

Nagy Márton–Szabó E. Viktor: Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci¹ válság és hatásai a magyar bankrendszerre

Az elmúlt éveket jellemző magas kockázati étvágy mellett a bankok értékpapírosítási tevékenysége következtében jelentős mennyiségű és alulárázott kockázat terült szét a világban. Az amerikai jelzáloghitel-piacról tavaly kiindult turbulencia a kockázatok átárazását eredményezte, ami jelentős veszteségeket okozott a pénzügyi rendszernek és átmenetileg működésképtelenné tett egyes részpiacokat. Amerikai és európai bankok a közvetlen veszteségeken túl a forrásköltségek drágulásával és a források szűkülésével is szembesültek.

A magyar bankrendszernek nem volt közvetlen kitétsége az amerikai jelzáloghitel-piachoz kötődő termékekben, ugyanakkor a kockázati prémium globális emelkedése következtében a hazai bankok a finanszírozási költségek emelkedésével, a források rövidülésével szembesültek. Ugyancsak kedvezőtlen fejlemény, hogy a hazai pénzügyi piacok, főként az állampapírpiac működésében zavarok alakultak ki, és emelkedett a magyar eszközöktől elvárt hozam.²

AZ AMERIKAI JELZÁLOGHITEL-PIACI VÁLSÁG KIALAKULÁSA ÉS TERJEDÉSE

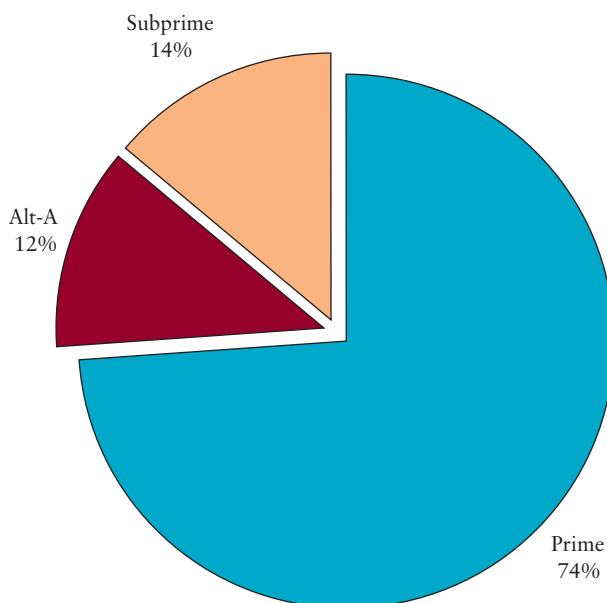
A másodrendű jelzáloghitelezés az 1990-es évek közepétől indult gyors növekedésnek az USA-ban. A másodrendű (subprime) jelzáloghitelek lényegében a kockázatosabb adósoknak nyújtott hiteleket takarják, amelyek a „prime”³ hiteleknél 200-300 bázisponttal magasabb kamatozásúak.⁴ Ezen adósok jelentős része vagy nem rendelkezik megfelelő hitel-történettel vagy a múltban már fizetési problémái voltak. Emellett megkülönböztethető az úgynevezett Alt-A kategória, amelybe azok az amúgy viszonylag jó adósok tartoznak, akik nem rendelkeznek megfelelő jövedelemigazolással vagy magas az adósságuk jövedelemhez viszonyított aránya. Az IMF becslése szerint 2007 elején az USA teljes jelzáloghitel-állományának 15 százaléka tartozott a subprime, további 5 százaléka pedig az Alt-A kategóriába. Az értékpapírosított jelzáloghiteleken belül becslések szerint 14 százalék volt a subprime és 12 százalék az Alt-A kategóriájú hitelek aránya (1. ábra).

A subprime és az Alt-A hitelek gyors expanziója a 2004-2006 közötti időszakra koncentrált. Ezt jól mutatja, hogy a subprime és az Alt-A hitelek együttes részesedése az új hitelnyújtásból a 2003. évi 10 százalékról 2006-ban már 40 százalékra emelkedett. Ebben az időszakban az amerikai ingatlanárak folyamatos emelkedése tette lehetővé a kétes anyagi helyzetű adósok számára a hitelfelvételt. Mind a hitelfelvé-

1. ábra

Amerikai lakáscélú jelzálogfedezettel rendelkező értékpapírok megoszlása

(2007. január)



Forrás: IMF.

vők, mind a hitelnyújtók abban bíztak ugyanis, hogy az ingatlanok további drágulásával elért tőkenyeresség biztosítani fogja a visszafizetést. Mivel a kamatok 2003 végétől kezdődő emelkedése a subprime adósok egy csoportja számára egyre

¹ A subprime jelzõt magyarra sokáig tévesen „másodlagosnak” fordították. Mivel az eredeti környezetben a subprime jelző arra utal, hogy a hiteladós nem prime, azaz nem „elsőrendű”, így természetesen adódott, hogy a magyar terminológiában a subprime jelzõt „másodrendűnek” fordítsuk és ezt igyekezzünk meghonosítani.

² A hazai állampapírpiacra kialakult zavarokról bővebben lásd a *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* (2008. április) című kiadványt.

³ Az angol nyelvű kifejezések és rövidítések magyarátatát a tanulmány végén szereplő fogalomtár tartalmazza.

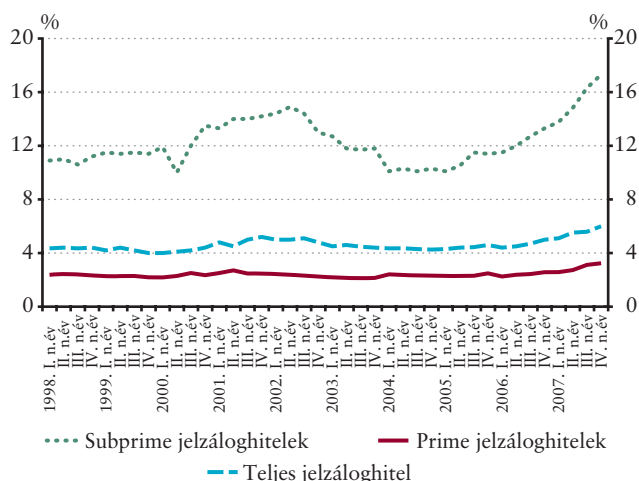
⁴ Emellett egyes járulékos költségek is magasabbak, mint a prime jelzáloghitelek esetében.

nehezebbé tette a hitelfelvételt, a hitelezők fokozatosan lazítani kezdtek a hitelezési feltételeiken. A lazább hitelezési sztenderdeknek köszönhetően egyre többen jutottak hitelhez 10 százaléknál kisebb önerővel, megfelelő jövedelemigazolás nélkül vagy a kezdeti időszakban alacsony törlesztési terhet biztosító, illetve negatív amortizációjú konstrukciók keretében. Jól példázta ezt, hogy a néhány – jellemzően két – évig alacsony kamatterhet biztosító változó kamatozású jelzáloghitel aránya a subprime kategóriában 2006-ra 50 százalékot ért el.

