

Téma:

**SZAKPOLITIKAI TANULMÁNY -
INFRASTRUKTÚRA, KRITIKUS
INFRASTRUKTÚRA BIZTONSÁG**

Időszak:

2013. december

Dátum:

2014. január 15.



SZÁZADVÉG
ALQJITVÁNY



SZÁZADVÉG
gazdaságkutató zrt.



STRATEGOPOLIS
KÖZMUNKAZÁS TANULMÁNYOK ÉS TUDÁSKEZELÉS KUTATÓ ZRT.

Az anyag az NFM_SZERZ/378/1 (2012) számú
szerződés teljesítésére készült.

Tartalom

Vezetői összefoglaló.....	1
1 Monitoring	3
1.1 Hitelezési körkép	4
1.1.1 Lakossági szegmens	4
1.1.2 Vállalati szegmens	7
1.2 Kamatkörnyezet és kockázati megítélés	10
2 Elemzés: A Tobin-adó magyarországi bevezetésének lehetőségeiről	14

Vezetői összefoglaló

A háztartások novemberben újfent nettó hiteltörlesztői pozícióban voltak, azaz több hitelt fizettek vissza, mint amennyi újat felvettek. A szezonálisan kiigazított adatok szerint a teljes nettó hiteltörlesztés az előző hónapok átlagánál magasabban alakult, 38,8 milliárd forintnak felelt meg. A nyers adatokat vizsgálva kismértékben emelkedett az újonnan kihelyezett forint alapú lakáscélú hitelek volumene a tizenegyedik hónapban. Novemberben 20 milliárd forintnak felelt meg a lakáscélú hitelek kihelyezése. A lakosság folyamatos hiteltörlesztői pozíciójának köszönhetően azonban az elmúlt egy évben összesen 3,1 százalékkal lett kisebb a teljes hitelállomány.

Novemberben folytatódott a lakosság kamatterheinek mérséklődése. A hónap folyamán 8, illetve 12 bázisponttal csökkentek a forint lakáscélú és szabad felhasználású hitelek kamatai. Eközben az állomány legnagyobb részét kitevő svájci frank hitelek kamatterhe nem változott. A svájci frank alapú szabad felhasználású jelzáloghitelt törlesztők így átlagosan továbbra is 7,6 százalékos, míg a lakáshitelt törlesztők 6,3 százalékos kamatot fizettek. Az MNB a már fennálló állományra is kiterjesztené az újonnan nyújtott hitelekre vonatkozó szabályt, amely szerint azok kizárólag rögzített vagy referenciakamathoz kötött fix feláras kamatozásúak lehetnek. Azonban az új forint lakáscélú hitelek kamata a X. és a XI. hónap között 20 bázisponttal nőtt, miközben a fogyasztási hitelek átlagos hitelköltség mutatója 9 bázisponttal lett magasabb.

A lakossági hitelezést tekintve elsősorban továbbra is keresleti oldali problémáról beszélhetünk a háztartások bizalomvesztése mellett, és a gazdaság élénkülése ellenére. Ezzel szemben a vállalati hitelezés visszaesésében keresleti és kínálati tényezők egyaránt szerepet játszanak. A gyorsuló, de törékeny gazdasági növekedés miatt a cégek kívánnak beruházási döntéseikkel, amely mellett a bankok kockázatkerülése szigorú hitelfeltételeket, vagyis alacsony kínálatot eredményez. A korlátok enyhítését célozta az MNB Növekedési Hitelprogramja, amelynek korábbi kiugró pozitív eredményeit novemberben nem sikerült elérni. A szezonálisan szűrt számok alapján a nettó forint hiteltörlesztés 3,5 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke –25,7 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódó novemberi teljes nettó hitelezés így –29,2 milliárd forintnak felelt meg. A folyószámlahiteleken felüli bruttó forinthitel-kihelyezés 111 milliárd forintnak felelt meg, ami elmaradt az előző hónapokhoz képest. Az újonnan nyújtott euróhitelek összege 52 milliárd forintot tett ki, ami visszaesést jelent az előző havi számhoz képest.

A jegybanki alapkamat szintje közel másfél év elteltével 3 százalékra csökkent. Az alacsonyabb kamatkörnyezetben a befektetők egy jelentősebb része dönthet a forint mellett egyéb devizában történő befektetésről. A tőkeáramlások irányának esetleges változása és változékonysága a „forró” pénzek felerősödését okozhatja.

A deviza tranzakciók megadóztatása időszerű lehet, amelynek előnye a jelentős fiskális bevétel és alacsonyabb volatilitású hazai fizetőeszköz. Hátránya lehet egy olyan környezet, ahol a piaci szereplők túlzottan nagy része egyéb devizában kereskedik, és az exportőrök és importőrök csak drágábban találnak megfelelő fedezési lehetőséget. Mindkét hátrány csak részben tompítható, az előbbi egy csak időszakonként bevezetésre kerülő Tobin-adóval, míg utóbbi az exportőröket és importőröket nem terhelő adóval. Akkor ugyanis, ha a forgalom jelentősen visszaesik, az a svédországi sikertelen bevezetéshez hasonló szituációt okozhat, ahol a tervezetthez képest jelentősen elmaradt a fiskális bevétel, hiszen annak alig több mint 3 százaléka folyt be a költségvetésbe.

A lakossági volumen megnövekedése (akár a spot, akár a határidős piacon) mindenképpen figyelmet érdemel. Világviszonylatban az árukereskedelemmel összefüggő deviza tranzakciók mértéke mindössze 8 százaléka a teljes devizapiaci forgalomnak. Ehhez a benchmarkhoz képest a hazai adat 11,4 százalékos.

A spekuláció egy bizonyos szintje, és a spekulánsok devizapiaci jelenléte indokolt, hiszen a kellő likviditás a piacon elemi érdek. A napi üzletelésben érdekeltek túlzott elburjánzása és a további rövid lejáratú „forró” tőkeáramlás nem kedvező, és a forint nagyobb árfolyam ingadozásához vezet a devizapiacra, amely makrogazdasági szinten hátrányos.

A hazai euró bevezetés az évtized végére várható. Elméletileg, ha a környező országokban hamarabb kerül sor minderre, mint Magyarországon, akkor nagyobb lehet a spekulációs nyomás a hazai fizetőeszközön. Ez azonban sem a szlovák, sem pedig a szlovén bevezetésénél nem történt meg.

Megfontolás tárgyát képezheti továbbá a gazdaságpolitika döntéshozói számára a Tobin-adó bevezetése egy túlzottan volatilis árfolyamú környezetben, ahol a gazdasági szereplők számára a fedezés jelentős többletköltséggel járna. Mindazonáltal az elméleti jelentősége mellett nagy bizonytalanság származik abból, ha a Tobin-adó bevezetésre kerül, és egy jelentős forgalom tevődik át egyéb országba, ami likviditási problémákat is felvethet. Mindezek fényében – bár bizonyos esetben elméletileg indokolt lehetne – addig nem javasoljuk az adó bevezetését, amíg legalább a teljes Európai Unió nem vezet be ezzel kapcsolatos szabályozást.

1 Monitoring

A magyar gazdasági növekedés felgyorsult a harmadik negyedévben. Éves bázison mérve **1,8 százalékkal bővült a bruttó hazai termék**, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint az előző negyedévhez képest 0,9 százalékkal nőtt. A dinamikus gazdasági teljesítmény kiegyensúlyozottságát mutatja, hogy **mind a külső, mind a belső felhasználási tételek pozitívan járultak hozzá a növekedéshez**. A javuló külső konjunktúra miatt várakozáson felül nőtt az export volumene, így újabb rekordra duzzadt a külkereskedelmi aktívum, ami így önmagában 0,7 százalékponttal járult hozzá a GDP-növekedéshez. A belső tételek közül – melyek együttesen 1,1 százalékponttal emelték a gazdaság teljesítményét – **a beruházások év/év alapon 8 százalékot is meghaladó mértékben bővültek**. Ez az állami nagyberuházások mellett a versenyszféra beinduló bruttó állóeszköz-felhalmozásának köszönhető.

