

BIZTOSÍTÁSI, PÉNZTÁRI ÉS TŐKEPIACI KOCKÁZATOK ALAKULÁSA AZ ELMÚLT 4 ÉVBEN

ÖSSZEFOGLALÓ AZ MNB 2015–2018-AS, BANKSZÉKTORON KÍVÜLI KOCKÁZATOKAT BEMUTATÓ JELENTÉSEIBŐL

Vaskövi Ágnes (Budapesti Corvinus Egyetem, Pénzügy Tanszék, tanársegéd), agnes.vaskovi@uni-corvinus.hu

ÖSSZEFOGLALÓ

A biztosítási, pénztári és tőkepiaci kockázatok az elmúlt években jelentősen átalakultak, konszolidálódtak. Az életbiztosítók sikerterméke továbbra is a unit-linked típusú befektetés, melynek szabályozása az elmúlt években – a befektetők érdekeit szem előtt tartva – egyre áttekinthetőbbé, összehasonlíthatóbbá vált. A nem-élet ágban a kötelező gépjármű-felelősségbiztosítás jövedelmezőségét sikerült elfogadható szintre emelni, ezzel a teljes ágazat – elsősorban jövedelmezőségi oldalról vett – kockázati kitettsége jelentősen mérséklődött. A pénztári és befektetési vállalkozási piacot elsősorban az alacsony hozamkörnyezet állítja kihívások elé, főként mivel az utóbbi évek jelentős kockázati tényezői (svájci frank válsága, brókerbotrány) megszűntek.

Tanulmányomban tehát a bankszektoron kívüli szektorok kockázatainak az elmúlt években tapasztalható változásait mutatom be a Magyar Nemzeti Bank 2015 és 2018 között megjelent kockázati jelentései, valamint a biztosítási szektor számára megfogalmazott jövőképe alapján.

SUMMARY

Insurance, private funds and capital market risks have undergone significant changes and consolidation in recent years. In life branch of insurance companies, unit-linked investment continues to be the success product in a more transparent and comparable market. In non-life branch, profitability of compulsory motor vehicle liability insurance was raised to an acceptable level, thus profitability of the entire sector increased significantly. Private funds and investment companies are highly challenged by low yield environment, considerably as major risk factors (the Swiss franc crisis, the broker scandal) have disappeared from market.

In my study, I present changes in risks of the non-banking sectors in recent years based on the risk reports (of years 2015-2018) and its vision for the insurance sector of National Bank of Hungary.

Kulcsszavak: biztosítási piac, pénztári piac, tőkepiac, pénzpiac és biztosításközvetítők kockázatai

Key words: Insurance, Insurance Companies, Non-bank Financial Institutions, Financial Instruments, Institutional Investors, Investment Banking, Venture Capital, Brokerage, Ratings and Ratings Agencies

JEL: G22, G23, G24

DOI: 10.18530/BK.2019.1.50

<http://dx.doi.org/10.18530/BK.2019.1.50>

A Magyar Nemzeti Bank 2015-től évente publikálja a bankszektoron kívüli pénzügyi piacok kockázatát bemutató elemzését, kezdetben „Bankszektoron kívüli pénzügyi piacok kockázati jelentése”, majd 2017-től „Biztosítási, pénztári és tőkepiaci kockázati jelentés” címmel (az első elemzés a 2014. évet tárgyalta). 2015-ben négy fő kockázati területre terjedt ki az elemzés: (i) biztosítók, pénztárak, közvetítők, (ii) szövetkezeti hitelintézetek, (iii) nem bankcsoporthoz kapcsolódó pénzügyi vállalkozások és (iv) tőkepiac. 2016-ban ezt a fókuszterületet kiegészítették a piacfelügyelet elemzésével is. A jelentés mai formáját 2017-ben kapta, szétválasztásra került a biztosítási és a pénztári, valamint a közvetítői piac vizsgálata, kikerültek a szövetkezeti hitelintézetek a vizsgálandó területek közül. A kiadvány elsősorban az MNB mint pénz- és tőkepiaci felügyeleti szerv hatósági vizsgálatainak tapasztalatai alapján mutatja be a pénzügyi piacok kockázatait, erősítve ezzel a szektorba vetett bizalmat és nem utolsósorban a szereplők kockázati tudatosságát.

Összefoglaló tanulmányomban a 2018 júniusában megjelent (2017. évre vonatkozó) kockázati jelentés biztosítási, pénztári, tőkepiaci, valamint közvetítői szektor elemzésének bemutatására teszek kísérletet, egyben visszatekintek a korábban megjelent három év jelentéseire, hogy a tendenciákat, változásokat folyamatában érzékeltetni tudjam.

1. Biztosítási piac és kockázatai

2018. februárban az MNB mint a hazai biztosítók felügyeleti szerve – a bevezetőben írt tanulmányokon túl, de a jelen elemzés szempontjából releváns további – tanulmányt adott ki „A biztosítási szektor 10 éves jövőképe 7 pontban – Öngondoskodási kitekintéssel” címmel. Ebben a kiadványában a teljes szektorra vonatkozóan 7 stratégiai fontosságú részterületen fogalmazta meg az elérendő és fenntartható célokat. (A továbbiakban erre a tanulmányra „Stratégiai iránymutatás”-ként fogok hivatkozni.) A tanulmány szorosan kapcsolódik az elemzésemben bemutatásra kerülő Biztosítási, pénztári és tőkepiaci kockázati jelentésekhez, a biztosítási szektorra vonatkozóan megfogalmazott jövőképpel mintegy keretbe foglalja a vizsgált négy kockázati jelentésben bemutatott biztosításipiaci trendeket. A következő hét pontban tehát a stratégiai fontosságú területek mentén haladva foglalom össze a piac elmúlt négy évének változásait.

1.1. Piacméret

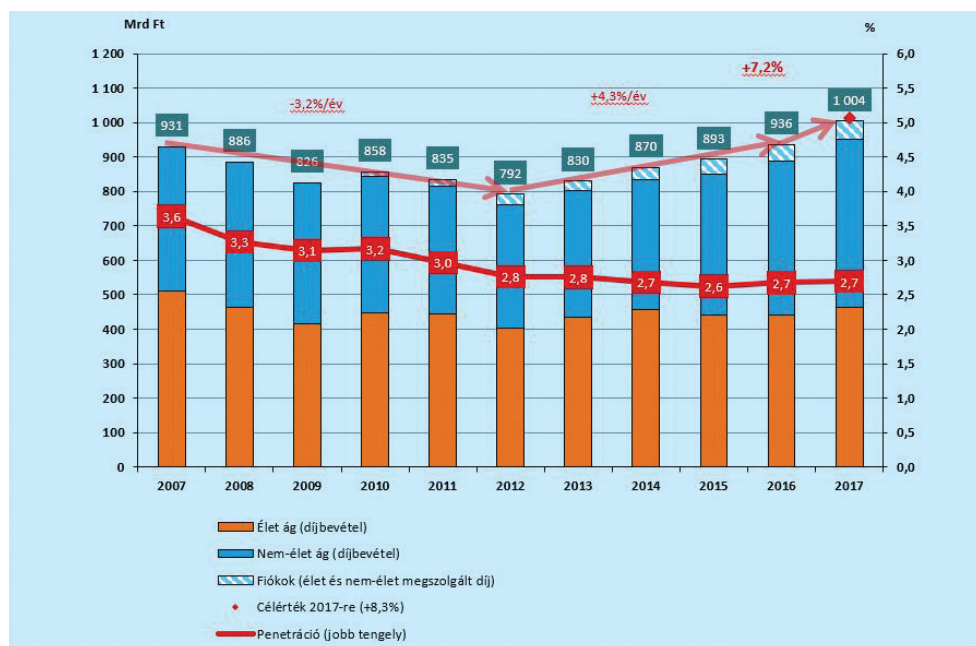
Jövőkép

A Stratégiai iránymutatás jelentős növekedést tart kívánatosnak a biztosítók penetrációját – azaz a teljes biztosítási piac díjbevételének GDP-hez viszonyított arányát – illetően, a 2017-es 2,7%-os szintről hosszú távon fenntartható 3%-os szintre vizionálja az elérendő szintet. Ezt a biztosítók évi átlagos 8%-os díjbevétel-növekedéssel tudják elérni.

A múlt (2014–2017) számokban

A biztosítási piacon 2017-ben is tovább folytatódott a 2012 óta tapasztalható bővülés, mind az élet, mind pedig a nem-élet ág jelentős díjbevétel-növekedést tudott realizálni. Míg a gazdasági válságot követő fellendülés éveiben (2012 és 2016 között) átlagosan 4,3%-os bővülés jellemezte a szektort, addig 2017-ben rekordszintű, 7,2%-os növekedést értek el a szereplők, ezzel az éves díjbevétel szintje 1000 milliárd Ft fölé emelkedett. A változásokat az 1. ábra szemlélteti.

1. ábra: A bruttó díjbevétel és a penetráció alakulása a biztosítási szektorban



Forrás: MNB, 2018.

Az élet ágban a rendszeres díjas életbiztosításokból származó díjbevétel két részből tevődik össze: az egyre dominánsabb unit-linked termékek adják a díjbevételek 60%-át, a fennmaradó 40% a hagyományos szerződésekből adódik. Az egyszeri díjas piacon még magasabb

a unit-linked termékek részaránya, itt 66%-ban adták a 2017-es egyszeri és eseti díjbevételeket a UL szerződések (1. táblázat). Utóbbi részpiacon erős hektikuság figyelhető meg a díjbevételek változását illetően:

1. táblázat: Életbiztosítók díjbevétel-változása 2014–2017.

