

Balás Tamás–Nagy Márton: A devizahitelek forintHITELEKRE történő átváltása*

2004-től a rendkívül dinamikus háztartási devizahitelezés szűkítette a monetáris politika hatékonyságát, miközben a már felépült devizahitel-állomány magas aránya mára már pénzügyi stabilitási kockázatok forrása. A magas, gyorsan felépülő devizahitel-állomány csak lassan tud leépülni, így az ebből eredő problémákkal hosszú ideig szembe kell néznünk. Ezekre a problémákra és kockázatokra a Magyar Nemzeti Bank az elmúlt évek során több fórumon, köztük a Jelentés a pénzügyi stabilitásról szóló kiadványában felhívta a figyelmet. A devizahitel-állományból eredő kockázatok mérséklésének egyik legkézenfekvőbb eszköze a devizahitelek forintHITELEKRE történő gyors átváltása lehetne. Ebben az esetben a gazdasági szereplők között egy költség- és árfolyam-kockázati transzfer történik. Költségtranszfer abból ered, hogy az adósok csak ugyanakkora vagy kisebb törlesztőrészlet mellett lesznek hajlandók átváltani a devizahitelüket forintra. Az átváltásnál azonban nemcsak költség-, hanem árfolyam-kockázati transzfer is lejátszódik, melynek során a háztartások nyitott devizapozícióját egy másik szektornak kellene „megvennie”. Emiatt nincs olyan átváltási technika, ami csökkentené a kockázatokat. Sőt a háztartások nyitott devizapozíciójának állam vagy jegybank általi átvétele növelné a sérülékenységet és a reálgazdasági költségeket. A devizahitel-állományból eredő kockázatokat a makrogazdasági stabilitás, azaz az alacsony inflációt, illetve a külső és belső egyensúlyt javító gazdaságpolitika mérsékelheti.

GYORSAN FELFUTÓ HÁZTARTÁSI DEVIZAHITEL-ÁLLOMÁNY

A magyar háztartásoknak 2010 első félévének végén közel 10 600 milliárd forintnyi hiteltartozása volt (a GDP 40 százaléka). A devizahitelek ezen belül hozzávetőleg 7300 milliárd forintot tettek ki (a GDP 28 százaléka), ami a teljes állomány kétharmada (1. táblázat). Ezt a magas állományi arányt a devizahitelek 2008 második felében érték el, azóta az arányuk lényegében stagnált, illetve kissé csökkent. A devizahitel-állomáynak több mint 90 százaléka svájci frankban és mintegy 7 százaléka euróban denominált tartozás.

A magas devizahitel-állomány kiépülésének három fő állomása volt. A devizahitelezés 2000-ben jelent meg a magyar

háztartási hitelpiacon, elsőként a gépkocsi-finanszírozásban. A devizahitelek növekedését szinte teljes egészében ez a hitel-típus adta 2000–2003 között. A devizaalapú lakáshitelek az állami lakáshitel-támogatási program megszüntetésével egyenértékű szigorítása után, 2004-től kezdtek elterjedni. Röviddel ezután, 2004–2005-ben megjelentek a szabad felhasználású devizaalapú jelzáloghitelek is, ami újabb lendületet adott a lakossági devizaadósság felépülésének. A devizahitel-állomány legnagyobb mértékű növekedése annak ellenére a 2006–2008 közötti időszakra tehető, hogy a jegybank számos alkalommal és fórumon felhívta a figyelmet a kapcsolódó kockázatokra. Az új kibocsátásokon belül a devizahitelezés részaránya 2008 végére 80 százalékra emelkedett, sőt a jelzáloghiteleknél már 90 százalék fölé ugrott. A válság hatására ugyanakkor 2008 végétől a devizahitel állományának növekedése megállt, illetve lassú mérséklődésnek indult.

1. táblázat

A háztartások hitelállománya és ügyletszáma

(2010. június 30.)

	Állomány (Mrd Ft)			Szerződések száma* (ezer darab)		
	Forint	Deviza	Összesen	Forint	Deviza	Összesen
Teljes hitelállomány	3333	7266	10 599	2800	5600	8400
ebből: jelzáloghitelek	1667	5474	7 141	300	1000	1300
ebből: lakáshitelek	1527	3089	4 616	295	550	845

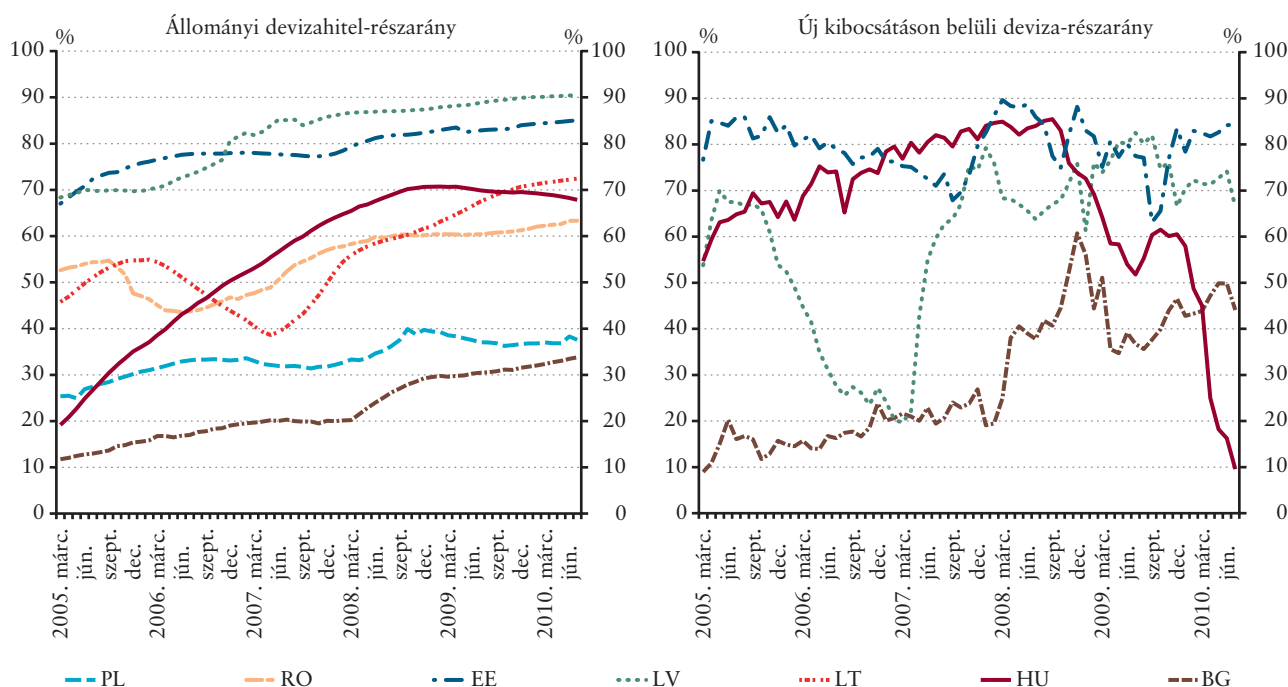
Megjegyzés: A szerződések száma becslésen alapul.