A subprime jelzáloghitelek gyors expanziójához a befektetők magasabb hozamú eszközök iránti erős kereslete is hozzájárult. Ennek nyomán gyorsan növekedett a lakáscélú jelzálog fedezettel rendelkező értékpapírok, illetve ezek újracsomagolásával kialakított strukturált hiteltermékek (CDO) kibocsátása, amely különböző kockázati étvágyú befektetői csoportok felé közvetítette a subprime jelzáloghoz kapcsolódó hitelkockázatokat. Az alacsony irányadó kamatszintek mellett az intézményi befektetők jellemzően tőkeáttételes pozíciókat vettek fel, vagyis a tényleges tőkájüket jelentősen meghaladó banki hitellel (főként hedge fundok) vagy értékpapír-kibocsátással (conduit cégek) finanszírozták ezeket a befektetéseiket. A hosszabb lejáratú befektetéseket általában nagyon rövid lejáratú források görgetésével finanszírozták. Az alacsony kamatvolatilitás és az emelkedő eszközárak miatt ez a stratégia nyereséges volt.

2. ábra

Késedelmes fizetésű jelzáloghitelek aránya az USA-ban



Forrás: Mortgage Bankers Association.⁵

Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piac problémái, a kockázatok félreárazása a lakáspiac 2006-ban kezdődő visszaesése nyomán kezdtek felszínre kerülni. A lakásár-növekedés jelentős lelassulása mellett a megemelkedett kamatszint is hozzájárult a törlesztési problémák növekedéséhez. Ennek nyomán a késedelmes fizetésű subprime hitelek aránya jelentősen emelkedett, 2007 utolsó negyedévében 17,3 százalékot ért el (2. ábra). Ez már meghaladja a korábbi (2002. évi) csúcst és a növekedés üteme jóval meredekebb, mint a korábbi „évjáratú” hiteleknél, miközben az állomány nagymértékben megnőtt. Az alacsony kezdeti fix kamatok mellett nyújtott subprime jelzáloghitelek további átárazódásai miatt a késedelmes fizetésű hitelek arányának növekedése a jelenlegi várakozások szerint idén tetőzhet.⁶ Emellett, a késedelmes törlesztésű hitelek arányának növekedése már az Alt-A kategóriájú hitelekre is kezd áttérjedni, sőt ez a tendencia megjelent az autóhitelek és a hitelkártyák esetén is.⁷

A nemfizetések arányának emelkedése miatt a jelzáloghitelekhez kapcsolódó eszközfedeztetű értékpapírok (ABS) és strukturált hiteltermékek (CDO) ára számottevően csökkent, ami jelentős veszteséget okozott az intézményi befektetőknek. A veszteségek és a megnövekedett kockázat miatt a befektetők beszüntették a strukturált hiteltermékek vásárlását, így azok a kibocsátó bankok mérlegében maradtak. A bankok hitelderivatívák (CDS) vásárlásával próbálták fedezni hitelkintességeiket és csökkenteni a veszteségek mértékét, aminek hatására ezen derivatívák ára (vagyis a fedezés költsége) megugrott. A további potenciális veszteségek csökkenése érdekében a bankok visszafogták tőkeáttételes ügyfeleik finanszírozását. Emellett a tőkeáttételes pozícióval működő alapok növekvő veszteségei miatt, főként a conduit cégeknél a rövid lejáratú értékpapír-kibocsátás is elakadt.

A rövid források hirtelen elapadása sok alapnál a tőkeáttételes pozíciók gyors felszámolását tette szükségessé. Mivel azonban sok alap hasonló befektetési stratégiát követett, egyszerre próbáltak ugyanolyan irányú ügyletet kötni. Ezek közé tartozott sok egyedi ABS és CDO is. Mivel ezekkel az eszközökkel lényegében nem kereskedtek (lejáratig tartották), ezért értéküket pénzügyi modellek alapján határozták meg. A kényszerértékesítés következtében ezek a termékek megjelentek a piacon, az egyirányú eladói nyomás miatt azonban áruk drasztikusan alacsony volt, és a befektetőknek az új, alacsony árakon kellett átértékelni eszközeiket. Ez szélsőséges árelmozdulásokat, esetenként a piacok „kiszáradását” eredményezte. A források kiesése miatt az alapok a jelzáloghitel-pi-

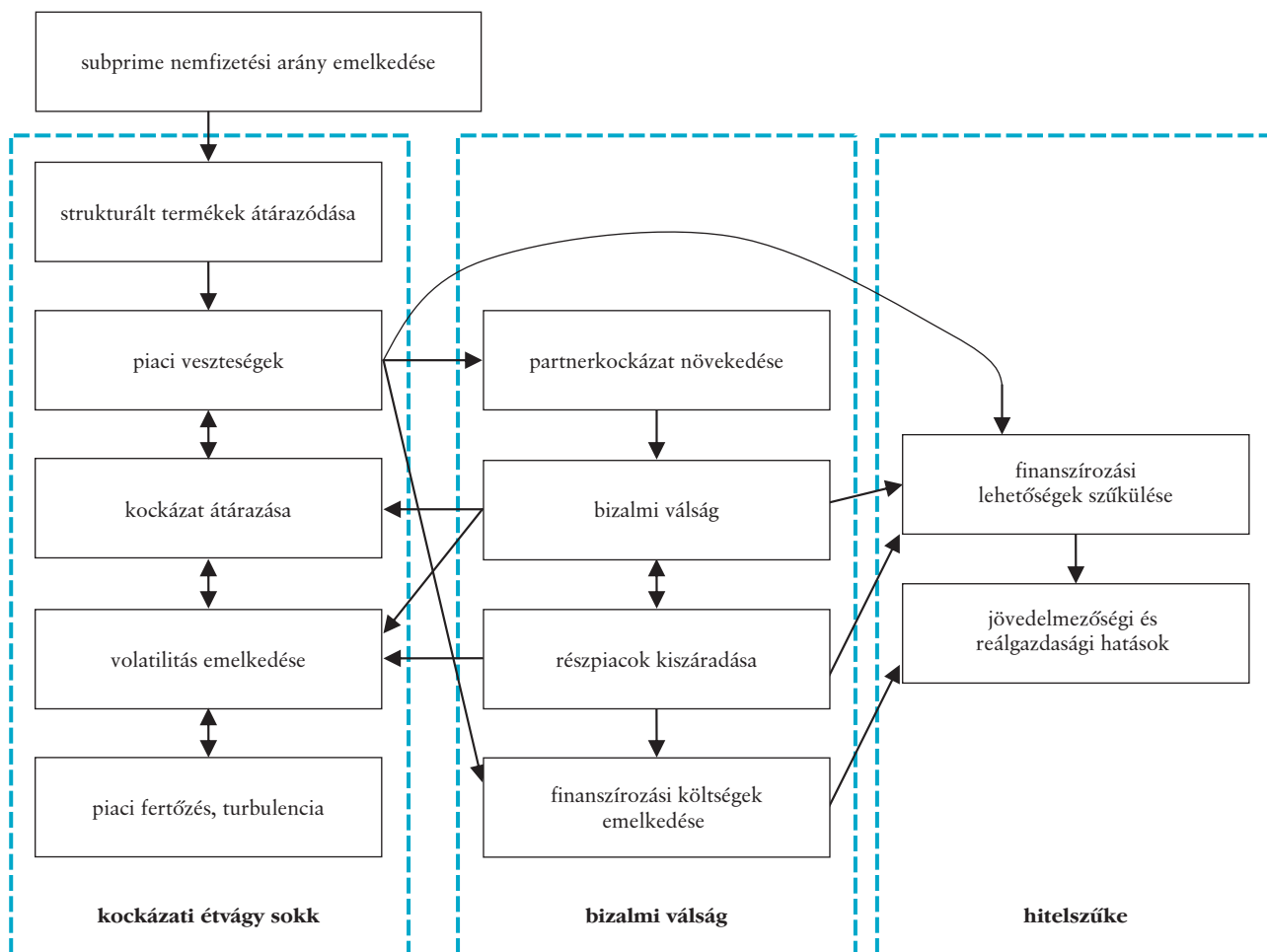
⁵ Forrás: <http://www.mortgagebankers.org/NewsandMedia/PressCenter/60619.htm>.

