-ban az építőiparnak és a mezőgazdaságnak, 2004-ben pedig a szolgáltatásoknak – a rosszabb jövedelmezőségi kilátásai tükröződtek vissza, másfelől azonban ez egyes bankok minőségben javuló kockázatkezelési rendszereinek, illetve a kiugróan magas jövedelmezőség melletti erőteljesebb tartalékolási magatartásának tudható be.

A portfólió jövőbeni minőségének jó előrejelző indikátora a 90 napot el nem érő fizetési késedelemben lévő hitelek mennyiségének és arányának alakulása, hiszen ezek egy része nem, vagy nem feltétlenül jelenik meg a jelenlegi minősített állományokban.

Ha a legfeljebb 90 napja lejárt követeléseket tekintjük, mind az előző év azonos időszakához, mind az év végéhez képest jelentősen emelkedett az állomány, és érzékelhetően nőtt az összes követelésen belüli arány is. Szeptemberre valamelyest javult a helyzet, de a 34 milliárdos állomány még mindig magasabb, mint bármelyik korábbi viszonyítási érték.

Különösen nagy mértékű volt a növekedés, ha az egyes ügyfelekkel szembeni összes kockázati kitettséget a legrégebben lejárt követelés szerinti kategóriába soroljuk. Ezek alapján 2004. június végén a bankrendszer összes vállalati kitettségének 8 százaléka olyan ügyfelekkel szemben áll fenn, amelyeknek van valamilyen mértékű, legfeljebb 90 napot elérő fizetési késedelme. Ez az arány szeptemberre tovább nőtt, és elérte a 9,4 százalékot.

A nem fizetési állományok 2003 második félévében 8 banknál, 2004 első félévében 16 banknál növekedtek.

A 30 napos állomány év végi szektorszerű megugrását az egyik banknál bevezetett új hitelmonitoring rendszer okozta, azaz korábban nem mért és nem kezelt kockázatokat kezdtek regisztrálni, folyamatosan nyomon követni és minősíteni. Ez a folyamat stabilitási szempontból kedvező. A 2004 első félévi további növekedés ilyen egyedi hatással nem magyarázható. Más bankoknál is bekerültek a nem szerződészerű teljesítők közé olyan cégek, amelyek korábban soha, ugyanakkor a késedelmes teljesítőkkel szembeni összes banki kockázatvállalás is erőteljesen nőtt.

A fizetési késedelmek látványos növekedése mögött többféle ok húzódhat meg. A konjunkturális hatások eltérően érintették az egyes szektorokat. A feldolgozóiparban és az építőiparban az újra növekedésnek induló, kiugróan magas beruházási aktivitás és készletnövekedés következtében is kialakulhatott egyes vállalatoknál likviditási probléma. A szolgáltatások esetében – amely szektorban jellemzően a hazai bankszektor felé rövid lejáratra forintban eladósodott, és devizafinanszírozásra áttérni nem képes kis- és középvállalkozások vannak – a likviditási problémák mögött a romló jövedelmezőségi kilátások mellett a megemelkedett kamatterhek is szerepet játszhattak, hiszen a bankok az alapkamat-emelés hatását igen rövid késleltetéssel érvényesítették a hitelezésben, és ez a kamatrugalmatlan szektor ehhez a helyzethez nem tudott kellően gyorsan alkalmazkodni. A 2004. év márciusától elkezdődött lassú kamatcsökkentési folyamat hatása a lefelé rugalmatlan hitelkamatok miatt láthatólag elhúzódik, ezért ma még nem állapítható meg egyértelműen, hogy átmeneti jelenségről van-e szó. A likviditási feszültségek okainak és lehetséges következményeinek feltárása további vizsgálatokat igényel.

A háztartási portfólió növekedési üteme a lakáshitelezés növekedésének mérséklődése nyomán jelentősen lelassult, de a minősítendő állomány még így is 46,8 száza-

### III-1. táblázat

#### Nem pénzügyi vállalatokkal szembeni követelések a lejárat óta eltelt napok szerint

Idő	2002. december		2003. június		2003. december		2004. június	
	Állomány (millió Ft)	Arány (%)	Állomány (millió Ft)	Arány (%)	Állomány (millió Ft)	Arány (%)	Állomány (millió Ft)	Arány (%)
0-30	15 330	0,5	11 990	0,3	17 761	0,4	28 461	0,7
31-90	7 882	0,2	18 638	0,5	7 891	0,2	11 496	0,3
0-90	23 212	0,7	30 628	0,8	25 652	0,6	39 957	0,9

### III-2. táblázat

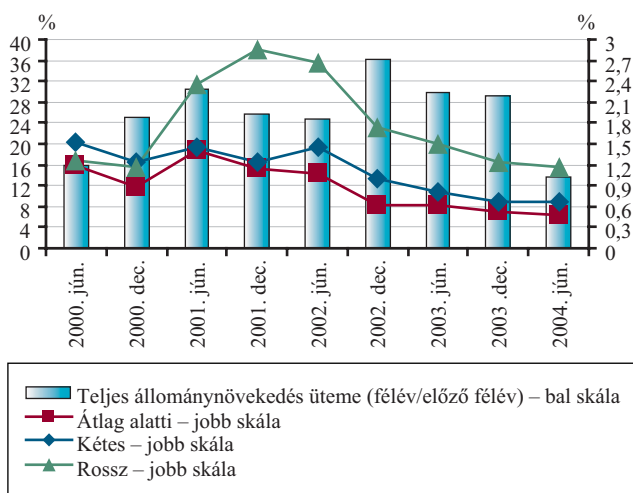
#### Összes követelés az 1-90 napja lejárt állománnyal rendelkező nem pénzügyi vállalatokkal szemben

Idő	2002. december		2003. június		2003. december		2004. június	
	Állomány (millió Ft)	Arány (%)	Állomány (millió Ft)	Arány (%)	Állomány (millió Ft)	Arány (%)	Állomány (millió Ft)	Arány (%)
0-30	84 208	2,5	152 263	4,0	247 789	6,1	302 587	7,0
31-90	17 432	0,5	18 599	0,5	17 035	0,4	45 554	1,0
0-90	101 640	3,1	170 862	4,5	264 824	6,5	348 141	8,0

lékkal haladta meg a 2003. júniusi szintet. A portfólió minősége ennek megfelelően lassuló ütemben, de tovább javult. A nem teljesítő állományok volumene alig harmadával, 16,8 százalékkal növekedett, a növekedés zöme a 2004. évben történt. A nem teljesítő állományok aránya egy év alatt 2,9 százalékról 2,3 százalékra csökkent. Szeptemberben a tendencia megfordult, az arány 2,7 százalékra növekedett. A szintek azonban messze elmaradnak a lakáshitelezés felfutása előtti időszakban megfigyelhető legrosszabb arányoktól, hiszen 2001 decemberében a rossz minősítésű hitelek aránya egyedül is magasabb volt, mint 2004 szeptemberében az összes nem teljesítő hitel aránya.

III-19. ábra

A háztartási portfólió minősége



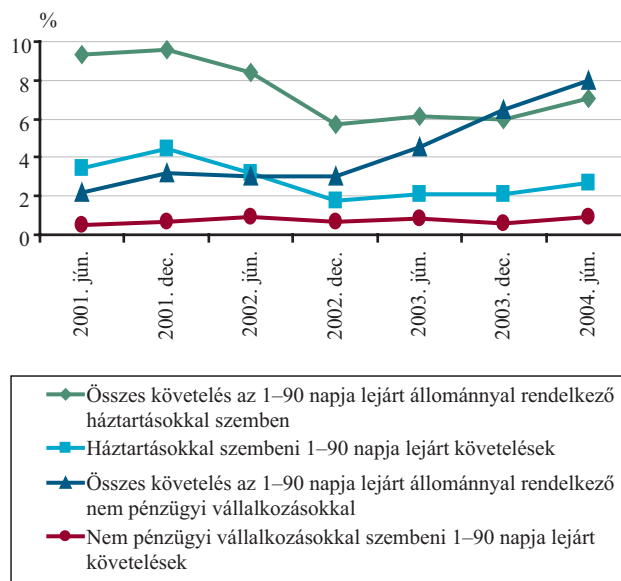
2003 első félévében a háztartások esetében is érzékelhetően megindult a legfeljebb 90 napot elérő fizetési késedelmek volumenének növekedése, 2004 első félévében pedig az arány is emelkedni kezdett. (A korábbi években mind a volumen, mind az arány stagnált.) A nem fizetési állományok egyenletes növekedéséből látható, hogy beindulhatott a lakáshitelek első nem fizetési hulláma, ami elsősorban az évente átárazódó támogatott hiteleket érinthette.

A portfólió minőségromlása a portfólió érési folyamatának szükségszerű velejárója, ezért a jövőben kismértékű további romlásra számítunk, de ebben a szektorban jelenleg sem a volumen, sem az arány nem jelent számottevő rendszerstabilitási kockázatot.

A háztartási portfólió egyes szegmensei nagyon eltérő képet mutatnak. A nem teljesítő hitelek 5,8 százalékos arányával a legrosszabb minőségű a nem lakáscélú hitelportfólió (folyószámla-, személyi, gépjármű-, áru-, értékpapírvásárlási stb. hitelek). E hitelek egyrészt a termékek sajátosságaiból fakadóan, másrészt – a szabad felhasználású, ingatlanalapú jelzálog fedezete mellett nyújtott hitelek kivételével – az elérhető és érvényesít-

III-20. ábra

A legfeljebb 90 napot elérő fizetési késedelmek mutatói a nem pénzügyi vállalati és a háztartási portfóliókban



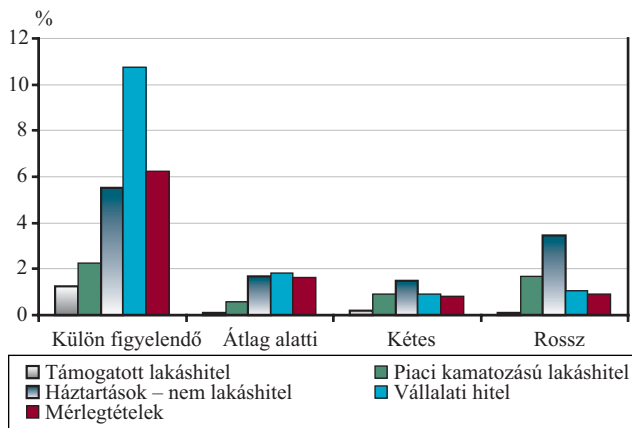
hető biztosítékok miatt is lényegesen kockázatosabbak, mint a lakáscélú hitelek.

A nem teljesítő lakáshitelek aránya nagyon alacsony, mindössze 0,8 százalék, ezért ez a volumen a bankok által még jól kezelhető, rendszerszintű kockázatot egyelőre nem okoz. A nem fizetési, illetve fizetési késedelemre vonatkozó számok azt mutatják, hogy a bankok az egyes minősítési kategóriákba lényegében a fizetési késedelem – „rossz” kategóriába pl. a 360 napon túli késedelem – alapján sorolják be a tételeket. Meglehetősen nagy azonban a különbség a piaci kamatozású és az állami kamattámogatás mellett folyósított hitelek minősége között. A támogatott hitelek 0,4 százalékos nem teljesítési arányával szemben a piaci kamatozású hitelek minősége a nem teljesítő hitelek 3,2 százalékos aránya alapján a mérlegtételek egészére jellemző 3,4 százalékos aránytól nem sokkal marad el. A piaci kamatozású hitelek rosszabb minősége az egyes minősítési kategóriákban a támogatottakhoz képest lényegesen magasabb céltartalék-fedezettséggel is párosul. Habár az állomány viszonylag alacsony, az összes lakáscélú hitelnek mindössze egy nyolcada, aggodalomra ad azonban okot, hogy a kétes és rossz minősítési kategóriákban található állományok aránya meghaladja mind a mérlegtételek, mind a vállalati hitelek mutatójának értékét. A rossz minőség nem magyarázható az alig egy éve felgyorsult deviza-, illetve devizaalapú lakáshitelezés magasabb kockázatával, hiszen ez az állomány a dinamikus emelkedés mellett is csak piaci kamatozású hitelek egy hatodát érte el, és az árfolyamhatás sem volt kedvezőtlen ebben az időszakban. A különbség mértéke nem támasztható alá a hitel/biztosíték arány mutatójával sem, hiszen ez a mutató 2004 júniusában kedvezőbb

volt, mint a támogatásos hitelek esetében. A fennálló hiteltartozás alapján a piaci kamatozású hiteleknel az állomány 59,9 százaléka van az ötven százalék alatti hitel/biztosíték arány kategóriában, míg a támogatásos hiteleknel csak 43,4 százalék ez az érték, a 2004 második negyedévi folyósítások esetében pedig a mutatók értéke rendre 66,8 százalék és 59,7 százalék. A nagy különbség feltehetően a biztosítékok jogi érvényesíthetősége területén meglévő eltérésekből fakad, hiszen azoknál a hiteleknel, ahol a kölcsön- és zálogszerződés közokiratba foglalása kötelező jelleggel nem történik meg, csak hosszadalmas, peres úton érvényesíthető végrehajtási eljárás keretében érhető el az ingatlan árverezése, és a követelés teljes megtérülésére a jelentősen növekvő késedelmi kamatok miatt sem lehet számítani.

**III-21. ábra**

**Minősített tételek aránya a mérlegben, a vállalati portfólióban és a háztartási portfóliószegekben**

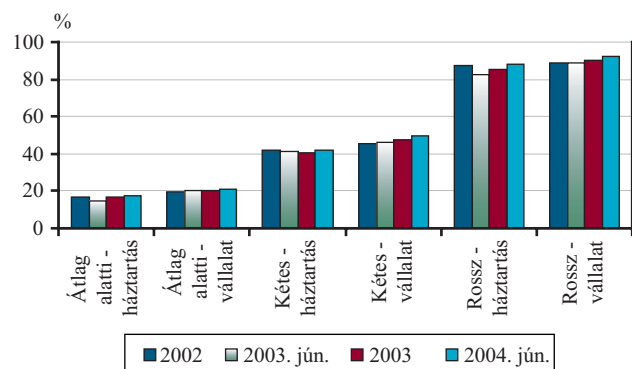


Az előző jelentéshez képest stabilitási szempontból úgy tűnik, kedvező fordulat van kibontakozóban a bank-

rendszerben az értékvesztés/céltartalékolás alakulásában. Minden nem teljesítő minősítési kategóriában, mind a vállalati, mind a lakossági portfólióban növekedett a hitelek értékvesztéssel való fedezettsége nemcsak az előző év azonos időszakához hasonlítva, hanem az év végi értékhez viszonyítva is, noha az auditálások nyomán az előzetes adatokhoz képest az év végén is nőtt a fedezettség. Egyértelmű a felzárkózás iránya a lakossági hiteleknel minden kategóriában, és különösen látványos a javulás a rossz minősítésű hiteleknel, ahol a fedezettségi arány nemcsak megközelítette, hanem jelentősen meg is haladta a kategória középértékéhez (85 százalék) tartozó szintet. Mivel a tartalékolás ütemének növekedése meghaladta a portfólióminőség romlásának ütemét, úgy tűnik, hogy a bankok kimagasló – és az előző év azonos időszakával egybevetve tovább növekvő – jövedelmezősége lehetővé teszi, hogy a bankok az adott számviteli jogszabályok korlátozó keretei között is<sup>33</sup> a tartalékolás növelésével időben simítsák a jövedelmüket, ami a pénzügyi stabilitás szempontjából egyértelműen kedvező.

**III-22. ábra**

**Értékvesztés aránya a bruttó eszközértékhez**



<sup>33</sup> Sem a hatályos magyar számviteli szabályok, de a nemzetközi pénzügyi beszámolási standardok (IFRS) sem teszik lehetővé, hogy a már felmerült veszteségeken túlmenően a jövőben várható veszteségekre is lehessen tartalékolni, ami egyik jelentős motívuma a bankok prociklikus viselkedésének. Úgy tűnik, hogy az auditorok magatartása törvényi felelősségükből fakadóan, amely a számviteli jogszabályok és más jogszabályok előírásainak megfelelő megbízható és valós kép igazolása mellett a Hpt. alapján a törvényben és más prudenciális szabályokban foglalt előírások betartásának ellenőrzésére is kiterjed, hogy némi mozgásteret a bankok számára a jövedelemsimításra, és ezen keresztül a prociklikus viselkedés mérséklésére.

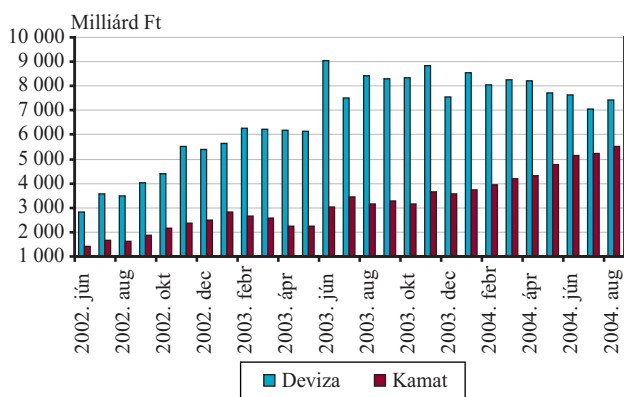
### III. 5. A BANKOK PIACI KOCKÁZATAI ÉS DERIVATÍV TEVÉKENYSÉGE

#### III. 5. 1. A BANKOK DERIVATÍV TEVÉKENYSÉGE

2004-ben jelentős változások álltak be a bankok származékos piaci tevékenységében. Míg az előző két évben egyértelműen a devizaügyletek domináltak, nem kismértékben a forintpiaci turbulenciákkal összhangban, addig az idei évben közel 60 százalékos növekedés következett be a kamatlábhoz kötődő derivatív ügyletek szerződés szerinti állományában. Ezzel szemben a devizákhoz kapcsolódó származékos ügyletek névértéke gyakorlatilag nem változott az első kilenc hónap során. Az összeített derivatív állomány mérlegfőösszeghez viszonyított aránya az előző év végi 87 százalékról nem változott, szemben a korábbi két év rendkívül gyorsan növekvő tendenciájával. A fent említett hatásoknak köszönhetően az ügyletek arányában is eltolódás figyelhető meg: a devizaszerződések aránya az előző év végi 70 százalékról 60 százalék alá csökkent.

#### III-23. ábra

#### A főbb származékos ügyletek állománya szerződés szerinti értéken



Az árfolyam és kamatvolatilitás ideji mérséklődésével párhuzamosan a derivatív ügyletek állománya sem alakult olyan hektikusan, mint egy évvel korábban. A szerkezeti megoszlásban továbbra is a swapügyletek domináltak (60-70 százalék). A bankok devizapiaci opciós tevékenysége továbbra is elhanyagolható mértékű maradt.

A kamatderivatívok állományának gyors növekedése mögött nem új piaci szereplők, hanem a korábbiak nagyobb aktivitása húzódik meg. A koncentráció továbbra is rendkívül magas: a három legnagyobb szereplő részesedése 90 százalékos, míg az öt legnagyobb szereplő már több mint 96 százalékos piaci részaránnyal rendelkezik. Az állomány növekménye szinte teljes egészében az öt legnagyobb szereplőnél csapódott le. A derivatív ügyletek szerkezetének jelentős átrendeződése nem volt hatással a partnerkockázati kitettségére. A származékos ügyletek súlyozott értéke az állományok 2002-es felütása óta a teljes kockázattal súlyozott eszközállománynak mindössze 1-2 százalékát teszi ki. A jelentősebb ingadozás a 100 százalékos súlyozású kiírt opciós állomány ingadozásához köthető. Az alacsony partnerkockázat alapvetően annak köszönhető, hogy a bankrendszer partnereinek több mint 90 százaléka hitelintézet, amelyek a 20 százalékos súlyozás alá esnek. Hasonló megállapítás vonható le az áprilisi forgalmi adatok alapján is, amelyről a BIS a 2004. évi Triennial Survey keretében – az MNB közreműködésével – végzett felmérést a jellemző instrumentumok, illetve a partnerek tekintetében.<sup>34</sup> A derivatív piacon aktív bankokról továbbra is elmondható, hogy azok az átlagnál magasabb tőke megfeleléssel, a derivatív ügyletek miatt viszont az átlagnál magasabb tőkeáttétellel is rendelkeznek.

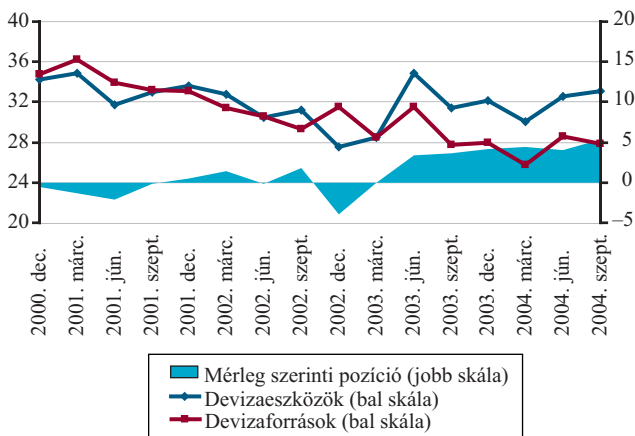
#### III. 5. 2. ÁRFOLYAMKOCKÁZAT

2004-ben folytatódott a mérlegen belüli, devizában denominált tételek arányának növekedése. Mivel az arány növekedés az eszközoldalon gyorsabb volt, mint a forrásoldalon, ezért a mérleg szerinti pozíció tovább nyílt és a harmadik negyedév végére már meghaladta a mérlegfőösszeg 5 százalékát. Az eszközoldali aránynövekedést több tényező együttesen okozta: a nem banki pénzügyi közvetítők devizaalapú finanszírozása, a gyorsuló vállalati hitelezés, valamint a háztartási devizahitelek térnyerése. A denominációs összetételben nem történt változás: eszközoldalon 57 százalék, míg forrásoldalon 66 százalék volt az eurótételek aránya, míg a többi állomány jellemzően dollárhoz kötődik. A korábbi évekhez képest új elemként viszont erőteljesen növekedett a svájci frank állománya.

<sup>34</sup> Felmérés a devizapiacról és az OTC származtatott ügyletekről (2004. áprilisi adatok alapján), MNB sajtóközlemény.

III-24. ábra

**Devizátételek és a nyitott pozíció mérlegen belüli aránya**



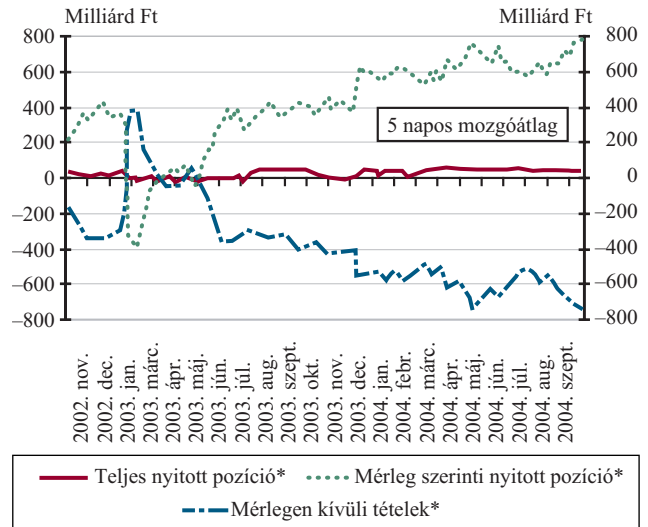
A bankrendszer a mérlegen belül tovább nyíló pozícióból az előző évhez hasonlóan továbbra is alacsony értéket tartott meg. A mérlegen belüli pozíciókat a bankok jellemzően OTC-piacon kötött derivatív ügyletekkel fedezték.<sup>35</sup> A teljes nyitott pozíció (mérlegen belüli és mérlegen kívüli tételek együttesen) +30–50 milliárd forint körül ingadozott szemben az előző évi ±10 milliárd forint körüli értékkel. A növekvő kockázatvállalás miatt elméletileg a forint árfolyamának ingadozása a korábbiaknál nagyobb veszteséget eredményezhet, bár ez még mindig nem éri el az alapvető tőke 1 százalékát sem (lásd stresszteszt eredménye). Összességében tehát az árfolyamkockázat a kitétség növekedése mellett sem értékelhető jelentősnek, különösen a bankrendszer stressztűrő képességéhez és az árfolyamkockázatra elkülönített tőke nagyságához viszonyítva. A kereskedési könyvi szabályozás<sup>36</sup> alapján a devizakockázatokra elkülönített tőke az előző évi átlagos 3,5 milliárd forintról 6,5 milliárd forintra növekedett, ami a megkétszereződés ellenére sem utal túlzott közvetlen árfolyam-kockázati kitétségre. Mivel a bankrendszer devizakamat-kockázati kitétsége is relatíve zártnak tekinthető (±1–2 százalék a mérlegfőösszeg arányában), ezért a fedezeti pozíciók lejáratát nem különböztetik lényegesen az alapügyletek lejáratától, ami alapján a fedezeti ügyletekkel a bankok nem transzformálnak jelentős árfolyamkockázatot kamatkockázattá.

A mérlegen belüli hosszú devizapozíciók gyors és nagymértékű felépülésének ennek ellenére vannak pénzügyi stabilitási következményei:

A bankok kockázatkerülése miatt alapvetően a belföldi gazdasági szektorok veszik fel a devizakockázati pozíciókat (közvetett árfolyamkockázat), ami a fedezettel

III-25. ábra

**A bankrendszer devizapozíciója**



\* Pozitív érték: hosszú deviza.

nem rendelkezők esetében (háztartások, kkv-k) a várható veszteség növekedését eredményezheti. Amennyiben ez a magasabb hitelkockázati felárakban megjelenik, úgy elméletileg nem növekszik a várható veszteség, amit azonban lényegesen befolyásolhat az egyre intenzívebbé váló árverseny.

Bár a banki nyitott pozíciók alacsony szintje miatt az árfolyam-ingadozásnak közvetlenül nem volt jelentős negatív jövedelmezőségi hatása, a forintforrások és a derivatív piac kedvezőtlen alakulásának függvényében időszakosan jelentősen megnövekedhet a bankrendszer külföldi devizaforrásainak igénye. Ez a típusú „forráséhség”, illetve kitétség különösen a piaci turbulenciák idejében okozhat problémát, amikor is a devizaforrások költségnövekedésének akár jelentősebb jövedelmezőségi hatása is lehet.

**III. 5. 3. KAMATKOCKÁZAT**

A bankok működése során kamatkockázat alapvetően a banki és a kereskedési könyvekben keletkezhet. Az alábbiakban a banki könyv kamatkockázatot vizsgáljuk, amely gyakorlatilag a bankok által végzett lejárat transzformáció kockázatának értékelését jelenti.

A banki könyvek kamatkockázati kitétsége abból ered, hogy eltér az eszközök, illetve a források lejáratát vagy átárazási ideje. A hagyományos tevékenységet végző bankok általában rövidebb forrásokkal finanszíroznak hosszabb eszközöket, ami a rövid lejáratokon negatív, a hosszabb lejáratokon pozitív értéként jelenik meg.<sup>37</sup> A

<sup>35</sup> 2003. november 1-jétől hatályát veszítette a bankok rövid és hosszú nyitott devizapozíciójának előjel nélküli összegét a szavatoló tőke 30 százalékban korlátozó 41/1996. PM rendelet.

<sup>36</sup> A 2002/291. kormányrendelet alapján a bankok devizaárfolyamhoz kapcsolódó tőkekövetelménye az összesített hosszú, illetve rövid devizapozíciók közül a nagyobb abszolút értékűnek a prudenciális előírásokhoz tartozó szavatoló tőke 2 százalékát meghaladó részének a 8 százalékát.

<sup>37</sup> A lejárat rész módszer alapvetően a nettó kamatbevétel változásának kockázatát, az ún. duration rész módszer pedig a saját tőke potenciális átértékelődésének kockázatát ragadja meg. A két módszer közti átmenet úgy interpretálható, hogy a duration elemzés a tartós kamatváltozás jövedelmi hatásának jelenértékre kifejtett hatását vizsgálja. Elfogadott módszertan szerint bizonyos fenntartásokkal az egyes lejáratú idősávok középértékével jól közelíthető az adott pozíciók átlagos hátralévő futamideje.

**III-3. táblázat****A bankrendszer 90 napos kumulált átárazási/lejáratí réseinek alakulása**

(Milliárd forint)

	2003				2004	
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év
Kumulált forintrés*	-700,8	-837,4	-876,0	-1327,2	-1577,8	-1386,1
Korrigált kumulált forintrés**	1047,3	1019,7	991	751,2	249,8	506
Kumulált euró-rés	-170,9	97,5	21,4	-75,8	54,1	-6,3
Kumulált USD-rés	-216,9	10,8	8,4	184,7	165,1	80,0
Kumulált CHF-rés	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	46,0	26,5

\* A lejáratkor azonnali átárazódást feltételezve.

\*\* A látra szóló és folyószámlabetétek 90 napon túli átárazódását feltételezve (a kumulált forintrés a látra szóló és folyószámlabetétektől megítélve).

III-3. táblázatból a kumulált forintrés alapján azonban jól látszik, hogy a bankrendszer csak a forrintételek esetében támaszkodik erőteljesen rövid forrásokra és végez tényleges lejáratí transzformációt. Végül, a devizatételek esetében az elmúlt évben tapasztalt erőteljes állománynövekedés ellenére sem beszélhetünk növekvő lejáratí transzformációról és növekvő banki könyvi kamatkockázatról sem.

A forrintételeknél azonban 2003. év eleje óta folyamatosan növekszik a rövid átárazódású kamatozó források szerepe a finanszírozásában. A folyamatosan nyíló negatív forint lejáratí rések alapján a bankrendszernek elméletileg egyre nagyobb mértékű jövedelmezőségi kamatkockázata van. A kinyíló lejáratí-átárazódási résben az elsődleges szerepet a hosszú lejáratú lakáshitelezés, illetve a bankrendszer aktivitásának egyébként is gyors növekedése játszotta az elmúlt évben. Bár a lakáshitelezést alapvetően hasonló lejáratú jelzáloglevéllel finanszírozzák, a bankrendszer rövid futamidejű vagy átárazódású forrásai (látra szóló betétek, rövid lejáratra lekötött betétek) jelentős szerepet játszottak ebben.

A kumulált forintrés alapján tehát az látszik, hogy a bankrendszer kamatkockázati kitétsége nagymértékű. A korrigált kumulált forintrest is figyelembe véve azonban megállapítható, hogy a bankrendszer igazából nem is rendelkezik jelentős kamatkockázattal. Az effektív (tényleges) kumulált forintrés valójában a táblázatban megjelenített két szélsőséges eset között, a banki árazási magatartás függvényében változhat.<sup>38</sup> A kamatnövekedés esetén például a bankok a viszonylag kamatrugalmatlannak tekinthető látra szóló és folyószámla-, valamint rövid lejáratú lekötött betétek késleltetett és részleges átárazódásával zárják vagy pozitívvá változtatják a kamatrésüket. Ekkor a bankok úgy alakítják az effektív átárazódási résüket, hogy az a korrigált kumulált forintréshez a lehető legközelebb kerüljön. Kamatcsökkentés esetén a bankok ezzel ellentétesen viselkednek, az azonnali átárazódást feltételező kamatréshez közelítik az effektív résüket. Ekkor a források gyors átárazása jö-

vedelemtöbbletet eredményezhet, azonban ennek mértéke nem lesz kiugró, hiszen a látra szóló és folyószámlabetétek kamatai a nagyon alacsony szint miatt lefelé ragadósak. Összességében a bankok a két szélsőséges eset között mozogva a piaci kamatok volatilitásának a kamattjövdelemre gyakorolt hatását simítják. A deviza lejáratí-átárazódási résekben nem látható trendszerű elmozdulás, tehát a kamatkockázat tekintetében a devizahitelezés gyakorlatilag kockázatsemlegesnek tekinthető, ami úgy is interpretálható, hogy a devizákban a bank-szektor transzformációs szerepe inkább csak a külföld és a belföldi gazdasági szektorok közötti közvetítő szerepre szűkül.

Látható, hogy a duration, és lejáratí rés módszerek csak abban az esetben nyújtanak tényleges információt a banki könyvekben lévő kamatkockázati kitétségről és a potenciális jövedelmezőségi hatásról, ha igaznak vesszük azt a feltevést, hogy a bankok valóban az átárazási időpontokban és a benchmarkkamat változásával azonos mértékben árazzák át eszközeiket és forrásait, illetve a lejáratok valóban effektív lejáratot jelölnek. Ezen hatásokat a lejáratí-rés-elemzés változatlan spread feltevése, illetve az ún. „beágyazott opciókra” vonatkozó becslések vizsgálatával a következő részben részletesebben elemezzük a forint-kamatkockázat vonatkozásában.

**Bankok árazási magatartásának hatása a kamatkockázatra**

A bankok árazási magatartása jelentős mértékben befolyásolja a kamatkockázat tényleges realizációját. Az aktuális versenyhelyzet adta keretek között ugyanis a piaci hozammozgások esetleges kedvezőtlen hatásait a bankok az átárazási időpontok „eltolásával” és az átárazás mértékének megválasztásával is befolyásolni képesek. A piaci hozamok emelkedése esetén a forrásoldali tételek, míg hozamcsökkenés esetében az eszközoldali tételek átárazása játszik elsődleges szerepet. A spread-ek elmúlt időszaki alakulása is jól tükrözi ezt a hatást. A

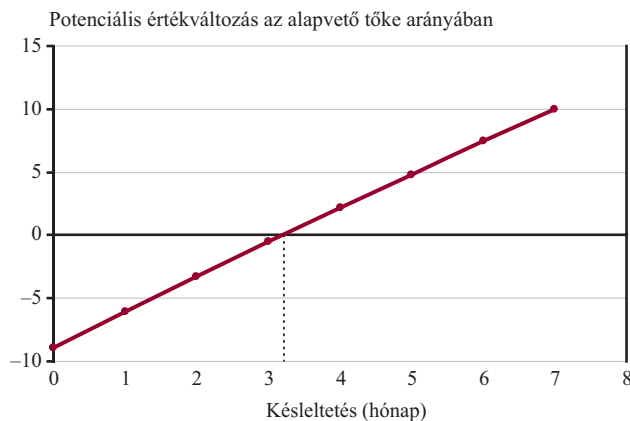
<sup>38</sup> Az eszközök késleltetett átárazásának lehetőségével itt nem foglalkozunk.

kamatcsökkenés először a hiteloldali<sup>39</sup>, míg a kamatemelkedés először a betétoldali spreadek nyílásában jelentkezik, tehát a hitelkamatok lefelé, a betéti kamatok pedig felfelé ragadósak.<sup>40</sup> Ezek alapján tehát a lejáratirés módszertan változatlan spread feltevése jelentős mértékben torzítja a kamatkockázat megítélését. A 2003 évi nagymértékű forinthozammozgásokat követő spreadnyílások és a versenyhelyzet valószínűleg összességében lehetőséget ad arra, hogy a bankrendszer profitmaximalizáló döntése keretében aktívan ki tudja használni a spread átmeneti megváltoztatásának eszközét a kamatozások kedvezőtlen hatásainak eliminálására. A BUBOR-hoz viszonyított spreadek jelentősen növekvő volatilitásából egyébként az látszik, hogy a kamatkockázat negatív hatásainak mérséklésére leginkább a háztartási betétpiacon van lehetőség. Az alábbi ábrán látható, hogy 5 százalékpontos kamatemelkedés esetén a források átárazásának mindössze átlagos 3 hónapos késleltetése is elegendő a potenciális veszteség „eltüntetéséhez”. A kamatozó források között természetesen számos olyan tétel van, amelynek átárazási késleltetése szerződéses vagy egyéb okok miatt nem lehetséges. Egyedi banki szinten a forrásszerzés versus jövedelmezőségi célok arányában jelentős különbségek adódhatnak. A jellemzően kevesebb ügyfélbetéttel rendelkező bankok piac, és forrásszerzési lehetőséget látva gyorsabban követnek egy-egy piacikamatemelkedést, mint a jövedelmezőségi szempontokat elsődlegesnek tekinthető nagyobb lakossági betétállománnyal rendelkező bankok. Ezeket a bankonként eltérő célfüggvényeket egyébként jól tükrözik az egyedi banki kamatkockázati kitétségek is, ugyanis a nagyobb lakossági látra szóló betétállománnyal rendelkezők „látzólag” a bankrendszerinél magasabb kamatkockázati kitétséget tartanak.

### III-26. ábra

#### Forint kamatemelkedés (5 százalékpont) feltételezett bankrendszeri hatása a források átárazási késleltetése alapján

(2004. június)

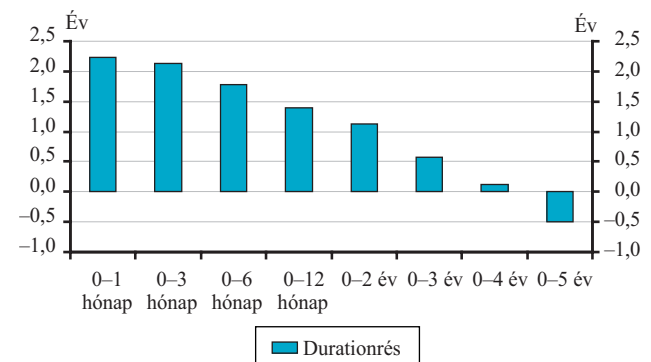


### Beágyazott opciók hatása a kamatkockázatra

A mérlegben mind eszköz-, mind forrásoldalon vannak olyan tételek, amelyek lejáratra bizonytalan, egy opció értékének függvényében változik. Eszközoldalon ezek elsősorban az előtörlesztési joggal bíró hitelek, míg forrásoldalon tipikusan a lejárat nélküli látra szóló betétek. Ezek feltételezett átárazási/lejáratirés ideje jelentős mértékben elmozdíthatja magát a kamatkockázati kitétséget. A tényleges lejárat mindkét esetben alapvetően a mögöttes implicit opciók értékének függvényében alakul és az előzetes feltételezések általában historikus megfigyeléseken, statisztikai módszereken alapszanak. Konzervatív szemléletben eszközoldalon a lehető legtovábbi időpontot (nincsen előtörlesztés), míg forrásoldalon a legkorábbi lejáratirés időpontot<sup>41</sup> (nincsen betétmegújítás) kell figyelembe venni. Magyarországon a korábbi lakástámogatási rendelet keretében felvett hosszú lejáratú, előtörlesztési opcióval rendelkező lakáshitelek kamata még európai viszonylatban is alacsonynak tekinthető, ezért tömeges előtörlesztésre rövid távon nem számíthatunk, így az előtörlesztések kamatkockázatot befolyásoló hatását nem tekintjük jelentősnek<sup>42</sup>, így egyelőre nem is kalkulálunk vele. Az opciók díja eszközoldalon az előtörlesztési díj, forrásoldalon pedig a piaci és látra szóló betétek kamatkülönbözeteként jeleníthető meg. Az alábbi ábra a bankrendszeri durationrést mutatja a látra szóló betéti opciók feltételezett lehívási időpontja alapján. Ez alapján amennyiben a látra szóló betétek 4 vagy 5 év alatt egyenletesen járnak le, akkor a bankrendszernek gyakorlatilag meg is szűnhet a forintteteleken mért kamatkockázata, hiszen a pozitív durationrész 0 közelébe csökken. Normál piaci körülmények között a 4-5 éven belüli egyenletes lejáratirés feltételezés valószínűleg nem tekinthető a valóságtól távoli feltételezésnek.

### III-27. ábra

#### Bankrendszeri durationrész a látra szóló betétek lejáratára vonatkozó feltételezés függvényében



Megjegyzés: A látra szóló betétek lejáratra a jelzett idősávokban egyenletesen elosztva.

<sup>39</sup> A hiteloldali spread alakulásában természetesen a hitelkockázati felár változása is fontos szerepet játszik.

<sup>40</sup> A témáról bővebben lásd: Horváth, Kerekó, Naszodi: Kamatátgyűrés Magyarországon (MNB Füzetek 2004/8).

<sup>41</sup> Látra szóló betéteknél ez az első 0-30 napos időkategóriát jelenti.

<sup>42</sup> Az előtörlesztési hajlandóság egyedi szinten természetesen más tényezők miatt is növekedhet.



**III. 5. 4. KERESKEDÉSI KÖNYVBEN LÉVŐ  
PIACI KOCKÁZATOK**

A kereskedési könyvben lévő pozíciós kockázatok, melyek döntő hányada a kamatkockázatból ered, az előző évhez hasonlóan 2004-ben sem növekedtek jelentősen. A kockázatok fedezésére elkülönített tőke a bankrendszer szavatoló tőkéjének mindössze 1,0-1,5 százaléka között ingadozott. Ezt elsősorban az eredményezi, hogy az állampapír-portfóliók durationje továbbra is meglehetősen rövid. A piaci árfolyamok és hozamok volatilitásának nagymértékű emelkedésének idején sem növekedett lényegesen a kereskedési könyvi kockázatok mögéallokált tőke aránya. A vállalt pozíciókban pedig trendszerű változás továbbra nem figyelhető meg.

**III-28. ábra**

**Kereskedési könyvi pozíciós kockázat mögéallokált tőke szavatoló tőkén belüli aránya**



**III. 5. 5. STRESSZTŰRŐ KÉPESSÉG A PIACI  
KOCKÁZATOK TEKINTETÉBEN**

Az előzőekben meghatározott pozíciós kockázatok alapján megvizsgáljuk a bankrendszer piaci sokkokkal szembeni ellenálló képességét.

A vizsgált kitétségek köre a kamat-, illetve az árfolyamkockázatra irányul, mivel a bankrendszernek továbbra sincsen egyéb instrumentumban (részvény, áru) jelentős kitétsége. A stressztűrő képességet az előző évekhez hasonlóan érzékenységvizsgálat keretében végezzük. Az általunk vizsgált sokkok a következők: a belföldi kamatlábváltozásra +500 és -500 bázispont párhuzamos hozamgörbe-elmozdulást, az árfolyamváltozásnál a spotárfolyam 40 százalékos le-, illetve felértékelődésének hatását vizsgáljuk, a külföldi kamatoknál pedig 200 bázispontos párhuzamos elmozdulás szerepel a sokkok között. A hatásokat a saját tőke potenciális értékváltozásaként ragadjuk meg<sup>43</sup> és ezt a bankok alapvető tőkéjéhez viszonyítjuk. A kitétségek alakulásából is látható, hogy a legnagyobb kockázatot a forinttételek jelentik. Itt is fel kell azonban hívni arra a figyelmet, hogy az előző fejezetben említett tényezők miatt a kamatkockázati effektív kitétség eltérhet az elméletitől. Az általunk számolt potenciális veszteség abban az esetben következhet be, ha feltesszük, hogy a bankok valamilyen ok (erős verseny, jelentős stresszhelyzet) miatt nem késleltetik az átárazást, illetve a betétesek a lejáró állományokat nem újítják meg.<sup>44</sup> Ezzel azonban úgy véljük, hogy a betétesekre és az árazásra vonatkozó rendkívül erősnek tűnő feltételezések felfoghatók a lehető legrosszabb kimenetelnek és ezért alapvetően összhangban állhatnak a stressztesztek filozófiájával. A kamatkockázatra vonatkozó stresszteszteknel azonban minden bizonnyal a betétek stabilitására vonatkozó feltételezések játszanak kulcsszerepet.

A kitétségek előzőekben ismertetett alakulása mellett a potenciális veszteségek legnagyobb értéküket a forinthozamgörbe párhuzamos eltolódása esetében veszik fel, amely ebben az esetben meghaladja az alapvető tőke 10 százalékát is. A többi kitétség értékhatása ezzel szemben még az alapvető tőkék 1 százalékát sem

**III-4. táblázat**

**Durationnel súlyozott összesített kamatkockázati kitétségek**

(milliárd forint)

	HUF+	EUR+	USD+	HUF-	EUR-	USD-
2003. jún.	2032,4	481,9	211,1	-255,8	-206,0	-129,3
2004. jún.	2366,7	275,0	40,4	-353,1	-105,3	-22,3

**III-5. táblázat**

**Árfolyam-kockázati kitétségek**

(milliárd forint)

	EUR+	USD+	CHF+	EUR-	USD-	CHF-
2003. jún.	1,23	0,97	0,29	-5,44	-0,3	-0,05
2004. jún.	8,76	2,65	1,08	-10,58	-0,57	-0,06

<sup>43</sup> Alternatív megoldás lenne a jövedelmezőségi hatások számbavétele is.

<sup>44</sup> Illetve nem következik be jelentős előtörlesztés, amelyekkel azonban az előzőekben említett okok miatt most nem foglalkozunk.

éri el. A bankrendszeri tőke megfelelés struktúrájából az is megállapítható, hogy a forint kamatemelkedés kedvezőtlen hatása nem rendszerszintű, és csak néhány „outlier” banknál keletkezne jelentősebb elmozdulás a tőke-

megfelelési mutatóban. A piaci változók együttes elmozdulásának legrosszabb kimenetele (maximum loss) valamennyi hozamgörbe egy időben történő párhuzamos felfelé tolódása esetében következne be.

### III-6. táblázat

#### Potenciális értékváltozások<sup>45</sup> és hatásuk a bankrendszer tőke megfelelésére

	Értékváltozás alapvető tőke arányában		Bankok száma TMM alapján					
	Nyeresség	Veszteség	<8%	>8%<9%	>9%<10%	>10%<11%	>11%<12%	>12%
Eredeti			1	3	5	4	2	21
Kamat (+)								
HUF	6,4%	-14,9%	4	2	3	3	2	22
EUR	0,6%	-0,8%	1	3	5	4	2	21
USD	0,1%	-0,2%	1	3	5	4	2	21
CHF	0,0%	-0,3%	1	3	5	4	2	21
Árfolyam (-)								
EUR	0,6%	-1,0%	1	3	5	4	2	21
USD	0,1%	-0,1%	1	3	5	5	1	21
CHF	0,05%	-0,01%	1	3	5	4	2	21

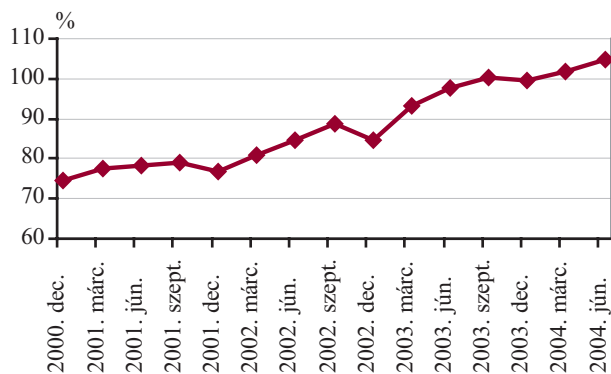
<sup>45</sup> Az alábbi táblázat a kamatok felfelé mozdulásának, illetve a forint devizákkal szembeni gyengülésének hatását mutatja.

### III. 6. A BANKRENDSZER LIKVIDITÁSA

2004-ben folytatódott a korábbi időszakok azon tendenciája, amelyben a hitelállomány növekedése meghaladta a betétek bővülési ütemét. Júniusban a 12 hónapos növekedési ütem a hitelek esetében meghaladta a 60 százalékot, míg betétoldalon ezt alig több mint 30 százalékos emelkedés kísérte. Ennek eredményeképpen 2004-ben a hitel/betét arány immár stabilan a 100 százalék felett tartózkodott. A mutató immár két éve tartó folyamatos emelkedése összességében a háztartások megtakarítási hajlandóságára vezethető vissza, mivel azok egyre kevésbé képesek a bankrendszer eszközoldali aktivitásának finanszírozására. A forrásokon belül egyre nagyobb a jelentősége a jelzáloglevél útján történő finanszírozásnak és az egyéb külföldi finanszírozásnak.<sup>46</sup>

III-29. ábra

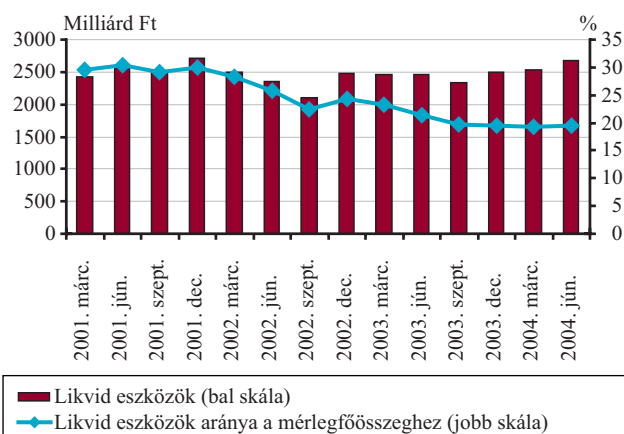
#### Hitel/betét arány a bankrendszerben



A hitel/betét mutató folyamatos emelkedése mellett kedvezőnek tekinthető viszont, hogy 2004-ben nem csökkent tovább a likvid eszközök aránya, sőt állományuk nominális értéke is növekedni tudott, szemben az előző évvel, amikor a bankrendszer az általános forrás-

III-30. ábra

#### Likvid eszközök aránya



hiány miatt már a likvid eszközök leépítésével is „finanszírozta” a hitelezést. A likviditás bankrendszeri eloszlását továbbra is jelentős aszimmetria jellemzi, bár a 30 napos kumulált nettó bázispozíciók szórása kismértékben csökkent 2004-ben. Ezt azonban elsősorban a forrástöbbletes bankok likviditásfeleslegének mérséklődése idézte elő.