Az ipari termelés volumene októberben 6 százalékkal bővült éves bázison. Ezzel szemben az előző hónaphoz képest 0,5 százalékkal esett vissza szezonálisan és munkanaptényezővel kiigazított adatok alapján. A dinamikus ipari növekedést októberben továbbra is az exportteljesítmény vezérli: Az egy évvel korábbi azonos időszakhoz képest közel 11 százalékos bővülést regisztráltak októberben. Az ipar belföldi értékesítésének volumene szintén bővülni tudott: éves bázison 5,3 százalékkal, de havi összevetésben gyakorlatilag stagnálást mért a KSH. Az ipari termelés bővülésében **a feldolgozóipar játssza a főszerepet**. Ezen belül is a járműgyártást, valamint az ehhez kapcsolódó beszállítói ágazatokat kell kiemelni. **A járműgyártói ágazat kibocsátása 28,4 százalékkal bővült éves bázison**, amit a közel 30 százalékos éves növekedést felmutató exportértékesítés segít. Az iparágon belül meghatározó súlyú ágazatok többségében azonban csökkent a termelés. Az egy alkalmazásban állóra jutó ipari termelés 0,3 százalékkal nőtt, 0,4 százalékos létszámnövekedés mellett. Az új külföldi rendelések dinamikusabban bővültek az előző év azonos időszakához képest októberben. Az összes rendelésállomány 23,4 százalékkal múlta felül az egy évvel korábbit. **Az ipari bizalmi indikátorok tovább emelkedtek, ami rövid távon további optimizmusra ad okot.**

Az építőipar teljesítménye októberben újból erősödött: a szeptemberi 9,3 százalékos év/év bővülés után 10,7 százalékot regisztráltak. Az épületek építése 12,1 százalékkal emelkedett, ami a korábbi hónapokhoz hasonlóan most is a bázishatásnak és az ipari épületek építésének köszönhető. Az egyéb építmények építése 9,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakának bázisán, főként a vasút- és útépitési munkák, továbbá a közműfejlesztések következtében. Az októberben kötött **új építőipari szerződések volumene 10,4 százalékkal volt magasabb az egy évvel korábbinál**. Az előző hónapoknál mérsékeltebb növekedés az egészségügyi épületek építésére kötött tavalyi szerződések bázishatása. Az egyéb

építmények építésére kötött új szerződések volumene közel 40 százalékkal nőtt, az úthálózati- és közműfejlesztések következtében. A teljes szerződésállomány 37 százalékkal múlta felül a 2012. októberit. **Az építőipari bizalmi indikátorok historikus csúcsra emelkedtek** a múlt hónapban, így várhatóan az ágazat jó teljesítménye a közeljövőben is fennmaradhat.

A KSH adatai szerint **novemberben a 12 havi fogyasztóiár-index 0,9 százalék maradt**, hasonlóan az októberi adathoz, így továbbra is **historikus mélyponton áll**. Az alacsony inflációs környezetet a szabályozott árak csökkentése befolyásolja leginkább. A novembertől hatályba lépett közműdíjcsökkentés várakozásainknak megfelelően még nem éreztette teljes hatását, ami decemberre várható. Az inflációt visszafogja az üzemanyagárak és a tartós fogyasztási cikkek árának éves bázison mért csökkenése. Ezzel szemben jelentősen drágult a szeszes italok, dohányárak termékcsoport, valamint a szolgáltatások is. Utóbbi esetében azonban **kiemelkedik a pénzügyi szolgáltatások köre, itt ugyanis novemberben 55 százalékkal magasabb árakat regisztráltak**, mint az előző év azonos időszakában.

Az MNB legfőbb inflációs trendmutatói még mindig jelentősen elmaradnak a 3 százalékos inflációs céltól, ami azt jelzi, hogy a magyar gazdaságban továbbra is jelen van a keresleti korlát okozta deflációs hatás. A várhatóan tartósan alacsony infláció és a jelenleg kedvezően alakuló befektetői környezet miatt a jegybank rövidtávon még folytathatja óvatos kamatvágási ciklusát.

Az elmúlt hónapban **globális szinten fennmaradt a kedvező piaci hangulat**, csak kismértékben árnyalta a FED december 18-i döntése, melynek értelmében sor került az eszközvásárlási program volumenének csökkentésére (havi 85-ről 75 milliárd dollárra). Pozitív reakciót váltott ki, hogy az Egyesült Államok költségvetési bizottsága egyezsége jutott a kiadási limitben és elfogadták a 2014. évi költségvetést is, amivel elkerülték a komoly gazdasági károkat okozó újabb kormányzati leállást.

1.1 Hitelezési körkép

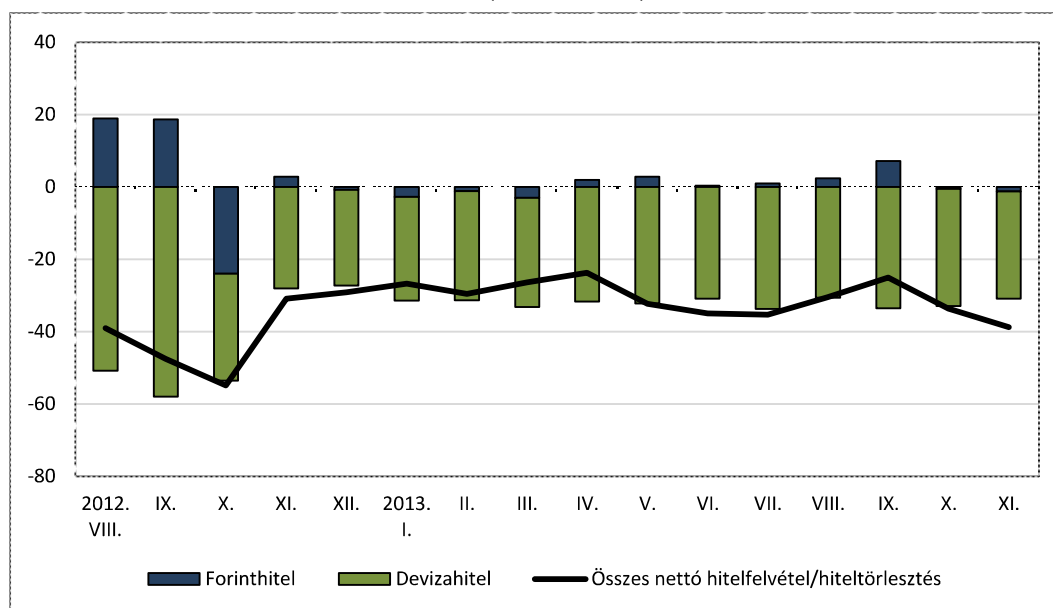
1.1.1 Lakossági szegmens

A háztartások október után novemberben is hiteltörlesztői pozícióban voltak, azaz több hitelt fizettek vissza, mint amennyi újat felvettek. A szezonálisan kiigazított adatok szerint **a teljes nettó hiteltörlesztés az előző hónapok átlagánál magasabban alakult, 38,8 milliárd forintnak**

felelt meg. A nettó forint-hitel törlesztés 1,3 milliárd forintot tett ki, miközben devizában 29,6 milliárd forinttal maradt el a hitelfelvételi tranzakciók mértéke a visszafizetésektől.¹

A nyers adatokat vizsgálva **kismértékben emelkedett az újonnan kihelyezett forint alapú lakáscélú hitelek volumene** a tizenegyedik hónapban. Novemberben 20 milliárd forintnak felelt meg a lakáscélú hitelek kihelyezése, ami kismértékben elmarad a megelőző 12 hónap átlagától.²