Díjbevétel-változás	Unit-linked				Hagyományos			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Rendszeres díjas	4,22%	5,31%	1,45%	5,12%	2,25%	-0,12%	-2,52%	3,67%
Egyszeri díjas	-7,97%	-8,26%	-9,26%	8,65%	59,56%	-19,82%	20,56%	-0,44%

Forrás: saját szerkesztés

A nem-élet ágat továbbra is a kgfb húzza, ahol a növekedés mögött kettős hatás áll. Részben a lendületesen növekvő személygépkocsi-állomány, részben pedig a tarifanövekedés indokolta a 2017-es 14,8%-os díjbevétel-növekedést, melynek eredményeképpen az év végére történelmi csúcst ért el a díjbevétel (150,9 milliárd Ft-ot). A többi nem-élet ági termék (casco, lakossági és vállalati vagyon-, utasbiztosítás stb.) esetében szintén díjbevétel-növekedés volt megfigyelhető, bár ezekben a szegmensekben kisebb mértékű volt.

1.2. Piacszerkezet

Jövőkép

Erősödő piaci verseny az elérendő cél, melynek eredményeképpen 2026-ra a biztosítási piac TOP5 szereplőjének piaci részesedése a jelenlegi 60%-ról 55%-ra csökken.

A múlt (2014–2017) számokban

2017-ben ismét kettővel, 25-re csökkent a Szolvencia II alá tartozó biztosítók száma a piacon, mivel két társaság beolvadt egy-egy másik szereplőbe (2. táblázat).

2. táblázat: Szolvencia II alá tartozó biztosítók számának alakulása

SII Biztosítók	2015	2016	2017
Élet	10	8	7
Nem-élet	12	10	9
Kompozit	10	9	9
Összesen	32	27	25

Forrás: saját szerkesztés

A beolvadással ugyanakkor a piacon 2002 óta tapasztalt koncentrációcsökkenés 2017-ben megtörni látszik, a TOP5 piaci részesedése 0,68 százalékponttal, 57,05%-ra emelkedett. Ugyanakkor a nem-élet ágban kedvező tendenciaként értékelhető, hogy az elmúlt évek kgfb-díjainak emelkedése után ismét teret kaphat az erősödő verseny.

1.3. Költséghatékonyság

Jövőkép

A költséghatékonyságot csökkenő marzsok mellett a legnagyobb kihívás megvalósítani, ugyanakkor az egyik legfontosabb eléréndő célként fogalmazta meg az MNB. Már a 2017-ben bevezetett etikus életbiztosítási koncepcióval is ebbe az irányba terelte a felügyelet a piacot, ahol a fő szempont a reális árazás mellett az átlátható költségstruktúra megjelenítése volt.

Alacsonyabb költséghányad elérése a cél.

A unit-linked életbiztosítási termékeknél alacsonyabb Teljes Költség Mutatót (TKM) fogalmazott meg hosszabb távon, míg a nem-élet ágban a fenntartható működést biztosító marzsok bevezetését, ezzel a 80-90% közötti kombinált mutató¹ elérését tartja kívánatosnak. A csökkenő marzsok mellett alacsonyabb költséghányad elérése a cél, a 2016-os 30%-os szintet 20-30% közé javasolja szorítani az MNB a kedvező jövedelmezőség fenntartása érdekében.

A múlt (2014–2017) számokban

A nem-élet ág kombinált mutatója 2013 és 2016 között folyamatosan csökkent, azaz a károk és a költségek nagyobb ütemben növekedtek ezekben az években, mint a beszedett díjak. Ez a trend megfordulni látszik 2017-ben, amikor először növekedett ismét a kombinált mutató, és meghaladta a 81%-os szintet. A kombinált mutató emelkedésében szerepet játszott a kgfb üzletág kockázatainak, azaz az egy szerződésre jutó kárfelhasználásnak az emelkedése, valamint az, hogy a portfólió darabszámának növekedése ellenére sem javult a költséghatékonyság.

1.4. Jövedelmezőség

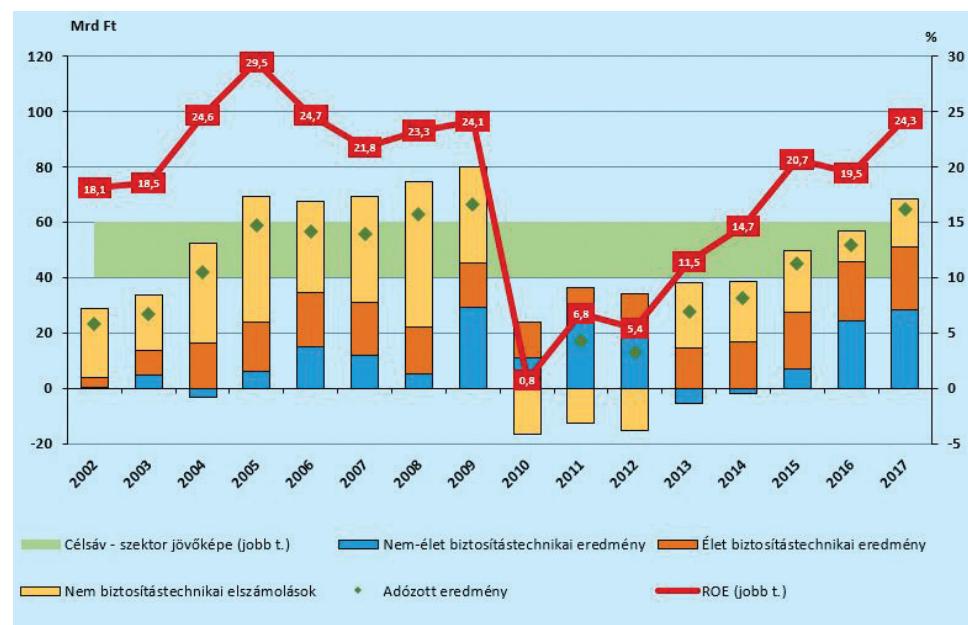
Jövőkép

Két kulcsfontosságú jelzőt kapcsol az MNB stratégiai elemzése a biztosítási szektor jövedelmezőségéhez: tisztességes és versenyképes. Előbbi elengedhetetlenül szükséges a prudens, fogyasztóvédelmi szempontból kielégítő működéshez, utóbbi pedig a hosszú távon fenntartható gazdálkodást biztosítja. A válságot követően 2010 óta folyamatosan emelkedő ROE az MNB megítélése szerint hosszú távon nem biztosítja a tisztességes jövedelmezőséget, ezért 10 éves időtávon a biztosítók átlagos ROE mutatójának 10-15%-os szintre való csökkenését vizionálja, ami biztosíthatja a piacba vetett bizalmat és annak stabilitását.

A múlt (2014–2017) számokban

2010-ben a szektor elérte jövedelmezőségének mélypontját, innentől kezdve az eredmény és a ROE is rendületlen növekedésnek indult. 2014-ben a nem-élet ági eredmény még negatív volt, de ezt követően – nagyrészt a kgfb javuló jövedelmezőségére tekintettel – 2015-től mindkét biztosítási üzletág pozitív eredményt tudott elkönyvelni sektorszinten. A 25 intézmény közül csak egy volt veszteséges 2017-ben. 2017-ben a teljes sektorszintű eredmény 41%-a a nem-élet ágban, 32%-a pedig az élet ágban termelődött (a fennmaradó rész a nem biztosítástechnikai elszámolásból képződött). A 2. ábra a szektor jövedelmezőségének változását mutatja.

2. ábra: A biztosítási szektor jövedelmezősége



Forrás: MNB, 2018.

1.5. Tőkefeltöltöttség

Jövőkép

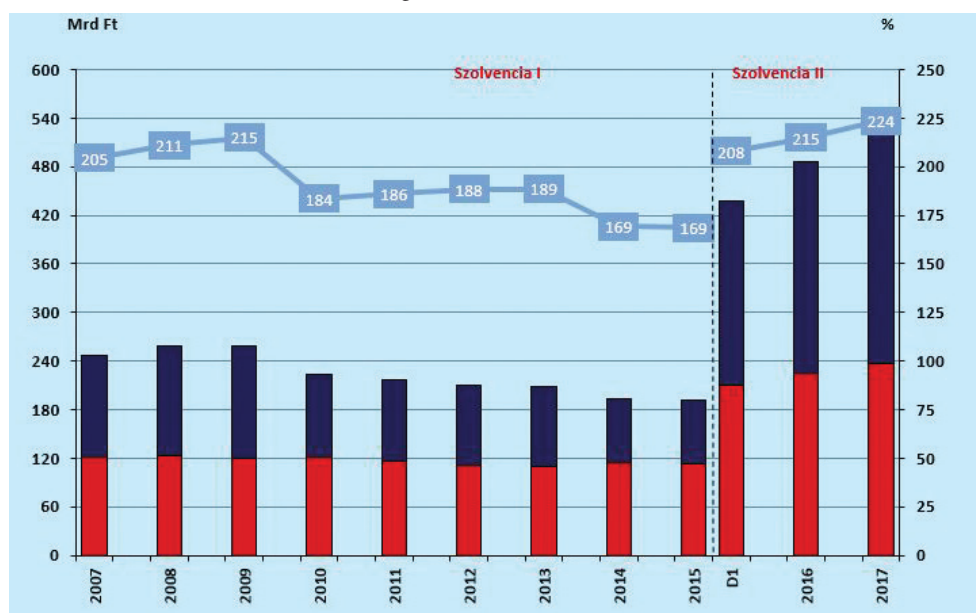
A 2016 elején életbe lépett Szolvencia II (SII) szabályozás a biztosítók számára a kockázatalapú szavatoló-tőke-szükséglet meghatározást írja elő. Az SII legalább 100%-os tőkemegfelelési előírását az MNB egy volatilitási tőkepuffer fenntartásának ajánlásával egészítette ki, melynek értelmében a javasolt minimális tőkefeltöltöttség a biztosítóknál 150%.² A szektor átlagos tőkefeltöltöttsége az elmúlt években még a pufferrel számított

150%-ot is jelentősen meghaladta, 2016-ban értéke 215% volt. Az MNB stratégiai célként tartósan 150% feletti tőkeellátottságot javasol.