⁶ Ennek jellemző példája az ún. „2-28” hitel, ahol a 2006-ban nyújtott termékeknek két évre alacsonyan rögzített kamatok a hitel hátralévő futamidejében egy magasabb kamatra árazódnak át az idén.

⁷ A subprime jelzáloghitel-piaci válságnak a gazdaságára gyakorolt hatásait nem tárgyaljuk részletesen.

3. ábra

Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság terjedése



Forrás: Mortgage Bankers Association.

achoz közvetlenül nem kapcsolódó piacokon is megpróbálták likviditáshoz jutni, így az eladási hullám más piacokra is áterjedt.

Június végétől egyre több piaci szereplő jelentett veszteséget vagy csődöt. A pénzügyi turbulencia elsősorban az amerikai bankokat és alapok érintette, de Európában is megjelentek a veszteségek, aminek hatására csökkent a kockázati étvágy. A befektetők mérsékelni kívánták kockázati kitétséget, ami az amerikai másodrendű jelzáloghitelhez kapcsolódó értékpapírok kényszerértékesítéseivel együtt eladási nyomás alá helyezte a kockázatosabb eszközöket, és megnövelte a kockázatmentes és nagyon likvid eszközök keresletét.

Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és az ehhez kapcsolódó pénzpiaci turbulencia több csatornán keresztül is érintette a bankokat. A közvetlen kitétségen (jelzáloghitelek) túl a bankok befektetési portfóliójában is volt jelzálog-alapú értékpapír. További kitétséget jelentenek a bankok által tőkeáttételes pozíciók felvállalására létrehozott, de tőlük jogilag

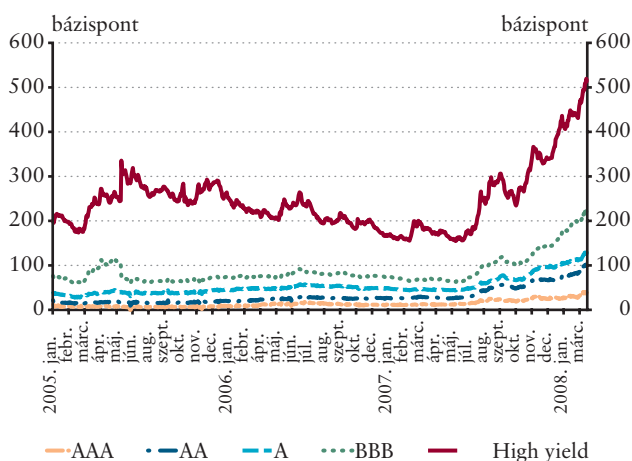
független speciális szervezetek (pl. conduit, SPV vagy SIV). Ezek finanszírozásában a létrehozó bankok általában jelentős szerepet vállaltak, de ez a kitétség mérleg alatti, nem jelent meg a könyvekben. További kockázatot jelentettek az érintett, nem transzparensten működő fedezeti alapoknak nyújtott hitelek. A többrétű potenciális kitétség miatt nem lehetett felmérni, hogy melyik bank mekkora kitétséggel rendelkezik. Ez a bizonytalanság tavaly augusztusban, majd novemberben a bankok egymás iránti bizalmának megingásához, a bankok forrásgyűjtésére használt kereskedelmi értékpapírok piacának, majd pedig a dollár és euro bankközi piacoknak a kiszáradásához vezetett.

A bankokat és befektetési alapokat követően a pénzügyi turbulencia év végére elérte az amerikai hitelbiztosítókat is. Az eredetileg önkormányzati kötvények biztosítására létrejött hitelbiztosítók az elmúlt években kiterjesztették tevékenységüket az eszközfedeztetű értékpapírok és strukturált hiteltermékek kibocsátásának biztosítására. A hitelbiztosítás lehetővé tette a gyengébb besorolású kibocsátóknak, hogy a hitelbizto-

sító magas (általában AAA) besorolásának megfelelő alacsonyabb kamat mellett bocsásson ki értékpapírt. A nemfizetési arány növekedésével azonban a hitelbiztosítókat egyre nagyobb fizetési kötelezettség, és ennek nyomán leminősítés fenyegette. A hitelbiztosítók leminősítése ráadásul azonnal rontja az összes általuk biztosított értékpapír besorolását, tovagyrúzó veszteségeket okozva a biztosított értékpapírok tulajdonosainak.

4. ábra

A különböző kockázati besorolású euroadósság felárának alakulása



Forrás: J. P. Morgan.

Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság, a kockázati étvágy általános és jelentős csökkenésén keresztül, egyéb hitelpiacokon is a kockázatok újraárazását eredményezte. Jelentősen megugrottak az alacsonyabb hitelminősítésű (spekulatív fokozatú) vállalati kötvények kockázati felárai, és a kockázati felár-növekedés kisebb mértékben a magasabb hitelminősítésű vállalati hiteleket is érintette (4. ábra). A hitelpiaci zavarokat a kockázati prémiumok megugrása mellett a private equity alapok által végrehajtott, hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlási ügyletek (LBO), illetve a betervezett vállalati kötvénykibocsátások elhalasztása is jelezte. A hitelpiaci problémák továbbterjedésétől való félelmek, illetve a fúziók és akvizíciók várható lelassulása a részvénypiaci hangulat jelentős romlásához vezetett, amelyet elsősorban a pénzügyi szektor részvényei szenvedtek el.

A piaci turbulencia további alakulásával és terjedésével kapcsolatban továbbra is jelentős bizonytalanságot hordoz a pénzügyi szektor, mivel a veszteségek teljes mértéke még mindig nem ismert. Az IMF, a nagy hitelminősítő intézetek és befektetési bankok szerint a pénzügyi rendszer várható vesztesége 300-1000 milliárd dollár között szóródhat.⁸ A fejlett országok bankjai március elejéig már összességében 180, míg a

biztosítók további 50 milliárd dollárnyi veszteségről és leírásról számoltak be. A bankok érintettsége különösen aggályos, mert a piaci turbulenciához kapcsolódó veszteségek korlátozhatják a hitelezési aktivitást. Az amerikai és európai bankok mind a vállalati, mind a lakossági ügyfelek felé folyamatosan szigorítják a hitelnyújtás feltételeit, miközben a forrásköltségek emelkedését is próbálják áthárítani az ügyfelekre. A hitelezés lassulása egyaránt gyengíti a fogyasztást és a beruházást, és így negatívan hat a gazdasági növekedésre („financial accelerator” hatás). Szélsőséges esetben egy hitelösszeomlás gazdasági recessziót okozhat.

KÖZVETLEN EURÓPAI ÉS MAGYAR KITETTSÉG NAGYSÁGA

Az eurozóna országainak az amerikai jelzáloghitel-piaccal szembeni értékpapír-alapú kitettsége összességében 200 milliárd euro körüli (1. táblázat), ami a hosszú távú értékpapír-befektetések kevesebb mint 2 százaléka. Fontos azonban megemlíteni, hogy a 200 milliárd eurónak csak töredéke köthető a subprime piachoz. Egyrészt a teljes kitettségből körülbelül 117 milliárd euro az államilag támogatott jelzálog-intézmények által kibocsátott értékpapír, amely mögött nincs subprime kitettség. Másrészt a magáncégek által kibocsátott 83 milliárd euro értékű értékpapírokon belül is van olyan kitettség, ami nem a subprime piachoz kapcsolódik. Ugyancsak fontos kiemelni, hogy jelenlegi információk alapján a hazai nagybankok anyabankjai jellemzően csak marginális közvetlen subprime piachoz kapcsolódó kitettséggel rendelkeznek. Magyarországon a hazai bankoknak nincs külföldi jelzálogfedezetű értékpapírjuk, míg a letétkezelők értékpapír-statisztika alapján, főként a befektetési alapok portfóliójában találunk ilyen papírokat, azonban mértékük elhanyagolható.

Rövid távra előretételezve, a széles körű piaci turbulencia egyéb piacokra gyakorolt áttételes hatása elsősorban a befektetési bankok, illetve az erős befektetési banki üzletággal rendelkező komplex bankcsoportok esetében gyakorolhat negatív hatást a jövedelmezőségre. Ilyen csatornát jelenthet a hitelből finanszírozott kivásárlások, illetve a spekulatív besorolású vállalatikötvény-kibocsátások visszaesése, a kereskedési eredmény jelentős romlása vagy „bedőlő” (azaz fizetéseképtelenné váló) hedge fundokhoz kapcsolódó esetleges hitelezési veszteségek. Ebben az összefüggésben a hazai bankrendszerben meghatározó külföldi bankcsoportokra gyakorolt hatást mérséklő, hogy üzleti tevékenységükben és az elmúlt évekbeli jövedelemnövekedésében a hagyományos közvetítésből (például retail bankingből) származó bevételek szerepe volt jelentősebb, ami nem kis részben a kelet-közép-európai régió belüli jelentős hitelexpanzióból származik.

⁸ Bővebben lásd az IMF Global Financial Stability Report: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/>.

1. táblázat

Az eurozóna kitettsége az amerikai jelzáloghitel-piacsal szemben⁹

	Teljes kitettség ¹⁰ (milliárd euro)	Ebből: magánkibocsátású értékpapírok (milliárd euro)
Ausztria	2,3	0,2
Belgium	46,2	13,3
Finnország	0,5	0,1
Franciaország	10,8	6,5
Németország	28,2	16,8
Görögország	0,15	0,0
Írország	25,6	7,9
Olaszország	4,4	1,2
Luxemburg	45,3	16,8
Hollandia	34,2	20,3
Portugália	0,8	0,1
Szlovénia	0,2	0,0
Spanyolország	1,3	0,1
Eurozóna	200	83,2

Forrás: U.S. Treasury.

Tágabban kitekintve, fontos értékelni, hogy az amerikai és európai nagybankok szolvenciahelyzete hogyan befolyásolhatja a hazai bankok európai anyabankjainak stabilitását. Ez ideig több amerikai és néhány európai bank tőkeellátottsága veszélybe került, amit jól tükrözött a részvényáruk zuhanása. A szükséges tőkét főként nagy állami befektetési alapok („sovereign wealth fund”) pótolták. Kockázatot hordozhat azonban, hogy a becsült veszteségek csak egy része került felszínre az ideig. A nem transzparens pénzügyi intézmények piaci szerepének (hedge fundok, kockázatitőke-alapok) növekedése és a pénzügyi innovációk (hitelkockázat-áthárító [CRT] termékek) megnehezítik a pénzügyi piacok átláthatóságát, a kockázatok árazását és ennek következtében a subprime-hoz kapcsolódó közvetlen és áttételes hitelpiaci kitettségek, illetve veszteségek pénzügyi rendszeren belüli eloszlásának felmérését. További probléma, hogy a pénzügyi intézmények üzleti érdekek mentén sokszor eltitkolják a veszteségeket, és már csak akkor derül ki a kár mértéke, amikor az intézményt fizetéseképtelenség fenyegeti. Ebből következően az európai felügyeleti szervek jelenleg nyomást gyakorolnak a pénzügyi piaci szereplőkre, hogy minél hamarabb és a lehető legpontosabban közöljék az amerikai subprime jelzáloghitel-piacsal kapcsolatos kitettségeiket és a veszteségek nagyságát.