Az előzőekben leírt tényezők eredményeképpen 2004-ben tovább növekedett a külföldi források finanszírozó szerepe a bankrendszerben. Kedvezőnek értékelhető, hogy a külföldi források növekedése döntően a hosszú lejáratú finanszírozásban öltött testet. Ezt elsősorban a külföldi jelzáloglevél-kibocsátások eredményezték, amelyek alapvetően hozzájárultak a hosszú lejáratú források arányának növekedéséhez. A stabil betétállományt felváltó külföldi források ezzel együtt elméletileg akár növelhetik is a bankrendszer sebezhetőségét.

<sup>46</sup> A jelzáloglevél-kibocsátás 2004-ben már egyre inkább valós forrást jelentett a bankrendszer számára.

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

2003-ban az előzetes adatok alapján a szektor hitelkockázatra számított fizetőképességi mutatója 11,9 százalékos értéket mutatott, amely mindössze 0,1 százalékponttal alacsonyabb, mint az előző év azonos időszakában, és 0,4 százalékponttal marad el a 2003. évi auditált értéktől. Minden bank teljesítette a mutató törvényi minimumát, a 8 százalékos értéket.

A szektor tőke megfelelési mutatója az előző év júniusi 11,6 százalékos értékről 11,5 százalékra csökkent.<sup>47</sup> A bankok közül 9 bank tőke megfelelési mutatója nem érte el a 10 százalékot, közülük három a 8-9 százalékos sávban van, egynek a mutatója nem éri el a 8 százalékot. A tíz legnagyobb bank közül hét, az öt legnagyobb bank közül három található a kilenc feszített tőke megfelelésű bank között.

A bankrendszer szavatoló tőkéje júniusban 20 százalékkal, 177 milliárd forinttal haladta meg az előző év azonos időszakában meglévő értéket.

A belső tőke képződés volumene és aránya jelentős volt, év végén az általános tartalékképzést is magában foglaló eredmény-visszaforgatás aránya a júniusi jelentésben feltételezett 70 százalékkal szemben összességében 79 százalékos volt. Ez ugyan elmarad a 2002. évi 86 százalékos értéktől, de jól érzékelteti a tulajdonosok szándékát a belső tőkeakkumuláció magas szintjének fenntartására akkor is, ha a kiemelkedő eredmény magas osztalékfizetési arány megállapítására ösztönözhetne. Stabilitási szempontból mindenképpen kedvező, ha a kockázatvállalás finanszírozása nagyobb arányban valósul meg alapvető tőkével, mint járulékos tőkével.

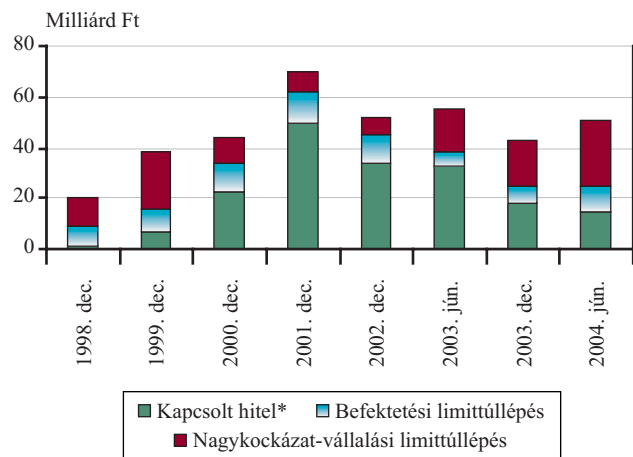
Júniusban az év végi értékhez képest 12 százalékkal magasabb volt a bankok szavatoló tőkéje. Ez nagyobb részben külső forrásból származott a tulajdonosok által biztosított tőkeemelések és a kapott alárendelt kölcsöntőke növekménye révén. Az évközi eredmény auditálási lehetősége alapján belső tőkeakkumuláció is történt.

A szavatoló tőke növekedéséhez a levonások csökkenése is hozzájárult. A levonások közül a pénzügyi intéz-

ménybe, befektetési vállalkozásba és biztosítóba történt befektetések, és a részükre nyújtott alárendelt kölcsöntőke miatti levonások és az országkockázat tőkekövetelménye miatti tételek csökkentek, a limittúllépések azonban nőttek. A limittúllépések szerkezete korábbi várakozásainknak megfelelően alakult. Tovább csökkent a kapcsolt vállalkozásokhoz kötődő limittúllépések mennyisége és aránya egyaránt, míg a befektetésekre és az ügyfelekkel szembeni kockázatvállalásra vonatkozó limitek túllépése jelentősen nőtt. A TMM szintjének tendenciaszerű csökkenése továbbra is megerősíti, hogy a rendszerkockázat szempontjából meghatározó bankok jelentős részénél a kockázatvállalás növekedésének effektív korlátjává válhat a szavatoló tőke növekedése, s a belső tőkeakkumulációs képesség viszonylag magas szintje ellenére fokozódó mértékben szorulnak külső tőkebevonásra.

#### III-31. ábra

##### A Hpt. szerinti limittúllépések



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

A vizsgált időszakban a szavatoló tőkét érintő lényeges szabályozási változás is történt a 2003. év végén, amikor a számviteli törvény alapján az egyes intézmények 2004. január 1-jétől – bizonyos feltételek mellett már a 2003. évi beszámolóban is – alkalmazhatják a pénzügyi eszközök és kötelezettségek értékelésére a valós érté-

<sup>47</sup> Mivel a törvényi szabályozás a devizaárfolyam-, áru- és kereskedési könyvi kockázat tőkekövetelményét kivette a mutató számításából és ezáltal a mutatóhoz rendelt szankcionálási intézkedések hatóköre alól, a hitelkockázaton felüli tőkekövetelményeknek való megfelelés vizsgálatára az időbeli összehasonlíthatóság érdekében elemzéseinkben továbbra is a 2002-ig hatályos tartalmú tőke megfelelési mutatót használjuk.

kelés szabályait. A bankok közül a 2003. év végén öt, 2004 júniusában már nyolc bank<sup>48</sup> alkalmazta ezt az értékelési eljárást annak ellenére, hogy az iparüzési adó kivetésének szabályai alapján erős ellenérdekeltség vélhető ezen opció alkalmazásában.

A valós értékelés legnagyobb volumenű hatása a kereskedési célú portfólióba sorolt eszközökön mutatkozik, de még nem realizált pozitív eredmény elszámolásából fakad, míg az értékesíthető portfólióba sorolt eszközök pozitív értékelési különbözete a tőkében – a valós értékelés értékelési tartalékában – csapódik le. A valós értékelés tartaléka, amely az értékhelyesbítés értékelési tartalékához hasonlóan járulékos tőkeelem, a júniusi adatok alapján nem volt hatással a szavatoló tőkére, hiszen a járulékos tőkének mindössze 0,6 százalékát tette ki. A valós értékelés alá tartozó eszközök zöme – közöttük a derivatívák – a kereskedési portfólióba tartoznak. Mivel a szabályozói tőkébe az évközi előzetes pozitív eredmény nem számítható be, a tőke volatilitásának megváltozására gyakorolt hatás csak az év végi auditált adatok alapján vehető szemügyre.

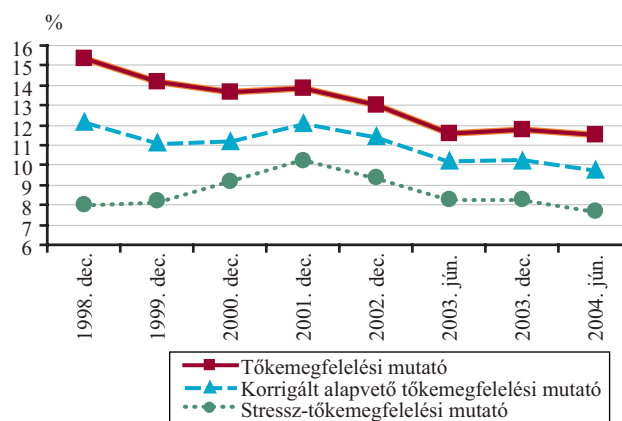
A korrigált mérlegfőösszeg és a mérlegfőösszeg növekedésének összesimulása továbbra is megfigyelhető. A súlyozott mérlegtételek korrigált mérlegfőösszegen belüli arányának növekedését valószínűleg csak átmenetileg törte meg a 100 százalékos súlyú kiírt opciók állományának ugrásszerű emelkedése.<sup>49</sup>

A 2003. évi júniusi adatokhoz képest a szektor egészének a tőke megfelelési mutató csökkenéséhez viszonyítva nagyobb mértékben, 0,5 százalékponttal csökkent a korrigált – hitelkockázatok fedezetére fennmaradó – alapvető tőkére vetített tőke megfelelési mutatója.<sup>50</sup> A portfólió romlásának eredményeképpen a stressz-TMM<sup>51</sup> értékének csökkenése ennél is nagyobb mértékű, 0,6 százalékpontos volt, és a szabályozói minimum

alatti értékre, 7,7 százalékra süllyedt. A tíz legnagyobb bank átlagos stressz-TMM-mutatója a 2003. júniusi 7,1 százalékról 2004 júniusában 6,9 százalékra csökkent. Ez – tekintettel a szcenárió szélsőséges jellegére – elfogadható szintű stabilitás jele mind a bankrendszerben, mind a legnagyobb bankok átlagára nézve.

III-32. ábra

**A TMM, a korrigált alapvető TMM és a stressz-TMM-mutatók alakulása**



A tíz legnagyobb bank helyzetét az jellemezte, hogy miközben romlott a stressztűrő képességük, a szektorátlag kedvezőtlen irányú elmozdulásával szemben, a magasabb tartalékolásnak köszönhetően a maximálisan elveszithető érték a bankok átlagára nézve is, és a bankok zömére egyenként is csökkent. A III-33. ábrán jól látható, hogy a bankok közötti szóródás terjedelme csökken, a szintetikus kockázati mérőszámok alapján a legnagyobb bankok helyzete homogenizálódik, annak ellenére, hogy kockázati profiljuk jelentősen különbözik egymástól. A feltételezett maximális veszteség elszívódása esetén az alapvető tőke alapú stressz-TMM most is csak három banknál ért el legalább 8 százalékos értéket. A csoportba tartozó két legrosszabb mutatójú bank

III-7. táblázat

**A korrigált mérlegfőösszeg összetevőinek alakulása**

Eszközök súlyozott értéken (%)	2003. 06. 30	2004. 06. 30	2004/2003*
20 százalékos súlyozású eszközök	3,9%	4,3%	1,31
50 százalékos súlyozású eszközök	6,0%	8,7%	1,75
100 százalékos súlyozású eszközök	71,0%	68,1%	1,16
Súlyozott mérlegtételek összege	80,9%	81,0%	1,21
Függő és egyéb jövőbeni kötelezettségek súlyozott értéke	18,0%	17,4%	1,17
Határidős követelések súlyozott értéke	1,0%	1,6%	1,88
Kockázattal korrigált mérlegfőösszeg (Mrd Ft) = 100%	7470	9051	1,21

\*Az indexszámok a mögöttes alapadatok növekményeiből származnak.

<sup>48</sup> Felmérésünk szerint még kilenc bank tervezi az alkalmazás bevezetését a következő egy-két évben.

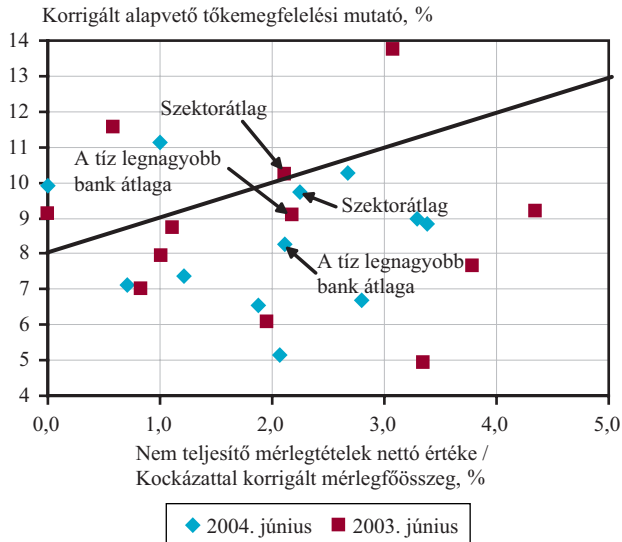
<sup>49</sup> Ez az előző év júniusában még csak 70 milliárdos, év végén 62 milliárdos, 2004 júniusában már 130 milliárd forintot kitevő állomány szeptemberben 26 milliárdra csökkent. Az opciók kiírtai között időszakonként 4-6 bankot találunk, közülük három folyamatosan igen aktív.

<sup>50</sup> Korrigált alapvető tőke megfelelési mutató = (Levonások után fennmaradó alapvető tőke – kereskedési könyvi, devizaárfolyam- és árukockázat tőkekövetelménye) / korrigált mérlegfőösszeg.

<sup>51</sup> Stressz-tőke megfelelési mutató = (Levonások után fennmaradó alapvető tőke – kereskedési könyvi, devizaárfolyam- és árukockázat tőkekövetelménye – nem teljesítő mérlegtételek nettó értéke) / (korrigált mérlegfőösszeg – nem teljesítő mérlegtételek nettó értéke).

**III-33. ábra**

**A tíz legnagyobb mérlegfőösszegű bank, ezek átlagának, illetve a szektor átlagának tőkehelyzete és a nem teljesítő követeléseken elérhető maximális veszteségen mért kockázata 2003 és 2004 júniusában**



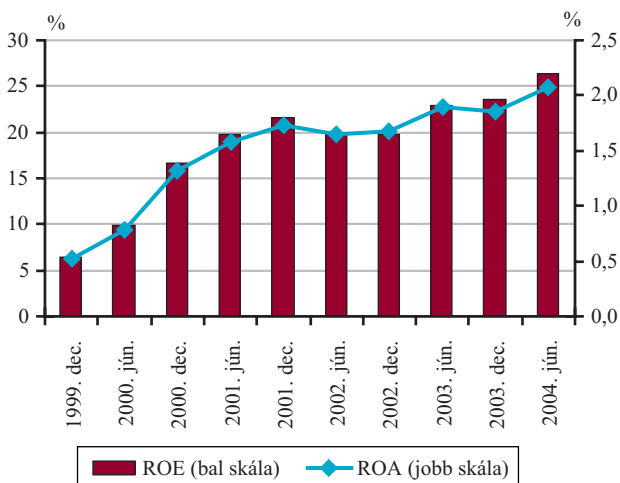
számára egy ilyen szélsőséges forgatókönyv 2004-ben is nehezen elviselhető helyzetet eredményezett volna, bár tőkehelyzetük e mutató alapján nem romlott az előző év azonos időszakához képest.

### III. 8. JÖVEDELMEZŐSÉG

2004 első félévében a bankrendszer jövedelme az előző évi dinamikával csaknem azonos mértékben nőtt<sup>52</sup>; a 168 milliárd forintos adózás előtti eredmény 43,15 százalékkal magasabb, mint 2003 első félévének eredménye. A vizsgált időszakban mind az eszköz-, mind a tőkearányos jövedelmezőség kiemelkedően javult.<sup>53</sup> A jövedelmezőség növekedésében a kamatjövedelem játszotta a legnagyobb szerepet, ami többek között a bankok árazási magatartásával, a lakáshitel-állomány tavalyinál jóval nagyobb volumenével, illetve a származékos ügyletek eredménynövekedésével magyarázható.

**III-34. ábra**

#### A bankrendszeri ROE és ROA alakulása



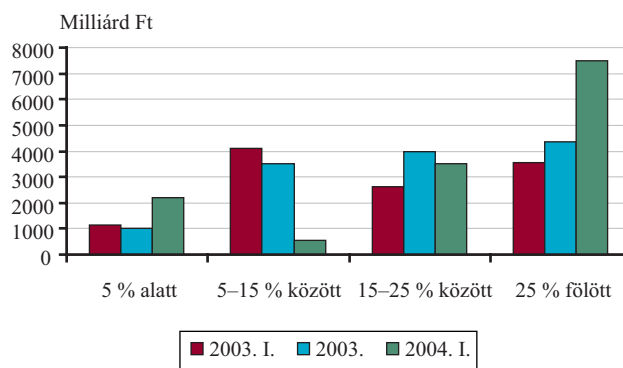
A legjövedelmezőbb bankok rangsora nem változott jelentősen az előző évhez képest. A veszteséges bankok száma a 2003 és 2004 első félévében is működő bankok körében nem változott (8), együttes piaci részesedésük továbbra is nagyon alacsony, 5 százalékos.<sup>54</sup> Ez kedvező a bankrendszer stabilitása szempontjából. A legjövedelmezőbb bankok és az átlagos jövedelmezőségű bankok közötti különbség tovább nőtt. Pozitív jelenség azonban, hogy az átlagon felüli ROE-mutatóval

rendelkező bankok aránya jelentősen emelkedett. A legmagasabb, átlagosan 43,11 százalékos ROE-t továbbra is a jelzálogbankok mutatták fel, de a fogyasztási hitelezésre specializálódott bankok összesített ROE-mutatója is átlagon felüli maradt.

**III-35. ábra**

#### Banki csoportok ROE szerint

(az adott kategóriába tartozó bankok mérlegfőösszegének összege)



A 2003 első hat hónapjának és a 2004 első félévének jövedelme közötti különbséget döntően a kamatjövedelem kiugró bővülése magyarázza. A lakáscélú hitelezés dinamikájának lassulásával párhuzamosan a jutalék- és díjeredmény is csökkent a bruttó működési eredményhez viszonyítva, de még mindig jelentős jövedelemtermelő hatása van. 2004 első félévében a jutalék- és díjbevételek közül a garancia- és kezességvállalási díjak a tavaly tapasztaltnál kisebb mértékben, de még mindig nagyon nagy ütemben, 74,25 százalékkal emelkedtek, az egyéb jutalékok és díjak ellenben csökkentek. A garancia- és kezességvállalási díjak megugrása valószínűleg nagyrészt az infrastrukturális beruházások felfutásával függ össze. A jutalékért végzett pénzügyi és befektetési szolgáltatások ráfordításain belül a befektetési szolgáltatással kapcsolatos ráfordítások visszaestek.

<sup>52</sup> A társaságiadó-kulcs változása miatt a jövedelmezőségi mutatók számításakor nem az adózott, hanem az adózás előtti eredményt vizsgáljuk. A mutatókat visszamenőleg is átszámítottuk, hogy az adatok összehasonlíthatók legyenek.

<sup>53</sup> A ROA- és ROE-adatok mindig a legutóbbi két félév egészére vonatkoznak.

<sup>54</sup> Amennyiben a Postabankot nem vesszük figyelembe a veszteséges bankok között, akkor a 7 veszteséges bank részesedése 2 százalékos.

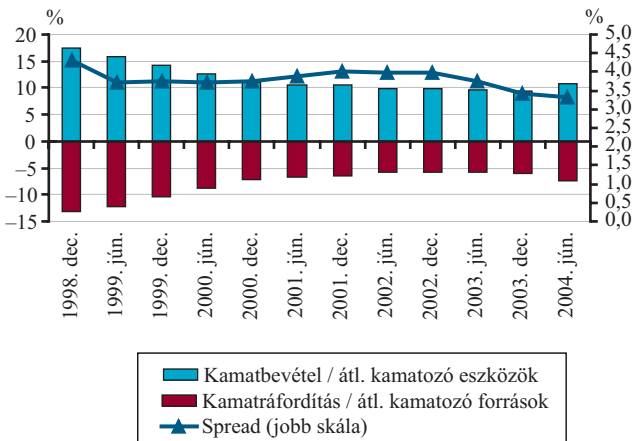
## III-8. táblázat

## A bankrendszer eredménye

	2003. jún.	2004. jún.	Változás	
	Mrd Ft	Mrd Ft	Mrd Ft	Index
Kamatjövedelem	209,614	267,281	57,7	127,5%
Kapott osztalék	11,288	11,052	-0,2	97,9%
Jutalék- és díjeredmény	79,646	90,144	10,5	113,2%
Pénzügyi műveletek nettó eredménye	25,769	39,326	13,6	152,6%
Egyéb üzleti tevékenység eredménye	-13,271	-4,717	8,6	35,5%
Általános igazgatási költségek	181,228	200,829	19,6	110,8%
Értékvesztés és kockázati céltartalék változása	-13,538	-34,457	-20,9	254,5%
Szokásos (üzleti) tevékenység eredménye	118,28	167,8	49,5	141,9%
Rendkívüli eredmény	-0,952	0,158	1,1	-16,6%
Adózás előtti eredmény	117,328	167,958	50,6	143,2%
Adózott eredmény	103,596	150,645	47,0	145,4%

A bankok átlagos eszközhozama és forrásköltsége közötti spread az elmúlt másfél évben folyamatosan szűkült, 2004 első felében 42 bázisponttal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. A magasabb kamatszint miatt ugyanakkor mind a kamatozó eszközökre jutó átlagos kamatbevétel, mind a kamatozó forrásokra fizetett átlagos kamatráfördítés emelkedett, ami a korábbi tendenciákkal ellentétes folyamatot jelez. A csökkenő spread azonban tükrözi, hogy a források átlagos kamatának emelkedése meghaladta az eszközökét. Ennek oka az lehet, hogy a forrásoldali verseny tovább erősödött.

## III-36. ábra

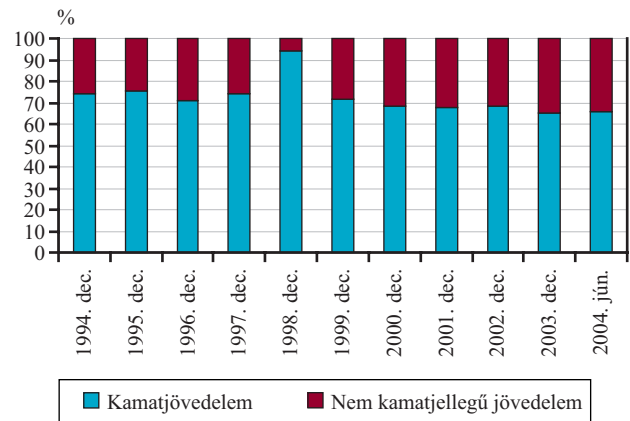
A spread és összetevői<sup>55</sup>

A nem kamatjellegű jövedelem bruttó működési eredményéhez viszonyított aránya nem változott az előző év végéhez képest, szerkezete azonban megváltozott. Az osztalékeredmény – amely a tavalyi év első felében kiugró emelkedést mutatott – most 2 százalékkal csökkent. A nem kamatjellegű jövedelmeken belül a pénzügyi műveletek nettó eredménye bővült kiemelkedő mértékben, 52,6 százalékkal. A növekedés szinte kizárólag a deviza- és árfolyameredmény megduplázódásának köszönhető, ennek hatását csökkentette a va-

gyoni érdekeltségeken és a befektetési célú értékpapírokon elért nettó eredmény veszteségbe fordulása.

## III-37. ábra

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



2004 első felében a nettó értékvesztés és céltartalék jelentős mértékben, két és félszeresére emelkedett, ami közel azonos az előző év azonos időszakában tapasztalt növekedési ütemmel.

A bázisidőszakhoz viszonyítva a működési költségek bankrendszeri szinten az inflációt meghaladó mértékben (10,82 százalékkal) emelkedtek. Az előző évvel csaknem megegyező költségnövekedés alapvetően a személyi jellegű költségek emelkedéséből adódik, az egyéb ráfordítások reálértéken nem változtak. A személyi kiadások 18 százalékos bővülését döntően a bankrendszerben zajlott hatékonyságjavító lépések magyarázzák. Egyrészt, néhány nagyobb banknál átszervezés, összevonás, létszámleépítés történt, amely a végkielégítések miatt jelentősen megnövelte a bértömeget. Másrészt, több kisebb banknál létszám-bővülés volt megfigyelhető, ami szintén a bérek volumenének emelkedé-

<sup>55</sup> A spread adatok mindig az elmúlt két félév egészére vonatkoznak.



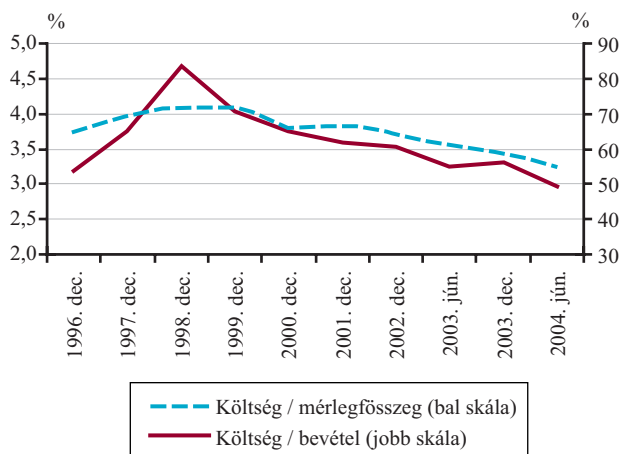
sével járt. Ugyanakkor néhány kisebb és közepes bank a létszámváltozás mértékét jelentősen meghaladó bérfejlesztést hajtott végre, növelve az 1 főre jutó béreket.

Mivel a kiadások növekedése elmaradt a bevétel (működési eredmény) dinamikus emelkedésétől, a költség/bevétel arány jelentős javulást mutatott: az előző évi 55,14 százalékról 49,21 százalékra csökkent. A működési eredmény növelését azonban a piaci erő kihasználása eredményezte részben, így a költség/bevétel mutató alakulásából nem következtethetünk egyértelműen a hatékonyság alakulására. A költséghatékonyság másik mutatójának, a költség/mérlegfőösszeg arányának a javulása (3,55 százalékról 3,24 százalékra) viszont tényleges hatékonyságjavulást mutatott, mivel ez azt fejezi ki, hogy pénzügyi közvetítés mélyülésével (a mérlegfőösszeg emelkedésével) a kiadások egyre kisebb ütemben emelkedtek. Tehát a mérhető hatékonyság is fokozottan érvényesült a bankrendszerben.

A pénzügyi stabilitás szempontjából fontos a hatékonyságjavító lépések folytatása. A magas jövedelmezőség elérésének jelenlegi feltételei hosszú távon várhatóan változnak. A kamatlábak csökkenése és a verseny fokozódása esetén a jövedelmezőség csökkenését csak a hatékonyság jelentős javításával tudják kompenzálni a bankok. Ez a versenyképesség szempontjából is szükséges, mert nemzetközi összehasonlításban a kiugróan magas jövedelmezőség mellett hatékonyság szempontjából elmaradnak a magyar bankok mind a régió, mind az EU-átlagától.

III-38. ábra

**A működési költségek mérlegfőösszeghez és bevételekhez viszonyított aránya**



**III. 8. 1. A NETTÓ KAMATJÖVEDELEM ÖSSZETEVŐINEK ALAKULÁSA**

Mivel a bankrendszer rövid forrásokból hosszabb lejáratú eszközöket finanszíroz, ezért elvileg a piaci kamatok növekedésének hatására a kamateredménynek – egyéb tényezők változatlansága esetén – csökkennie kellene. Számításaink szerint, amennyiben a bankok azonnal ér-

vényesítették volna a 2003. decemberi kamatváltozás hatását mind az eszközeik, mind a forrásaik árazásában, akkor a 2004 első félévi kamateredmény több mint 30 milliárd forinttal lenne kevesebb, mint a bázisidőszaki, változatlan állományok mellett.

A kamateredmény 57,7 milliárd forintos emelkedése elsősorban az egyéb kamat- és kamatjellegű eredmény kiugró növekedésének köszönhető, de jelentős szerepet játszott benne az értékpapírok kamat- és kamatjellegű jövedelmének emelkedése, illetve a folyószámla- és látra szóló betétek, valamint a lakossági rövid lejáratú leköötött betétek kamatának kismértékű alkalmazkodása.

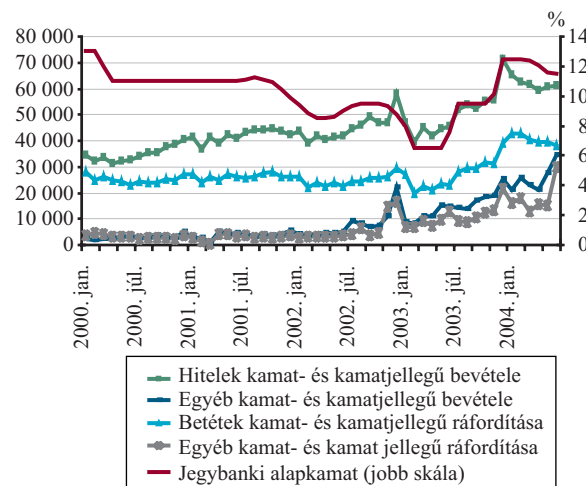
A források közül a folyószámla- és látra szóló betétek kamata és a piaci hozamok közötti különbség jelentősen emelkedett a 2003. decemberi kamatemelést követően: a lakossági folyószámlabetétek kamata 2003 decemberében 11 százalékponttal, 2004 júniusában 8,5 százalékponttal volt alacsonyabb, mint a 3 hónapos BUBOR, a vállalati folyószámlabetétek esetében a különbség 9,58 és 8,17 százalékpont volt a két időpontban. A lakossági rövid lejáratú betétek kamata és a piaci hozam közötti eltérés szintén megemelkedett: 2003 első félévében 2 százalékpont alatt volt, 2004 első félévében pedig fokozatosan 3,25-ről 1,9 százalékpontra süllyedt. A folyószámla- és látra szóló betétek és a rövid lejáratú lakossági betétek állománya az összes betét körülből 60 százalékát adja.

Az értékpapírok kamat- és kamatjellegű eredményén belül a hitelintézeti nyílt kibocsátású kötvények kamatbevétele két banknál összpontosult, enélkül az értékpapírokon realizált kamateredmény csökkent volna az elmúlt évhez képest.

A kamateredmény növekedésén belül az egyéb kamat- és kamatjellegű eredmény jelentette a legnagyobb té-

III-39. ábra

**A nettó kamatjövedelem összetevőinek havi alakulása**



telt. Ezeken a sorokon a bankok elsősorban a származékos ügyletek eredményét mutatják ki, és ez a típusú eredmény tendenciózusan nőtt az elmúlt időszakokban: 2003 végén 10 százalék körüli volt, 2004 első felében azonban már a 18,6 százalékot is elérte, vagyis a nettó kamatjövedelmen belüli aránya csaknem megkétszereződött.

Stabilitási szempontból összességében pozitívnak értékeljük, hogy a kamatemelést követően a bankrendszer kamatjövedelme nem csökkent, a bankok ki tudták küszöbölni a kamatemelés negatív hatását. A jövedelmezőséget növelő tényezők közül a betétek kama-

tának lassú, nem teljes kiigazítása részben a piaci struktúrából adódik, részben szokásos, amennyiben a folyószámla- és látra szóló betétek kamata hagyományosan alacsony és rugalmatlanul reagál a piaci kamat változásaira. Az értékpapírokon realizált eredmény nagy része egyszeri jövedelemnövekedés, rendszerstabilitási szempontból nem releváns. Végeredményben tehát a kamatjövedelem emelkedését a fedezeti ügyletekből származó egyéb kamat- és kamatjellegű eredmény határozta meg. Ennek teljes eredményhatását azonban nem tudjuk megítélni, mert a derivatív ügyletek alapügyletei az eredménykimutatás más sorain jelennek meg.



## **IV. AKTUÁLIS TÉMÁK**



## IV. 1. A LAKOSSÁGI DEVIZAHITELEZÉS ALAKULÁSA MAGYARORSZÁGON ÉS AZ ÚJONNAN CSATLAKOZOTT KELET-KÖZÉP-EURÓPAI ORSZÁGOKBAN

A magánszektor devizahiteleinek alakulása – zömmel a lakossági devizahitelezés fellendülésének köszönhetően – Magyarországon az elmúlt hónapokban az érdeklődés középpontjában került.

Az okok és lehetséges következmények feltérképezéséhez érdemes megvizsgálni a lakossági devizahitelezés elmúlt évekbeli alakulását és az azt meghatározó tényezőket. Emellett az EU-hoz újonnan csatlakozott kelet-közép-európai (KKE) országokkal történő összehasonlítást ad arra nézve, hogy a magyar helyzet egyedülállóan tekinthető-e, vagy a felzárkózó országok sajátosságával állunk-e szemben.

### IV. 1. 1. A LAKOSSÁGI DEVIZAHITELEZÉST POTENCIÁLISAN BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK A KKE-ORSZÁGOKBAN

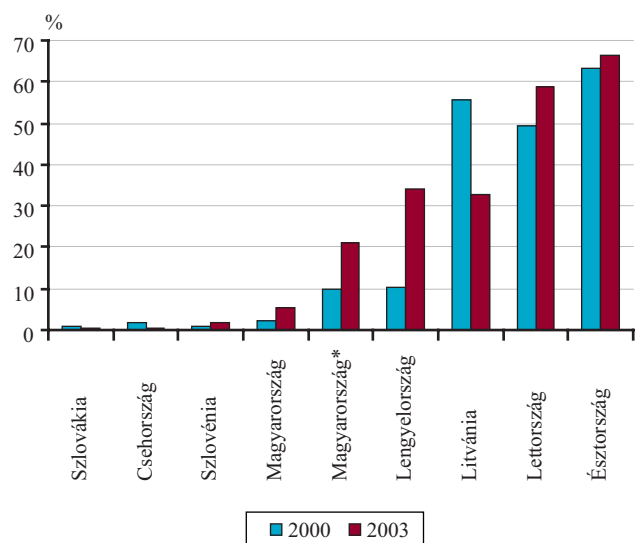
A KKE-országok általános jellemzője a háztartási hitelezés elmúlt években történt dinamikus növekedése, a háztartási pénzügyi közvetítés folyamatos mélyülése. A fejlett országokhoz hasonlóan a háztartási hiteleken belül az újonnan csatlakozó országokban is a lakáshitelek dominanciája érvényesül. A növekvő lakossági eladósodottság általános tendenciája mellett ugyanakkor a KKE-országokban a deviza-, illetve devizaalapú hitelezés súlya a teljes háztartási hitelportfólión belül nagyon nagy szóródást mutat. A nagyfokú heterogenitás háttérben számos tényező állhat. Ezek közül kiemelendő a felzárkózó országok sajátosságaként a hozamkülönbözet, a háztartások érzékenysége és kockázati tudatossága, az intézményi sajátosságok, pl. a lakástámogatási rendszer, a pénzügyi szektor és a devizahitelezés szabályozása, valamint a hitelkínálati oldal, azaz a hitelezési hajlandóság és a bankok közti verseny.

Az újonnan csatlakozott KKE-országok többségére felzárkózó státusukból következően pozitív kockázati felár a jellemző, amely mind a rövid, mind a hosszú hitelkamatoknál különbséget okoz a hazai és a külföldi (euró, svájci frank) kamat között. A hozamkülönbözet mértéke nagyrészt a konvergenciafolyamat előrehaladottságának, a gazdaságpolitika sikerességének a függvénye, de szerepet játszik benne a választott árfolyamrendszer rugalmassága is.

A háztartások hitelkereslete a növekvő kínálati verseny hatására egyre érzékenyebbé válik. A háztartások kockázati tudatossága alacsonyabb, mint a vállalati szektoré. Feltételezhető, hogy a devizahitelek felfutásának időszakában, még volatilis árfolyam mellett is, a háztartások negatív tapasztalatok hiányában nem vetik össze, hogy a megnyert hazai-külföldi kamatkülönbőség ellensúlyozza-e az árfolyamkockázatból eredő potenciális veszteséget. Relatíve stabilabb árfolyam és alacsony kamatkülönbőség mellett is – elsősorban a hosszú lejáratú lakáshitelek miatt – magas lehet a devizatermékek iránti kereslet. Ugyanakkor egy volatilisabb árfolyam ellenére a magasabb kamatkülönbözet ösztönzőleg hathat a devizahitel-keresletre, főleg ha korábban a hazai devizára az erősödő tendencia volt a jellemző. Így elvileg bármelyik árfolyamrendszerben, monetáris politikától függetlenül megjelenhet a devizahitelezés. A devizahitelezés elterjedésével, a portfólió érettebbé válásával egy esetleges árfolyamsokk negatív tapasztalata már a lakosság viszonylag széles körében növelheti a kockázati tudatosságot.

IV-1. ábra

Devizahitelek aránya a háztartási portfólión belül



\* Pénzügyi szektor (hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások együtt) hitelein belül.

Banki oldalról a háztartási devizaalapú termékek nyújtása jelentős termékfejlesztést, az egész hitelezési folyamat felülvizsgálatát igényeli, mely jelentős költségekkel jár.<sup>56</sup> Ezért a bankok csak erős a verseny és magas hitelezési hajlandóság mellett éreznek késztetést az ilyen irányú fejlesztésekre. Ugyanakkor a KKE-bankrendszerek – sajátos tulajdonosi struktúrájuk miatt – bőségesen rendelkeznek olcsó anyabanki devizaforrásokkal, amely ösztönzi a devizahitelezést.

Az intézményi tényezők közül kiemelendő az állami lakástámogatási rendszer (amely általában a hazai devizában denominált hitelekhez kötődik), amely nagyban hozzájárulhat a háztartási eladósodáshoz és befolyásolja annak denominációját. A háztartási hitelezés egyik sajátossága, hogy a határon átnyúló szolgáltatás nyújtása elenyésző nagyságrendet képvisel mind az új, mind a régi uniós tagállamokban. Ezért ezen a területen, a devizahitelezés visszaszorítása érdekében, a nemzeti felügyeletek versenyhátrány okozása nélkül hozhatnának diszkrecionális intézkedéseket. Azonban ilyen jellegű, a devizahitelezést korlátozó tényezőkkel nem találkozunk a KKE-országokban.

A következőkben először a magyarországi lakossági devizahitelek teljes hitelezésben betöltött szerepét és alakulásának dinamikáját elemezzük, külön vizsgálva a különböző típusú hiteleket. Ezt követően megvizsgáljuk, hogyan jellemezhető a devizahitelezés a kelet-közép-európai országok összességében.

#### IV. 1. 2. LAKOSSÁGI DEVIZAHITELEK ALAKULÁSA MAGYARORSZÁGON

Magyarországon az 1999 óta eltelt időszakot – a többi újonnan csatlakozott országhoz hasonlóan – a háztartások gyors eladósodása jellemezte. 1999 végétől 2004 III. negyedévére a lakosság teljes hitelállománya

##### IV-1. táblázat

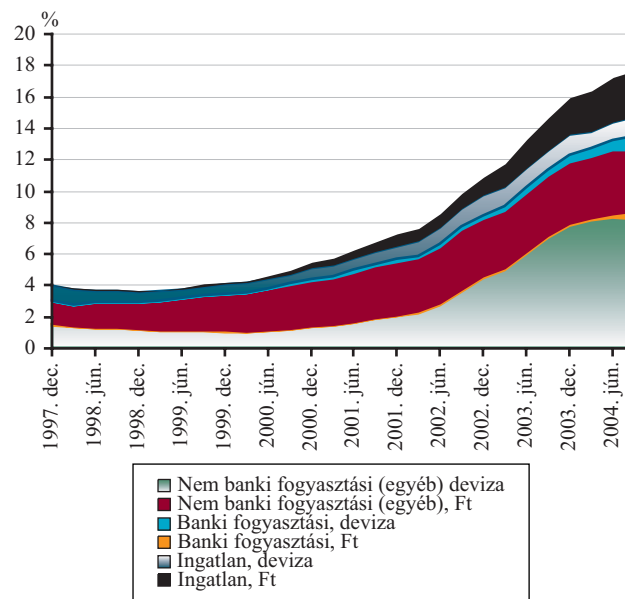
#### Lakossági forint- és devizahitelek a GDP arányában

(az időszak végén, százalék)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004. III. n. év
Ingatlan, forint	1,1	1,4	2,1	4,4	7,8	8,4
Ingatlan, deviza	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,4
Hitelintézeti fogyasztási, forint	2,4	2,9	3,4	3,7	3,9	4,1
Hitelintézeti fogyasztási, deviza	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4	0,8
Nem hitelintézeti (egyéb), forint	0,5	0,6	0,8	1,2	1,1	1,3
Nem hitelintézeti (egyéb), deviza	0,1	0,4	0,8	1,1	2,3	3,0
Összes deviza	0,2	0,4	1,0	1,4	3,0	4,2
Összes hitel	4,1	5,4	7,2	10,8	15,9	18,0

##### IV-2. ábra

#### A háztartási forint- és devizahitelek a GDP arányában



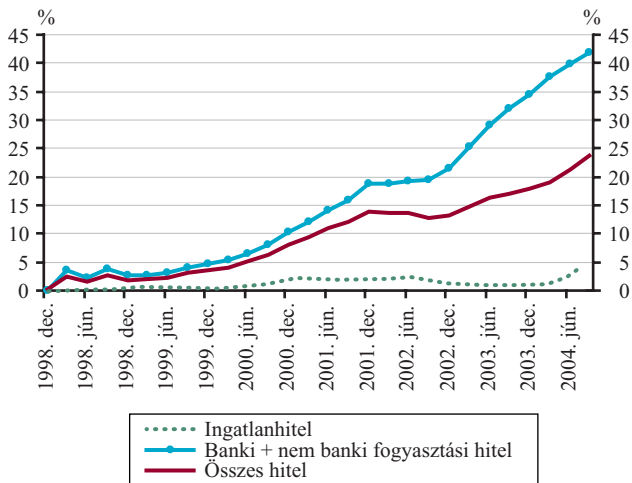
a GDP 4 százalékáról a GDP 18 százalékára nőtt, a lakossági eladósodás azonban még így is jelentősen elmarad az euróövezetre jellemző szinttől (2003-ban a GDP 51 százaléka). A különböző hitelkategóriákat tekintve az időszak elejéhez viszonyítva az ingatlanhitelek nőttek a legnagyobb mértékben (a GDP 1,1 százalékáról 8,5 százalékára), és ezek 2004-ben a teljes állomány felét teszik ki. Az ingatlanhitelek döntő súlya, mint említettük, a fejlett és a tranzíciós országokra egyaránt jellemző, Magyarországon a nemzetközi viszonylatban is kiugró mértékű növekedés azonban döntő mértékben az állami támogatású forint-ingatlanhiteleknek köszönhető. A fogyasztási hitelek is dinamikus, de az ingatlanhitelektől elmaradó ütemben nőttek.

<sup>56</sup> Az ingadozó havi törlesztőrészek kezelése, fennálló tokekövetelmény meghatározása, a lakáshitelek esetében a változó LTV-arány követése, eltérő kockázatkezelés, folyamatszabályozás stb. miatt.

A lakossági hiteleken belül a devizában denominált hitelek alakulása összességében alacsony állományokkal és az elmúlt félévben felgyorsuló dinamikával jellemezhető. A lakossági devizahitelezés 1998-ban indult meg, és azóta a devizahitelek összes hiteleken belüli részaránya folyamatosan nőtt.

IV-3. ábra

## Devizahitelek aránya a lakossági hiteleken belül



A részarány folyamatos emelkedése mellett a devizahitelezés dinamikája az elmúlt években nem volt egyenletes. Az egyes hitelkategóriák teljes növekedéshez történő hozzájárulása azt mutatja, hogy a devizahitelek jelentősége 2004-ben nőtt meg igazán: míg a 2000–2003-as időszakban a forintbitelek járultak hozzá a növekedéshez nagyobb mértékben, addig 2004-ben már a teljes növekedés zömét a devizahitelek növekedése okozta. A devizahitelek részarányának 2004-ben gyorsuló emelkedése két tényező együttes eredménye: a devizahitelek gyorsuló növekedése mellett a teljes, azon belül a forintállomány, mindenképp a támogatott forintingatlanhitelek növekedésének – szabályozási változásokhoz köthető – visszaesése is a devizaarány emelkedésének irányába hatott.

IV-2. táblázat

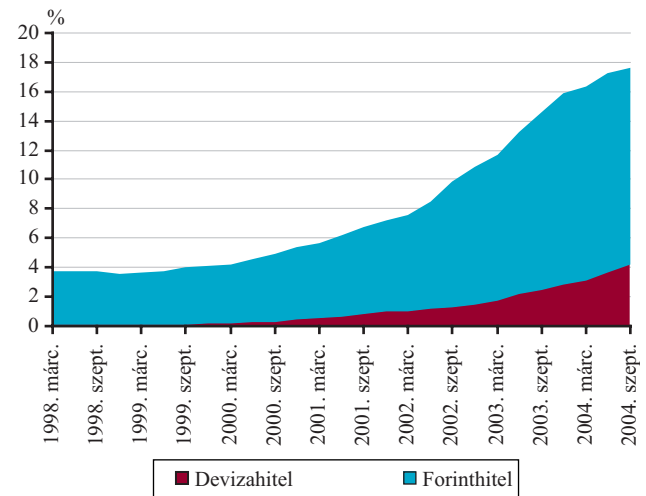
## Az egyes hitelek növekedésének hozzájárulása a teljes hitelállomány növekedéséhez

(GDP-arányos állományok növekedése, százalékpont)

	Az előző év azonos időszakához képest					Negyedév/ negyedév, évesítve
	2000	2001	2002	2003	2004. III. n.év	2004. III. n.év
Ingatlan, forint	7	13	33	31	9	2
Ingatlan, deviza	1	0	0	0	2	5
Hitelintézetű fogyasztási, forint	14	8	4	2	1	1
Hitelintézetű fogyasztási, deviza	1	2	1	2	3	4
Nem hitelintézetű (egyéb), forint	2	2	7	1	0	3
Nem hitelintézetű (egyéb), deviza	6	8	5	11	7	5
Összes deviza	7	11	6	13	13	15
Összes hitel	30	34	50	47	24	19

IV-4. ábra

## A háztartási forint- és devizahitelek a GDP arányában



A következőkben külön is megvizsgáljuk a különböző hitelkategóriákat. Az egyes kategóriákon belül ugyanis a devizahitelek arányának szintje és dinamikája, valamint a teljes növekedési ütem is eltéréseket mutat, mivel az egyes komponensekre különböző tényezők (is) hatottak.

## Ingatlanhitelek

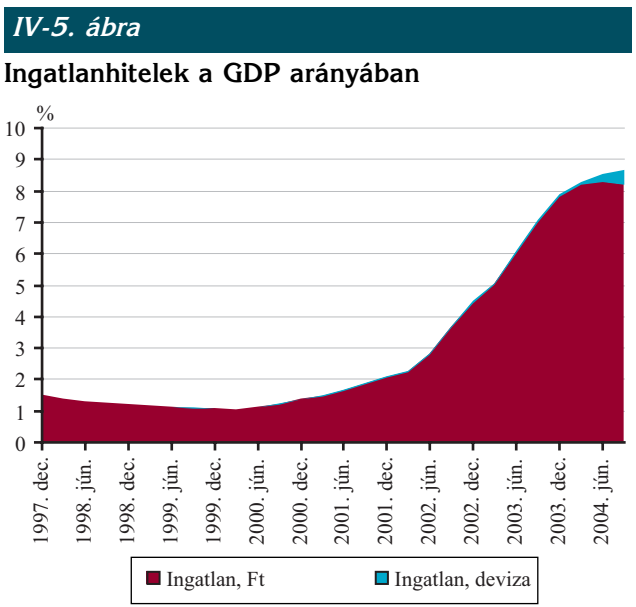
Az ingatlanhitelek elmúlt évekbeli alakulását döntő részben az állami támogatású forint-lakáshitelek szabályozási változásai befolyásolták, ezért e kategória dinamikája jelentősen eltér a hitelintézeti fogyasztási és nem hitelintézeti hitelekétől.

