

BALÁS TAMÁS–NAGY MÁRTON

A devizahitelek átváltása forinthitelekre

2004-től a rendkívül dinamikus háztartási devizahitelezés szűkítette a monetáris politika hatékonyságát, miközben az addig felépült devizahitel-állomány magas aránya mára már pénzügyi stabilitási kockázatok forrása. A magas, gyorsan felépülő devizahitel-állomány csak lassan képes 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 című kiadványban is felhívta a figyelmet. A devizahitel-állományból eredő kockázatok mérséklésének egyik legkézenfekvőbb eszköze a devizahitelek forinthitelekre váltása lehetne. Ebben az esetben a gazdasági szereplők között egy költség- és árfolyam-kockázati transzfer történik. A 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, ami azzal jár, hogy a háztartások nyitott devizapozícióját egy másik szektornak kellene „megvennie”. Emiatt nincs olyan átváltási technika, amely csökkentené a kockázatokat. Sőt, ha az állam vagy a jegybank átvinné a háztartások nyitott devizapozícióját, az 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.

1. GYORSAN FELFUTÓ HÁZTARTÁSI DEVIZAHITEL-ÁLLOMÁNY

A magyar háztartásoknak 2010 első félévének a végén közel 10 600 milliárd forintnyi hitel-tartozása volt (ez 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 stagnál, kissé csökkent. A devizahitel-állománynak több mint 90 százaléka svájci frankban és mintegy 7 százaléka euróban denominált tartozás.

1. táblázat

A háztartások hitelállománya és ügyletszáma (2010. június 30.)

	Állomány (Mrd Ft)			Szerződések száma (ezer db)*		
	Forint	Deviza	Össz.	Forint	Deviza	Össz.
Teljes háztartási hitelállomány	3 333	7 266	10 599	2 800	5 600	8 400
ebből: jelzáloghitelek	1 667	5 474	7 141	300	1 000	1 300
ebből: lakáshitelek	1 527	3 089	4 616	295	550	845

Megjegyzés: A szerződések száma becslésen alapul

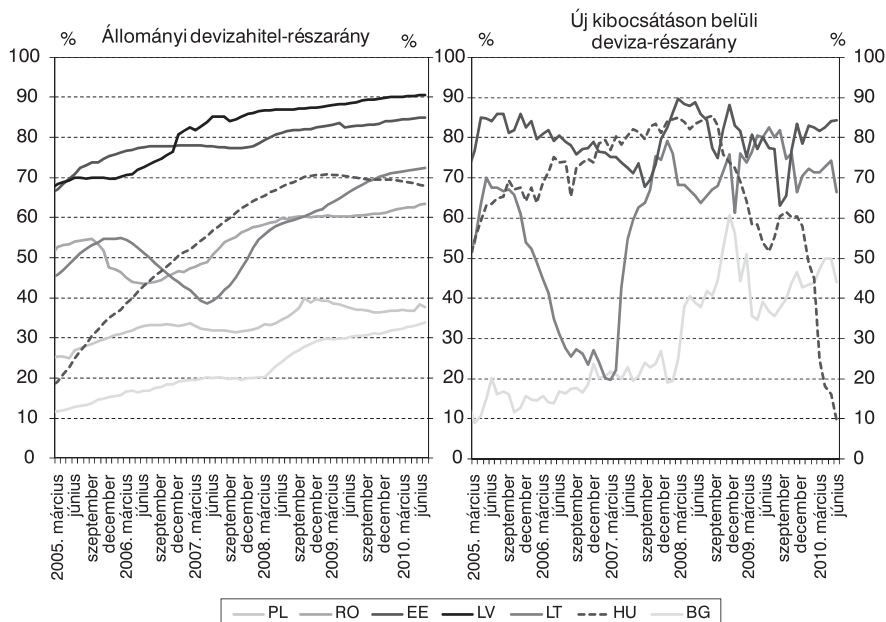
Forrás: MNB

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 hiteltípus adta 2000–2003 között. A devizaalapú lakáshitelek az állami lakáshitel-támogatási programnak a megszüntetésével egyenértékű szigorítása után, 2004-től kezdtek terjedni. Röviddel ezután, 2004–2005-ben megjelentek a szabad felhasználású devizaalapú jelzáloghitelek is. A devizahitel-állomány legnagyobb mértékű növekedése a 2006–2008 közötti időszakra tehető, annak ellenére, hogy a jegybank számos alkalommal felhívta a figyelmet a kapcsolódó kockázatokra. Az új kibocsátásokon belül a devizahitelezés részaránya 2008 végére 80 százalékra emelkedett, sőt a jelzáloghiteleknél már 90 százalék felé ugrott. A válság hatására ugyanakkor 2008 végétől a devizahitel állományának növekedése megállt, illetve lassú mérséklődésnek indult.