Forrás: MNB.

* Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

1. ábra

A háztartások banki hitelállományának és új kibocsátású hiteleinek devizális összetétele nemzetközi összehasonlításban



Megjegyzés: Az új kibocsátáson belüli részarány három hónapos átlag.
 Forrás: Nemzeti jegybankok.

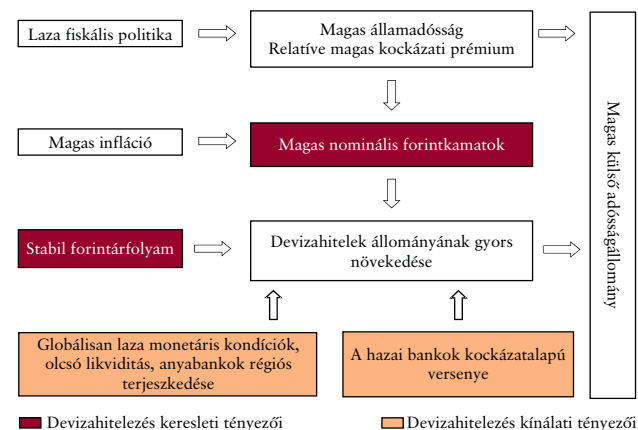
Régiós összehasonlításban a magyar háztartások banki devizaadósságának a teljes banki adósságához viszonyított 70 százalékos aránya magas; csak a balti államokban találunk ennél nagyobb devizaadósság-arányt (1. ábra). Csehországban és Szlovákiában ez az arány nem éri el az 1 százalékot sem.¹ Nemcsak a devizahitelek aránya, de az arány növekedési üteme is kiugró volt Magyarországon 2004 és 2008 között. A régióban nincs arra példa, hogy a devizahitelek ilyen hosszú időn keresztül ilyen gyorsan növekedjenek a hazai valutában felvett hitelekhez képest. A devizahitelek gyors térnyerése után a gyors „térvesztésben” is élen jár Magyarország az új kibocsátáson belül.

MIRE VEZETHETŐ VISSZA A DEVIZAHITELEZÉS ELTERJEDÉSE?

A devizahitelezés felfutásainak okaival (2. ábra) számos hazai és nemzetközi írás foglalkozik. A devizahitelezés egyik szükséges feltétele a szabad tőkeáramlás, ami az európai integrációs folyamatok során fokozatosan kiteljesedett. A devizahitelezés egyik fő okaként az irodalom a belföldi és a külföldi kamatok különbözetét említi (Basso et al., 2007; Rosenberg–Tirpák, 2008; Csajbók et al., 2009; Oblath,

2. ábra

A devizahitelezés kialakulásának okai



2010; Bihari–Valentinyi, 2010). Mivel a fedezett kamatparitás a gyakorlatban rövid távon nem feltétlenül érvényesül, a nominális kamatkülönbözet szerepet játszik a háztartások hitelfelvételi döntésében.

Hazánkban a kamatkülönbözet kialakulásához a laza fiskális politika, illetve a magas államadósság járult hozzá az

¹ Szlovákiában az euro bevezetése előtt is csak 2,7 százalék volt a lakossági devizahitelek aránya.

országkockázati prémium megnövelésével. A felzárkózási folyamattal együtt járó magasabb infláció szintén emelte a belföldi nominális kamatlábat, így a nominális kamatkülönbséget is.

Csajbók et al. (2009) kutatási eredményei szerint ugyanakkor más tényezők is fontos szerepet játszottak a devizahitelezés kialakulásában. A tanulmány empirikus bizonyítékkal szolgál arra, hogy ha a lakosság számára hazai valutában hosszú lejáratú, rögzített kamatozású hitel is rendelkezésre áll, akkor az csökkenti a devizában történő eladósodást. Ehhez a bankoknak hosszú lejáratú, belföldi valutában denominált forrásokkal kell rendelkezniük, amihez kiszámítható és számottevő hosszú távú belföldi megtakarítások kellenek. Fiskális ösztönzők nélkül nem voltak életképesek a forintalapú jelzáloglevelek és ennek megfelelően a fix kamatozású forinthitel, ami ugyanakkor segítette a devizahitelezés elterjedését.

A 2008-ig szűk árfolyamsáv miatti stabil árfolyam Magyarországon ugyancsak hozzájárulhatott a devizahitelek felfutásához. Nem véletlen, hogy a Magyar Nemzeti Bank már 2008 előtt is rendszeresen a lebegő árfolyamrendszer bevezetése mellett érvelt.

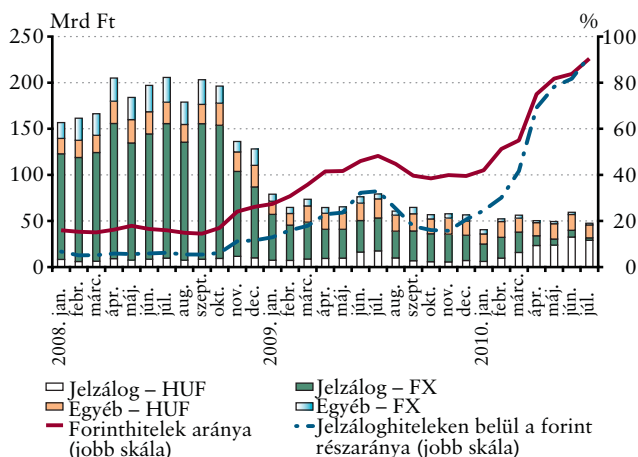
Végül számos elemzés, köztük Banai et al. (2010)² érvelt amellett, hogy az anyabankok régiós terjeszkedése, a túlzott likviditásbőség és a bankok kockázatalapú versenye kínálati oldalról ugyancsak ösztönözte a devizahitelek felépülését. A hazai bankok üzletpolitikája az elmúlt évtizedben arra épült, hogy egyre nagyobb kockázattal (kockázatosabb termékek és ügyfelek) árán több ügyfelet tudtak szerezni.

