

HUDE CZ ANDRÁS

Párhuzamos történetek

A lakossági devizahitelezés kialakulása és kezelése
Lengyelországban, Romániában és Magyarországon

A tanulmányban körbejárjuk a devizahitelezés problémakörét. Az első részben az elméleti és az empirikus szakirodalom eredményeit ismertetjük, megvizsgáljuk, milyen tényezők segítik/segítették vagy gátolják/gátolták a devizahitelezés kialakulását, elsősorban a kelet-közép-európai és a balti régióban. Ezek után részletesebben megvizsgáljuk a jelenleg lebegő árfolyamrendszert alkalmazó, devizahitelezésben érintett három ország, Lengyelország, Magyarország és Románia tapasztalatait. Az egyes országoknál csak érintőlegesen térünk ki azokra a tényezőkre, amelyek az empirikus irodalom tükrében a devizahitelezés általános okaiként felmerülnek, vizsgálatunk nagy részében inkább a devizahitelezés meggátolását célzó szabályozások bemutatásával, értékelésével foglalkozunk. A tanulmányt a devizahitelezés jelenlegi és jövőbeli problémáira adott és adható válaszok szkeptikus szemléje zárja.*

Journal of Economics Literature (JEL) kód: E44, E51, E58, E61, G21, G28.

Bevezetés

Az elmúlt évtized az európai feltörekvő országok számára a fejlett országokkal való pénzügyi és gazdasági integráció fokozódását, majd kiteljesedését hozta. Amíg az 1990-es években elsősorban Ázsiában és Latin-Amerikában figyelhetők meg a külföldi tőkebeáramlás gyorsulását, addig a 2000-es évek globális likviditási bősége Kelet-Közép- és Kelet-Európa számára hozott korábban nem látott mértékű tőkebeáramlást. Ez többek között annak tudható be, hogy a volt szocialista országok zömében a 2000-es évek elejére vagy közepére megtörténtek a gazdasági átmenet legfontosabb strukturális változásai, fokozatosan kiépültek a pénzügyi integrációhoz szükséges intézmények és piacok, aminek nyomán megtörténhetett az EU keleti bővítése, és ami ígéretes befektetési célponttá tette ezeket az országokat.

* Köszönettel tartozom *Bokros Lajosnak* értékes észrevételeiért és javaslataiért.

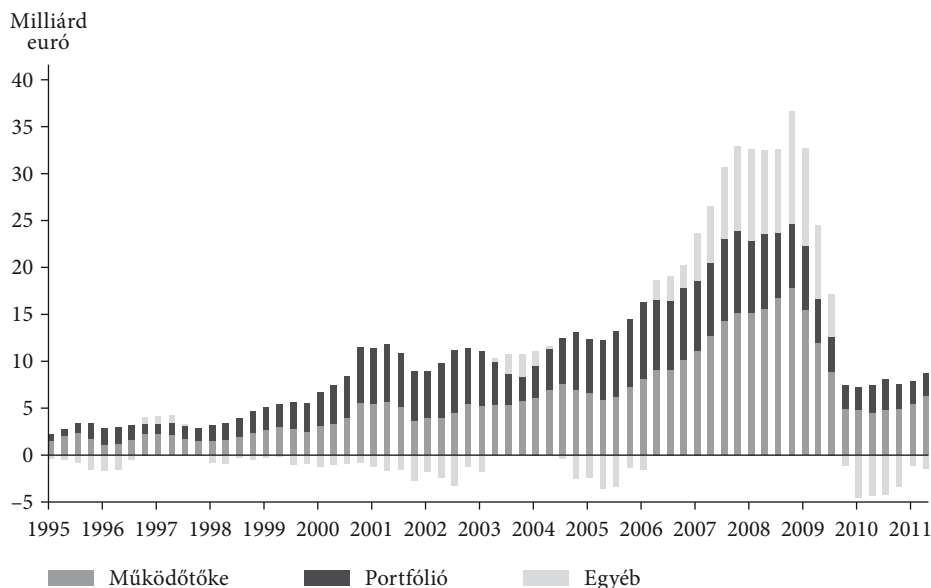
Forrásbeáramlás és a pénzügyi közvetítőrendszer mélyülése

A külföldi befektetők alapvetően három módon finanszírozhatnak egy országot: működőtőke-beruházással (*Foreign Direct Investment, FDI*), portfólióberuházással (belföldi vállalatok részvényeinek, kötvényeinek vásárlásával), illetve egyéb módon, jellemzően a belföldi pénzügyi intézményeken keresztül (1. ábra). Az, hogy egy ország külföldi finanszírozása hogyan történik, a különböző gazdasági szereplők magatartásának, várakozásainak, döntéseinek eredményeként dől el. Vonatkozik ez mind a mennyiségi változókra (mennyi külföldi forrás érkezik az országba?), mind az összetételre (milyen formában érkeznek a források?). Minden tanulmány, amelyik nem vállalkozik az összes gazdasági szereplő viselkedésének egyensúlyi modellezésére – így ez is –, szükségképpen csak részleges vizsgálatot folytat, amit a megállapítások értékelésekor nem szabad figyelmen kívül hagyni.

A 2000-es évek második fele korábban nem látott forrásbeáramlást hozott a közép- és kelet-európai feltörekvő országoknak

1. ábra

Külföldi forrásbeáramlás a tíz új EU-tagállamba*
(négy negyedéves mozgóátlag, 2005. évi euróárakon)



* A tíz új EU-tagállam: Bulgária, Csehország, Észtország, Magyarország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Szlovákia, Szlovénia, Románia.

Forrás: Eurostat.

