

Borkó Tamás – Herbert Evelyn

Jelzáloglevelek, pillér a stabil bankrendszerhez

A jelzáloglevelek a bankok alacsony kockázatú és hosszú lejáratú finanszírozásának fontos eszközei, amelyek egyúttal a pénzügyi rendszer stabilitásának szempontjából is nagy jelentőséggel bírnak. A jelenlegi turbulens környezetben a kiemelten fontos stabil forrásokat biztosító hazai jelzáloglevél-piac az MNB támogatásának is köszönhetően az elmúlt években komoly fejlődésen ment keresztül, segítve több gazdaságpolitikai cél elérését. Cikkünkben áttekintjük ezen instrumentumok fontosságát, valamint a következő időszakban a bizonytalan makrogazdasági és tőkepiaci helyzet miatt várható kihívásokat és a szabályozási változások okán felmerülő lehetőségeket.

A jelzáloglevél mint a jelzáloghitelezés finanszírozásának fontos eleme

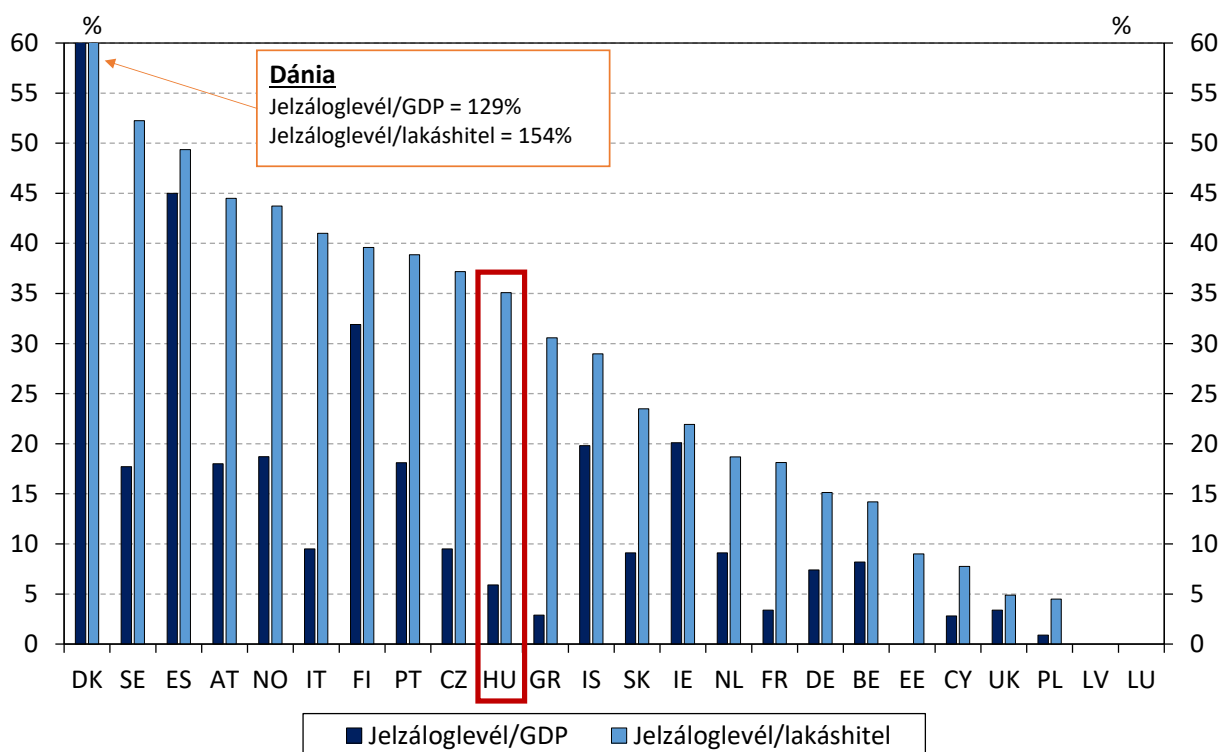
A jelzáloglevelek hitelintézetek – Magyarországon kizárólag jelzálogbankok – által főként jelzáloghitel fedezete mellett kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok. Ezeken keresztül a bankok hosszú távú, stabil és kedvező árazású forrásokkal finanszírozhatják jelzáloghiteleiket, ami mind a hitelintézet, mind a hitelfelvevő szempontjából előnyökkel járhat. A fedezettség, valamint a szigorú jogszabályi feltételek, és az azzal együtt járó szoros felügyelet következtében a jelzáloglevélbe befektetők alacsony kockázatú és válságálló eszközben tarthatják pénzüket.