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. Magyarország az új kibocsátáson belül a devizahitelek gyors térnyerése után a gyors „térvesztésben” is élen jár.

1. ábra

A háztartások banki hitelállományának és új kibocsátású hiteleinek a devizaösszetétele nemzetközi összehasonlításban



Megjegyzés: az új kibocsátáson belüli részarány három hónapos átlag.

Forrás: nemzeti jegybankok

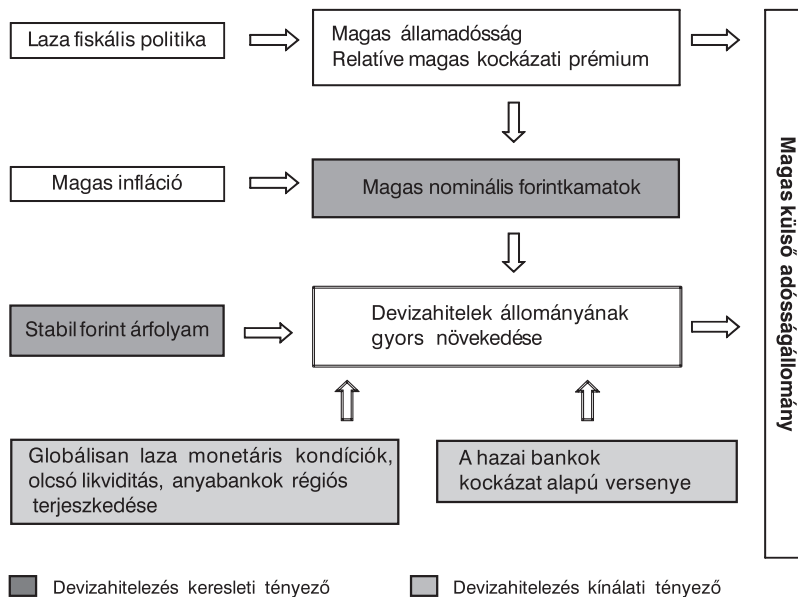
¹ Szlovákiában az euró bevezetése előtt is csak 2,7 százalék volt a lakossági devizahitelek aránya.

2. MIRE VEZETHETŐ VISSZA A DEVIZAHITELEZÉS ELTERJEDÉSE?

A devizahitelezés felfutásainak az okaival (2. ábra) számos hazai és nemzetközi tanulmány 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 különbségét említi (Basso et al. [2007], Rosenberg és Tirpák [2008], Csajbók et al. [2009], Oblath [2010], Bihari és Valentinyi [2010]). Mivel a fedezett kamatparitás a gyakorlatban rövid távon nem feltétlenül érvényesül, a nominális kamatkülönbözet szerepet játszik a háztartások hitelfelvételi döntésében.

2. ábra

A devizahitelezés kialakulásának okai



Hazánkban a kamatkülönbözet kialakulásához az országgokozati prémium megnövekedésével a laza fiskális politika, illetve a magas államadósság járult hozzá. A felzárkózási folyamattal együtt járó magasabb infláció szintén emelte a belföldi nominális kamatlábat, így a nominális kamatkülönbözetet 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 forinthitelek, 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.