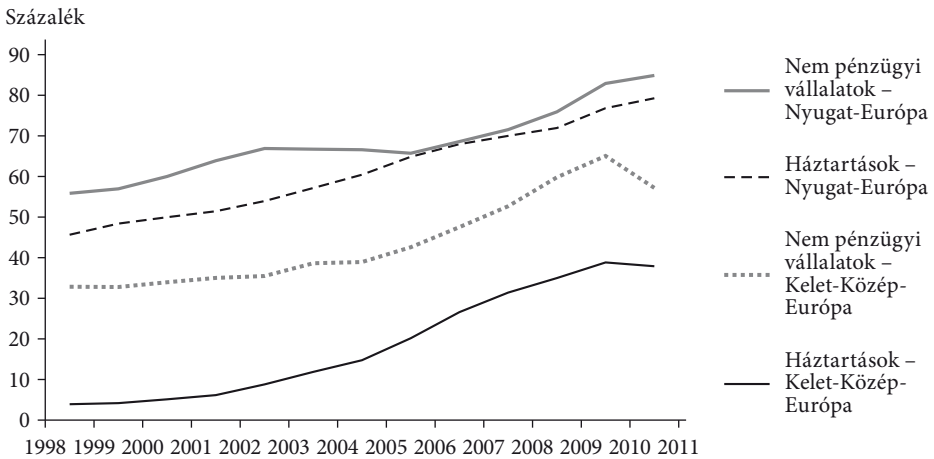
A növekvő külföldi tőkebeáramlás Kelet-Közép-Európában nemcsak a belföldi tőkeállomány növekedését, hanem a pénzügyi közvetítőrendszer jelentős mélyülését is

hozta. Ez mind a vállalati, mind a háztartási hitelállomány dinamikus bővülésében tetten érhető. A régióban a háztartási hitelek GDP-arányos állományainak átlaga 1998 és 2009 között 34 százalékponttal nőtt, azaz a GDP-arányos állomány megtízszereződött (2. ábra). Hasonló – bár a magasabb bázis miatt arányaiban kisebb – bővülés zajlott a vállalati hitelezésben is, ahol a bankhitelek GDP-arányos állománya 34 százalékponttal nőtt, azaz megkétszereződött. A pénzügyi közvetítőrendszer mélyülése a gazdasági felzárkózási folyamat természetes velejárója. Az azonban nyitott kérdés, hogy vajon a gazdasági mélyülésnek ez a mértéke optimális vagy esetleg túlzott volt-e. Ennek a kérdésnek az eldöntése túlmutat ennek a tanulmánynak a keretein.

A külföldi forrásbeáramlás a magánszektor hitelezésének dinamikus bővülésével járt együtt

2. ábra

Az egyes szektorok GDP-arányos hitelállománya Nyugat-Európában,* illetve Kelet-Közép-Európában**



* Belgium, Dánia, Németország, Görögország, Spanyolország, Franciaország, Olaszország, Hollandia, Ausztria, Portugália, Finnország és Svédország.

** Észtország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Lengyelország, Románia és Szlovákia.

Megjegyzés: a grafikon Nyugat-Európa, illetve Kelet-Közép-Európa átlagértékeit mutatja.
Forrás: Eurostat.

A hitelbővülés és a devizahitelezés kapcsolata

Ebben a tanulmányban a devizahitelezéssel, azon belül is elsősorban a lakossági devizahitelezéssel foglalkozunk. Ebben a tekintetben a külföldi források beáramlása, illetve a pénzügyi rendszerek mélyülése, a hitelállományok bővülése nem mindenhol zajlott egyformán. Vajon milyen szerepe volt ebben a hitelexpanzióban a devizahitelezésnek? Oka volt, következménye, vagy két egymástól valamelyest független jelenségről van szó? A kérdés megalapozott megválaszolására több-kevesebb sikerrel már többen vállalkoztak.

AZ EREDENDŐ BŰN

Bár a kérdést most elsősorban a kelet-közép- és kelet-európai EU-tagállamok tapasztalatainak fényében vizsgáljuk, meg kell említenünk, hogy itt egy már korábban is ismert, és igen nagy szakirodalmat generáló közgazdasági jelenségről van szó, az úgynevezett dollarizációról, illetve a (gazdasági értelemben vett) eredendő bűnről (*original sin*) (Eichengreen–Hausmann [1999]). Ez a jelenség leegyszerűsítve arról szól, hogy adott ország gazdasági szereplői valamilyen oknál fogva nem tudnak saját nemzeti valutájukban elegendő hitelhez jutni, ezért más, stabilabb és likvidebb devizában adósodnak el. A jelenség Latin-Amerikában és Kelet-Ázsiában is igen elterjedt volt (részben ez is hozzájárult az ázsiai válsághoz), ahol jellemzően a dollár volt ez a stabil deviza, innen is az elnevezés, ami mára már nemcsak a dollárban való eladósodást jelenti, hanem minden külföldi devizában történő eladósodást is.

A latin-amerikai és egyéb fejlődő országok dollarizációs tapasztalatai csak részben hasznosíthatók a kelet-közép-európai országok esetére. Ennek elsősorban az az oka, hogy az EU-tagállamok jelenlegi gazdasági és pénzügyi intézményei – amelyek minőségének kiemelt szerepe van a dollarizáció elterjedésében, illetve hiányában – jóval fejlettebbek és hitelesebbek, mint a latin-amerikaiak voltak 15-20 évvel ezelőtt. A feltörekvő európai országok dollarizációja tehát más „bázisról” indul, mint a latin-amerikai országoké.

Az új EU-tagállamok között a devizahitelezésnek számos mintázata figyelhető meg, mindenesetre a devizahitelezés időbeli, arány- és mennyiségbeli elterjedésének alapján három csoport – kisebb kompromisszumokkal – elkülöníthető.

Az első csoportba azok az országok tartoznak, ahol a háztartási hitelezésben már korábban is jelentős szerepet játszott a devizahitelezés: a 2000-es évek közepétől felgyorsuló hitelexpanzió már eleve magas devizahitel-arány mellett ment végbe. Ide sorolható Észtország (ahol már 1997-ben a lakossági hitelállomány nagyobb része devizahitel volt), valamint Lettország és Litvánia, ahol a devizahitelek aránya az ezredfordulón megközelítette vagy elérte az 50 százalékot, miközben a lakossági hitelek GDP-arányos állománya még igen alacsony volt.

A második csoportba olyan tagállamok sorolhatók, ahol a devizahitelezés a hitelbővülés során terjedt el, és vált makrogazdasági szempontból is jelentős tényezővé. Elsősorban Magyarország és Románia tartozik ide, ahol a devizahitelek aránya a lakossági hitelállományon belül jelenleg meghaladja az 50 százalékot.