Az ingatlanhitelezés 2001-ben, az új lakások vásárlására igénybe vehető állami kamattámogatású hitelkonstrukciók bevezetésével lendült fel, a növekedés pedig tovább gyorsult 2002-ben, a támogatás használt lakásokra történő kiterjesztését követően. E nagymértékű kamattámogatást jelentő konstrukciók bevezetésének

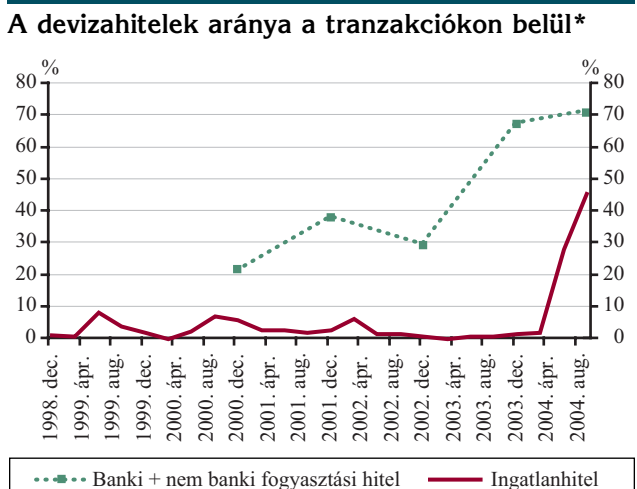


köszönhetően a forint-lakáshitelek állománya a GDP arányában 1 százalékról 8 százalékra emelkedett 2000 vége óta, s a növekedés jóval meghaladta a többi lakossági hitelét. Mivel a – csak forinthitelekre kiterjedő – állami támogatás a piaci hitelekhez képest rendkívüli módon csökkentette az ügyfélkamatot, és a bankok számára is jelentős profitot hozott, a devizahitelezés az ingatlanhitelek esetén egészen 2003 végéig elhanyagolható mértékű volt, az állomány – amely az összes ingatlanhitel jóval kevesebb mint 1 százalékát tette ki – stagnált.

A deviza-ingatlanhitelek növekedése 2004-ben, az állami támogatású forintlakáshitelek kondícióinak drasztikus szigorítását követően, a forinthitelek dinamikájának visszaesésével párhuzamosan gyorsult fel. A devizalakáshitelek gyors dinamikája ellenére – a GDP-hez viszonyított arány több mint 400 százalékkal nőtt 2003 decembere és 2004 szeptembere között, és az ingatlanhitel flow-kon belül a deviza részaránya megközelítette az 50 százalékot – a nagyon alacsony bázis miatt a devizahitelek állománya még így is alacsony (a GDP 0,44 százaléka) maradt. Ez a teljes ingatlanhitel-állomány 4 százalékát teszi ki, ami a legalacsonyabb devizaarány a lakossági hiteleken belül. A forintlakáshitelek szabályozási szigorítása a háztartások számára egy kamatsokként értékelhető, így nem meglepő, hogy a forint-ügyfélkamatok jelentős, 4-5 százalékpontos emelkedését követően a kereslet a devizahitelek irányába fordult. Ugyanakkor a devizahitelek 2004-es fellendülését illetően hangsúlyoznunk kell a banki kínálati nyomást is: a széles ügyfélkörnek szóló devizaalapú konstrukciók tömeges megjelenése a szabályozási változásra adott reakció, amely a támogatott forinthitelezésre kiépített kapacitás, és magas jövedelmezőség fenntartásának szándéka miatt lehetett ilyen erős.



**IV-6. ábra**



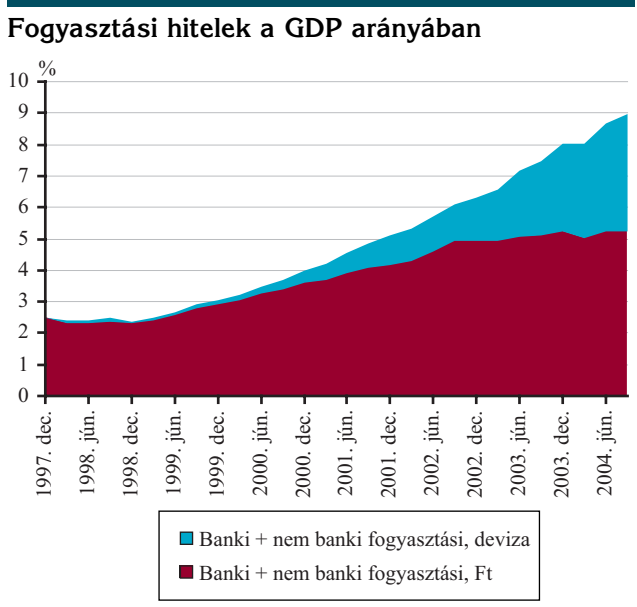
\*A nem hitelintézeti fogyasztási hitelek esetében csak egyes időpontokra vonatkozóan rendelkezünk viszonylag megbízható adatokkal, amelynek forrása a PSZÁF által készített kérdőíves felmérés a pénzügyi vállalkozásokról. Az ábrán a kitüntetett pontok az elmúlt 12 hónap tranzakcióinak devizaarányát mutatják

**Hitelintézeti és nem hitelintézeti fogyasztási hitelek**

A hitelintézeti és nem hitelintézeti fogyasztási hitelek esetén a devizahitelek arányának szinte folyamatos növekedése az ingatlanhitelekénél hamarabb, 2000-ben megindult, és a devizahitelek aránya mára jóval magasabb, 42 százalék körüli értéket ért el.

Bár a fogyasztási hitelek esetén a devizahitelezés az ingatlanhitelekénél hamarabb kezdődött, és a devizaarány igazán jelentős emelkedése 2003-ra tehető, valamelyest a fogyasztási devizahitelek aránya is tovább emelkedett 2004-ben, noha itt nem történt szabályozási változás. Mindeközben a forinthitelek aránya folyamatosan csök-

**IV-7. ábra**



kent, és a jóval magasabb állomány ellenére 2004 III. negyedévére a hozzájárulás jóval a devizahitelek alá esett, a fogyasztási devizahitelek flow-kon belüli részaránya meghaladja a 70 százalékot. A fogyasztási devizahitelek részarányának növekedése e szegmensben arra utal, hogy a kínálati és keresleti erősödésben a szabályozási változások mellett egyéb tényezők, pl. a devizaforrások és hitelek jóval alacsonyabb kamata is fontos szerepet játszanak.

Megjegyezzük, hogy a lakossági devizahitelezés növekedése 2004-ben döntő részben svájci frankban denominált hiteleknek tulajdonítható. A svájci frank hozama alacsonyabb az euró- és a dollárhozámoknál is, tehát a bankok számára az utóbbiaknál olcsóbb forrást, és az ügyfelek számára még alacsonyabb kamatot jelent, mint az euró- vagy dollárhitelek.

A devizahitelezés gyors fellendülése a háztartások alacsony kockázati tudatosságát és/vagy kockázaterzékelését mutatja. A magas kamatkülönbözetben ugyanis a magas árfolyam-bizonytalanságból eredő kockázat tükröződik, a háztartások pedig e kockázati felárat nem hajlandóak megfizetni.

#### IV. 1. 3. LAKOSSÁGI DEVIZAHITELEZÉS AZ EURÓPAI UNIÓHOZ ÚJONNAN CSATLAKOZOTT KELET-KÖZÉP-EURÓPAI ORSZÁGOKBAN<sup>57</sup>

Az újonnan csatlakozó országokra vonatkozó adatok azt mutatják, hogy a devizahitelek lakossági hitelekben belüli részarányát tekintve Magyarország a középmezőnyben helyezkedik el, a 24 százalékos arány nem tekinthető kirívónak a 0–67 százalékos arány között szóródó mezőnyben. Megjegyezzük, hogy a magyar esetben a pénzügyi vállalkozások a banki devizahiteleket jóval meghaladó deviza portfólióval rendelkeznek, ezért a nem hitelintézeti hiteleket is bevontuk az elemzésbe.<sup>58</sup>

#### A balti országok

A vizsgált országok közül a valutatanácsot működtető balti országokban a legmagasabb a devizahitelek aránya a teljes háztartási hitelállományon belül. A lakáshitelezésben meghatározó a devizahitelek részesedése. A fix és növekvő hitelességű árfolyam ösztönzőleg hat a devizahitelek keresletére. A balti országokban szereplő, kiugróan magas devizahitelezéshez a fenti tényező mellett minden bizonnyal a hitelkínálati oldal is nagyban hozzájárult, illetve a szabályozási környezet nem gátolta a devizahitelek terjedését. A bankok olcsó és a forrásokon belül jelentős részesedésszerű anyabanki devizafor-

rással rendelkeznek, árfolyamkockázatot nem kívánnak felvállalni, ezért érdekeltek a devizahitelezésben.

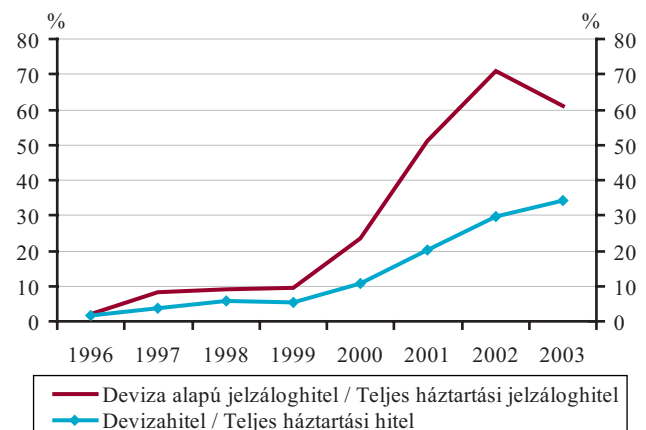
#### A KKE5 országok

A KKE5 országok közül Lengyelországban és Magyarországon jelentősebb, míg Szlovéniában, Csehországban és Szlovákiában gyakorlatilag nem létezik a devizaalapú háztartási eladósodás.

A 2000-es évek elején Lengyelországban a monetáris politika magas kamatkülönbözetet tartott fenn, amely a volatilisabb árfolyam ellenére ösztönzőleg hatott a devizahitel-felvételre. A háztartások devizaalapú eladósodása nagyon dinamikus növekedést mutatott. Azonban 2003-ban a lengyel zloty 17 százalékkal gyengült az euróval szemben (a svájci frankkal szemben is hasonló mértékben), mely már érezhetően visszavetette, főleg a jelzálog típusú devizahitelek iránti keresletet. Ez jó példaként szolgál arra, hogy egy negatív árfolyamsokk, ha a lakosság viszonylag széles körét érinti, már növelheti a hitelfelvevők kockázati tudatosságát.

#### IV-8. ábra

Devizahitelek aránya a háztartási portfólión belül a lengyel bankrendszerben



A balti országokhoz hasonlóan Lengyelországban is jelentős a deviza-lakáshitelek részesedése, jelentősebb mértékű állami lakástámogatásról nem tudunk. Magyarországon és részben Csehországban a nagyobb mértékű állami lakástámogatás, mely a hazai devizában folyósított hitelekhez kötődött, az utóbbi időkig kiszorította a piaci devizaalapú hiteleket.<sup>59</sup> Szlovákiában 2003 közepén vezettek be egy új lakástámogatási rendszert, amely egybeesett a hitelkínálat élénkülésével, jelentős növekedést generálva a szlovák korona lakáshitelezésben.

<sup>57</sup> A nemzetközi összehasonlítást nehezíti az adatok alacsony fokú harmonizáltsága. Több KKE-ország még nem készít pénzügyi számlát. Ezért az elemzés elsősorban az egyes országok összevont kereskedelmi banki adatain alapul. A takarékszövetkezeti szektort sem vontuk be az elemzésbe. Ugyanis a KKE-országokban, Magyarország és Lengyelország kivételével, a takarékszövetkezeti szektor a pénzügyi közvetítésben jelentéktelen szerepet játszik, valamint Magyarországon a hatályos szabályozás nem engedélyezi a takarékszövetkezeteknek a deviza-, illetve devizaalapú hitelek nyújtását.

<sup>58</sup> Magyarországon kívül még Észtszországban jelentős a pénzügyi vállalkozások háztartási hitelezése. Mivel ebben az országban a legnagyobb a devizahitelezés aránya a GDP-n belül, ezen a képen a pénzügyi vállalkozások elemzésbe történő bevonása sem tudna változtatni.

<sup>59</sup> A cseh lakástámogatási rendszer „bőkezűsége” nem érte el a hazai mértéket. A közelmúltban azonban ott is szigorítást hajtottak végre.

Az elmúlt években Lengyelországban jelentősen növekedett a bankok háztartási hitelezési aktivitása, a devizahitel-termékek széles palettáját teremtve meg. A kínálati oldal – a 2004-es magyar tapasztalatokhoz hasonlóan – Lengyelországban is lényeges szerepet játszhatott. Szlovákia jó példa a gyenge hitelkínálat esetére. A bankszektor konszolidációjának és privatizációjának befejezésével csak 2003-ban fordultak a bankok a háztartási szegmens felé. Ezt megelőzően – a szélesebb lakástámogatási rendszer hiánya, illetve magas kamatkülönbözet ellenére – piaci alapon nem alakult ki devizaalapú hitelezés. Jelenleg már a hitelkínálat bővülésével a kamatkülönbözet és a szlovák korona erősödő trendje miatt a devizaalapú hitelezés növekedésére számítanak. Ezt az korlátozhatja, hogy a lakástámogatási rendszer kamattámogatása koronahitelekhez van kötve.

#### IV. 1. 4. MAKROGAZDASÁGI KOCKÁZATOK

A háztartási devizahitelezés makrogazdasági kockázata elsősorban a fogyasztási kiadásokon keresztül jelenik meg. Ennek mértéke a devizahitelezés nagyságától és ennek háztartások közötti megoszlásától függ. Jelentősebb és széles körű devizaeladódás mellett, egy külső sokk (árfolyam, kamat) a háztartások viszonylag tág körének növeli a törlesztési terhet, mely az aggregált fogyasztás visszaeséséhez vezethet. A banki veszteségek bizonyos szintje felett további két mechanizmus is hozzájárulhat a fogyasztás csökkenéséhez. A banki hitelkínálat a háztartásokkal szemben általánosan csökkenhet, erősítve a háztartások likviditási korlátját. A nem fizető deviza-lakáshitelek esetleges megugrása a nagyobb számú kényszerértékesítésen keresztül egy ingatlanpiaci visszaesést indíthat el, mely negatív vagyontárással járhat.

Az új EU-tagországok háztartási eladódása a régi tagországokhoz képest nagyon alacsonynak tekinthető. GDP-arányosan a két legeladódottabb háztartási szektor (magyar és észt) eladódása alig a felét éri el a régi EU-tagországok közül a legalacsonyabb eladódottsággal rendelkező olasz háztartásokét, az euróövezet átlagának pedig a harmadát sem közelítik meg. Rendelkezésre álló jövedelem százalékában valamelyest kisebb mértékű az elmaradás.<sup>60</sup> Az új EU-tagok közül Észtország, Lettország, valamint Lengyelország és Magyarország háztartási devizaadódásának lehet számottevőbb makrogazdasági hatása, a teljes adósság 18–66%-a deviza. A régi EU-tagországokban az átlagos törlesztési teher a rendelkezésre álló jövedelem 13 százaléka (2001). A fentiekből következik, hogy az új EU-tagok háztartási szektoraiban a devizahitelek törlesztési terhe még alacsonynak tekinthető.<sup>61</sup> Így ennek az esetleges megugrása valószínűleg nem okozna jelentős visszaesést a háztartások fogyasztásában.

Összefoglalva, az újonnan csatlakozó EU-tagállamokban a devizahitelezés lakossági hiteleken belüli aránya jelentős különbségeket mutat, s e csoporton belül Magyarország a középmezőnyben helyezkedik el.

A felzárkózó KKE-országok devizái zömmel mind rendelkeznek bizonyos kamatfelárral az euró, illetve a svájci frank kamatokhoz képest. A háztartások alacsony kockázati tudatossága, illetve negatív tapasztalatok hiánya miatt a havi törlesztőrészlet nagysága vezérelheti a hitelkeresletet. Ezért árfolyamrendszertől és monetáris politikától függetlenül megjelenhet jelentősebb mértékű devizahitelezés, ugyanakkor például Lengyelország tapasztalata azt mutatja, hogy egy nagyobb árfolyam-

#### IV-3. táblázat

##### A háztartási pénzügyi közvetítés mélysége

	2003	
	Teljes háztartási hitel/GDP (%)	Deviza háztartási hitel/GDP (%)
Szlovákia	7,8	0,0
Csehország	9,8	0,1
Szlovénia	10,3	0,2
Lengyelország	10,8	3,7
Magyarország	12,7	0,5
Magyarország*	16,4	3,0
Litvánia	3,4	1,1
Lettország	12,0	7,1
Észtország	15,3	10,2
Olaszország 2002	29,7	
Euróövezet 2003	51,6	

\*Hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások együtt.

<sup>60</sup> Az új EU-tagországok alacsonyabb bérhányada és egyéb okok miatt. Magyarország esetében például a rendelkezésre álló jövedelemarányos eladódottság 28%-os (2003), míg Olaszországnál 36 százalékos (2001).

<sup>61</sup> Durva becslés alapján, mely feltételezi, hogy a régi tagországok hiteleinek és az új tagországok devizahiteleinek törlesztési terhe közel azonos. Ez alapján Magyarországon és Lengyelországban 1 százalékpont körüli, míg Lettországon és Észtországban megközelítőleg 2-3 százalékpont lehet a törlesztési teher.

gyengülés, azaz az árfolyamkockázat bekövetkezése erősítheti a háztartások kockázati tudatosságát. Kulcsfontosságú az állami lakástámogatási rendszer léte és mikéntje, mely ösztönzőleg hathat a hazai devizában történő eladósodásra, illetve ennek hiánya esetén teret engedhet a devizaalapú eladósodásnak. A másik kulcs-tényező a bankok között a háztartási szektorért folytatott verseny erőssége. A gyenge hitelkínálat is elejét ve-

heti a devizaalapú eladósodásnak. Alacsony szintű lakástámogatási rendszer és erős piaci verseny esetén a háztartási hitelezés denominációja érzékenyebb az árfolyam- és kamatszintben végbemenő folyamatokra. Az új EU-tagországokban a háztartások devizahiteleinek törlesztési terhe jelenleg alacsonynak tekinthető, ezért ennek az esetleges megugrása valószínűleg nem okozna jelentős visszaesést a háztartások fogyasztásában.

## IV. 2. A LAKOSSÁG FOGYASZTÁSI-MEGTAKARÍTÁSI VISELKEDÉSÉNEK VÁLTOZÁSA A 2000-ES ÉVEKBEN

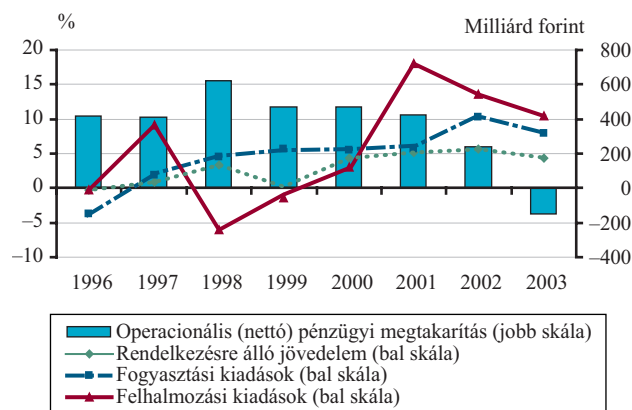
IV.

A 2001 és 2003 közötti időszakban a fogyasztási és beruházási jellegű kiadásoknak a jövedelem növekedését jelentős mértékben meghaladó bővülését, és a pénzügyi megtakarítások erőteljes csökkenését tapasztalhattuk. E folyamat eredményeként a magyar lakosság mind a jövedelemfelhasználás szerkezetét, mind eladósodottságának – jövedelemarányos – szintjét tekintve közelebb került a fejlett országokat jellemző mértékekhez. Az elmúlt évben a szektor által megtermelt jövedelmek mintegy 92-93 százalékát fordították fogyasztási kiadásokra, ami nemzetközi összehasonlításban is magas értéknek tekintendő. Magasabb fogyasztási rátát csak a fejlett pénz- és tőkepiaci kultúrával rendelkező és hagyományosan az élénk belső keresletre építő angol-szász országokban találunk. Mivel a lakosság fogyasztási-megtakarítási döntései alapvetően meghatározzák egy gazdaság növekedési kilátásait, illetve külső egyensúlyi helyzetét, ezért fontosnak tartjuk ezen viselkedésváltozások főbb okainak feltérképezését.

### IV-9. ábra

#### A háztartások fogyasztási és felhalmozási döntéseit jellemző főbb aggregátumok alakulása

(éves reál növekedési ütem, illetve milliárd forint)



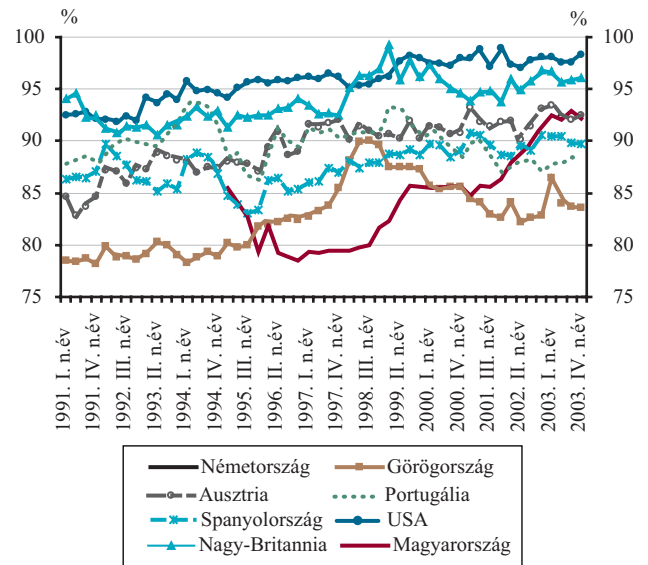
Forrás: KSH Nemzeti számlái, MNB Nemzetgazdaság pénzügyi számlái; a rendelkezésre álló jövedelem 2003-as értéke MNB-beccsés.

Az operacionális tranzakciókat: a teljes állományváltozából a kamatokba foglalt inflációs kompenzáció, az árfolyamváltozás miatti ártértek elődés és az egyéb volumenváltozások kiszűrésével kapjuk.

A lakossági viselkedésben jelenleg is zajló alkalmazkodási folyamat gyakorlatilag valamennyi felzárkózó, átala-

### IV-10. ábra

#### A fogyasztási ráta<sup>62</sup> alakulása néhány fejlett országban



Forrás: OECD, a magyar adat 2003-ra MNB-beccsés.

kuló gazdaságra jellemző volt az elmúlt évtizedekben. E folyamat eredményeként a gazdasági fejlődéssel párhuzamosan a háztartások is egy, a kevésbé fejlett országokban tapasztalt alacsonyabb fogyasztással és eladósodottsággal jellemezhető egyensúlyi állapot helyett egy új – a fejlett országokban tapasztaltaknak megfelelő – magasabb fogyasztással és eladósodottsággal párosuló egyensúlyi pályára állnak át. Az eladósodás növekedésének kiindulópontját valamennyi ország esetében a stabil makrogazdasági környezet megteremtése jelentette, míg sebességét – és ezzel stabilitási kockázatait – az intézményi környezet és egyéb exogén tényezők (árfolyam, állami szabályozás) változása határozta meg.

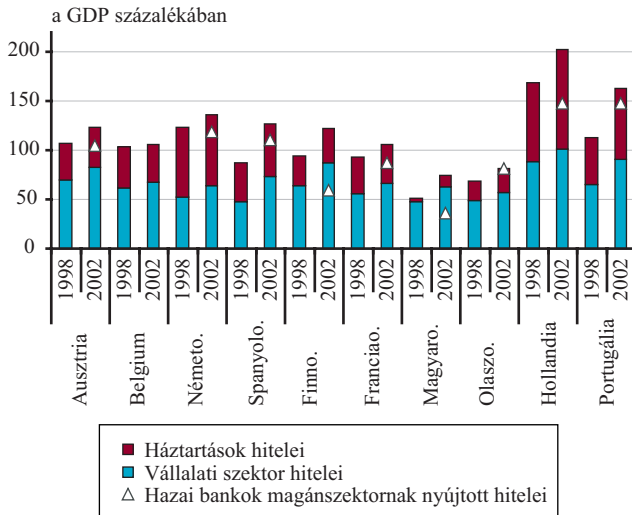
A stabil és kiszámítható makrogazdasági pálya, az alacsony inflációs környezet több csatornán keresztül is segíti a lakossági viselkedés megváltozását. A várható reáljövedelmek bizonytalanságának csökkenése egyrészt elősegíti a háztartások hosszabb távú, fogyasztást simító magatartásának fejlődését, másrészt csökkenti a nem várt (pénzügyi vagy reál eszközárváltozások való-

<sup>62</sup> A fogyasztási rátát a fogyasztási kiadások és a rendelkezésre álló jövedelem hányadosaként definiáljuk.

színőségét, ami egyben a hitelezési kockázatok mérséklődéséhez is hozzájárul.

#### IV-11. ábra

### A magánszektorban nyújtott hitelek GDP-hez viszonyított aránya egyes GMÜ-tagországokban



Hasonló folyamatokat figyelhettünk meg a GMU-hoz már csatlakozott, kevésbé fejlett országokban is. Ezekben az országokban a hitelezés felfutása már 4-5 évvel a belépés előtt megkezdődött. 1997–2002 között Portugáliában kb. 55-60 százalékkal, Írországban kb. 25 százalékkal, Spanyolországban kb. 20 százalékkal nőtt. A GMU átlagos (kb. 100 százalékos) hitel/GDP arányát jóval meghaladó eladósodottság alakult ki 2002-re Portugáliában (kb. 140 százalék) és Írországban (kb. 120 százalék), de Spanyolországban is elérte a GMU átlagát annak ellenére, hogy az ország fejlettségi szintje még jelentősen elmarad az átlagtól. Az eladósodási boom hátterében álló okok óvatos interpretációjára hívja fel azonban a figyelmet az a tény, hogy egyes fejlettebb országok esetében (Hollandiában és Olaszországban) is tapasztalhattunk hasonló dinamikájú hitelbővülést.

Magyarországon – és a felzárkózó kelet-közép-európai országokban egyaránt – a háztartások eladósodásának gyors növekedésében jelentős szerepet vállalnak a lakosságihitel-igények iránt egyre nyitottabbá váló pénzügyi intézmények is. A régió szinte valamennyi országában jellemző, hogy a pénzügyi-gazdasági konszolidációt követően a kereskedelmi bankok kezdetben csak a vállalati hitelek piacán mutattak versengő magatartást. Ugyanakkor a '90-es évek végére a vállalati hitelezés csökkenő jövedelmezősége és a stabilabbá váló lakossági reáljövedelem-növekedés megfelelő környezetet biztosított a lakosságihitel-tevékenységek gyors elterjedéséhez.

Mivel hazánk hosszú távon várhatóan az EU gazdasági jellemzőihez fog közeledni, és EU-csatlakozásunk a pénzügyi közvetítés lakossági szegmensében is erősítheti a versenyt, ezért a lakosság fogyasztói-megtakarítói viselkedése is a fejlett európai országokra jellemző szerkezet irányába fog közeledni. Ugyanakkor ezt a hosszú távú alkalmazkodási folyamatot befolyásolták egyszeri, exogénnek tekinthető hatások is.

A magyar háztartásokat jellemző rendkívül szerény eladósodottsági ráta<sup>63</sup> már 1998–99-ben fokozatos emelkedésnek indult. Kezdetben az eladósodás növekedése jellemzően a fogyasztási hitelek állományának jelentős megugrásában jelentkezett, 1999-ben a lakosságihitel-felvétel több mint 70 százaléka volt fogyasztási célú. Ezt a folyamatot mind keresleti, mind pedig kínálati jellegű hitelpiaci folyamatok is segítették. Keresleti oldalról a 1995–96-os negatív jövedelemsokkot követően a fokozatosan emelkedő jövedelmek növelték a lakosságihitel-keresletet, míg kínálati oldalról a lakossági szegmensben egyre élénkebb aktivitást mutató kereskedelmi bankok növelték a hitelhez jutás valószínűségét. Jellemző, hogy míg 1998 végén lakosságihitel-kihelyezések a kereskedelmi bankok teljes eszközállományának alig 5 százalékát adták, addig 2004 júniusában már megközelítik a 20 százalékos részarányt. Ugyanakkor ezen időszakban nemcsak a kereskedelmi bankok mutatattak élénkülő érdeklődést a lakossági szektor iránt, hanem ez egyre dinamikusabban növekvő pénzügyi vállalkozások is. A jellemzően nagyobb kockázatot képviselő hitelkihelyezésekkel foglalkozó üzletág teljes eszközállományán belül a háztartási kihelyezések részaránya az 1999-es 25 százalékhoz képest 2004 közepére több mint megduplázódott (57 százalék).

A fogyasztási célú hitelállomány gyors növekedése ellenére a háztartások eladósodottsága az ezredfordulón továbbra is csak töredéke volt a fejlett európai országokra jellemző (70–100 százalék) értékeknek. E lassú felzárkózási folyamatban hozott robbanásszerű változást a lakáshitel-támogatások bevezetése.

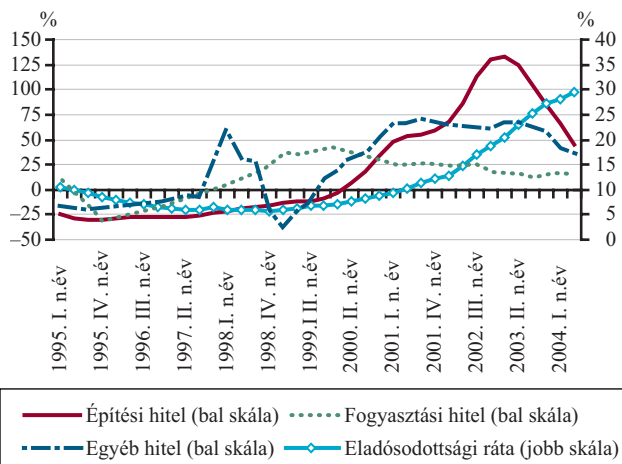
Az államilag támogatott lakáshitelrendszer 2001-es bevezetése, majd 2002-es, használt lakásokra történő kiterjesztése a háztartások számára a makrogazdasági fundamentumok által indokolt kamatszinttől lényegesen alacsonyabb kamatköltségeket eredményezett a lakásberuházásaik megvalósítása során. Ennek hitelkeresletre gyakorolt pozitív hatását tovább erősítette, hogy a háztartások jövedelmei, illetve jövedelemvárakozásai is gyorsan bővültek, elsősorban kormányzati intézkedések következtében.<sup>64</sup> A szektor eladósodottsági rátája 2001 eleje és 2003 utolsó negyedéve között közel háromszorosára emelkedett.

<sup>63</sup> Az eladósodottsági rátát a lakosságihitel-állomány és rendelkezésre álló jövedelem hányadosaként számítjuk.

<sup>64</sup> E kormányzati intézkedések között megemlíthetjük a 2001–2002-ben történt minimálbér-emelést, a kiugró mértékű közalkalmazotti, köztisztviselői bér-emeléseket. E kormányzati intézkedések részben demonstrációs hatásuk, részben az állami szektorban bekövetkezett foglalkoztatásbővülés miatt a magánszektorban is hozzájárultak a bérek gyorsabb emelkedéséhez.

**IV-12. ábra**

**A háztartások által felvett hitelek éves reálnövekedési üteme és az eladósodottsági ráta alakulása**



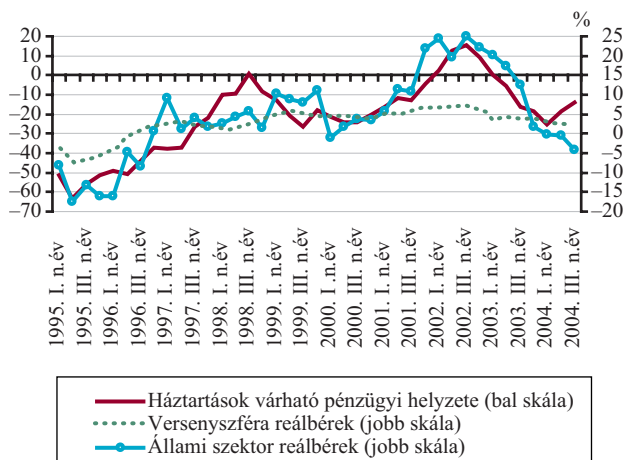
Forrás: MNB Nemzetgazdaság pénzügyi számlái.

Az államilag támogatott lakáshitelrendszer bevezetése – és főleg annak a használt lakásokra való kiterjesztése nemcsak a háztartások beruházási kiadásainak jelentős emelkedéséhez járult hozzá, számításaink szerint 15–30 százalékban fogyasztási cikkek megszerzését is támogatta.<sup>65</sup> Így az államilag támogatott lakáshiteleknek egészen a hitelhez jutás feltételeinek jelentős megszűritésáig, azaz a 2003-as év végéig jelentős fogyasztásbővítő hatása lehetett.

Az állami lakáshitel-támogatások 2004. évi módosítása alapvetően új helyzetet teremtett a lakossági hitelezésben. A szűrités hatására a támogatott lakáshitelek kamatai közelebb kerültek a makrogazdasági helyzet által indokolt kamatszínhez, ami a forintkihelyezések – különösen a használt lakás vásárlására fordított – esetében a hitelforgalom jelentős visszaesését eredményezte. Ezzel párhuzamosan a lakáshitelek között is egyre dinamikusabban növekedett – a kevésbé költségérzékeny fogyasztási célú hitelek között már elterjedt – devizaalapú hitelkihelyezések részaránya. (Míg 2003-ban a devizaalapú lakáshitelek a teljes lakáscélú hitelfelvétel alig 5 százalékát adták, addig 2004 második felében a hitelfvételek több mint fele devizaalapú konstrukcióban történt.) A devizaalapú hitelezés gyors térnyeréséhez a kereskedelmi bankok oldaláról megnyilvánuló erős kínálati nyomás, illetve a lakosságra – a rövid múltra visszatekintő hitelezési tapasztalatok – jellemző alacsony kockázati tudatosság is hozzájárulhatott. Elemzési időszakunkban mind a nemzetközi kamatszintek változása, mind a forinttal szembeni árfolyamok viszonylagos stabilitása a devizában való eladósodást segítette. Vélhetően ez a folyamat is hatással lehetett a devizaalapú lakáshitelezés 2004. évi gyors elterjedésére.

**IV-13. ábra**

**A lakosság saját várható pénzügyi helyzetének értékelése (a GKI bizalmi indexe alapján) és a reálbérek változása**

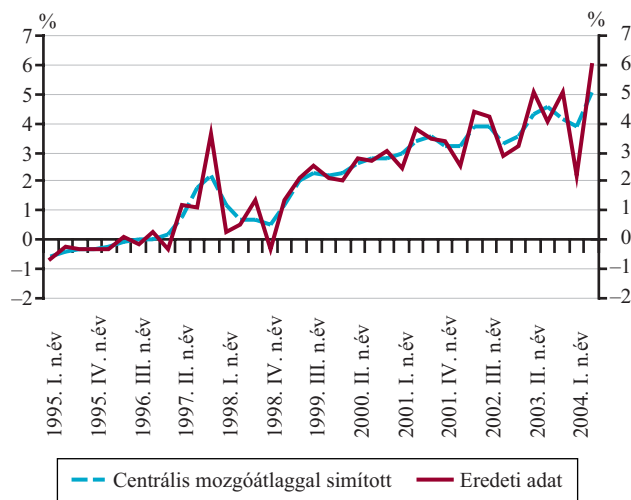


Forrás: KSH, illetve GKI lakossági bizalmi index.

A jövedelemvárakozások emelkedése és a háztartási pénzügyi közvetítés mélyülése a tartós fogyasztási cikkek értékesítésében (főleg gépjárművek és egyéb elektronikai termékek körében) is jelentős forgalmonövekedést generált. További keresletnövekedést eredményezett, hogy ezen időszakban már a főleg pénzügyi vállalkozások is egyre szélesebb hiteljellegű (főleg gépkocsivásárláshoz kapcsolódó lízingszerződések) szolgáltatásokat nyújtottak a háztartások részére. Számításaink szerint 2003-ban a lakosság fogyasztási kiadásainak mintegy 10 százalékát fogyasztási célú hitelek felvételéből valósította meg.

**IV-14. ábra**

**A lakosság nettó fogyasztási célú hitelvételeinek aránya a fogyasztási kiadásaihoz képest**

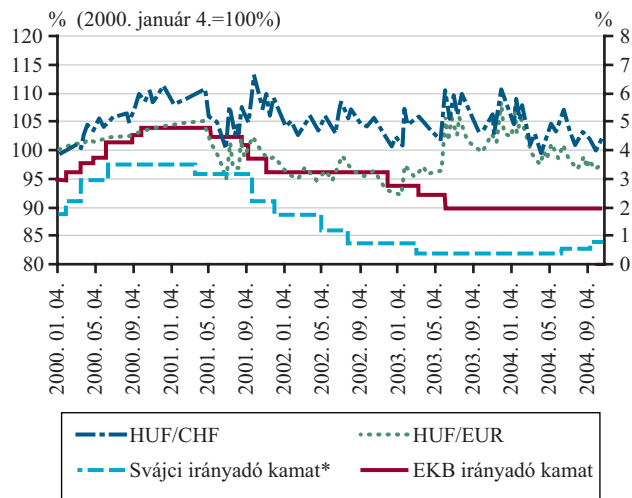


Forrás: KSH GDP statisztika, MNB Nemzetgazdaság pénzügyi számlái.

<sup>65</sup> A lakástámogatási rendszer makrogazdasági hatásairól bővebben lásd a 2004. februári Jelentés az infláció alakulásáról című kiadványunk V. 3. fejezetét.

## IV-15. ábra

## A lakossági devizahitelek elterjedését kísérő főbb nemzetközi tényezők alakulása\*



\*A svájci irányadó kamat esetében a kamatfolyosó középértékét ábrázoltuk.

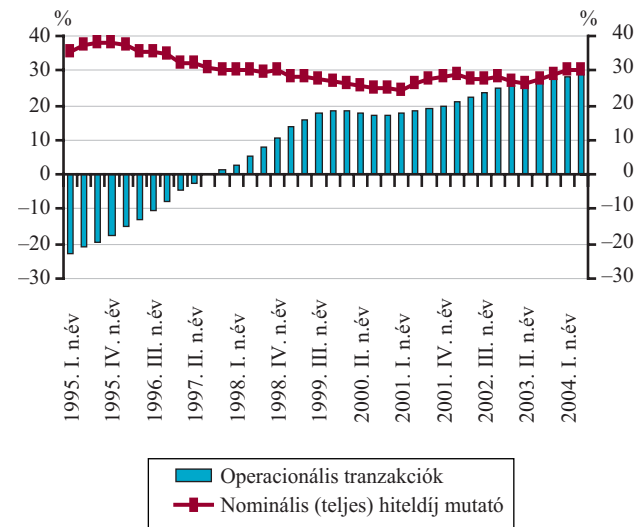
A fentieket összegezve megállapíthatjuk, hogy az elmúlt három évben a lakosság fogyasztási-megtakarítási magatartásának megváltozását egy, a felzárkózó gazdaságokra jellemző átállási folyamat részeként értékelhetjük, melynek során a háztartások egy magasabb fogyasztási és eladósodottsági hányaddal és alacsonyabb finanszírozási kapacitással jellemezhető pályára váltanak. Ugyanakkor ezen átállási folyamatot néhány egyedi tényező is gyorsította, amelyek hatásával hosszabb távon nem számolhatunk. Ilyen egyedi hatásként értékeljük a támogatott lakáshitelrendszernek a használt lakásokra való kiterjesztését, a 2001-ben, illetve 2002-ben államilag indukált béremeléseket, valamint az exogénnek tekintett külföldi árfolyam- és kamatfolyamatokat.

Az eladósodási folyamat lassulását vetíti előre, hogy a viszonylag alacsony eladósodottsági ráta ellenére 2004 júniusában a háztartások kötelezettségein képződő nomináliskamat-kiadások megközelítették a szektor jövedelmeinek 5 százalékát. Ez közel akkora arány, mint amit a jellemzően háromszor nagyobb eladósodottsági szinttel rendelkező fejlett európai országokban tapasztalhatunk. A hitelezés dinamikáját elsősorban a makrogazdasági stabilitás megteremtésével együttjáró hozamcsökkenés és a piaci verseny hitelköltség-csökkentő hatása fogja meghatározni.

Az elmúlt néhány évben felpörgött eladósodási folyamatot tehát alapvetően egyensúlyi folyamatként értékelhetjük, ezért nem számítunk a háztartások fogyasztási-megtakarítási viselkedésében tapasztalt változások

## IV-16. ábra

## A fogyasztásihitel-felvétel és a hitelköltségek alakulása



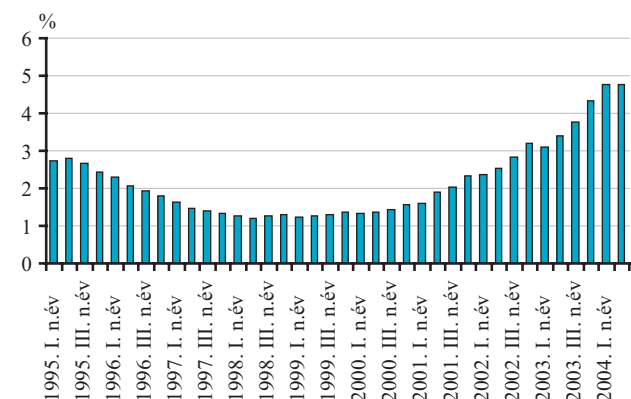
Forrás: MNB Nemzetgazdaság pénzügyi számlái és háztartások forint-hitel átlagkamatai.

olyan mértékű visszafordulására, ami számottevően befolyásolná a gazdaság konjunkturális kilátásait. A magasabb eladósodási szint mellett azonban nő a háztartások sérülékenysége. A lakossági reáljövedelmek növekedésének tartós lassulása, illetve a devizaalapú hitelállományt érintő negatív exogén sokk (forint leértékelődése, illetve nemzetközi kamatok emelkedése) esetén a háztartások körében fizetési problémák jelentkezhetnek, míg nemzetgazdasági szinten a lakossági (fogyasztási, illetve beruházási) kereslet terén jelentős csökkenés következhet be.

## IV-17. ábra

## A lakosság kötelezettségein képződő nominális kamatkiadások nagysága

(a rendelkezésre álló jövedelem arányában)



Forrás: MNB becslés, KSH Nemzeti számlák.



## IV. 3. A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATI SZÉKTOR JÖVEDELMEZŐSÉGE ÉS STABILITÁSA

Az alábbi elemzésben a tavalyihoz hasonló szempontok alapján vizsgáljuk a nem pénzügyi vállalati szektor helyzetét. A pénzügyi stabilitás szempontjából a legfontosabb ismérvek a jövedelmezőség, az eladósodottság és a likviditás, így elemzésünkben ezekre fókuszálunk. Vizsgálatunk alapját a társaságiadó-bevallásban szereplő mérleg és eredménykimutatás adatai képezik.<sup>66</sup>

### Összefoglaló

A nem pénzügyi vállalatok aggregált stabilitási helyzete 2003-ban kedvező irányba változott. A szektor egésze jövedelmezőségi szempontból jobb helyzetbe került: 1998 óta először nőtt az aggregált jövedelemtermelő képesség.

A gazdasági környezet változásai 2003-ban a vállalati szektor egyes ágazatait eltérően érintették. A külfölddel versenyző ágazatok piaci lehetőségei a kereslet élénkülésével jelentősen javultak, ez meg is látszott a gyorsan növekvő profitabilitásukon. Ezek közül a feldolgozóipari jövedelmezőség javult leginkább. A szolgáltató ágazatokban 2003-ban kissé nőtt a jövedelmezőség. Ezekben az ágazatokban jellemzően hazai piacokat célzó vállalatok működnek, így az elmúlt évek magas jövedelmezőségében vélhetően jelentős szerepe volt az élénk fogyasztásnak. Az aggregált jövedelmezőség jövőbeni alakulásával kapcsolatban két fő hatással számolunk. Az exportörök profitabilitásjavulásával kapcsolatban a 2004-es folyamatok ismeretében továbbra is magas jövedelmezőségre számítunk. Ugyanakkor a belföldi fogyasztás dinamikájának lassulása miatt nem lehet kizárni, hogy a szolgáltatók jövedelmezősége 2004-ben mérséklődni fog, ha nem alkalmazkodnak költségeik mérséklésével a megváltozott környezethez.

A vállalatok tőkeszerkezetében nem álltak be olyan változások, amelyek fokozták volna a szektor egészének stabilitási kockázatát. A fogyasztási dinamika fényében pozitív fejlemény, hogy a szolgáltatók tőkeáttétele nem

növekedett a tavalyi évben. Kedvezőtlen változás, hogy az építőipari vállalatok kamatfedezete jelentősen lecsökkent, ami a jövedelmezőség csökkenésére vezethető vissza. Ez azonban jelentős rendszerkockázatot nem hordoz, mert egyrészt az ágazat súlya kicsi, másrészt pedig az építőipari vállalatok eredménye még így is bőséges tartalékot nyújt a kamatjellegű kiadások kifizetésére.

### Jövedelmezőség

A vállalati jövedelmezőség mérésére a tavalyi stabilitási jelentésben alkalmazott mutatókat használtuk. Az első indikátor a veszteséges vállalatok összes vállalathoz viszonyított aránya. 2003-ban a vállalatok 36 százaléka produkált üzemi szintű veszteséget. Ez első látásra kedvezőtlen változás 2002-höz képest (akkor ez az arány 29 százalék volt), azonban árnyalja a képet, hogy e vállalatok vesztesége abszolút értékben is, és az aggregált eredményhez képest is csökkent (41 százalékról 31 százalékra), ami stabilitási szempontból kedvező fejlemény.

Pontosabb képet alkothatunk a szektorban lezajlott folyamatokról a mérleg- és eredménykimutatás-adatok elemzésével. A nem pénzügyi vállalatokat első lépésben három indikátor, az eszközarányos nyereség és árbevétel, valamint a profitmarzs segítségével elemeztük.<sup>67</sup>

ROA = üzemi tevékenység eredménye/mérlegfőösszeg<sup>68</sup>

Profitmarzs = üzemi tevékenység eredménye/nettó árbevétel

Eszközarányos árbevétel = nettó árbevétel/mérlegfőösszeg.

Az árbevétel-arányos üzemi eredmény az üzemi profitmarzs vagy haszonkulcs, ami a vállalati költséghaté-

<sup>66</sup> A tavalyihoz hasonlóan idej elemzésünkben sem foglalkozunk a pénzügyi, a költségvetési gazdálkodás körébe tartozó és a nonprofit vállalatokkal. Idén is kizártuk azokat a vállalatokat, amelyeknél adott évben kettőnél kevesebb volt a foglalkoztatottak száma, illetve, ha három egymást követő évben 5 fő alatt volt a foglalkoztatotti létszám. Ezzel a 1992–2003 között rendelkezésre álló megfigyelések száma 65 százalékkal, 533 ezerre csökkent.

<sup>67</sup> Az indikátorok részletesebb értelmezését és a közöttük lévő összefüggések leírását I. Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2003. december, 75. oldal.

<sup>68</sup> ROA: „Return on Assets”. A ROA-mutató esetében a nevezőben szereplő stock változó év végi értékét használtuk éves átlag helyett. A stock és flow adatok felhasználásával számított mutatók szintje nem tekinthető mérvadónak, az elemzésben az éves változásokra koncentráltunk. Részletesen I. Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2003. december, 74. oldal 52. lábjegyzetét.

konyság indikátoraként fogható fel. Az eszközarányos árbevétel pedig egyfajta kapacitáskihasználtság-mutató, ami a kereslet változásának és a vállalat beruházási magatartásának leírására használható. A két indikátor együttesen határozza meg, hogy a vállalat eszközeinek mekkora a jövedelemtermelő képessége, amit a ROA-mutató segítségével ragadunk meg.

### Aggregált jövedelmezőség

A vállalati szektor egészének aggregált jövedelmezőségét első lépésben a fenti három indikátor súlyozott átlagos értékeivel jellemezzük. Így az eszközarányos nyereség mutató esetében arra a kérdésre kapunk választ, hogy milyen módon változott a szektor egészében megtermelt összes eredmény és az aggregált mérlegfőösszeg aránya. Az eszközarányos árbevétel és a profitmarzs aggregált értékeinek változása ezzel analóg módon értelmezhető. Ezek után megvizsgáljuk, hogy milyen keresztmetszeti folyamatok állnak az aggregált jövedelmezőség változása mögött.