1. ÁBRA: A HÁZTARTÁSOKKAL BONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SZEZONÁLISAN IGAZÍTOTT ÉRTÉKE
(MILLIÁRD Ft)



Forrás: MNB

A lakosság folyamatos hiteltörlesztői pozíciójának köszönhetően **az elmúlt egy évben összesen 3,1 százalékkal lett kisebb a teljes hitelállomány.** A háztartások mérlegalkalmazkodását, az állomány leépítését nehezített a forint enyhe gyengülése, amely a devizaalapú hitelek ártértékelődésén keresztül az állomány bővülését okozták. A lakossági hitelállomány nagy része ugyanis svájci frankban denominált, amely devizával szemben nagyjából 5 százalékkal lett gyengébb a hazai fizetőeszköz az elmúlt egy évben. A háztartások teljes hitelállománya a nem kiigazított adatok szerint viszont kismértékben növekedett november folyamán.³ Az előző hónaphoz képest a legnagyobb mértékben a folyószámla hitelek és a szabad felhasználású hitelek állománya nőtt.

¹http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_kerdesek_valaszok/mnbhu_stat_forum_valaszok/mnbhu_hitelintezetek_osszevont_merlegenek_alakulas/0708_monstatpubl_huxls.xls (letöltve: 2014. január 2.)

²http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_statisztikai_idosorok/hu0902_lakossagi_HUF.xls (letöltve: 2014. január 2.)

³http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_kerdesek_valaszok/mnbhu_stat_forum_valaszok/mnbhu_hitelintezetek_osszevont_merlegenek_alakulas/0708_monstatpubl_huxls.xls (letöltve: 2014. január 2.)

Folytatódott a lakosság pénzügyi eszközeinek átcsoportosítása, amiért elsősorban továbbra is a kamatkörnyezet mérséklődése a felelős. Szezonálisan igazított adatok alapján a tranzakciókból fakadóan **nettó 18 milliárd forinttal csökkentek a háztartások banki betétei novemberben.**⁴ Az MNB által gyűjtött nyers finanszírozási adatok alapján arra következtethetünk, hogy ezzel egyidejűleg jelentős mértékű volt a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok (29,2 milliárd forint) és a befektetési jegyek (66,3 milliárd) vásárlása. A szektorban ezzel az év első 11 hónapjában beáramlott eszközök és kiáramlott kötelezettségek egyenlege 1136,1 milliárd forintnak felelt meg.

1. TÁBLÁZAT: A LAKOSSÁGI HITELÁLLOMÁNY MÉRTÉKE (MILLIÁRD FORINT) ÉS VÁLTOZÁSA HITELTÍPUSOK SZERINT

	Személyi hitel	Lakáscélú hitel	Gépjármű vásárlási*	Áru és egyéb fogy.-i	Szabad felh. jelzálogh.	Folyószámla hitel	Egyéb hitel	Összes hitel
okt.	350	3370	296	34	2188	453	243	6934
1 hónap	-0,8%	0,6%	-2,1%	0,5%	1,0%	2,0%	-0,5%	0,6%
3 hónap	-3,3%	-1,5%	-6,7%	-1,8%	-2,0%	-0,5%	0,8%	-1,8%
1 év	-15,8%	-3,4%	13,3%	-15,5%	-3,2%	0,0%	2,0%	-3,1%

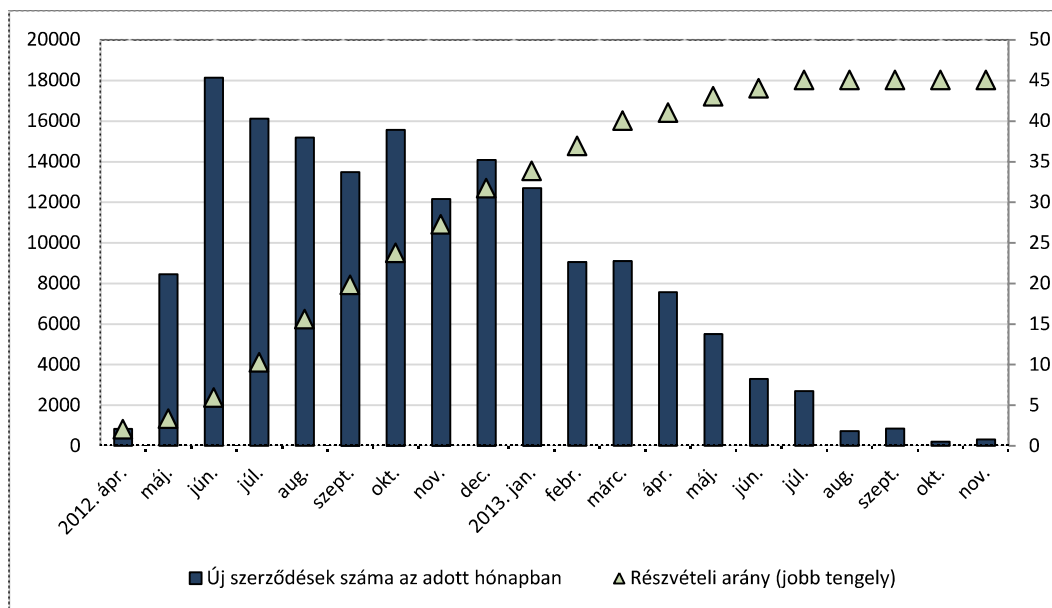
Forrás: MNB

A hitelintézetek veszteségeinek továbbra is jelentős része származik a nemteljesítő hitelek közül. A késedelembe lévő hitelek magas aránya pedig korlátozza a bankszektor tőke- és kockázatvállalási kapacitását, ami ezen keresztül visszafogja a hitelezési aktivitást. A lakosság fizetési képességének javítása céljából jött létre az árfolyamgát rendszere, mely alacsonyabb havi részleteken való törlesztést tesz lehetővé. Az MNB adatai⁵ szerint **novemberben** az árfolyamgát II. konstrukcióban **316 új szerződés került megkötésre**. Ez magasabb, mint az októberi statisztika, amikor a konstrukció hatályba lépése óta a legalacsonyabb volt az újonnan beérkezett igények száma. Az újból növekvő igénylés eredményeként november végéig összesen 1329 milliárd forint értékű deviza alapú jelzáloghitel törlesztési árfolyama került rögzítésre, ami **az érintett devizakölcsön-állomány 45 százalékának felel meg**. Az előző hónaphoz képest ez csökkenést jelez, amely a devizaátértékelődés miatt következett be. A rögzített árfolyamon számított törlesztőrészlet feletti rész az ügyfelek gyűjtőszámláin halmozódik, melynek kamatrészét a bankok és az állam fele-fele arányban vállalják át. Az árfolyamgát rendszerébe belépők eddig összesen 24,2 milliárd forint értékű kamat megfizetése alól mentesültek.

⁴http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok/x-monetaris-es-egyeb-merlegstatisztikak/monepstat_hu.xls (letöltve: 2014. január 2.)

⁵http://felugyelet.mnb.hu/hirek_ujdonsagok/arfolyamgat_statisztika_131110.html (letöltve: 2014. január 13.)