A KÜLFÖLDI BANKKÖZI PÉNZPIACOKON MEGFIGYELHETŐ TURBULENCIA ÉS ANNAK HATÁSA

Az európai és amerikai pénzügyi piacokon eddig tapasztalt átmeneti zavarok érdemben nem befolyásolták a forint pénzügyi piacokat. A fedezetlen forint bankközi piac, illetve a külföldi szereplők forintlikviditása szempontjából kiemelkedő jelentőségű forint FX-swappiac forgalma a megszokott volt. A forint egynapos hozam érdemben nem változott a külföldi hírekre és jegybanki fedezett hitel felvétel sem történt.

A piaci szereplők beszámolóinak összességében egybevágó az aggregált piaci mutatók alapján fent vázolt képpel. Egyes banki üzletkötők szerint az anyabankok közötti bizalmatlanság a hazai piacon is megjelenhetett. E vélemény ugyanakkor nem volt általános és a tényleges piaci üzletkötések, valamint az üzletkötők beszámolója nem támasztotta alá ezt a félelmet.

A külföldi bankközi piacokon megjelenő nagyfokú bizalmatlanság a hazai bankok esetében a jövőben annyiban jelenthet kockázatot, ha az anyabankok közötti esetleges bizalmi probléma a leánybankok szintjére is áttérjed. Érdemi hatás valószínű

⁹ www.ustreas.gov/tic/shl2006r.pdf.

¹⁰ A teljes jelzáloghitel-piaci kitettség két fő részre osztható, az államilag szponzorált ügynökök által (például Fannie Mae vagy a Freddie Mac), valamint a magáncégek kereszttulajdonú értékpapír-kibocsátásra.

núleg csak egy tartósabb likviditási zavar nyomán lenne lehetséges, amelyet előidézhettek egy-egy nagyobb piaci szereplővel kapcsolatos újabb negatív hírek. Ez megnyilvánulhat a bankközi limitek csökkentésében, a kockázatosabbnak ítélt bankok magasabb felár melletti hitelezésében. Ennek alapján kiemelt fontossággal bír az európai piaci zavarok áttérjedésének azonosításában a hazai bankközi piacok, valamint a fizetési rendszerek működésének folyamatos felvigyázása, amelyet a magyar jegybank természetesen napi rendszerességgel végez.

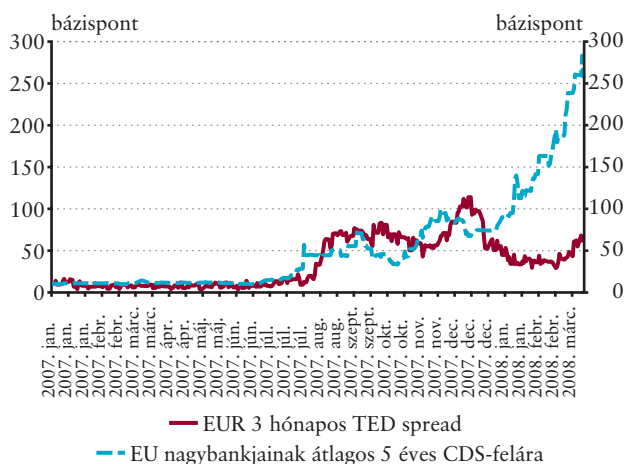
HAZAI BANKOK HOSSZÚ TÁVÚ FINANSZÍROZÁSI KOCKÁZATA

A piaci likviditási kockázatok tartósabb növekedése a hazai bankokat elsősorban a külföldi bankközi és tőkepiaci források árazásán, illetve hozzáférhetőségén keresztül érintheti. A likviditás szűkülése elsősorban a finanszírozási költségek emelkedésén keresztül gyűrűzik át a hazai bankokhoz. A rövid külföldi bankközi kamatok, illetve részben a banki CDS-felárak tavaly nyár végénél magasabb értékei azt mutatják, hogy a likviditásbőség tartósabb csökkenése esetén a külföldi forrásköltségek emelkedésére lehet számítani.

Fontos kiemelni azonban, hogy a fejlett piacokon jelentős differenciálás figyelhető meg a rövid és külföldi források árban. A 3 hónapos TED szpred (a 3 hónapos bankközi és a 3 hónapos diszkontkincstárjegy kamatok közötti különbség) 50-60 bázisponttal haladja meg a tavaly augusztusi szintet. Ez főként annak köszönhető, hogy a jegybankok az eszköztár átmeneti, sikeres kibővítésével részben tompították a bankközi piacon kialakult nagyfokú bizonytalanságot. Eközben a hosszú források árának közelítésére használt CDS-felárak nagyon jelentős növekedést mutattak (5. ábra). A CDS-felárak 2007.

5. ábra

Rövid és hosszú lejáratú külföldi források költségei



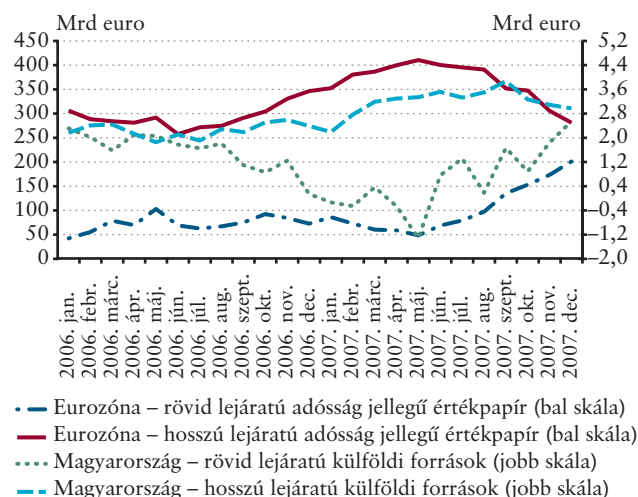
Forrás: Datastream.

július óta megfigyelhető 250-260 bázispontos emelkedése mögött két fő tényező húzódik meg. Egyrészt emelkedtek a hitelkockázatok, másrészt gyengült a hitelminősítő intézetek hitelderivatívákra vonatkozó kockázati besorolásába vetett bizalom.

A rövid és hosszú távú források költségeinek elszakadására, azaz a különböző időtávon megfigyelhető eltérő likviditási helyzetre az euroövezeti bankrendszer gyorsan reagált. Félve a hosszú távú likviditás árának magas szinten történő berögzülésétől, a bankok jelentősen emelték a rövid távú és visszafogták a hosszú távú értékpapírok kibocsátását (6. ábra).

6. ábra

Rövid és hosszú távú idegen források állományának 12 havi változása



Forrás: EKB, MNB.

Magyarországon a külföldi, és különösen az anyabanki finanszírozás magas aránya miatt automatikusan megjelent a források átlagos lejáratának rövidítési kényszere. A hazai bankok az ügyfeleket 2007 év végén már csak egy rosszabb finanszírozási struktúra mellett (rövid külföldi források arányának növekedése) és drágábban (forrásbevonás költségének emelkedése) tudták finanszírozni.