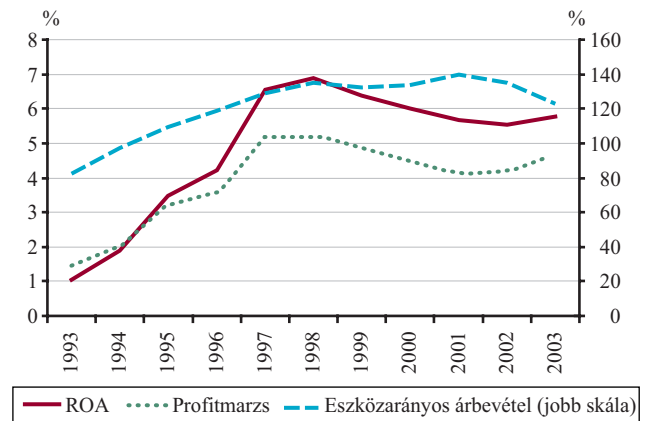
A vizsgált időszakban szinte végig jellemző, hogy a ROA érzékenyebb a profitmarzs, azaz az inpuhatékonyság alakulására. Az egyetlen kivétel 2002 volt, amikor az enyhe romlás az eszközarányos árbevételnek volt tulajdonítható. 2003-ban tovább csökkent az eszközarányos árbevétel, ennek azonban nem volt érzékelhető hatása a vállalatok üzemi jövedelemtermelő képességére, mert a profitmarzs növekedett, és ez a hatás erősebbnek bizonyult az eszközarányos árbevétel csökkenésénél.

Az aggregált üzemi jövedelmezőség növekedése különösen kedvező fejlemény, hiszen erre 1998 óta nem volt példa. Ez elsősorban a profitmarzs, azaz a költséghatékonyság javulására vezethető vissza. A jövedelmezőség javulásában vélhetően jelentős szerepe volt a világgazdasági konjunktúra beindulásával fokozódó exportkeresletnek, valamint a 2003-ban még továbbra is élénknek mondható belső keresletnek is. Ennek látszólag ellentmond az eszközarányosárbevétel-mutató mérseklődése. E mutató csökkenését azonban az magyarázza, hogy ugyan a szektor egészének árbevétele 2003-ban már dinamikusán nőtt, a mérlegfőösszeg, feltehetően az élénkülő vállalati beruházásokkal összefüggésben, ennél gyorsabban növekedett.

Az aggregált jövedelmezőség mellett stabilitási szempontból releváns kérdés, hogy milyen keresztmetszeti változások állnak az aggregált jövedelmezőség pozitív irányú változásának hátterében. Ehhez azt kell megvizsgálunk, hogy hasonló irányban és mértékben változott-e a cégek helyzete, vagy esetleg differenciálódás áll az aggregált profitabilitás javulása mögött. A ROA eloszlásának jellemzésére a megfigyelések alsó és felső 20 százalékának határát jelentő kvintiliseket és a mediánt használtuk. Az indikátorok jól jelzik, hogy az aggregált

### IV-18. ábra

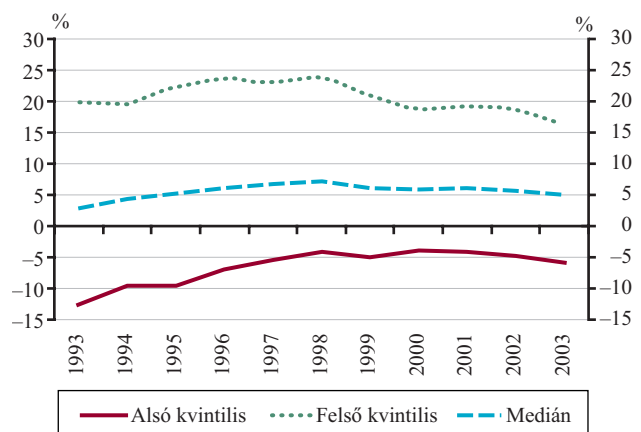
#### Jövedelmezőségi mutatók a vállalati szektorban, 1993–2003



mutató javulása mellett az egész eloszlás némileg „lejjebb” tolódott, azaz a vállalatok többségének jövedelmezősége romlott: 2003-ban a vállalatok 45 százalékának javult, 55 százalékának pedig csökkent a ROA-mutatója. Az eloszlás kismértékű lejjebb tolódása ugyanakkor nem hordoz jelentős stabilitási kockázatot, mert a változás nem szignifikáns. Mindez együtt azt mutatja, hogy a szektor egészében kissé több vállalat jövedelmezősége romlott, mint amennyi javult, ugyanakkor a pozitív aggregált változás jelzi, hogy a javuló jövedelmezőség inkább a nagyobb mérlegfőösszegű vállalatokra volt jellemző.

### IV-19. ábra

#### A ROA eloszlása, 1993–2003\*



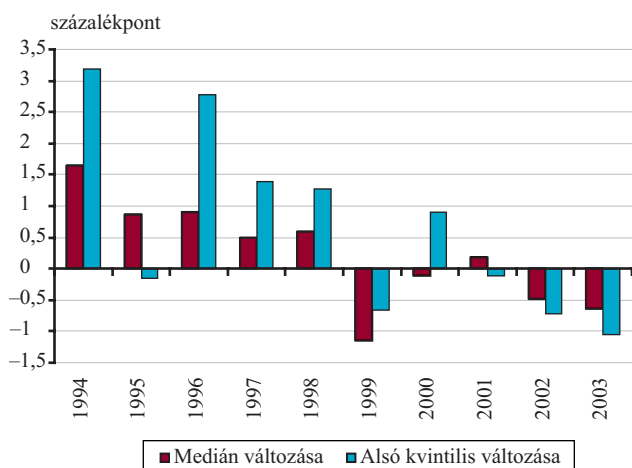
\*Ahhoz, hogy az évek közötti változások értelmezhetők legyenek, azokat a megfigyeléseket vettük figyelembe, amelyek két egymást követő évben szerepeltek a mintában.

Stabilitási szempontból érdeklődésre tarthat számot, hogy milyen csoportból kerülnek ki a leggyengébben teljesítő vállalatok, és milyen súlyúak a szektoron belül. Hasonlóan fontos kérdés, hogy ezek a cégek milyen mértékben szakadtak el az eloszlás középvértékét jelentő mediántól. Erről, vagyis a középvértékhez viszonyított relatív helyzet javulásáról vagy romlásáról informál az al-

só kvintilis és a medián relatív helyzetének változása. 2003-ban a legrosszabb jövedelmi helyzetű vállalatok távolodtak a mediántól. Bár a legrosszabbak távolodása a mediántól kedvezőtlen fejlemény, a változás mértéke nem hordoz jelentős stabilitási kockázatot, mert egyrészt a legrosszabbak csoportjának ágazati összetétele tükrözi a teljes szektor ágazati összetételét, tehát egyik ágazat sincs túlreprezentálva, másrészt a csoport a hozzáadott érték mintegy csak 2,5 százalékaért<sup>69</sup> felelős, tehát kicsi cégekről van szó.

IV-20. ábra

**A ROA mediánjának és alsó kvintilisének változása, 1993–2003**



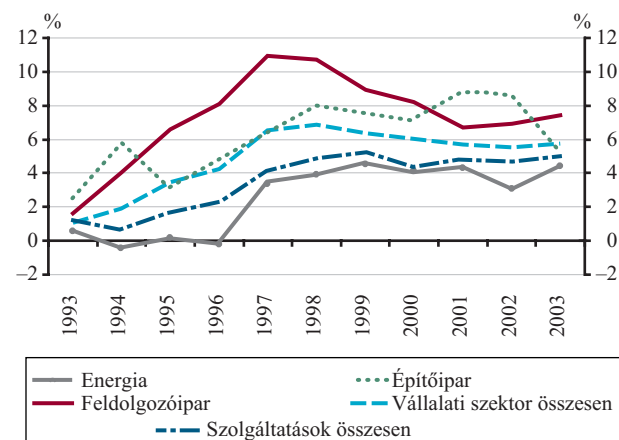
**Ágazati jövedelmezőség**

A részletes adatok tanúsága szerint a két legnagyobb ágazatcsoport, a feldolgozóipar és a szolgáltatások határozzák meg a vállalati szektor egészének dinamikáját a vizsgált időszakban.<sup>70</sup> A feldolgozóipar és az export meghatározó szerepére tekintettel annak jövedelmezőségét külön vizsgáljuk, ebben a részben a többi ágazat folyamatait elemezzük röviden.

A szolgáltatások jövedelmezősége némileg javult 2003-ban, azonban elmaradt az 1999-ben tapasztalt csúcsponttól. A jövedelemtermelő képesség elmúlt években tapasztalt magas szintje arra vezethető vissza, hogy a Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás kivételével minden szolgáltatóágazat jövedelmezősége javult. Ez utóbbi ágazat teljesítményét a 2001. szeptember 11-i események óta tartó, globálisan is alacsony idegenforgalom határozza meg. A legnagyobb súlyú Kereskedelem, javi-

IV-21. ábra

**Jövedelmezőség (ROA) az egyes ágazatokban, 1993–2003**



tás<sup>71</sup> jövedelmezősége tovább nőtt 2003-ban. Igaz ugyan, hogy a javulás kisebb mértékű volt, mint 2001–2002-ben, de továbbra is jelentősnek mondható. Ebben fontos szerepe volt annak, hogy a fogyasztás bővülése a némileg lassuló dinamika ellenére 2003-ban is élénk maradt. Ugyanakkor hatása lehetett a külpiacon élénkülésének is, mert itt minden ötödik vállalat árbevételének több mint 20 százaléka származik exportból.<sup>72</sup> A másik jelentős szolgáltatóágazat, a Szállítás, raktározás, posta, távközlés is hasonlóan jól teljesített, amit az export élénkülése magyarázhat, hiszen a nem pénzügyi szolgáltatók között ez az ágazat a legérzékenyebb a külföldi konjunktúra alakulására.

Az Építőipar jövedelmezősége 2003-ban jelentősen visszaesett. Az ágazatcsoport visszaesését több tényező is magyarázhatja. Ezek közül az egyik az lehet, hogy 2003 elején elmaradtak a tervezett infrastrukturális beruházások (autópálya-építések), amit ugyan az év hátralévő részében részben pótoltak, azonban a pótlás mértéke elmaradt a tervezettől. További magyarázatként szolgálhat a kereskedelmi ingatlanok piacának 2003-ban tapasztalt mélyrepülése.<sup>73</sup> A jövedelmezőség csökkenésében ezen túl szerepe lehetett a lakásépítéssel foglalkozó cégek közötti verseny élénkülésének is. 2003-ban dinamikusabban bővült a kereslet a lakáspiacon, azonban a reállakásarak növekedési üteme már csökkent az év második felében, ami a piaci verseny élénkülését jelezheti. A fokozódó verseny a profitmarzs csökkentésére kényszerítette számos építőipari vállalkozást. Mindezzel együtt az építőipari jövedelmezőség romlása az aggregált mutatókban nem

<sup>69</sup> 1992–2003 átlagában. A vállalati hozzáadott értéket az alábbi módon közelítettük: Hozzáadott érték = (nettó árbevétel+aktivált saját teljesítmények értéke) – (anyagjellegű ráfordítások+egyéb költségek).

<sup>70</sup> 1992–2002-ben a vállalati szektor egészében az üzemi eredmény átlagosan 50 százalékát a feldolgozóipar, 33 százalékát pedig a szolgáltatóágazatok adták. Az ábrán nem szereplő Mezőgazdaság, illetve Bányászat ágazatok a teljes nem pénzügyi vállalati szektor eredményének csupán 5 százalékát teszik ki.

<sup>71</sup> A Kereskedelem, javítás a teljes szolgáltatószektor üzemi eredményének mintegy felét, a Szállítás, raktározás, posta, távközlés pedig 20 százalékát teszi ki.

<sup>72</sup> 2003-as adatok alapján.

<sup>73</sup> Részletesen I. Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2004. június, 40. oldal

volt érzékelhető az ágazatcsoport kicsi súlya miatt.<sup>74</sup> A Villamosenergia-, gáz-, gőz-, vízellátás 2002-ben tapasztalt jövedelmezőség-csökkenése átmenetinek bizonyult, 2003-ban visszatért a '90-es évek második felében tapasztalt stabilan magas szintre.<sup>75</sup>

### Feldolgozóipari jövedelmezőség

A nem pénzügyi vállalati szektorban betöltött meghatározó szerepük miatt a következő lépésben megvizsgáltuk, a feldolgozóipari jövedelmezőség pozitív változása mely eredménykomponensekre vezethető vissza.

A feldolgozóipari ágazatcsoportban 2002-ben tapasztalt nominális csökkenés után a tavalyi évben dinamikusan nőtt az értékesítésből származó árbevétel. Kedvező fejlemény továbbá, hogy az élénkülés együtt járt az exportárbevétel ennél gyorsabb növekedésével. Mindebben kiemelt szerepe volt a gépipari teljesítménynek, ami nem meglepő, hiszen ez a legnagyobb súlyú és leginkább exportorientált<sup>76</sup> ágazat a feldolgozóiparon belül, és 2003-ban már jócskán érezhető volt a külső kereslet növekedése. Hasonló folyamatok játszódtak le a szintén nagy súlyú Vegyiparban és a jelentősnek mondható Kohászat, fémalapanyag-gyártás és fémfeldolgozásban is.

### IV-4. táblázat

#### Feldolgozóipari ágazatok árbevételének és üzemi eredményének változása

(Változás, év/előző év)	Nettó árbevétel (1)	Exportárbevétel (2)	Üzemi eredmény (3)	Súly a hozzáadott értékben (százalék, átlag 1992–2002)
<b>Feldolgozóipar összesen (2002)</b>	<b>0,95</b>	<b>0,89</b>	<b>1,03</b>	
<b>Feldolgozóipar összesen (2003)</b>	<b>1,09</b>	<b>1,14</b>	<b>1,36</b>	
Élelmiszer	0,99	1,05	0,82	17
Textil	0,99	0,99	1,42	6
Papír	1,15	1,17	1,10	7
Vegyipar	1,12	1,19	1,24	26
Nemfém ásványi termék gyártása	1,13	1,10	1,11	4
Kohászat, fémalapanyag-gyártás és fémfeldolgozás	1,03	1,05	1,66	10
Gépipar	1,14	1,15	1,99	29
Máshová nem sorolt feldolgozóipar	1,7	1,11	0,99	2

### IV-5. táblázat

#### A feldolgozóipari profitmarzs alakulása, 2001–2003 (százalék)

	2001	2002	2003
Feldolgozóipar összesen	4,6	4,9	6,1

Az árbevétel növekedése önmagában azonban nem feltétlenül jelent javuló vállalati teljesítményt. Ahhoz, hogy a vállalati teljesítményről teljesebb képet kapjunk, meg kell vizsgálnunk, hogy milyen irányban változtak az egyes eredménykomponensek fajlagos értékei 2003-ban. A fajlagos eredménykomponensek az egyes összetevők árbevétel-arányos értékeit jelentik. Változásuk pedig az árbevételhez viszonyított növekedési ütemüktől függ, és az mutatják meg, hogy a cégek költségszerkezetének változásai milyen mértékben járultak hozzá a vállalati profitmarzs változásához.

A legfontosabb költségelemek<sup>77</sup> közül az anyagjellegű ráfordítások a feldolgozóipar egészében nominálisan 9 százalékkal nőttek 2003-ban, de az azonos árbevétel-dinamika mellett fajlagosan nem változtak. Ez változás 2002-höz képest, mert akkor a fajlagos anyagjellegű ráfordítások alakulása önmagában mintegy 3 százalékpontot javított a feldolgozóipari ágazatok profitmarzsán.

<sup>74</sup> 1992–2002 átlagában az Építőipar aránya az aggregált eredményen belül mintegy 5 százalék.

<sup>75</sup> Az ágazat értékelésekor figyelembe kell venni, hogy nagy részben hatósági árszabályozás körébe tartozó tevékenységről van szó, így a piaci folyamatok hatását torzítják a mindenkori kormányzat árdöntései.

<sup>76</sup> Az exportárbevétel aránya az értékesítés árbevételében. Az egyes ágazatok exportorientáltságáról L. Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2003. december, 80. old. III-9. ábra.

<sup>77</sup> Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2003. december, 80. old. III-11. táblázat.

## IV-6. táblázat

## Az egyes eredménykomponensek változása a feldolgozóiparban

Változás (2003/2002)	Anyagijellegű ráfordítások	Személyi jellegű ráfordítások	Aktivált saját teljesítmények értéke	Egyéb ráfordítások	Egyéb bevételek	Értékcsökkenés	Profitmarzs (2003–2002)
Feldolgozóipar	1,09	1,01	2,3	0,99	1,01	1,10	1,2

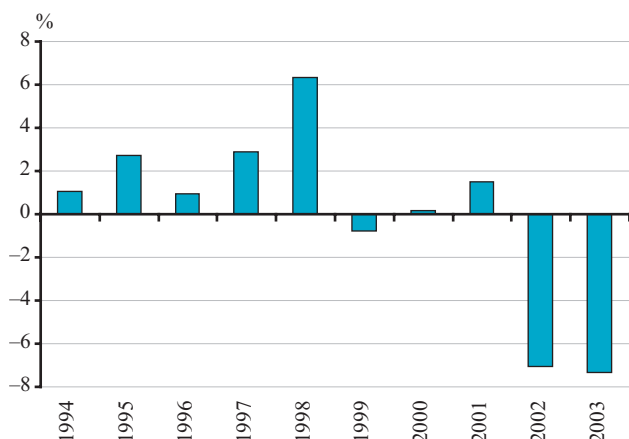
Más a helyzet a személyi jellegű ráfordításokkal. A bértömeg növekedési üteme mérsékelt volt a feldolgozóiparban, és elmaradt az árbevétel növekedési ütemétől. A bérodali folyamatok hatásának megértéséhez szükséges, hogy tisztában legyünk az elmúlt évek tendenciáival.

A korábbi évek erőteljes bérinflációja a vállalatokat mindinkább tőke-munka helyettesítésre ösztönözte, ez leginkább a textilipari cégeknél volt érzékelhető.<sup>78</sup> Az alacsony termelékenységgel munkahelyek fokozatos megszüntetése – ami a második éve tartó jelentős feldolgozóipari létszámleépítésekben is tetten érhető – és tőkével való helyettesítése növelő hatást gyakorolt a vállalatok termelékenységére. A termelékenység növekedése gyorsuló kibocsátás mellett – amit esetünkben az árbevétel alakulása jelez – pedig a bérjellegű kiadások arányának csökkenését eredményezte. Másképpen fogalmazva, az output oldali élénkülés és a termelékenység-növekedés lehetővé tette a vállalatok számára, hogy haszonrészük zsugorodása nélkül növeljék a béreket. Sőt a két folyamat eredményeképpen csökkentek a fajlagos személyi jellegű ráfordítások.

## IV-22. ábra

## Átlagos statisztikai állományi létszám a feldolgozóiparban, 1994–2003

(változás, százalék)



A többi költség nem közül jelentős és közgazdaságilag jól értelmezhető volt az aktivált saját teljesítmények értékének változása. E tételnek egyik legfontosabb része

a saját termelésű készletek állományváltozása. 2003-ban a feldolgozóipar egészében a 2002-ben tapasztalt kétszeresénél is nagyobb volt az aktivált saját teljesítmények értéke. Ez mindenképpen arra utal, hogy az élénkülő külső kereslet hatására a vállalatok megkezdték a készletek feltöltését.

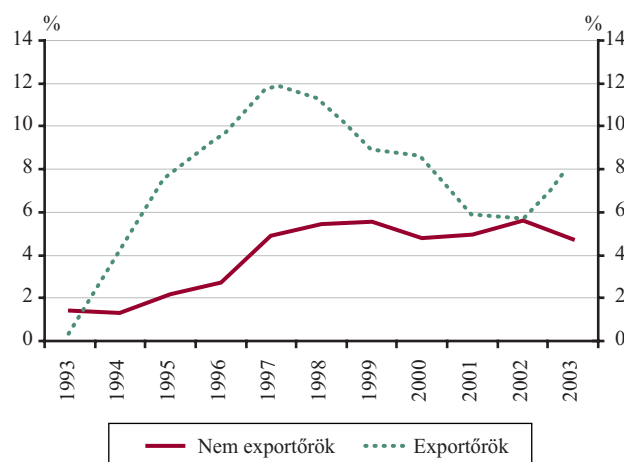
## Az export jövedelmezősége

A külföldi értékesítési piacok élénkülése nemcsak a feldolgozóipari ágazatokat érintette kedvezően, ezért elemzésünk következő lépéseként külön megvizsgáltuk az exportőrök<sup>79</sup> és a hazai orientációjú vállalatok jövedelmezőségének alakulását.

Az exportőrök profitabilitása 2003-ban jelentősen növekedett, amire az elmúlt hat évben nem volt példa. A nem exportőröké ugyanakkor csökkent. Felmerül a kérdés, hogy a külföldi piacokat célzó vállalatok javulásában mekkora szerepe lehetett az árfolyam kissé leértékeltébb szintjének. A forint-euró árfolyamszint átlagosan mintegy 4 százalékkal volt leértékeltébb 2003-ban 2002-höz képest, ami nagyjából a 2001-es átlagos árfolyamszintnek felelt meg, reálértelemben pedig – a felhalmozott inflációs különbözete miatt – jóval felértékeltébb volt. Ennek ellenére az exportőrök 2003-as jö-

## IV-23. ábra

## A jövedelmezőség (ROA) alakulása az exportőrök és nem exportőrök esetében, 1993–2003



<sup>78</sup> 2002–2003-ban a folyamatos kapacitásleépítések miatt 27 százalékkal csökkent az átlagos statisztikai állományi létszám a textiliparban. Bővebben I. a 2004. augusztusi Inflációs jelentést.

<sup>79</sup> Ide azokat a vállalatokat soroltuk, amelyek esetében az árbevételek több mint 20 százaléka származik exportból.

vedelmezősége jóval felülmúlta a 2001-es szintet, ami arra utal, hogy javulás mögött elsősorban a külső kereslet, a külföldi konjunktúra élénkülése állt.

Ahhoz, hogy a külföldi és a hazai piacokat célzó vállalatok közötti eltérések okait megértsük, megvizsgáltuk a fontosabb eredménykomponensek alakulását a két csoportban.

2003-ban mind a hazai, mind pedig a külföldi piacokat célzó vállalatok értékesítésből származó árbevétele növekedett. Ez jelentős változás 2002-höz képest, mert akkor csak a belföldi orientációjú vállalatok árbevétele nőtt (23 százalékkal), az exportőröké csökkent (10 százalékkal).<sup>80</sup> Ennek megfelelően az exportőrök jövedelmezőségének alakulásában az árbevétel dinamikája volt meghatározó, ami szorosan összefüggött a külföldi konjunktúra alakulásával. A világgazdasági és európai lassulás 2002-ben túljutott mélypontján, és 2003-ban már kézzelfoghatóak voltak külpiacaink élénkülésének jelei. A növekedés csak 2003 második felétől vált igazán intenzívvé, ami az adatok tanúsága szerint igen jelentős árbevétel-növekményt eredményezett a külpiaci orientációjú cégeknél. A nem exportőrök árbevétel-növekedése 2003-ban folytatódott, amit a továbbra is élénk fogyasztási dinamika magyarázhat.

A két legfontosabb költségnevet közül az anyagjellegű ráfordítások dinamikája különböző hatású volt a két csoportban. Az exportőrök esetében ugyan gyorsan nőttek ezek a költségek, de az értékesítés árbevétele ennél gyorsabban nőtt, így csökkenést tapasztaltunk ezen ráfordítások fajlagos értékében. A nem exportőrök esetében az árbevétel meghaladó növekedési ütem következtében viszont nőttek a fajlagos anyagjellegű ráfordítások.

A személyi jellegű ráfordítások pozitív, de eltérő mértékű hatást gyakoroltak a két csoport profitmarzsára. Mindkét vállalatcsoportban nőtt a bértömeg<sup>81</sup>, azonban az exportőrök fegyelmezettebb bérezési magatartása következtében itt jelentősen csökkentek a fajlagos bérjellegű költségek. A nem exportőröknél ez a hatás jóval kisebbnek bizonyult, ami a 2002-höz képest lassuló árbevétel-dinamika mellett alig lassuló bérdinamikára vezethető vissza.

#### IV-7. táblázat

##### Az exportőrök és nem exportőrök költségneveinek és eredményének változása

2003/2002	Nettó árbevétel	Anyagjellegű ráfordítások	Személyi jellegű ráfordítások	Üzemi eredmény
Exportőrök	1,21	1,20	1,06	1,96
Nem exportőrök	1,15	1,16	1,12	1,07

<sup>80</sup> Részletesen I. a Jelentés a pénzügyi stabilitásról c. kiadvány 2003. decemberi számát.

<sup>81</sup> Az exportőröknél 2002-höz képest jóval élénkebb volt a személyi ráfordítások dinamikája, akkor ugyanis 1 százalékkal csökkent a bértömeg ebben a csoportban. A hazai orientációjú vállalatok személyi ráfordításai 13 százalékkal nőttek 2002-ben.

<sup>82</sup> Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2004. június, 39. oldal.

#### IV-8. táblázat

##### Az exportőrök és nem exportőrök profitmarzsa

(százalék)

	2002	2003
Exportőrök	3,8	6,2
Nem exportőrök	4,3	4,0

#### IV. 3. 1. ELADÓSODOTTSÁG ÉS LIKVIDITÁS

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

A szektor egészének eladósodottsága gyakorlatilag változatlan maradt 2003-ban. 2002-ben a vállalatok az elhúzódó dekonjunktúrában tartózkodtak az újabb beruházásoktól és az újabb hitelek felvételétől, így ebben az évben a szektor egésze nettó megtakarító pozícióban volt, és a tőkeáttétel némileg csökkent. 2003-ban azonban kissé nőtt a nem pénzügyi vállalatok finanszírozási igénye<sup>82</sup>, de a növekedés mértéke historikus összehasonlításban alacsonynak mondható. Ez a növekedés az aggregált tőkeáttétel-mutatóban nem érzékelhető.

#### IV-24. ábra

##### A nem pénzügyi vállalatok tőkeáttétele

(idegen tőke/összes tőke, 1994–2003)



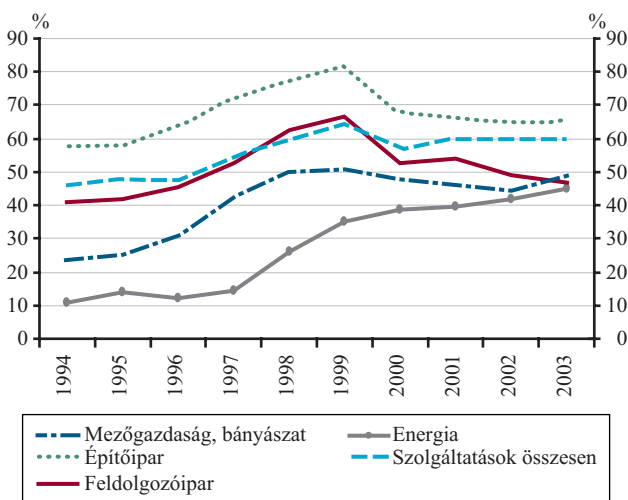
Az ágazati tőkeáttétel-mutatók alapján úgy tűnik, hogy az elmúlt években a vállalati szektor eladósodottság szempontjából homogénebbé vált: a tőkeáttétel átlagos szintje szűkülő tartományban ingadozott, és 2003-ban a 45-65 százalékos sávban maradt.

A különböző ágazatok viselkedése a tőkeáttétel változása szempontjából a tavalyi évben egymáshoz hasonlóbb volt, mint 2002-ben. 2003-ban csak a feldolgozóipari ágazatok eladósodottsága mérséklődött, a többi ágazatcsoporthé szinten maradt vagy kissé növekedett. A feldolgozóipari tőkeáttétel csökkenése szoros összefüggésben lehet azzal a ténnyel, hogy az ágazatcsoporthéba jelentős mennyiségű közvetlen külfölditőke-befektetés áramlott, javítva ezzel a vállalatok tőkeellátottságát, egyszerűsítve finanszírozási forrást teremtve az élénk feldolgozóipari beruházási aktivitáshoz.

A szolgáltatóágazatok eladósodottsága nem nőtt 2003-ban. Tavalyi elemzésünkben jeleztük, hogy némi kockázatot látunk a szolgáltatóvállalatok viselkedésében. Ennek oka az volt, hogy a szolgáltatásokra fordított fogyasztási kiadások 2001–2002-ben gyorsabban nőttek, mint az aggregált fogyasztás, és ez a tőkeáttétel lassú növekedésével párosult az elmúlt években. Az a tény, hogy az ágazatcsoporthé tőkeáttétele stabilizálódni látszik, arra utal, hogy a fogyasztás dinamikájának lassulásához alkalmazkodtak a szolgáltatók, és tartózkodtak az újabb hitelek felvételétől.

A friss adatok alapján az építőipari tőkeáttétel némileg növekedett, aminek várható alakulásában látunk némi kockázatot. Ha az ágazat hirtelen romló jövedelmezősége tartósan bizonyul, és a vállalatok nem képesek ehhez igazítani tőkeellátottságukat, a tőkeáttétel további növekedése problémát okozhat a jövőben. A Villamosenergia, gáz-, gőz- vízellátásban működő vállalatok tőkeáttétele tovább nőtt 2003-ban. Ebben az ágazatban több nagy beruházási projekt is indult a tavalyi évben, amit a vállalatok hitelből finanszíroztak: a projektfinanszírozási hitelállomány nominálisan 37 százalékkal volt magasabb, mint 2002-ben.

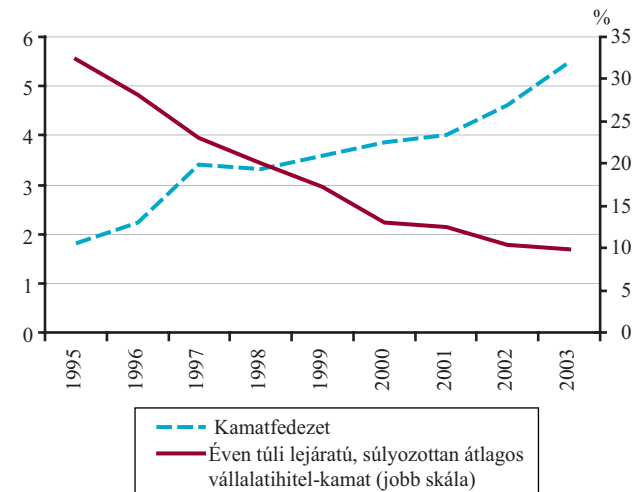
**IV-25. ábra**  
Ágazati tőkeáttétel-mutatók, 1994–2003



Az idegen tőke/összes tőke arány flow-megfelelője a kamatfedezeti mutató.<sup>83</sup> A kamatfedezet változását elvileg a jövedelmezőség, a vállalati kamatok szintje és a tőkeáttétel változása együttesen befolyásolja. Azt mutatja, hogy a vállalat szokásos működése során megtermelt jövedelem milyen mértékben fedezi a kamatjellegű kötelezettségeket. A kamatfedezet változását három tényező – a jövedelmezőség, a vállalati hitel-kamatok szintje és a tőkeáttétel – változása együttesen befolyásolja. A kamatfedezet növekedése 2003-ban is töretlen volt. 1998-ig az aggregált jövedelmezőség javulása gyakorolt pozitív hatást a kamatfedezetre, amit erősített az 1995 óta folyamatosan csökkenő kamatszint. Ezt követően a kamatszint csökkenése dominált, hiszen a '90-es évek végétől romlott a teljes vállalati szektor profitabilitása. 2003-ban ismét a jövedelmezőség határozta meg a kamatfedezet alakulását, hiszen a vállalati kamatok szintje és a tőkeáttétel alig változott.

A részletes adatok megerősítik az aggregált képet. Mivel sem a kamatok, sem pedig az eladósodottság szintje nem változott jelentősen, a vállalatok jövedelemtermelő képessége dominálta az ágazati kamatfedezeti helyzetet is. Ennek megfelelően gyorsan javult a feldolgozóipari, az energia- és a szolgáltatóágazatok helyzete. A feldolgozóiparban a jövedelmezőség hatását erősítette, hogy csökkent a kamatteher aggregált értéke is. Az építőipari vállalatok helyzete a jövedelmezőségről elmondottakkal összhangban romlott.

**IV-26. ábra**  
Aggregált kamatfedezet és az éven túli lejáratú súlyozott vállalati hitel-kamat, 1995–2003

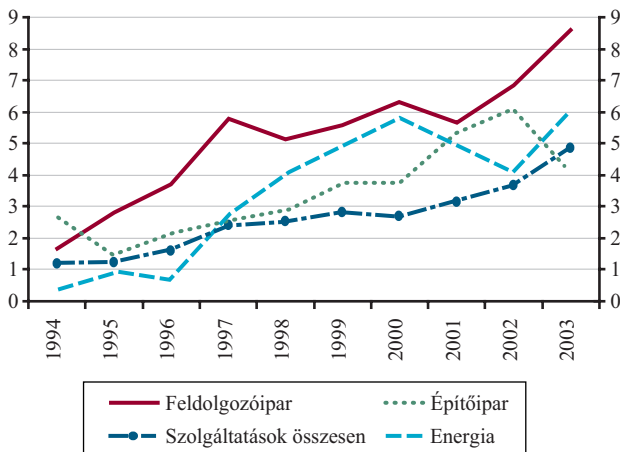


A tőkeáttétellel kapcsolatban pénzügyi stabilitási szempontból azok a vállalatok tekinthetők a leginkább veszélyeztetettnek, amelyeknek a szokásos vállalati működésből származó pénzáramlásai nem fedezik a kamatkidá-

<sup>83</sup> Kamatfedezet = adózás és kamatfizetés előtti eredmény / fizetett kamatok és kamatjellegű kifizetések. A kamatfedezeti mutató azt mutatja, hogy a kamatfedezet változását elvileg a jövedelmezőség, a vállalati kamatok szintje és a tőkeáttétel változása együttesen befolyásolja.

## IV-27. ábra

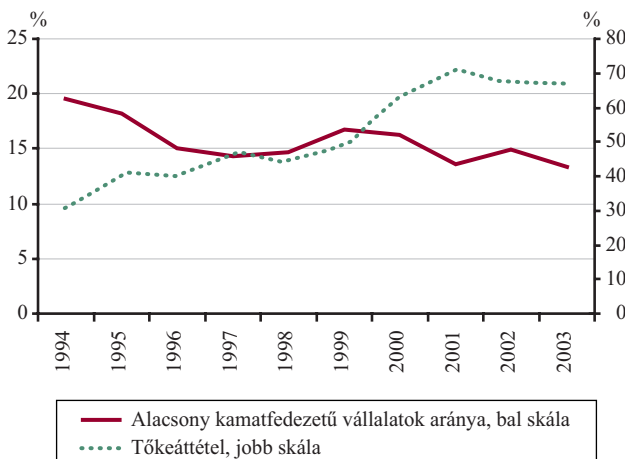
## Ágazati kamatfedezet-mutatók, 1994–2003



saikat. Ezekben az esetekben a vállalat ugyanis csak újabb külső forrás igénybevételével tudná finanszírozni kamatkötelezettségeit, ami hosszú távon nem fenntartható, és fizetésképtelenséghez vezet. Ezért stabilitási szempontból fontos figyelemmel kísérni azokat a vállalatokat, amelyeknek a kamatfedezeti mutatója kisebb, mint 1. Erről a csoportról elmondható, hogy tőkeáttételük az elmúlt három évben jelentősen meghaladta a vállalatok átlagát. Ezek a cégek jellemzően veszteséget termelnek, és a csoport összetétele évről évre jelentősen változik.<sup>84</sup> Ugyanakkor e vállalati kör tőkeáttétele nem nőtt tovább az elmúlt két évben, és az összes vállalaton belüli súlyuk is csökkent 2003-ban, ami kedvező fejlemény.

## IV-28. ábra

## A legalacsonyabb kamatfedezetű\* vállalatok súlya és tőkeáttétele, 1994–2003



\*Ahol a kamatfedezeti mutató 1-nél kisebb.

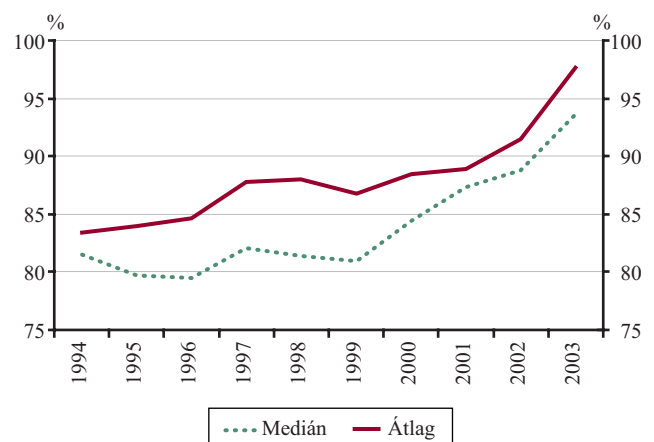
Ha egy vállalat nagyon el van adósodva, és az eszközeinek értéke gyorsan csökken, könnyen előfordulhat,

hogy a likvid eszközök sem fedezik a folyó kötelezettségeket, akkor sem, ha ezeknek nagy az aránya. Ugyanakkor normális működés mellett a fizetésképtelenség kockázatát számottevően csökkenti, ha a vállalat növeli a könnyen és gyorsan pénzzé tehető eszközök arányát a mérlegben. Ennek a képességnek a megragadására szolgál a likviditási gyorsráta és a pénzhányad.<sup>85</sup>

Az aggregált likviditási gyorsráta azt jelzi, hogy a szektor egészének likviditási pozíciója a jövedelmezőséggel összhangban gyorsan javult 2003-ban, de a likvid eszközök továbbra sem fedezik teljes egészében a szektor egészének rövid kötelezettségeit.

## IV-29. ábra

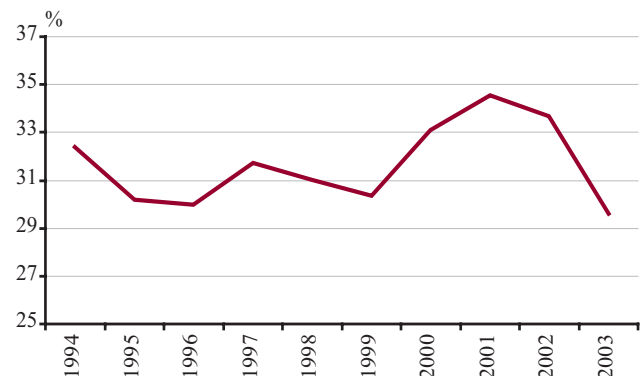
## Likviditási gyorsráta a vállalati szektorban, 1994–2003



Az aggregált helyzetről mondottakkal szemben kedvezőtlenebb fejlemény, hogy 2003-ban jelentősen romlott a legrosszabb likviditású vállalatok<sup>86</sup> likviditási pozíciója. Egy csődhelyzetben a gyorsan likvidálható eszközök segítségével ebben a csoportban már a rövid kötelezettségeknek harmadát sem lehetne kielégíteni.

## IV-30. ábra

## A likviditási gyorsráta eloszlásának alsó kvintilise, 1994–2003



<sup>84</sup> Részletesen I. Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2003. december, 82–83. oldal.

<sup>85</sup> Likviditási gyorsráta = (követelések + értékpapírok + pénzeszközök) / rövid lejáratú kötelezettségek; Pénzhányad = (értékpapírok + pénzeszközök) / rövid lejáratú kötelezettségek; rövid lejáratú kötelezettségek: rövid lejáratú kölcsönök, rövid lejáratú hitelek, kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból, tulajdonosokkal szembeni kötelezettségek, egyéb rövid lejáratú kötelezettségek.

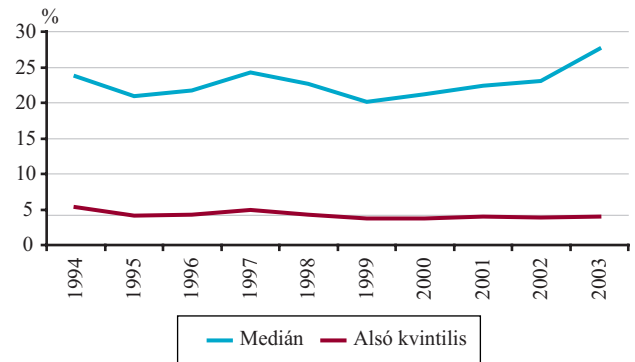
<sup>86</sup> A gyorsráta eloszlásának alsó 20 százalékába tartozó vállalatok.



Pozitív változás viszont, hogy javult a vállalatok pénzhányadmutatója. Ha csak a legkönnyebben pénzzé tehető eszközöket vesszük figyelembe a számlálóban, azt mondhatjuk, hogy egy tipikus magyar vállalat házipénztár- és értékpapír-állománya együttesen a rövid lejáratú kötelezettségek több mint 25 százalékát fedezi. Ez jelentős javulás, mert 1993 óta nem volt ilyen magas ez a mutató. A legrosszabb pénzhányaddal rendelkező csoport helyzete nem változott 2003-ban, a pénzeszközök és értékpapírok továbbra is a rövid kötelezettségek mindössze 5 százalékára nyújtanak fedezetet, ez azonban nemzetközi összehasonlításban nem tekinthető alacsonynak.<sup>87</sup>

IV-31. ábra

#### A pénzhányad eloszlásának mediánja és alsó kvintilise, 1994–2003



<sup>87</sup> Ez a mutató Nagy-Britanniában 20 százalék körüli volt a '90-es évek második felében. (Bank of England Financial Stability Review, 2000. június, 88. oldal 6. ábra.)

## IV. 4. A PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁS FEJLESZTÉSE

A pénzügyi stabilitás fontos feltétele a megfelelő szabályozási környezet megteremtése. A pénzügyi közvetítő intézmények és a pénzügyi piacok hatékony szabályozása csökkenti a pénzügyi válságok kialakulásának a valószínűségét és negatív következményeit. Az Európai Unió jogalkotási programja az egységes uniós pénzügyi piac megteremtését tűzte ki célul, és fontos prioritása az egységes piaci szabályozás kialakítása. E célokat az uniós jogalkotási menetrendnek megfelelően irányelvek valósítják meg, amelyek magyarországi átvételében a Magyar Nemzeti Bank is aktív szerepet vállal. A következőkben áttekintjük az elmúlt év legfontosabb pénzügyi jogharmonizációs lépéseit és ismertetjük az új szabályozások pénzügyi stabilitásra, piaci fejlődésre gyakorolt hatását, főbb elemeit.

### 1. A pénzügyi konglomerátumok kiegészítő felügyeletéről szóló irányelv harmonizálása

Az Európai Unió 87/2002/EK irányelvének átvétele során a Hitelintézeti, a Tőkepiaci és a Biztosítótársaságokról szóló törvények módosítása történt meg.<sup>88</sup> A megszületett törvénymódosítások a pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartásához elsősorban a mindhárom szektorban tevékenykedő intézmények egységes és átfogó szabályozásával, valamint az ennek ellenőrzéséhez szükséges felügyeleti struktúra megalkotásával járul hozzá. Az egységes európai konglomerátumszabályozás a már meglévő banki, befektetési és biztosítási prudenciális szabályozásra épült rá, azt egészíti ki. Az új felügyeleti szempontok érvényesülését egységes fogalmak és definíciók alkalmazásával, mindhárom szektorra kiterjedő tökemegfelelési elvárással, illetve a vezető vagy koordináló felügyelet irányításával megvalósuló felügyeleti együttműködés előírásával segíti elő. Az új szabályozás azzal nyújt többet a már meglévő szektorális szabályoknál, hogy biztosítja a felügyeleti hatóságok számára, hogy jobb rálátásuk legyen a három szektor között felmerülő kockázatokra, illetve azok koncentrációjára. Ezenfelül a tökemegfelelés felmérése során minimálisra korlátozódik az azonos tőkeelemek többszörös felhasználásának, illetve az adósság tőkeként való elismerésének lehetősége.

### A konglomerátumszabályozás alapelemei

A jelenleg hatályos törvények is rendelkeznek a konsolidált, azaz összevont alapú felügyeletről, de ezek a rendelkezések csak homogén csoporttagokra terjednek ki. Az összevont alapú felügyelet hatálya szerint a hitelintézetek és befektetési vállalkozások, valamint a hozzájuk kapcsolódó pénzügyi és járulékos vállalkozások esetében ezeknek a vállalkozásoknak az összevont beszámolója képezi a prudenciális szabályok véltési alapját. Ugyanez igaz a biztosítókból és viszontbiztosítókból és a hozzájuk kapcsolódó járulékos vállalkozásokból álló biztosítói csoportokra. A most adaptált irányelv azonban nem az összevont felügyeletről, hanem azoknak a csoportoknak a kiegészítő felügyeletéről rendelkezik, amelyek egyszerre rendelkeznek biztosítókkal és hitelintézettel vagy befektetési vállalkozással. Az előírások – a csoportközi tranzakciók kivételével – azokra a csoporttagokra vonatkoznak, amelyek anya-leány vállalati, részesedési vagy horizontális kapcsolatban állnak egymással. A szabályok így lefedik a számviteli szempontból anya- és leányvállalatnak minősülő intézményeket, továbbá azokat, melyek a felügyeleti vélemény alapján döntő befolyást gyakorolnak egymás működésére. A szabályozás kiterjed az egységes alapon menedzselt vagy közös vezető testület által működtetett „horizontális kapcsolatban” álló intézményekre is. Új szabályozási fogalomként jelennek meg az együttműködő vagy szövetkező vállalkozások (cooperative groups), amelyek esetében a felügyeleti hatóságok a másik fél irányába tett nyilvános kötelezettségvállalásokat döntő befolyásként veszik figyelembe. Nem mindegyik pénzügyi konglomerátum tartozik azonban a direktíva hatálya alá. Azokban az esetekben, amikor elhanyagolhatónak tekinthető egy bank-biztosító csoportban például a banki tevékenység, akkor továbbra is biztosítói csoportról beszélünk és nem pénzügyi konglomerátumról. (A magyarországi székhelyű hitelintézeti csoportok közül a felügyelet várhatóan konglomerátumnak nyilvánít majd egy intézménycsoportot, a külföldi anyavállalattal rendelkezők közül pedig érintett lehet öt csoport.)

<sup>88</sup> Az új szabályozást a 2004. LXXXIV. tv. tartalmazza, amely módosítja az ágazati törvényeket. A törvény rendelkezései 2004. október 7-től hatályosak.

A pénzügyi konglomerátum kockázatvállalásáról, szavatólő tőkéjéről és a felső vezetés minőségéről rendelkező szabályokat úgy alakították ki, hogy az eddigi szektorális szabályok nem változnak meg, hanem csak kiegészülnek. Radikális változást jelentenek viszont a szektorokon és többnyire határokon átnyúló pénzügyi konglomerátumot ellenőrző felügyeleti rendszer kialakítására vonatkozó szabályok. Az eddigi felügyeleti együttműködésen alapuló szabályokat a kompetens felügyeleti hatóságok kétlépcsős hierarchikus rendszere váltja fel. A koordinátor szerepét betöltő felügyeleti hatóság felelős a pénzügyi konglomerátum egészének felügyeletéért, ő hangolja össze az egyes alcsoportokat vagy intézményeket felügyelő különböző hatóságok munkáját.

## 2. A pénzügyi biztosítéki megállapodásokról szóló irányelv (Collateral direktíva) harmonizálása

A pénzügyi biztosítéki megállapodásokról szóló 2002/47/EK irányelv a 98/26/EK (Settlement Finality) direktíva által a pénz- és elszámolásforgalmi rendszerekre, valamint a jegybanki műveletekre bevezetett jogelvek alkalmazását terjeszti ki egy jóval tágabb körre: a pénzügyi piaci szereplők közötti ügyletekre általában. Az irányelv célja a pénzen, az értékpapírokon és más egyéb pénzügyi eszközökön alapított biztosítéki jogok meghatározott kérdéseinek szabályozása annak érdekében, hogy nem teljesítés vagy csődhelyzet esetén egységes elvek mentén biztosítsa a biztosíték jogosultjának kielégítését. Mindez az európai jogalkotók reményei szerint hozzájárul a határokon átnyúló, hitelbiztosítékok melletti finanszírozás fejlődéséhez és az európai pénz- és tőkepiacok további integrációjához. Mindemellett, a direktíva pénzügyi stabilitási szempontból is kiemelkedően fontos szabályozást tartalmaz, hiszen a szerződéses biztosítékok hatékonyabb érvényesíthetőségének elősegítésével és a „dominóelv”-szerű csődhelyzetek lehetőségének csökkentésével az új szabályozás általában mérsékli a pénzügyi közvetítés rendszerkockázatait. Ennek következtében azok a piaci szereplők, akik megfelelő jogi struktúrában fedezet mellett hiteleznek, jelentősen csökkenthetik partnerkockázati kitettségüket.