A fedezettség miatt a jelzáloglevél-tulajdonosoknak kettős követelése áll fenn: első körben a kibocsátó intézmény felé, annak esetleges fizetéseképtelensége esetén a fedezetként szolgáló jelzáloghitelekből származó pénzáramlásokra. Emiatt a jelzáloglevél biztonságosabb, mint egy fedezetlen banki kötvény, amely csak a kibocsátó felé jelent követelést, valamint jelentős különbséget mutat az eszközfedezetű értékpapírokhoz (asset-backed securities – ABS, mortgage-backed securities - MBS) képest is, amelyek esetében viszont csak a jelzáloghitelekből származó pénzáramlásokra áll fenn a követelés, a kibocsátó intézményre nem.

A jelzáloglevelek hosszú múlttal rendelkeznek Európában és hazánkban is: mintegy 250 éve, a 18. században jelentek meg először Poroszországban, majd a 19. században Magyarországon is kialakították a kibocsátás jogi keretrendszerét és megjelentek az első jelzáloglevelek is. Azóta a jelzáloglevelek elterjedtek és manapság fontos finanszírozási formaként szolgálnak a legtöbb európai országban

(1. ábra). Főként az észak- és nyugat-európai államok gazdaság- és a bankfinanszírozásában töltnek be jelentős szerepet, de az utóbbi években a kisebb és kevésbé fejlett tőkepiacokkal rendelkező országokban is nagy fejlődés volt tapasztalható, részben a jogi keretek megújításának és EU-s szintű harmonizációjának is köszönhetően.

A jelzáloglevél-finanszírozás jelentőségének alakulása nemzetközileg (2021)



Megjegyzés: 100 százaléknál magasabb jelzáloglevél/lakáshitel állomány azért alakulhat ki, mert nem csak lakáshitelek, hanem egyéb, pl. kereskedelmi ingatlanokat finanszírozó hitelek is alkotják a jelzáloglevelek fedezeteit. Forrás: EMF, MNB

A jelzálogleveleknek fontos szerepük van a bankrendszer finanszírozási kockázatainak csökkentése és így a pénzügyi stabilitás szempontjából is. Mivel a jelzáloghitelek futamideje általában hosszú, akár 20-30 éves, a bankok forrásai azonban jellemzően ennél jóval rövidebb lejáratúak vagy lejárat nélküliek, az eszköz és forrás oldal között érdemi lejárat eltérés alakul ki. Jelzáloglevelek kibocsátásával viszonylag kedvező áron lehet hosszú futamidejű forrást bevonni, és az említett lejárat eltérést, valamint a források megújítási kockázatát csökkenteni. Továbbá a 2008-2009-es pénzügyi világválság alatt is megbízható és stabil finanszírozási forrásnak bizonyult akkor, amikor a többi finanszírozási csatorna kiszáradt. Emellett a nemteljesítési kockázatot jelentősen mérséklő, az elmúlt években hazánkban

elterjedt fix kamatozású lakáshitelek és a jelentős részben változó kamatozású banki források (pl. betétek) miatt felmerülő banki kamatkockázat is érdemben csökkenthető fix kamatozású jelzáloglevelek kibocsátásával.