2. ÁBRA: AZ ÁRFOLYAMGÁT RENDSZERÉBE BELÉPŐK SZÁMA AZ ADOTT HÓNAPBAN



Forrás: MNB

Érdekesség, ami az alábbi MNB felmérésből⁶ látszik, hogy csak a második helyen szerepel az, hogy **a piaci szereplők egy új konstrukció megjelenésében bíznak** (25 százalék). Az első helyen a lakossági szereplők attól tartanak, hogy túl magas lesz a rögzítés utáni törlesztőrészletük (30 százalék). Ennek a tévhitnek a megszüntetésére **az ismeretterjesztésben nagy szerep hárulhat majd az egyes szereplőkre**. Az MNB legutóbbi stabilitási jelentésében vizsgálta az árfolyamgát vártnál alacsonyabb kihasználtságának okát. Az árfolyamrögzítésből való kimaradás harmadik oka az elemzésben a bankokkal szembeni bizalomhiány (20 százalék). **A felmérés szerint a hitellel rendelkező háztartásoknak mindössze 6 százaléka nem szorulna segítségre devizaadósságának törlesztésében.**

1.1.2 Vállalati szegmens

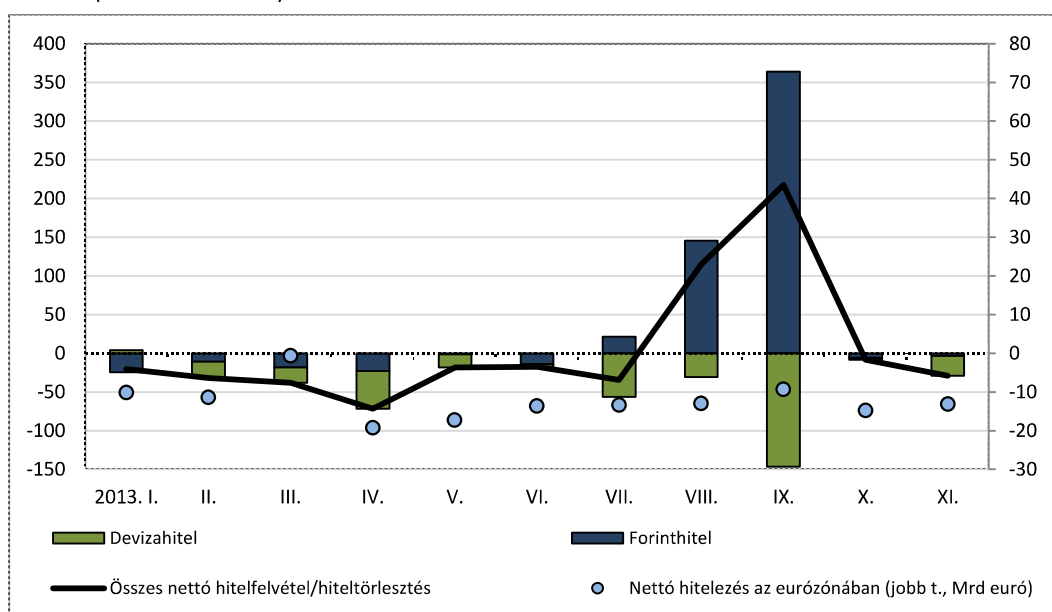
A lakossági hitelezést tekintve elsősorban továbbra is keresleti oldali problémáról beszélhetünk a háztartások bizalomvesztése mellett, és a gazdaság élénkülése ellenére. Ezzel szemben a vállalati hitelezés visszaesésében keresleti és kínálati tényezők egyaránt szerepet játszanak. A gyorsuló, de törékeny gazdasági növekedés miatt a cégek kívánnak beruházási döntéseikkel, amely mellett a bankok kockázatkerülése szigorú hitelfeltételeket, vagyis alacsony kínálatot eredményez. A korlátok enyhítését célozta az MNB Növekedési Hitelprogramja, amelynek korábbi kiugró pozitív eredményeit novemberben nem sikerült

⁶MNB (2013): Jelentés a pénzügyi stabilitásról. 2013. november (36. oldal)

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_stabil/mnbhu_stab_jel_201311/Jelentes%20a%20penzuegyi%20stabilitasrol%202013.%20november.pdf

elérni. **A szezonálisan szűrt számok alapján a nettó forint hiteltörlesztés 3,5 milliárd forintnak felelt meg.** Mindez azt jelenti, hogy négy hónap után ismét a hitelek törlesztése volt a dominánsabb folyamat a forintban denominált ügyleteknél. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke –25,7 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódó novemberi teljes nettó hitelezés így –29,2 milliárd forintnak felelt meg.⁷ A folyószámlahiteleken felüli **bruttó forinthitel-kihelyezés 111 milliárd forintnak felelt meg,** ami jelentős elmaradást mutat az előző hónapokhoz képest.⁸ **Az újonnan nyújtott euróhitelek összege 52 milliárd forintot tett ki,** ami szintén visszaesést jelent az előző havi számhoz viszonyítva.⁹

3. ÁBRA: A MAGYARORSZÁGI VÁLLALATOKKAL (MILLIÁRD FORINT) ÉS AZ EURÓZÓNA VÁLLALATAIVAL (MILLIÁRD EURÓ) BONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SZEZONÁLISAN IGAZÍTOTT ÉRTÉKE



Forrás: MNB, EKB

A régiós országokat vizsgálva **Csehországban nettó hitelfelvévői pozícióban voltak a vállalatok, miközben Romániában és Lengyelországban meghaladta a hitelek visszafizetése a hitelfelvételt.** Csehországban 488 millió eurónak felelt meg a nettó hitelfelvétel. Míg Romániában romlott a hitelezési pozíció, így novemberben 235 millió eurónak felelt meg a nettó hiteltörlesztés, míg Lengyelországban ez az adat 358 millió euróra rúg. Ami az eurózónát illeti, az októberi átmeneti romlást követően javult a hitelezési helyzet, bár a

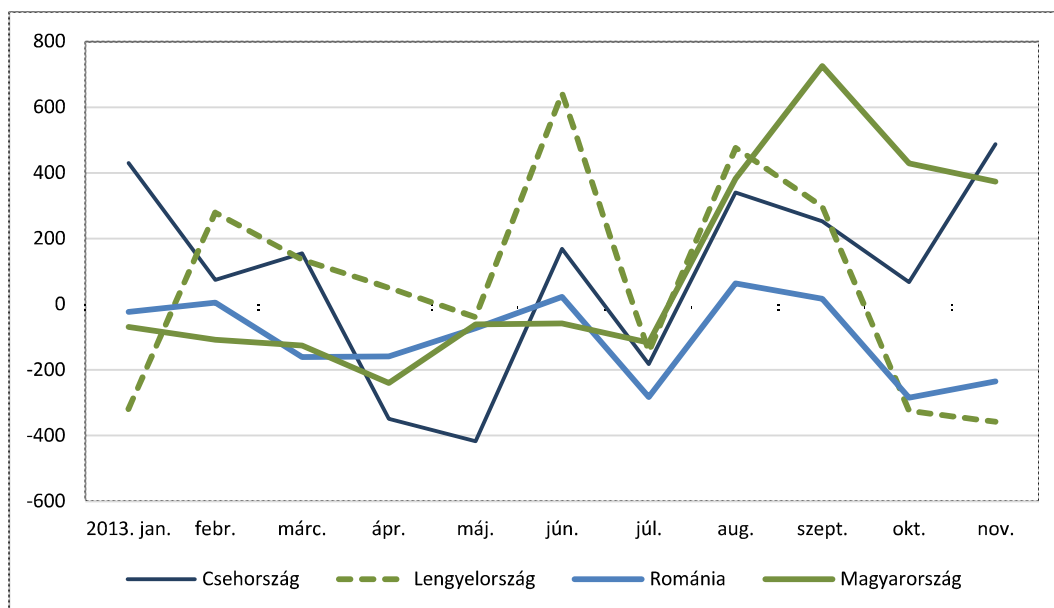
⁷http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_kerdesek_valaszok/mnbhu_stat_forum_valaszok/mnbhu_hitelintezetek_osszevont_merlegenek_alakulas/0708_monstatpubl_huxls.xls (letöltve: 2014. február 3.)