Hosszabb távra tekintve azonban fontos kiemelni, hogy megnövekedett a kockázata annak, hogy az elmúlt évekre jellemző globális likviditásbőség jelentősen lecsökken, ami a hazai bankrendszert a finanszírozási költségek emelkedése mellett a külföldi források hozzáférhetőségének szűkítésén keresztül is érzékenyen érintheti. A külföldi források hozzáférhetőségének szűkülése visszavetheti az új hitelezést, valamint megújítási kockázatot okozhat. A megújítási kockázatot mérsékelheti, hogy a bankrendszer külföldi forrásainak közel fele a külföldi tulajdonostól származik. A leánybankok likviditási kockázatát növelheti viszont, ha az anyabankok által biztosított források átlagos lejáratára rövidül.

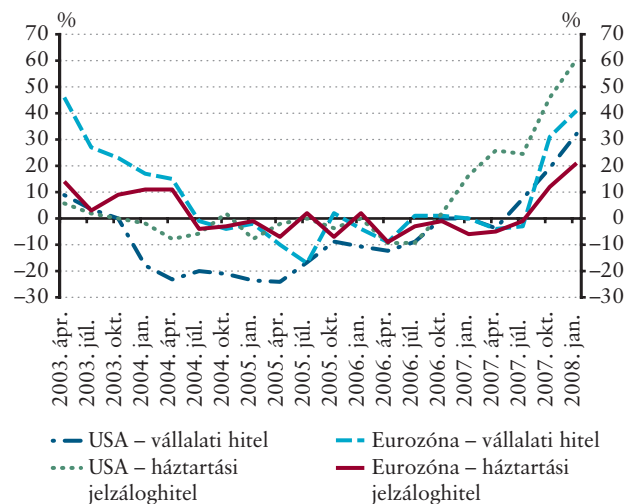
HITELÖSSZEOMLÁS („CREDIT CRUNCH”) KOCKÁZATA

A bankok finanszírozási költségeinek megemelkedése és a pénzügyi turbulencia miatti veszteségek szélsőséges esetben credit crunch-hoz vezethet. Credit crunch alatt annak kockázatát értjük, hogy a bankok kockázatvállalási hajlandóságuk jelentős csökkenése nyomán drasztikusan visszafogják hitelezési tevékenységüket, és az emelkedő árak ellenére nem növelik a hitelállományt, azaz a hitelkínálati görbe függőlegesség válik. A hitelezés visszafogása pedig gazdasági recesszió kialakulását eredményezi. Az amerikai jelzáloghitel-piaci válság miatt kialakuló piaci turbulencia elsősorban azon fejlett pénzügyi piacokkal rendelkező országokban vezethet hitel-szűkéhez, amelyekben a tőkepiacok jelentős szerepet töltenek be a pénzügyi struktúrában. A kötvénypiacok hazai fejletlenségét, a hitelek értékpapírosításának hiányát és a banki hitelezés dominanciáját tekintve Magyarországon ez a csatorna alacsony relevanciával bír. A credit crunch hazai bankrendszerre való áttérése valószínűbb csatornákat jelenthet az anyabanki kockázatkerülés erősödése és a hitelezési feltételek szigorítása, ami a leánybankok hitelezési limitjeinek csökkentésében jelenhet meg.

A másodrendű jelzáloghitel-piaci válság hatására a fejlett piacokon a bankok jelentősen szigorították a hitelezés nem árjellegű tényezőin (7. ábra). A legjelentősebb szigorítás az USA jelzáloghitel-piacán történt.

7. ábra

Hitelezési feltételek alakulása USA-ban és az eurozónában



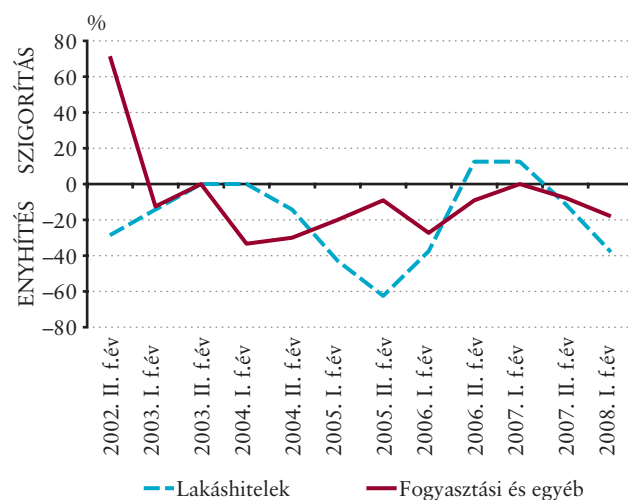
Forrás: FED, EKB.

A hitelezés visszafogása áttérhet a hazai bankrendszerre, ha a külföldi tulajdonú leánybankok csökkentik hitelezési limitjeiket. Eddig nem tapasztaltuk ennek érvényesülését, sőt a

lakáshitelek esetén a kereskedelmi bankok a tavalyi évben egy kezdeti szigorítás után már enyhítettek a feltételeken, amit 2008 első félévében várhatóan folytatnak. A fogyasztási hitelek esetén folyamatos a hitelezési standardok enyhítése (8. ábra). A régióinkban Magyarországon kívül Lengyelország és Litvánia rendelkezik hasonló statisztikával. Mindkét régiós országban a múlt év végén a lakáshitelezés tekintetében szigorítottak, míg a fogyasztási hitelek esetén érdemben nem változtak a hitelezési feltételek. A környező országokban a lakáshitelek esetén a szigorítást a bankok a gyors hitelnövekedést kísérő romló tőkehellyzettel magyarázták.

8. ábra

Hitelezési feltételek alakulása Magyarországon



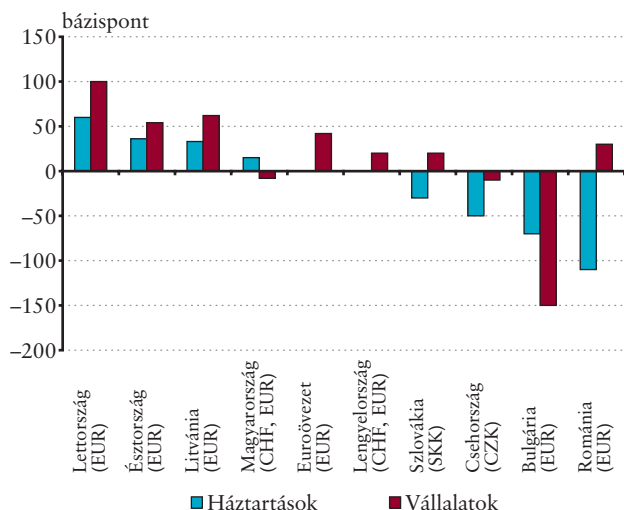
Forrás: MNB.