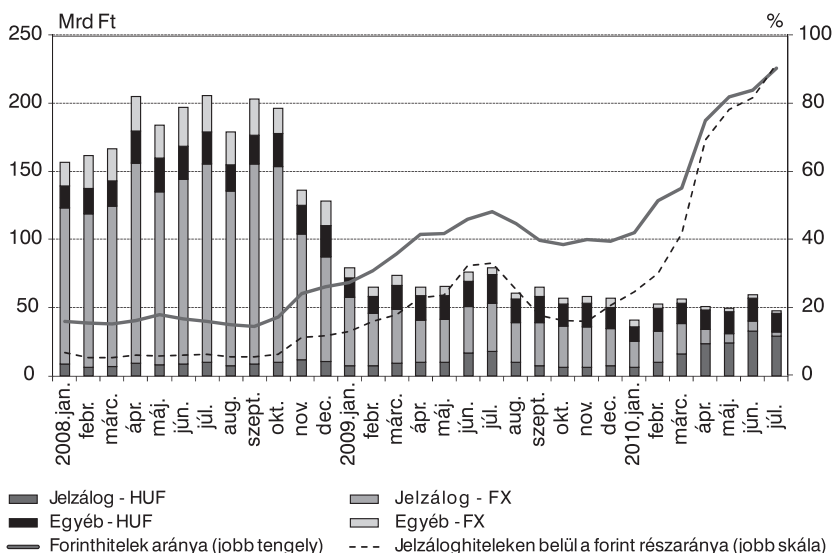
Végül számos elemzés, köztük *Banai et al. [2010]* érvelt amellett, hogy az anyabankok régiós terjeszkedése, a túlzott likviditásbőség és a bankok kockázat alapú versenye kínálati oldalról ugyancsak ösztönözte a devizahitelek felépülését. A hazai bankok üzletpolitikája az elmúlt évtizedben arra épült,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

3. 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 szűkült a globális likviditás, ezen keresztül drágábbá vált a külföldi források refinanszírozása, valamint beszűkült 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 szűkült. A devizahitelezés visszaszorítását ugyancsak támogatta a 2010 márciusától hatályos, a körültekintő hitelezésről szóló kormányrendelet, valamint az augusztusban életbe lépő, devizaalapú jelzáloghitelezés betiltásáról szóló törvény. Az új kibocsátáson belül a devizális szerkezet gyorsan megváltozott, és ma már a forinthitelezés a domináns (*3. ábra*).

3. ábra

A háztartások új szerződésű bankhiteleinek alakulása

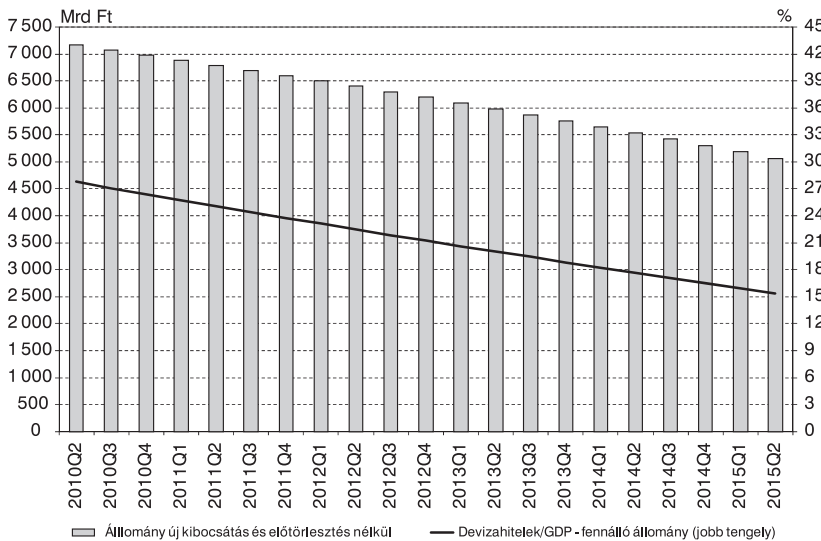


Forrás: MNB

A devizahitel-állomány devizális szerkezetére azonban a forintHITELEK az új hitelezésen belüli térnyerése csak kevéssé hat, hiszen az új kibocsátás eközben a korábbi mérték harmadára-negyedére esett vissza. Az átlagosan 15 év hátralévő lejáratral rendelkező jelzáloghitelek magas aránya miatt a fennálló devizahitel-állomány csak igen lassú ütemben épülhet le. Közelítő becsléseink alapján új devizahitel-kihelyezések hiányában 5 év alatt épülne le a jelenlegi állomány 30-35 százaléka (4. ábra).

4. ábra

A háztartási devizahitelek leépülése új kibocsátás és előtörlesztés nélkül



Forrás: MNB és saját becslés

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.