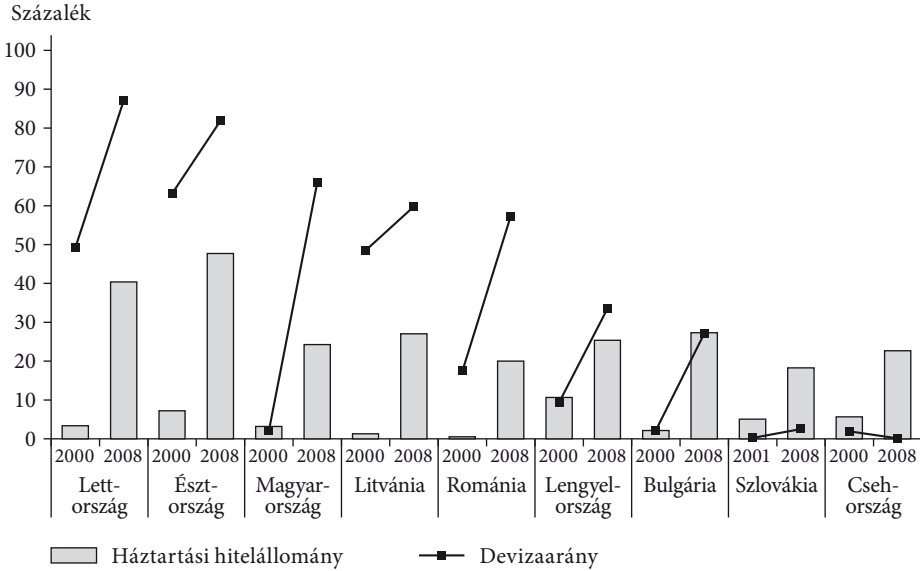
A harmadik csoportba azok az országok tartoznak, ahol a devizahitelezés szerepe nem vált jelentőssé. Csehországban nincs devizahitelezés, illetve a már euróövezethez tartozó Szlovákiában és Szlovéniában az euró bevezetése (illetve az ERM–2-höz való csatlakozás) előtt sem volt számottevő lakossági devizahitelezés.

E három csoportba Lengyelország és Bulgária nem sorolható be maradéktalanul (a három közül leginkább a második csoportba állnak közel). Lengyelországban a devizahitelezés térnyerése ugyan többé-kevésbé egybeesett a lakosság eladósodásával, a devizahitelezés aránya mégsem ért el olyan magas szintet, mint Magyarországon vagy Romániában, hanem a válság kitörése előtt a lakossági hitelállomány 30 százaléka körül stabilizálódott. Bulgáriában a helyzet annyiban hasonló, hogy a hitelezésben a devizahitelek aránya csak fokozatosan nőtt, ugyanakkor Lengyelországgal szemben ez a térnyerés egyelőre töretlennek tűnik, jelenleg az arány megközelíti a 40 százalékot.

Van élet devizahitel nélkül, de van élet „forinthitel” nélkül is

3. ábra

A háztartások banki hitelállománya a GDP százalékában, illetve a háztartási hiteleken belül a devizahitelek aránya



Forrás: nemzeti jegybankok.

A devizahitelezésben, mint oly sok mindenben, érdemes külön vizsgálni a Lehman-cső előtti, illetve az azt követő időszakot. Azokban az országokban, ahol a válság előtti években megállíthatatlannak tűnt a devizahitelezés, a külföldi forrásbeáramlás drámai lassulásával, olykor visszafordulásával a devizahitelezés is visszaszorult (mind arányaiban, mind volumenében), vagy teljesen leállt.

A tanulmányban három ország devizahitelezési tapasztalatát vizsgáljuk meg: Lengyelországot, Romániát és Magyarországot. Ebben a három országban az a közös, hogy a devizahitelezés a válság előtt olyan szinteket ért el, hogy makrogazdasági szinten is fontos jelenséggé vált, valamint hogy mindhárom országban jelenleg lebegő árfolyamrendszer működik, így a devizahitelezésből fakadó makrogazdasági kockázatok jellege és azok lehetséges kezelési módja hasonló.

A következőkben vázlatosan áttekintjük a devizahitelezés elméleti és empirikus szakirodalmát, bemutatjuk, hogy melyek azok a tényezők, amelyek a kutatások szerint hozzájárultak a lakossági devizahitelezés kialakulásához.¹ A szakirodalmi átte-

¹ A lakossági devizahitelezésen a tanulmányban általában a fedezetlen lakossági devizahitelezést értjük, azaz azt az esetet, amikor a hitelfelvevő nem olyan devizában adósodik el, amelyikben a jövedelme keletkezik, azaz nincs természetes fedezettsége. (Tekintve, hogy mind Magyarországon, mind Lengyelországban a devizahitelek döntő többsége svájci frankban van, nem tűnik túl erős feltevésnek,

kintés után esettanulmány-szerűen vizsgáljuk meg a kiválasztott három ország devizahitelezésének történetét, illetve a devizahitelezés korlátozását célzó (válság előtti illetve utáni) szabályozói lépéseket.

A devizahitelezés okai

A devizahitelezés okai rendkívül sokrétűek. A leggyakrabban hangoztatott tényező a devizahitelek és a belföldi pénzben jegyzett hitelek kamatai közti különbség, azaz hogy a hitelfelvételi döntés meghozatalának pillanatában ez utóbbiak törlesztőrészei magasabbak voltak, mint a devizahitelekéi, és ezért sokan az „olcsóbb” devizahitelt választották. Jóllehet számos empirikus vizsgálat kimutatta, hogy a devizahitelezés elterjedtségében fontos magyarázó ereje van a kamatkülönbözetnek, pusztán ezzel magyarázni a devizahitelezést, igen felületes volna.

Elméleti keretek

Mit is tükröz két deviza kamatkülönbözete? Pusztán monetáris megközelítésből kiindulva, a fedezetlen kamatparitás elve azt mondja, hogy a devizapiac akkor van egyensúlyban, ha valamennyi azonos futamidejű devizabetét várható hozama megegyezik. Két eszköz (például az euró- és a forintbetétek) kamatkülönbözete tehát a várt árfolyamváltozást tükrözi. Kiegészítve ezt a relatív vásárlóerő-paritás elvével,² megállapíthatjuk, hogy ez megegyezik a várt inflációs ráták közötti különbséggel. Ahol tehát magasabb a várt infláció, és így gyorsabb árfolyam-leértékelődés várható, ott magasabbak lesznek a kamatok. Egy tökéletesen előre jelezhető világban tehát a hitelfelvételi döntésben a kamatkülönbözetnek nem lenne szerepe, hiszen ugyanúgy, ahogy az aktívák hozama, a passzívák költsége is kiegyenlítődik.