A nem árjellegű tényezők mellett fontos kitérni az árjellegű tényezőkre is. A forrásköltségek növelésére részben a banki marzsok csökkentésével, részben pedig a (meglévő és új) ügyfelek kamatköltségének emelésével reagálhat a bankrendszer. A meglévő ügyfelek magasabb kamatköltsége elődlegesen a portfólióminőség romlását, valamint a törlesztőrészlet emelkedése miatt a rendelkezésre álló jövedelem fogyasztásra elköltethető részének csökkenését okozhatja. A költségek új ügyfelekre történő áthárítása erősen kihat a hitelkeresletre és ezen keresztül a fogyasztásra. A forrásköltségeknek az új ügyfelekre való hárítása a régió egészére, valamint az euroövezetre egyelőre nem jellemző. Egyedül a balti országoknál figyelhető meg mind a vállalati, mind pedig a háztartási piacon a hitelkamatok 3 hónapos referenciakamatok feletti jelentős emelkedése (9. ábra).

A külföldi források árának emelkedése, illetve a (deviza) likviditás beszűkülése különböző módon érintheti a jövőben az egyes országokat. Legfontosabb tényezők lehetnek: az anyabankok likviditási helyzetének alakulása, a leánybankok hitel/betét mutató alapján mért kifizetettsége, az adott „host”

9. ábra

Az újonnan meghirdetett hitelkamatoknak a kockázatmentes 3 hónapos kamatláb feletti emelkedése 2007-ben

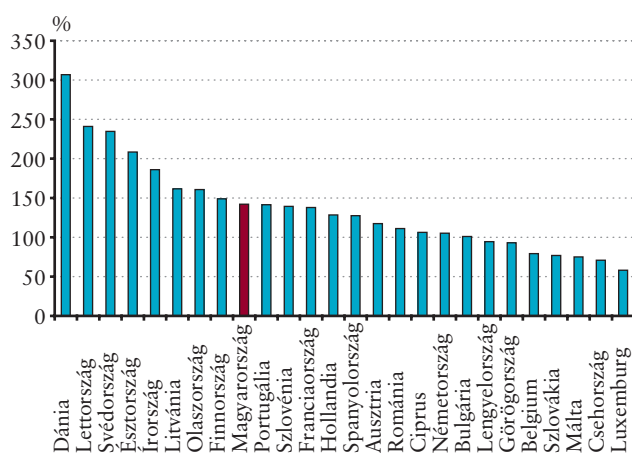


Forrás: Nemzeti jegybankok.

ország bankrendszerének jövedelmezőségi kilátásai és makrokörnyezet alakulása. Ez utóbbi tényezők azért lehetnek fontosak, mivel jelentősen befolyásolják a bankcsoporton belüli likviditás allokálását. Kedvezőtlennek tekinthető, hogy a magyar bankrendszer hitel/betéti mutatója nemzetközi összehasonlításban magas (10. ábra), a bankrendszer jövedelmezősége csökken, a makrogazdasági aktivitás pedig alacsony.

10. ábra

Hitel/betét arányok nemzetközi összehasonlításban (2007)



Forrás: EKB.

KIALAKULHAT-E EGY AMERIKAI SUBPRIME-HOZ HASONLÓ ESEMÉNY MAGYARORSZÁGON?

A hazai bankok gyakorlatában megfigyelhető a kockázatalapú verseny élesedése. A kockázatalapú verseny főként a hitelezési feltételek túlzott enyhítésben és a fokozottan kockázatos hiteltermékek megjelenésében ölt testet. Ez a két folyamat természetesen összefügg. A hitelezési feltételek enyhítése mellett a bankok arra törekednek, hogy új, sokszor kockázatos termékekkel jelentős ügyfélkeresletet teremtsenek. Ennek tipikus példája a jen alapú hiteltermékek megjelenése. Az új termékek, például a jen alapú hitelek megjelenése arra ösztönözheti a versenytársakat, hogy hasonló termékkel belépjenek a piacra. Emellett ez a tendencia arra is ösztönzi a bankokat, hogy más, főleg svájci frank alapú hiteltermékek versenyképességének megőrzése érdekében az LTV arányokat egy konzervatív szintről folyamatosan növeljék, azaz a hitel önrészt csökkentsék, valamint kitolják a maximális futamidő hosszát.

Ezzel szemben számos tényező egy hasonló helyzet kialakulása ellen hat. Bár gyorsan növekszik a 70 százalék feletti LTV hitelek aránya a jelzáloghitelezésen belül, az állomány átlagos LTV-je 50 százalék körüli. Emellett a subprime gyakorlattól eltérően Magyarországon a feketelistán szereplő adósok a bankokon keresztül nem (és néhány bank által finanszírozott pénzügyi vállalkozásokon keresztül is csak kis számban és összességében kis összegben) juthatnak hitelhez. Emellett nincs jele ingatlanpiaci árbuboréknak. Végül ugyancsak egy hasonló helyzet kialakulása ellen hat, hogy bár az adósszolgálat rendelkezésre álló jövedelemaránya kissé meghaladja az EU-átlagot, a jelzáloghitel-állomány GDP-hez viszonyított 10 százalékos aránya alacsonynak tekinthető.

FOGALOMTÁR

CDO (collateralised debt obligation): Olyan speciális értékpapírok, amelyek mögött kötvények, hitelek vagy egyéb eszközök állnak fedezetként. A befektetők a CDO vásárlásával átvállalják az adott hitel-, illetve kötvényportfólió kockázatát. A CDO kibocsátását egy olyan kizárólag erre a célra létrehozott intézmény (SPV) végzi el, amely egyben a fedezetként szolgáló értékpapírok felett rendelkezik. A CDO kibocsátója a különböző kockázati kitettség és lejárat alapján szeletekre (*tranches*) darabolja fel a hitel vagy/és kötvényeket tartalmazó portfóliót. Kockázatok mentén három kategória létezik: senior tranches (AAA minősítés), mezzanine tranches (AA-tól BB minősítésig) és equity tranches (nem minősített). Abban az

esetben, ha csak hitelek, illetve csak kötvények alkotják az értékpapírok mögött álló fedezeteket, akkor adósságfedezetű hitelkötelezettségekről (**collateralized loan obligation, CLO**), illetve adósságfedezetű kötvénykötelezettségekről (**collateralized bond obligation, CBO**) beszélünk.

ALT-A: Az USA jelzáloghitel-piacán az ALT-A kategória kockázati szempontból a prime és a subprime piac között helyezkedik el. Általában az olyan adósok részére történő hitelezés tartozik ide, akik viszonylag jó adósnak számítanak, de nem rendelkeznek megfelelő jövedelemigazolással vagy magas az adósságuk jövedelemhez viszonyított aránya.