A hazai jelzáloglevél-piac fejlődési története

Magyarországon, német mintára az 1990-es években fektették le a mai jogszabályi keretrendszer alapjait, majd a 2000-es évek elején a jelzáloglevéllel finanszírozott lakáshitelekre igénybevehető állami kamattámogatás bevezetése miatt a forgalomban lévő jelzáloglevél-állomány gyors és jelentős mértékű növekedésnek indult (2. ábra). A konstrukció kivezetésével azonban előtérbe kerültek az olcsóbb, de kevésbé stabil források, és a korábban kibocsátott jelzáloglevelek fokozatos lejáratával az állomány 2016 végére a 2009 végi volumen mintegy harmadára esett vissza.

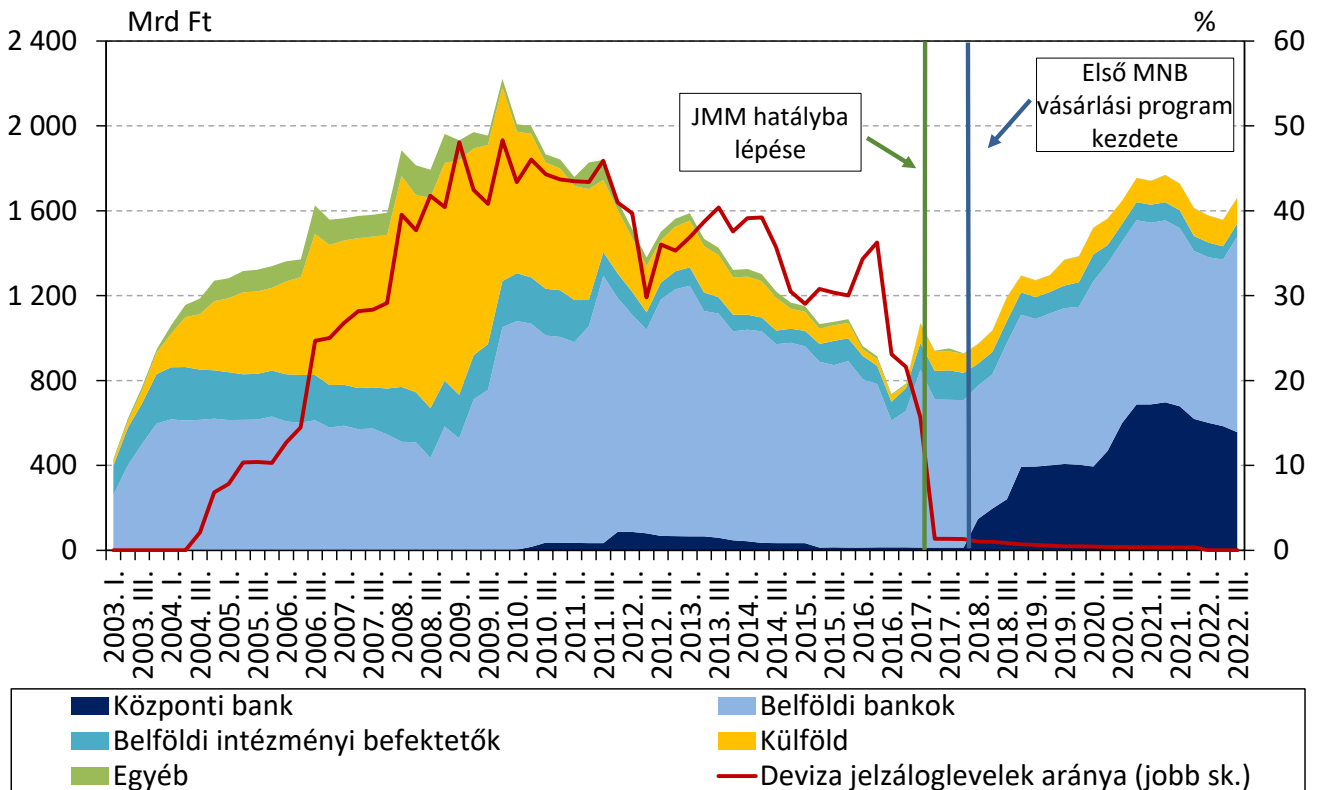
Az MNB azonban 2017-től kezdődően több eszközzel támogatta a piac újbóli fejlődését és a kibocsátásokat:

- A pénzügyi stabilitási célok elérése érdekében 2017. április 1-jétől a jegybank bevezette a Jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutatóra (JMM) vonatkozó szabályozást, amelynek célja a banki forint eszközök és források közötti lejárat eltérés csökkentése volt. Az intézkedés szükségességét különösen a 2015-ben végrehajtott forintosítást követően megugró hosszú lejáratú forint jelzáloghitel-állomány támasztotta alá. A szabályozás alapján az 1 éven túli hátralévő futamidejű lakossági jelzáloghitel-állományt meghatározott arányban a lakossági jelzáloghitelek fedezete mellett bevont hosszú forrásokkal - jelzáloglevelekkel, illetve jelzálogbankoktól felvett refinanszírozási hitelekkel - kell finanszírozni. Kezdetben a jelzáloghitelek 15 százalékát kellett ilyen forrásokkal finanszírozni, ami az elmúlt években fokozatosan 25 százalékra emelkedett.
- Az MNB 2018-ban jelzáloglevél-vásárlási programot is indított elsősorban monetáris politikai okokból, de a program a JMM szintemelésekhez való alkalmazkodást is támogatta megfelelő volumenű és kedvező árú kereslet biztosításával. A vásárlási program ezen fázisa ugyan 2018 végén lezárult, de a koronavírus alatt 2020-ban újraindította azt az MNB, majd 2021-ben kizárólag a zöld jelzálogleveleket célozva folytatódott tovább.

- A BÉT az MNB-vel együttműködve jelzáloglevél-piaci indexeket vezetett be, így növelve a transzparenciát és segítve a befektetői döntéseket, ami szintén támogatta a piac fejlődését.

Jelentős részben az MNB lépéseinek köszönhetően a hazai jelzáloglevél-állomány 2017-től újra nőni kezdett. Két új jelzálogbank is létrejött (Erste és K&H) a régiók (OTP, FHB – ma Takarékszövetkezet és UniCredit) mellett, ötre növelve a kibocsátók számát, és a refinanszírozási piac is aktívvá vált. Bár a jelzáloglevél-piac jelentős fejlődésen ment keresztül, a kereslet szűkössége és a befektetői kör koncentrációja továbbra is kihívás. A JMM-ben a jelzáloghitelek forint denominációjához igazodva egészen a közelmúltig csak a forint források voltak elfogadhatók, így a külföldi befektetők kevésbé voltak aktívak. A hazai nem-banki intézményi befektetői kör kevésbé fejlett és viszonylag kicsi, illetve hozamelvárásaiknak és/vagy befektetési politikájuknak a jelzáloglevelek legtöbb esetben nem tudnak megfelelni. Így az MNB mellett a belföldi bankok a legfőbb vásárlók, akiknek ezek az értékpapírok elsősorban a jegybanki fedezetképességük miatt vonzóak. Az egyéb forrásokból finanszírozott, bankok közötti jelzáloglevél-kereszttulajdonlás azonban rendszerszinten nem jelent új forrásbevonást, ráadásul fertőzési kockázatokat hordoz magában. Ezért az MNB-nek kiemelt célja, hogy minél szélesebb, nem-banki kör is aktívvá váljon a jelzáloglevél-befektetésekben. Ezért korábban a JMM szabályozásban is volt egy, a bankok közötti kereszttulajdonlást ellenőrző rendelkezés, amelyet a koronavírus kitörését követően az MNB hatályon kívül helyezett a piaci zavarok elkerülése és a kibocsátások segítése érdekében. Ez azonban újra aktiválható, amint a piaci körülmények engedik.

A forgalomban lévő hazai jelzáloglevél-állomány alakulása tulajdonosi szektorok szerint, valamint a deviza jelzáloglevelek aránya



Forrás: EMF, MNB

Aktuális lehetőségek a jelzáloglevél-piacon

A jelzáloglevelek piacán az elmúlt években mind itthon, mind nemzetközileg jelentős fejlődés ment végbe. Ez a közeljövőben folytatódhat a jelenlegi kihívások ellenére is.