MEDDIG KELL EGYÜTT ÉLNI A DEVIZAHITELEK MAGAS ÁLLOMÁNYÁVAL?

A devizahitelezést előidéző, ösztönző tényezők a 2008. októberi pénzügyi válságot követően jelentősen mérséklődtek Magyarországon. A gazdasági recesszió következtében már romlott a lakosság jövedelemvárakozása, a bankok mérlegalkalmazkodásával párhuzamban szűkültek a globális likviditás és ezen keresztül drágábbá vált a külföldi források refinanszírozása, valamint beszűkültek a forrásszerzés. A meredek portfólióromlás következtében megszűnt a kockázatalapú verseny. Az infláció csökkenése és a költségvetési megszorító intézkedések miatt a forint- és devizakamatok közötti kamatkülönbség is szűkülte. A devizahitelezés visszaszorítását ugyancsak támogatta a 2010 márciusától hatályos, a körültekintő hitelezésről szóló kormányrendelet,

3. ábra

A háztartások új szerződésű bankhiteleinek alakulása



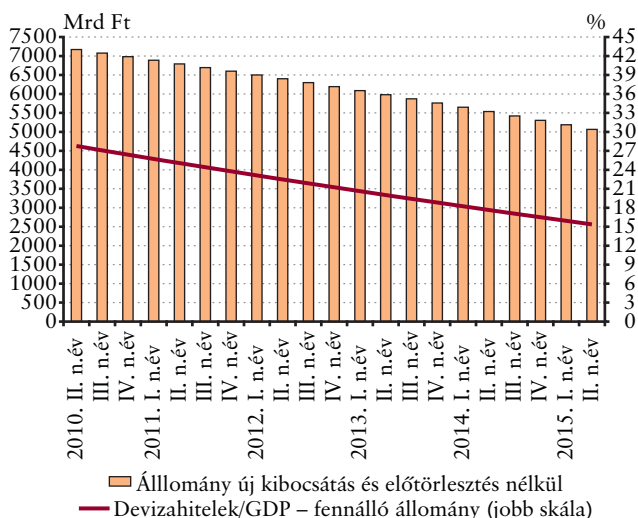
Forrás: MNB.

valamint az augusztusban életbe lépő devizaalapú jelzáloghitelezés betiltásáról szóló törvény. Az új kibocsátáson belül a devizális szerkezet gyorsan megváltozott, és ma már a forinthitel a domináns (3. ábra).

A devizahitel-állomány devizális szerkezetére azonban a forinthitel térnyerése az új hitelezésen belül csak kevésbé hat, hiszen az új kibocsátás eközben a korábbi mérték harmadára-negyedére esett vissza. Az átlagosan 15 év hátralévő lejáratú jelzáloghitelek magas aránya miatt a fennálló devizahitel-állomány csak igen lassú ütemben épül-

4. ábra

A háztartási devizahitelek leépülése új kibocsátás és előtörlesztés nélkül



Forrás: MNB és saját becslés.

² Banai Ádám-Király Júlia-Nagy Márton (2010): Az aranykor vége Magyarországon. „Külföldi” és „lokális” bankok - válság előtt és válság után. *Közgazdasági Szemle* LVII. évf., 2010. február (105-131. o.).

het le. Közelítő becsléseink alapján új devizahitel-kihelyezések hiányában 5 év alatt épülne le a jelenlegi állomány 30-35 százaléka (4. ábra).

A GDP-arányos devizahitel-állomány új folyósítás nélkül, 4 százalékos gazdasági növekedés mellett 5 év alatt 24 százalékról 13 százalékra csökkenne. Minél nagyobb tehát a gazdasági növekedés, annál gyorsabban ki lehet nőni a devizahitelezés problémáját.

MIÉRT BAJ A MAGAS DEVIZAHITEL-ÁLLOMÁNY?

A devizahitelek magas aránya nagyban rontja a monetáris transzmisszió árfolyam- és kamatcsatornájának hatékonyságát. A forint árfolyamának leértékelődése hagyományosan javítja az exportorientált vállalatok versenyképességét, ami ösztönzi a kibocsátást. Ugyanakkor a leértékelődés a magas devizahitel-állomány miatt a reál- és a pénzügyi szektor mérlegcsatornáján keresztül a növekedést visszafoghatja. A devizahitelek magas aránya következtében a magánszektorban, azon belül is főként a háztartási szektornál a leértékelődés a devizahitelek törlesztőrészletének emelkedésén keresztül csökkentené a rendelkezésre álló jövedelmet, és a devizahitel-tartozás növekedése vagyonsökkenést okozna.

A banki mérlegcsatornát is kedvezőtlenül érintheti a forint gyengülése, ugyanakkor a gazdaság-visszafogó hatás erőssége attól függ, hogy milyen nagyságú a pénzügyi intézmények hitelezési képessége és hajlandósága. Minél erősebb a bankrendszer likviditási és tőkehelyzete, annál kevésbé lassíthatja a gazdasági növekedést a leértékelődés. Ha a tőke- és likviditási pozíció romlása korlátozza a bankok hitelezési képességét, akkor az intézmények csökkentik a hitelkibocsátásukat, ami alacsonyabb gazdasági növekedéshez vezethet. Az alacsonyabb növekedés rontja a bankok likviditási helyzetét és ügyfélportfóliójának minőségét, amire a bankrendszer a hitelezési feltételek további szigorításával válaszol, és ezzel tovább gyengíti a gazdasági teljesítményt. A gyorsuló negatív spirál mély gazdasági recessziót okozhat.