Céltársaság (Special Purpose Vehicle, SPV): Az értékpapírosítótól csőd, és adójogilag független jogi személy, melyet az értékpapírosító speciálisan a tranzakció lebonyolítására hoz létre. Az értékpapírosítás során a pénzügyi szolgáltató a céltársaságba szervezi ki egyes eszközeit, melynek fedezete mellett a céltársaság kötvényt vagy más értékpapírt bocsát ki.

Credit crunch: Recessziós periódus egy adósságbazisú monetáris rendszerben, amikor az adósság növekedési üteme lelassul, és ennek következtében a gazdaságban likviditásszűke keletkezik. Ez gyakran a laza és nem megfelelő hitelezési politikák következménye, ami veszteségeket szül a hitelnyújtó intézmények és az adósságjellegű instrumentumokba fektetőknek. Ezen intézmények hitelhez jutási képessége csökkenhet, illetve annak költsége növekedhet, ami további veszteségeket okozhat.

CRT (credit risk transfer): A kockázatok egyik pénzügyi intézménytől másik pénzügyi intézményhez való transzferálást jelenti. A hitelkockázati transzfer főként hitelderivatívák segítségével történik.

ABS (asset-backed securities): Olyan értékpapírok, melyek mögött homogén adósságcsoporthoz (jelzálog- vagy gépjárműhitelek, hitelkártyák, diákhitel stb.) portfóliói állnak. Az értékpapírokat külön, kizárólag erre a célra létrehozott intézmények (SPV) bocsátják ki. Az ABS egyik legfontosabb típusa az MBS, olyan értékpapír, ami mögött jelzáloghitel áll fedezetként. Az ABS-piac áralakulását egy szintetikus eszközfedezetű hitelderivatív index, az ABX index mutatja.

Forex swap (FX swap): Bankközi piacon kötött rövid hitelkamat-derivatíva. Egy pontosan ugyanabban a mennyiségben és időben kötött azonnali és egy forward devizaügyletből áll. A forward ügylettel ellenkező pozíciót vesznek fel, mint az azonnal ügylettel. Ezzel az egyik devizában fennálló fölös likviditást egy időre átcserelelik más devizára, ahol a likviditást jobban ki tudják használni. A forward kamatlábat fixálják az ügyletkötéskor, míg a változó kamat az O/N kamat, amit naponta realizálnak az azonnali ügyleten.

Hitelkockázat transzferálását lehetővé tevő termékek piaci (Credit Risk Transfer markets, CRT markets):

Olyan termékek piaca, amelyek lehetővé teszik az ügyfél nemfizetési, illetve csődkockázatának továbbtranszferálását. A hitelkockázat átadása megvalósulhat az eszközök tényleges átruházásán keresztül (értékpapírosítással), illetve a hitelkockázat szintetikus transzferálásával (hitelderivatívákkal). Az értékpapírosítással kereskedésre alkalmas értékpapírokon (például ABS) keresztül történik egy adott eszközportfólió hitelkockázatának transzferálása a befektetőhöz. A kockázattadás legalább két különböző befektetési fokozatú tranchben történik. A hitelderivatívák olyan bilaterális pénzügyi szerződések (például CDS), amelyek lehetővé teszik a pénzügyi termékek hitelkockázatának egyéb kockázatoktól történő elválasztását, és a partner részére történő továbbadását, anélkül hogy az alapul szolgáló eszköz tulajdonjoga is átadásra kerülne.

Hitelből történő kivásárlás (leveraged buyout, LBO):

Olyan vállalatfinanszírozási forma, ahol a vállalat többségi részesedésének megszerzését adósságból (hitel, illetve kötvény) finanszírozzák. A kivásárlást végző vállalat felelőssége mellett, gyakran a hitel a célvállalat eszközeivel van biztosítva. Mivel egy hitelből történő kivásárlásnál általában 90 százalék a hitelből és 10 százalék a tőkéből történő finanszírozás, kötvénykibocsátás esetén a kibocsátott papírok a legtöbb esetben spekulációs fokozatúak (bóvli kötvények).

Kockázattőke-alap (Private equity fund): Olyan alapok, melyek azzal a céllal fektetnek be vállalatokba és/vagy teljes üzletágakba, hogy befolyásoló részesedést szerezzenek. A befolyásoló részesedéssel módjuk van átstrukturálni a megcélzott vállalat tőkéjét, vezetését és szervezeti felépítését.

LTV: loan to value = hitel összege / hitelbiztosítéki érték.

Hitelnemfizetési swap (credit default swap, CDS): A hitelkockázat transzferálását lehetővé tevő származékos ügylet, amelyben a védelem vevője meghatározott időközönként, meghatározott összeget (swap spread) fizet a védelem eladójának, aki kezességet vállal az adós kötelezettségeire.

Magas hozamú vagy bóvli kötvények (High-yield bond/junk bond):

A befektetésre ajánlott kategória alatti minősítésű vállalati kötvények összefoglaló neve, amelyek az átlagosnál nagyobb kockázatukért cserében a hagyományos vállalati kötvényeknél magasabb hozamot kínálnak.

Subprime vagy másodrendű hitelezés: Ezek az ügyfelek általában átlag alatti hitelminősítéssel rendelkeznek, mivel nincs rendszeres, időben történő hiteltörlesztési teljesítéseket igazoló hiteltörténetük. (Az USA-ban általában ilyenek az alacsony jövedelműek, az idősebbek, illetve az új bevándorlók.)

Prime hitelezés: A hiteltermékek olyan ügyfelek számára történő értékesítése, melyek kiemelkedő hitelképességgel és/vagy jó hiteltörténettel bírnak.

Spekulatív befektetési alap (hedge fund): A spekulatív befektetési alapok a hagyományos befektetési alapokkal szemben zártkörűek, és magas kezdeti minimum befektetési összeget írnak elő. Ebből adódóan ezen alapokba szofisztikált, nagy intézményi befektetők, nyugdíjalapok, biztosító cégek, illetve vagyonos magánszemélyek fektetnek. Zártkörű tevékenységükből fakadóan számos tőkepiaci szabályozás és

jelentési kötelezettség alól mentesülnek. Pozíciófelvételüket semmilyen szabályozás sem korlátozza, jellemzőjük a magas tőkeáttétel, a short pozíciók (eladási pozíciók) és a derivatívák szabad használata.

Strukturált befektetési társaság (Structured investment vehicle, SIV): Hitelarbitrázs céljából létrehozott alapok, melyek a rövid/közép távú hitelkamatok és a strukturált finanszírozási termékek hozamai közötti differenciát használják ki. Befektetéseik között általában az ABS-ek, illetve néhány pénzügyi vállalati kötvény szerepel.