⁸http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_statistikai_idosorok/hu0901_vallalkozoi_HUF.xls (letöltve: 2014. január 3.)

⁹http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_statistikai_idosorok/hu0901_vallalkozoi_EUR.xls (letöltve: 2014. január 3.)

tizenegyedik hónapban is negatív nettó hiteltranzakció mutatkozott az Európai Központi Bank statisztikái alapján.

4. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL BONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK RÉGIÓS ÖSSZELETÉSE (MILLIÓ EURÓ)



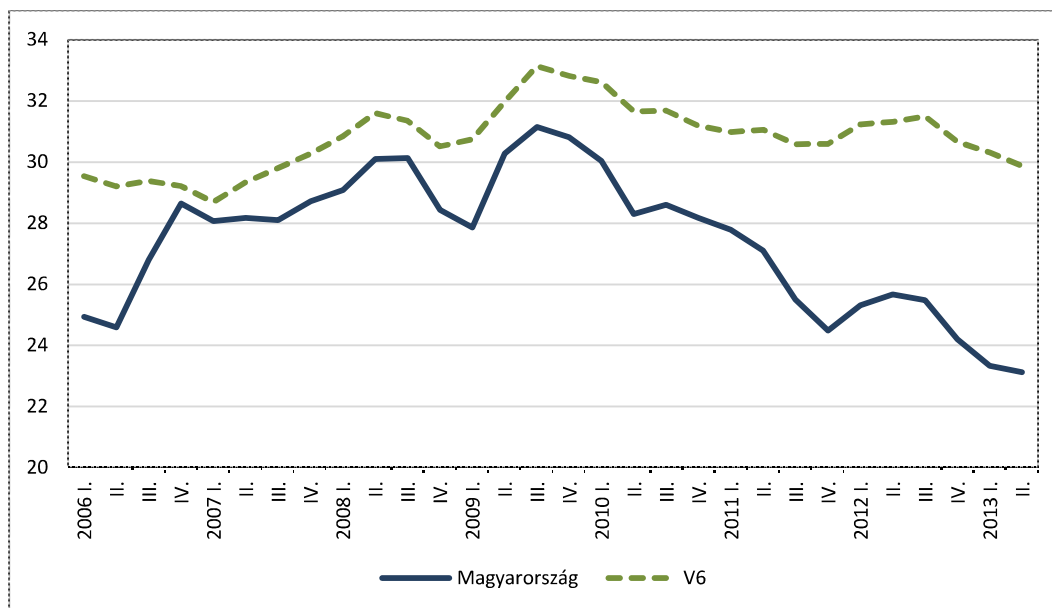
Forrás: EKB, MNB, Száadvég-számítás

Megjegyzés: A hazai adatokat az MNB által közzétett, szezonálisan kiigazított adatok havi, átlagos középárfolyamon euróra való konvertálásával nyertük.

Régiós összevetésben a magyarországi vállalati hitelezés GDP-arányos mutatója markánsan alatta marad a V6 országok (Ausztria, Csehország, Lengyelország, Magyarország, Szlovákia és Szlovénia) azonos mutatójának.¹⁰ Magyarországon 2013. II. negyedévében 23,1 százalékot regisztráltak, míg a kibővített Visegrád-csoport esetében a ráta 29,9 százalék volt.

¹⁰MNB (2013): Jelentés a pénzügyi stabilitásról. 2013. november (26. oldal; 18. ábra)

5. ÁBRA: VÁLLALATI HITEL/GDP ARÁNY A RÉGIÓBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB, EKB

Az EU27-hez és az eurózónás adathoz képest pedig további eltérés mutatkozik. Az eurózónás GDP-arányos adat: 45,4 százalék az EU 27: 43,0 százalék. **Fontos lenne tehát a régióban is alacsony vállalatai hitelezés felfuttatása, amely egyelőre nem jelent stabilitási kockázatot.** Az NHP ezt célozza.

1.2 Kamatkörnyezet és kockázati megítélés

Novemberben tovább folytatódott a lakosság kamatterheinek mérséklődése. A hónap folyamán 8, valamint 12 bázisponttal csökkentek a forint lakáscélú és szabad felhasználású hitelek kamatai.¹¹ Eközben az állomány legnagyobb részét kitevő svájci frank hitelek kamatterhe nem változott. A svájci frank alapú szabad felhasználású jelzáloghitelt törlesztők így átlagosan továbbra is 7,6 százalékos, míg a lakáshitelt törlesztők 6,3 százalékos kamatot fizettek.¹² Az MNB a már fennálló állományra is kiterjesztené az újonnan nyújtott hitelekre vonatkozó szabályt, amely szerint azok kizárólag rögzített vagy referenciakamathoz kötött fix feláras kamatozásúak lehetnek.¹³¹⁴ **Azonban az új forint lakáscélú hitelek kamata a X. és a XI. hónap között 20 bázisponttal nőtt, miközben a fogyasztási hitelek átlagos hitelköltség mutatója 9 bázisponttal lett magasabb.**

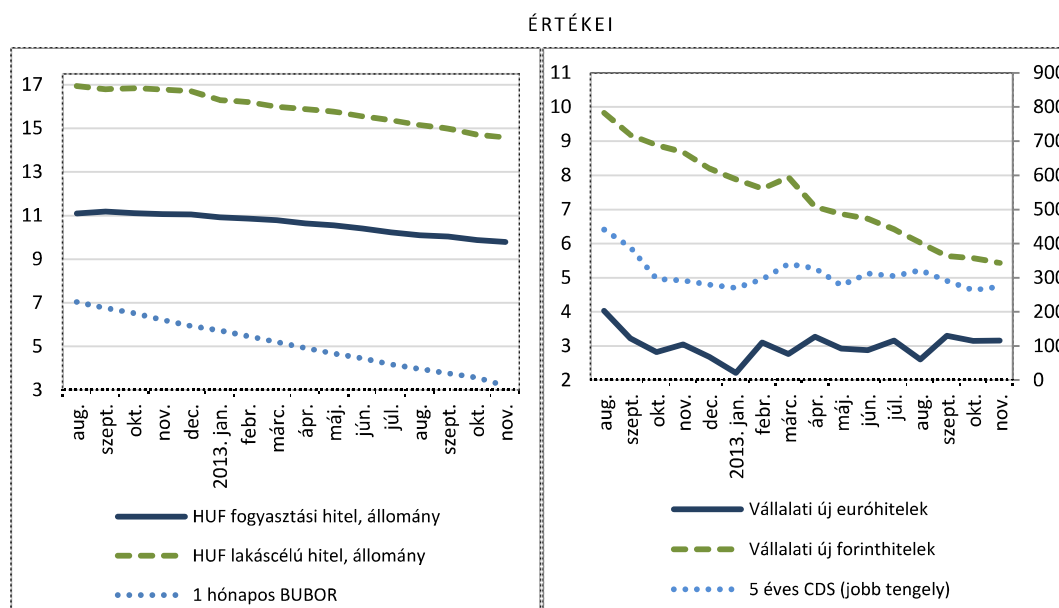
¹¹ http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu_statiztikai_idosorok/hu0902_lakossagi_HUF.xls (letöltve: 2014. január 14.)

¹² http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu_statiztikai_idosorok/hu0906_fogyaszta_si_CHF.xls (letöltve: 2014. január 14.)