A devizahitelek nemcsak a monetáris transzmisszió árfolyamcsatornáját, hanem annak kamatcsatornáját is gyengítik. Minél nagyobb a devizahitelek súlya, annál kisebb lehet egy jegybanki kamatváltoztatás hitelkibocsátásra gyakorolt hatása is, ugyanis a jegybanki kamatpolitika nincs hatással a külföldi devizában denominált kamatok nagyságára. Egy kamatemelés esetén azonban a belföldi és a külföldi devizában denominált hitelek kamatkülönbsége nő, ami a „relatív olcsóság” miatt növelheti a devizahitelek iránti keresletet. A kamatcsatorna erősségéről jelenleg nincsenek hazai kutatások. Brzoza-Brzezina et al. (2010) szerint egy jegybanki kamatemelés a régióban és így hazánkban is összességben

csökkenti a hitelkibocsátást. Ugyanakkor a belföldi kamat mennyiségi rugalmasságának (kamattól való függetlenségére gyakorolt hatása) abszolút értéke nagyban csökken a devizahitel-állomány emelkedésével. Magyarországon egy kamatemelésnél a forinthitelek csökkenését a devizahitelek emelkedése 50-60 százalékban kompenzálja.

A devizahitelek magas szintje a monetáris transzmisszió gyengítése mellett a pénzügyi stabilitási kockázatok növekedését is okozza. Az árfolyam leértékelődése gyorsan megjelenik az ügyfelek törlesztőrészleteinek emelkedésében. A magasabb törlesztőrészlet csökkenti az ügyfelek fizetési képességét, illetve növeli a nem teljesítés valószínűségét (*probability of default*, PD).

Az árfolyam leértékelődése rontja a jelzáloghitelek fedezettségét is. A hitelfedezettségi mutató (*loan-to-value*, LTV) a devizahitel forintban kifejezett értékének és a lakóingatlan árának hányadosa. Ha a forint árfolyama leértékelődik, akkor a hitelfedezettségi mutató is romlik, azaz emelkedik. Ez azt jelenti, hogy a hitel nem teljesítése esetén a várható veszteségráta (*loss-given default*, LGD) magasabb lesz. Ezek alapján az árfolyam leértékelődése mind a nem teljesítési valószínűség, mind a veszteségráta emelkedésén keresztül növeli a hitelezési veszteséget (PD x LGD).

Az árfolyam leértékelődése ugyanakkor a bevételeket is növeli, hiszen a kamatbevételek alapját jelentő kamatozó devizaeszközök forintban kifejezett értéke nő. Ez a hatás azonban a hitelezési veszteségek növekedésének hatásánál kisebb.

A forint árfolyamának leértékelődése ugyanakkor nemcsak a rendelkezésre álló tőkét csökkentheti, hanem a kockázattal súlyozott mérlegfőösszeget is emelheti. A mérlegfőösszeg domináns része devizában denominált, így az árfolyam leértékelődése jelentősen növelheti az RWA-t (*Risk Weighted Assets* – kockázattal súlyozott eszközök) és ezen keresztül csökkentheti a tőkemegfelelési mutatót. A leértékelődés összességében tehát rontja a bankok jövedelmezőségét és tőkehelyzetét, ami pénzügyi stabilitási szempontból kedvezőtlen.

Az árfolyam leértékelődése a szolvenciaproblémák mellett likviditási problémákat is okozhat. A devizahitelek hosszabb lejáratúak, mint az azt finanszírozó külföldi források vagy a forintforrásokat devizalikviditásra cserélő devizaswapok (lejáratú hiánya – *maturity mismatch*). A devizaswapok fenntartása és megújítása is jelentős forintlikviditást igényelhet. Az árfolyam leértékelődése miatt a fennálló devizaswapállomány forward lábának forintértéke megnő, ezért számos banknak pótlólagos, devizában denominált letéti követelményt kell teljesítenie. A leértékelődés követ-

keztében a „margin call” követelmény miatt csökken a forintlikviditás, és tovább növekszik a devizaswapállomány.

MILYEN HATÁSA LENNE A HÁZTARTÁSI DEVIZAHITELEK FORINTRA VÁLTÁSÁNAK?

A lakossági devizahitel-állomány csak lassan épül le, ezért az ebből eredő kockázatok hosszú ideig fennmaradhatnak. A devizahitelek forintHITELEKRE történő átváltása kézenfekvő lehet, de mint látni fogjuk, a költség- és árfolyam-kockázati transzfer miatt ez a megoldás nemhogy csökkenti, hanem növeli a gazdaság és így az ország sérülékenységét.

Különböző az érintett gazdasági szereplők átváltásban való érdekeltsége

A háztartásoknak, a bankoknak, az államnak és a jegybanknak eltérő a devizahitelek forintHITELEKRE történő átváltásában való érdekeltsége és hajlandósága. A lakosság akkor lesz érdekelt a devizahitelek átváltásában, ha a devizahitel törlesztési terhének várható szintje tartósan meghaladja az ugyanolyan indulóösszegű és futamidejű forintHITEL törlesztési kiadásának nagyságát. A háztartások azonban eltérő árfolyam és kamattal vették fel a devizahiteleket és más lehet a jövőbeli árfolyam- és kamatvárakozásuk, így más lehet a költségviselési hajlandóságuk is.

A bankok döntésére jelentős hatást gyakorol, hogy melyik terméken tudnak többet keresni, azaz a deviza- vagy a forintalapú hiteleken van-e nagyobb marzs. Fontos tényező, hogy az átváltás nélkül mekkora portfólióromlást várnak az árfolyam leértékelődése miatt. A hitelkockázatok mellett ugyanakkor a csökkenő, de még mindig magas devizaswap-állományból adódó likviditási kockázatokat is mérlegelik. Itt is jelentkezik az a probléma, hogy a bankoknak eltérő a hitelportfólió-minősége, valamint különböző a likviditási helyzetük és jövedelmezőségük is, így csak eltérő feltételek mellett lennének hajlandóak az átváltásra.

Az állam a pénzügyi stabilitás mellett szociális szempontokat is mérlegel. Jelenleg több millió embernek van devizahi-

tele és ebből hozzávetőleg 1 milliónak jelzáloghitele. Egy árfolyam-leértékelődés esetén növekszik a nem teljesítő devizahitelek aránya, ami a fedezetként szolgáló ingatlan elvesztése esetén komoly szociális problémákkal és negatív költségvetési hatásokkal járna.