A múlt (2014–2017) számokban

A szektorszintű tőkefeltöltöttség a SII szabályrendszer bevezetését követően növekvő trendet mutat. Ugyanakkor a Szolvencia II szabályrendszer alapján történő tőkeszükséglet-számítás okozhat némi volatilitást a szavatoló tőke szintjében, ezért mindenképpen előnyös a minimális tőkeszint feletti többlet tartása. A biztosítók prudens működését támasztja alá, hogy 2017 végén mindössze három szereplő nem teljesítette az MNB 150%-os tőkepuffer ajánlását (azzal, hogy a SII által előírt tőkeszintet mindhárom intézmény teljesíti). A 3. ábra az elmúlt évek tőkeellátottságát mutatja be.

3. ábra: Szektorszintű tőkefeltöltöttség



Forrás: MNB, 2018.

1.6. Öngondoskodás

Jövőkép

A biztosítók jelentős szerepet kapnak a lakosság hosszú távú öngondoskodási portfóliójában, hiszen a széles körben elérhető, hosszú távon rendszeres megtakarítás egyik legfontosabb instrumentuma a rendszeres díjas megtakarítási életbiztosítás. Hasonlóan elterjedt befektetési eszköz az önkéntes nyugdíjpénztári megtakarítás. Az MNB stratégiai célként

fogalmazta meg a biztosítók számára ezen eszközök penetrációjának³ szignifikáns növelését, a 2016-ban jellemző 54%-os szintről 10 év alatt 80%-os szintre tartja kívánatosnak emelni. Emellett az öngondoskodási tartalékok összegére vonatkozóan a 2015-ös szint (a GDP 9,7%-a) megduplázását tartja elfogadhatónak a tanulmány.

A múlt (2014–2017) számokban

Az élet ágon mérséklődő növekedés volt megfigyelhető 2017-ben, az előző évhez képest 4,2%-kal nőttek az életbiztosítási tartalékok, ez némileg elmarad mind a 2013 és 2016 között tapasztalt átlagos éves 5,1%-os növekedéstől, mind pedig a Stratégiai iránymutatásban megfogalmazott öngondoskodási jövőkép 5,6%-os mértékétől. A csekély elmaradás ellenére ez mindenképpen fontos eredmény, hiszen az etikus életbiztosítás 2017. január 1-jei bevezetését követően nem következett be a várt visszaesés, tehát az etikus koncepció nem okozott sokkot. A rendszeres díjas életbiztosítások darabszáma lassan, de stabilan növekszik (azaz az új szerzések száma meghaladja a megszűnő biztosítások számát), a húzó termék 2017-ben a nyugdíjbiztosítás volt, mely a teljes újonnan kötött állomány 25%-át tette ki. A unit-linked portfólió szintén elsősorban a nyugdíjbiztosításoknak köszönhetően növekedett. Ezek a folyamatok a Stratégiai iránymutatás öngondoskodási penetráció növekedéseként megfogalmazott célját szolgálják, de még nem kielégítő mértékben. Pozitív változás ugyanakkor, hogy az életbiztosítások piacán növekvő várható átlagidő jellemző (2013-ban 6,42 év volt, 2016-ban már 8,08 év), amit jól mutat az is, hogy a 2016-os várakozások szerint a megtakarítási jellegű termékek diszkontált pénzáramainak 90%-a a 18. évre fut ki, míg 2013-ban ezt a 13. évre várták.

1.7. Értékesítés

Jövőkép

A biztosítási piac két ágában eltérő mértékben vannak jelen az innovatív értékesítési csatornák, azaz a nem ügynökön keresztüli szerződéskötések. Az élet ágon még mindig sokkal nagyobb szerepet kap a hagyományos értékesítés, azaz az ügynök bevonása, míg a nem-élet ágon a bankbiztosítás, az alkuszokon keresztüli direkt értékesítés és online (összefoglalóan az innovatív) csatornák nagyobb szerephez jutnak. Az MNB stratégiai célként tűzte ki az innovatív értékesítési csatornák 2016-os 37%-os szintjéről 10 éves távon 50% fölé emelését.

Az MNB jelentéseiben minden évben minősíti a biztosítók szektorszintű kockázatait, és kilátásokat fogalmaz meg a kockázatok várható alakulására. Érdekes összehasonlításra ad lehetőséget a 3. táblázat, mely tartalmazza a megjelent 4 jelentés kockázati térképeinek összefoglalását.

3. táblázat: Biztosítási szektor kockázati térképei (összehasonlítás)

Kockázati kategória	Kockázatscsoportok	Kockázat minősítése				Kockázati kilátások alakulása			
		2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Üzleti modell	Környezet Stratégia, üzleti tervek Jövedelmezőség	●	●	●	●	↑	↑	↑	→
Vállalatirányítás	Tulajdonosi joggyakorlás Belső irányítás Kockázattertelési rendszer és ORSA Belső kontrollrendszer	●	●	●	●	→	↓	→	↓
Pénzügyi és működési kockázatok	Biztosítási kockázat Piaci kockázat Hitelkockázat Működési kockázat Egyéb lényeges kockázatok	●	●	●	●	→	→	→	→
Tőke- és tartalékkockázat	Tőke Tartalékok	●	●	●	●	↑	↑	→	→
Piaci megjelenés kockázata	Termékek Ügyfelek	N/A	●	●	●	N/A	↓	→	↓
Magyarozat:									
<p>Kockázat mértéke ● ● ● ● magas jelentős mérsékelt alacsony</p> <p>Kockázat iránya ↑ → ↓ növekvő stagnáló csökkenő</p>									

Forrás: saját szerkesztés (MNB alapján)

A biztosítási szektorra jellemző kockázatokat a 3. táblázatban felsorolt öt csoportra osztja a tanulmány, ahol két kockázati csoport esetében mérsékelt szintet, ugyanakkor három csoportnál jelentős kockázati szintet azonosít. A megfogalmazott kockázati kilátások kedvezőek, stagnáló vagy csökkenő mértékűek.

Az *Üzleti modell* kockázatscsoport mérsékelt szintű, a következő időszakban nem várható kockázatemelkedés. A biztosítók üzleti modelljéhez kapcsolódó kockázatok közé sorolja a tanulmány a piaci és szabályozói környezet kihívásait, a cégek stratégiáját, valamint jövedelmezőségüket. A piaci környezet az elmúlt években kedvezően hatott a szektorra, a gazdasági növekedés és a fenntartható inflációs szint elérése megfelelő forgalmat és jövedelmezőséget tesz lehetővé a szereplők számára. A szabályozói környezet változása ugyanakkor kihívások elé állította a szektort, ez 2017-ben főként a PRIIPs szabályok implementálásából adódott. Az MNB a biztosítók stratégiáját megfelelőnek ítélte, a termékkört kellően diverzifikálnak tekinti (ahol nincs megfelelő diverzifikáltság a termékportfólióban, ott egyéb szempontok érvényesülnek a stratégiában, pl. exkluzív értékesítési megállapodásokra épít az adott vállalat).

A szektor kiemelten jövedelmező, 2017-ben tovább nőtt a ROE (24,3%-ra a korábbi évben számított 18,9%-ról). 2017-et megelőzően az üzleti modellhez kapcsolódó kockázatoknál romló kilátásokat fogalmazott meg az MNB, mindhárom vizsgált évben a jövedelmezőségi kockázatokra hívta fel a figyelmet, melyet az élet ágban az instabil portfóliókra és a törlési profitok eltűnésére, a nem-élet ágban pedig a kgfb-kárhányadok emelkedésére vezetett vissza. A kockázati kilátásokra vonatkozó előrejelzését a korábbi évekre megfogalmazott romló várakozásról 2017-ben először stagnálóra módosította az élet- és nem-élet ági kockázati faktorok eltűnésére tekintettel.

A *Vállalatirányítási* kockázatscsoportot a korábbi mérsékelt szintről egy fokozattal rontotta az MNB, így 2017-re ebben a kockázati kategóriában jelentős kockázatokat, ugyanakkor javuló kilátásokat azonosított. A vállalatirányítási kockázatok közé több tényezőt sorol a tanulmány, legfontosabbnak a belső kontrollrendszer és a tényleges vállalatirányítási rendszer tekinthető. Néhány biztosító esetében a 2017-ben folytatott felügyeleti ellenőrzések aggályosnak találtak bizonyos folyamatokat szervezeti és személyi függetlenség szempontjából. Ennél jelentősebb, minden szereplőt érintő hatás a változó szabályozói környezet, melynek belső leképezése jelentős erőforrásokat igényel a biztosítók részéről, főként ez okozta a kockázati besorolás rontását. Ugyanakkor a tanulmány kiemeli, hogy a biztosítók kiemelten foglalkoznak az új szabályozásoknak való megfeleléssel, ezért az ebből származó kockázatok mérséklődésére számíthatnak. Korábban a vállalatirányítási kockázatok között azonosította az MNB a Szolvencia II-re való áttéréshez kapcsolódó feladatokat, azonban ezeket sikeresen teljesítették a biztosítók, így az SII kikerült a kockázatot növelő tényezők közül.

Jelentős kockázatokat azonosít az MNB stagnáló kilátásokkal.