4. MIÉRT BAJ A MAGAS DEVIZAHITEL-ÁLLOMÁNY?

A devizahitelek magas aránya nagyban rontja a monetáris transzmisszió árfolyam- és kamatsatornájának a 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 mérlegcatornáján keresztül a növekedést visszafoghatja. A devizahitelek magas aránya következtében a magánszektorban, azon belül is főként a háztartási szektorban a leértékelődés a devizahitelek törlesztőrészletének emelkedésén keresztül csökkenteni a rendelkezésre álló jövedelmet, és a devizahitel-tartozás növekedése vagyonszökkenést okozna.

A banki mérlegcsatornát is kedvezőtlenül érintheti a forint gyengülése, ugyanakkor a gazdaságvisszafozó 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, ezzel pedig 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 kamatváltoztatásnak a 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 – összességében csökkenti a hitelkibocsátást. Ugyanakkor a belföldi kamat mennyiségi rugalmasságának (a kamatkibocsátásra gyakorolt hatásának) az abszolút értéke nagyban csökken a devizahitel-állomány emelkedésével. Magyarországon egy kamatemelésnél a forinthitelek csökkenését 50-60 százalékból kompenzálja a devizahitelek emelkedése.

A devizahitelek magas szintje a monetáris transzmisszió gyengítése mellett 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 hitelfedezetségi mutató (loan-to-value – LTV) a devizahitel forintban kifejezett értékének és a lakóingatlan árának a hányadosa. Ha a forint árfolyama leértékelődik, akkor a hitelfedezetségi 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 \times LGD).

Az árfolyam leértékelődése ugyanakkor a bevételeket is növeli, hiszen a kamatbevételek alapját jelentő kamatozó devizaeszközöknek nő a forintban kifejezett értéke. Ez a hatás azonban a hitelezési veszteségek növekedésének a 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), ezzel csökkentheti a tőke megfelelési 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 forintforrásokot devizalikviditásra cserélő devizaswapok (lejáratú összhang hiánya – maturity mismatch). A devizaswapok fenntartása és megújítása is jelentős forintlikviditást igényelhet. Az árfolyam leértékelődése miatt a fennálló devizaswap-állomány forward lábának forintértéke megnő, ezért számos banknak pótlólagos, devizában denominált letéti követelményt kell teljesítenie. A leértékelődés következtében a „margin call” követelmény miatt csökken a forintlikviditás, és tovább növekszik a devizaswap-állomány.

5. MILYEN HATÁSA LENNE, HA A HÁZTARTÁSOK DEVIZAHITELEIT FORINTRA VÁLTANÁK?

A lakossági devizahitel-állomány csak lassan épül le, ezért az ebből eredő kockázatok hosszú ideig fennmaradhatnak. A devizahitelek átváltása forinthitelekre 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.

5.1. Különböző az érintett gazdasági szereplők érdekeltsége az átváltásban

A háztartásokat, a bankokat, az államot és a jegybankot eltérő érdekek és hajlandóság vezérlik a devizahitelek forinthitelekre váltásában. A lakosság akkor lesz érdekelt a devizahitelek átváltásában, ha a devizahitel törlesztési terhének várható szintje tartósan meghaladja az ugyanolyan induló összegű és futamidejű forinthitel törlesztési kiadásának nagyságát. A háztartások azonban eltérő árfolyam és kamat mellett vették fel a devizahiteleket: más és más lehet a jövőbeli árfolyam- és kamatváromlásuk, így különbözhet 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, különböző a likviditási helyzete és jövedelmezősége, így csak eltérő feltételek mellett lennének hajlandók az átváltásra.

Az állam a pénzügyi stabilitási mellett szociális szempontokat is mérlegel. Jelenleg több millió embernek van devizahitele, ebből hozzávetőleg 1 milliónak jelzáloghitele. Egy árfolyam-leértékelődés esetén növekszik a nem teljesítő devizahitelesek aránya, ami a fedezetként szolgáló ingatlan elvesztése esetén komoly szociális problémákkal és negatív költségvetési hatásokkal járna.

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

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

A devizahitelek átváltása forintra 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 a törlesztőrészlete nem változik vagy csökken. Rögzített átváltási nagyság és változatlan futamidő mellett a költségek alsó becslését a jelenlegi árfolyam és devizakamat melletti 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 árfolyam-költség. Ugyanakkor, ha az átváltás az ügyfél számára ennél 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 hitelfelvételkor érvényes árfolyamon történő átváltás esetén például a költségek jelentősen megugranának, elérve a GDP 1,9-5,2 százalékát² (2. táblázat).