A jegybank a monetáris transzmisszió hatékonyságának növelése és a pénzügyi stabilitási kockázatok mérséklése miatt vizsgálhatja meg az átváltás lehetőségét.

A háztartási devizahitelek forintHITELEKRE történő átváltása a gazdasági szektorok közötti jelentős költségtranszferrel jár

A devizahitelek forintra történő átváltása jelentős költségekkel jár. A háztartási devizahitelek átváltási költségeit nagymértékben meghatározza, hogy milyen árfolyamon, kamatkondíciók és futamidő mellett történik az átváltás, illetve a devizahitel-állomány mekkora részét érinti a redenomináció. Az ügyfél csak akkor lesz hajlandó átváltani devizahitelét, ha annak törlesztőrészlete nem változik vagy csökken. Rögzített átváltási nagyság és változatlan futamidő mellett a költségek alsó becslését a jelenlegi árfolyam és devizakamat mellett történő átváltás adja, mivel ekkor az ügyfelek törlesztőrészlete változatlan marad. Természetesen, ha a törlesztőrészlet csökken, akkor a költségek emelkednek.

Az árfolyam-különbözetből eredő költség az átváltási árfolyam függvénye. Az alsó korlátot természetesen a jelenlegi árfolyam melletti átváltás jelenti, ahol nincsen árfolyamköltség. Ugyanakkor, ha az átváltás ennél az ügyfél számára kedvezőbb árfolyam mellett történik, akkor a költségek jelentősen megnövekedhetnek. A 2008-as állapot szerint a háztartások legnagyobb része, 60-70 százaléka 150–165 HUF/CHF mellett vette fel a hitelét. A hitel felvételkor árfolyamon történő átváltása esetén például a költségek jelentősen megugranának, elérve a GDP 1,9-5,2 százalékát (a számítás 210 HUF/CHF árfolyam mellett készült) (2. táblázat).

A kamatkülönbözeti költség a forintalapú (THM) és a svájci frank alapú hitelek teljes hiteldíjmutatója közötti eltérés és a

2. táblázat

Árfolyam-különbözetből eredő költségek a devizahitel-állomány teljes átváltásánál

(2010. június 30.)

	Árfolyamkülönbözetből származó költségek	
	Mrd Ft	a GDP százalékában
Teljes háztartási devizahitel-állomány	1354	5,2%
ebből: deviza jelzáloghitelek	925	3,5%
ebből: deviza lakáshitelek	506	1,9%

Forrás: Saját becslés.

devizahitel-állomány forintban kifejezett értékének szorzataként adódik. Ezen jelenbeli és jövőbeli kifizetések (lejáratig) jelenértékeként kapjuk meg a teljes költséget.

Nem mindegy, hogy a kamatkülönbözetet melyik (a hitel felvétele idején fennálló vagy a jelenlegi) devizakamatszint alapján számítják. Az átlagos svájci frank THM-je a hitelek többségének felvételekor a lakáshiteleknél 6, míg a szabad felhasználású hiteleknél 7 százalék körül, 2010. június végén 7,7 és 8,4 százalék között volt. A 140-170 bázispontos különbség 20 százalék körüli eltérést okoz a törlesztőrészletben.

Két esetet vizsgálunk. Az első a felvételi, a második pedig a jelenleg fennálló (azonnali és forward) svájci frank kamatokkal számol. Az első esetben a svájci frank kamat fix (a háztartásoknak az a várakozása, hogy a kamat visszatér a kiinduló állapothoz és ott marad), a második esetben viszont változó (a jelenlegi hozamgörbe forward kamatok alapján). Ennek megfelelően az első esetben az újonnan folyósított forinthitel kamatát is fixnek, a második esetben változóknak tekintjük. Azzal a feltételezéssel élünk, hogy a jelenlegi futamidő változatlan marad, így a meglévő állomány átlagos hátralevő futamidejével, 15 évvel kalkulálunk. A számításainknál 2010 első félév végi kamat-, árfolyam- és állományi adatokból indultunk ki.

2009 végétől a svájci frank alapú hitelek visszaszorulásával és az újonnan folyósított euroalapú devizahitelek emelkedő kamataival párhuzamban megjelentek az alacsony kamatozású forint jelzáloghitelek a piacon. A jegybanki kamatcsökkentések miatt ezen termékek kamatai ma már 10 százalék alattiak. Ennek ellenére a felvételi svájci frank THM-hez képest az újonnan folyósított forint THM-ek a lakásvásárlási hitelek esetében 3,3 százalékponttal, míg a szabad felhasználású hitelek esetében 2,6 százalékponttal magasabbak. Az

egyéb hitelek esetében (ezek legnagyobb része gépjárműhitel) a különbség ennél is nagyobb; 7 százalékpont feletti³. Így az átváltás költségeinek jelenértéke nagyon jelentős lenne, a lakáshiteleknél meghaladná a GDP 2 százalékát, a teljes hitelállomány átváltása esetén pedig megközelítené a GDP 7 százalékát (3. táblázat).

A második esetben (ha a jelenlegi állományon lévő svájci frank THM-mel számolunk) a költségek nagyban csökkennek, de továbbra is magasak maradnak. Az újonnan folyósított forinthitel és a meglévő svájci frank hitelek közötti kamateltérés 2010. június végére a lakásvásárlási hiteleknél 1,7 százalékponttal, míg a szabad felhasználású hiteleknél 1,2 százalékponttal csökkent. Az egyéb hiteleknél és ennek legnagyobb részét kitevő gépjárműhiteleknél azonban továbbra is magas, 4 százalékpont feletti értékek jellemzőek.

Az eredmények alapján látszik, hogy az átváltás költségei a teljes devizahitelek esetén a GDP 2,7 százalékára rúgnak. A jelzáloghitelek esetén 0,8 százalék, míg a lakáshiteleknél 0,6 százalék lehet a költség (4. táblázat). Ez a költségbecslés alulbecsli a tényleges kamatköltségeket, hiszen az átváltási kamatláb a jelenlegi állományi kamatláb (illetve hozamgörbétől eredő kamatláb) alatt lehet.