A *Pénzügyi és működési kockázatok* mértéke és kockázati kilátásai nem változtak az elmúlt négy év során, jelentős kockázatokat azonosít az MNB stagnáló kilátásokkal. A kockázatscsoportba az alábbi főbb tényezők kerültek besorolásra:

- biztosítási kockázat: a biztosítási tevékenységhez kapcsolódó fő kockázati tényező a kgfb esetében továbbra is megfigyelhető alacsony – de javuló tendenciájú – költséghatékonyság, valamint az élet ágban a hagyományos termékekre ígért garantált kamat, amely a több éve tartó alacsony hozamkörnyezetben jelentős kockázatot rejt;
- piaci kockázat: a biztosítók befektetéseinek jelentős része kamatkockázatnak kitett eszköz, ezek piaci értékére jelentős negatív hatással lehet a piaci hozamszintek várható emelkedése;
- hitelkockázat: itt az intézmények kitettsége mérsékelt, tekintettel arra, hogy elsősorban állampapírokba fektetnek (a nem unit-linked tartalékok mögötti befektetések 77%-át állampapírok alkotják), és 2017-ben sem volt jellemző a „hozamvadász” befektetői politika a biztosítók részéről, így nem volt megfigyelhető az elmozdulás a kockázatosabb befektetések irányába;

- működési kockázat: több biztosítónál tárt fel az MNB hiányosságokat az állománykezelési és nyilvántartási rendszereikben, továbbá a digitalizálódás egyre erősödő kényszere nyomás alá helyezi a biztosítók informatikai rendszereit;
- egyéb lényeges kockázatok: a likviditási kockázatot szektorszinten alacsonynak értékeli az MNB.

A Tőke- és tartalékkockázatok kategória valamennyi vizsgált évben mérsékelt szintű, már második éve stagnáló kilátásokkal. A tőkefeltöltöttség évről évre javuló, 2017-ben már kiemelkedő (224%) mértékű a szektorban.

Az ügyfélbizalom elvesztése megállt.

A Piaci megjelenés kockázatát 2017-ben mérsékelt szintről jelentős szintre módosította az MNB – csökkenő kockázati kilátásokkal, tekintettel arra, hogy a PRIIPs és IDD szabályozások alapján szükséges tájékoztatási változtatások sikeressége 2017 végén még nem volt megítélhető. Ugyanakkor az etikus életbiztosítási szabályozások már beépültek a biztosítói gyakorlatba, így az életbiztosítási termékek megtartási idejének rövidülése – azaz az ügyfélbizalom elvesztése – megállt, ez jelentősen csökkentette a piaci megjelenés kockázatait.

2. Pénztári piac és kockázatai

A biztosítási piacra készített *Stratégiai iránymutatás* mérföldköve az öngondoskodás, melynek egyik kiemelt – rendszeres – formája az önkéntes nyugdíjpénztárakba fizetett megtakarítás. 2017-ben összesen 38 nyugdíjpénztár és 25 egészség- és önszegélyező pénztár működött a piacon, ez a szám 2016-hoz képest csökkenést mutat, 7 intézmény méretgazdaságossági és jövedelmezőségi szempontokra tekintettel beolvadásról vagy végelszámolásról döntött az év során. Bár a cafeteria rendszer adóztatása rendszeresen változik, szektorszinten nem csökkentek a tagdíjbevételek 2017-ben sem, az önkéntes nyugdíjpénztáraknál mintegy 10%-os szerződésenkénti vagyonnövekedés volt megfigyelhető, míg az egészség- és önszegélyező pénztáraknál – főként az inaktív tagok kizárásának eredményeképpen – ugyanez 15%-kal csökkent.

2.1 Az önkéntes nyugdíjpénztárak és kockázataik

A piaci koncentráció évek óta tartó növekedése 2017-ben némileg visszaesett, ami a piac szerkezetének folyamatos változására vezethető vissza (változó jogszabályi környezetben több az összeolvadás, pénztármegszüntetés, ugyanakkor a kisebb pénztáraknál jellemzően nagyobb a tagok és munkáltatóik elkötelezettsége).

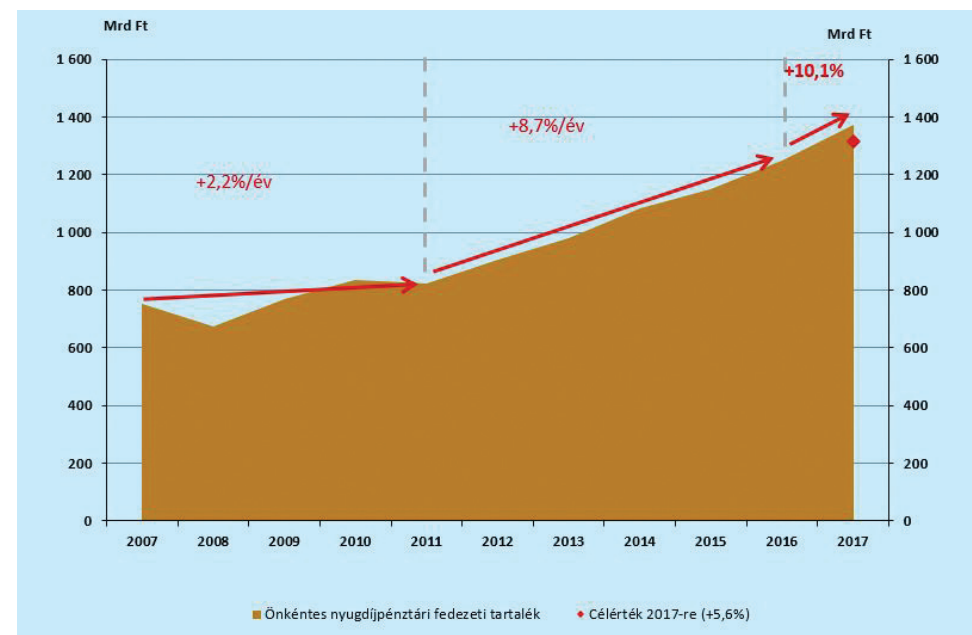
A válságot követő években elindult egy szignifikáns vagyonnövekedés, mely a ked-

vező reálhozamoknak és növekvő tagdíjbevételeknek köszönhető. Tekintve, hogy a nyugdíjpénztárak jelentős szerepet játszanak a hosszú távú öngondoskodásban, az MNB kiemelten foglalkozik jelentéseiben az itt elérhető hozamszint elemzésével. A 2018-as tanulmányban felhívja a figyelmet arra, hogy a 15 éves szektorszintű hozamráta 7,26%, mely az erre az időszakra számított inflációs ráta figyelembevételével 3,45%-os reálhozamot jelent. Ezt a kiemelkedő hozamot konzervatív befektetési stratégiával éri el a szektor, a befektetések több mint 55%-a közvetlenül állampapírban realizálódott 2017-ben, az ezt követő legnagyobb befektetett tőkerész befektetési alapokba került.

A 15 éves szektorszintű hozamráta 3,45%-os reálhozamot jelent.

A 4. ábrán az önkéntes nyugdíjpénztárak fedezeti tartalékának alakulása látható, mely 2017-re megközelítette az 1400 milliárd Ft-ot. Az utolsó vizsgált év mintegy 10%-os növekedése rekordszintre emelte a tartalékok összegét.

4. ábra: Az önkéntes nyugdíjpénztári fedezeti tartalékok alakulása



Forrás: MNB, 2018.

A nyugdíjpénztári tagok által fizetett tagdíjbevételek is rekordot döntöttek 2017-ben, a fedezeti tartalékokra jutó befizetések meghaladták a 100 milliárd forintot. Ezen belül az egyéni befizetések domináltak, tekintettel arra, hogy a megnövekedett adóterhek miatt visszaestek a

munkáltatói befizetések. Az egyéni tagdíjbefizetések összege a tag életkorának előrehaladtával növekszik, az MNB megállapítása szerint 40 év felett válik meghatározóbbá a munkáltatói hozzájáruláshoz képest. A tagdíjat nem fizetők aránya az előző évekhez hasonlóan továbbra is magasnak mondható, még 2017-ben is 49% körül volt.

2.2 Az egészség- és önszegélyező pénztárak és kockázataik

Az egészség- és önszegélyező pénztáraknál is a piaci koncentráció növekedése volt megfigyelhető, a 2016-ban működő 29 pénztárból 2017-re már csak 25 tevékenykedett a piacon.

Az utóbbi években a pénztári vagyon állandósulni látszik 50-60 milliárd Ft közötti értékben. A pénztárak a vagyon mintegy 80%-át állampapírokban, a fennmaradó 20%-ot szinte teljes egészében bankbetétben vagy számlapénz formájában tartották. Ennek a passzív befektetési stratégiának és a munkáltatói befizetések jelentős elmaradásának következtében 2017-ben negatívba fordult a pénztárak eredménye.

A biztosítóknál használt összehasonlító kockázati térképet a pénztárakra is elkészítettem, ezt tartalmazza a 4. táblázat.