A közelmúlt egyik érdemi fejleménye a zöld jelzáloglevelek megjelenése a hazai piacon, csatlakozva a nemzetközi trendekhez, ami támogatja az energiahatékony ingatlanok építését, valamint az energiahatékony felújításokat finanszírozó jelzáloghitelek terjedését. Ezen hitelek a lakásállomány energetikai jellemzőinek javítása mellett a várakozások és az előzetes nemzetközi tapasztalatok alapján kedvezőbb hitelkockázati jellemzőkkel is rendelkezhetnek, mint egy kevésbé energiahatékony ingatlanhoz kapcsolódó jelzáloghitel. A zöld pénzügyi befektetések iránti fokozódó érdeklődés miatt pedig a zöld papírok új, diversifikált és stabil forrásbevonási lehetőséget is jelenthetnek a bankoknak. A zöld jelzáloglevél-piac kialakulását az MNB zöld jelzáloglevél-vásárlási programján és a zöld jelzálogalapú források JMM-beli kedvezményes beszámíthatóságán keresztül is támogatta. Az intézkedések 2021. nyári bevezetése óta már minden jelzálogbank bocsátott ki zöld

jelzáloglevelet, 2022 novemberéig a teljes jelzáloglevél-állomány mintegy 8 százalékát kitevő volumenben, 162 milliárd forint értékben.

A jelzáloglevelek iránti keresletet és a külföldi befektetők aktívabb szerephez jutásával a befektetői kör bővülését is támogathatja a deviza jelzálogalapú források figyelembe vehetősége a JMM-ben 2022 nyarától. Az ilyen értékpapírok megjelenése a deviza jelzáloglevelekre vonatkozó jogszabályi biztosítékok (jelzáloglevelek és fedezeteik közötti denominációs eltérésből eredő árfolyamkockázat kezelésének törvényi kötelezettsége, az elfogadható devizaforrások mennyiségének a fedezetek denominációs összetételétől függő korlátozása a JMM rendeletben) miatt nem jár az egyéb pénzügyi stabilitási kockázatok érdemi növekedésével. A módosítás nem vezet a lakossági devizahitelezés felfutásához sem, mivel ezt a korábbi negatív tapasztalatok miatti alacsony fogyasztói érdeklődés, de az MNB adósságfék szabályaiban e hitelekre érvényes jóval szigorúbb hitelfelvételi limitek és a forintban denominált Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel (MFL) termékek elterjedtsége is gátolja. Bár a módosítás óta még nem történt deviza kibocsátás a szervezéshez szükséges felkészülési idő és a jelenleg kedvezőtlen piaci feltételek miatt, de a közeljövőben egyes bankoknál a piaci körülményektől függően megindulhatnak az elsősorban külföldi befektetőket célzó kibocsátások is.