Az előzők alapján két alternatív becslést adtunk az árfolyam- és kamatköltségekre. Az összköltségeket értékelve látszik, hogy az átváltás minimális költségei is nagyon jelentősek lehetnek (5. táblázat). A jelenleginél alacsonyabb kamat és erősebb forintárfolyam esetén pedig ezek az összköltségek nagymértékben emelkedhetnek. Ez makrogazdasági szinten azonban nem többletterhet, hanem a költségek újraosztása a gazdasági szereplők (a háztartások, a bankok és az állam) között annak megfelelően, hogy ki állja a költségeket.

3. táblázat

Kamatkülönbözetből eredő költségek felvételi svájci frank THM-mel számolva a devizahitel-állomány teljes átváltásánál

(2010. június. 30.)

	A kamatkülönbözetből eredő költségek NPV-je	
	Mrd Ft	a GDP százalékában
Teljes háztartási devizahitel-állomány	1805	6,9%
ebből: deviza jelzáloghitelek	850	3,3%
ebből: deviza lakáshitelek	517	2,0%

Megjegyzés: NPV (net present value) a jövőben felmerülő költségek jelenértéke.

Forrás: Saját becslés.

³ Nem rendelkezünk adattal az állományok felvételi kamatláb szerinti eloszlásáról. Az átlagos felvételi kamatlábat a fennálló állomány és az újonnan folyósított hitelek kamatai alapján becsültük.

4. táblázat

Kamatkülönbözetből eredő költségek jelenlegi hozamgörbéből adódó svájci frank THM-mel számolva a devizahitel-állomány teljes átváltásánál

(2010. június 30.)

	A kamatkülönbözeti költségek NPV-je	
	Mrd Ft	a GDP százalékában
Teljes háztartási devizahitel-állomány	696	2,7%
ebből: deviza jelzáloghitelek	217	0,8%
ebből: deviza lakáshitelek	145	0,6%

Forrás: Saját becslés.

5. táblázat

A svájci frank hitelek forintra váltása során felmerülő összköltségek jelenértéke a devizahitel-állomány teljes átváltásánál

(2010. június 30.)

	Jelenlegi árfolyam és THM melletti átváltás		Felvételtőlkor árfolyam és THM melletti átváltás	
	Mrd Ft	a GDP százalékában	Mrd Ft	a GDP százalékában
Teljes háztartási devizahitel-állomány	696	2,7%	3159	12,1%
ebből: deviza jelzáloghitelek	217	0,8%	1776	6,8%
ebből: deviza lakáshitelek	145	0,6%	1023	3,9%

Forrás: Saját becslés.

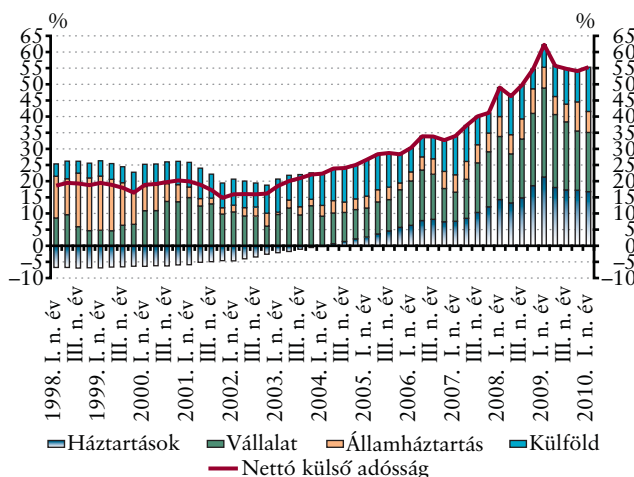
Végül érdemes arra kitérni, hogy az átváltásnak adminisztratív költségei, illetve korlátai is vannak. Az átváltásra kerülő minden egyes hitel mögötti szerződés módosítása jelentős időt vehet igénybe, miközben annak további költségei lehetnek.

A háztartási devizahitelek forinthitelekre történő átváltása jelentős árfolyam-kockázati transzfert is jelent a gazdasági szektorok között, aminek magas lehet az „ára”

A devizahitelek átváltásával a háztartások adóssága és így az ország nettó külső adóssága nem csökkenne. Ez azért van így, mivel a háztartások hitelállománya az átváltás után ugyanakkora maradna, csak éppen nem devizában, hanem forintban állna fenn. Mivel az átváltás a többi szektor adósságát és a korábbiaknak megfelelően a háztartások adósságát sem változtatja meg, így végső soron az ország adóssága sem változna. Figyelembe véve, hogy a nettó külső adósság megegyezik a gazdasági szektorok nettó árfolyam-pozíciójának összegével (5. ábra), ezért az átváltásnál a háztartásoktól valamelyik másik szektornak viszont át kellene vennie a nyitott pozíciót. A háztartásoknak a devizahitelek miatt

5. ábra

Az egyes szektorok GDP-arányos nyitott árfolyam-pozíciója



Forrás: MNB.

jelenleg forint melletti pozíciója van, azaz a forint erősödésével a törlesztőrészeket csökkenése miatt a lakosság nyerne. Az összes devizahitel átváltása esetén a háztartások jelenlegi GDP-arányos 18 százalékos (forint melletti) pozíciója megszűnne.

A bankok nem vehetik át a háztartások árfolyam-kockázati kitettségét

A bankoknak jelenleg több a devizaeszköze, mint a devizaforrása, így mérlegen belül nyitott pozícióval rendelkeznek, amit mérlegen kívül zárnak (a devizaswap spot lába mérlegen belül, annak forward lába mérlegen kívül van). A hazai bankok a devizahiteleket tehát kétféleképpen finanszírozzák: egyrészt forintból devizaswappal, másrészt devizaforrásból.