4. táblázat: Az önkéntes pénztári szektor kockázati térképe (összehasonlítás)

Kockázati kategória	Kockázatscsoportok	Kockázat minősítése				Kockázati kilátások alakulása			
		2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Környezet	Szektorok	N/A	N/A	●	●	N/A	N/A	➡	➡
Vállalatirányítás	Tulajdonosi joggyakorlás Stratégia Belső irányítás Belső kontrollrendszer	●	●	●	●	⬆	➡	➡	➡
Piaci megjelenés kockázata	Termékek Ügyfelek Visszaélések kezelése	●	●	●	●	⬆	➡	⬇	➡
Üzleti folyamatok és tőke	Pénzpiaci és működési kockázatok Tőke és jövedelmezőség	●	●	●	●	➡	➡	⬆	➡

Magyarozat:

Kockázat mértéke ● magas ● jelentős ● mérsékelt ● alacsony

Kockázat iránya ⬆ növekvő ➡ stagnáló ⬇ csökkenő

Forrás: saját szerkesztés (MNB alapján)

Az önkéntes pénztári szektor kockázatait az MNB négy kategóriába sorolja. A 2015. és 2016. évekre vonatkozó jelentésekben a szektorális környezet mint kockázati kategória nem szerepelt, ugyanakkor a „Pénzügyi és működési kockázatok”, illetve a „Jövedelmezőség” kategória két külön kockázati csoportot képezett. Látható a 4. táblázatban szereplő összehasonlításban, hogy a pénztári szektor kockázatait az MNB mérsékelt, illetve alacsony szintűnek minősítette, stagnáló kilátásokkal. A legjelentősebb kockázati csoport, a pénzpiaci és működési kockázatok, illetve a tőke és jövedelmezőség minősítése romlott, 2017-ben jelentős kockázati szintre emelkedett.

A Környezetből adódó kockázatok mérsékelt szintre csökkentek 2017-ben, a kedvező hazai makrogazdasági környezet és az adóváltozások megfelelő üzleti környezetet biztosítanak a pénztáraknak.

A Vállalatirányítási kockázatscsoportban több hiányosságot is megállapítottak a vizsgálati időszakban végzett felügyeleti ellenőrzések, ugyanakkor ezeket az MNB nem minősítette aggasztó kockázati tényezőnek. A tulajdonosi joggyakorlás kapcsán a küldötti rendszer általában nem megfelelő a pénztáraknál, ugyanakkor a belső ellenőri rendszer sem maradéktalanul nyomon követhető.

A Piaci megjelenés kockázata alacsony szintű 2017-ben, az ezt megelőző évekhez képest javuló tendenciát mutat. A termékpalletta szélesítése folyamatos a pénztáraknál, az innovatív ügyfélelérési rendszerek kialakítása a nagyobb pénztáraknál megtörtént, fogyasztóvédelmi eljárásokra nem volt szükség az elmúlt években. A taglétszámok csökkenése megállt, mind az önkéntes nyugdíj-, mind az egészség- és önszegélyező pénztárak bővítik taglétszámukat még úgy is, hogy a nem fizető tagokat utóbbiak egyre inkább kizárják soraikból.

Az Üzleti folyamatok és tőke soron a 2014 és 2016 között mérsékeltnek minősített kockázatot 2017-ben jelentős mértékűre módosította az MNB arra tekintettel, hogy a negatív hozamok elkerülése érdekében a pénztárak aktívabb – és kockázatvállalóbb – befektetési politikára tértek át.

3. Tőkepiac és kockázatai

Az MNB tanulmánya a tőkepiaci szereplőket három csoportra osztja: (i) befektetési szolgáltatók, (ii) befektetési alapkezelők és (iii) magán- és kockázati tőkealap-kezelők. A továbbiakban a szereplők három csoportját és a hozzájuk kapcsolódó kockázatokat mutatom be.

3.1 A befektetési szolgáltatók és kockázataik

A befektetési szolgáltatók piacán 2017-ben némi zsugorodás volt megfigyelhető a szereplők számát illetően, 21 hitelintézet és a 2016-os 18 helyett már csak 14 befektetési vállalkozás szolgáltatásait vehették igénybe az ügyfelek. Az 5. táblázatban összefoglaltam a szegmens legfontosabb számait:

5. táblázat: Befektetési szolgáltató szektor főbb számai

Befektetési szolgáltató szektor	2014			2015					
	Hitelintézetek	Befektetési vállalkozások	Összesen	Hitelintézetek		Befektetési vállalkozások		Összesen	
				Érték	2015/2014	Érték	2015/2014	Érték	2015/2014
Intézmények száma (db)	21	21	42	21	100,0%	18	85,7%	39	92,9%
Ügyfélértékpapír-állomány (Mrd Ft)	23 808	2 029	25 837	25 112	105,5%	2 247	110,7%	27 359	105,9%
Vezetett értékpapírszámlák száma (ezer db)	1 527	318	1 845	1 613	105,6%	315	99,1%	1 928	104,5%
Tőkepiaci forgalom (Mrd Ft)	358 801	36 248	395 049	290 276	80,9%	35 477	97,9%	325 753	82,5%
Adózott eredmény (millió Ft)		2 960				3 050	103,0%		
Tőke megfelelési mutató (%)		21,70%				21,20%			

Befektetési szolgáltató szektor	2016					
	Hitelintézetek		Befektetési vállalkozások		Összesen	
	Érték	2016/2015	Érték	2016/2015	Érték	2016/2015
Intézmények száma (db)	21	100,0%	18	100,0%	39	100,0%
Ügyfélértékpapír-állomány (Mrd Ft)	26 966	107,4%	2 488	110,7%	29 454	107,7%
Vezetett értékpapírszámlák száma (ezer db)	1 640	101,7%	291	92,4%	1 931	100,2%
Tőkepiaci forgalom (Mrd Ft)	262 808	90,5%	28 318	79,8%	291 126	89,4%
Adózott eredmény (millió Ft)			4 049			
Tőke megfelelési mutató (%)			16,50%			

Befektetési szolgáltató szektor	2017					
	Hitelintézetek		Befektetési vállalkozások		Összesen	
	Érték	2017/2016	Érték	2017/2016	Érték	2017/2016
Intézmények száma (db)	21	100,0%	14	77,8%	35	89,7%
Ügyfélértékpapír-állomány (Mrd Ft)	29 598	109,8%	2 857	114,8%	32 455	110,2%
Vezetett értékpapírszámlák száma (ezer db)	1 621	98,8%	299	102,7%	1 920	99,4%
Tőkepiaci forgalom (Mrd Ft)	266 002	101,2%	30 077	106,2%	296 079	101,7%
Adózott eredmény (millió Ft)			5 972			
Tőke megfelelési mutató (%)			25,30%			

Forrás: saját szerkesztés (MNB alapján)

Ügyfélszámlák: stabilan növekvő trend jellemzi az ügyfélértékpapír-állományt, a hitelintézeteknél 9,8%-ot, míg a befektetési vállalkozásoknál 14,8%-ot bővült 2017-ben a kezelt ügyfélértékpapírok piaci értéken vett állománya. A teljes állományon belül tovább növekedett a befektetési vállalkozások részesedése, 2017-ben már elérte a 8,8%-ot (2016-ban

8,4%, 2015-ben 8,0%, 2014-ben 7,6% volt). A növekedés elsősorban az állampapírok és a befektetési jegyek állományának szignifikáns bővülésére vezethető vissza. Az ügyfélértékpapír portfólió megoszlását a 6. táblázatban foglaltam össze:

6. táblázat: Eszközosztályok az ügyfélértékpapír-állományban (2017)

Eszközosztályok	Részesedés az állományban	Változás 2017/2016	Állományban hazai ép. aránya
Befektetési jegy	48,30%	15,3%	85,9%
Részvény	25,70%	0,0%	53,7%
Állampapír	20,60%	25,2%	98,4%
Vállalati kötvény	4,40%	12,1%	32,2%
Egyéb	1,00%	0,0%	

Forrás: saját szerkesztés

A vezetett értékpapírszámlák száma az elmúlt években nem változott jelentősen, 2014 és 2017 között mindössze 4%-os növekedés volt megfigyelhető. A befektetési vállalkozásoknál vezetett számlák száma a vizsgált 4 évben csökkent, ami elsősorban a DRB Bankcsoporthoz kapcsolódó befektetési vállalkozásoknál tapasztalt, 2015. I. negyedévben feltárt visszaélések megszűnésére vezethető vissza. Fontos megjegyezni, hogy a szektorba vetett bizalom nem ingott meg, 2017-ben a befektetési vállalkozások növelni tudták a náluk vezetett értékpapírszámlák számát (5. ábra).

5. ábra: Ügyfélértékpapírok állományának változása



Forrás: MNB, 2018.

Igen magas koncentráció figyelhető meg a befektetési vállalkozások által vezetett ügyfélértékpapír-számlák vonatkozásában, 2017 végén a három legnagyobb piaci szereplő vezette a teljes állomány 81,2%-át, az 5 legnagyobb szereplő pedig 93,6%-nyi részesedést képviselt. A DRB csoport 2015-ben megindított felszámolása következtében a koncentráció csökkenésnek indult, de a piaci konszolidáció eredményeképpen 2016 után ismét növekedés jellemzi a piacot. Az utolsó év növekedése főként a befektetési vállalkozások számának csökkenésére vezethető vissza, de az is szerepet játszott, hogy a megszűnt vállalkozások viszonylag alacsony ügyfélértékpapír-állományt tartottak nyilván.

Töretlen, bár lassuló a trend a TBSZ (tartós befektetési számlák) növekedésében, a NYESZ (nyugdíj-előtakarékossági számla) ugyanakkor kedvezőtlenebb adózási feltételei⁵ miatt egyre inkább visszaszorul. A TBSZ száma 2014-ről 2017-re 23%-kal emelkedett, ugyanezen időszakban a NYESZ 19%-kal csökkent. A számlákon tartott értékpapír-állomány mindkét megtakarítási formánál bővült, de míg a NYESZ-nél 1,7%-kal magasabb a 2017-es állomány az előző év azonos időszakához képest, addig a TBSZ-nél 24%-os a növekedés. Ezzel az egy tartós befektetési számlára jutó értékpapír-állomány történelmi csúcst ért el, 2017 végén 7,1 millió forint volt a számlánkénti átlagos állomány.