2. táblázat

Árfolyam-különbözetből eredő költségek a devizahitel-állomány teljes átváltásánál (2010. június 30.)

	Az árfolyam-különbözetből származó költségek	
	Mrd Ft	GDP százalékában
Teljes háztartási devizahitel-állomány	1 354	5,2%
ebből: deviza-jelzáloghitelek	925	3,5%
ebből: deviza-lakáshitelek	506	1,9%

Forrás: saját becslés

A kamatkülönbözeti költség a forintalapú (THM) és a svájcifrank-alapú hitelek teljes hiteldíjmutatója közötti eltérés és a devizahitel-állomány forintban kifejezett értékének szorzataként adódik. Ezen jelenbeli és jövőbeli (a lejáratig teljesített) kifizetések jelenértéként 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.

2 A számítás 210 HUF/CHF mellett készült.

Két esetet vizsgálunk. Az első a felvételtörzi, a másodikk pedig a jelenleg fennálló (azonnali és forward) svájcifrank-kamatokkal számol. Az első esetben a svájci frank kamata 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 forinthitelek 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 a 2010. első félév végi kamat-, árfolyam- és állományi adatokból indultunk ki.

2009 végétől a svájcifrank-alapú hitelek visszaszorulásával és az újonnan folyósított euróalapú 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 felvételtörzi 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).

3. táblázat

**A kamatkülönbözetből eredő költségek,
felvételtörzi svájci frank THM-mel számolva,
a devizahitel-állomány teljes átváltásánál (2010. június 30.)**

	A kamatkülönbözetű költségek NPV-je	
	Mrd Ft	GDP százalékában
Teljes háztartási devizahitel-állomány	1 805	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

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 forinthitelek és a meglévő svájcifrank-hitelek közötti kamateltérés 2010. június végére a lakásvásárlási hiteleknél 1,7 százalékpontra, míg a szabad felhasználású hiteleknél 1,2 százalékpontra csökkent. Az egyéb hiteleknél és az ezeknek a 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

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

0,6 százalék lehet a költség (4. táblázat). Ez a költségbecslés alulbecsli a tényleges kamatköltségeket, hiszen az átváltási kamatláb a jelenlegi állományi kamatláb (illetve hozamgörbéből eredő kamatlábak) alatt lehet.

4. táblázat

**A kamatkülönbözetből eredő költségek,
a jelenlegi hozamgörbéből adódó svájci frank THM-mel számolva,
a devizahitel-állomány teljes átváltásánál (2010. június 30.)**

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

Forrás: saját becslés

Az előzőek 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 többletteleher, hanem a költségek újraosztása a gazdasági szereplők (a háztartások, a bankok és az állam) között annak megfelelően, hogy ki állja a költségeket.

5. táblázat

**A svájcifrank-hitelek forintra váltása során
felmerülő összköltségek jelenértéke
a devizahitel-állomány teljes átváltásánál (2010. június 30.)**

	Jelenlegi árfolyam és THM melletti átváltás		Felvételtörli árfolyam és THM melletti átváltás	
	Mrd Ft	GDP százalékában	Mrd Ft	GDP százalékában
Teljes háztartási devizahitel-állomány	696	2,7%	3 159	12,1%
ebből: deviza jelzáloghitelek	217	0,8%	1 776	6,8%
ebből: deviza lakáshitelek	145	0,6%	1 023	3,9%