A valóság – kiváltképpen a jövő – azonban bizonytalan, így az egyes devizákban várt hozamokhoz különböző kockázatok kapcsolódnak. A kockázatosabbnak ítélt eszközöktől elvárt hozam magasabb, így ezekre az eszközökre kockázati prémiumot kell fizetni, ami ugyancsak növeli a nominális kamatok különbségét. Ha valaki forintjövedelem mellett devizahitelt vesz fel, akkor árfolyamkockázatot vállal. A kérdés ezek után az, hogy alapvetően kockázatkerülő lakossági magatartást feltételezve, mivel magyarázhatjuk meg azt, hogy egy adott gazdaságban a hitelfelvevők jelentős része mégis vállalja az árfolyamkockázatot.³

hogy a devizaadószok általában nem rendelkeznek természetes fedezettséggel. Romániában a helyzet kicsit más, de erre a megfelelő helyen még kitérünk.)

² Az elv azt mondja ki, hogy két ország valutája között az árfolyam (százalékos) változása (minden más tényező változatlansága mellett) a két ország inflációs rájának különbségével egyezik meg. Ha a piac nem várja a relatív vásárlóerő-paritás elvének teljesülését, akkor a kamatkülönbözet az infláció-különbözeten túl a várt reálárfolyam-leértékelődést is tartalmazza.

³ Az itt következőkben *Zettelmayer és szerzőtársai* [2010] gondolatmenetére támaszkodunk.

Az egyik lehetséges válasz az, hogy a hitelek egyszerűen *rosszul vannak árazva*, azaz a várt leértékelődés kisebb, mint a kamatkülönbözet. Ez nyilvánvalóan sérti a kamatparitás elvét, ami önmagában nem is lenne baj, hiszen a kamatparitás a világban még a piaci hozamokra sem feltétlenül teljesül, nemhogy a lakossági hitel- és betétkamatokra. Ezt a magyarázatot nem azért nem tekinthetjük kielégítőnek, mert sérti a kamatparitás elvét, hanem azért, mert szisztematikusan és egy irányba sérti, azaz folyamatosan fennálló arbitrázslehetőséget implikál. Ha ugyanis a várt leértékelődés kisebb, mint – mondjuk – egy fedezett devizahitel kamatának és egy belföldi pénzben jegyzett állampapír hozamának a különbsége, akkor „ingyen” jövedelemhez lehet jutni azáltal, hogy devizahitelből állampapírt vásárolunk. Világos, hogy egy ilyen helyzet tartósan nem állhat fenn, hiszen előbb-utóbb erre mindenki rájönne, ami a devizahitelek kamatának növekedéséhez, illetve a belföldi állampapírok hozamának csökkenéséhez vezetne, azaz csökkenne a kamatkülönbözet.

Ha viszont a hitelek alapvetően nincsenek rosszul árazva, azaz a kockázattal igazított piaci hozamkülönbözetek mégiscsak a várt árfolyam-leértékelődést tükrözik, akkor milyen további magyarázatok lehetnek? Továbbra is feltételezve, hogy a háztartások inkább kockázatkerülők, mint sem, elképzelhető, hogy az egyes szektorok másképpen ítélik meg az árfolyamkockázatokat. Ennek a leggyakrabban említett esete az, hogy a hitelfelvevők *alulbecsülik az árfolyamkockázatot*, vagy egyszerűen figyelmen kívül hagyják, és ezért döntenek az olcsóbbnak tűnő devizahitel mellett. Szigorúan közgazdaságtani értelemben ez a viselkedés irracionális, így nehéz lenne teljes értékű közgazdasági magyarázatként elfogadni (itt is fontos szempont, hogy nem néhányan viselkedtek így kivételes alkalmakkor, hanem sokan és hosszabb időn keresztül). Részmagyarázatként azonban az árfolyamkockázat hitelfelvevők általi megítélésének kérdése a későbbiekben még előkerül.

Még ha a hitelfelvevők jól, sőt pontosan ítélték meg az árfolyamkockázatot, akkor is dönthettek úgy, hogy devizában adósodnak el. Az egyik tényező, ami erre ösztönözheti a lakosságot, az egy klasszikus piaci kudarc: az *erkölcsi kockázat*. Elképzelhető, hogy a devizában eladósodó emberek vagy akár a devizahiteleket nyújtó hitelintézetek az ország döntéshozói viselkedésének ismeretében arra számítanak, hogy ha szélsőséges gazdasági helyzet áll elő (ez a leírás például a jelenlegi európai helyzetre alighanem érvényes), akkor az állam (akár a fiskális, akár a monetáris hatóság) valamilyen formában a devizahitelesek, illetve a bankok segítségére siet, hiszen a tömeges nemfizetés, amely esetleg bankcsődhöz vezet, akkora pénzügyi stabilitási és/vagy szociális kockázatot jelent, amelynél az államnak közbe kell lépnie.

Ez már részben át is vezet minket a devizahitelezést ösztönző másik piaci kudarcra, amely egy *külső gazdasági hatásból (externáliából)* adódik. A devizahitelesek ugyanis az egyéni döntésük meghozatalakor valószínűleg nem veszik figyelembe – illetve a hiteltermék kamatába nincs beárazva annak a kockázata –, hogy a nagy, nyitott devizapozíció növeli az ország sérülékenységet, ami a nem devizahitelesek finanszírozását is megrálgítja (akár válság nélkül is).

Az eddigi szempontokból az volt a közös, hogy a gazdaság valamely szereplője számára a devizahitelezés káros volt. Az árfolyamkockázat alulbecslése/figyelmen

kívül hagyása az egyén szempontjából optimálisnál rosszabb viselkedéshez vezet (és így társadalmi szempontból sem lehet optimális), a piaci kudarcok jelenléte pedig társadalmi szempontból jelent káros viselkedést (egyéni szempontból azonban nem). Van azonban olyan eset is, amikor a devizában való eladósodás vagy a devizahelyettesítés mind egyéni, mind társadalmi szempontból optimális viselkedés. Ez a helyzet például olyan országokban, ahol a gazdaságpolitikai és társadalmi intézmények hitellessége rendkívül alacsony, ami magas és hevesen ingadozó inflációs környezetben, kiszámíthatatlan gazdaságpolitikában, esetleg politikai bizonytalanságban testesül meg. Változékonny inflációs környezetben (rögzített kamatozású hitelszerződések esetén) a devizahitel alkalmas az inflációs kockázat vagy a politikai bizonytalanságból fakadó reálkamat-kockázat kivédésére.⁴

Az okok tisztázása nem öncélú. A devizahitelezés problémájának (már ahol ez probléma) a megoldásához elengedhetetlen, hogy annak okait tisztázzuk. A különböző okok ugyanis különböző kezelési módokat követelnek. Ha például alapvetően a gazdaságpolitikai intézmények hiteltelensége a fő ok, akkor a dollarizáció adminisztratív vagy felügyeleti eszközökkel való korlátozása nem kezeli a probléma gyökereit, így hosszú távú, fenntartható sikerekkel is csak korlátozottan kecsegtethet (ne felejtjük, hogy a devizahitelezés nem mindig „rossz”, következésképpen annak korlátozása sem feltétlenül „jó” vagy tekinthető sikernek). Ha azonban a hitelfelvevők tájékoztatatlansága az ok, akkor széles körű tájékoztató kampányok segíthetnek, míg ha az erkölcsi kockázat vagy az externália a fő ok, akkor a szabályozás, a költségek internalizálása is megfelelő eszköz lehet a probléma kezelésére.