Befektetési szolgáltatók forgalma és nyeresége: 2017-ben megfordulni látszik a néhány éve tartó csökkenő trend a befektetési szolgáltatók tőkepiaci forgalmát illetően. A hitelintézetek és a befektetési vállalkozások együttesen 1,7%-kal magasabb forgalmat realizáltak, de ez a forgalomművekedés eltérő szegmensekben jelentkezett. Bár még mindig a befektetési vállalkozások szerepvállalása a meghatározóbb a tőzsdai prompt ügyleteknél (80,7%-ban részesednek a teljes kötésállományból), a hitelintézetek ebben a szegmensben 33,5%-os forgalomművekedést tudtak elérni 2017-ben. A befektetési vállalkozásoknál ugyanakkor a tőzsdén kívüli (OTC) prompt ügyleteknél volt megfigyelhető szignifikáns, 22,5%-os növekedés.

A származtatott tőzsdai ügyleteknél egyértelműen a hitelintézetek dominálnak, a teljes forgalomból 70%-ban részesedtek 2017-ben. Ennek oka főként a 2015-ös brókerbotrányra vezethető vissza, amikor a forgalom jelentősen visszaesett a szegmensben.

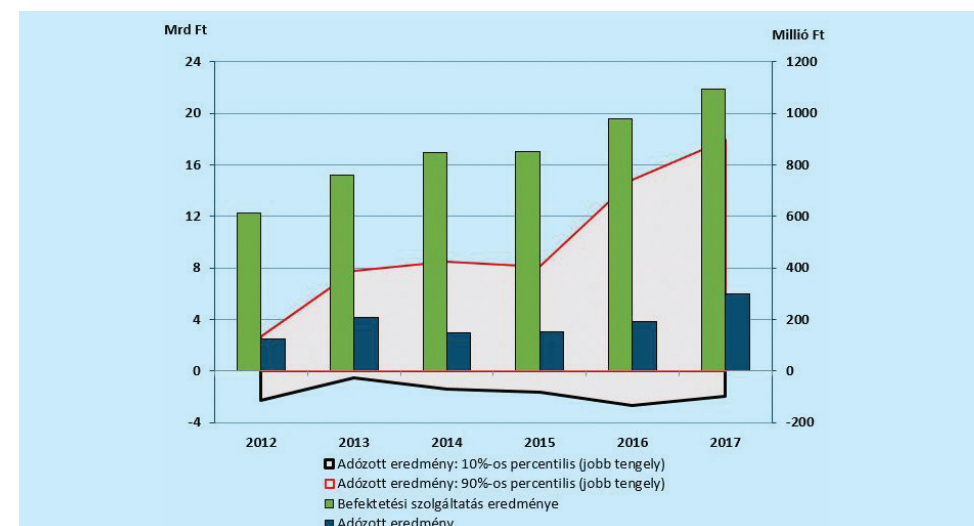
Az erős, kedvező tőkeellátottságú vállalkozásoknál nem jelent többletkockázatot a szabályozások változása.

Az OTC prompt ügyleteknél szintén a hitelintézetek részesedése a legmeghatározóbb, 2017-ben a teljes azonnali OTC forgalom 89%-át fedték le, ez kismértékű csökkenés a 2016-os 91,6%-hoz képest. Ezen a piacon az állampapírok és a befektetési jegyek dominálnak, a teljes forgalom 94%-át adták ezek az eszközosztályok.

A lassú forgalomművekedés mellé ugyanakkor jelentős eredménynövekedés társult (6. ábra). Csökkent a tartósan veszteséges befektetési vállalkozások száma, ezzel a piaci

kockázat jelentősen csökkent a szegmensben. A vállalkozások ROE mutatói – 2 kivételtől eltekintve – minden esetben pozitívba fordultak. Kiemelt jelentősége van az eredménynövekedésnek, figyelembe véve azokat a terheket, amelyeket az új kockázati szabályozások (MiFID II és MiFIR) és a piaci visszaélések miatt bevezetett kártalanítási terhek rónak a befektetési vállalkozásokra. Jó hír, hogy az erős, kedvező tőkeellátottságú vállalkozásoknál nem jelent többletkockázatot a szabályozások változása, ugyanakkor a kisebb méretű vállalkozások kockázati kitettsége esetleg tovább növekedhet.

6. ábra: Befektetési vállalkozások jövedelmezősége



Forrás: MNB, 2018.

Tőke megfelelési mutató: 2017-ben a befektetési vállalkozások tőke megfelelési mutatója is növekedett, az év végi 25,3%-os szint 8,7% százalékponttal magasabb, mint 2016-ban volt. A piaci konszolidáció következtében az alacsony tőkeellátottságú és szerény jövedelmezőségű befektetési vállalkozások tevékenységi engedélye visszavonásra került, így a piaci kockázatok csökkenése volt jellemző.

A biztosítóknál és pénztáraknál bemutatott kockázati térképet az MNB a befektetési vállalkozásokra is elkészíti minden jelentésében, így a 7. táblázatban összefoglaltam az elmúlt 4 év kockázatainak változását. A táblázat után pedig részletesen bemutatásra kerülnek az egyes azonosított kockázati kategóriák.

7. táblázat: Befektetési vállalkozások szektorszintű kockázati térképei (összehasonlítás)

Kockázati kategória	Kockázatscsoportok	Kockázat minősítése				Kockázati kilátások alakulása			
		2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Hitelkockázat	Ügyfélészköz elhelyezése harmadik félnél	●	●	●	●	↑	↓	→	↓
Jövedelmezőség	Forgalomalakulás, CHF-sokk (2014) kártalanítással kapcsolatos befizetések miatti többletterhek, valamint a MiFID II/MiFIR megfelelés	●	●	●	●	↑	↑	↑	↓
Tőke megfelelés	Csökkenő jövedelmezőség	●	●	●	●	↑	↑	↑	↓
Vállalatirányítás / Működési kockázat	Compliance: MiFID II/MiFIR Stratégia, konszolidáció (2014)	●	N/A	●	●	→↑	N/A	↑	→
Piaci kockázat	Bizonytalan forgalomalakulási trend, a befektetői bizalom változékonysága	●	●	●	●	↑	→	→	→
Magyarozat:									
Kockázat mértéke ● magas ● jelentős ● mérsékelt ● alacsony									

Forrás: saját szerkesztés (MNB alapján)

A *Hitelkockázatok* a vizsgált 4 évben jelentősen átalakultak, míg 2014-ben a CHF-sokk miatti kockázatok voltak előtérben, addig 2017-re a white-label⁶ szolgáltatásokra tevődött át a hangsúly. Ez utóbbi termékeknél ugyanakkor csökkenő volumen figyelhető meg, ami egyúttal lehetőséget adott a kockázati kilátások kedvező irányba történő módosítására.

A *Jövedelmezőség* kategória jelentős mértékű kockázatot takar, ugyanakkor itt is kedvező változások figyelhetők meg. A 2014. és 2015. éveket hátrányosan érintő CHF-sokk hatása elsimult a piacon, a brókerbotrány hatása azonban továbbra is érezhető, hiszen a kártalanítási szabályok szigorítása többletterhet ró a szektorra. Ez főként a kisebb befektetési vállalkozások jövedelmezőségét befolyásolhatja kedvezőtlenül. Ugyanakkor a korábban írtak szerint 2017-ben több alacsony jövedelmezőségű befektetési vállalkozás kilépett a piacról, így a teljes szektor jövedelmezősége kedvező irányba változott.

A *Tőke megfelelés* kockázati kategóriánál hasonló tendencia figyelhető meg, mint a jövedelmezőségnél, a korábbi növekvő kockázati kilátásokat 2017-ben az MNB csökkenőre módosította, kiemelve ezzel azt a pozitív változást, mely szerint a befektetési vállalkozások tőke megfelelési mutatója történelmi csúcst ért el 2017-ben.

A *Működési kockázat (Vállalatirányítás)* soron már 2016-ban elindult a kockázati szint mérséklődése, a nyilvántartási rendszernek a brókerbotrány során feltárt szabálytalanságait szigorodó szabályozással kiszűrték, majd a MiFID II és MiFIR rendszerekre való átállással átláthatóbbá vált a költségszerkezet, így befektetővédelmi szempontból jelentős előrelépést tett a szektor.

A *Piaci kockázatok* is csökkenő trendet mutatnak, a 2017-es számottevő piaci konszolidáció eredményeképpen a piaci koncentráció némileg csökkent, de még mindig jelentős mértékű, tekintettel az erős versenyre.

3.2 Befektetési alapkezelők és kockázataik

2017-ben ismét bővült a befektetési alapkezelők által kezelt vagyon nettó eszközértéke, a növekedési ütem szektorszinten 9,7%-os volt, a teljes kezelt vagyon 9570 milliárd forintos összege ismét történelmi csúcst jelentett. Legdinamikusabban a nyugdíjpénztári alapok eszközértéke növekedett (19,8%-kal haladta meg a 2016-os állományt), a befektetési alapoknál 8,1% volt a növekedés, a biztosítói portfóliókban kezelt vagyon 5,8%-kal bővült, de az egyéb portfóliókban kezelt vagyon is 9,7%-kal emelkedett.

A szektor koncentrációja töretlenül csökkenő trendet mutat, 2014 és 2017 között mintegy 7,5 százalékponttal csökkent a TOP5 piaci szereplőhöz kapcsolódó adózott eredmény, mely a teljes szektor eredményének 64%-át tette ki.