A pénzügyi biztosítékok közösségi szabályozása leginkább polgári jogi és csődjogi szabályokat érint, tehát a harmonizáció elsősorban a hazai Ptk. és a csődtörvény megfelelő módosítását tette szükségessé. Az irányelv által elismert pénzügyi biztosítékok tárgya (tárgyi hatály) készpénz, értékpapír és más biztosítékba adásra alkalmas pénzügyi eszköz lehet. Mivel ezek az instrumentumok Magyarországon jellemzően csak óvadék (és nem a zálogjog) tárgyai lehetnek, a hazai implementáció elsősorban a Ptk. óvadéki szabályainak kiegészítését igényelte.

Az irányelv személyi hatálya alapértelmezésben korlátozott, mivel előírás, hogy a megállapodást kötő felek legalább egyikének valamilyen pénzügyi szervezetnek kell

lennie, azonban a tagállamok jogosultak akár szűkebb, akár tágabb alanyi kör meghatározására. A tagállamok többsége a tágabb alanyi kör meghatározása mellett döntött, mivel indokolásuk szerint ez szabályozási versenyelőnyhöz juttathatja az adott állam pénzügyi piacát. Részben ezért, részben pedig azért, mert a hatályos Ptk.-ban az óvadék alkalmazásának nincsen alanyi korlátja, a magyar jogalkotó szintén a szabályozás alanyi hatályának kiterjesztése mellett döntött.

Az új szabályozás ezenfelül egyértelművé teszi, hogy az óvadék tulajdonképpen a zálogjog egyik speciális fajtája. A módosítás az óvadék jogosultjának közvetlen kielégítéshez való jogát továbbra is fenntartja a pénz és a nyilvánosan jegyzett értékpapír esetében, azonban az ilyen egyértelműen meghatározható értékkel nem rendelkező (pl. zárt körben kibocsátott) értékpapírok és pénzügyi eszközök esetében a közvetlen kielégítési jog gyakorlásának feltétele, hogy a felek előre megállapodjanak az óvadék értékelésének mikéntjében.

Az óvadéki biztosítékból történő feltétel nélküli közvetlen kielégítés maradéktalan érvényesítéséhez szükség volt a hatályos csődtörvény egyes rendelkezéseinek módosítására is. Ezért a törvény hatályon kívül helyezi azt a szabályt, amely korábban az általános hitelezői csődvagyontömeg védelme érdekében a felszámolásban a jogosult számára bizonyos esetekben 50 százalékban korlátozta az óvadékból történő kielégítést, illetve nem tette lehetővé a külön kielégítési jog gyakorlását a felszámolási eljárás megindulásától visszafelé számított egy éven belül nyújtott óvadék esetén.

Emellett a törvény külön kimondja, hogy nem minősül a hitelezők kijátszására irányuló, az adós vagyont csökkenítő ügyletnek, és ezért ezen az alapon nem megtagadható az óvadék tárgyának egyenértékű fedezettel történő helyettesítése, illetve a kiegészítő biztosíték nyújtása, valamint a pozíciólezáró nettósítás gyakorlása.

## 3. Az elektronikus pénzkibocsátó intézményekről (Electronic Money Institution, ELMI) szóló irányelv harmonizálása

Az elektronikus pénzkibocsátó intézményekről szóló 2000/46/EK irányelv harmonizálását a 2004. évi XXXV. törvény valósította meg, amely 2004. május 1-jétől hatályos. Az elektronikus pénzkibocsátó intézmények a magyar szabályozás értelmében olyan szakosított hitelintézetek, amelyek elektronikus pénzt és elektronikus pénzeszközt bocsátanak ki, illetőleg ezzel kapcsolatos szolgáltatást végeznek. Az elektronikus pénz olyan elektronikus fizetési eszközön tárolt digitális pénzürték, amit a kibocsátón kívül más is elfogad fizetesként. Az elektronikus pénzt világszerte tipikusan kis összegű fizetési műveletek (mikrofizetések) lebonyolítására használják. Az elektronikus pénzkibocsátó intézmény szabályozása lényegében egy – az utóbbi évtizedben megjelent –

pénzügyi innováció törvényi támogatása. A Magyar Nemzeti Bank – mint a fizetési rendszerek kialakításáért és felügyeléséért felelős intézmény – számára fontos a fizetési rendszereket is érintő új piaci innovációk megfelelő szabályozása.

Az ELMI-k egységes prudenciális szabályainak hátterében az áll, hogy az elektronikus pénz kibocsátóinak az ellenértékül kapott pénz befektetésekor a bankokhoz hasonló gondossággal kell eljárniuk. Ennek oka, hogy az elektronikus pénz mögött kizárólag a kibocsátó áll, és a kibocsátó rossz gazdálkodása nemcsak az általa kibocsátott elektronikus pénz értékét ronthatja, de kihatással lehet a pénzügyi közvetítő rendszerbe vetett bizalomra is. A szigorú prudenciális szabályok azért is fontosak, mert a betétbiztosítás hatálya nem terjed ki az ELMI-kre. Az ELMI-kre vonatkozó prudenciális szabályok fontos eleme, hogy az ELMI-k tevékenységi köre kizárólag az elektronikus pénz kibocsátására és a kapcsolódó tevékenységekre korlátozódik annak érdekében, hogy az ELMI ne tudjon más típusú üzleti kockázatot vállalni. Ezen túlmenően az ELMI legalább háromszázmillió forint jegyzett tőkével alapítható, és az ELMI-nek szavatoló tőkét kell képeznie a kinnlevő elektronikus pénzösszeg által megtestesített pénzügyi kötelezettségei után. Továbbá az ELMI-knek meghatározott eszközökre pozíció- és partnerkockázati szavatoló tőkével is rendelkezniük kell, és egyes eszközökre vonatkozik a nagykockázat-vállalási korlát is. Az ELMI-k befektetési politikája szigorúan korlátozott, eszközeiket csak igen magas minősítésű követelésekben tarthatják. A befektetési korlátok az intézmények likviditásának biztosítását szolgálják. Az ügyfélpénzek fedezetét folyamatosan értékelni kell, és a fedezetek értékének minimum el kell érnie az elektronikus pénz névértékét. A kötelezettség számításánál az óvatosság számviteli elvét követve, a bekerülési költség és a piaci érték közül mindig az alacsonyabbat kell figyelembe venni.

Az ELMI alapítására, működésére, felügyeletére a Hitelintézeti törvény rendelkezéseit kell alkalmazni az elektronikus pénzt kibocsátó szakosított hitelintézetéről szóló törvényben (2004 XXXV. tv.) foglalt eltérésekkel.

#### 4. A Piaci Visszaélések (Market Abuse) irányelv harmonizálása

Az Unió parlamentje és Tanácsa 2004 februárjában fogadta el a Piaci Visszaélések (Market Abuse) nevet viselő irányelvcsomagot, köztük a keretirányelvet (2003/6/EK) és a hozzá kapcsolódó ún. implementáló irányelveket (2003/124/EK, 2003/125/EK, 2004/72/EK) valamint a 2273/2004-es rendeletet a részvény-visszavásárlási programról és a pénzügyi eszközök árfolyamának stabilizálásáról. Az irányelvcsomag alapján készült törvényjavaslat és rendeleteik egyeztetése a végső fázis-

ban van, várhatóan a jövő év elején tárgyalja a kormány és az Országgyűlés.

Az irányelvek harmonizációja stabilitási szempontból nézve hozzájárul a piac integritásának fejlődéséhez, azaz a piacokon való információáramlás alapvető szabályait rögzíti és segíti az információk pontos, érthető formában való közzétételét. Mindez növeli a befektetői bizalmat és azáltal, hogy a törvény hatékonyabb eszköztartást biztosít a felügyelő hatóság számára, könnyebbé teszi a szabályok megszegőinek szankcionálását. Az új magyar szabályozás modernizálni fogja a tiltott magatartások köréről szóló előírásokat. Ezen túlmenően meghatározza, hogy milyen piaci gyakorlatok megengedettek a kereskedés során, ami a piac szereplőinek számára is egyértelmű helyzetet teremt. Mindez nem csupán pénzügyi stabilitási szempontból jelentős, de indirekt módon a monetáris politika megfelelő működését is elősegíti. A piac integritásának növekedésével nő a pénzügyi piacok likviditása, ami hatékonyabbá teszi a monetáris transzmissziót is. A korábbi uniós szabályozás<sup>89</sup> elavult, és nem is szabályozta teljeskörűen a visszaélésnek minősíthető magatartásokat, ráadásul a tagállami implementációk is jelentős eltéréseket tartalmaztak. Ennek következtében igen vegyes gyakorlat alakult ki az egyes tagállamokban a vizsgált piaci visszaélések körét illetően, az alkalmazott szankciók tekintetében és a felügyeleti hatáskör terjedelmében. Mindez akadályozta, hogy a tagállami tőkepiacokon egységes szabályok vonatkozzanak az elismert és tiltott magatartásokra, a hatóságok közötti együttműködésre és az érzékeny információk közzétételének szabályaira vonatkozóan.

A jövőbeni magyar szabályozás meghatározza a bennfentes információkra vonatkozó nyilvánosságra hozatali követelményeket, definiálja az elfogadott piaci gyakorlatokat, a felügyelet számára a korábbinál szélesebb vizsgálati hatáskört ad, rendezzi a felügyelet közötti együttműködés kérdéseit.

A bennfentes információt a kibocsátónak kötelessége lesz haladéktalanul közzétenni. Ez alól saját felelősségre mentesülhet, jogos érdekére való hivatkozással. A kibocsátóknak kötelességük lesz listát összeállítani a bennfentes információkhoz hozzáférő személyekről. A kibocsátónál vezető pozícióban lévő személynek, ill. jelentős tulajdonosának nyilvánosságra kell hoznia a kibocsátó részvényére vonatkozó ügyletkötését.

Az új magyar rezsimek hatálya ki fog terjedni az összes, a tagállamok területén működő szabályozott piacokra bevezetett pénzügyi eszközre. A piaci visszaélések két formáját fogja megkülönböztetni a magyar szabályozás: a bennfentes kereskedelmet és a piacbefolyásolást. Az új rezsimek szerint bennfentes kereskedelemnek minősül a

<sup>89</sup> 89/592/EEC on Coordinating Regulations on Insider Dealing.

bennfentes információval érintett pénzügyi eszközre vonatkozó ügyletkötés. Bennfentes személynek minősül mindenki, aki tudta vagy tudnia kellett volna azt, hogy a felhasznált információ bennfentesnek minősül. Ezen túlmenően bizonyos személyi kör tudati állapottól függetlenül bennfentes kereskedelmet folytat, ha a törvényi körbe beletartozik. Szintén bennfentes kereskedelemnek fog minősülni a bennfentes információ továbbadása más személynek, illetve javaslattétel másnak, hogy a bennfentes információval érintett pénzügyi eszközre ügyletet kössön.

Az új szabályozás bevezeti a piacbefolyásolás fogalmát. A piacbefolyásolás fogalma három magatartást fog tartalmazni: 1. Olyan ügylet kötése, amely hamis vagy félrevezető jelzéseket ad, vagy adhat az adott pénzügyi

eszköz keresleti vagy kínálati viszonyairól, árfolyamáról. 2. Szinlelt ügylet kötése. 3. Megalapozatlan, félrevezető, hamis információ közlése, híresztelése, nyilvánosságra hozása, nyilvános közlése, feltéve, hogy az információt terjesztő személy az információ hamis vagy félrevezető mivoltának tudatában van, vagy az adott helyzetben elvárható gondossággal tudatában kellett volna lennie. A szabályozás részletezi a tiltott magatartások alóli kivételeket, és kötelezővé teszi a piaci szereplők számára, hogy a gyanús tranzakciókat jelentsék be.

Az új rezsím bővíteni fogja felügyeleti hatásköröket és a felügyelet közötti együttműködési szabályokat is lefekteti. Várhatóan rendeleti szinten szabályozzák a befektetési ajánlások közzétételére vonatkozó részletes eljárásokat.

## V. TANULMÁNYOK



## V. 1. BETHLENDI ANDRÁS–NAGYNÉ VAS ERZSÉBET: A DINAMIKUSAN BŐVÜLŐ HAZAI FOGYASZTÁSIHITEL-PIAC A NEMZETKÖZI TENDENCIÁK TÜKRÉBEN

### Bevezetés

Magyarországon a rendszerváltástól a '90-es évek végéig a háztartási hitelezés elhanyagolható mértékű volt. Az állományok GDP-arányosan folyamatos csökkenést mutattak. 1998–1999 táján először a fogyasztási hitelek piaca mozdult meg, majd 2001-ben – elsősorban a kormányzati intézkedések hatására – a lakáshitelep piac követte. Az 1998–2004-es időszakban nagyon nagy ütemű fogyasztási célú eladósodásnak lehettünk tanúi. Az átlagos éves növekedési ütem 45 százalékos volt. A piaci mechanizmusok létrehoztak egy 1998 előtt gyakorlatilag nem létező, azonban ma már nemzetközi viszonylatban relatíve fejlettnak tekinthető fogyasztásihitel-piacot. A piacépítés dinamizmusa a szakértők és a piaci szereplők jó részét is meglepte. Nemzetközi empirikus kutatások alapján a gyors hitelnövekedés jelentős kockázatokkal járhat, növelheti a pénzügyi közvetítő szektor makrogazdasági sokkokkal szembeni sebezhetőségét. Ezért fontosnak tartjuk, a rendkívüli fogyasztásihitel-növekedés okainak és sajátosságainak a feltérképezését. További célunk az elmúlt években létrejött hitel-piac részletesebb bemutatása.

Fogyasztási hitelezés alatt a lakás- és értékpapír-megszerzéstől eltérő bármely más vásárlást finanszírozó – háztartási – hitelt értünk. Az elemzésben a fejlett országok tapasztalatait, jellemzőit vetjük össze a hazaiakkal. Az első fejezetben bemutatjuk a fejlett országok fogyasztásihitel-piacainak fejlődését, struktúráját és főbb termékeit. Az Egyesült Államok fogyasztásihitel-piaca a világ egyik legrégebben bejáratott, legfejlettebb piaca, ezért utalunk gyakrabban az ottani tapasztalatokra, mutatjuk be a szabályozási és intézményi jellemzőit. Ismertetjük a fő hitelbukási okokat, és két, ezt befolyásoló sajátos intézményt: a magánszemélyek csődkérelmét és a hiteltanácsadást. A második fejezetben a nemzetközi részhez hasonló szerkezetben tárgyaljuk a hazai piacot: a piac kialakulása, a struktúra és a termék szerkezet fejlődése, ezeket a hitelkockázati rész követi. Majd külön kitérünk a hazai piac fejlődésének szempontjából két, általunk

fontosnak tartott sajátosságra: a likviditási korlát és a nagyon magasnak tekinthető kamatmarzs kérdésére.

### V. 1. 1. FEJLETT ORSZÁGOK FOGYASZTÁSIHITEL-PIACA

#### V. 1. 1. 1. Növekvő eladósodás<sup>90</sup>

Az 1970-es évek végéig a banktevékenység az európai országokban erősen szabályozott volt, az inflációellenes politika részeként kamat- és hitelkontroll érvényesült. Az 1980-as évektől kezdődően, a pénzügyi szektor reformja, a dereguláció és a liberalizáció a verseny erősödését, a pénzügyi innováció felgyorsulását eredményezte, ennek következtében a hiteladagolás jelentősége és a háztartások likviditási korlátja lecsökkent. A fogyasztásihitel-piac gyors növekedésnek indult.

Az 1990-es évek első felében a fogyasztásihitel-növekedés a gazdasági növekedés lelassulásával párhuzamosan alábbhagyott, a legtöbb országban 5 százalék alatt maradt. Az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban kevésbé esett vissza a növekedés, átlagosan 7 százalék körül alakult. A skandináv bankválság (norvég, finn és svéd) nagymértékben visszavetette az érintett országokban a háztartási fogyasztást, illetve a fogyasztási célú eladósodást.

A recesszióból való kilábalással az állományok újból erős növekedést mutattak. A csökkenő inflációs ráták és hitelkamatok újabb lökést adtak az eladósodási folyamatnak. Inflációs környezetben a háztartások a magas kamat miatt kisebb hitelösszeghez jutnak, az adósság – jövedelem arány kisebb lesz, ráadásul ez az arány gyorsan „elinfálódik”. Ezzel ellentétben az alacsonyabb infláció a magasabb jövedelem alapú eladósodottság irányába hat. Egyrészt az alacsony nominális kamatláb nagyobb hitelösszeg felvételét teszi lehetővé, másrészt az adósság elinfálódásának mértéke sokkal alacsonyabb (Debelle [2004]). Ennek hatása elsősorban a korábbi perifériaországokban volt különösen számottevő: Ír-

<sup>90</sup> A háztartási-, és azon belül a fogyasztásihitel-piac korrekt nemzetközi összehasonlítását nagymértékben nehezíti a kategóriák, definíciók nem egységes volta, az adatharmonizáció hiánya. A hitelek definíciójával, csoportosításával, állományi vagy forgalmi adataival, a rendkívül sokféle hitel kamataival, adókedvezménnyel, a hitelnyújtó intézmények típusával, a háztartások definíciójával és az eltérő statisztikai adatszolgáltatásokkal kapcsolatos problémákról lásd Guardia [2002].



szágban, Spanyolországban és Görögországban az 1996–2001 közötti időszak átlagos éves növekedési ütemei 14 és 33 százalékpont közöttiek. A Görögországban tapasztalt magas növekedési ütemekben az alacsony bázis is nagy szerepet játszott (Jentzsch és Riestra [2003]).

A fogyasztási hitelezés szintjében a közel azonos gazdasági fejlettség ellenére országonként jelentős eltérést tapasztalunk, mely elsősorban hitelkínálati, intézményi és kulturális különbségekre vezethető vissza.<sup>91</sup> Jellemzően a háztartási hitelekben belül a jelzáloghitelek dominanciája érvényesül, a '90-es évek óta súlyuk egyre nő. A fogyasztási hitelek szerepe a háztartások eladósodottsági szintjének tekintetében másodlagos<sup>92</sup> (V-1. táblázat). Ezért ez mind a mai napig jóval kevésbé vizsgált területe a banki szolgáltatásoknak, mint például a jelzálog- vagy a vállalati hitelezés. Az empirikus kutatók általában nem a fogyasztási hitelekre leszűkítve, hanem a teljes háztartási eladósodottságra kerestek releváns keresleti és kínálati tényezőket.<sup>93</sup>

A fogyasztási hitelek szerepe a háztartások törlesztési terhének<sup>94</sup> tekintetében már sokkal nagyobb jelentősé-

gű. Ez elsősorban a fogyasztási hitelek jóval rövidebb lejáratának köszönhető, de szerepet játszik benne a fogyasztási hitelek jellemzően magasabb kamatlába is. Az EU szintjén a háztartási hitel-állomány jelentős növekedése ellenére a törlesztési teher az 1997. évi 12 százalékról 2001-ig mindösszesen 1 százalékponttal emelkedett (Jentzsch–Riestra [2003])<sup>95</sup>. Az Egyesült Államokban az elmúlt húsz évben a törlesztési teher 11,5–14 százalék között mozgott, melyből a fogyasztási hitelezés törlesztési terhe 6-9 százalék között ingadozott, míg a jelzáloghitelezésé több mint 4 százalékról kevesebb mint 6 százalékra nőtt, jóval kisebb ingadozást mutatva. A fogyasztási hitelezés ciklikusságával<sup>96</sup> párhuzamosan a teljes törlesztési teher mértéke is ciklikusan alakul. A fogyasztási hitelek törlesztési terhe nagyobb, mint a jelzáloghiteleké, annak ellenére, hogy a fogyasztási hitelek a jelzáloghiteleknek még a harmadát sem teszik ki.

Az 1990-es évek végétől több országban (Egyesült Államok, Anglia, Dánia, Írország) megfigyelhető, hogy a háztartások jelzáloghitel-felvételével, lakásvagyonuk egy részét kivonva, gyakran folyó fogyasztásukat növelik, más hiteleket fizetnek vissza, vagy pénzügyi eszközöket vásárolnak. A fogyasztók arbitrálnak, a jelzáloghitel-fel-

### V-1. táblázat

#### A fogyasztási hitelezés súlya a GDP-hez és a háztartási hitelportfólióhoz mérve 2001-ben

	Fogyasztási hitelek a GDP-hez	Fogyasztási hitelek részesedése a teljes háztartási hitelportfólióból
Görögország	7%	35%
Magyarország*	8%	49%
Finnország	8%	24%
Hollandia	8%	9%
Írország	10%	24%
Belgium	10%	26%
Németország	11%	15%
Franciaország	12%	32%
Olaszország	14%	63%
Portugália	15%	22%
Dánia	15%	17%
Svédország	16%	31%
Ausztria	16%	40%
Egyesült Királyság	16%	22%
Spanyolország	18%	37%
Egyesült Államok	20%	30%

\*2003-as adat.

Forrás: IMF, Jentzsch–Riestra [2003] 2001-es adatok, EKB, Eurostat, MNB.

Megjegyzés: a táblázat a nem lakáscélú háztartási hiteleket tartalmazza, mely nem tisztán fogyasztási hitel-kategória, tartalmazza az értékpapír-vásárlási hiteleket is, de ez utóbbi aránya a fenti országok nagy részében nem olyan jelentős.

<sup>91</sup> Például életmódbeli különbségek: Olaszországban a diákok jellemzően a szüleikkel laknak, ami kisebb költséget és így kisebb finanszírozási igényt jelent, ellentétben sok más nyugati országgal, ahol a diákok többsége külön háztartásban él.

<sup>92</sup> A háztartások eladósodottságáról nemzetközi összehasonlítást, a Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2004. júniusi szám, 46. oldalán található.

<sup>93</sup> A különböző empirikus kutatások összefoglalására lásd Crook [2003].

<sup>94</sup> Törlesztési teher: hiteltörlesztési kötelezettség (tőke plusz kamat) az adott időszakban rendelkezésre álló jövedelem arányában.

<sup>95</sup> A háztartások törlesztési terhében is jelentős különbségeket tapasztalunk az egyes országok között: Hollandiában, Németországban és Portugáliában a legmagasabb (17–22 százalék), míg Olaszországban relatíve alacsony (6-7százalék). (Del Rio [2003], idézi Jentzsch–Riestra [2003] 2001-es adatok.)

<sup>96</sup> A fogyasztási hitelezés és a tartós fogyasztási kiadások erősen korrelálnak. Ezért a fogyasztási hitelezés erősen ciklikus, csökken recesszió idején, és dinamikus nő a gazdasági expanzió beindulásával párhuzamosan, azaz a fogyasztási hiteleket kevésbé használják a nehéz idők átvészelésére (Maki [2000]).

vételük (likviddé tett lakásvagyon) kiszorítja a klasszikus fogyasztásihitel-termékek egy részét. Az Egyesült Államokban a jelzáloghitelek újrafinanszírozása, kicserélése 2001-ben már rendkívüli mértékeket öltött (refinanszírozási felfutás).

A jelzáloghitelek kicserélése kétféle módon növelheti a háztartások vásárlóerejét. Egyrészt a növekvő lakásárak következtében – változatlan hitel/hitelbiztosítási érték mellett – lehetővé váló hitelfelvételi többlet azonnali készpénzhez juttatja a háztartásokat. Másrészt, ha az új jelzáloghitel kamata alacsonyabb, mint a régié, mely lecserelésre került, akkor azonos hitelösszeg mellett is növekszik a rendelkezésre álló jövedelem a kisebb mértékű kamatfizetés miatt (Deep-Domanski [2002]). Sok európai országban – az Egyesült Államokkal ellentétben – az előtörlesztés tiltott, illetve jelentős költségekkel nehezítik, mely az európai háztartások kisebb pénzügyi rugalmasságát eredményezi.

A fejlett országok tapasztalatai alapján a növekvő háztartási – azon belül fogyasztási – hitelezés fontos makrogazdasági következményekkel járhat:

- A megtakarítási ráták jelentős csökkenése.
- Az alacsonyabb likviditáskorlát mellett a fogyasztási hitelek használatával a lakosság jobban képes simítani a fogyasztását, így az aggregált fogyasztás ellenállóbbá válhat az átmeneti reálgazdasági sokkokkal szemben, mely összességében egy magasabb háztartási jóléthez és kisebb reálgazdasági kilengésekhez vezethet.
- A finanszírozási módok felerősíthetik az előző makrogazdasági hatást. A lakástulajdon (vagyon) egyre inkább tekinthető a likviditás forrásának, hozzájárulva a háztartások fogyasztásának simításához.
- A fogyasztási hitelek törlesztési terhe sok országban jelentékeny. Az eladósodottság magas szintje akkor válik kockázatosná, ha az a törlesztési terhelés jelentős növekedésével párosul. Ebben az esetben egy tartósan negatív hatású makrogazdasági fejlemény esetén (kamatemelési periódus, munkanélküliség, lakásárak esése, illetve ezekre vonatkozó várakozások) a jövedelemhez képest megugró törlesztési terhelés felerősítheti a fogyasztás visszaesését. Ezt tovább fokozhatja a hitelezési veszteségek hatására túlzottan szigorúvá váló hitelkínálat. A hitelkorlátos háztartások számának hirtelen megnövekedése a fogyasztás visszaeséséhez vezet.
- A fogyasztásihitel-állomány és a pénzügyi megtakarítások, azon belül is a hosszú lejáratú megtakarítások (nyugdíj-, egészség-, unit-linked biztosítások) párhuzamosan növekedhetnek.

## V. 1. 1. 2. Struktúra és szabályozás

### *Egyes intézménytípusok szerepe*

A fogyasztási hitelezésben az alábbi intézménytípusok jelenhetnek meg:

- bankok,
- takarékszövetkezetek,
- specializált pénzügyi intézmények (pénzügyi vállalkozások),
- nem pénzügyi vállalatok (pl. nagyobb kiskereskedelmi cégek),
- speciális állami intézmények,
- intézményi befektetők (értékpapírosításon keresztül).

Az előbb felsorolt intézménytípusok az egyes országokban eltérő szerepet játszanak, általában a hitelintézetek (ezen belül a kereskedelmi bankok) és a pénzügyi vállalkozások a dominánsak, a többi típus kisebb jelentőséggel bír. Az Európai Unióban a fogyasztásihitel-piacot a bankok dominanciája jellemzi. Németországban és több kisebb tagállamban a hitelintézetek szolgáltatják a hitelek döntő részét. Az Egyesült Királyságban – az utóbbi évtizedben tapasztalható piaci részesedésvesztés ellenére – még mindig a hitelintézetek nyújtják a fogyasztási hitelek közel háromnegyedét. Franciaországban korábban a specializált pénzügyi intézmények és a hitelintézetek fele-fele arányban részesültek a fogyasztásihitel-piacból, de a bankok és takarékszövetkezetek intenzív erőfeszítéseinek, kiterjedtebb elosztási hálózatának, információs előnyének és alacsonyabb forrásköltségének köszönhetően piaci részesedésük az elmúlt években jelentősen emelkedett. Olaszországban a hitelintézetek aránya mindössze 50 százalék körüli (Guardia [2002]).

Az egyesült államokbeli intézményi struktúra az európai-tól jelentősen eltér, a hitelintézetek piaci részaránya 1990 óta jelentősen csökkent, a 2000-es években mindössze 40 százalék körül alakult. Az Egyesült Államokban a pénzügyi rendszer sokáig szétdarabolt volt, a befektetési és kereskedelmi bankok közti éles határvonal miatt a bankoknak erős motivációjuk volt az eszközök, köztük a fogyasztási hitelek értékpapírosítására. Az értékpapírosítás különösen a hitelkártyapiacra jellemző. Ma már a hitelek körülbelül 30 százaléka értékpapírosított poolokban található. Ez közrejátszott az amerikai fogyasztásihitel-piac nagyon gyors növekedésében. Más országokban nem találunk ilyen nagymértékű értékpapírosítást. Az európai or-

szágok között Franciaországban az egyik legelterjedtebb ez a finanszírozási típus, azonban az összhitelállományuk alig 5 százalékát adja. A GMU létrehozásának, valamint a tőkepiacok fejlesztésére tett erőfeszítések a következtében Európában is a hitelek, ezen belül a fogyasztási hitelek értékpapirosításának növekedése, így a bankok piaci részarányának csökkenése várható.

### *Szegmentált piacok*

Európában a bankközi és a „wholesale” piacok sokkal integráltabbak, mint a tágra értelmezett, a kis- és középvállalatokat is magában foglaló háztartási (retail) piac, mely nemzeti piacok szerint még ma is szegmentált. A bankrendszerekben jelenleg is még a nemzeti bajnok modell<sup>97</sup> a domináns (FSAP [2004]). A Monetáris Unió egységesítő hatása, a szabályozási törekvések ellenére (részletesebben lásd Európai szabályozás), a piaci reakciók mindeddig gyengének bizonyultak, a határon átnyúló fogyasztási hitelezés elhanyagolható (Kleimeier at al. [2001]). A wholesale piacokkal összehasonlítva sokkal több tényező nehezíti a határon átnyúló háztartási szolgáltatások nyújtását:

- a piac természetes sajátosságai: közelség preferálása, nyelvi és kulturális eltérések, bizalmi kérdések, utánajárás költsége,
- több a jogi akadály is,
- egyes határon átnyúló retailszolgáltatások drágábbak.

Ezért az alacsonyabb árak (kamatlábak) önmagukban nem jelentenek elég ösztönzést a fogyasztó számára a határon átnyúló szolgáltatás igénybevételére.<sup>98</sup> A határon túli verseny hiánya és a nemzeti verseny alacsony foka pedig továbbra is fenntartja az árazásban tapasztalható különbségeket.

Az Európai Unióhoz képest az Egyesült Államokban kevesebb gátja van a piacok integrálódásának: például a nyelvi és kulturális különbségek nem játszanak szerepet, a szabályozás egységes elven alapul (precedensjog), továbbá az amerikai társadalom sokkal mobilabb. Mindamelllett a háztartási piacok szegmentációjának egyik fő oka, a földrajzi távolság az Egyesült Államokban is jellemző, így az alapvető retail bankszolgáltatások piaca ott is szegmentáltabb. Ugyanakkor bizonyos területeken (autós, személyi hitelek) a távoli szolgáltatók és nem banki pénzügyi intézmények erős versenye következtében az integráció erősödése tapasztalható.

### *Európai szabályozás*

Az európai szabályozás elsődlegesen az intézmények szabályozására fókuszál, és nem a pénzügyi termékek-

re. Kivételt képez ez alól a fogyasztási hitelezés. A fogyasztásihiteledirektívának és módosításainak kettős célja van, egyrészt része a pénzügyi szolgáltatásokkal kapcsolatos általános szabályozásnak, másrészt a fogyasztók érdekeit hivatott védeni. Ami a pénzügyi szolgáltatások szabályozását illeti, a fogyasztásihiteledirektíván is a fő cél a tagországok közti verseny gátjainak megszüntetése, az egységes piac megteremtése. A fogyasztói érdekvédelmet a szerződések harmonizációjával kívánják erősíteni, különös tekintettel arra, hogy a fogyasztók korrekt, könnyen érthető és összehasonlítható információt kapjanak a hitelek teljes költségéről. A hitelköltséggel kapcsolatos szabályozásnak van egy másik területe is, mely az uszorakamat tiltását szolgálja. Szintén az ügyfelek védelmét szolgálja az előtörlesztéshez való jog biztosítása.

A fenti erőfeszítések ellenére több szabályozási területet továbbra is nemzeti szinten határoznak meg, az így keletkező eltérések továbbra is gátolják a fogyasztásihiteledirektívák integrálódását. A pénzügyi szolgáltatások piacok integrációjának újabb lökést kíván adni a „Pénzügyi Szolgáltatások Akcióterve” (Financial Services Action Plan). A program célja a különböző pénzügyi szolgáltatások – köztük a fogyasztási hitelezés – nyújtásának unió területén meglévő jogi akadályainak lebontása, a határon átnyúló tranzakciók hatékonyságának javítása. Jelenleg a következő akadályok nehezítik a határon átnyúló háztartási szolgáltatások terjedését: a tagállamok eltérő fogyasztóvédelmi, szerződéskötési szabályai, egyes banki termékek tilalma, a terméktervezés kontrollja, adatvédelmi kérdések (pl.: külföldi szolgáltató számára a személyi adatok elérhetetlenek), adózási szabályok.

### **V. 1. 1. 3. Fogyasztási hitelek fajtái**

A fogyasztási hitelek többféle szempont szerint csoportosíthatók: felhasználás célja, megújíthatósága és fedezete szerint.

A felhasználás célja szerint megkülönböztethetünk meghatározott célra (konkrét vásárlásra) nyújtott, illetve szabadon felhasználható hiteleket. Régebben a meghatározott célra, áru, szolgáltatás vásárlására adott hitelek voltak jellemzőek (áruvásárlási, gépjárműhitelek), de újabban egyre nagyobb a részaránya a meghatározott cél nélküli, szabadon felhasználható hiteleknek (pl. személyi hitelek), hitelkereteknek, ami nagyban összefügg a kártyás fizetések térnyerésével (hitelkártyák).

A fogyasztási hitelek csoportosíthatók aszerint is, hogy egyszerűek vagy megújíthatóak. Az egyszerű hiteleket általában meghatározott célra nyújtják. A megújítható hitelek és hitelkeretek esetében, miután az ügyfél

<sup>97</sup> A szektorban folyó konszolidációs folyamatban először nagy nemzeti, piacmeghatározó szolgáltató(k) alakul(nak) ki.

<sup>98</sup> Azaz más piacoktól eltérően (pl.: kötvény-, devizapiac) nem működik nemzetközi arbitrázs tevékenység, azaz nem ott adósodnak el, ahol ezt a legolcsóbban megtehetnék, illetve nem ott helyezik el a betéteiket, ahol a legtöbb kamatot kapnák érte.

visszafizette, újból igénybe veheti a hitelt külön hitelbírálat nélkül; ezek az esetek többségében szabad felhasználásúak. A megújítható hitelek az Egyesült Államokban széles körben használtak, legjellegzetesebb formájuk a hitelkártyahitel, de használata Európában is gyorsan terjed.<sup>99</sup>

S végül a fogyasztási hitelek csoportosíthatók a fedezet léte szerint, így vannak fedezett és fedezetlen hitelek. Úgy definiáltuk a fogyasztási hitelt, mint a lakásmegszerzéstől eltérő bármely más vásárlást finanszírozó hitel-instrumentumot. A lakáscélú, illetve a jelzáloggal fedezett szabad felhasználású fogyasztási hitel megkülönböztetése a fogyasztói arbitrázs következtében nem könnyű. A jelzáloggal fedezett hitel gyakran sokkal olcsóbb, ezért a háztartások több országban ezeket részesítik előnyben, ebből finanszírozzák a lakásmegszerzéstől eltérő egyéb fogyasztási kiadásait, vagy akár pénzügyi befektetéseiket. Az említett fogyasztói arbitrázst az adózási szabályok is erősítik.<sup>100</sup>

A személyi hitelek speciális fajtája a diákhitel, amely a fejlett országokban komoly fejlődési potenciállal bír. A bankok számára a diákok nem jó ügyfelek, mivel általában se jövedelemmel, se felajánlható fedezettel nem rendelkeznek, így szükséges az állami szerepvállalás a diákhitelzés területén – közvetlenül vagy közvetetten –, állami garanciavállalás formájában.

Az angolszász országokban ma már jelentős piaci szegmenst képvisel a nem elsőrendű adósok, átlag alatti hitelképességű ügyfelek hitelezése, mely szintén a likviditási korlát oldódását mutatja.<sup>101</sup>

#### V. 1. 1. 4. Hitelkockázat

A fogyasztási hitelek jelentékeny hatással vannak a háztartások törlesztési terhének nagyságára. Általában a háztartások a törlesztőrészlet fizetését a fogyasztási hiteleknél előbb mondják fel, mint a lakáscélú hitelek esetében. Ezért egy esetleges negatív gazdasági sokk esetén először a fogyasztásihitel-veszteségek ugorhatnak meg. Ez a fogyasztási hitelezés mérete miatt esetenként a pénzügyi stabilitást is veszélyeztetheti.

A különböző mikroszintű adatokon végzett tanulmányok a következőket jelölték meg a hitelbukások fő okaiként:<sup>102</sup>

- jövedelemcsökkenés (munkanélkülivé válás),

- alacsony pénzügyi jártasság (pénzügyek rossz menedzselése),

- váratlan egyéni helyzetek (válás és megbetegedés).

További fontos hitelkockázatot növelő tényezők:

- a hitelkínálat mértékéből eredeztethető tényezők:

- kockázatosabb ügyfelek hitelezésének nagysága,

- adósok eladósodottsági szintje,

- megújítható fedezetlen hitelek térnyerésének mértéke;

- intézményi tényezők:

- adósok nem fizetés esetére vonatkozó konzekvenciák – társadalmi (megbélyegzés) és gazdasági szankciók – mértéke,

- az információs aszimmetria nagysága.

A felsorolt okok együtt határozzák meg, hogy egy-egy országra vagy régióra milyen hitelkockázati szint jellemző.

A legkockázatosabb ügyfelek sokkal érzékenyebbek a makrogazdasági kondíciókra, így a tőlük származó bevételek volatilitása is sokkal nagyobb (Nayda-Perli [2003]).

Az egyes adósok eladósodottsági szintje jelentős befolyással van a kockázatokra. Az éves fizetés arányában relatíve kisebb összegű fogyasztási hitelek esetében a bankok alacsony kamatot számítanak fel, míg a nagyobb összegű hitelek esetében egyre magasabbat, a hitelbukási valószínűség emelkedése miatt. Egy bizonyos határ fölött pedig már semmilyen kamat mellett sem hiteleznek. A kamatemelés, illetve a további hitelösszeg megtagadásának limitjei a háztartások különböző kockázati csoportjai esetében eltérőek (Chatterjee et al [2002]).

A szektorban általánosan elfogadott nézet, hogy az adósok először a fedezetlen hiteleiket mondják fel és csak ezt követően kerül sor a fedezett hitelek nem teljesítésére. Ennek empirikus igazolására is találunk példát (Cox et al [2004]). A fedezetlen fogyasztási hitelek kockázata a legnagyobb. Az Egyesült Államokban a kártya-

<sup>99</sup> Az utóbbi évtizedben az európai fogyasztásihitel-piacon is a kártyahitelek térnyerése tapasztalható. Németország az egyedüli, ahol a trend nem érvényesül (Guardia [2002]).

<sup>100</sup> Például sok országban, teljes mértékben levonhatóak a lakáscélú hitelek kamatkidásai a személyi jövedelemadókból: Görögország, Olaszország, Japán, Hollandia, Portugália, Svájc, Egyesült Államok (DeBelle [2002]), míg a fogyasztási hiteleket nem preferálják pozitívan a kormányzatok. Egyedül Hollandiában számít adócsökkentő tételnek – bizonyos feltételekkel – a fogyasztási hitel kamatkidása. (Guardia [2002])

<sup>101</sup> A kockázatosabb ügyfelek hitelezése természetesen magas kamatok mellett lehetséges, ez a szegmens rendkívül érzékeny a makrogazdasági sokkokra. A nem elsőrendű adósok hitelezése fejlett az angolszász országokban, felfutásuk az utóbbi évtizedhez köthető, míg Európában a szigorúbb fogyasztóvédelmi szabályok, a túl magas kamat tilalma miatt nem számottevő.

<sup>102</sup> Jentzsch – Riestra [2003] a következő országokra végzett tanulmányok összegzése: USA, Ausztria, Belgium, Franciaország és Spanyolország; valamint Chatterjee et al [2002] az USA-ra végzett felmérése alapján.

hitelek éves veszteségrátája (nettó értékvesztés) 4-5 százalék körüli, míg a fedezetteké ennél jóval alacsonyabb.

Tökéletlen piacokon hatékony lehet a csődkérelem lehetőségének megadása az adósok számára, mely elősegítheti a háztartások fogyasztásának simítását.<sup>103</sup> Ugyanakkor az adósok számára az enyhe következményekkel járó nem fizetés csökkentheti az adósok erőfeszítéseit a törlesztéssel kapcsolatban (növeli a nem fizetés arányát), és a hitelezőket nagyobb óvatosságra kényszerítheti a hitelkínálatban (kisebb hitelösszeg, magasabb marzs), így a jóléti hatása nem egyértelmű.

Az adós és hitelező jobb informálódását segítő intézmények fontos hatással vannak a hitelpiacok működésére.

A hiteltanácsadás intézménye legjobban az Egyesült Államokban van bejárta, növelve az ügyfelek pénzügyi képzettségét, tudatosságát. Egyrészt az adósok számára költségvetési tanácsadást nyújtanak, másrészt többéves tartozásmenedzselési programot dolgoznak ki (csődkérelemhez szükséges), melyért az adós díjat fizet, de a hitelező is hozzájárul a költségekhez.<sup>104</sup>

A hitelinformációs rendszerek működése a hitelfelvevők jellemzőinek jobb ismeretén keresztül csökkenti az információs aszimmetriát, lehetővé téve az ügyfelek kockázatoságának jobb előrejelzését. Csökkenti a bankok információszerzéssel kapcsolatos költségeit, növeli a bankok közötti versenyt. Növeli a fizetési fegyelmet, meggátolja, hogy a nem fizető adós más bankoktól további hitelt vegyen fel.<sup>105</sup> Azokban az országokban, ahol a hitelezők megosztják egymással az információkat, ott nagyobb a hitelezés és kisebb a hitelkockázat (Jappelli és Pagano [2002]). Európában hagyományosan erős a magánélet titkosságához való jog, a hitelinformációs rendszerek szegmentáltak, mely gátolja az egységes piac kialakulását. Európával ellentétben, az Egyesült Államokban az adatvédelemmel kapcsolatos szabályozás sokkal kevésbé szigorú, és nagyon fejlett, hatékony hitelinformációs ipar működik.

## V. 1. 2. HAZAI FOLYAMATOK

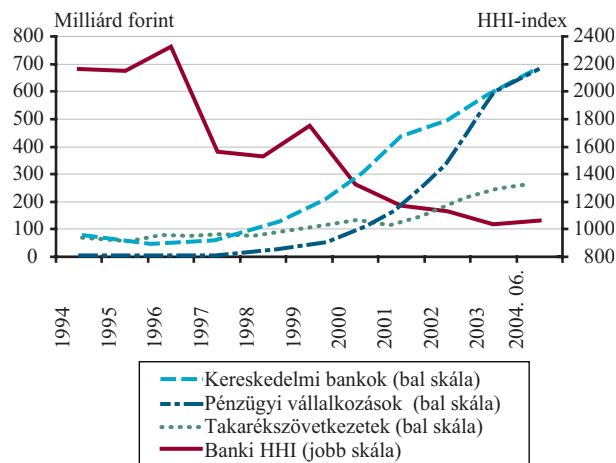
### V. 1. 2. 1. Transzformációs válság, új piac születése

Magyarországon az 1990-es évek első felében a háztartási hitelezés a transzformációs válság következtében jelentősen visszaesett. A hitelállomány reálértéke jelentősen csökkent. Ebben valószínűleg mind a keresleti, mind a kínálati tényezők egyaránt fontos szerepet játszottak. A pénzügyi intézmények<sup>106</sup> fennálló állománya-

nak nagy részét (70 százalék) még a rendszerváltást megelőzően folyósított lakáshitelek tették ki. A hitelkereslet a nagymértékű gazdasági hanyatlás miatt jelentősen visszaesett. A hitelintézetek nem tekintették célpiacnak a háztartásokat, gyakorlatilag nem rendelkeztek háztartási hitel-termékekkel. A háztartási hitelezésre szakosodott pénzügyi vállalkozások pedig nem léteztek. A meglévő termékpaleták is szerénynek volt mondható, csak szigorú feltételek mellett folyósítottak új hiteleket. A '90-es évek első felének háztartási fogyasztásának és megtakarításának alakulását vizsgáló tanulmányok mind a likviditási korlát jelentőségét hangsúlyozták (Zsoldos [1997], Menczel [2000]).

V-1. ábra

### Egyes pénzügyi intézménytípusok fogyasztási hitel-állománya, illetve a banki fogyasztási hitelek HHI-mutatója



Megjegyzés: HHI: Herfindhal-Hirschman koncentrációs mutató.

Az 1990-es évek második felében, a gazdaság megszállásával, a lakosság jövedelmi kilátásai javultak, a korábban elhalasztott fogyasztói kiadások miatt egyfajta fogyasztói türelmetlenség alakult ki, mely jelentős túlkeresletet eredményezett (Árvai-Tóth [2000]). Valószínűleg a likviditási korlát, mely továbbra is jelentős méreteket öltött, azaz a kínálati oldal merevsége vált a háztartási eladósodás növekedésének legfőbb gátjává. Az említett szerzőpáros a likviditási korlátok oldódását, s ezáltal a háztartások eladósodottsági szintjének fokozatos növekedését jelezte előre.

A hitelkínálat megkésve, 1998-tól reagált a háztartások javuló hitelképességére, ettől kezdve azonban rendkívül dinamikus növekvő fogyasztói hitelezést tapasztalunk mind a banki, mind a nem banki szereplők részéről (V-1. ábra). A piacépítés dinamizmusa a szakértők és a piaci szereplők jó részét is meglepte. A lakáscélú hitelek

<sup>103</sup>A csődkérelem segítségével az ügyfelek gyakorlatilag részleges vagy teljes vagyontörlesztés mellett vehetnek fel fedezetlen hiteleket. Az Egyesült Államokban államonként eltér a csőd elleni biztonságot élvező vagyontárgyak köre és mértéke. A csődkérelem intézménye permanens egyedi jövedelmi sokkokkal (például betegség) szemben részben védi a háztartásokat (White [2003], Grant [2003]).

<sup>104</sup>A hiteltanácsadás intézményéről részletesebben lásd: Furletti [2003].

<sup>105</sup>A hitelinformációs rendszerekről részletesebben lásd: Árvai-Dávid-Vincze [2002].

<sup>106</sup>Pénzügyi intézmények: bank, szakosított, illetve szövetkezeti hitelintézet, valamint pénzügyi vállalkozás.

piaca még később, csak 2001-ben mozdult meg, az új kormányzati lakástámogatási rendszer hatására. A gyors háztartási eladósodás a megtakarítási ráta hanyatlásával járt együtt.

A hitelintézetek viszonylag lassúnak tűnő reakciója mögött több tényező állhatott. Egyrészt, a háztartási hitelezés piacán a belépési korlátok jelentősek, nagy eszköz-igényű területeket (fiókhálózat, IT-rendszer stb.), sajátos know-how-t igényelnek, mellyel a bankok többsége nem rendelkezett, és ezek kiépítése meglehetősen idő- és költségigényes. Másrészt, amíg a nagyvállalati üzletág magas jövedelmezőséggel működött, addig a bankok nem voltak arra ösztönözve, hogy erre a magas tőkeigényű, kockázatosabb piaci területre lépjenek. Az utóbbi tényező szerepe jelentősen lecsökkent a nagyvállalati piac telítődésével, az ott elérhető jövedelmezőség csökkenésével. A beruházások létrejöttével, a megtérülés érdekében a bankokra volumennövelési kényszer nehezedik, mely a kínálati verseny gyors erősödését hozta magával. Azóta a fogyasztási hitelezés területén a szereplők hitelezési hajlandósága töretlenül növekszik, a hitelképességi standardjaik és hitelezési feltételeik pedig enyhülnek, mely a likviditási korlát további enyhülését mutatja.<sup>107</sup>

Magyarországon a csökkenő infláció és piaci hozamok nem nagyon játszottak szerepet a hitelállomány növekedésben. A forint fogyasztási hitelek kamata, hitelköltsége évek óta nem csökkent. A mérséklődő kamatok állománynövelő hatása csak sajátos, a felzárkózó országokra jellemző módon, a devizahitelezésen keresztül jelenik meg.<sup>108</sup> A devizaalapú termékekkel is rendelkező hitel-szegmensekben, a jelentős kamatkülönbözet miatt, a nagyobb kockázatok ellenére, a folyósítások oroszlanrésze devizaalapú konstrukcióban történik (sokkal nagyobb hitelösszeget engednek meg a devizaalapú konstrukciók).

1998-tól a fogyasztási hitelek állománya – igaz nagyon alacsony bázisról – három év alatt közel megkétszereződött. Ennek következtében a pénzügyi intézmények mérlegében átmenetileg a fogyasztási hitelek képezték a háztartási hitelportfólió döntő részét, 70 százalékát. 2002-től a rendkívüli bővülési ütem – elsősorban a kereskedelmi bankoknál – valamelyest csökkent. Az ütemcsökkenés hátterében részben az államilag támogatott lakáscélú hitelek kiszorítási hatása állt. Az adósok egy része arbitrált, az előnyös feltételekkel nyújtott, államilag támogatott lakáshiteleket folyó fogyasztásuk finanszírozására is felhasználták.<sup>109</sup> A lakáshitel felfutása következtében a banki fogyasztási hitelek aránya a háztartási hitelportfólión belül 50 százalékra csökkent, mely

az európai országok többségéhez képest még mindig magasnak tekinthető. 2004-től a kormányzati lakástámogatási rendszer szigorításának következtében a korábbi kiszorító hatás gyengébbé vált. A lakásépítések erőteljes növekedése pedig bizonyos húzóhatással jár. A fogyasztási hitelek növekedési dinamikája 2004-ben is magas (30 százalék körüli), azonban nem állt vissza a lakáshitelezést megelőző nagyon magas szintre, melynek hátterében valószínűleg a piac érettebbé válása áll (bázishatás), de a romló jövedelemvárakozások is szerepet játszanak benne.