Empirikus kutatási eredmények

Az eddigiekben tisztán elméleti oldalról igyekeztünk feltárni a devizahitelezés okait. Most lássuk, hogy milyen empirikus eredmények vannak a devizahitelezés magyarázatában, azaz melyek azok a mérhető tényezők, amelyek a múltbeli tapasztalatok szerint növelik a devizahitelezés kialakulásának valószínűségét.⁵

A devizahitelezésnek az egyik (fentebb ki nem mondott, de feltételezett) alapfeltétele a szabad vagy legalább részben *szabad tőkeáramlás*. Az európai integrációs folyamat során ez fokozatosan kiteljesedett, így létrejött a devizahitelezés egyik alapvető feltétele.

A devizahitelezés során ugyanis – amint azt már említettük – általában arról van szó, hogy az adott ország gazdasági szereplői külföldi forrásokat használnak fel, és abból finanszírozzák belföldi beruházásaikat, fogyasztásukat. A reálkonvergencia érdekében a külföldi források bevonása természetes, sőt elengedhetetlen. A felzárkózás előtt álló országokban az induló tőkeállomány alacsonyabb szintje miatt a tőke határterméke magas, és így a *beruházások* várható jövedelmezősége is; a várható termelékenység- és jövedelemnövekedés miatt pedig makroökonómiai szin-

⁴ Részletesebben lásd *Jeanne* [2003].

⁵ Itt elsősorban a kelet-közép-európai régióra releváns kutatások eredményeit gyűjtöttük össze.

ten is optimális lehet simítani a belföldi *fogyasztást*.⁶ A szabad tőkeáramlás mellett tehát *külföldi források bőséges rendelkezésre állása* is előmozdítja a devizahitelezés elterjedését.⁷ Ha ugyanis a külföldi források a bankrendszeren keresztül jutnak el a gazdaságba, akkor a külföld által nem vállalt árfolyamkockázat szinte maradéktalanul a magánszektor hitelfelvevőinél csapódik le. Ez azért van így, mert a bankok általában nem vállalnak (például árfolyamkockázat-kerülés miatt), vagy nem vállalhatnak (nyitott pozíció magas tőkekövetelménye miatt) nyitott devizapozíciót, azaz közvetlen árfolyamkockázatot.⁸

KÜLFÖLDI FORRÁS VAGY KÜLFÖLDI BANKOK?

Az a kérdés nem teljesen tisztázott a szakirodalomban, hogy vajon a külföldi szakmai háttérrel rendelkező bankoknak kitüntetett szerepük van-e a devizahitelezésben. Kézenfekvő lenne azt gondolni, hogy igen, hiszen ezek a leánybankok könnyebben (olcsóbban) jutnak devizaforrásokhoz az anyabankjukon keresztül, mint azok a belföldi bankok, amelyeknek a piacról kell devizaforrást szerezniük, ha devizahiteleket kívánnak nyújtani. Bizonyára találhatunk olyan országokat, ahol a külföldi anyabankkal rendelkező bankok aktívabbak voltak a devizahitelezésben a hazai tulajdonú bankokhoz képest,* általában azonban ezt nem mondhatjuk el. *Brown-De Haas* [2010] 20 ország 193 bankjának vizsgálata alapján például azt mutatta ki, hogy egy adott bank lakossági devizahitelezésének mértéke nem függ a tulajdonosi szerkezetétől. Szintén nem talál robusztus összefüggést a tulajdonosi szerkezet és a devizahitelezés között *Rosenberg-Tirpák* [2008] és *Steiner* [2011] sem.

Ezek alapján tehát azt mondhatjuk, hogy a devizahitelezést alapvetően mélyebb makrogazdasági tényezők magyarázzák, nem pedig a bankok tulajdonosi szerkezete miatt alakul ki. Természetesen ahol adottak a devizahitelezés kialakulását elősegítő feltételek, ott a külföldi bankok a jobb finanszírozási kapcsolatok (anyabank) és az esetlegesen agresszívabb piaci magatartás (a külföldi bankok jellemzően magántulajdonban vannak, míg a belföldiek között lehetnek államiak is) katalizálhatja a devizahitelezést. Ha azonban már egyszer elterjedt, akkor az idézett tanulmányok eredménye szerint a belföldi és a külföldi bankok ugyanúgy részt vesznek benne.

* Magyarország például ilyen, lásd *Banai és szerzőtársai* [2010]. Ugyanakkor Csehországban és Szlovákiában a bankszektorban több mint 95 százaléka külföldi tulajdonban van, még sincs lakossági devizahitelezés, ami mutatja, hogy *önmagában* a külföldi bankok jelenléte még nem vezet devizahitelezéshez.

⁶ *Backé-Wójcik* [2007] szerint a fogyasztássimítás fontos szerepet játszott a kelet-közép-európai hitelpanzióban.

⁷ *Basso és szerzőtársai* [2007], *Rosenberg-Tirpák* [2008], *EBRD* [2009], *Brown-De Haas* [2010], *Zettelmeyer és szerzőtársai* [2010], *Brown és szerzőtársai* [2011].

⁸ A külföldi tőkebeáramlásból önmagában nem feltétlenül lesz devizafinanszírozás, hiszen a finanszírozás történhet adósságot nem generáló (például működőtőke) vagy adóssággeneráló formában (például közvetlen vagy bankokon keresztül történő hitelnyújtás). De még az adóssággeneráló finanszírozás sem jelent önmagában devizahitelezést, hiszen a külföld is vállalhat árfolyamkockázatot, azaz finanszírozhatja belföldi pénznemben a gazdaságot. Nyitott devizapozíció akkor keletkezik, ha a külföld nem hajlandó vállalni a teljes árfolyamkockázatot. Látható tehát, hogy (amint azt a bevezetőben is említettük) a devizahitelezés a külföldi tőkebevonással kapcsolatos szimultán portfólióallokációs döntések eredőjeként alakul ki, amelyek a fizetési mérleg azonosságain keresztül függnek össze egymással. (Jó összefoglalást és levezetést nyújt erről *Bethlendi és szerzőtársai* [2005].)