A befektetési alapokban kezelt vagyon 8,1%-os emelkedése 43%-ban a realizált hozamokból adódott, ez a kiegyensúlyozott növekedési szerkezet 2015-ben jelentkezett először, ahogy az a 8. táblázatban megfigyelhető:

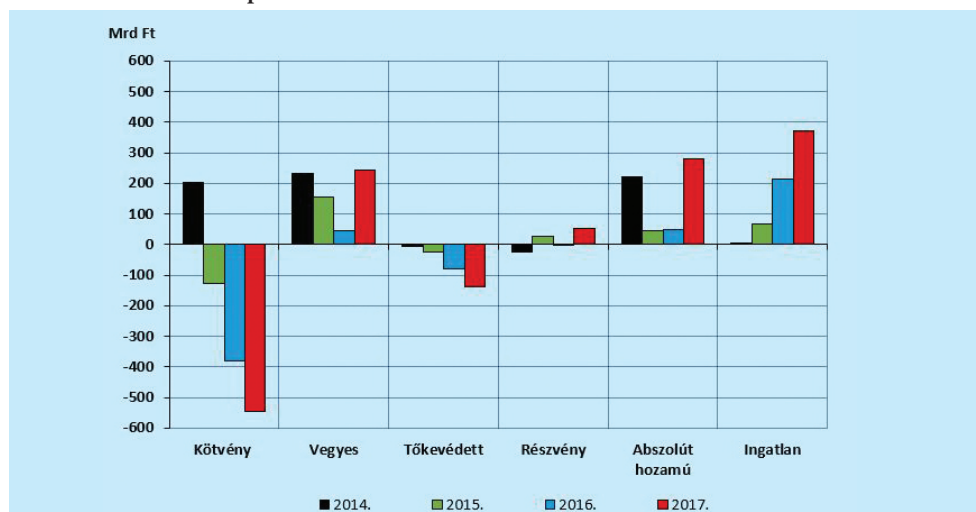
8. táblázat: Befektetési alapok által kezelt vagyon változása

	Kezelt vagyon nettó eszközértéke Mrd Ft	Növekedés			
		Új tőke Mrd Ft	Realizált hozam Mrd Ft	Összes növekedés Mrd Ft	%-os változás
2014	5.526	631	234 (27%)	865	+18,6%
2015	5.777	145	106 (42%)	251	+4,5%
2016	5.842	-156	221 (340%)	65	+1,1%
2017	6.313	270	202 (43%)	472	+8,1%

Forrás: saját szerkesztés

Befektetési politikájukban a különböző befektetési alapokat eltérő tőkeáramlás jellemezte 2017-ben is, ezt a 7. ábra szemlélteti.

7. ábra: A befektetési alapok nettó tőkeáramlása



Forrás: MNB, 2018.

Valamennyi típusú alapnál folytatódott a korábbi évek tőkeáramlási trendje, kivéve a részvényalapokat, ahol a 2016-os csökkenést követően 2017-ben ismét emelkedés volt tapasztalható. Az ingatlanalapokat – ezen belül elsősorban a nyilvános alapokat – továbbra is kiemelkedő tőkebeáramlás jellemezte, míg a kötvényjellegű alapokból – főként a hozamgörbe rövid és középső részébe fektető alapokból – töretlen a tőkekiáramlás, amit egyértelműen a tartósan alacsony hozamkörnyezet magyaráz. Úgy tűnik, a jelentős tőkebeáramlást egyelőre nem tudta lekövetni az ingatlanalapok portfóliója, így a teljes eszközállományon belül az ingatlanarány a 2014. év végi 59,5%-ról 2017-re 53,4%-ra mérséklődött.

39 alapkezelőből 8 működött veszteségesen.

A befektetési alapkezelők jövedelmezősége jelentős mértékben javult, ez főként a portfóliókezelt vagyon növekedésének volt köszönhető. Az adózott eredmény 2017. évi 14,9%-os növekedése jelentősen meghaladja a kezelt vagyon 9,7%-os növekedését, tehát az eredményhatékonyság is javuló trendet mutat. 2017-ben a 39 alapkezelőből 8 működött veszteségesen, de a veszteséges alapkezelők által kezelt vagyon elhanyagolható a teljes szektorban felhalmozott vagyonhoz képest (mintegy 1,5%), így a jövedelmezőség meglehetősen stabil.

Az elmúlt évek befektetési alapkezelőket érintő kockázatait és azok változását a következő – összefoglaló – kockázati térképen mutatom be (a 2014. évre vonatkozó kockázati jelentés nem tartalmazott ilyen jellegű kockázati térképet az alapkezelési piacra vonatkozóan, ezért csak a három utolsó év szerepel a 9. táblázatban):

9. táblázat: Befektetési alapkezelők kockázati térképe (összehasonlítás)

Kockázati kategória	Kockázatsoportok	Kockázat minősítése			Kockázati kilátások alakulása																		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017																
Jövedelmezőség	Csökkenő alapkezelési díjak	●	●	●	➔	➔	➔																
	Tőkekiáramlás a kamatozó eszközökbe fektető és tőkevédett befektetési alapokból, tőkebeáramlás az ingatlanalapokba	●	●	●	➔	➔	➔																
Tőkemegfelelés	Csökkenő jövedelmezőség	●	●	●	➔	➔	➔																
Vállalatirányítás	Compliance: MiFID II/MiFIR és PRIIPS	●	●	●	➔	➔	➔																
Működési kockázat	Kockázatkezelési rendszerek	N/A	●	●	N/A	➔	➔																
Piaci kockázat	Alacsony kamatkörnyezet, hozamvadász magatartás, ingatlanalapok tetőzése	●	●	●	➔	➔	➔																
Magyarázat:																							
<table border="0"> <tr> <td>Kockázat mértéke</td> <td>●</td> <td>●</td> <td>●</td> <td>●</td> <td colspan="3"></td> </tr> <tr> <td></td> <td>magas</td> <td>jelentős</td> <td>mérsékelt</td> <td>alacsony</td> <td colspan="3"></td> </tr> </table>								Kockázat mértéke	●	●	●	●					magas	jelentős	mérsékelt	alacsony			
Kockázat mértéke	●	●	●	●																			
	magas	jelentős	mérsékelt	alacsony																			

Forrás: saját szerkesztés (MNB alapján)

A befektetési alapkezelési szektor mérsékelt, illetve alacsony kockázati besorolást kapott minden kockázati kategóriában. A *Jövedelmezőség* mérsékelt kockázati minősítésű kategória, ugyanakkor az MNB a kockázati kilátásokat több faktor figyelembevételével növekvőre módosította 2017-ben. Egyrészt az ingatlanpiaci konjunktúra következtében több alapkezelő kizárólag ingatlanalapot működtet, egy esetleges ingatlanpiaci dekonjunktúra kedvezőtlenül befolyásolja ezeket a kevésbé diverzifikált portfóliókat. Másrészt továbbra is jellemző az alapkezelési díjak csökkenése, ami elsősorban a globalizálódó szolgáltatások térnyerésére, valamint az erős versenyre vezethető vissza.

A *Tőkemegfelelés* a vizsgált években alacsony kockázati besorolású tudott maradni annak ellenére is, hogy mindhárom évben növekvő kockázati kilátásokat jelölt meg az MNB – elsősorban a kisebb alapkezelők méretgazdaságossági problémákra visszavezethető alacsonyabb jövedelmezőségére tekintettel.

A *Vállalati irányítási* kockázatokat a 2015-ös legalacsonyabb szintről 2016-ban mérsékelt szintre emelte az MNB, ezt a szintet tartotta 2017-ben is. Ebben a kockázati kategóriában elsősorban azon alapkezelők érintettek, akik befektetési szolgáltatási tevékenységet is végeznek, ahol a már többször kockázati tényezőként említett MiFID II / MiFIR (valamint a zárt végű alapokat kezelő vállalkozásoknál a PRIIPS) megfelelés jelent megnövekedett adminisztrációs terhet.

Működési kockázat az alapkezelők kockázatkezelési és back-office rendszereinek bizonytalanságából adódhat, ez azonban várhatóan mérsékelt, stagnáló szinten marad a következő években is.

A *Piaci kockázat* soron elsősorban a stabilan alacsony kamatkörnyezetből és az állampapírok relatíve magas lakossági hozamából adódó átstrukturálódások jelentkezik, tehát a kamatozó eszközökbe fektető alapokból átáramlik a tőke a kockázatosabb ingatlanalapokba és az abszolút hozamú alapokba. Ezzel fokozottabb tőkekoncentráció kezdődött, ami tovább növelheti a szektor piaci kockázatait.

3.3 Kockázati és magántőkealap-kezelők

A kockázati tőkealapok forrásai nagyrészt az európai uniós JEREMIE alapokból származnak. Jegyzett tőkéjük 2012 óta töretlenül növekszik, ugyanakkor a tőkekihelyezés növekedési üteme a 2014. évi csúcst követően lassulni látszik. 2017-ben 5 új kockázati tőkealap jött létre, ami 44%-os tőkenövekedést jelent. A kihelyezések jelentős része néhány szakágazatban koncentrálódik: az élettudományok (ilyen a biotechnológia, az orvostudomány és a gyógyszerkutatás) mellett az informatikai szolgáltatások és termékek ágazatának van a legnagyobb felszívó ereje.

A magántőkealapok dinamikus növekedése volt jellemző 2017-re, 6 intézmény 9 magántőkealapot tartott fenn 2017 végén. Ebben a szegmensben nemcsak a befizetett tőke összege növekedett, hanem a tőkekihelyezések is szignifikánsan emelkedtek, ahogy a 10. táblázat mutatja:

10. táblázat: Magántőkealapok változása

Magántőkealapok	2015	2016	2017
Alapok száma	1	5	9
Befizetett tőke	3 Mrd Ft	42,3 Mrd Ft	51,8 Mrd Ft
Tőkekihelyezés	2,6 Mrd Ft	22,6 Mrd Ft	34 Mrd Ft

Forrás: saját szerkesztés

Az MNB a kockázati és magántőkealapok felügyelete során elsősorban az alapok működési kockázataira koncentrál, nem vizsgálja a befektetések megtérülését, tekintettel arra, hogy ezeknél a tőkepiaci szereplőknél a lakossági érintettség elhanyagolható.