Forrás: saját becslés

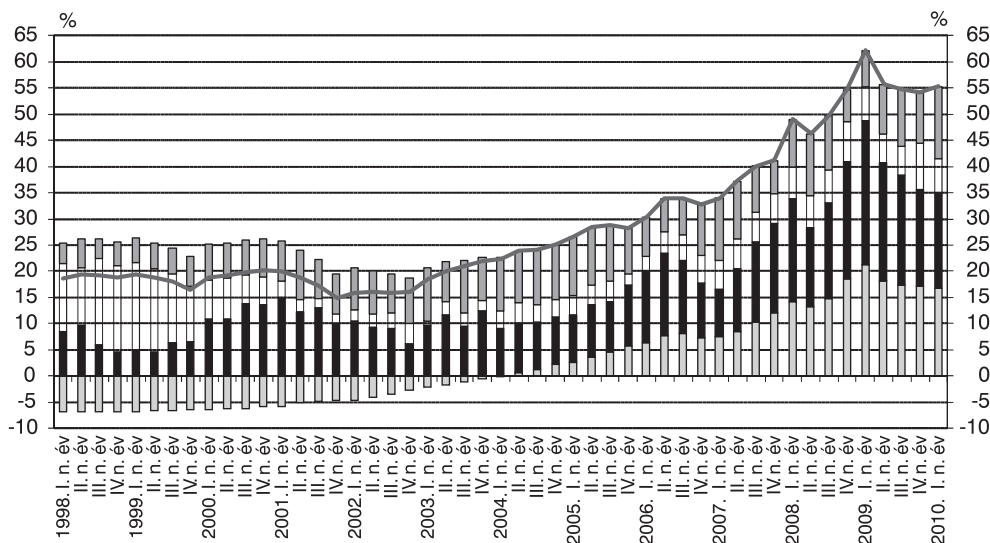
Végül érdemes arra kitérni, hogy az átváltásnak adminisztratív költségei, illetve korlátai is vannak. Minden egyes átváltásra kerülő hitel mögötti szerződés módosítása jelentős időt vehet igénybe, miközben további költségei lehetnek.

5.3. A háztartási devizahitelek átváltása forinthitelekre 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, mert 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 át kellene vennie a nyitott pozíciót. A háztartásoknak a devizahitelek miatt jelenleg forint melletti pozíciója van, azaz a forint erősödésével a törlesztőrészek csökkenése miatt a lakosság nyerne. Az összes devizahitel átváltása esetén a háztartások jelenlegi GDP-arányos 18 százalékos (forint melletti) pozíciója megszűnne.

5. ábra

Az egyes szektorok GDP-arányos, nyitott árfolyam-pozíciója



Forrás: MNB

5.3.1. A bankok nem vehetik át a háztartások árfolyam-kockázati kitétségét

A bankoknak jelenleg több a devizaeszköze, mint a devizaforrása, így mérlegen belül nyitott pozícióval rendelkeznek, amit mérlegen kívül zárnak (a devizaswap termin 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 háztartási 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 egyszerre jelentős árfolyamgyengítő hatást gyakorolna.

5.3.2. 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 kitétségét. 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 kamat mellett lennének hajlandók magukra vállalni.

5.3.3. 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 bankoktól 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 rendelkeznek megfelelő nagyságú devizahittel vagy derivatív ügyletekkel. További ellenérv, hogy ha a háztartásoktól át is venné a nettó nyitott devizapozíciót a vállalati szektor, nem biztos, hogy számottevően jobban tudná kezelni azt.

5.3.4. Az állam és a jegybank azonban árfolyamgyengülés nélkül is képes átvenni a háztartás pozícióját, ugyanakkor a jelentős árfolyam- kitétség 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 devizaösszetételének 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 devizatartalékainak a felhasználásával sem-

legesíthetné 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 – jelentősen emelné az ország sérülékenységét. Az állami vagy jegybanki pozícióátvétel a jelenlegi körülmények között tehát nem jelenthet reális alternatívát.

5.4. Növekvő erkölcsi kockázat

A devizahitelek esetleges átváltása jelentősen növelheti a devizahitelezéshez kapcsolódó erkölcsi kockázatot, felelőtlen 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 korlátozása a nemteljesítő adósokra ugyancsak jelentős kockázatot hordozna, hiszen jelentősen ronthatná a fizetési hajlandóságot.

A nemteljesítő adósok vélhetően nemcsak az árfolyamgyengülés miatt nem teljesítenek, ezért ha csupán a devizahiteleket segítenék ki, az drága lenne, és rossz ösztönzőket adna. A munkanélkülivé válás is hozzájárulhat a hitelfelvevő fizetési képességéhez; ez azonban főként önhibán kívüli tényezőkből ered. A devizahitel-adósok fizetési könnyítése így a forint-hitelek hátrányos megkülönböztetését jelentené. A nemteljesítő ügyfelek esetén ezért vizsgálni kell a nemteljesítés okait és azok kezelésének a 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 – az 1980-as évek elején vezettek be önkéntes redenominációs programokat. Erre a célra létrehozták a FICORCA-t (foreign exchange risk coverage trust fund), amelyet a jegybank irányítása alá rendelték. A FICORCA az állam által garantált, fix árfolyamon a dollárhiteleket pesohitelekre váltotta (8 évvel meghosszabbított lejárattal, ebből 4 év türelmi időszak volt), átvéve az ügyfelek nyitott árfolyam-pozícióját. A fent említett 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, ami jelentős nyereséget eredményezett a FICORCA-nak.⁴