A piaci mechanizmusok létrehozta egy ma már nemzetközi viszonylatban relatíve fejlettnak tekinthető fogyasztásihitel-piacot. A hazai fogyasztási hitelezés gazdasági súlya már elérte a nagyon heterogén fejlett országok alsó mezőnyét (V-1. táblázat). Ezért az elkövetkező időszakot már kevésbé lehet felzárkózási folyamatnak tekinteni. A nemzetközi összehasonlítás leginkább intézményi és kulturális tényezőkkel magyarázza a fejlett országok közötti eltérést a fogyasztási hitelezés területén.

Az 1998–2004-es időszak átlagos évi 45 százalékos növekedést mutató fogyasztási célú eladósodása a felzárkózó országok sajátossága, a fejlett országok növekedési ütemével nem összevethető. A „rég” európai uniós tagok közül egyedül a görög (évi 35 százalék) növekedési ütem közelítette meg a hazait.<sup>110</sup> Az alábbiakban felsorolt magyar sajátosságok, valamint a gyors fogyasztásihitel-felfutást mutató európai országok tapasztalatai alapján a növekedés léptéke, kedvező gazdasági körülmények között, akár tartósan 20 százalék körül alakulhat.

- Egyre versenyzőbbé váló piac miatt tovább oldódó likviditási korlát,
- hosszú távú pozitív jövedelemvárakozások és kulturális tényezők (valószínűleg a még továbbra is meglévő fogyasztói türelmetlenség),
- a hitelköltség várható csökkenése, mely egyrészt a forintalapú részpiacokon az árverseny erősödése, másrészt a termékek között a devizaalapúak terjedése táplálhat.

A háztartások adósságterhét rövidebb lejáratuk és magasabb hitelköltségük miatt a fogyasztási hitelek dominálják. A fogyasztási hitelek kamatterhe gyors növekedést mutatott: az 1998-as 0,7 százalékról 2004 első félévére megközelítőleg 3 százalékra emelkedett, mely a teljes kamatterhek közel 70 százaléka.

<sup>107</sup> A MNB két éve bevezetett Hitelezési felmérése, mely elsősorban a banki hitelkínálat kvalitatív megismerésére irányul, is ezt támasztja alá.

<sup>108</sup> Felzárkózó országokra pozitív kockázati felár a jellemző, mely mind a rövid, mind a hosszú hitelkamatoknál különbséget okoz a hazai és a külföldi kamatok között. A kockázatok ellenére a hitelköltségben fennálló különbségek sok esetben a devizahitelezés felfutását okozzák.

<sup>109</sup> A használt lakásokra felvett hitelek mintegy 15–30 százalékát a háztartások a fogyasztás finanszírozására fordították. Jelentés az infláció alakulásáról 2004. február, 91. o.

<sup>110</sup> 1991–2001-es időszakban (Jentsch és Riestra [2003]).

### V. 1. 2. 2. Struktúra kialakulása

A strukturális tényezők tekintetében is jelentős fejlődést tapasztaltunk a vizsgált időszakban. A rendszerváltáskor háztartási hitel-termékekkel, az induló piaci struktúra<sup>111</sup> következtében, csak egy-két bank és a takarékszövetkezeti szektor rendelkezett. Háztartási hitelezésre szakosodott pénzügyi vállalkozások pedig nem léteztek. A '90-es évek közepétől megjelentek a fogyasztási hitelezésre specializálódott kisebb bankok, pénzügyi vállalkozások, illetve a nagyobb bankok is nyitni kezdtek ezen a piacon, ezzel párhuzamosan a takarékszövetkezetek gyors piacirészesedés-vesztést szenvedtek el. A nem banki hitelezők meghatározó része banki hátterű. Ennek fontos rendszerkockázati következménye van, konszolidáltan a bankok részesedése a teljes fogyasztási hitel-piacból folyamatosan növekszik, jelenleg megközelítőleg 75 százalékos.<sup>112</sup> A bankok részben szabályozási arbitrázs miatt hiteleznek pénzügyi vállalkozásaikon keresztül, melyek nagyobb ütemű növekedést produkáltak, mint a banki hitelezés.

A fogyasztási hitelezés területén a piaci szereplők száma növekedett, súlyuk valamivel egyenletesebbé vált, melyet jól tükröz a banki Herfindhal-Hirschman (HHI) koncentrációs mutató folyamatos csökkenése. Azonban a HHI-index szintje a verseny erősségére vonatkozóan félrevezető, jelenlegi 1000 körüli mutató elvileg már erős versenyállapotot jelez (V-1. ábra). A fogyasztási hitel-típusok azonban termékjellemzőik (felhasználási cél, kockázat stb.) alapján meglehetősen heterogének, a hitelet-típusok közötti helyettesítési hatás valószínűleg ma még nem túl erős. Az egyes részpiacokon csak két-három jelentősebb szereplő tevékenykedik, ezért a HHI-index magas értéket mutat. Egyedül a gépjármű-finanszírozás területén találunk nagyobb számban – elsősorban nem banki – szereplőket.

#### V-2. táblázat

#### A HHI-index egyes banki részpiacokra

(2004. június)

Szabad felhasználású, ingatlanl fedezett hitelek	1180
Folyószámlahitelek	2196
Személyi hitelek	2434
Áruhitel	3877

A fentiek alapján a fogyasztási és egyéb hitelek piacán – a gépjármű-finanszírozás kivételével – valószínűsíthetően a bankok kevésbé versenyzői magatartást folytatnak. Móré-Nagy [2004] a 2001–2003-as időszakra vonatkozó empirikus vizsgálata azt találta, hogy a hazai fogyasztási hitel-piac esetén a bankok bizonyos monopolista viselkedést mutatnak az árazásban. Az erős piaci erő várhatóan az elkövetkező időszakban csökkenni fog,

egyrészt a verseny erősödésével, a piaci szereplők számának további növekedésével, másrészt a hitelfelvevők pénzügyi kultúrájának fejlődésével (például: árérzékenyebbé válnak, jobban utána járnak a különböző hitelfelvételi lehetőségeknek stb.). A bankok közötti verseny azonban a nem árjellegű feltételekben is megmutatkozik. Több jel mutat arra, hogy bizonyos termékeknél a hitelkereslet alacsony árérzékenysége (magas fogyasztási hitelmarzs) miatt, a kínálati oldal versenyében a nem árjellegű tényezők fontos szerepet játszanak, mint például a folyósításhoz szükséges dokumentumok mennyisége, a folyósítás gyorsasága, a különböző marketingcsatornák használata nem elhanyagolható ezeken a piacokon.

A fogyasztási hitelezés területén a határon átnyúló szolgáltatások nyújtása gyakorlatilag nem létezik, a nyugat-európai tapasztalatokat látva a jövőben sem számítunk ennek gyors ütemű növekedésére.

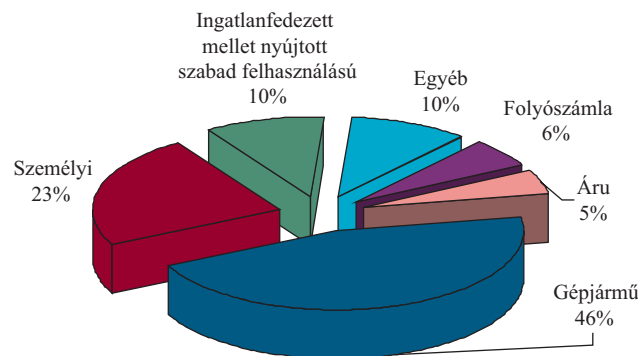
### V. 1. 2. 3. Hazai hitel típusok

A nemzetközi tendenciáktól némileg elmaradva, Magyarországon a meghatározott célra nyújtott hitelek (autó, áru) még 51 százalékos részesedéssel rendelkeznek. Az elmúlt években a korszerűbb, szabadon felhasználható hitelek részaránya növekedésnek indult.

#### V-2. ábra

#### A pénzügyi intézmények fogyasztási hitel-portfóliójának megoszlása

(2004. június)



Megjegyzés: a pénzügyi intézményeken belül a pénzügyi vállalkozások fogyasztási hiteleinek megoszlása becslésen alapul.

A megújítható hitelek közé a folyószámlahitelek, valamint az egyéb hitelek (hitel- és vásárlási kártyák) egy része tartozik. A teljes portfólióból való részesedésük alacsony, a 10 százalékot nem haladja meg. A meghatározó kereskedelmi bankok nagy része csak 1-2 éve rendelkezik hitelkártyával. Az alacsonyabb arány mögött egy-

<sup>111</sup> A kelet-európai országok többségében, Magyarországon is, a tervgazdaság idején a jegybanki és kereskedelmi banki funkciót is ellátó monobank mellett működött egy lakossági betétgyűjtésre specializálódott intézmény (takarékpénztár), mely jelentős helyzeti előnnyel indult a rendszerváltáskor.

<sup>112</sup> Saját becslés.

részt a hazai bankok eddig relatíve kockázatkerülő viselkedése (ezek a hitelek kockázatosabbak), másrészt a hazai vásárlási szokások (relatíve kevés a kártyás fizetés) állhatnak.<sup>113</sup> Az angolszász (amerikai, angol)<sup>114</sup>, illetve egyes kontinentális európai országok tapasztalatai alapján a megújítható hitelek térnyerése és azon belül a kártyás fizetés terjedésével a hitel- és vásárlási kártyák arányának növekedése várható.

A fedezett hitelek alatt csak a tárgyi fedezetűeket értjük, ezek közé tartoznak az autó-, a zálog- és az ingatlanfedezet mellett nyújtott szabad felhasználású hitelek. Az áruhitelt nem soroljuk ezek közé, mert a vásárolt áru elvileg szolgálhatna hitelfedezetül, de a gyakorlatban a bankok ezt a fedezetet nem tudják érvényesíteni.<sup>115</sup> Az egyéb fedezetekkel (például kezes) rendelkező hitelek állományának nagyságáról pedig nem rendelkezünk statisztikai információval, ezért ezektől eltekintünk. A fedezett hitelek a portfóliónak magas, megközelítően 57 százalékát adják. A fedezett hitelek piacának érettebbé válása és a verseny növekedése (nagyobb kockázatvállalás) miatt a fedezetlen hitelek (folyószámla, és kártya-hitel) növekedése várható.

A devizaalapú hitelezés kezdetben az autóhiteleknel jelentkezett, azonban ma már más hiteltípusoknál (személyi hitel, szabad felhasználású, ingatlanfedezett hitel) is egyre gyakoribbá válik. 2004 első félévében megközelítőleg 40 százalékos volt a devizahitelek aránya a pénzügyi intézmények fogyasztási hitelein belül. Jellemzőjük, hogy a deviza- és kamatkockázatot a hitelnyújtók teljesen áthárítják a hitelfelvevőkre.

A fogyasztási hitelek termépalettája ma már meglehetősen széles, azonban a hitelinstrumentumok közötti állományi arányok még tradicionális, kockázatkerülő hitelezési képet mutatnak. Várhatóan elsősorban a hitelintézetek egyre jobban, a nemzetközi tendenciákhoz hasonlóan, a jó növekedési potenciállal rendelkező megújítható, illetve fedezetlen hitelek (személyi, folyószámla- és kártyahitel) felé fordulnak, melyet az anyabanki tapasztalatok is felerősíthetnek. Az elmúlt 1-2 évben ilyen irányú üzletpolitikai változást tapasztalunk.

#### V. 1. 2. 4. Hitelkockázat

A szakirodalom szerint prociklikus hitelezés esetén egy erős növekedési szakaszt, negatív sokk hatására megugró hitelezési veszteségek miatt, nagyarányú hitelviszafogás követheti. A veszteségek főleg abban az esetben jelentősek, ha a növekedés döntően kínálati indíttatású, vagyis a hitelezési hajlandóság növekedése, a hitelképességi standardok és hitelezési feltételek enyhülése okozza, míg a potenciális hitelfelvevők hitelképessége nem

nagyon változik (Keeton [1999]). Magyarországon a potenciális hitelfelvevők hitelképessége 1996-tól javuló tendenciát mutat, erős túlkereslet alakult ki. 1998-at megelőzően a hitelezési hajlandóság nagyon alacsony volt, a hitelképességi standardok és hitelezési feltételek nagyon szigorúak voltak. 1998-tól a kínálat bár gyorsan alkalmazkodott a kereslethez, a prociklikus hatás eddig nem volt olyan jelentős. Annak ellenére, hogy az alábbiakban felsorolt okok a fejlett országoknál magasabb hitelezési veszteségek irányába hatnak, a banki adatok relatíve alacsony hitelezési veszteségeket mutatnak, a hitelmarzsok eddig bőven fedezték ezeket a kockázatokat.

- A tapasztalatok hiánya mind az adósok, mind a hitelezők részéről, az adósok alacsony pénzügyi kultúrája (és az ebből következő rossz pénzügyi menedzselés) magasabb veszteségeket valószínűsít, mint a fejlett országokban.
- A váratlan egyéni helyzetek társadalmi gyakorisága (válás, megbetegedés) sok országnál gyakoribb Magyarországon.
- A hazai háztartások kamat- és törlesztőterhe alacsonyabb, de a jövedelem arányában a kiadások nagyobb százaléka tekinthető fixnek (lakhatás, étkezés stb.), mely kevesebb teret ad a hiteltörlesztésnek.
- A pénzügyi megtakarítások szintje alacsony<sup>116</sup>, illetve sok adós egyáltalán nem rendelkezik pénzügyi megtakarítással. A megtakarítások nélküli adósok aránya az áruvásárlási hiteleknel és a személyi kölcsönöknel a legmagasabb. Ráadásul ezeknél a termékeknel magasabb az alacsonyabb jövedelmi, vagyoni helyzetű, illetve jövedelemkilitású adósok aránya, akik leginkább kitettek egy negatív makrogazdasági változásnak.
- A növekvő eladósodással, a piacok érettebbé válásával a pénzügyi intézmények általános makrogazdasági helyzetre való érzékenysége növekvő.
- A nem fizető adósok társadalmi szankciója (megbélyegzési hatás) nem túl szigorú, a gazdasági szankciók mértéke jelentősebb.

• Az információs aszimmetria problémáját enyhíti a negatív listás adós-nyilvántartási rendszer (BAR), egy pozitív listás rendszer azonban sokat segíthetne az ügyfelek hitelképességének pontosabb megítélésében, melynek hatása az ügyfelek számára a kedvezőbb árazásban és a magasabb volumenekben jelenne meg.

• Külön kockázatot jelent a devizaalapú hitelek felfutása. Az aktuális árfolyamrendszerben az árfolyam alaku-

<sup>113</sup> A kockázatokat növeli például a hitel többszöri igénybevétele külön hitelbírálat nélkül, hitelkártya esetén folyószámla nélküli hitelezés stb.

<sup>114</sup> Az USA-ban a teljes fogyasztási portfólió 35-40 százalékát adják a megújítható hitelek, jelentős részük kártyahitel.

<sup>115</sup> Egyrészt a vásárolt áru használatbavétel után gyakran már csak töredékét éri (pl.: beépített konyhabútor), másrészt könnyen „elveszhet, eltűnhet stb.”

<sup>116</sup> Ezért a hitel/pénzügyi megtakarítások aránya relatíve magas, értéke meghaladja jó néhány fejlett ország értékét. Részletesebben lásd Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2004. június, 47. o.



lása előre nem látható, a bankok általában rövid távú finanszírozási forrást használnak, melynek következtében a kamatvolatilitás is magasabb. Az indirekt hitelezési kockázat már ma sem elhanyagolható. Jelentős devizaalapú hitelállományok felépülése esetén pedig a szektor sebezhetőbbé válik külső sokkoknak, melyet a fedezetek nagyfokú homogenitásuk miatt csak kisebb mértékben képesek enyhíteni.

Amennyiben a hitelnyújtási feltételek enyhítési folyamata a jövőben is folytatódik, fennáll a veszélye, hogy az állománynövekedés egyre inkább kínálati indíttatásúvá válik. A jövőben a piacok érettebbé válásával, a devizahitelezés további növekedésével a kockázatok növekedhetnek.

### V. 1. 2. 5. Likviditási korlát vizsgálata megtakarítási és eladósodási oldalról<sup>117</sup>

A hazai lakosság megtakarítási és a fogyasztási célú eladósodásának jellemzőin keresztül vizsgáljuk a likviditási korlát jelenségét. A megtakarítások esetében elsősorban a különböző megtakarítási célokra koncentrálnunk. A fogyasztási hitelezésnél a különböző szociológiai szempontok szerinti differenciálódást vizsgáljuk.

A magyar lakosságnak viszonylag kis része, alig 40 százaléka rendelkezik megtakarításokkal.<sup>118</sup> Ennek hátteré-

ben elsősorban az alacsony jövedelem áll, melyet a likviditási korlát is felerősíthet (hitellehetőségek hiányában a lakosság egy része minden folyó jövedelmét elkölti). A 2000–2003-as időszakra a különböző megtakarítási célokat a következők szerint csoportosítottuk: életciklus-elmélet szerinti simítás, örökhagyási és óvatossági motívum, valamint likviditási korlát. Azt találtuk, hogy ezek közül a legfontosabbnak a jövőbeli fogyasztásra irányuló megtakarítás bizonyul, mely a likviditási korlát meglétét sejteti (V-4. táblázat). Ezt követik az óvatossági megfontolások, majd az életciklus-elmélet és az örökhagyási motívum. A felmérés egyik érdekessége, hogy a vizsgált időszak alatt a különböző motívumok gyakoriságának sorrendje nem nagyon változott, meglehetősen stabil képet mutattak. Mind a megtakarítók alacsony arányából, mind a leggyakoribb megtakarítási motívumokból az következik, hogy a likviditási korlát még napjainkban is jelentős lehet.

Az eladósodás gyakorisága szoros pozitív kapcsolatot mutat a vagyoni helyzettel, az egy főre jutó nettó jövedelemmel, illetve a kedvezőbb jövedelemkilátással.<sup>119</sup> A magasabb szintű végzettség a hosszabb távú pozitív jövedelemvárakozással van kapcsolatban (jó munkakerő-piaci kilátások), mely az életciklus-elméletet támasztja alá. A magasabb státusú foglalkoztatási csoport pedig általában magasabb jövedelemmel rendelkezik (V-3. ábra).

#### V-3. táblázat

#### Megtakarítás nélküli\* adósság aránya hiteltermékeként

(százalék)

Százalékos részesedés	2002	2003	2004 I. félév
Egyéb (hitelkártyák is)	43,0	39,3	47,9
Autóvásárlási kölcsön	43,8	47,1	52,0
Folyószámla hitelkeret	45,0	51,8	53,3
Áruvásárlási kölcsön	49,2	67,2	61,7
Személyi kölcsön	65,9	69,4	65,1
Mindösszesen** MNA aránya	54,5	59,6	59,5

\*Megtakarítások alatt értjük az összes pénzügyi megtakarítási formát a készpénz és üzletrész kivételével, valamint a befektetési célú ingatlant.

\*\*Lakáshiteleket és egyéb hiteleket is tartalmazza.

Forrás: GfK.

#### V-4. táblázat

#### Megtakarítási okok és konkrét célok részesedése

Ok	Százalékos részesedés		2000	2001	2002	2003
	Megtakarítási cél		n=1722	n=1610	n=1605	n=1426
Likviditási korlát	L1 Lakásvásárlás/felújítás		15	20	22	18
	L2 Utazás/üdülés		7	5	4	5
	L3 Autó/műszaki cikkek-vásárlás		9	10	8	10
Óvatossági	L1+L2+L3		31	35	34	33
	Váratlan kiadások		24	15	19	21
Életciklus	Nyugdíjasévek/Temetés, sírkő		11	18	17	18
Örökhagyási	Gyermekek jövője		11	14	17	17
	Egyéb/nincs válasz		23	18	13	11

<sup>117</sup> A GfK Hungária „Pénzügyi adatszolgáltatás” elnevezésű felmérésének adataira támaszkodunk.

<sup>118</sup> Megtakarításokat tágan értelmezzük, a különféle pénzügyi eszközökön kívül (készpénz, üzletrész kivételével) beletartoznak a befektetési célú ingatlanok is.

<sup>119</sup> Hasonló megállapításokra jutott Árvai-Tóth [2000] szerzőpáros is.

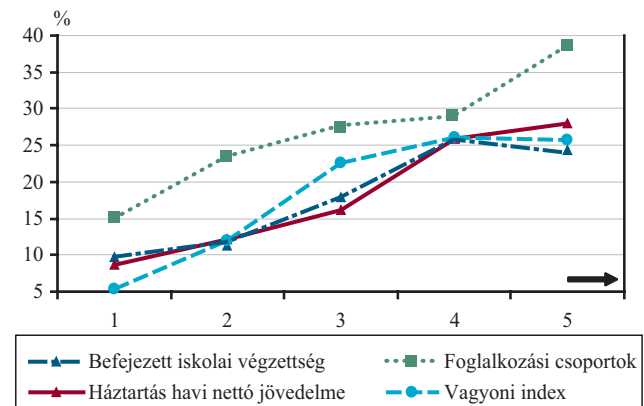
Amennyiben a lakosság egészének jövedelmi helyzete, várakozása javul, változatlan hitelkínálati feltételek mellett, az alacsonyabb jövedelműek képessé válnak a hiteltörlesztésre, így az új hitelfelvevők között nagyobb számban jelenhetnek meg, mint a már korábban is hitelképesek. A magasabb jövedelem, jövedelemkilátás, illetve vagyoni helyzet és az eladósodottság gyakorisága közötti kapcsolatban fontos szerepet játszik a hitelkínálati oldal, ugyanis a bankok szívesebben hitelezik a magasabb státusú ügyfélkört. A likviditási korlát enyhülését a V-3. ábrán szereplő görbék laposabbá válása fejezi ki.

Érdeemes az előbbi aggregált képet egyes hitelinstrumentumok szerint megbontani. A szociológiai szempontok szerinti csoportosítás és az eladósodás gyakorisága között hiteltermékenként is pozitív kapcsolatot találunk.<sup>120</sup> Azonban a kapcsolat erőssége eltér az egyes hiteltermékekénél, mely a likviditási korlát különböző erősségét sejteti. A kapcsolat erőssége alapján az egyes hiteltermékek közötti sorrend időben nem változott. A személyi és az áruvásárlási hitel esetében a különböző szociológiai csoportok között sokkal kisebb eltérést tapasztalunk a hitelek gyakoriságában, mint a gépjármű-, a folyószámla- és az egyéb hitelek esetében. Tehát a személyi és az áruvásárlási hitelekénél az alacsonyabb jövedelmű, vagyoni, illetve jövedelmi kilátású lakosokat is finanszírozzák a bankok, az instrumentumok „tömegtermékké” váltak, a likviditási korlát jelentősen oldódott ezekben a szegmensekben.

A folyószámla-, egyéb (szabad felhasználású jelzálog-, kártyahitel stb.) és főleg az autóhitelekénél erősebb a kapcsolat a jövedelmi és vagyoni helyzet és a finanszírozottság között. Az autóhitelekénél tapasztalt erős kapcsolat összhangban áll azzal a ténnyel, hogy a megkövetelt önrész – a többi hiteltermékkel ellentétben – átlá-

V-3. ábra

Háztartási hitelek penetrációja a teljes lakosság százalékában jövedelmi (vagyoni) helyzet, illetve jövedelemkilátás szerint 2004 I. félévében



Megjegyzés: A foglalkozási csoportok szegmentációja a többi kvintiltistől előően nem fedi le a teljes lakosságot, csak a foglalkoztatottak kerültek bele, hiszen az ő esetükben van értelme a foglalkozási csoportoknak. Innen származik a magasabb penetráció.

gos nominális értéke az autós hitelekénél általában magas, ezért inkább a jobb jövedelmi, vagyoni helyzetűek jutnak ehhez a hitelhez.<sup>121</sup>

2002-höz viszonyítva 2003-ban a kapcsolat erőssége jelentős zsugorodást mutatott – a személyi kölcsönök kivételével, minden más hiteltermékekénél –, mely valószínűleg a likviditási korlát oldódását mutatja. 2004 első félévében – igaz kisebb minta alapján – a jövedelmi és vagyoni helyzet/eladósodás kapcsolat sokkal (ismét) erősebbé vált. Valamelyest csökkent a legkockázatosabb hitelekénél (személyi, áru) a megtakarítás nélküli adósok aránya. A 2004-es változásban keresleti és kínálati okok egyaránt szerepet játszottak.<sup>122</sup> Ezt azonban

V-5. táblázat

Különböző szociológiai szempontok és az eladósodás közötti kapcsolat erőssége a relatív szórásmutatóval

Relatív szórás	Gépjárműhitel			Egyéb hitel**			Folyószámla-hitel			Hitelek*			Áruvásárlási kölcsön			Személyi kölcsön		
	2002	2003	2004. I.	2002	2003	2004. I.	2002	2003	2004. I.	2002	2003	2004. I.	2002	2003	2004. I.	2002	2003	2004. I.
Befejezett iskolai végzettség	0,86	0,62	0,88	0,79	0,75	0,85	0,79	0,57	0,57	0,53	0,46	0,41	0,63	0,36	0,36	0,30	0,35	0,52
Foglalkozási csoportok	0,65	0,77	0,98	0,70	0,48	0,77	0,59	0,50	0,35	0,33	0,29	0,32	0,41	0,24	0,25	0,11	0,15	0,22
Háztartás havi nettó jövedelme	1,21	0,87	0,69	0,43	0,59	0,61	0,55	0,50	0,65	0,39	0,35	0,47	0,39	0,27	0,44	0,15	0,30	0,45
Vagyoni index	1,03	0,96	0,99	0,84	0,76	0,56	0,68	0,66	0,62	0,48	0,38	0,50	0,39	0,37	0,55	0,47	0,26	0,39

\*Lakáscélú hiteleket is tartalmazza. \*\*Például: hitelkártya.

<sup>120</sup> A kapcsolat erősségét a relatív szórásmutatóval fejezzük ki, minél nagyobb ez a mutató, annál jobban differenciál az adott szociológiai szempont, annál erősebb kapcsolatot mutat az eladósodással.

<sup>121</sup> Az autóhitelekénél az önrész nélküli, illetve alacsony hitelképességű ügyfelek („roncsautó”-finanszírozás) finanszírozása valószínűleg teljes állomány-nak csak a kis részét teszi ki.

<sup>122</sup> Lásd részletesebben a Háztartások című fejezetben.

nem tekintjük trendszerűnek, mivel a piaci verseny hosszabb távon a likviditási korlátok további enyhítésének irányába hat.

### V. 1. 2. 6. Magas fogyasztásihitelem-marzs

A fogyasztási hitelezést a fejlett országokban is más hitelpiacokkal – például a vállalattal – összehasonlítva, a következő tényezők miatt, magasabb hitelmarzsok jellemzik: a hitelösszeghez képest relatíve magas működési költségek; jelentős a kereskedői, illetve ügynöki jutalék, vagy magas a befektetett tőke (fiókhálózat) költsége; általában magas kockázatú; a kereslet alacsony kamatrugalmassága<sup>123</sup>; nem ár jellegű hitelezési feltételek prioritása.

2003-ban a fogyasztási hitelek területén a hazai banki átlagos forintmarzsok (11,7 százalék) jóval meghaladták az EU-átlagot (5,1 százalék).<sup>124</sup> A magasabb hazai marzsokat magyarázhatja:

– A kereslet nagyfokú kamatrugalmatlansága, mely valószínűleg egyrészt a fogyasztói türelmetlenségből (a hitelképessé váló, azelőtt hitelképtelen fogyasztó kevésbé érzékeny), másrészt az alacsonyabb pénzügyi jártaságukból fakad. A banki tapasztalatok alapján a fogyasztók elsődlegesen a havi törlesztőrészlet nagysága alapján döntenek, azt nézik, hogy az adott nagyságú törlesztőrészlet befér-e a jövedelmi korlátjukba, melyet gyakran a futamidő meghosszabbításával csökkentenek a kívánt nagyságúra. A hitel teljes költsége így másodlagossá válik, egyéb lehetséges költségek (árfolyamvesztés) sem jelennek meg a döntéseknél. Az új hitelfelvétel és a teljes hitelköltség között szoros pozitív korreláció figyelhető meg a 1998–2003 közötti időszakban (Jelentés az infláció alakulásáról, 2004). Az előbbi kamaterzékletlenségre vonatkozó megállapítás nem teljesen állja meg a helyét minden részpiacon. Azokon a hitelezési területeken, ahol a forint mellett devizaalapú termékek is megjelentek, az utóbbiak adják a folyósítások zömét, mely a fogyasztók bizonyos érzékenységre utal.

– A banki szereplők jelentős piaci ereje alacsony keresleti kamaterzékenységgel párosulva magas kamatokhoz vezethet (Móré–Nagy [2004]). A fogyasztási hitelek kamatának a piaci kamatokhoz való alkalmazkodása kirívóan rugalmatlannak számít (Horváth–Krekó–Naszódi [2004]). A jelentős piaci erő várhatóan az elkövetkező időszakban csökkenni fog, a verseny erősödésével, a hitelfelvevők pénzügyi kultúrájának fejlődésével, a fogyasztói türelmetlenség csökkenésével.

– A magasabb kockázati felár jelentős részben az aszimmetrikus információból ered: ez a piac viszonylag újonnan alakult, ezért mind az ügyfelek, mind a hitelnyújtók kevés tapasztalattal rendelkeznek. Az eddigi hi-

telezési veszteségek azonban csak kis részét teszik ki a kamatfelárnak.

– Sajátos indirekt verseny az ügyfelekért: bizonyos szegmensekben (áru- és autós hitelek) nagyon erős a kereskedők, illetve ügynökök megszerzéséért folytatott verseny, ami magas jutalékiadást eredményez.

– Üzletpolitikai szempontok: az annuitásos hiteleknél gyakran nem előnyös a törlesztőrészlet változtatása, mert a termék a fogyasztó számára nehezkesebbé válna, és többletköltséggel járna, ezért fix kamatot használnak a bankok, mely egy kamatkockázati prémiumot is tartalmaz.

### Összefoglalás

A fejlett országokban az 1980-as évektől kezdődően, a pénzügyi szektor reformja, a dereguláció, liberalizáció a verseny erősödését, a pénzügyi innováció felgyorsulását eredményezte, aminek következményeként a háztartások likviditási korlátja csökkent. A fogyasztásihitelpiac és azon belül a megújítható, nem konkrét célú hitelezés gyors növekedésnek indult. Az 1990-es években a csökkenő inflációs ráták és hitelkamatok tovább lazították a háztartások likviditási korlátját. Az előbbi párhuzamok ellenére a mai napig is jelentős szintbeli különbségek tapasztalhatók az egyes országok fogyasztási célú eladósodottsága között, melyek elsősorban kulturális és intézményi különbségekkel magyarázhatók. Az országok többségében a fogyasztási hitelek szerepe a háztartások eladósodottsági szintjének tekintetében másodlagos, viszont a törlesztési teher tekintetében már sokkal nagyobb a jelentőségük. A hitelezők intézményi sokszínűsége ellenére általában a hitelintézetek és a pénzügyi vállalkozások a domináns szereplők.

Magyarországon 1998 előtt a fogyasztási hitelezés, elsősorban kínálati okok miatt, elhanyagolható nagyságrendű volt. 1998-tól azonban nagyon dinamikus piacépítésnek lehettünk tanúi. Jelenleg a fogyasztási hitelek 50 százalékos aránnyal rendelkeznek a teljes háztartási portfólióból, mely magasnak tekinthető. A háztartások kamat- és törlesztőterhének döntő része is fogyasztási hitelekből származik. A jelentős túlkereslet és a kezdeti nagyon szigorú feltételekhez kötött kínálat miatt a ciklikus hatás eddig nem volt jelentős. A hitelezési veszteségek meglehetősen alacsonyak voltak. Az erősödő verseny miatt a hitelnyújtási feltételek enyhítése a jövőben is folytatódhat. Fennáll a veszélye, hogy az állománynövekedés egyre inkább kínálati indíttatásává válik, mely a bankok – pénzügyi vállalkozásaikkal konszolidált – magas piaci részaránya (75 százalék) miatt veszélyt jelenthet a pénzügyi stabilitásra nézve. A piacok érettebbé válásával, a devizahitelezés további növekedésével a kockázatok növekedhetnek.

<sup>123</sup> Például a megújítható hitelek kereslete az USA-ban (Ashley [2002]).

<sup>124</sup> Móré–Nagy [2004] az adatok az éven belüli kamatfixálású hitelekre vonatkozó éves átlagok. Hitelmarzs: hitelkamat – BUBOR.

A fogyasztási hitelezés gazdasági súlya elérte a nagyon heterogén fejlett országok alsó mezőnyét. Ezért az elkövetkező időszakot már egyre kevésbé lehet felzárkózási folyamatnak tekinteni. A hazai sajátosságok (növekvő hitelezési hajlandóság és verseny, tovább oldódó likviditási korlát, pozitív jövedelemvárakozások, valamint kulturális tényezők) a fogyasztási hitelezés dinamikus, akár tartósan 20 százalékos bővülését vetítik előre. Az állománynövekedéshez az erősödő árverseny hatására csökkenő forint hitelkamatok, illetve a devizahitelek további terjedése is hozzá fog járulni.

A fogyasztási hitelek termépalettája ma már meglehetősen széles, azonban a hitelinstrumentumok közötti állományi arányok még tradicionális, kockázatkerülő hitelezési képet mutatnak (meghatározott célra nyújtott, fedezett hitelek). A nemzetközi tendenciákhoz hasonlóan, a megújítható, illetve a fedezetlen hitelek térnyerését várjuk. A felzárkózó országok sajátossága, a devizaalapú hitelezés terjedése, nálunk jelentős méretet ölt.

A magyar lakosság elmúlt évekbeli megtakarítási és a fogyasztási célú eladósodásának jellemzőit vizsgálva azt tapasztaltuk, hogy a likviditási korlát oldódott, de még mindig jelentős, az életciklus-elmélet pedig önmagában nem elégséges a háztartások fogyasztási és megtakarítási, illetve eladósodási döntéseinek a magyarázatára. A személyi és áruhitelkkel alacsonyabb jövedelmű, jövedelmi kilátású, illetve vagyoni helyzetű lakosokat is finanszíroznak a bankok, az instrumentumok „tömegtermékké” váltak. A likviditási korlát sokkal alacsonyabb, a hitelkockázat pedig magasabb ezekben a szegmensekben. A folyószámlahiteleknél, az egyéb hiteleknél és kiemelten az autós hiteleknél erősebb a kapcsolat a jövedelem, illetve a vagyoni helyzet és a finanszírozottság között. A likviditási korlát enyhülő tendenciájának ideje megszakadását csak átmenetinek tartjuk, az egyre erősebbé váló piaci verseny hosszabb távon a hitelezési korlátok további enyhítésének irányába hat.

#### Irodalomjegyzék

Árvai Zs.–Menczel P. (2000): A magyar háztartások megtakarításai 1995 és 2000 között. MNB Füzetek 2000/8

Árvai Zs.–Dávid Zs.–Vincze J. (2002): Hitelinformációs rendszerek. Hitelintézeti Szemle 1. évf. 5. sz. / 2002

Árvai Zs.–Tóth I. J. (2001): Likviditási korlát és fogyasztói türelmetlenség. A magyar háztartások fogyasztási és megtakarítási döntéseinek empirikus vizsgálata. MNB Füzetek 2001/2

Ashley, D. W. (2002): The Demand for Consumer Credit. Virginia Polytechnic Institute and State University

Avery, R. B.–Calem, P. S.–Canner, G. B. (2004): Consumer credit scoring: do situational circumstances matter? BIS Working Papers No 146

Banasik, J.–Crook, J. (2004): Does reject inference really improve the performance of application scoring models? Journal of Banking & Finance 28 (2004) 857-874

Bayar, A.–Mc Morrow, K. (1998): Determinants of private consumption.

Chatterjee, S.–Corbae, D.–Nakajima, M.–Rios-Rull, J. (2002): A Quantitative Theory of Unsecured Consumer Credit with Risk of Default Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper NO. 02-6

Cox P.–Whitley J.–Windram R. (2004): An empirical model of household arrears. WP no. 214, Bank of England

Crook, J. (2003): The Demand and Supply for Household Debt: A Cross Country Comparison. Credit Research Centre, University of Edinburgh

Debelle, G. (2004): Macroeconomic implications of rising household debt. BIS Working Papers No 153, June 2004

Deep, A.–Domanski, D. (2002): Housing markets and economic growth: lessons from the US refinancing boom. BIS Quarterly Review, September 2002

Fabbri, D.–Padula, M. (2002): Does poor legal enforcement make households credit constrained? Working Paper No 65, Centre for Studies in Economics and Finance, University of Salerno.

Financial Services Action Plan (2004): Progress and Prospects. Expert Group on Banking.

Final Report 05/2004. [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/actionplan/docs/stocktaking/fasap-stocktaking-report-bank\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/docs/stocktaking/fasap-stocktaking-report-bank_en.pdf)

Furletti, M. (2003): Consumer Credit Counseling: Credit Card Issuers' Perspectives. Federal Reserve Bank of Philadelphia Discussion Paper (Payment Cards Center)

Grant, C. (2003): Evidence on the effect of US consumer bankruptcy exemptions. Working Paper, prepared for the European University Institute Workshop „The Economics of Consumer Credit: European

- Experience and Lessons from the U.S.", Florence, May 13–14, 2003.
- Gross, D. B.–Souleles, N. S. (2001): Do liquidity constraints and interest rates matter for consumer behavior? Evidence from credit card data. WP 8314,
- Guardia, N. D. (2002): Consumer Credit in the European Union. ECRI Research Report No.1
- Guille, M. (2000): Students Loans in Europe, An Overview. Ermés UPRES-A CNRS 7017 Université Panthéon-Assas Paris
- Hayashi, F. (1987): „Tests for liquidity constraints: a critical survey”, in T. Bewley, ed., *Advances in Econometrics*, Fifth World Congress, vol. 2, Cambridge University Press.
- Horváth Cs.–Krekó J.–Naszódi A. (2004): Kamatátgyűrzés Magyarországon. MNB Füzetek 2004/8
- Jappelli, T.–Pagano, M. (2002): Information Sharing, lending and defaults: Cross-country evidence. *Journal of Banking & Finance* 26 (2002) 2017-2045
- Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2004. június, Magyar Nemzeti Bank
- Jelentés az infláció alakulásáról 2004. február, Magyar Nemzeti Bank
- Jentzsch, N.–Riestra, A. S. J. (2003): Information Sharing and Its Implications for Consumer Credit Markets: United States vs. Europe. Preliminary Working Paper, prepared for the European University Institute Workshop „The Economics of Consumer Credit: European Experience and Lessons from the U.S.”, Florence, May 13–14, 2003.
- Keeton, WR (1999): Does faster loan growth lead to higher loan losses?, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Second quarter
- Maki, D. M. (2000): The Growth of Consumer Credit and the Household Debt Service Burden. Board of Governors of the Federal Reserve System
- Menczel P. (2000): Mit mutatnak a megtakarítások? *Bankszemle*, 2000. augusztus.
- Móré Cs.–Nagy M. (2004): Verseny a magyar bankpiacon. MNB Füzetek 2004/9
- Nayda, W. I.–Perli, R. (2003): Economic and regulatory capital allocation for revolving retail exposures 2003-39 / Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)
- Padilla, A. J.–Pagano, M. (2000): Sharing default information as a borrower discipline device. *European Economic Review*, 44(10), 1951–1980.
- Sander, H.–Kleimeier, S. (2001): Towards a Single Retail Banking Market? New Evidence from Euroland. University of Applied Sciences Cologne Version: August 2001
- Terrones, M. at al (2004): The Global House Price Boom. *IMF World Economic Outlook Chapter II*. September 2004
- Thomas, L. C. (2003): Consumer Credit Modelling: Context and Current Issues. School of Management, University of Southampton, UK
- Van, N. T. (2000): The transformation of French consumer credit. BNP Paribas Economic Research, *Conjoncturew* December 2000 – no. 6
- White, M. J. (2003): Bankruptcy and Consumer Credit in the U.S. University of California, San Diego, and NBER
- Zsoldos I. (1997): A lakosság megtakarítási és portfólió döntései Magyarországon 1980–1996. MNB Füzetek 1997/4.

## V. 2. CZINEGE ÉVA–DÁVID ZSUZSANNA–SZALAY GYÖRGY: A FOGYASZTÁSI HITELEZÉS TENDENCIÁI, KAPCSOLÓDÓ KOCKÁZATOK ÉS AZOK KEZELÉSE A MAGYARORSZÁGI HITELINTÉZETEK ÉS PÉNZÜGYI VÁLLALKOZÁSOK GYAKORLATÁBAN<sup>125</sup>

### Bevezetés

A háztartási szektor részére kihelyezett hitelállomány elmúlt években tapasztalható dinamikus bővülése indokoltá tette a háztartási szektorhoz kapcsolódó bankrendszeri kockázatok áttekintését. A Magyar Nemzeti Bank 2003-ban a lakásfinanszírozással összefüggő kockázatokról készített átfogó elemzést.<sup>126</sup> Jelen tanulmány célja a magyar bankrendszer fogyasztási hitelezésből eredő hitelezési, piaci, likviditási és működési kockázatainak bemutatása.

A bankok fogyasztási hitelezési gyakorlatára és a kockázatkezelési eljárásokra vonatkozó információkat kérdőíves felmérés és ehhez kapcsolódó eseti adatszolgáltatás útján szereztük be. A tanulmány elkészítéséhez 14 banktól kértünk információkat, melyek 2004. szeptember végén a teljes banki fogyasztási hitel-állomány 93,5 százalékát fedték le, megfelelően reprezentálva a vizsgált részpiacot.

### V. 2. 1. A HÁZTARTÁSI SEKTOR HITELEZÉSÉNEK ALAKULÁSA

#### *Kihelyezések alakulása*

A hitelintézeti rendszer<sup>127</sup> és a pénzügyi vállalkozások háztartásokkal szembeni összesített követelésállományában az elmúlt években dinamikus növekedés volt megfigyelhető; a 2000. év végétől 2004. szeptemberéig tartó időszakban a kihelyezések volumene csaknem ötszörösére emelkedett.

A hitelintézeti rendszeren belül súlyuknál fogva döntően a bankrendszeri kihelyezések határozzák meg a fogyasztási hitel-állomány termékösszetételét. A háztartási szektor finanszírozásában az elmúlt évek során fokozatosan csökkenő részarányt képviselő takarékszövetkezeti szektor háztartási hitel-portfóliójának felét teszik ki a nem lakáscélú hitelek, melyen belül a legnagyobb hányadot (44 százalék<sup>128</sup>) a személyi hitelek képviselik.

### V-6. táblázat

#### A hitelintézeti rendszer és pénzügyi vállalkozások háztartási kihelyezéseinek alakulása

Milliárd Ft	2000. 12.	2001. 12.	2002. 12.	2003. 12.	2004. 09.
<b>Bankrendszer összesen</b>	462,0	700,5	1190,8	2000,3	2439,7
– lakáscélú	149,5	263,3	695,1	1393,7	1688,0
– fogyasztási és egyéb	312,5	437,2	495,7	606,6	751,8
<i>Részesedés a háztartási kihelyezésekből</i>	63,8%	68,1%	70,2%	70,2%	69,2%
<b>Szövetkezetek</b>	132,2	168,6	212,7	282,7	332,6
– lakáscélú	38,5	61,0	83,1	114,8	131,3
– fogyasztási és egyéb	93,7	107,6	129,6	167,9	201,2
<i>Részesedés a háztartási kihelyezésekből</i>	18,3%	16,4%	12,5%	9,9%	9,4%
<b>Pénzügyi vállalkozások*</b>	130,0	160,0	294,0	568,0	753,0
– banki háttérű	75,0	100,0	229,0	492,0	583,0
– nem banki háttérű**	55,0	60,0	65,0	76,0	170,0
<i>Részesedés a háztartási kihelyezésekből</i>	18,0%	15,5%	17,3%	19,9%	21,4%
Háztartásokkal szembeni követelések	724,2	1029,1	1697,5	2851,0	3525,3

Forrás: Hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások MNB és PSZÁF adatszolgáltatása.

\* A 2000–2001. évi adatok becslésen alapulnak.

\*\* A 2004. évi állománynövekedés részben a banki háttérű vállalkozásokból történő átsorolás eredménye.

<sup>125</sup> A tanulmány a bankok és banki háttérű pénzügyi vállalkozások fogyasztási hitelezési gyakorlatát bemutató, függelékkel kiegészített változata a [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu) oldalon érhető el. A szerzők által a tanulmányban tett megállapítások nem feltétlenül tükrözik az MNB hivatalos álláspontját.

<sup>126</sup> Szalay György–Tóth Gyula: A lakásfinanszírozás gyakorlata, kapcsolódó kockázatok és azok kezelése a magyar bankrendszerben (Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2003. december)

<sup>127</sup> Hitelintézeti rendszer alatt a bankrendszer és a takarékszövetkezeti szektor összességét értjük.

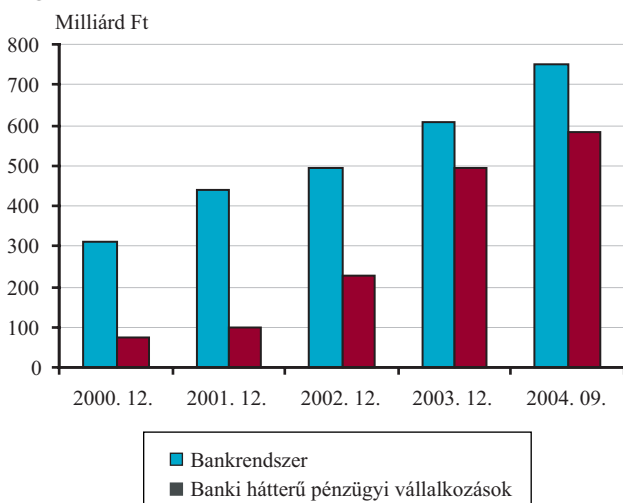
<sup>128</sup> 2004. szeptemberi adat.

Mivel a nagymértékben diverzifikált takarékszövetkezeti portfólió a hitelintézeti rendszer stabilitása szempontjából nem jelent releváns kockázati kitettséget, a tanulmányban a 183 takarékszövetkezet sokszínű kockázatkezelési gyakorlatával nem foglalkozunk.

A bankok által kínált fogyasztásihitel-termékek közül a tanulmány a személyi, áru-, folyószámla- és kártyahitelekre, valamint a szabad felhasználású jelzáloghitelekre fókuszál.<sup>129</sup> Mindezek mellett a háztartások finanszírozásában fokozatosan növekvő szerephez jutó pénzügyi vállalkozásokon belül a banki háttérű pénzügyi vállalkozások<sup>130</sup> gépjárműhiteleivel foglalkozunk. Ennek oka egyrészt, hogy a pénzügyi vállalkozások<sup>131</sup> szinte kizárólag anyabanki forrásokat helyeznek ki a háztartások felé, emiatt a háztartási gépjárműhitelek végső soron banki fogyasztásihitel-termékek is tekinthetők. Mindemellett a háztartási gépjárműhitel-kihelyezés nagyságrendje és a hozzá kapcsolódó hitelezési kockázatok mértéke is indokolja a banki háttérű pénzügyi vállalkozások gépjármű-finanszírozásának a vizsgálatba történő bevonását.