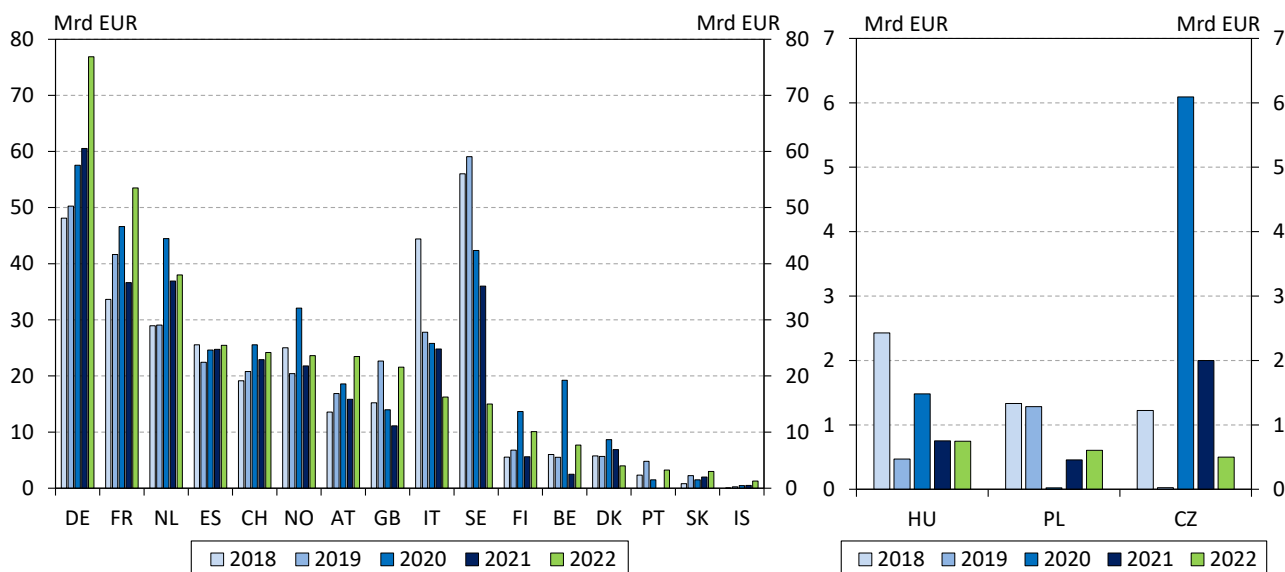
Ezt az EU-szinten harmonizált jelzáloglevél-szabályozást biztosító fedezett kötvény irányelv, illetve annak 2022. júliusában hatályba lépett, kisebb módosításokat tartalmazó hazai implementációja is támogathatja. A közös EU-s jogszabályi keret, illetve az ehhez kapcsolódóan bevezetett „európai fedezett kötvény” és „európai prémium fedezett kötvény” logó összehasonlíthatóbbá teszi a különböző országokban kibocsátott jelzálogleveleket, lehetőséget biztosítva a befektetőknek a hazai jelzáloglevelek jogi háttéréről való könnyebb tájékozódásra.

Várható kihívások a jelzáloglevél-piacon

A lehetőségek mellett jelentős kihívásokat is tartogat a mostani időszak a kibocsátók számára. Jelenleg nagy bizonytalanság jellemzi a tőkepiacokat, az infláció leszorítását célzó jegybanki kamatemelések és a befektetők megemelkedett hozamelvárásai miatt pedig a jelzáloglevél-piaci hozamok is jelentősen megemelkedtek. A turbulens környezet ellenére a benchmark euró jelzáloglevél-piacok esetén a koronavírus alatti mérsékeltebb aktivitás után 2022-ben a legtöbb országban emelkedtek a kibocsátások (3. ábra). Ebben szerepet játszik, hogy a hozamok emelkedésével és az EKB egyre alacsonyabb szerepvállalása mellett a magánszektorbeli befektetők

érdeklődése megnőtt a piac iránt, amit a háború kitörése óta tovább erősített, hogy a fedezett értékpapírokra menedékeszközként tekintenek a befektetők.