A háztartási hitelek átváltásánál alapesetben – ha az ügyfelek vagy a bank kezdeményezi az átváltást a pénzügyi piacon, akkor – a bankok mérlegen belüli nyitott pozíciója zárul, illetve nagyobb átváltásnál „átfordul”, mivel devizaforrásaik meg fogják haladni a devizaeszközeiket. A kiinduló állapothoz képest ellentétes devizaswapokat a bankok a külfölddel, vállalatokkal, állammal vagy a jegybankkal zárhatják. Minden olyan esetben tehát, ahol a gazdaság szereplői mérlegen kívül veszik át a háztartások nyitott devizapozícióját, a bank mérlegen belüli pozíciója megváltozik vagy átfordul. Míg a bank mérlegen belüli pozíciója jelentősen megváltozhat, a magas tőkekövetelmények miatt a teljes, mérleg szerinti pozíció továbbra is zárt marad. A bankrendszer tehát nem veheti át a háztartás nyitott pozícióját, csupán annak közvetítésében játszhat szerepet.

A hitelt felvevő ügyfelek a hitel folyósítása során forintkereslettel, a hitel törlesztése során forintkínálattal rendelkeznek, illetve jelennek meg a bank közvetítésével az azonnali devizapiacra. Ez azt jelenti, hogy függetlenül a banki finanszírozás módjától, a devizahitelek tömeges, gyors átváltása egyszerűen jelentős árfolyamgyengítő hatást gyakorolna.

A külföldiek pozícióátvétele árfolyamgyengüléssel és hozamemelkedéssel járna

A külföld jelenlegi nyitott árfolyam-pozíciója a GDP 10 százaléka. A háztartás pozíciójának bankrendszeri közvetítéssel történő teljes átvétele így három-négyszeresére is növelheti ezen szektor árfolyam-kockázati kitettségét. A külföld pozícióátvétele kétféleképpen történhet. Mérlegen belüli átvételnél a külföld a devizaeszközét a banknál forintra váltaná (spot tranzakció), majd forinteszközöket, azaz állampapírt, jegybanki kötvényt, részvényt vásárolna belőle. A külföldi befektetők ugyanakkor a jelentős nyitott pozíciót minden esetben csak gyengébb árfolyam és/vagy magasabb kamattal lennének hajlandók magukra vállalni.

A vállalatok vélhetően nem fogják átvenni a pozíciót

A vállalati szektor jelenlegi nettó nyitott devizapozíciója a GDP 18 százaléka. A vállalati szektor mérlegen belül a ban-

koktól felvett devizahitelek növelésével vagy mérlegen kívül a bankokkal, valamint közvetlenül a háztartásokkal kötött határidős pozícióval vehetné át a nyitott pozíciót. Ugyanakkor a vállalatok, amelyek devizapozíciót akarnak vállalni, vélhetően már megfelelő nagyságú devizahittel vagy derivatív ügyletekkel rendelkeznek. További ellenérv, hogy ha a háztartásoktól át is venné a nettó nyitott devizapozíciót a vállalati szektor, nem biztos, hogy számottevően jobban tudná kezelni azt.

Az állam és a jegybank azonban árfolyamgyengülés nélkül is képes átvenni a háztartás pozícióját, ugyanakkor a jelentős árfolyamkitettség az államadósság fenntarthatósági kockázatait növeli

Az állam és a jegybank forintgyengítő hatás nélkül is át tudná venni a háztartások nyitott devizapozícióját. Az állam a jövőbeni állampapír-kibocsátás deviza-összetételének megváltoztatásával vehetné át a pozíciót. Ugyanakkor a teljes átváltás esetén az államadósságon belül a devizaadósság részaránya a jelenlegi (már most is magasnak tekinthető) 43 százalékról 72 százalékra növekedne. A jegybank a devizatartalékai felhasználásával semlegesíthetné az átváltáskor felmerülő banki forinteladásokat. Fontos kiemelni ugyanakkor, hogy akár az állami, akár a jegybanki pozícióátvételnél, a jelenlegi GDP-arányos 7 százalékról 31 százalékra nőne a konszolidált államháztartás (beleértve a jegybankot is) nyitott pozíciója. Ez a kitettség azt jelentené, hogy 10 százalékos leértékelődés 3,1 százalékponttal emelné a már így is magas, a GDP közel 80 százalékát kitevő államadósságot. Ez különösen a jelenlegi nemzetközi befektetői környezetben – ahol az államok finanszírozhatóságával kapcsolatos félelmek az elmúlt időszakban jelentősen növekedtek – még az eddigieknél is jobban növelné az ország sérülékenységét. Az állami vagy jegybanki pozícióátvétel a jelenlegi körülmények között tehát nem jelenthet reális alternatívát.

Növekvő erkölcsi kockázat

A devizahitelek esetleges átváltása jelentősen növelheti a devizahitelezéshez kapcsolódó erkölcsi kockázatot, feleltelen hiteladói viselkedésre ösztönözhet, illetve relatíve kedvezőtlenül érintheti a forintban eladósodott háztartásokat. A hitelfelvevő a devizahitelek megmentésének példája alapján arra számíthat, hogy tartós árfolyamgyengülés esetén állami beavatkozásra kerül sor, ami devizahitel felvételére és nagyobb mértékű eladósodottságra ösztönözheti. Ez csökkentheti az ügyfelek kockázati tudatosságát és indokolatlan előnyt biztosíthat számukra azokkal szemben, akik az árfolyamkockázatot magasabb forintkamat mellett tudatosan nem vállalták fel. Az átváltás korlá-

tozása a nem teljesítő adósokra ugyancsak jelentős kockázatot hordozna, hiszen jelentősen ronthatná a fizetési hajlandóságot.

A nem teljesítő adósok vélhetően nemcsak az árfolyamgyengülés miatt nem teljesítenek, ezért csak és kizárólag a devizahitelek megsegítésére összpontosítani drága és rossz

ösztönzőket ad. A munkanélkülivé válás is hozzájárulhat a hitelfelvevő fizetéseképtelenségéhez. A munkanélkülivé válás azonban főként önhibán kívüli tényezőkből ered. A devizahitel-adósok fizetési könnyítése így a forintHITELEK hátrányos megkülönböztetését jelentené. A nem teljesítő ügyfelek esetén ezért vizsgálni kell a nem teljesítés okait és azok kezelésének legmegfelelőbb eszközeit.

Nemzetközi tapasztalatok

A magánszektor hiteleinek redenominációjára Ázsiában és Latin-Amerikában lehet példát találni. A redenomináció minden országban sikertelen volt, az önkéntes átváltást alacsony részvétel jellemezte, a kötelező átváltás pedig rendkívül nagy költségekkel járt.