V-4. ábra

#### A bankrendszer és pénzügyi vállalkozásaik fogyasztási hiteleinek alakulása



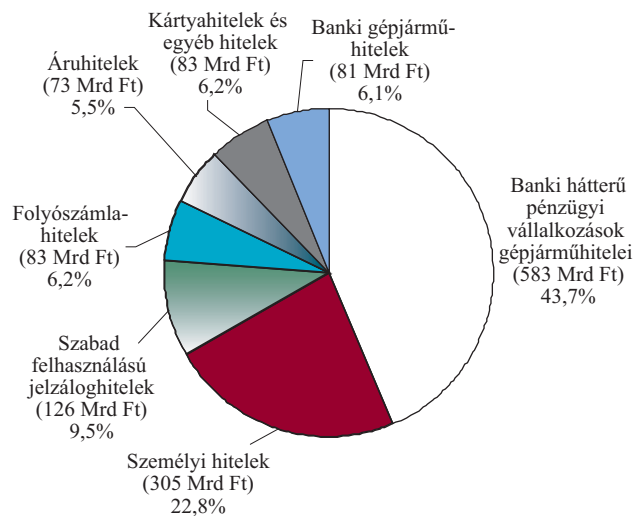
A '90-es évek első felében a háztartásokkal szembeni követelésállomány döntő részét a fogyasztási hitelek adták, mivel a relatíve magas piaci kamatszint, az állami támogatási rendszer hiánya, a bankok szűkös termékínálata, valamint az ingatlan-nyilvántartási rendszer működésének hiányosságai következtében a lakáshitelek a háztartások döntő részére nem voltak elérhetőek. A háztartásokkal szembeni hitelállomány túlnyomó részét a magasnak tekinthető piaci kamatszint mellett folyósított személyi hite-

lek tették ki, melyek népszerűsége és hitelállományon belüli aránya folyamatosan emelkedett. Az állami lakástámogatási rendszer bevezetését követő időszakban a háztartásihitel-állomány bővülésének dinamikáját a lakáshitelek növekedése határozta meg. Annak ellenére, hogy a lakáshitel-kereslet robbanásszerű emelkedése a fogyasztási hitelek háztartásihitel-állományon belüli súlyának visszaesését eredményezte, a fogyasztásihitel-konstrukciók iránti kereslet, ezzel párhuzamosan pedig a kihelyezések állományának bővülése is folyamatos volt.

V-5. ábra

#### A bankrendszer és pénzügyi vállalkozásaik fogyasztásihitel-portfóliójának termékösszetétele

(2004. szeptember)



A fogyasztási hitelek két vezérterméke a gépjármű- és a személyi hitel, melyek fogyasztási hitelezésen belüli együttes részesedése 970 milliárd Ft-ot megközelítő állomány mellett 2004. szeptember végén meghaladta a 70 százalékot, így döntően ezen termékekkel kapcsolatos kockázatok határozzák meg a fogyasztási hitelezési tevékenység kockázati kitettségének mértékét. A devizaalapon kihelyezett fogyasztási hitelek aránya a gépjárműhitelek esetében a legmagasabb, a devizahitelek elmúlt két évben megfigyelhető folyamatosan bővülő részaránya mellett. A gépjárműhitelek mellett szabad felhasználású jelzáloghiteleket és személyi kölcsönöket nyújtanak devizaalapon, bár ezen konstrukciók a teljes fogyasztásihitel-állományon belül még nem képviselnek meghatározó mértéket.<sup>132</sup> Az egyéb vizsgált fogyasztásihitel-termékek esetében (áruhitel, folyószámlahitel, kártyahitel) nem jellemző a devizaalapon történő folyósítás.

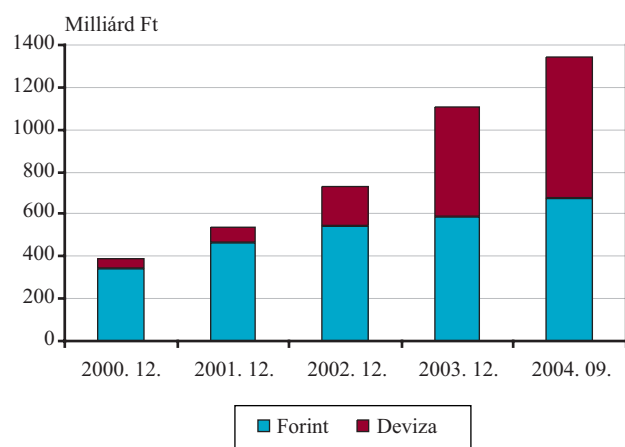
<sup>129</sup> Az ugyancsak a fogyasztási hitelek közé sorolható lombardhitelekkel, valamint a bankok által a háztartási szektor részére nyújtott egyéb speciális konstrukciókkal (betét vagy értékpapír-fedezet mellett nyújtott hitelek, orvosi, patikahitelek) a fogyasztásihitel-állományon belüli alacsony részarányuk miatt kiemelten nem foglalkozunk.

<sup>130</sup> Banki háttérűnek tekintünk egy pénzügyi vállalkozást, ha az egy hitelintézetnek, vagy annak anyabankjának közvetlenül vagy közvetetten a tulajdonában van, illetve meghatározó irányítása alatt áll. A 2004. június végén működő több mint 100 nem banki háttérű pénzügyi vállalkozás sokrétű tevékenységi körük és tulajdonosi háttérük miatt nem képez elemzési szempontból homogén szegmenst és részletes elemzése jelen tanulmánynak nem célja.

<sup>131</sup> A tanulmány további részében a pénzügyi vállalkozások alatt a banki háttérű pénzügyi vállalkozásokat értjük.

<sup>132</sup> Meg kell jegyezni ugyanakkor, hogy a 2004. I-III. negyedévében folyósított személyi hitelek 50%-a, a szabad felhasználású jelzáloghitelek pedig csaknem teljes egésze deviza alapon került kihelyezésre.

## V-6. ábra

A bankrendszer és pénzügyi vállalkozásai fogyasztásihitel-portfóliójának denominációs összetétele<sup>133</sup>

## V. 2. 2. A FOGYASZTÁSIHITEL-PIAC FŐBB TERMÉKEI ÉS AZ EGYES RÉSZPIACOK JELLEMZŐI

A bankok termékinálatában lévő, a tanulmány által részletesen is vizsgált fogyasztásihitel-termékek főbb jellemzőit az alábbi táblázatban foglaljuk össze.

A fogyasztásihitel-termékek közül a gépjárműhitelek képviselik a legnagyobb nagyságrendet. A gépjárműhitelek részpiaca a többi fogyasztásihitel-termékéhez képest „érettebb” stádiumban van, mivel a gépjárműhitelek dinamikus növekedése évekként elzárult megkezdődött. 2000–2001-ben már a bővülés ütemének felgyorsulása volt megfigyelhető, megelőzve a lakáshitelezés 2002-től kezdődő növekedését. Az állomány emelkedése elsősorban a devizaalapú hitelekhez köthető, melyek részaránya a teljes háztartási gépjárműhitel-állományon belül 2004-re meghaladta a 80-90 százalékot<sup>134</sup>, és az új folyósítások szinte kizárólag devizaalapon történnek. A

## V-7. táblázat

## A vizsgált fogyasztásihitel-típusok főbb jellemzői 2004 szeptemberében

Híteltípus	Hitelösszeg/hitelkeret (ezer Ft)	Futamidő	THM*** %	Biztosíték	Hitelcél	Egyéb
Gépjárműhitel*	500–25 000	12–72 hónap	6,0–14,0 (deviza) 18,5–24,0 (forint)	finanszírozott gépjármű	gépjárművásárlás	saját erő szükséges
Személyi hitel*	100–5 000	12–72 hónap	15,0–37,4 (deviza) 21,6–44,9 (forint)	adós jövedelme	nincs	hitelfedezeti életbiztosítás megkötése előfeltétel, vagy kiegészítő szolgáltatás
Szabad felh. jelzáloghitel*	1 000–40 000	6 hónap–20 év	7,1–13,4 (deviza) 20,8–35,7 (forint)	ingatlan, adós jövedelme	nincs	a felvehető hitel maximuma a fedezetül szolgáló ingatlan hitelbiztosítéki értéke alapján kerül meghatározásra
Áruhitel**	20–1 000	6–48 hónap	33,19–56,8	adós jövedelme	áruvásárlás	saját erő szükséges
Hitelkártya**	50–1 000	12–36 hónap havi törlesztőrészlet: felhasznált hitel 5–18%-a (a hitelkártya érvényességi ideje)	15,38–44,93	adós jövedelme	nincs	kamatmentes periódus: 40–51 nap, min. havi törlesztőrészlet: felhasznált hitel 5–18%-a
Folyószámlahitel**	20–500 (havi rendszeres átutalás 100–200%-a)	12 hónap	22,93–38,18	a folyószámlára átutalt jövedelem	nincs	rendszeres havi jövedelemátutalás szükséges

\* Forint- és devizaalapú (EUR, CHF) konstrukció.

\*\* Forintalapú konstrukció.

\*\*\* A THM az ügyleti kamat mértékén felül – hiteltípustól függően – a kezelési költség, szerződéskötési díj, adminisztrációs díj, rendelkezésre tartási díj, valamint esetenként a hitelbiztosítási díj költségét tartalmazza. A szerepeltetett értéksávok a bankok nyilvános ajánlatait mutatják. A felső sávhatárhoz közeli THM-értékek a rövid futamidőre felvett, alacsonyabb hitelösszegek esetén alakulnak ki, mivel a kapcsolódó fix költségek ezen esetekben emelik meg leginkább a fizetendő hitel díját.

<sup>133</sup> A tanulmány készítésekor a pénzügyi vállalkozások kihelyezéseinek 2004. szeptember végi denominációs összetételére vonatkozóan információ még nem állt rendelkezésre.

<sup>134</sup> Becslés alapján, pontos adatok nem állnak rendelkezésünkre.



bővülés alapját egyrészt a többi fogyasztási célú hitelterméknél kedvezőbb kondíciójú konstrukciók megjelenése, másrészt a háztartások reáljövedelmében elindult növekedési folyamat, valamint eladósodottsági hajlandóságuk emelkedése teremtette meg. A gépjárműhitelek látványos bővülése a verseny élesebbé válásával párhuzamosan valósult meg, ami a hitelezési standardok folyamatos lazulásához (magasabb kockázati szintet képviselő konstrukciók bevezetése<sup>135</sup>, gyengébb fizetőképességű ügyfelek hitelezése, dealeri jutalék mértékének növekedése, a devizaalapú hitelek térnyerése) vezetett. Az üzletág problémáira utaló jelek már 2003-ban megjelentek a portfólió minőségének romlásában és a finanszírozási szerződések felmondása miatt visszavett gépjárművek számának emelkedésében. A hitelkihelyezések növekedésének üteme 2004-ben visszaesett az előző évek dinamikájához képest, melynek oka egyrészt az volt, hogy az év első felében az EU-csatlakozásnak és a regisztrációs díj bevezetésének az autók árára gyakorolt hatása miatti bizonytalanságok késleltették az autót vásárlók döntéseit, másrészt a háztartások reáljövedelmének változásai a kereslet csökkenésének irányába hatottak.

A fogyasztásihitel-állományon belül a gépjárműhitelek után a személyi hitelek részaránya a legmagasabb. A kihelyezések túlnyomó része forintalapú konstrukció, a devizahitelek részaránya 20 százalék körül mozog. A személyi hiteleket az olcsó ingatlanhitelek megjelenése, illetve a kedvező devizaalapú autós hitelek elterjedése következtében az ügyfelek döntően áruvásárlásra veszik igénybe, amit az is mutat, hogy a bankok hirdetési kampányaikban kamat helyett a havi törlesztőrészlet mértékét emelik ki. A jövőbeni tendenciákat illetően a piaci szereplők várakozásai szerint a hagyományos, forintalapú személyi kölcsönök alternatíváját jelenthetik az alacsonyabb hitelköltség mellett kínált, egyre több bank kínálatában megjelenő devizaalapú<sup>136</sup>, előzetes jövedelemvizsgálat nélkül felvehető szabad felhasználású jelzáloghitelek.

A fogyasztásihitel-termékek speciális ágát képviselik a szabad felhasználású jelzáloghitelek, amelyek a háztartási szektor finanszírozásában csak az utóbbi időben terjedtek el. A többi fogyasztásihitel-termékhez képest a konstrukció előnyét a kedvezőbb árazási kondíciói jelentik, valamint az, hogy olyan – ingatlanfedezetet felmutatni képes – ügyfélszegmens részére is elérhető, akik jövedelmi helyzetük alapján jelentősebb volumenű fedezetlen hitel felvételére nem számíthatnának. Igénybevételenek legnagyobb veszélye az az egzisztenciális kockázat, ami a hitel nem teljesítése esetén a jellemző-

en lakáscélra használt ingatlan kényszerértékesítéséből fakad.

Az áruhitelezésben leginkább aktív bankok az előző évben hitelállományuk számottevő, 37 százalékot meghaladó bővítésére voltak képesek, melynek háttérében részben a 2002–2003. évi lakáshitelboom következtében generálódó jelentős kereslet húzódott meg. 2004 eddig eltelt időszakában ugyanakkor a piaci szereplők a kereslet visszaeséséről számoltak be, melynek háttérében a lakástámogatási rendelet szigorításának áthúzódó hatásán túlmenően, a reálkeresetek növekedési ütemének visszaesése állhat. Emellett az áruhitelpiacra belépő új szereplők a kereskedők részére kínált vonzó jutalékajánlatokkal próbálnak piacot építeni, ezt azonban végző soron az ügyfelek fizetik meg, akik az elmúlt évekre folyamatosan jellemző 30 százalék körüli teljes hiteldíjmutatóval rendelkező konstrukciókat egyre kevésbé fogadják el. A klasszikus áruhitel konstrukciók további térnyerését emellett a hitelkártyával, valamint a debit kártyához kapcsolódó folyószámlahitel igénybevételevel történő vásárlások fokozatos előtérbe kerülése is negatívan befolyásolja, mivel ezek jóval kedvezőbb árazású finanszírozási alternatívát jelentenek az áruhitelekkel szemben. Ezt a hatást részben ellensúlyozhatja a termékínálat fokozatos elmozdulása a szolgáltatásfinanszírozás irányába, ami újabb, és az eddigieknél rugalmasabb termékek (utazási hitelek) bevezetését jelenti.

A hitelkártya üzletág Magyarországon jelenleg még fejlődésének korai stádiumában van, az üzletágban rejlő fejlődési potenciál igen jelentős. Paradox módon a termék szélesebb körben való elterjedését éppen legnagyobb előnye, a 30-45 napos tehermentes törlesztés lehetősége akadályozza. Ennek háttérében az ügyfelek bizalmatlansága húzódik meg, mivel piaci felmérések tanúsága szerint az ügyfelek jelentős része nem hiszi el, hogy valóban kamatmentesen használhatja a bank pénzt, és a bonyolult konstrukció mögött tájékozatlanságuk kihasználását vélelmezik. Ezt bizonyítja az a piaci tapasztalat is, miszerint a jellegében hasonló bevásárlókártya termékek ugyanakkor jelentős népszerűségnek örvendenek, melyek jóval egyszerűbb igénylési feltételek mellett hozzáférhetőek. A klasszikus, kamatmentes periódust is kínáló hitelkártyákból folyamatos emelkedés mellett 2004. félévkor 710 ezer darab volt forgalomban.<sup>137</sup> A bővülés ugyanakkor döntően a kereskedelmi szolgáltatókon keresztül értékesített co-branded kártyáknak köszönhető.

A folyószámlahitelek elsődlegesen eseti likviditási problémák kezelésére szolgálnak. Általában azon ügyfelek

<sup>135</sup> Ilyen konstrukció például az önrész nélküli finanszírozás, vagy a roncsautók beszámítása önrészként. A portfólióban bekövetkező romlás a roncsautó-finanszírozás bevezetését és elterjedését követően ráirányította a finanszírozók figyelmét a túlzott kockázatvállalás következményeire, így 2004-ben már mutatnak jeleket arra, hogy a roncsautó-finanszírozás terén bizonyos mértékű visszarendeződés indult el.

<sup>136</sup> Az utóbbi időben ugyanakkor a devizaalapú hitelek THM-mutatóinak a forintalapú hitelekéhez való közeledése figyelhető meg (l. részletesen III. 3. 3. Devizahitelek árazása).

<sup>137</sup> Forrás: Keszty-Harmath Zoltánné: A fizetési kártya üzletág Magyarországon (2004. I. félév).

folyamodnak ehhez a konstrukcióhoz, akik likviditási szükségletüket nem tudják pontosan előre megtervezni, az adósok kisebb része pedig biztonsági tartalékként igényli a hitelkeret fenntartását. A folyószámlahitelek népszerűsége és igénybevétele folyamatosan bővül, a 2004. június végi állomány több mint 60 százalékkal haladja meg a 2003. év eleji szintet.

### V. 2. 3. A FOGYASZTÁSI HITELEZÉS JÖVEDELMEZŐSÉGE

A fogyasztásihitel-termékek banki árazási gyakorlata jelentősen eltér a háztartási fogyasztási hitelezés vezérmékeként számító, a pénzügyi vállalkozások által nyújtott gépjárműhitelek árazási gyakorlatától, aminek oka egyrészt az adott részpiacon kialakult verseny mértékében, másrészt az adott termékkel kapcsolatos üzleti stratégiában keresendő.

#### Banki fogyasztási hitelek árazása és jövedelmezősége

A banki fogyasztási hitelek jövedelmezősége a bankok által alkalmazott kamatmarzson<sup>138</sup> alapul. Ezen belül is az ügylet nyereségtartalma alapvetően az ügyleti kamatba kerül beépítésre, és kevésbé az egyéb jutalékokba. A nemzetközi összehasonlításban is magasnak számít, 2003. évre vonatkozó 11,7 százalékos<sup>139</sup> kamatmarzs (szemben az EU 5,1 százalékaival) a piaci verseny mértékével és a bankok piaci erejével van összefüggésben, de az alább ismertetett tényezők is szerepet játszanak a magas kamatmarzs kialakulásában.

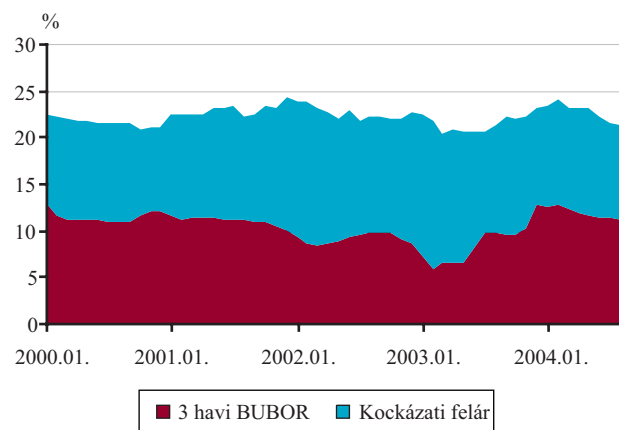
Jelenleg a fedezet nélküli forinthitelek közül az áruhitel és személyi hitel kamatmarzsa a legmagasabb a fogyasztási hitelek közül, jellemzően 10–18 százalék körül alakul, de egészen kirívó esetek is találhatók a piacon. A személyi hitelek ügyleti kamatszintje némileg az áruhiteleké alatt marad, ami azzal magyarázható, hogy a személyi hitelek piacán nagyobb a verseny a bankok között. A folyószámlahitelek, kártyahitelek és szabad felhasználású jelzáloghitelek kamatmarzsa elmarad ettől a szinttől, de szintén számottevő nagyságrendű (8–13 százalék).

Móré–Nagy (2004) tanulmányukban kifejtik, hogy a magas kamatmarzs arra utal, hogy a piac oligopolisztikus jellege miatt a magyar bankok relatíve nagyobb piaci erővel rendelkeznek, és ezen erejüket a versenyző magatartás

hiánya miatt érvényesíteni tudják a kamatmarzsban. Ugyanakkor egyéb tényezők is közrejátszhatnak a magas kamatmarzs kialakulásában és fenntarthatóságában. A fogyasztási hitelezés kockázatoságát, a termék-kockázatoságát, az egyes termékek egyedi kockázatainak figyelembevételével a bankok a kockázati felárban<sup>140</sup> érvényesítik. A fogyasztási hitelezés területén információs aszimmetria áll fenn, mivel a bankok nem rendelkeznek hosszú távú adatokkal a háztartások fizetőképességét illetően. Így ez a bizonytalanság növeli a hitelezési kockázatot, amely magasabb kockázati felárban jelenik meg. A magas működési költségek<sup>141</sup> és a fogyasztási hitelezés részpiacára való belépés nagyobb költségei (IT-hátter kialakítása, személyi feltételek megteremtése, fiókhálózat megléte) szintén relatíve magasabb kamatmarzsot indokolnak. A fogyasztási hitelezés további sajátossága, hogy a bankok vélelmezhetően kamatkockázati felarat is érvényesítenek

#### V-7. ábra

**Az átlagos fogyasztásihitel-kamat összetételének alakulása 2000. január és 2004. augusztusa között<sup>142</sup>**



a kamatmarzsban, ami a piaci kamatlábak ingadozásának hatásait hivatott tompítani.

Ugyanakkor megfigyelhető, hogy az egyes fogyasztásihitel-termékek kockázatoságának viszonylagos időbeni változatlansága ellenére a kockázati felár nagysága időben erős ingadozást mutat. Helyette, a fogyasztási hitelek ügyleti kamatlábjának mértéke mutat relatíve kiegyensúlyozottabb időbeli alakulást.<sup>143</sup> A referencia-ka-

<sup>138</sup> Kamatmarzson az adott termék bruttó hozama (tehát az ügyleti kamat plusz a termékhez kapcsolható egyéb járulékok százalékos mértéke) és az egyéb feltételekben illeszkedő, alternatív befektetési lehetőség hozama (jelen esetben a háromhavi BUBOR) közötti különbséget értjük.

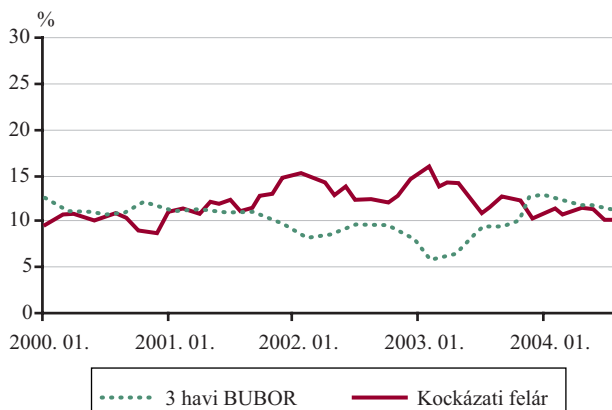
<sup>139</sup> Forrás: Móré Csaba–Nagy Márton: Verseny a magyar bankpiacon, MNB Füzetek 2004/9

<sup>140</sup> A tanulmányban a kockázati felár számítása az ügyleti kamatláb és a referenciahozam (ami jellemzően a 3 havi BUBOR) közötti különbség számításával történik.

<sup>141</sup> Az üzletági sajátosságokon túl a magyarországi bankoknak az EU-átlagtól elmaradó működési hatékonysága is nagyobb működési költségeket generál, melyet a bankok igyekeznek érvényesíteni a kamatmarzsban.

<sup>142</sup> Forint fogyasztási hitelek statisztikája alapján, az új hitelkihelyezések átlagos kamatlába.

<sup>143</sup> A vonatkozó időszakban az új fogyasztásihitel-kihelyezések átlagos ügyletikamatláb-ingadozása 3,95 százalékos sávon belül maradt, addig a referenciahozam 7,03 százalékos sávon belül ingadozott, a kockázati felár pedig hasonló nagyságrendű, 6,94 százalékos sávon.

**V-8. ábra****A kockázati felár és a referenciahozam alakulása 2000. január és 2004. augusztusa között<sup>144</sup>**

matláb növekedése és csökkenése nem az üzleti kamatláb változásában csapódik le, hanem a kockázati felár ingadozásában.<sup>145</sup> Ez azt jelenti, hogy a bankok piaci erejükre támaszkodva csökkenő kamatkörnyezetben is képesek a fogyasztásihitel-termékek árát viszonylag magas szinten tartani, és jövedelmezőségüket a növekvő kockázati felár révén javítani.

Ezen megállapításunk egybecseng a bankok által követett árazási gyakorlatot is vizsgáló felmérésünk eredményével, miszerint a bankok az egyes fogyasztásihitel-termékek árazása során elsősorban a versenytársak árazását veszik alapul, és csak másodsorban veszik figyelembe a termék kockázatoságát. Az egyes részpiacokon a verseny viszonylag alacsony foka, valamint a háztartások alacsony kamaterékenysége lehetőséget teremt arra, hogy a bankok piaci erejüket a magas kockázati felárakban, végső soron a magas üzleti kamatokban érvényesítsék.

Az elkövetkező időszakra prognosztizálható csökkenő forint kamatkörnyezet a fenti logika alapján a kockázati felár növekedését jelentheti a fogyasztási hitelezésben aktív bankok számára. Kérdés az, hogy az üzletág jövedelmezőségének hatására hány új piaci belépőre és így a verseny milyen mértékű erősödésére kell számítani, aminek várható hatása éppen ellentétesen, a kockázati felár csökkenése lenne.

**Gépjárműhitelek árazása és jövedelmezősége**

A gépjárműhitelek kialakult árazási gyakorlatát a konstrukció jellemzői, a piaci verseny mértéke és egyéb részpiaci sajátosságok határozzák meg, mely tényezők szoros kapcsolatban és kölcsönhatásban állnak egymással.

A többi fogyasztásihitel-termékhez képest alacsonyabb kamatmarzsot elvileg indokolhatná a fedezet mellett történő hitelezés ténye, ugyanakkor a jelenlegi kamatmarzs nem áll összhangban a gépjármű-finanszírozók tényleges kockázataival, mivel a finanszírozók lazítottak hitelezési standardjaikon a növekvő mértékű kockázattal párhuzamosan.

A termék jellemzői közül a fedezet, azaz a finanszírozott gépjármű fedezetként való bevonása elvileg a konstrukció kockázatoságát mérsékli. Ugyanakkor, különösen a használt autók finanszírozásánál, a futamidő folyamán a finanszírozott eszköz fedezeti értéke akár egyre nagyobb mértékben maradhat el az aktuális hiteltartozás összegétől, emellett az önrész csökkenő részaránya is a gépjárműhitel fedezettségének mértékét csökkenti. Mindezek következtében a finanszírozók által alkalmazott eszköz alapú árazás egyre kevésbé felel meg a gépjárműhitelek tényleges kockázati mértékének. A piaci verseny a gépjárműhitelek teljes hiteldijmutatójára (THM) csökkentőleg hat. Az utóbbi időben piacszerzés reményében egyes finanszírozók rendkívül alacsony THM mellett kínált konstrukciókkal léptek a piacra, ami a kihelyezési nyomás (a piaci részarány fenntartását, illetve növelését célzó anyabanki elvárás) alatt álló pénzügyi vállalkozásokat saját áraik versenyképesebbé tételére ösztönözte. A bankok és bankcsoportokhoz tartozó, gépjármű-hitelezéssel foglalkozó pénzügyi vállalkozások körében végzett felmérésünkre adott válaszokból kiderült, hogy a finanszírozók számára fontos input a kamatkondíciók kialakítása során a versenytársak árazási kondíciói.

Mindezek mellett egy további tényező is jelentős hatást gyakorol a pénzügyi vállalkozások jövedelmezőségére és a tényleges kamatmarzs csökkentésén keresztül a kockázati kitétség mértékére. A hitelek közvetlen értékesítését végző autókerekeskedők részére ugyanis növekvő nagyságrendű dealeri jutalék kerül kifizetésre. A dealeri jutalék mértéke akár a finanszírozott összeg 10 százalékát is eléri, ami a hitel közvetítésekor egy összegben kerül kifizetésre.<sup>146</sup> Ezen jutalék az egyes konkrét ügyletekhez köthető, mérsékelve azok jövedelmezőségét. Így a növekvő mértékű dealeri jutalék végső soron a ténylegesen realizált kamatmarzsot csökkenti. Az üzletágban elérhető kamatmarzs egyre csökkenő mértékben képes fedezetet nyújtani a növekvő kockázatokra.

**Devizahitelek árazása**

A devizaalapú konstrukciók árazási gyakorlata nem tér el a forinthitelektől. Az alacsonyabb forrásköltség

<sup>144</sup> Forint fogyasztási hitelek statisztikája alapján, az új hitelkihelyezések átlagos kamatlába.

<sup>145</sup> A referencia-kamatláb és kockázati felár alakulása erős negatív korrelált kapcsolatban állnak egymással (korrelációs együttható  $-0,85$ ). 2001 május után a folyószámlahitelek kockázati felára és a referencia-kamatláb között ennél is erősebb kapcsolat áll fenn (korrelációs együttható  $-0,91$ ).

<sup>146</sup> Ezenfelül a finanszírozók gyakran bizonyos időszakra előre is kifizetnek jutalékot a dealerek részére. A magas dealeri jutalék letörésére történtek kísérletek, pl. a hitellel konstrukció kezdeményezéssel, mely a finanszírozó és az ügyfél között közvetlen kapcsolatot teremtett volna, az autókerekeskedőt kizárva a hitel értékesítésének folyamatából. Ugyanakkor a kereskedők rendkívül nagy ellenállása miatt (amire hozzájárult a versenytársak ellenstratégiája is) a finanszírozók végül is a hitellel finanszírozott ügyletek után is kénytelenek bizonyos mértékű juttatást fizetni a kereskedőknek. További lehetőség lehet az alternatív értékesítési módszerek és csatornák feltárása és fejlesztése.

azonban lehetővé teszi, hogy a forinthelekkel megegyező, vagy azt akár meghaladó mértékű kamatmarzstot realizáljanak a finanszírozók. Ezáltal a devizahitelek kisebb törlesztőrészletből eredő előnye fokozatosan csökkenhet, mivel a forint- és devizahitelek törlesztőrészleteinek nagysága olyan mértékben közeledhet egymáshoz, hogy a devizaárfolyamokban és referenciakamatokban bekövetkező esetleges kedvezőtlen irányú elmozdulás akár meg is szüntetheti ezt az előnyt.

A devizaalapú hitelek az ügyleti kamaton és járulékon felül egy addicionális bevétellel, az ún. konverziós díjjal is hozzájárulnak a jövedelmezőséghez. Ez az addicionális bevétel elsősorban a gépjármű-hitelezéshez kapcsolódik, ám a konverziós díj nagyobb része végső soron nem a hitelt nyújtó pénzügyi vállalkozásnál csapódik le, hanem a bankcsoporton belüli refinanszírozási struktúra következtében az anyabanknál. Ennek oka az, hogy az anyabank refinanszírozási hitelének folyósítása és törlesztése a gépjárműhitelekkel megegyező konstrukcióban történik, azaz a pénzügyi vállalkozás is megfizeti a konverziós díjat az anyabank részére. A pénzügyi vállalkozásoknál csak kisebb összeg csapódik le abból adódóan, hogy a piacinál kedvezőbb egyedi árfolyamot kapnak a hiteltörlesztéskor, míg a pénzügyi vállalatok az ügyfelekkel szemben a hivatalos, piaci árfolyamot alkalmazzák.

#### V. 2. 4. KOCKÁZATOK A FOGYASZTÁSI HITELEZÉSBEN

Az alábbi fejezetben bemutatjuk, hogy a piaci szereplők fogyasztási hitelezésben felvállalt kitétsége, valamint a kihelyezések volumenének folyamatos emelkedése mennyiben befolyásolja, illetve milyen hatással van a piaci szereplők hitelezési, piaci, illetve működési kockázati kitétségére.<sup>147</sup>

#### V. 2. 5. A FOGYASZTÁSIHITEL-PORTFÓLIÓ<sup>148</sup> MINŐSÉGE

A fogyasztásihitel-portfólió kockázati kitétsége alapvetően az ügyfelek fizetőképességétől, a szabad felhasználású jelzáloghitelek és gépjárműhitelek esetében ezenfelül a fedezeti portfólió értékének várható alakulásától függ. Az ügyfelek törlesztési magatartását elsődlegesen jövedelmi helyzetük befolyásolja. A késedelmes törlesztések mögött az adós jövedelmi helyzetében történő változás (betegség, munkanélküliség, vállalkozás tönkremenetele), a termék jellemzőinek hiányos ismerete, valamint tudatos visszaélések húzódnak meg.

A bankok tapasztalatai szerint a törlesztési késedelemnél, illetve nem törlesztésnél meg kell különböztetni az első esedékes törlesztés mulasztását az azt követőtől, mivel az első törlesztés nem teljesítése többségében technikai okok (pl.: lakossági folyószámlaszám hibás megadása), fedezetlen hiteltermékek esetében ritkábban tudatos ügyfélmagatartás következménye. A hitel futamidejének későbbi szakaszában előforduló késedelmek mögött közvetlen banki átutalások esetében a havi törlesztőrészletet nem fedező aktuális folyószámlaegyenleg, postai átutalások esetében a csekk elvesztése, megrongálódása, vagy szezonális okok (nyaralások miatti törlesztéselmaradás) húzódnak meg.

A gépjárműhitelek esetében a nem fizetés okaként elsősorban szintén a szerződéskötéskor nem kellően átgondolt törlesztési terv (túlvállalás) szerepel. A tapasztalatok szerint a finanszírozók a megkötött hitelszerződések többsége esetében az adós kérésére az eredeti feltételek módosítására kényszerülnek (pl.: futamidő növelése a havi törlesztőrészletek csökkentése érdekében). Ennek oka, hogy az ügyfelek nem minden esetben számolnak a szerződéshez kapcsolódó egyéb kötelező ki-

#### V-8. táblázat

#### A hitelportfólió megoszlása fizetési késedelem alapján

2003. 12. 30. Megoszlás %	Fizetési késedelem nélkül	30 napon belüli késedelem	30-90 napos késedelem	90-360 napos késedelem	360 napon túli késedelem
Gépjárműhitelek	85,6	3,3	1,3	1,8	2,8
Személyi hitelek	79,3	11,9	4,0	3,2	1,7
Szabad felhasználású jelzáloghitelek	72,3	11,8	6,2	4,5	5,2
Áruhitelek	88,3	5,8	1,6	1,5	2,8
Kártyahitelek	87,1	8,2	1,6	1,4	1,7
Folyószámlahitelek	84,4	9,1	1,4	3,2	1,8

<sup>147</sup> A hitelintézetek kockázati kitétségére vonatkozó megállapítások a 2003. év végi adatokon, valamint a beküldött kérdőívek értékelésén alapulnak.

<sup>148</sup> Fogyasztásihitel-portfólió alatt a vizsgált bankok által kihelyezett fogyasztási hitelek, valamint a kapcsolódó pénzügyi vállalkozások gépjárműhitelei-  
nek együttes állományát értjük.

adásokkal (casco biztosítás, üzemeltetési költségek), a devizaalapú konstrukciók igénybevételekor pedig sok ügyfél nem kalkulál az árfolyam- és kamatváltozásból eredő esetleges többletköltségekkel.

Az ingatlanfedezet mellett nyújtott hitelek esetében a fő kockázatot az jelenti, hogy a kölcsön igénylésekor az ügyfelek megélhetési költségeiket alábecsülik, így rendszeres havi jövedelmük korlátossága miatt az esedékes törlesztőrészlet befizetése késedelmesen történik meg. Mivel a szabad felhasználású jelzáloghitelek felvétele a jellemző egyedi hitelméretből következően a többi fogyasztásihitel-terméknél magasabb havi törlesztőrészlettel párosul, az egy éven túli késedelembe lévő tartozások részaránya (5,2 százalék) is ezen termék esetében a legmagasabb.

2003 végén a nem problémamentes hitelek portfólióján belüli részaránya a személyi, áru-, kártya-, és szabad felhasználású jelzáloghitelek esetében a vizsgált bankok átlagában egyaránt 10 százalék körül mozgott, az egyes termékek esetében azonban megfigyelhetők bizonyos eltérések.

A háztartások részére nyújtott gépjárműhitelek minősége elmarad mind a bankok pénzügyi vállalkozásokkal szembeni portfóliójához (amely gyakorlatilag problémamentes), mind a bankok háztartási portfóliójához képest. Fontos azonban kiemelni, hogy a minősített követelések 16,3 százalékos aránya nem tartalmazza a már leírt és a mérlegből kikerült követeléseket. A gépjárműhitel-portfólió minőségének értékelése során szem előtt kell tartani, hogy a portfólió meghatározó része ténylegesen nem a bankok könyveiben, hanem azok pénzügyi vállalkozás leányvállalatai könyveiben szerepel. A pénzügyi vállalkozások számára pedig a hitelintézetekénél kevésbé szigorú jogszabályi előírások vannak érvényben a portfólió minősítését illetően, aminek következtében az anyabanki standardok folyamatos adaptálásának ellenére is – néhány kivételtől eltekintve – lazább követelésminősítési gyakorlat követésével kell számolnunk.

Számottevő különbség mutatkozik minőség szempontjából a forint és deviza gépjárműhitelek portfóliója kö-

zött. A problémamentes hitelek aránya a svájci frankban denominált hitelek esetében a legnagyobb (86–98 százalék között), aminek oka egyrészt ezen portfóliónak a forint és euró portfólióknál kedvezőbb korösszetétele (jellemzően a svájci frank alapú hitelek kerültek a piacon legkésőbb bevezetésre), másrészt az alacsonyabb THM-ből fakadóan „ceteris paribus” a svájci frankban felvett hitelek havi törlesztőrészlete a legalacsonyabb. A forinthitelek esetében a problémamentes állomány aránya 75 százalék körül, az euróhiteleknél 85 százalék körül ingadozik.<sup>149</sup>

A személyi hitelek esetében elsősorban a külön figyelemre méltó és rossz minőségű állományok aránya magas. A bankok adatai alapján a viszonylag kisebb késedelemmel (30 napon belül) fizetett követelések jelentős hányada ugyanakkor problémamentesnek minősül.

A kártyahitelek körében a külön figyelemre méltó kategóriának mind a személyi hitelekénél, mind az áruhitelénél magasabb aránya a bankok óvatosabb minősítési gyakorlatára utal, mivel a bankok többségénél a hitelkártya viszonylag új terméknek számít.

A folyószámlahitel-portfólió minősége lényegesen kedvezőbb, mint a fent említett termékek portfóliójának minősége. A folyószámla-portfólió viszonylag kedvező minősége abból adódik, hogy a bankok a hitelbírálat során több információval rendelkeznek az ügyfél fizetőképességének megítéléséhez, hiszen döntően saját számlavezetett ügyfeleik számára nyújtanak ilyen típusú hitelt, s ezáltal jobban ki tudják szűrni a nem hitelképes ügyfeleket. Ezen túlmenően a konstrukció fedezettsége is valamivel magasabb, hiszen minden bank meghatározott számlaforgalmat ír elő a hitel engedélyezéséhez.

### A hitelportfólió egyéb jellemzői

A vizsgált bankok fogyasztási hiteleinek, valamint a kapcsolódó pénzügyi vállalkozások gépjárműhitel-állományának kor és végső lejárat szerinti összesített megoszlását az alábbi táblázatok mutatják be:

#### V-9. táblázat

#### A fogyasztásihitel-portfólió minősítési kategóriák szerinti megoszlása<sup>150</sup>

2003.12.30. Megoszlás %	Probléma- mentes	Külön figyelendő	Átlag alatti	Kétes	Rossz	Nem probléma- mentes összesen
Gépjárműhitelek	83,7	12,7	1,6	0,8	1,2	16,3
Személyi hitelek	89,7	3,7	1,8	1,2	3,6	10,3
Szabad felhasználású jelzáloghitelek	88,9	3,1	1,3	3,4	3,3	11,1
Áruhitelek	89,6	4,9	1,3	0,6	3,6	10,4
Kártyahitelek	89,8	6,4	1,0	0,7	2,1	10,2
Folyószámlahitelek	96,6	0,6	0,3	0,3	2,2	3,4

<sup>149</sup> A jelen állapotot bemutató adatok. Egy esetleges kedvezőtlen irányú árfolyam-elmozdulás a késve, illetve a nem teljesítés arányát negatív irányba mozdíthatja el a devizaalapú hitelek esetében.

<sup>150</sup> A táblázat pontosságát árnyalja a bankcsoportok eltérő minősítési és követelésértékesítési gyakorlata, ami adott esetben termékenként is különbözhet.

**V-10. táblázat****A fogyasztásihitelek állomány kor szerinti összetétele**

2003. 12. 30. Megoszlás %	Gépjárműhitelek	Személyi hitelek	Szabad felhasználású jelzáloghitelek	Áruhitelek	Kártyahitelek	Folyószámla- hitelek
Kevesebb, mint 1 éves	60,6	54,1	29,0	62,0	48,0	50,5
1 és 2 év közötti	22,7	23,8	29,3	21,9	39,1	7,3
2 és 3 év közötti	13,4	10,8	25,2	9,7	10,2	8,0
3 és 4 év közötti	2,5	7,8	4,2	4,1	1,8	11,1
4 év és felette	0,8	3,5	12,4	2,2	0,9	23,2
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

**V-11. táblázat****A fogyasztásihitelek állomány végső lejárat szerinti összetétele**

2003. 12. 30. Megoszlás %	Gépjárműhitelek	Személyi hitelek	Szabad felhasználású jelzáloghitelek	Áruhitelek	Kártyahitelek
1 év alatti	10,6	6,1	7,2	17,1	14,3
1–5 év közötti	67,9	53,2	19,4	82,9	85,7
5 év feletti	21,5	40,6	73,4	0,0	0,0
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

A gépjárműhitelek esetében a fiatal korösszetétel<sup>151</sup> ellenére máris jelentkező portfólióminőség-beli problémák a portfólió érésével várhatóan nem csökkennek. A kockázati kitettséget növeli emellett az 5 éven túli lejáratú kitételek 20 százalékot meghaladó részaránya, mivel az adósok jövedelmi helyzetének alakulása ezen időtávon már nehezen becsülhető.

A személyi hitelek esetében szintén magas az 5 éven túli lejáratú állomány aránya (40 százalék), amelynél a kockázati kitettséget tovább növeli, hogy nincs mögöttük eszközfedezet, tehát az adósok jövedelmi helyzetének hosszú távú bizonytalanságából adódó nem fizetési kockázatok még inkább befolyásolják a portfólió minőségének hosszú távú alakulását.

A szabad felhasználású jelzáloghitelek esetében a bankok érettebb portfólióval rendelkeznek, a terméket jellegénél fogva a hosszabb lejáratok túlsúlya jellemzi. A

mögöttes fedezettel nem rendelkező áruhitelek esetében az állomány fiatal korából, valamint a jellemzően éven túli lejáratból eredően a portfólió minősége jelentősen változhat a hitel futamideje alatt.

A folyószámla- és a kártyahitelek esetében általában az engedélyezett keretek futamideje 1 év, de a bankok többségénél a rülirozó keret automatikusan (ismételt ügyfélvizsgálat nélkül) megújításra kerül, amennyiben fizetési mulasztás nem fordult elő a futamidőn belül, illetve az előírt feltételeket (havi meghatározott jövedelemátutalás, minimum összeg törlesztése) az ügyfél teljesíti. A folyószámlahitelek nem fizetési valószínűségének kockázatait csökkenti, hogy a bankok többségének informatikai rendszere ma már alkalmas arra, hogy ellenőrizze, teljesíti-e az ügyfél a vállalt havi jövedelemátutalást, s így a keret megújításakor ennek vizsgálatával a nem megfelelően teljesítő ügyfelek kiszűrhetők.

<sup>151</sup> A fiatal korösszetételt egyrészt az magyarázza, hogy az üzletág terjeszkedésének kezdetén nyújtott hitelek nagy része – melyek jellemzően 2–4 éves konstrukciók voltak – már kikerült a portfólióból vagy megújításra került. Másrészt a növekedés dinamikája folytán az új folyósítású hitelek aránya valamennyi évben kimagasló volt, és emiatt a korábban nyújtott hitelek részaránya látványos mértékben lecsökkent.

A bank által egy adott ingatlanhoz kapcsolódóan nyújtható hitel értéke a bankok gyakorlatában a hitelbiztosítéki érték 45–60 százalékában kerül maximálásra (LTV), függően attól, hogy egyrészt a hitel forint- vagy deviza-alapon került kihelyezésre, illetve a finanszírozás jövedelem vagy fedezet alapon történik. A hitelkockázatot jelentősen növeli, amennyiben a maximális LTV-arány nem kerül meghatározásra, vagy ha a fedezetül szolgáló ingatlan teljes leterheltsége a 80 százalékos LTV-szintet is elérheti. Az LTV mértékének a hitel devizanemétől függő meghatározása mindössze két bank esetében történik meg, a többi bank egységes limiteket tartalmaz.

Az egyedi hitel nagyság alapján a termékek két jól elhatárolható csoportra oszthatók fel. A fedezet nélküli, jellemzően folyó kiadásokat finanszírozó áru-, kártya- és folyószámlahitelek esetében a 100 ezer forint alatti tételek túlsúlya jellemző, de gyakorlatilag a teljes portfólió 500 ezer forintot nem meghaladó egyedi tételekből áll. A családok számára jellemzően jelentősebb beruházásokat finanszírozó gépjármű- és szabad felhasználású jelzáloghitelek esetében az 1–5 millió Ft közötti hitelfelvétel a meghatározó.

A banki fogyasztásihitel-termékek 4 százalék körüli értékvesztéssel való fedezettsége jól tükrözi ezen termé-

kek kockázatosabb jellegét.<sup>152</sup> A gépjárműhitelek ennél alacsonyabb, 1,82 százalékos fedezettségét csak kisebb mértékben indokolja az eszközfedezet léte. Véleményünk szerint a gépjárműhitelek esetében a viszonylag alacsonyabb arányú értékvesztés-elszámolás oka elsősorban a pénzügyi vállalkozások eltérő gyakorlatában keresendő.<sup>153</sup>

A hitelintézetekkel szemben a pénzügyi vállalkozások az elszámolt értékvesztésnek csak kisebb hányadával csökkenthetik az adóalapot<sup>154</sup>, így elvileg ebből a szempontból a pénzügyi vállalkozások nem motiváltak magasabb értékvesztés elszámolására. Ennek ellenére az elszámolt értékvesztés aránya meghaladja az adóalapot csökkentő tételként figyelembe vehető értéket.

#### A hitelek megtérülését veszélyeztető tényezők

A bankok által a kérdőíves felmérésünkre adott válaszok alapján a hitelek megtérülését leginkább veszélyeztető tényezők az alábbiakban foglalhatók össze:

##### *Jövedelmi helyzetben történő negatív elmozdulások*

Mivel az adósok törlesztési magatartása elsődlegesen jövedelmi helyzetük alakulásának függvénye, az ebben

#### V-12. táblázat

##### A szabad felhasználású jelzáloghitel-állomány LTV-arány szerinti átlagos megoszlása

2003. 12. 30.	20% alatti	20–30% közötti	30–40% közötti	40–50% közötti	50–60% közötti	60–70% közötti	70% feletti	Összesen
Megoszlás %	38,9	16,3	12,5	17,8	6,5	3,0	4,8	100,0

#### V-13. táblázat

##### A hitelportfólió egyedi volumen szerinti megoszlása a folyósított hitel nagyság alapján

Darab 2003. 12. 30. Megoszlás %	Gépjárműhitelek	Személyi hitelek	Szabad felhasználású jelzáloghitelek	Áruhitelek	Kártyahitelek	Folyószámlahitelek
0,1 M Ft-ig	0,9	14,1	0,4	82,7	61,4	77,1
0,1–0,5 M Ft között	7,2	59,6	9,4	17,2	38,1	21,8
0,5–1 M Ft között	22,7	21,0	23,7	0,0	0,5	0,6
1–5 M Ft között	54,4	5,3	61,7	0,0	0,1	0,4
5–10 M Ft között	14,6	0,0	3,8	0,0	0,0	0,0
10 M Ft felett	0,3	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

#### V-14. táblázat

##### A banki fogyasztási hitelek és a banki háttérű pénzügyi vállalkozások gépjárműhiteleinek értékvesztéssel való fedezettsége

	2001. 12.	2002. 12.	2003. 12.	2004. 09.
Banki fogyasztási és egyéb hitelek	4,41%	4,18%	3,93%	4,00%
Banki háttérű pénzügyi vállalkozások gépjárműhitelei	0,82%	1,68%	1,52%	1,82%*

\* 2004. júniusi adat.

<sup>152</sup> Összehasonlításképpen, a banki lakáshitelek értékvesztéssel való fedezettsége 0,45 százalék.

<sup>153</sup> Van olyan pénzügyi vállalkozás, melynél a több mint 365 napja lejárt hitelek után elszámolt értékvesztés aránya nem éri el az 50 százalékot sem.

<sup>154</sup> A követelés bekerülési értékének legfeljebb 2 százalékát vonhatják le 90–180 napos késedelem esetén, 5%-át 181–360 napos késedelem esetén és 25 százalékát 360 napon túli késedelem esetén.

bármilyen okból bekövetkező negatív irányú elmozdulás megnöveli a nem fizetés kockázatát. Folyószámlahitelek esetében fizetési késedelem jellemzően a munkahelyüket elvesztő vagy a bankot váltó ügyfelek esetében fordul elő. A kártyahitelek esetén növeli a kockázatokat, hogy már viszonylag alacsony jövedelműek (minimálbér) is hozzájuthatnak a termékhez, egyes konstrukciók pedig kifejezetten ezt az ügyfélszegmenst célozzák meg. A személyi hitelek, valamint a jellemzően magasabb havi törlesztőrészlet fizetésével járó szabad felhasználású jelzáloghitelek és gépjárműhitelek esetén a nem fizetés kockázata abból adódik, hogy az ügyfelek fizetőképességüket nem jól mérik fel, ezért túlvállalják magukat, s később emiatt nem tudják teljesíteni fizetési kötelezettségeiket.