Klasszikus példa a redenominációra a 2002-es *argentin* aszimmetrikus „pesifikáció”, amit az IMF élesen kritizált.⁵ A széles körű, kötelező érvényű program a betétek befagyasztását, a konvertibilitás végét és a duális árfolyamrendszert tartalmazta. A bankok mérlegének denominációját dollárról átváltották az alábbi árfolyamok szerint: eszközoldalon minden amerikai dollárt 1 argentin dollárra, míg forrásoldalon 1 amerikai dollárt 1,4 argentin dollárra váltottak. A program súlyos károkat okozott a gazdaságban, mivel a betétes bizalom eltűnt, megszüntetve ezzel a pénzügyi közvetítést. Ráadásul sokan megtalálták a kikapukat a befagyasztás ellen, ami a bankokat rákényszerítette, hogy a jegybanki likviditásra legyenek utava. Eszközoldalon a hitelképes ügyfelek azon része, amelyik tehetett, előtörlesztette a hiteleit, mivel további hátrányos hatású intézkedésektől tartott. A program fiskális költsége elérte a GDP 15 százalékát, miközben az intézkedések jelentősen visszavették a hitelezést.

Chilében (1982) és *Indonéziában* (1997) alkalmaztak még olyan széles körű átstrukturálási programokat, ahol redenominációra is lehetőség volt. Mindkét országban azonban nagyon kevés vállalat élt az átváltás lehetőségével.⁶

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

5 LAEVEN, LUC–LARYEA, THOMAS [2009]: Principles of household debt restructuring. IMF staff position note

6 HAGAN, SEAN–KALTER, ELIOT–WEEKS-BROWN, RHODA [2003]: Corporate Debt Restructuring in the Wake of Economic Crisis, in COLLYNS, CHARLES and KINCAID, G. RUSSELL (szerk.): Managing Financial Crises Recent Experience and Lessons for Latin America. IMF OP

6. KÖVETKEZTETÉSEK

A devizahitelek forintHITELEKRE váltása során a háztartások, és így az ország nettó külső adósága 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, ennek során a háztartások nyitott devizapozícióját egy másik szektornak kellene „megvennie”. A külföldiek csak jóval gyengébb árfolyam és jóval 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 devizaeladósodása miatt növelheti Magyarország sérülékenységét, ami közvetetten mégis az árfolyamgyengüléshez vezethetne. A fennálló devizahitel-állományból eredő sérülékenységet tehát átváltással nem lehet megszüntetni. Ha a nettó nyitott devizapozíciót más szektor veszi át, az nem csökkenti a sérülékenységet, hanem növelheti azt.

IRODALOMJEGYZÉK

- 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
- 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
- CSAJBÓK ATTILA–HUDECZ ANDRÁS–TAMÁSI BÁLINT [2009]: Foreign currency borrowing of households in New EU Member States (kézirat)
- OBLATH GÁBOR [2010]: Ki miben felelős? *Portfolio.hu*, 2010. március 17.
- 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.
- BIHARI PÉTER–VALENTINYI ÁKOS [2010]: Pirrhuszi dezinfláció, vagy tartósan alacsony inflációs környezet? *Közgazdasági Szemle* (megjelenés alatt)
- BRZOZA-BRZEZINA, MICHAL–CHMIELEWSKI, TOMASZ–NIEDŹWIEDZIŃSKA, JOANNA [2010]: Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter? Working Paper Series 1187, European Central Bank
- STONE, MARK R. [1998]: Corporate debt restructuring in East-Asia: Some lessons from international experience. IMF paper on policy analysis and assessment
- LAEVEN, LUC–LARYEA, THOMAS [2009]: Principles of household debt restructuring. IMF staff position note
- HAGAN, SEAN–KALTER, ELIOT–WEEKS-BROWN, RHODA [2003]: Corporate Debt Restructuring in the Wake of Economic Crisis. In CHARLES COLLYNS and G. RUSSELL KINCAID (szerk.): *Managing Financial Crises Recent Experience and Lessons for Latin America*. IMF OP