¹³ 2011. évi CXLVIII. törvény a kölcsönök kamatai és a teljes hiteldíj mutató korlátozása, valamint az átlátható árazás biztosítása érdekében az egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról

¹⁴ MNB (2013): Jelentés a pénzügyi stabilitásról. 2013. november (35. oldal)

6. ÁBRA: A HÁZTARTÁSI (ÁLLOMÁNY) HITELKAMATOK ÉS VÁLLALATI (ÚJ HITELEK) HITELKAMATOK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK), ILLETVE AZ EGYHAVI BUBOR (SZÁZALÉK) ÉS AZ 5 ÉVES CDS (BÁZISPONT)



Forrás: MNB Thomson Reuters

A vállalatok számára nyújtott forinthitelek kamatai november folyamán 12 bázisponttal¹⁵ csökkentek, míg az új euróhitelek kamatai 1 bázisponttal emelkedtek.¹⁶ 2012 augusztusa óta így összesen 440 (forinthitelek), illetve 87 (euróhitelek) bázisponttal lettek alacsonyabbak a vállalati új hitelek kamatai. A már fennálló állomány kamatait tekintve a forinthitelek esetén 13 bázispontos csökkenést számított az MNB novemberre vonatkozóan, míg az euróalapú hitelek kamatai nem változtak érdemben. A mérséklődésben a lazább monetáris politika mellett az is szerepet játszott, hogy tavaly óta nagymértékben javult az ország kockázati megítélése, ami alacsonyabb felárakat tett lehetővé. Az 5 éves CDS a kamatvágási ciklus kezdete óta nagyjából 150 bázisponttal csökkent.

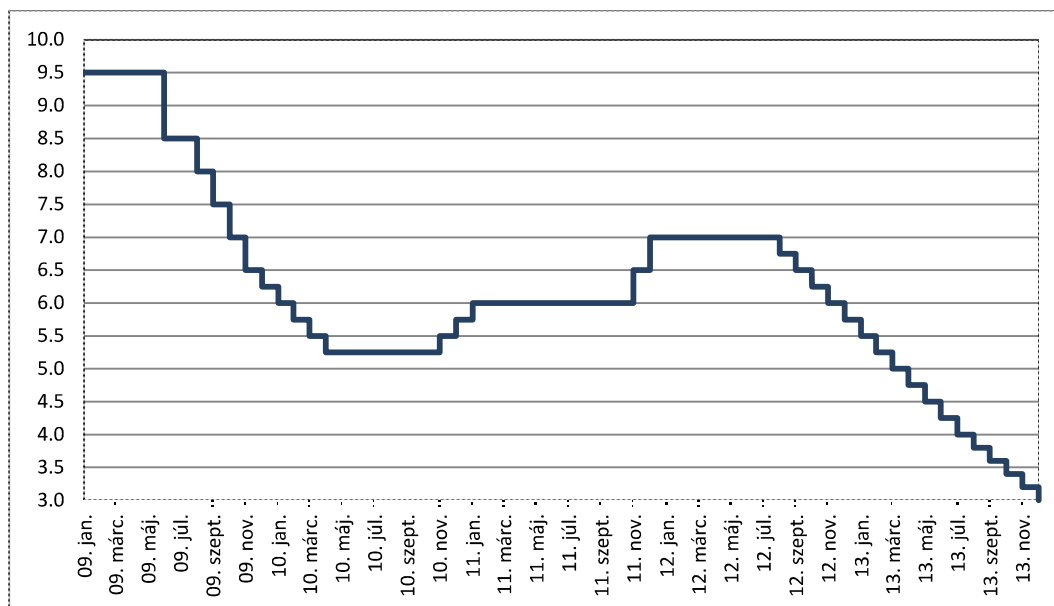
Az MNB újabb kamatvágást hajtott végre decemberben, így a 20 bázispontos csökkentés hatására ismételten historikus mélypontra, 3 százalékra mérséklődött az irányadó kamat szintje. A Monetáris Tanács az élénkülő külső konjunktúra mellett a gyenge belső kereslet fennmaradására számít, így középtávon nem számol érdemi inflációs nyomással. A magyar gazdaságot emellett számottevő kihasználatlan kapacitás jellemzi, ami ugyancsak lefelé mutató inflációs kockázatot jelent, így fennáll a további monetáris lazítás lehetősége, esetleg kisebb ütemű lazítással. A monetáris politika mozgásterét ugyanakkor befolyásolhatja az ország kockázati megítélésének érdemi és tartós elmozdulása.¹⁷

¹⁵ http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu_statiztikai_idosorok/hu0901_vallalkozoi_HUF.xls (letöltve: 2014. január 3.)

¹⁶ http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu_statiztikai_idosorok/hu0901_vallalkozoi_EUR.xls (letöltve: 2014. január 11.)

¹⁷ http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_monet_kozlem/kozlemeny_2013/mtkozl_20131217_kozlemeny (letöltés: 2014. január 6.)

7. ÁBRA: A JEGYBANK IRÁNYADÓ KAMATÁNAK VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



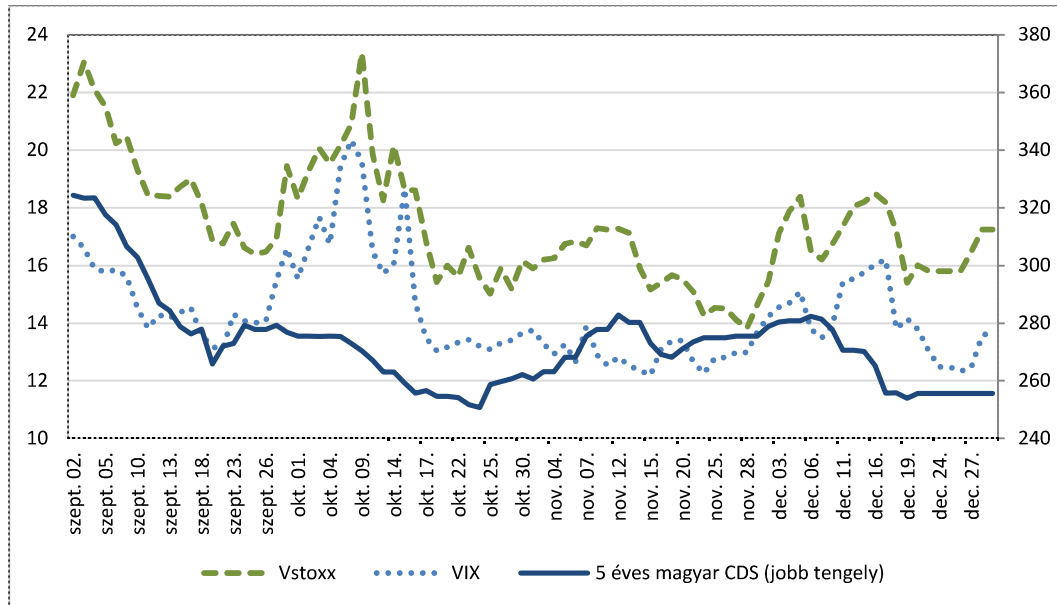
Forrás: MNB

A hazai mutatók december folyamán a kockázati megítélés javulását eredményezték. A FED december 18-i döntése értelmében sor került az eszközvásárlási program lassítására a monetáris lazítás enyhítése egyelőre kevés hatást gyakorolt a feltörekvő piacokra. A váratlannak számító bejelentés szerint a korábbi 85 milliárd helyett 2014 januárjától már csak 75 milliárd USD-t költ majd a FED eszközvásárlásra. Hosszabb távon a kötvénypiacoknak ez kedvezőtlen lehet, míg a részvénypiacok profitálhatnak belőle. **A feltörekvő piacokat tekintve csökkenhet a beáramló tőke nagysága, és nőhet annak változékonysága.** Az újabb kamatvágás hatására, illetve a kockázatok mérséklődése következtében **lejjebb tolódott a másodpiaci hozamgörbe.** A hosszabb lejáratokhoz tartozó hozamok csökkenése (22-től 46 bázispontig)¹⁸ a kockázatvállalási hajlandóság emelkedését, **a hosszú távú kilátások javulását jelzi** a piacokon.