A devizafinanszírozás növekvő tényeresésében az is szerepet játszhatott, hogy a belföldi *pénzpiacok* a felzárkózó országokban még viszonylag *alulfejlettek*. Ez szélsőséges esetben jelentheti azt, hogy nem voltak (akár fizikailag sem) kiépülve a megfelelő intézmények (például hiányzott a megfelelően likvid államkötvény-piac) (EBRD [2010]). Jelentheti ugyanakkor azt is, hogy nem voltak *megfelelően hosszú lejáratú hazai források*. *Csajbók és szerzőtársai* [2010] tanulmánya például kimutatta, hogy a devizahitelezés kisebb mértékben terjedt el azokban az országokban, ahol volt hosszú távon fix kamatú jelzálog-finanszírozási eszköz.

A devizahitelezés egyik legfontosabb tényezője természetesen az adott ország makroökonómiai környezete, intézményeinek és *gazdaságpolitikájának hitelessége*, illetve hiteltelensége. A bizonytalan makrokörnyezet vezethet volatilis és magas inflációhoz, aminek (amint azt fent említettük) egy kivédési módja lehet a hitel- és betétdollarizáció.

A laza vagy hiteltelen fiskális politika és túlzott eladósodás esetén az emelkedő kockázati prémium miatt megnő az ország finanszírozási költsége, továbbá az állami hitelfelvétel egyszerűen kiszoríthatja a magánszereplőket a hitelpiacról. Mind a volatilis infláció, mind pedig a kockázati prémium és a kiszorítási hatás hozzájárul a *kamatkülönbség* növekedéséhez. Számos tanulmány kimutatta, hogy a kamatkülönbségnek hatása van a devizahitelezés elterjedésére (például *Basso és szerzőtársai* [2007], *Rosenberg–Tirpák* [2008], *Csajbók és szerzőtársai* [2010]). Amint említettük, a kamatkülönbségnek elvileg nem feltétlenül kellene befolyásolnia a gazdasági szereplők hitelfelvételi döntését. Mivel azonban a (kockázattal korrigált) kamatparitás rövid távon nem biztos, hogy teljesül, illetve a gazdasági szereplők várakozásai és kockázatérzékelései heterogének lehetnek, mégis van hatása a kamatkülönbségnek. A kamatkülönbség szerepét lehet magyarázni azzal, hogy a hitelt felvevők (egy része) tájékozatlan volt, ami a posztszocialista országok esetében akár jelentős tényező is lehetett, hiszen a lakosság többsége nem piacgazdasági viszonyok között szocializálódott, következésképpen pénzügyi műveltsége és tájékozottsága is korlátozott lehetett. Ezt a magyarázatot ugyanakkor némileg gyengíti, hogy a hitelt nyújtó bankoknak (amelyek esetében a pénzügyi műveltség hiánya már valószínűleg nem áll fenn) sem érdekük, hogy olyanoknak adjanak hitelt, akik azután azt nem tudják visszafizetni (a verseny hevében ugyanakkor a felelős hitelezés szempontjai olykor háttérbe szorulhatnak). Egy fokkal meggyőzőbb érvelés, hogy a devizában eladósodók arra spekuláltak, hogy nem lesz devizaválság (azaz szerintük a piac túl magas kockázati prémiumot árazott az államkötvények kamatába). Ezt a magatartást egyébként részben ösztönözhatték az (utólag túlzottan optimistának bizonyult) euróövezethez való csatlakozási várakozások, illetve amint majd később látjuk, a monetáris politika is hozzájárulhatott az árfolyamkockázat alulbecsléséhez.

Ugyanakkor az is elképzelhető, hogy számos háztartás *likviditási korlátokkal* szembesült, azaz a havi jövedelméből nem tudta volna finanszírozni a magasabb belföldi kamatozású hitelt, ezért „kénytelen” volt devizában eladósodni. A kénytelen itt természetesen nem szó szerint értendő, e mögött a magatartás mögött ugyanúgy spekuláció húzódik meg. Senkit sem kényszerítettek arra, hogy hitelt vegyen fel.

A kamatkülönbözet hatását elsősorban keresleti tényezőként szokás említeni (például ERKT [2011]), ugyanakkor szerepet játszhatott a devizahitelezés kínálati oldalán is. Erős piaci verseny esetén ugyanis a bankok – feltételezve, hogy a lakosság alulbecsüli az árfolyamkockázatot – növelhetik piaci részesedésüket, ha „olcsó” devizahitelt kínálnak a „drága” forinthitel helyett (Steiner [2011]). Így tehát minél nagyobb a látszólagos árkülönbség a kétfajta hiteltermék között, a bankok annál inkább hajlamosak belevágni egy ilyen kockázatalapú versenybe.

A tapasztalatok szerint kiemelt szerepe van a devizahitelek iránti keresletben az *árfolyamrendszernek*, illetve az *árfolyam volatilitásának*, esetleg *trendjének*. Kezdjük az árfolyamrendszerrel! Könnyen belátható, hogy a rögzített árfolyamrendszer kimondottan ösztönzi az alacsonyabb kamatú devizahitelek felvételét (a devizahiteleken kisebb a likviditási prémium). Ha ugyanis a hitelfelvevők szemében az árfolyamrögzítés hiteles, azaz arra számítanak, hogy a monetáris hatóság fenn tudja tartani a rögzített árfolyamot, akkor előfordulhat, hogy a hitelfelvevőkben nem tudatosul, hogy a devizahitel-felvétellel egyáltalán árfolyamkockázatot vállaltak. A rögzített árfolyamrendszert tehát implicit árfolyam-garanciának tekinthették (ez például vezethet erkölcsi kockázathoz). A jelenlegi válság során ez a számítás a balti országokban voltaképpen bejött, mert a válság idején gazdaságpolitikai és politikai megfontolásokból elkerülték a valutaleértékelést – igaz, Lettorszáiban ez csak az IMF segítségével sikerült (ERKT [2011]).