Mexikóban – ahol az adósság túlnyomó része dollárban volt denominálva – a '80-as évek elején vezették be az önkéntes redenominációs programokat. Mexikóban erre a célra létrehozták a FICORCA-t (foreign exchange risk coverage trust fund), amit a jegybank irányítása alá rendelték. A FICORCA az állam által garantált fix árfolyamon a dollárhiteleket pesohitelekre váltotta (8 évvel meghosszabbított lejáratral, amelyből 4 év túrelmi időszak volt), átvéve az ügyfelek nyitott árfolyampozícióját. A program mintegy 2000 vállalatot érintett és a fiskális költségei az IMF számításai alapján a GDP 2 százalékát tették ki. Az alacsony költségek annak tudhatók be, hogy csak kevés ügyfél élt ezzel az lehetőséggel. Kedvező tényező volt, hogy a peso erősödött a dollárral szemben 1983 után, amely jelentős nyereséget eredményezett a FICORCA-nak⁴.

Klasszikus példa a redenominációra a 2002-es *argentin* aszimmetrikus „pesifikáció”, amit az IMF élesen kritizált⁵. A széles körű kötelező érvényű program a betétek befagyasztását, a konvertibilitás végét és egy duális árfolyamrendszert tartalmazott. A bankok mérlegének denominációját dollárról átváltották az alábbi árfolyamok szerint: eszközoldalon minden dollárt egy argentin dollárra, míg forrásoldalon egy dollár 1,4 argentin dollárra váltottak. A program súlyos károkat okozott a gazdaságban, mivel a betéti bizalom eltűnt, megszüntetve ezzel a pénzügyi közvetítést. Ráadásul sokan megtalálták a kikapukat a befagyasztás ellen, ami a bankokat a jegybanki likviditásra való ráutaltságra kényszerítette. Eszközoldalon a hitelképes ügyfelek azon része, aki tehetett, előtörlesztette a hiteleit, mivel további hátrányos hatású intézkedésektől tartottak. A program fiskális költsége elérte GDP 15 százalékát, miközben az intézkedések jelentősen visszavetették a hitelezést.

Chilében (1982) és *Indonéziában* (1997) alkalmaztak még olyan széles körű átstrukturálási programokat, ahol redenominációra is lehetőség volt. Minkét országban azonban nagyon kevés vállalat élt az átváltás lehetőségével⁶.

KÖVETKEZTETÉSEK

A devizahitelek forintHITELEKRE történő átváltása során a háztartások és így az ország nettó külső adóssága nem csökken, ugyanakkor a gazdasági szereplők között költség- és árfolyamtranszfer történik. Költségtranszfer azért képződik, mivel az adósok csak ugyanakkora vagy kisebb törlesztőrészlet mellett lesznek hajlandók átváltani a devizahitelüket forintra. Az átváltásnál azonban nemcsak költség-, hanem árfolyam-kockázati transzfer is lejátszódik, melynek során a háztartások nyitott devizapozícióját egy másik szektornak kellene „megvennie”. A külföldiek csak sokkal gyengébb árfolyam és sokkal magasabb kamatok mellett vennék át a teljes pozíciót. A háztartások teljes pozícióját az állam vagy a jegybank képes a forint árfolyamának

azonnali gyengülése nélkül átvenni, ez azonban az állam magasabb devizaeladósodottsága miatt növelheti Magyarország sérülékenységét, ami közvetetten mégis árfolyamgyengüléshez vezethetne. A fennálló devizahitel-állományból eredő sérülékenységet tehát gyors átváltással nem lehet megszüntetni. A nettó nyitott devizapozíció más szektor által történő átvétele nem csökkenti a sérülékenységet, hanem növelheti azt.

FELHASZNÁLT IRODALOM

BANAI ÁDÁM–KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON (2010): Az aranykor vége Magyarországon. „Külföldi” és „lokális” bankok – válság előtt és válság után. *Közgazdasági Szemle* LVII. évf., 2010. február (105–131. o.)

⁴ Stone, Mark R.: Corporate debt restructuring in East-Asia: Some lessons from international experience. *IMF paper on policy analysis and assessment*. 1998.

⁵ Laeven, Luc–Laryea, Thomas: Principles of household debt restructuring. *IMF staff position note*. 2009.

⁶ Hagan, Sean–Kalter, Eliot–Weeks-Brown, Rhoda: Corporate Debt Restructuring in the Wake of Economic Crisis. In: Charles Collyns–G. Russell Kincaid (szerk., 2003): *Managing Financial Crises Recent Experience and Lessons for Latin America*. *IMF OP*.

BASSO, HENRIQUE S.–CALVO-GONZALEZ, OSCAR–JURGILAS, MARIUS (2007): Financial Dollarization: The Role of Banks and Interest Rates. *European Central Bank Working Paper* No. 748.

BIHARI PÉTER–VALENTINYI ÁKOS (2010): Pirruszi dezinfláció vagy tartósan alacsony inflációs környezet? *Közgazdasági Szemle*, megjelenés alatt.

BRZOZA-BRZEZINA, MICHAL–CHMIELEWSKI, TOMASZ–NIEDZOWIEDZINSKA, JOANNA (2010): Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter? *Working Paper Series* 1187, European Central Bank.

CSAJBÓK ATTILA–HUDECZ ANDRÁS–TAMÁSI BÁLINT (2009): Foreign currency borrowing of households in New EU Member States. Kézirat.

HAGAN, SEAN–KALTER, ELIOT–WEEKS-BROWN, RHODA: Corporate Debt Restructuring in the Wake of Economic

Crisis. In: Charles Collyns–G. Russell Kincaid (szerk., 2003): *Managing Financial Crises Recent Experience and Lessons for Latin America. IMF OP.*

LAEVEN, LUC–LARYEA, THOMAS (2009): Principles of household debt restructuring. IMF staff position note.

OBLATH GÁBOR (2010): Ki miben felelős? *Portfolio*, 2010. március 17.

ROSENBERG, CHRISTOPH B.–TIRPÁK, MARCEL (2008): Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU. *International Monetary Fund Working Paper* No. 08/173.

STONE, MARK R. (1998): Corporate debt restructuring in East-Asia: Some lessons from international experience. *IMF paper on policy analysis and assessment.*