A magyar országhoz tartozó 5 éves CDS 20 egységgel, 255 bázisponttal csökkent. A forint árfolyama enyhén erősödött az elmúlt egy hónapban: a dollár több mint 2 százalékkal, az euró több mint 1 százalékkal került kevesebbe. Egy dollár MNB középárfolyama 216, míg egy euróé 296 forint volt december végén. Kitekintve a régióra, a cseh korona euróval szembeni árfolyama stagnált, míg a lengyel zloty kursusa kis mértékben erősödött a közös valutával szemben.

¹⁸ <http://akk.hu/object.fb163441-cb96-4271-bb49-2114058d0d8b.ivy> (letöltés 2014. január 6.)

8. ÁBRA: A FŐBB KOCKÁZATI INDEXEK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK, BÁZISPONT)



Forrás: Thomson Reuters, MNB

Az európai piacokon kis mértékben romlott, míg az amerikai piacokon nem változott a befektetők kockázati megítélése. Az amerikai piac szereplőinek kockázati toleranciáját kifejező VIX „félelemindex” a monetáris lazítás csökkentésétől függetlenül összességében stagnált. Eközben az index európai megfelelője, az Euro Stoxx 50 indexre vonatkozó opciók alapján számított VStoxx értéke több mint 2,6 százalékponttal lett magasabb, ami a kockázatkerülés kismértékű erősödését jelzi.

2 Elemzés: A Tobin-adó magyarországi bevezetésének lehetőségeiről

A 2012. augusztusi 7 százalékos jegybanki alapkamat szintje közel másfél év elteltével 3 százalékra csökkent. Az alacsonyabb kamatkörnyezetben a befektetők egy jelentősebb része dönthet a forint mellett egyéb devizában történő befektetésről. A tőkeáramlások irányának esetleges változása és változékonysága a „forró” pénzek felerősödését okozza, és egy sor kérdést vet fel a forint sebezhetőségével kapcsolatban. A FED mennyiségi lazításának visszafogásáról tett bejelentése is középtávon kedvezőtlenül érintheti a feltörekvő országok piacait.

A **deviza tranzakciók megadóztatása** így időszerű lehet, és az előnyök és hátrányok vizsgálata ebben a kérdésben megkerülhetetlen.

Előnyként mindenképpen a jelentős **fiskális bevételt**, és egy **alacsonyabb volatilitású hazai fizetőeszközt** lehet említeni.

Hátránya lehet egy olyan környezet, ahol a **piaci szereplők túlzottan nagy része választ egyéb devizát, azaz a devizaforgalom elterelését idézné elő. Nehéz elérni, hogy az összes ország egyszerre vezesse be az adót. Továbbá az exportőrök és importőrök csak drágábban találnak megfelelő fedezési lehetőséget.** Mindkét hátrány elméletileg tompítható, az előbbi egy csak időszakonként bevezetésre kerülő Tobin-adóval, míg utóbbi az exportőröket és importőröket nem terhelő adóval.

A **lakossági volumen megnövekedése (akár a spot, akár a határidős piacon) is mindenképpen figyelmet érdemel.** Az internet gazdasági hírportáljain egyre több a határidős devizaügyletekre csábító hirdetés: miszerint XY néhány óra leforgása alatt több száz eurós nyereségre tett szert. A lakosság számára csak részben ismert, hogy itt egyrészt egy nulla összegű játékról van szó, másrészt pedig a tőkeáttétel miatt a befektetett összeg többszöröse elveszíthető.

A **devizapiac szabályozásának szemszögéből vizsgálva a kérdést**, a BIS (Bank for International Settlement – Nemzetközi Fizetések Bankja) által közzétett, 3 évente lebonyolított, a devizapiaci származékos piacot vizsgáló tanulmánya szerint megállapítható, hogy drasztikus mértékben nőtt az azonnali ügyletek volumene: 1992-től 2010-ig megötszöröződött. **A napi azonnali piac 2013-ban átlagosan 2046 milliárd dolláros.**¹⁹ A WTO²⁰ statisztikája alapján megállapítható, hogy **az árukereskedelemmel összefüggő deviza tranzakciók mértéke mindössze 8 százaléka a teljes devizapiaci forgalomnak.** Az ügyletek 92 százaléka tehát jóformán spekulációnak tekinthető.

¹⁹ <http://www.bis.org/publ/rpfx13.htm> (letöltés 2014. január 7.)

²⁰ Forrás: WTO adatok (Total Merchandise Trade statistics) alapján Századvég-számítás

A devizapiac és származékos piacainak (határidős piacok, opciók, devizaswapok) **szereplői** nem csak **spekulánsok**, hanem egyrészt ún. **arbitrzsőrök**, akik kis, de biztos profitot realizálnak, hiszen ott vesznek, ahol olcsó, és ezzel egy időben ott adnak el, ahol drága. A két piac közötti árfolyameltérést használják ki. Másrészt a **fedezeti ügyletkötők** (exportőrök, importőrök), akiknek mivel a jövőben devizában képződik bevételeik vagy kiadásuk, ezt fedezik a határidős tőzsdén vagy a bankokkal. Utóbbiaknak különösen nem mindegy, hogy milyen a piaci árfolyam változékonysága, hiszen egy devizavásárlására szóló opció költségesebb egy ingadozóbb piacon.

A piacokon a spekulációra és a spekulánsok tevékenységére szükség van, de a szükséges spekulációs volumen feletti „túlzott” spekuláció már káros, mert jelentősen hozzájárulhat a devizaárfolyam ingadozás növekedéséhez.

A hazai piacot vizsgálva megfigyelhető, hogy a nagyobb havi forgalom nagyobb árfolyam változékonysággal párosult.²¹ **James Tobin (1918–2002) Nobel díjas (1981) közgazdász felvetése szerint a rövid lejáratú deviza tranzakciókat kell megadóztatni, alacsony mértékű adóval terhelni.** Felmerülhet a kérdés, hogy az általa javasolt adóval a túlzott spekulációs volumen visszaszorítható-e? Az látható, hogy a teljes devizapiaci volumen a napi árupiachoz kapcsolható forgalom többszöröse, és ez drasztikus mértékben növekszik. Az Európai Unió 28 tagállama közül 11-ben (Ausztria, Belgium, Észtország, Franciaország, Németország, Görögország, Olaszország, Portugália, Szlovákia, Szlovénia, Spanyolország) tervezik bevezetni 2014 közepétől a pénzügyi tranzakciós adót, ami az értékpapírpiacon, bankközi műveletekre és derivatív piacokra vonatkozik.

A pénzügyi tranzakciós adó (Tobin-adó) nem azonos a Magyarországon alkalmazott pénzügyi tranzakciós illetékkel. Az előbbi ugyanis különböző pénzügyi eszközök (értékpapírok, deviza stb.) vételekor és eladásakor vetik ki, az utóbbival pedig pénz átutalásakor vagy kivételekor terhelik meg az illető számláját.