A lebegő árfolyamrendszer tehát bár csökkenti a devizahitelezés kialakulásának valószínűségét, megszüntetni mégsem tudja. A háztartások ugyanis árfolyam-várakozásaik kialakításakor nemritkán visszatekintő módon járnak el, azaz a (közel)múltbeli árfolyamváltozások alapján ítélik meg az árfolyamkockázatot. Az empirikus kutatásoknak csakugyan az egyik leginkább robusztus eredménye szerint az árfolyam múltbeli alacsony változékonysága növeli a devizahitelezést (Hake [2011]). Ez a háztartások „előrejelzési gyakorlatán” kívül arra is visszavezethető, hogy olykor a bankok is csak visszamenőleg mutatták be az árfolyamkockázatot (OECD [2010]). Sőt szerepe lehet ebben a monetáris hatóság magatartásának is. Ha ugyanis a jegybank valamilyen oknál fogva ódzkodik az árfolyam-volatilitástól (*fear of floating*), akkor mind az alacsony árfolyam-volatilitás, mind pedig az ezzel járó volatilis belföldi kamatok a devizahitelezés felé terelik a lakosságot (Csajbók és szerzőtársai [2010]). Az árfolyam változékonysága mellett az árfolyam közelmúltbeli trendje is hozzájárulhat az árfolyamkockázatok megítéléséhez. A hosszabb és tartós árfolyam-erősödés azt sugallhatja, hogy ez a trend folytatódik, így a devizahitelnek nemcsak hogy alacsonyabb a törlesztőrésze, de *egyre* alacsonyabb. Ez a gondolatmenet fordítva is működhet: egy közelmúltbeli komolyabb leértékelődés eltántoríthatja a hitelfelvevőket a devizahitelektől.⁹

⁹ Lengyelország esetében például ez is közrejátszott a devizahitelezés lassulásában. Részleteket lásd a következő részben.

A MONETÁRIS POLITIKA SZUVERENITÁSA ÉS A LEHETETLEN HÁRMASSÁG

A devizahitelezés vizsgálatakor fontos foglalkozni azzal, hogy mekkora egy ország monetáris hatóságának a szuverenitása. Ha ugyanis egy ország a fő pénzügyi és kereskedelmi partnereivel egy olyan övezetet vagy közösséget alkot, ahol a tőkeáramlás nem korlátozható, akkor az már önmagában jelentősen csökkenti az egyes tagok monetáris szuverenitását. A nemzetközi gazdaságtan ismert trilemmája szerint ugyanis a nyitott gazdaságokban a (tágon értelmezett) kormányzat számára a három gazdaságpolitikai cél: a *monetáris politika önállósága* (kamatpolitika), a *nominális árfolyam stabilitása* (kontrollálása) és a *szabad tőkeáramlás* közül egyszerre legfeljebb kettő érhető el. Ha adottnak vesszük a szabad nemzetközi tőkeáramlást, azaz a külföldi szereplők tetszésük szerint adhatják-vehetik a belföldi értékpapírokat, pénzügyi eszközöket, akkor a gazdaságpolitika nem határozhatja meg egyidejűleg a belföldi kamatszintet és az árfolyamot is. A bevezetőben ismertetett fedezetlen kamatparitásból tudjuk, hogy a külföldi és belföldi hozamok különbségét az árfolyam várt leértékelődése magyarázza. A gazdaságpolitika dönthet úgy, hogy a saját céljainak megfelelő kamatszintet tart fent, ekkor azonban a szabad tőkeáramlás miatt az külföldi szereplők hozamvárakozásainak megfelelően ingadozik az árfolyam. A másik lehetőség, hogy a kormányzat az árfolyamot rögzíti, ekkor viszont a kamatok alakulnak a hozamvárakozásoknak megfelelően. A kettőt egyszerre nem határozhatja meg a monetáris hatóság.

A szakirodalom viszonylag kevés fogódzót nyújt afelől, hogy vajon adminisztratív vagy felügyeleti szabályozó lépésekkel lehet-e, lehetett-e gátolni a devizahitelezést. Ennek az egyik oka az, hogy az ilyen jellegű intézkedések viszonylag új keletűek, ezért hatásuk gondos mérése még technikai akadályokba ütközik. *Rosenberg–Tirpák* [2008] tett kísérletet a szabályozói környezet hatásának mérésére. Eredményeik szerint még a mintában előforduló legszigorúbb szabályozási rendszer is csak két százalékponttal tudta csökkenteni a devizahitelek arányát az állományon belül. *Bethlendi* [2011] foglalkozott az adminisztratív és szabályozói lépések hatékonyságával. Következtetései szerint adminisztratív eszközökkel csak rövid távon lehet kordában tartani a devizahitelezést, mert a nagy piaci nyomás miatt a szereplők vagy kezdték kijátszani a szabályozást (például Bulgáriában vagy Horvátországban), vagy olyan erős nyomást gyakoroltak a kormányra, hogy az maga enyhített a korlátokon (Románia esete).

A következőkben áttekintjük, hogy a tanulmányunk elején kiválasztott három országban, Lengyelországban, Romániában és Magyarországon hogyan alakult a devizahitelezés a válság előtt; az itt tárgyalt okok közül az egyes országokban melyeknek lehetett kisebb, illetve nagyobb szerepe; valamint hogy a hatóságok milyen eszközökkel igyekeztek gátolni vagy megállítani a devizahitelezés bővülését (már ahol voltak ilyen kísérletek).