#### *A devizaalapú fogyasztási hitelek kockázatai*

A bankok és pénzügyi vállalkozások a kamat-, illetve árfolyamváltozásból eredő kockázatokat továbbhárítják az ügyfélre. A devizaalapon is hozzáférhető fogyasztási hitel-termékek kockázatosága elsődlegesen abban rejlik, hogy a háztartások nem rendelkeznek természetes fedezettel a felvállalt árfolyam- és kamatkockázattal szemben. Abban az esetben, ha az adós hitelfelvételi döntését egy jelentősebb összeg igénybevétele esetén a hitel felvételekor érvényes kamat- és árfolyamszint alapján maximalizálja, az adós jövedelmi helyzetét érintő esetleges negatív irányú elmozduláson felül a pénzpiaci kondíciók kismértékű kedvezőtlen irányú elmozdulása következtében megemelkedő törlesztőrészlet késedelmes teljesítéshez, súlyosabb esetben teljes fizetéseképtelenséghez vezethet. Ugyanakkor az eddigi tapasztalatok alapján a devizaárfolyamok elmúlt években megfigyelt elmozdulásai az ügyfelek fizetőképességében nem okoztak érezhető romlást. A hitelezési kockázat felmérését nehezíti, hogy a bankok többségének scoring rendszere nem tesz különbséget forint- és devizahitel között, azaz a bankok többsége nem alkalmaz szigorúbb szempontokat a devizahitelek jóváhagyásakor.

#### *Az alkalmazott scoring rendszerek hiányosságai*

Általános problémát jelent a scoring rendszerek nem megfelelő részletezettsége, amit az is mutat, hogy a bankok többsége lényegében ugyanazt a scoring rendszert alkalmazza a személyi és a kártyahitelek (esetleg a folyószámlahitelek) esetén is, és a kockázatok megítélésénél nem veszi figyelembe az egyes konstrukciókból eredő sajátosságokat. Az értékelést nehezítette, hogy a bankok egy része üzleti titokra hivatkozva nem adott információt, vagy nem is ismeri az anyabankjuk által rendelkezésre bocsátott és alkalmazott scoring részleteit.

#### *A nem fizetési valószínűség becslésének nehézségei*

Mivel a személyi és az áruhitel jelentős részénél a bankok nem saját ügyfeleket hitelezik, hitel- és számlamúlt hiányában az ügyfél nem fizetésének valószínűségét csak becsülni tudják, melynek alapját teljeskörűen nem ellenőrizhető adatok képezik. A bankoknak a korábban hitelezett adósok adatainak, törlesztéstörténetének statisztikai elemzéseiből és a konkrét ügyfél adataiból van lehetőségük a hitelkérelem elbírálásakor a nem fizetés valószínűségét becsülni, melynek tényleges bekövetkezése jelentősen eltérhet az egyes kérelmezők esetében. Pozitív listás bankközi adósnilyvántartás bevezetésével a bankok az ügyfél hiteltörténetéről és már meglévő fizetési kötelezettségeiről megbízhatóbb információval rendelkeznének, ami jelentősen csökkentené a nem fizetés valószínűségének becsléséből származó bizonytalanságokat.

#### *A hitelelbírlás időigényének korlátossága*

A személyi, áru- és a kártyahitel konstrukció jellegéből adódóan a bankok a hitelelbírlási és döntéshozatali eljárás gyorsítására törekcszenek. Ennek következtében a bankok többsége – különösen a kisebb összegű, 500 ezer forint alatti személyi hitelek, és 100 ezer forint alatti kártyahitelügyletek esetén – nem alkalmazza a „négy szem elvét”. A hitelelbírlás és a döntés a leggyorsabb bankoknál mindössze 15-20 percet vesz igénybe, ami kevés időt ad a mérlegelésre, az ügyféltől származó információk ellenőrzésére, és növeli a hibás döntések lehetőségét is. A gyors hiteldöntési folyamatból fakadó kockázatok kezelése jól kidolgozott, megfelelően részletezett scoring rendszer alkalmazását követeli meg, ami a bankok többségénél a jelenleg alkalmazott rendszerek további fejlesztési szükségletét vetíti előre. A gépjárműhitelek esetében is potenciális kockázati forrás a hitelbírlati folyamat gyorsasága, ami nem minden esetben teszi lehetővé a hitelelbírláshoz szükséges dokumentumok alapos átvizsgálását.

#### *A bank, kereskedői partner és az adós közötti háromirányú kapcsolat minősége*

Az áruhitel és a kártyahitel esetében további bizonytalansági tényezőt jelent a bank, a kereskedői partner és az adós közötti háromirányú kapcsolat, melynek zavarai a pontos adminisztrációban, valamint a valós tartalmú és megfelelő időben történő információáramlásban okozhatnak problémákat. A gépjármű-hitelezésnél több szempontból is az egyik legjelentősebb problémaforrásnak számít a finanszírozók és a kereskedői partner, azaz az autókereskedő közötti kapcsolat minősége.



sége. A kereskedők szándékos vagy gondatlan eljárása miatti rossz hitelek nyújtása is kockázati forrás.

### **Szabad felhasználású jelzáloghitelekkel kapcsolatos speciális kockázatok**

#### *Jövedelemvizsgálat nélküli hitelezés*

Több bank termékínálatában megtalálható olyan szabad felhasználású jelzáloghitel konstrukció, amely esetében az igénybe vehető hitel nagysága az adós jövedelmi helyzetének érdemi vizsgálata nélkül, kizárólag a mögöttes ingatlanfedezet értéke alapján kerül elbírálásra és rendelkezésre bocsátásra. Mivel a hazai pénzügyi kultúra<sup>155</sup> hiányosságai következtében az adósok egy része jövedelmi helyzetükből eredő teherviselő képességének a havi törlesztőrészlethez viszonyított arányát tévesen méri fel, az erre a hiteltípusra általánosan jellemző magasabb havi törlesztési kötelezettség jelentős fizetési késedelem kialakulásához vezethet.

#### *Visszaélések a fedezetértékeléssel összefüggésben*

Mivel a szabad felhasználású jelzáloghitelek esetében a fedezetértékelés eredménye alapvetően befolyásolja a hitelhez jutást és annak volumenét, a vizsgált bankok többségénél előfordultak olyan esetek, illetve kísérletek, melyek – főként nagyobb értékű ingatlanok esetében – az értékelési eljárás eredményének megmásítására törekedtek.

#### *Az LTV mint versenytényező*

A hitelek mögötti ingatlanfedezetekkel kapcsolatban kockázatonövelő tényezőt jelent, hogy a maximális LTV-arány a bankok közti piaci verseny tényezőjévé válva egyedileg kerül meghatározásra. Amennyiben a verseny hatására a jelenleg biztonságosnak tekintett 50-60 százalékos LTV-arány, illetve a hitelbiztosítéki érték forgalmi értékhez viszonyított aránya tovább emelkedik, a fedezeti portfólió kisebb mértékű értékcsökkenése is veszélyeztetheti a hitel visszafizetését.

#### *Fedezeti portfólió rendszeres újraértékelésének hiánya*

Annak ellenére, hogy a bankok válaszai alapján a hitelek mögötti ingatlanfedezet értékváltozásában rejlő kockázati kitettség mértéke – a jelenlegi piaci folyamatok, valamint az EU-csatlakozás árstabilizáló-értéknövelő hatására – alacsony, az egyes ingatlanok állaga esetében fizikai vagy természeti külső behatások következtében történhetnek olyan mértékű változások, melyek a fedezet értékét jelentős mértékben csökkenthetik. Ebből kö-

vetkezően a bankoknak – a hitel futamidejének függvényében – legalább kétéves rendszerességgel el kellene végezniük a fedezetül szolgáló ingatlan értékelésének revízióját.

#### *A fedezeti portfólióban kialakuló koncentráció*

A hitelek fedezetül szolgáló ingatlanok földrajzi (gazdaságilag kevésbé fejlett régiók, alacsony ingatlanforgalommal rendelkező kistelepülések), vagy bizonyos ingatlantípusok (panellakások) szerinti túlzott koncentrációja a hitel esetleges nem teljesítése esetén a fedezet megfelelő értéken történő likvidálását jelentősen mehezítheti.

### **Gépjármű-finanszírozáshoz kapcsolódó speciális kockázatok**

#### *Kockázatvállalási hajlandóság emelkedése, a hitelhez jutás feltételeinek lazulása*

A gépjármű-hitelezés piacán egyre élénkülő versenykörnyezetben a finanszírozók folyamatosan kitolták kockázatviselési hajlandóságuk határait, amivel jelentősen növelték az üzletág kockázatosságát. Ilyen folyamat például az önrész arányának folyamatos csökkentése, melynek következtében az önrész meghatározása már nem az esetleges megtérülés alapján, hanem a piaci verseny és a konkurencia ajánlatai alapján történik. A legnagyobb veszélyt viszont az hordozza magában, hogy a finanszírozók az elmúlt években fokozatosan olyan háztartások számára is elérhetővé tették szolgáltatásaikat, amelyek fizetőképessége már a folyósítás időpontjában is megkérdőjelezhető lett volna. Mindez összefügg a használtautó-finanszírozás folyamatos térnyerésével is. A finanszírozók túlzott kockázatvállalása (pl. roncsautó-finanszírozás) a portfólió jelentősebb mértékű romlásához vezetett.

#### *Egyéb kockázati tényezők*

Rossz értéktartású, valamint rosszul értékesíthető fedezetek elfogadása – elsősorban a használt autók finanszírozásával függ össze, a kockázati kitettség emelkedése az alacsony és progresszíven csökkenő értékű gépjárművek finanszírozása kapcsán léphet fel.

Az ügylet futamideje alatt nem történik meg a fedezet fellelhetőségének és műszaki állapotának vizsgálata – általános probléma valamennyi finanszírozóra nézve. Szinte megoldhatatlan gond a gépjárműfedezetek folyamatos figyelemmel kísérése mind technikailag, mind költség szempontból is.<sup>156</sup>

<sup>155</sup> Erről bővebben lásd Bethlendi András: A dinamikusan bővülő hazai fogyasztásihitel-piac a nemzetközi tendenciák tükrében (a 2004. decemberi Stabilitási jelentés háttér tanulmánya).

<sup>156</sup> Az ingatlanfedezetek esetében alkalmazott mintavételes értékelési módszer adaptálása hozzájárulhatna a kockázat mérsékléséhez.

Nem megfelelő monitoring – a hitelportfólió monitoringja különösen fontos egyrészt az egyes konstrukciók sikerességének utólagos megítéléséhez, valamint az egyes kereskedők teljesítményének értékeléséhez.

#### *A bankoknál áttételesen jelentkező kockázatok*

A gépjárműhitelekkel kapcsolatos megállapítások közvetlenül a hitelt nyújtó finanszírozókra, tehát a pénzügyi vállalkozásokra vonatkoznak. Ugyanakkor a piacot meghatározó pénzügyi vállalkozások mögött tulajdonosként és szinte kizárólagos finanszírozóként a hazai bankok állnak, ezért számos kockázat áttételes hatást gyakorolhat a bankokra. A pénzügyi vállalkozások portfóliójának minőségében bekövetkezett negatív irányú elmozdulás, a kamatmarzsok csökkenése, a finanszírozók kockázattalállási hajlandóságának emelkedése miatt kiemelten fontos, hogy a bankcsoportok irányító hitelintézetei nagyobb figyelmet fordítsanak a pénzügyi vállalkozások prudens működésére, mivel a pénzügyi vállalkozások szektorában jelentkező problémák végső soron a hitelintézeteknél csapódnak le a jövedelem bankcsoporton belüli csökkenése, de akár tőkevesztés formájában is.

#### *Fedezetértékesítéssel kapcsolatos problémák*

A szabad felhasználású jelzáloghitelek esetében a work out tevékenység alacsony hatásfoka okoz problémát. Általában elmondható, hogy az ügyfelek törekszenek a bankkal való együttműködésre, és lehetőségeik szerint mindent megtesznek azért, hogy a lakóingatlanukat ne veszítsék el. A kölcsön- és zálogszerződés közokiratba foglalása lehetővé teszi a peres eljárás nélkül történő végrehajtást, kockázatot jelenthet azonban a likvidálási eljárás érdeklődés hiányában történő elhúzódása. A gépjárműhiteleknel a hitelszerződés keretében (szemben a lízing konstrukcióval) a finanszírozott eszköz tulajdonjoga az ügyfélhez kerül. Így nem teljesítés esetén a behajtó csak azt követően hajthatja be a gépjárművet az adóstól, miután az adóst a szerződés felmondásáról bizonyíthatóan értesítették, ami viszont akár több hónapot is igénybe vehet.

### **V. 2. 6. A FOGYASZTÁSIHITEL-PORTFÓLIÓ MINŐSÉGÉNEK VÁRHATÓ ALAKULÁSA**

A felmérésben részt vevő bankok a 2004–2005-ös időszakban – a fogyasztásihitel-állomány folyamatos bővülése mellett – a portfólió kockázati kitétségében lényegi változásokkal nem számolnak, álláspontjuk szerint az alkalmazott kockázatkezelési mechanizmusok biztosítják a portfólió minőségének szinten tartását. A kockázati kitétség emelkedésének lehetőségét – a hitelkártyák elterjedésével és számuk növekedésével párhuzamosan – mindössze egy bank említette meg, várakozásai szerint azonban ezt portfóliósinten az ingatlanfedezet

mellett nyújtott hitelek állományának bővülése kompenzálni fogja.

Az ügyfelek fizetési készségét és képességét illetően a 2005. év végéig terjedő időszakra a bankok – a makrogazdasági peremfeltételek alakulásának függvényében – a jelenlegi tendenciák folytatódásával számolnak, az elkövetkezendő 2-3 éves időszakban ugyanakkor a portfólió átlagos korának emelkedésével párhuzamosan számítani lehet a késedelmes ügyfelek arányának emelkedésére.

A vizsgált bankok a fizetési készség és képesség negatív irányú elmozdulásának veszélyét az alacsony önerős gépjárműhitel-konstrukciók esetében tartják a legnagyobbak. Ennek hátterében a rosszhiszemű hitelfelvevők számának emelkedése, módszereik kifinomultabbá válása húzódik meg. Ennek kiszűrése érdekében valamennyi gépjárműhitelezéssel foglalkozó bank, illetve bankcsoport elemi érdeke hitelebírási rendszerének intenzív továbbfejlesztése.

Megítélésünk szerint a fogyasztásihitel-piacot jellemző tendenciák alapján az elkövetkezendő két éves időszakban a kihelyezések állományának további folyamatos emelkedése prognosztizálható. A fogyasztásihitel-portfólió hitelkockázati kitétségét tekintve a portfólió érettebbé válásával párhuzamosan valamennyi hiteltípus esetében a késedelmes, nem problémamentes portfólióhányad további emelkedése valószínűsíthető, ami várakozásaink szerint leginkább a mögöttes fedezettel nem bíró, jellemzően alacsonyabb jövedelmi helyzetű rétegek által preferált áruhitelek esetében, valamint a finanszírozók által az erős piaci verseny következtében magasabb kockázati szintet felvállaló gépjárműhitelezésben lesz tetten érhető. A dinamikus emelkedő kártyahitel-állomány esetén – piaci tapasztalatok hiányában – egyelőre nehezen becsülhető a jövőbeni nem fizetésből származó kockázat. A nemzetközi tendenciák azonban arra figyelmeztetnek, hogy a jelenleginél jóval magasabb nem fizetési valószínűséggel kell számolni.

A szabad felhasználású jelzáloghitelek, személyi és folyószámlahitelek esetében a kockázati kitétség jövőbeni számottevő emelkedését – a mögöttes ingatlanfedezetek értékét, illetve az adósok jövedelmi helyzetét negatív irányban befolyásoló esetleges külső hatásoktól eltekintve – nem várjuk. Amennyiben a kínálati verseny erősödése a hitelezési feltételek lazulását vonná maga után, a fent említett negatív hatások erőteljesebben érvényesülhetnek.

A devizaalapon is hozzáférhető konstrukciók kockázati kitétségét jelentős mértékben növelhetik az adósok szempontjából kedvezőtlen irányú kamat- és árfolyamtendenciák, amelyek hatásaként megemelkedhet a késedelmesen vagy nem teljesítő ügyfelek aránya.

## V. 2. 7. PIACI KOCKÁZATOK ÉS LIKVIDITÁSI KOCKÁZAT

A fogyasztási hitelezéssel kapcsolatosan a bankoknál és a pénzügyi vállalkozásokon keresztül a bankcsoportnál fennálló kamat-, árfolyam- és likviditási kockázatot összességében alacsony mértékűnek ítéljük. A bankok fogyasztásihitelek-termékeivel összefüggő kamat-, árfolyam- és likviditási kockázat része a teljes banki pozíciónak, és ezért a kockázatomérés és -kezelés teljes mérleg szemléletben történik. Ugyanakkor a bankok és pénzügyi vállalkozásaik közötti refinanszírozási struktúra sajátosságaiból eredően érdemes külön figyelmet fordítani a potenciális csoport-szintű kockázatokra.

### Banki fogyasztásihitelek-termékek

Kamatkockázat tekintetében a fogyasztásihitelek-termékek esetében elsősorban az ún. újraárazási kockázat említendő meg, ami a kötelezettségek és a követelések átárazódásának jelentős mértékű eltérését jelenti. A kamatkockázati kitétség mértéke és a kamatkockázat kezelése a legtöbb bank esetében teljes mérleg szemléletben történik. A teljes bankcsoporton belüli kamatkockázat kezelése elsősorban a refinanszírozási struktúrájának az eszközök struktúrájához való igazításával valósul meg.

A banki fogyasztásihitelek-termékekhez kapcsolódó árfolyamkockázat a devizaalapú fogyasztásihitelek-termékek elterjedésének hiánya miatt még nem releváns. A devizaalapú lakáshitelek 2004. évben tapasztalt dinamikus növekedéséhez hasonlóan ugyanakkor várható a devizaalapú fogyasztási hitelek iránti érdeklődés erősödése. A szabad felhasználású jelzáloghitelek esetében már tetten érhető ez a tendencia, ugyanis 2004 második és harmadik negyedében az új folyósítások jellemzően devizaalapon történtek.

A fogyasztási hitelezéssel kapcsolatosan a bankoknál jelentkező likviditási kockázatot összességében mérsékeltnek ítéljük, az egyedi kis összegű tranzakcióknak a bank likviditási pozíciójára gyakorolt hatása az egyedi ügyletek számossága ellenére sem jelentős. A lejáratú transzformációból eredő likviditási kitétség mértéke a leghosszabb futamidejű szabad felhasználású jelzáloghitelezés jelentős mértékű növekedése esetén emelkedhet meg, ugyanis a támogatott lakáshitelekkel ellentétben – ahol a hosszú lejáratú forrást a jelzáloghitelek-intézetek biztosítják – ezen kihelyezéseket a bankok jellemzően éven belüli forrásból finanszírozzák.

## Gépjárműhitelek és bankcsoport kockázat

A gépjárműhiteleknel a kamatkockázat közvetlenül a pénzügyi vállalkozásoknál jelentkezhet. A bankok a pénzügyi vállalkozásoknak nyújtott hitelek kamatkockázatát a teljes mérleg szemléletű kamatkockázat-kezelés során lefedezik. Bankcsoport szinten akkor nem jelentkezik kockázat, ha a pénzügyi vállalkozásoknál is összhang van a források és eszközök átárazódási szerkezete között. A bankok az elterjedt gyakorlat szerint tükörfinanszírozást végeznek, azaz a banki források denominációs összetételükben és átárazódásukban is igazodnak a végső hitelkihelyezések jellemzőihez. Fischer-Sánta (2003) bankcsoport-kockázati tanulmányukban a pénzügyi vállalkozásoknál jelentkező kamatkockázatot alacsonynak ítélték meg.

A devizaalapú gépjármű-hitelezés a bankok többségénél a pénzügyi vállalkozásokon keresztül valósul meg. A pénzügyi vállalkozások anyabank általi refinanszírozása a kihelyezések devizaneméhez igazodik, ezáltal a pénzügyi vállalkozásnál árfolyam-kockázati kitétség nem vagy csak minimális mértékben marad.<sup>157</sup> Emellett a bankok és a pénzügyi vállalkozások az ügyféllel kötött szerződésben továbbhárítják az árfolyamváltozásból eredő kockázatot az ügyfélre.

A banki háttérű pénzügyi vállalkozások likviditási kockázati kitétségét jelentős mértékben befolyásolja a mérlegükben jelentkező likviditási egyensúlytalanság: a rövid lejáratú kötelezettségek jelentősen meghaladják a rövid lejáratú eszközök mértékét.<sup>158</sup> A rövid lejáratú kötelezettségek viszont gyakorlatilag teljes mértékben a pénzügyi vállalkozásoknak az anyabankjukkal szembeni hiteltörlesztési kötelezettségéből állnak fenn. Ebből következően abban az esetben, ha a pénzügyi vállalkozásnál likviditási nehézségek jelentkeznek, az anyabank feltételezhetően megújítaná a pénzügyi vállalkozás refinanszírozási hitelét és nem kényszerítené kötelezettséget teljesítésére.<sup>159</sup>

## V. 2. 8. MŰKÖDÉSI KOCKÁZATOK

A bankok fogyasztási hitelezéssel összefüggő működési kockázati kitétségét az adott bankra jellemző személyi és technikai feltételek befolyásolják, melyek egy része szorosan kapcsolódik a hitelezési kockázathoz, mértéke azonban jóval alacsonyabb annál.

A válaszadó bankok többségénél a lakossági kockázatkezelési terület főosztályi, illetve igazgatósági szinten szervezetileg elkülönülten működik az üzleti területtől, ugyanakkor kockázatot jelent, hogy ez a szervezeti kü-

<sup>157</sup> Erről bővebben lásd Sánta Livia-Fischer Éva: Bankcsoportkockázat kezelése a magyar bankrendszerben, MNB 2003

<sup>158</sup> A forgóeszközök aránya 30 százalék, a rövid lejáratú kötelezettségek aránya 52 százalék (2004. június 30-i adat).

<sup>159</sup> Lásd Fischer Éva-Sánta Livia: Bankcsoportkockázat kezelése a magyar bankrendszerben, 2003

lönállás nem minden banknál valósul meg legfelsőbb szinten. A bankok döntő hányadánál a hitelbírálati folyamatban a kockázatkezelési terület jóváhagyása csak az egyedi, kivételes feltételeket tartalmazó, illetve különlegesen nagy összegű fogyasztási hitelek engedélyezése esetén szükséges. A fogyasztási hiteleknel jellemző gyors döntési folyamat a standard feltételrendszerű, kis összegű hitelek esetében egyszemélyi, s a bankok többségénél nem vezetői szintű hitelbírálatot jelent, ami a nem megfelelő hatékonysággal működő scoring rendszert üzemeltető bankok esetében a kockázati kitettség emelkedését eredményezheti.

A fogyasztási hitelek elbírálásánál a tapasztalatok szerint a csalás kockázata is magasabb, mint pl. a lakáshitelek esetében, ami elsődlegesen hamisított okmányok benyújtásával, illetve a nem valós adatok megadásával valósulhat meg.

A gépjármű-hitelezésnél további működési kockázatokat hordoz magában, hogy a hitelbírálatot nem minden pénzügyi vállalkozásnál támogatja scoring rendszer, vagy annak fejlettsége elmarad a bankoknál alkalmazott rendszertől. Az autókereskedők közreműködése is jelentős kockázati tényező, amennyiben a bankok nem elég körültekintően választják ki a kereskedő partnereket, nem kontrollálják őket megfelelően, illetve a velük kötött szerződések nem ösztönzik őket prudens hitelezési magatartásra.

A hitelkártyával történő visszaélésekből (pl. elveszett, ellopott, hamisított kártyákkal okozott kár, hamis adatokkal igényelt kártyák stb.)<sup>160</sup> származóan a bankoknak közvetlen vesztesége jelentkezhet, hiszen a vonatkozó jogszabály<sup>161</sup> értelmében a kártya elvesztésének vagy ellopásának bejelentését követően teljes mértékben a bankok viselik a kárt.<sup>162</sup> Az utóbbi években kedvező tendenciák figyelhetők meg a kártyacsalások visszaszorításának terén annak eredményeként, hogy a bankok folyamatosan dolgoznak a visszaélésgyanús műveleteket kiszűrő monitoringrendszerek korszerűsítésén.

### Összefoglalás

A hitelintézetek és a banki háttérű pénzügyi vállalkozások fogyasztási célú hitelezési gyakorlatát és kockázati kitettségét áttekintve az alábbi főbb megállapítások tehetők:

A fogyasztási hitelezés legjelentősebb kockázati szegmensét jelentő hitelkockázat mértéke alapvetően az ügyfelek fizetőképességétől és készségétől, a szabad felhasználású jelzáloghitelek és gépjárműhitelek esetében ezenfelül a fedezeti portfólió értékének várható ala-

kulásától függ. Az adósok fizetőképességét nagyban befolyásolja az a tény, hogy a hazai pénzügyi kultúra hiányosságából fakadóan egy részük nem képes helyesen megítélni a saját jövedelmi helyzetéhez igazodó teherviselő képességét, továbbá nem rendelkezik elégséges ismeretekkel az egyes pénzügyi termékekről. A hitelezési kockázatokat növeli, hogy a bankok számára rendelkezésre álló információk korlátossága miatt az ügyfél nem fizetésének valószínűsége nehezen becsülhető, emellett a devizaalapon is hozzáférhető hiteltermékek esetében az adósokat terhelő árfolyam- és kamatkockázat is végső soron a bankok hitelezési kockázati kitettségét növeli. A hitelezési kockázatok emelkedéséhez hozzájárul továbbá a scoring rendszerek nem megfelelő részletezettsége, valamint a szabad felhasználású jelzáloghitelek esetében a fedezetértékelésekkel összefüggő problémák. A gépjármű-finanszírozás piacán az erősödő verseny hatására a finanszírozók kitölték a kockázatviselési hajlandóságuk határait, melynek hatása végső soron a gépjárműhitelt nyújtó pénzügyi vállalkozások mögött tulajdonosként és szinte kizárólagos finanszírozóként meghúzódó hazai piacvezető bankoknál csapódhat le.

A fogyasztási hitelezéssel kapcsolatosan a bankoknál és a pénzügyi vállalkozásokon keresztül a bankcsoportnál fennálló kamat-, árfolyam- és likviditási kockázatot összességében alacsony mértékűnek ítéljük. A bankok fogyasztási hitel-termékeivel összefüggő ezen kockázati komponensek a teljes banki pozíció részeként jelentkeznek, ezért a kockázatmérés és -kezelés is teljes mértékben szemléletben történik. A bankok és pénzügyi vállalkozásaik közötti refinanszírozási struktúra kapcsán potenciálisan felmerülő bankcsoport szintű piaci és likviditási kockázat mértékét szintén nem tekintjük jelentősnek, mivel a banki források denominációs összetételükben és átárazódásukban igazodnak a végső hitelkihelyezések jellemzőihez.

A bankok fogyasztási hitelezéssel összefüggő működési kockázati szegmensei (szervezeti összefonódások, egyszemélyi döntések, hitelkérelemmel kapcsolatos ügyfél-csalások, scoring rendszerek hiányosságai, hitelkártyával elkövetett visszaélések) a hitelezési kockázathoz kapcsolódnak, mértékük azonban jóval alacsonyabb annál.

Az üzletág jövedelmezőségét tekintve a fogyasztási hitel-termékek banki árazási gyakorlata jelentősen eltér a gépjárműhitelekétől. A bankok által nyújtott fogyasztási hitel-termékek esetén a 2003. évre vonatkozó 11,7 százalékos kamatmarzs nemzetközi összehasonlításban is igen magasnak számít, az árazási kondíciók alakulását az egyes részpiacokon kialakult verseny és a bankok versenypozíciója mellett egyéb tényezők (magas működési költség-

<sup>160</sup> Bővebben lásd: Keszy-Harmath Zoltánné: Visszaélések a bankkártya üzletágban (2003.)

<sup>161</sup> A Pénzforgalomról, pénzforgalmi szolgáltatásokról és az elektronikus fizetési eszközökről szóló 232/2001. számú kormányrendelet.

<sup>162</sup> A bejelentést megelőzően a kártyabirtokos felelőssége csak 45 000 Ft-ig terjed, míg az efeletti kár is a bankokat terheli, kivéve, ha az nem a birtokos szándékos magatartása vagy súlyos gondatlansága folytán következett be.

gek, a bankok relatív kevésbé hatékony működése, kamatkockázati felár, termékkockázatosság) befolyásolják. A pénzügyi vállalkozások által nyújtott gépjárműhitelek kialakult árazási gyakorlatát a piaci verseny mellett a konstrukció jellemzői és részpiaci sajátosságok határozzák meg. A vizsgált egyéb fogyasztásihitel-termékekhez képest alacsonyabb kamatmarzsot elvileg indokolhatná a fedezet mellett történő hitelezés, ugyanakkor több tényező következtében (a finanszírozók kockázatvállalási hajlandóságának emelkedése, fedezeti arány csökkenése, az árverseny miatti csökkenő ügyleti kamatok) a jelenlegi kamatmarzs csökkenő mértékben képes fedezni a gépjármű-finanszírozók ténylegesen vállalt kockázatait.

Összegzésként megállapítható, hogy a hitelintézetek és a banki háttérű pénzügyi vállalkozások fogyasztási hitelezési gyakorlata és az üzletághoz kapcsolódó kockázati kitétség jelenlegi mértéke nem veszélyezteti a pénzügyi rendszer stabilitását.

### Irodalomjegyzék

- 14/2001 (III. 9.) PM rendelet a kintlévőségek, befektetések, mérlegén kívüli tételek és a fedezetek minősítésének és értékelésének szempontjairól
1996. évi CXII. törvény a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról
- Árvai Zsófia–Dávid Zsuzsanna–Vincze Judit: Hitelinformációs rendszerek (Hitelintézeti szemle 2002/5).
- Bankkártya hírlevelek (kiadja: Bankkártya Netinfo)
- Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework (Basel Committee Publication No. 107, 2004. június)
- Bethlendi András: A dinamikusan bővülő hazai fogyasztásihitel-piac a nemzetközi tendenciák tükrében (A 2004. decemberi Stabilitási jelentés háttér tanulmánya)
- Fischer Éva–Sánta Livia: Bankcsoportkockázat kezelése a magyar bankrendszerben (2003. május, belső anyag)
- Keszy-Harmath Zoltánné: A fizetési kártya üzletág Magyarországon (2002–2004) MNB Pénzforgalmi, emissziószabályozási és- szervezési főosztály anyaga
- Keszy-Harmath Zoltánné: Visszaélések a bankkártya üzletágban (2002–2004) MNB Pénzforgalmi, emissziószabályozási és- szervezési főosztály anyaga
- Lopes, Paula: Credit card debt and default over the life-cycle (Discussion paper, London School of Economics, Financial Markets Group and ESRC Research Centre, 2003)
- Magyar Csilla–Vincze Judit: Likviditáskockázat-kezelés és piaci likviditás a magyar bankrendszerben (2002. november, belső anyag)
- Móré Csaba–Nagy Márton: Verseny a bankpiacon (MNB Füzetek 2004/9)
- Nagyné Vass Erzsébet: A lakossági bankszolgáltatások nemzetközi és hazai trendjei
- Szalay György–Tóth Gyula: A lakásfinanszírozás gyakorlata, kapcsolódó kockázatok és azok kezelése a magyar bankrendszerben (2003. november, belső anyag)
- Tájékoztató a nem banki pénzügyi közvetítők 2003. évi tevékenységéről, MNB
- Gazdasági napi- és hetilapokban megjelent sajtóanyagok
- Fogyasztási célú hitelezéssel foglalkozó bankok honlapjain az egyes termékekre vonatkozó tájékoztatók, általános üzleti feltételek és kondíciós listák
- Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete honlapján (www.pszaf.hu) található termék-összehasonlító táblák
- Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete elnökének 3/2002. számú módszertani útmutatója a pénzügyi csoportok összevont alapú irányításáról és kockázatkezeléséről
- Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete elnökének 2/2000. számú ajánlása a hitelintézetek eszköz-forrás gazdálkodásáról és a piaci kockázatok kezeléséről
- Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete Felügyeleti Tanácsának módszertani útmutató-tervezete a hitelintézetek kamatlábkockázatának kezeléséről

## ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

### ÁBRÁK

#### I. MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET

I-1. ábra	Globális kockázati mutatók	17
I-2. ábra	A folyó fizetési mérlegre és a GDP-arányos államháztartási hiányra vonatkozó várakozások historikus alakulása	18
I-3. ábra	A forint árfolyama az euróval szemben	19
I-4. ábra	Állampapír-piaci referenciahozamok	19
I-5. ábra	3 hónapos származtatott forint-euró forwardkülönbözetek	19
I-6. ábra	A forint-euró árfolyam implikált volatilitása	20
I-7. ábra	12 hónap múlva várt irányadó kamat	20
I-8. ábra	Főbb tőzsdeindexek	21
I-9. ábra	A GDP növekedése	22
I-10. ábra	A vállalati beruházások alakulása	23
I-11. ábra	Az euróövezet (EABCI) és a német (IFO) üzleti klíma indexe	23
I-12. ábra	Termelékenység a vállalati szektorban	23
I-13. ábra	A költségalapú reál-effektív árfolyamindex alakulása	24
I-14. ábra	A reálkamatok alakulása	24
I-15. ábra	A Brent típusú kőolaj árának alakulása dollárban, euróban, illetve forintban	24
I-16. ábra	A fogyasztóiár-index és a maginfláció alakulása	25
I-17. ábra	A vállalatvezetők inflációs várakozása, illetve a várakozások szórása	25
I-18. ábra	A lakosság által érzékelt, illetve várt jövőbeli infláció alakulása a TÁRKI felmérése szerint	25
I-19. ábra	Az államháztartási és háztartási szektor GDP-arányos nettó finanszírozási képességének alakulása	27
I-20. ábra	A nemzetgazdasági szektorok finanszírozási képessége és a külső finanszírozási igény a GDP arányában	28
I-21. ábra	A nemzetgazdaság külső finanszírozásának szerkezete	28
I-22. ábra	A külső finanszírozási igény és finanszírozása a GDP százalékában	28
I-23. ábra	Magyarország GDP-arányos nettó külföldi adósságának alakulása	29
I-24. ábra	A nemzetközi tartalékok alakulása	30
I-25. ábra	A nemzetközi tartalékok állománya különböző monetáris aggregátumokhoz viszonyítva	31
I-26. ábra	A devizatartalék a nemzetgazdaság éven belüli külső adósságának arányában	31

#### II. A PÉNZÜGYI PIACOK SZERKEZETÉNEK ALAKULÁSA

II-1. ábra	Forint-deviza spotpiaci forgalom ügyféltípusonként	37
II-2. ábra	Regionális bid-ask szpredek és a forint volatilitása	38
II-3. ábra	A magyar bankrendszer forint-deviza FX-swap forgalmának alakulása szektoronként	39
II-4. ábra	A magyar bankrendszer bruttó határidős forint-deviza forgalmának alakulása	40
II-5. ábra	A hazai opciós piac lejárat szerkezete	41
II-6. ábra	A hitelpapírok instrumentumonkénti napi átlagos nominális forgalma, negyedévenként	42
II-7. ábra	Az összes adósságpapír és az állampapírok állományának GDP-hez viszonyított aránya, 2003 decemberében	43
II-8. ábra	Az összes adósságpapír és az állampapírok napi átlagos másodpiaci forgalma	43
II-9. ábra	Állampapír-forgalom lejárat szerinti megoszlása	43

II-10. ábra	A magyar, a cseh, a lengyel és a szlovák állampapíripiacok átlagos vételi és eladási árai közötti különbözözetek	44
II-11. ábra	Jelzaloglevelek állománya a kibocsátás típusa szerint	44
II-12. ábra	A fedezetlen bankközi piac átlagos napi forgalmának alakulása	46
II-13. ábra	A repópiac átlagos napi forgalmának havi alakulása	47

### III. A BANKRENDSZER STABILITÁSA

III-1. ábra	Reálnövekedési ütem	51
III-2. ábra	Különbözö szektoroknak a hazai bankrendszerrel szembeni nettó pénzügyi pozíciója	51
III-3. ábra	A nem pénzügyi vállalatoknak a bankokkal és egyéb intézményekkel szembeni hitelei	53
III-4. ábra	A devizahitelek aránya és az ország nyitottsága közötti kapcsolat	53
III-5. ábra	A nem pénzügyi vállalatok belföldi devizahiteleinek denominációs összetétele	55
III-6. ábra	A nem pénzügyi vállalati hitelek méretkategóriáinként	56
III-7. ábra	Projekthitelek alakulása	56
III-8. ábra	Nem pénzügyi vállalati hitelek éves növekedési ütemének gazdasági ágazatonkénti alakulása	57
III-9. ábra	A feldolgozóipar és a kereskedelem belföldi devizahiteleinek aránya a szektorok teljes hitelállományához viszonyítva	57
III-10. ábra	Nem pénzügyi vállalatok kamatfelárának alakulása	58
III-11. ábra	A háztartások nettó finanszírozási képessége/igénye a rendelkezésre álló jövedelem százalékában	59
III-12. ábra	Háztartási adósságállomány alakulása	59
III-13. ábra	A banki lakáshitelek állománya és a háztartási hiteleken belüli részesedése	61
III-14. ábra	Az első három negyedévben kiadott lakásépítési engedélyek száma, illetve ebből a községek aránya	61
III-15. ábra	Az új folyósítású forintalapú fogyasztási hitelek THM-jének, a folyószámlahitelek kamatlábának, illetve a három hónapos DKJ hozamának alakulása	63
III-16. ábra	A bankrendszer portfóliójának minősége – súlyozatlan arányok	64
III-17. ábra	A bankrendszer portfóliójának minősége – súlyozott arányok	64
III-18. ábra	A vállalati portfólió minősége	64
III-19. ábra	A háztartási portfólió minősége	66
III-20. ábra	A legfeljebb 90 napot elérö fizetési késedelmek mutatói a nem pénzügyi vállalati és a háztartási portfóliókban	66
III-21. ábra	Minősített tételek aránya a mérlegben, a vállalati portfólióban és a háztartási portfóliószegmensekben	67
III-22. ábra	Értékvesztés aránya a bruttó eszközértékhez	67
III-23. ábra	A főbb származékos ügyletek állománya szerződés szerinti értéken	68
III-24. ábra	Devizatételek és a nyitott pozíció mérlegen belüli aránya	69
III-25. ábra	A bankrendszer devizapozíciója	69
III-26. ábra	Forint kamatemelkedés (5 százalékpont) feltételezett bankrendszeri hatása a források átárazási késleltetése alapján	71
III-27. ábra	Bankrendszeri durationrés a látra szóló betétek lejáratára vonatkozó feltételezés függvényében	71
III-28. ábra	Kereskedési könyvi pozíciós kockázat mögé allokált tőke szavatoló tőkén belüli aránya	72
III-29. ábra	Hitel/betét arány a bankrendszerben	74
III-30. ábra	Likvid eszközök aránya	74
III-31. ábra	A Hpt. szerinti limittúllépések	75
III-32. ábra	A TMM, a korrigált alapvetö TMM és a stressz-TMM-mutatók alakulása	76
III-33. ábra	A tíz legnagyobb mérlegfőösszegű bank, ezek átlagának, illetve a szektor átlagának tőkehelyzete és a nem teljesítö követeléseken elérhető maximális veszteségen mért kockázata 2003 és 2004 júniusában	77
III-34. ábra	A bankrendszeri ROE és ROA alakulása	78
III-35. ábra	Banki csoportok ROE szerint	78
III-36. ábra	A spread és összetevői	79
III-37. ábra	Kamat- és nem kamatjellegű jövedelem aránya a bruttó működési eredményben	79
III-38. ábra	A működési költségek mérlegfőösszeghez és bevételekhez viszonyított aránya	80
III-39. ábra	A nettó kamatjövedelem összetevőinek havi alakulása	80

**IV. AKTUÁLIS TÉMÁK**

IV-1. ábra	Devizahitelek aránya a háztartási portfólión belül	85
IV-2. ábra	A háztartási forint- és devizahitelek a GDP arányában	86
IV-3. ábra	Devizahitelek aránya a lakossági hiteleken belül	87
IV-4. ábra	A háztartási forint- és devizahitelek a GDP arányában	87
IV-5. ábra	Ingtalanhitelek a GDP arányában	88
IV-6. ábra	A devizahitelek aránya a tranzakciókon belül	88
IV-7. ábra	Fogyasztási hitelek a GDP arányában	88
IV-8. ábra	Devizahitelek aránya a háztartási portfólión belül a lengyel bankrendszerben	89
IV-9. ábra	A háztartások fogyasztási és felhalmozási döntéseit jellemző főbb aggregátumok alakulása	92
IV-10. ábra	A fogyasztási ráta alakulása néhány fejlett országban	92
IV-11. ábra	A magánszektorban nyújtott hitelek GDP-hez viszonyított aránya egyes GMU-tagországokban	93
IV-12. ábra	A háztartások által felvett hitelek éves reálnövekedési üteme és az eladósodottsági ráta alakulása	94
IV-13. ábra	A lakosság saját várható pénzügyi helyzetének értékelése és a reálbérek változása	94
IV-14. ábra	A lakossági nettó fogyasztási célú hitelvételeinek aránya a fogyasztási kiadásaihoz képest	94
IV-15. ábra	A lakossági devizahitelek elterjedését kísérő főbb nemzetközi tényezők alakulása	95
IV-16. ábra	A fogyasztásihitel-felvétel és a hitelköltségek alakulása	95
IV-17. ábra	A lakosság kötelezettségein képződő nominális kamatkiadások nagysága	95
IV-18. ábra	Jövedelmezőségi mutatók a vállalati szektorban, 1993–2003	97
IV-19. ábra	A ROA eloszlása, 1993–2003	97
IV-20. ábra	A ROA mediánjának és alsó kvintilisének változása, 1993–2003	98
IV-21. ábra	Jövedelmezőség (ROA) az egyes ágazatokban, 1993–2003	98
IV-22. ábra	Átlagos statisztikai állományi létszám a feldolgozóiparban, 1994–2003	100
IV-23. ábra	A jövedelmezőség (ROA) alakulása az exportörök és nem exportörök esetében, 1993–2003	100
IV-24. ábra	A nem pénzügyi vállalatok tőkeáttétele	101
IV-25. ábra	Ágazati tőkeáttétel-mutatók, 1994–2003	102
IV-26. ábra	Aggregált kamatfedezet és az éven túli lejáratú súlyozott átlagos vállalatihitel-kamat, 1995–2003	102
IV-27. ábra	Ágazati kamatfedezet-mutatók, 1994–2003	103
IV-28. ábra	A legalacsonyabb kamatfedezetű vállalatok súlya és tőkeáttétele, 1994–2003	103
IV-29. ábra	Likviditási gyorsráta a vállalati szektorban, 1994–2003	103
IV-30. ábra	A likviditási gyorsráta eloszlásának alsó kvintilise, 1994–2003	103
IV-31. ábra	A pénzhányad eloszlásának mediánja és alsó kvintilise, 1994–2003	104

**V. TANULMÁNYOK**

V-1. ábra	Egyes pénzügyi intézménytípusok fogyasztásihitel-állománya, illetve a banki fogyasztási hitelek HHI-mutatója	116
V-2. ábra	A pénzügyi intézmények fogyasztásihitel-portfóliójának megoszlása	118
V-3. ábra	Háztartási hitelek penetrációja a teljes lakosság százalékában jövedelmi (vagyon) helyzet, illetve jövedelemkilátás szerint 2004 I. félévében	121
V-4. ábra	A bankrendszer és pénzügyi vállalkozásaik fogyasztási hiteleinek alakulása	126
V-5. ábra	A bankrendszer és pénzügyi vállalkozásaik fogyasztásihitel-portfóliójának termékösszetétele	126
V-6. ábra	A bankrendszer és pénzügyi vállalkozásaik fogyasztásihitel-portfóliójának denominációs összetétele	127
V-7. ábra	Az átlagos fogyasztásihitel-kamat összetételének alakulása 2000. január és 2004 augusztusa között	129
V-8. ábra	A kockázati felár és a referenciahozam alakulása 2000. január és 2004 augusztusa között	130



## TÁBLÁZATOK

### I. MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET

I-1. táblázat	Világ gazdasági és regionális növekedési ütemek	15
I-2. táblázat	A GDP és komponenseinek éves növekedési üteme	22
I-3. táblázat	A nemzetgazdasági szektorok külfölddel szembeni nettó tartozásának alakulása a GDP százalékában	29

### II. A PÉNZÜGYI PIACOK SZERKEZETÉNEK ALAKULÁSA

II-1. táblázat	A hazai pénzügyi piacok egyes szegmenseinek átlagos napi másodpiaci forgalmának az alakulása	36
II-2. táblázat	A fedezetlen bankközi piac és a jegybanki egynapos betét átlagos napi forgalma, félévenként	46
II-3. táblázat	A pénzpiac koncentrációjának alakulása	47

### III. A BANKRENDSZER STABILITÁSA

III-1. táblázat	Nem pénzügyi vállalatokkal szembeni követelések a lejárat óta eltelt napok szerint	65
III-2. táblázat	Összes követelés az 1-90 napja lejárt állománnyal rendelkező nem pénzügyi vállalatokkal szemben	65
III-3. táblázat	A bankrendszer 90 napos kumulált átárazási/lejáratú réseinek alakulása	70
III-4. táblázat	Duratióval súlyozott összesített kamatkockázati kitettségek	72
III-5. táblázat	Árfolyam-kockázati kitettségek	72
III-6. táblázat	Potenciális értékváltozások és hatásuk a bankrendszer tőke megfelelésére	73
III-7. táblázat	A korrigált mérlegfőösszeg összetevőinek alakulása	76
III-8. táblázat	A bankrendszer eredménye	79

### IV. AKTUÁLIS TÉMÁK

IV-1. táblázat	Lakossági forint- és devizahitelek a GDP arányában	86
IV-2. táblázat	Az egyes hitelek növekedésének hozzájárulása a teljes hitelállomány növekedéséhez	87
IV-3. táblázat	A háztartási pénzügyi közvetítés mélysége	90
IV-4. táblázat	Feldolgozóipari ágazatok árbevételének és üzemi eredményének változása	99
IV-5. táblázat	A feldolgozóipari profitmarzs alakulása 2001-2003	99
IV-6. táblázat	Az egyes eredménykomponensek változása a feldolgozóiparban	100
IV-7. táblázat	Az exportörök és nem exportörök költségneveinek és eredményének változása	101
IV-8. táblázat	Az exportörök és nem exportörök profitmarzsa	101

### V. TANULMÁNYOK

V-1. táblázat	A fogyasztási hitelezés súlya a GDP-hez és a háztartási hitelportfólióhoz mérve 2001-ben	112
V-2. táblázat	A HHI-index egyes banki részpiacokra	118
V-3. táblázat	Megtakarítás nélküli adósok aránya hiteltermékeként	120
V-4. táblázat	Megtakarítási okok és konkrét célok részesedése	120
V-5. táblázat	Különböző szociológiai szempontok és az eladósodás közötti kapcsolat erőssége a relatív szórásmutatóval	121
V-6. táblázat	A hitelintézeti rendszer és pénzügyi vállalkozások háztartási kihelyezéseinek alakulása	125
V-7. táblázat	A vizsgált fogyasztási hitel-típusok főbb jellemzői 2004 szeptemberében	127

V-8. táblázat	A hitelportfólió megoszlása fizetési késedelem alapján	131
V-9. táblázat	A fogyasztáshitel-portfólió minősítési kategóriák szerinti megoszlása	132
V-10. táblázat	A fogyasztáshitel-állomány kor szerinti összetétele	133
V-11. táblázat	A fogyasztáshitel-állomány végső lejárat szerinti összetétele	133
V-12. táblázat	A szabad felhasználású jelzáloghitel-állomány LTV-arány szerinti átlagos megoszlása	134
V-13. táblázat	A hitelportfólió egyedi volumen szerinti megoszlása a folyósított hitelnagyság alapján	134
V-14. táblázat	A banki fogyasztási hitelek és a banki háttérű pénzügyi vállalkozások gépjárműhiteleinek értékvesztéssel való fedezettsége	134



Jelentés a pénzügyi stabilitásról  
2004. december

Nyomda: D-Plus  
H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.