4. Pénzpiaci és biztosításközvetítők

Az elmúlt években mind a pénzpiaci, mind pedig a biztosításközvetítői piacon jelentős jogszabályi változások léptek életbe, melyek elsősorban a lakossági befektetők védelmét, költségeik csökkentését és a piac magasabb szintű átláthatóságát hivatottak szolgálni. Röviden összefoglalva (és a teljesség igénye nélkül csak a legfontosabbakat kiemelve):

- 2016. márciusban a hitelintézeti törvény módosításával maximálták a független pénzpiaci közvetítők (kivéve az alkuszok) jelzáloghitel-közvetítési díját a folyósításkori tőkeösszeg 2%-ában.
- 2017-től a pénzpiaci közvetítők féléves adatszolgáltatásra kötelezettek az MNB mint felügyeleti szerv felé, a biztosításközvetítőkre ugyanez a szabály 2018. januártól vált hatályossá.
- 2018. január 1-jén lépett életbe a PRIIPs európai uniós szabályozás (a Biztosítás és Kockázat 2017. decemberi számában írt a jogszabályról részletesen Haraszi-Mátyás-Turi (2017)), ami a magyar etikus biztosítási előírásokat tovább erősítette.
- 2018 februárjától hatályos a biztosítás értékesítéséről szóló 2016/97 (IDD) irányelv, mely – elsősorban a fogyasztóvédelmi szempontok szem előtt tartásával – szigorú ügyfél-igény-felmérési és ügyfél-tájékoztatási kötelezettségeket ír elő a biztosításközvetítők számára, továbbá évi 15 óra szakirányú továbbképzést tesz kötelezővé (az ügyfél-tájékoztatás szabályozásának változásáról is írt részletesen Lencsés-Paál, 2015).
- Az IDD és a PRIIPs eredményeképpen az élet- és nem-életbiztosítási termékek szabályozása egységesebbé vált, az ügyfelek számára jobban áttekinthető díjtételekkel és kockázatokkal.

A pénzpiaci közvetítők az utóbbi években egyre jelentősebb szerephez jutnak a bankfiókbezárási tendencia következtében. 2017-ben mintegy 450 milliárd Ft összegű hitelkihelyezés valósult meg a közvetítőkön keresztül, ennek több mint 80%-a lakossági jelzáloghitel és vállalati hitel formájában történt. A teljes lakossági jelzálog-hitelezés 45%-a közvetítők segítségével jött létre 2017-ben (2016-ban ez a szám kissé magasabb, 48% volt). További 250 milliárd Ft lakástakarék-pénztári szerződés és 123 milliárd Ft pénzügyi lízing szerződés megkötésénél közreműködtek.

A biztosításközvetítői piac további tisztulása volt megfigyelhető 2017-ben is az etikus koncepció bevezetésének köszönhetően. 2012 és 2017 között 15%-kal csökkent a biztosításközvetítő természetes személyek száma a piacon (a 2008-as válságot követő 10 évben a csökkenés még szembetűnőbb, 33%-os volt). A szereplők számának csökkenése ellenére a közvetítők értékesítési volumene 2017-ben elérte a válság előtti szintet, a növekedésben elsősorban a kgfb díjnövekedése játszik domináns szerepet. Az életbiztosítási piacon elsősorban a bankok, posta és a függő ügynökök dominálnak, míg a nem-életbiztosítások esetében az alkuszok kapnak jelentős szerepet.

5. Összegzés

A biztosítási szegmensben tehát az elmúlt években a kockázatok kiegyensúlyozott változása volt megfigyelhető, magas kockázati szintet egyetlen vizsgált területen sem azonosított az MNB. Ugyanakkor a változó szabályozási környezet kihívások elé állítja a szegmenst, ahol a rugalmas és gyors alkalmazkodás kritikus lehet a szolgáltatók további sikeréhez.

A pénztári piacon (önkéntes nyugdíjpénztárok, illetve egészség- és önszegélyező pénztárok) alacsony kockázati szintek jellemzőek, ami az utóbbi évben még tovább javult. Az MNB azonban felhívja a figyelmet az esetlegesen emelkedő kockázatokra, melyek a tartósan alacsony hozamkörnyezetre visszavezethető növekvő befektetési kockázatvállalásból adódhatnak.

A befektetési vállalkozások az elmúlt években tapasztalt tőkepiaci nehézségek (pénzügyi válság, brókerbotrány) után egyre kedvezőbb kockázati környezettel néznek szembe, a szabályozások szigorodása tiszta piaci helyzetet teremtett, ugyanakkor a megfelelőség kihívások elé állítja a szektor szereplőit. A befektetési alapkezelők kockázatai alacsony, mérsékelt besorolást kaptak, a szabályozás változása mellett a növekvő piaci verseny miatt csökkenő jövedelmezőség jelenthet kockázatot a jövőben.

A pénzügyi és biztosításközvetítők az IDD és a PRIIPs szabályozások mentén egyre áttekinthetőbb, egységesebb szolgáltatásokat kínálnak ügyfeleik számára, aminek eredményeképpen a díjtételek és kockázatok jelentős csökkenése volt megfigyelhető az utóbbi években.

HIVATKOZÁSOK

¹A kombinált mutató a biztosítók által beszedett díjak és a kifizetett szolgáltatások, valamint a felmerülő költségek hányadosát jelenti. A mutató 100% fölötti értéke hosszú távon nem fenntartható, ugyanakkor a 100%-nál jóval kisebb mutató a nem-élet ági termékek túlárazottságára enged következtetni.

²Az ajánlásban egyéves időtávon 90%-os védelemnek megfelelő puffer tartását javasolja az MNB. Ennek egyik lehetséges módja a szavatolóteke-szükséglet 50%-át elérő puffer tartása (MNB 6/2016).

³Az életbiztosítási és nyugdíjpénztári lefedettség [azaz a penetráció, megj: Vaskövi] az öngondoskodási szerződések arányát mutatja a gazdaságilag aktívak számára vetítve. A mutatószám azt szemlélteti, hogy a lakosság aktív rétegének hány százaléka rendelkezik legalább egy öngondoskodási termékkel." (G. Szabó-Holczinger-Nagy-et al. (2018), pp.10.)

⁴2018-tól némileg mérséklődtek a nyugdíj- és egészségpénztári munkáltatói tagdíj-hozzájárulások adóterhei.

⁵A TBSZ hozamára teljes adómentesség érvényesíthető 5 éves befektetési periódus lejártával, a NYESZ-en elért hozam viszont csak akkor adómentes, ha a tulajdonosa elérte a nyugdíjkorhatárt, és a befektetési periódus minimum 10 év.

⁶„A white-label termék egy olyan szolgáltatás, ahol a befektetési vállalkozás egy harmadik fél befektetési szolgáltatótól vásárol egy adott befektetési terméket, majd azt a saját márkája és cégneve alatt értékesíti.” [MNB 2018, pp.76.]

IRODALOMJEGYZÉK

Biztosítási, pénztári és tőkepiaci kockázati jelentés 2018 (Magyar Nemzeti Bank, 2018. június), <https://www.mnb.hu/letoltes/kockazati-jelentes-2018-0613-vegleges.PDF> (letöltve: 2018. október 15.)

Biztosítási, pénztári és tőkepiaci kockázati jelentés 2017 (Magyar Nemzeti Bank, 2017. június), <https://www.mnb.hu/letoltes/kockazati-jelente-s-2017-digitalis.pdf> (letöltve: 2018. november 5.)

Bankszektoron kívüli pénzügyi piacok kockázati jelentése 2016 (Magyar Nemzeti Bank, 2016. június), <https://www.mnb.hu/letoltes/publikalando-jelentes-v4-digitalis.pdf> (letöltve: 2019. január 14.)

Bankszektoron kívüli pénzügyi piacok kockázati jelentése 2015 (Magyar Nemzeti Bank, 2015. június), <https://www.mnb.hu/letoltes/bankszektoron-kivuli-penzugyi-piacok-kockazati-jelentes-2015-junius-1.pdf> (letöltve: 2019. január 14.)

A Magyar Nemzeti Bank 6/2016. (VI.14.) számú ajánlása a folyamatos tőkemegfelelést biztosító volatilitási tokepuffer tartásáról <https://www.mnb.hu/letoltes/6-2016-ajanlas-volatilitasi-tokepuffer.pdf> (letöltve: 2019. január 14.)

G. Szabó A. – Holczinger, N. – Nagy K., et al. (2018): A biztosítási szektor 10 éves jövőképe 7 pontban – Öngondoskodási kitekintéssel (Magyar Nemzeti Bank, 2018. február), <https://www.mnb.hu/letoltes/biztositasi-szektor-jo-vo-je-pst-online.pdf> (letöltve: 2019. január 18.)

Haraszti, Zs. – Mátyás, M.D. – Turi, P. (2017): PRIIPs rendelet: A jogszabálycsomag kialakításához vezető út és a végleges szabályok értékelése. *Biztosítás és Kockázat*, 4. évf. 4. szám, pp. 14–29. <http://dx.doi.org/10.18530/BK.2017.4.14>

Lencsés, K. – Paál, Z. (2015): Több vagy jobb minőségű tájékoztatás a befektetési termékek piacán? *Biztosítás és Kockázat*, 2. évf. 3. szám, pp. 12–29. <http://dx.doi.org/10.18530/BK.2015.3.12>