Svédországban tranzakciós adó került bevezetésre az 1980-as évek elején, amely egyrészt az értékpapírokra, másrészt a devizaforgalomra is vonatkozott. Markáns negatív hatásai voltak azonban ezeknek az intézkedéseknek mind a részvény-, kötvény- és devizakereskedési ügyletekre vonatkozóan. A svéd részvényforgalom egy jelentős része áttevődött Londonba. A távozó kereskedelmi volumen 1990-re elérte a teljes svéd részvényforgalom 50 százalékát. Az adók bevezetését később annyira károsnak találta a svéd kormány, hogy hamar eltörölték őket: a devizakereskedési adót 1990-ben, a másikat 1991-ben vezették ki. **A svéd tranzakciós**

²¹Forrás:MNB adatok alapján Századvég-számítás

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_statistikai_idosorok/hu0907_devforg_idosor.xls

adóból származó bevételek kiábrándítóak voltak, a kivetéskor 1500 millió svéd korona éves bevételre számítottak, de az éves átlagos bevétel mindössze 50 millió korona lett.²²

Bo Lundgren, Svédország korábbi pénzügyminisztere elmondta egy interjúban, hogy a tranzakciós adó kivezetéséből származó adóbevétel 3 milliárd korona, azaz mintegy 375 millió euró volt. A kivezetést követően nőtt a forgalom a tőzsdén, ez növelte a brókercégek bevételeit, ami magasabb társasági adó- és egyéb adóbevételeket eredményezett. Az alacsonyabb piaci forgalom miatt jelentős hátrány érte a svéd vállalatokat, mivel nehezebben tudtak piaci forráshoz jutni.²³

A bevezetés hatására egy jelentős költségvetési bevétel mellett a spekulánsok egy része más országokban tevékenykedik majd, ott ahol nincsen tranzakciós adó. Ez **a kockázati tényező nagyobb lehet, mint ami az esetleges haszna az adó bevezetésének. A svédországi példa mindenképpen óvatosságra int**, mivel az elillanó forgalom nehezen vonzható vissza az országba. Magyarország számára elméletileg érdekes lehet a Tobin-adó bevezetése, egyrészt mert a költségvetés jelentős bevételhez jutna. Nem elhanyagolható fiskális adóról van szó, még akkor is, ha a hazai mértéke nehezen becsülhető. Ezzel egyidejűleg másrészt minden bizonnyal csökkenne a devizaárfolyam változékonyság, ami olcsóbbá tenné az exportőrök, importőrök fedezési költségét.

A spekuláció egy bizonyos szintje és a spekulánsok devizapiaci jelenléte indokolt, hiszen a kellő likviditás a piacon elemi érdek. A napi üzletelésben érdekelték túlzott elburjánzása és a további rövid lejáratú „forró” tőkeáramlás nem kedvező, és a forint nagyobb árfolyam ingadozásához vezet a devizapiacra, amely makró szinten hátrányos. Így **a túlzott spekuláció elkerülése érdekében a Tobin-adó bevezetése megfontolandó**. A devizapiaci tranzakciókat terhelő adó bevezetését elvetők indoklása szerint a forgalom az azt bevezető országban jelentősen lecsökken majd, és olyan helyen bukkan fel, ahol nincsen adó. **Svédország sikertelen példája után azonban az EU-s szinten bevezetésre kerülő Tobin-adó már jelentősnek minősül**, és bizonyára a túlzott spekuláció elterelése kedvező lesz az adott ország számára.

A hazai euró bevezetés az évtized végére tehető.²⁴ Ha a környező országokban, ahol még nem vezették be a közös régiós fizetőeszközt (Csehország és Lengyelország) de hamarabb kerül sor minderre, mint Magyarországon, akkor **nagyobb lehet a spekulációs nyomás a hazai fizetőeszközön**. A lebegő árfolyamrendszerben a jegybanknak nyilvánvalóan nincs árfolyamcélja – továbbá nincs sávszél, amelyet védeni kellene – a Spahn (1996) javaslat²⁵

²²Forrás: Európai Bizottság (2011) http://www.parlament.gv.at/cgi-bin/eukp.pdf?P_EU=XXIV.pdf/EU/05/98/059894.pdf (letöltve: 2014.január 15.)

²³<http://privatbankar.hu/ado/tranzakcios-ado-az-eu-ban-fogd-a-penzt-es-fuss-243762> (letöltve: 2013. szeptember 11.)

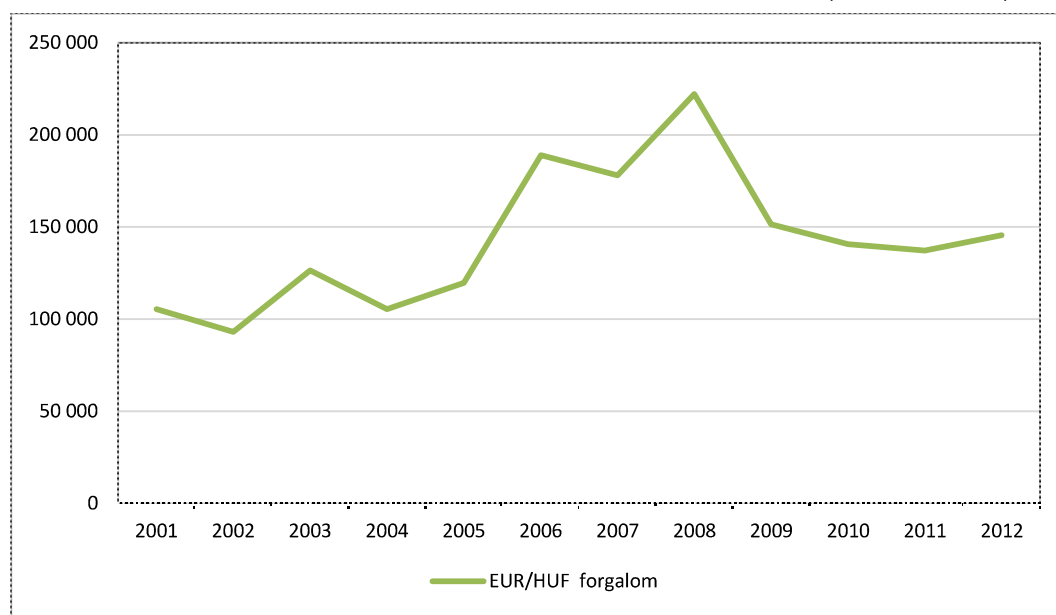
²⁴<http://m.privatbankar.hu/cikk/ezt-hozta-varga-lehet-itt-meg-meglepetes-264622> (letöltve 2014. január 15.)

²⁵<http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/professoren/spahn/pdf/publ/1-057.pdf> (letöltés 2014. január 7.)

azonban alkalmazható lenne túl gyenge árfolyam esetében vagy spekulációs támadáskor. A javaslat értelmében egy intervenciós sávval kiegészített árfolyamrendszer alkalmazásánál egy **kétszintű adó** bevezetését irányozta elő. Az első kulcs normál időszakban, míg a második, nagyobb adókulcs a sávszéleken és spekulációs támadásokkor kerülne bevezetésre az adott országban.

Megfontolás tárgyát képezheti a gazdaságpolitika döntéshozói számára a Tobin-adó bevezetése egy túlzottan volatilis árfolyamú környezetben, ahol a gazdasági szereplők számára a fedezés jelentős többletköltséggel járna.

9. ÁBRA: AZ EUR/HUF HAVI ÁTLAGOS AZONNALI FORGALOM (MILLIÓ FORINT)



Forrás MNB

A kérdés, hogy a nagyobb devizaforgalom nagyobb árfolyam volatilitással párosul-e különbözőképpen alakult az az egyes vizsgált országokban. Magyarországon, habár ez még nem jelent szükségképpen ok-okozati viszonyt, a nagyobb forgalom nagyobb volatilitást is eredményezett a bankközi devizapiacra az MNB devizaforgalmi statisztikáját (2001–2012) elemezve. Csehországban is a nagyobb forgalom nagyobb árfolyamváltozékonyság mellett volt megfigyelhető. Míg Horvátországban és Romániában a nagyobb forgalom mellett a volatilitás kisebb volt a vizsgált időszakban.

Összességében tehát elméleti szempontból habár indokolt, a megvalósíthatóságot tekintve nem javasolt a Tobin-adó bevezetése, mivel túlzott kockázatot jelent a devizapiac likviditására vonatkozóan, hiszen előre nem kalkulálható a devizaforgalom elvándorlásának mértéke. Ha az összes ország bevezetné a Tobin-adót akkor is nehéz lenne nyomon követni a devizapiaci műveleteket, és így kialakulhatna illetve jelentős lehetne az adóelkerülés.