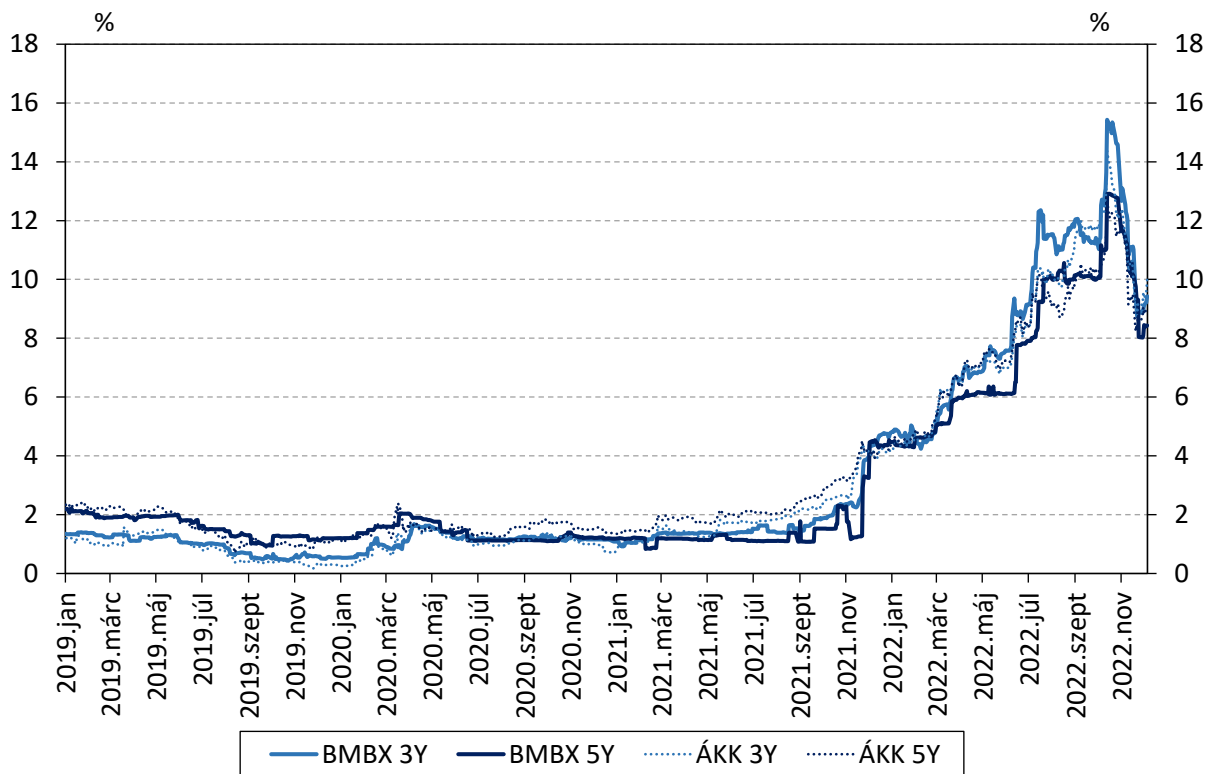
Egyes európai országok fedezettkötvény-kibocsátásai évente



Forrás: Bloomberg

A kisebb, Európa keleti felén lévő és így az orosz-ukrán háború által is jobban érintett, illetve az energiakrízisnek is jelentős mértékben kitett piacokon azonban a koronavírust megelőző időszakhoz képest visszaesést, 2021-hez képest pedig vegyes képet mutatnak a 2022-es kibocsátási volumenek: itt jelenleg nehezebben és kedvezőtlenebb feltételek mellett tudnak a bankok ilyen forrást bevonni. A monetáris szigorítás jegyében az MNB is leállította vásárlásait és csak a lejáró jelzáloglevelek részleges pótlásával van jelen a piacon. E mellett a bankokat érintő bizonytalan hazai szabályozási környezet és extra banki terhek (pl. kamatstopok, kamatplafon, extraprofit-adó) a fedezetbe vonható hitelállományt csökkentik, hozzájárulnak a jelzáloglevél-piaci hozamok jelentős emelkedéséhez és volatilitásának növekedéséhez, illetve a hazai papírok iránti külföldi kereslet csökkenéséhez (4. ábra).

3 és 5 éves hazai jelzáloglevél- és állampapír-piaci hozamok



BMBX: jelzáloglevél-piaci index; 3Y, 5Y: 3 és 5 éves futamidő. Forrás: BÉT, ÁKK

Hosszabb távon azonban a kedvező jegybanki forrásszerzési lehetőségek szűkülésével és a banki likviditásbőség mérséklődésével egyre nagyobb teret nyerhet a jelzáloglevél-kibocsátás útján történő forrásszerzés. A jelenlegi bizonytalanságok oldódását követően pedig a kereslet is erősödhet, így alkalom nyílhat a zöld és deviza jelzáloglevél-állományok növekedésére. Az MNB továbbra is figyelemmel fogja kísérni a piacot, és rendelkezésre álló eszközeivel támogatni fogja ezt a stabil banki forrásszerzési módot.

„Szerkesztett formában megjelent a Pénzcentrum.hu oldalon 2023. február 8-án.”