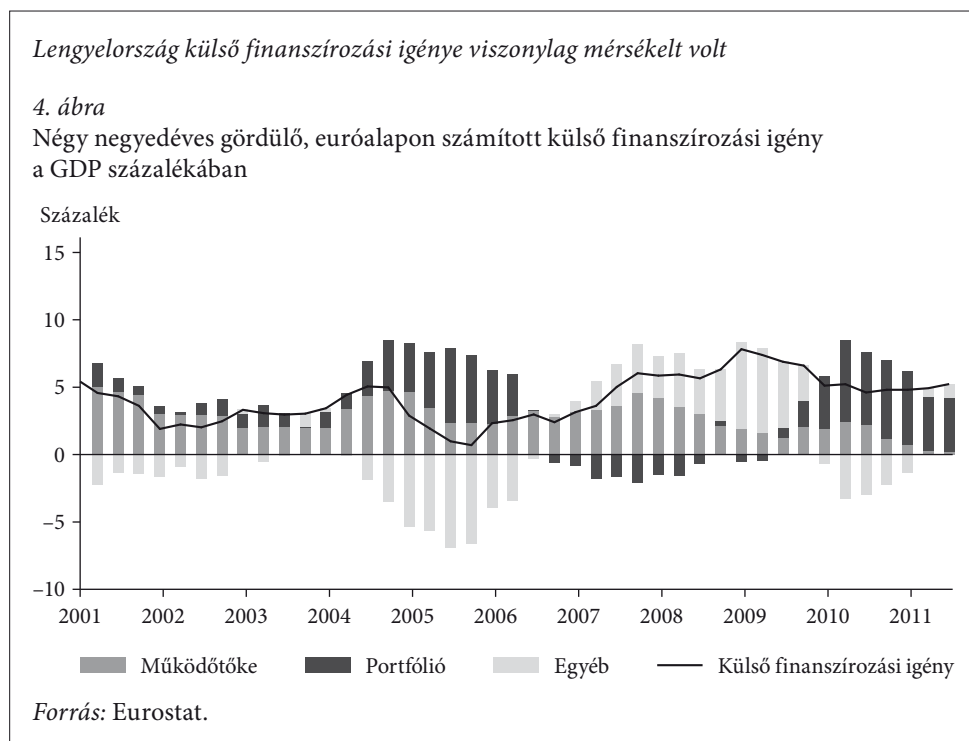
Lengyelország

A lengyel devizahitelezés helyzete azért kiemelten érdekes, mert azok között a kelet-közép-európai és balti EU-tagállamok között, ahol egyáltalán beszélhetünk érdemi lakossági devizahitelezésről (balti országok, Magyarország, Románia és Lengyelor-

szág), Lengyelországban a legkisebb a devizahitelek aránya a teljes lakossági hitelezésen belül. Felmerül a kérdés, hogy vajon fundamentális változások gátolták meg a devizahitelezés nagyobb térnyerését, vagy pedig sikerült olyan szabályozási környezetet teremteni, amely képes volt visszafogni a devizahitelezést.

A devizahitelezés felfutásának története

Lengyelország nettó finanszírozási igénye a 2000-es években a másik két országhoz képest viszonylag alacsony volt, 2000 és 2008 szeptembere között átlagosan a GDP 3,6 százalékát tette ki (4. ábra). Ezt az igényt jellemzően működőtőke-befektetéssel vagy portfólióberuházással finanszírozták, az egyéb befektetések 2006-ig érdemben nem növelték a nettó külső adósságot.



Lengyelországban a háztartási bankhitelek jelenleg a GDP mintegy 35 százalékára rúgnak.¹⁰ Ennek az állománynak mintegy 39 százaléka devizahitel. 2008 szeptembere előtt a háztartási hitelállomány jóval alacsonyabb, a GDP-nek mindössze 26 százaléka volt, és ezen belül a devizahitelek aránya 33 százalékot tett ki.

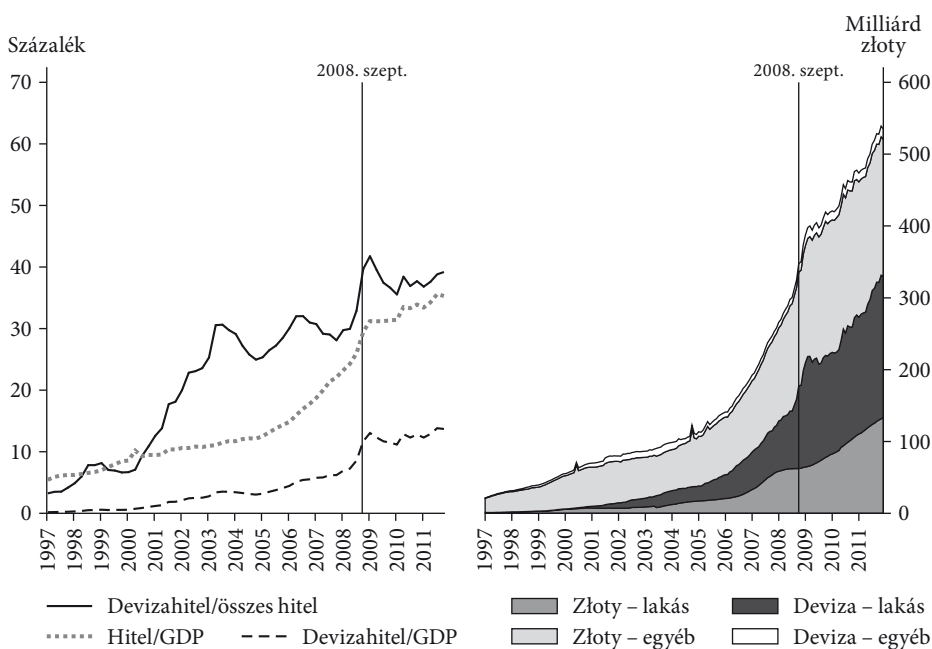
¹⁰ 2011. decemberi adat. A következőkben mindhárom ország esetén a bankhiteleket elemezzük. Ezzel nem követünk el nagy hibát, mert a háztartások hitelállománya döntő többségében bankhitelekből áll, illetve az egyéb pénzügyi közvetítők által nyújtott hitelekben a bankhitelekben megfigyelhető hasonló trendek, arányok érvényesülnek.

Amint az az 5. ábrán látható, Lengyelországban a devizahitelek már az 1990-es évek második felében is jelen voltak, igaz, csak minimális mértékben. A GDP-arányos devizahitel-állomány fokozatos növekedése mellett a hitelállományon belül 2000 és 2003 között igen látványos volt a devizahitelek térnyerése, ami egybeesett a lakásvásárlási célú hitelek felfutásával.

A lengyel devizahitelek gyors elterjedése után arányuk stagnált, volumenük folyamatosan nőtt

5. ábra

A lengyel hitelintézetek aggregált háztartási hitelállománya a GDP arányában (bal ábra); valamint a hitelállomány deviza (złoty és deviza) és hitelcél szerinti (lakáscélú és egyéb) bontásban (jobb ábra)



Forrás: NBP, Eurostat.

A lakosság részéről a lakáshitelek iránti kereslet megugrása mögött egyfelől az húzó-dik meg, hogy csökkentek a zlotyhitel kamatai, másfelől a lakosság arra számított, hogy a közelgő EU-csatlakozás után a lakásárak fölmennek (NBP [2004]). Annak, hogy a hitelezés bővülése elsősorban devizahitelezésben jelentkezett, kínálati és keresleti okai is voltak. A növekvő hitelkereslet hatására ugyanis élesedett a banki verseny, aminek az egyik megnyilvánulási formája a hitelezési feltételek enyhítése volt.¹¹ Mindeközben azonban a zlotyhitel kamatrése 2003-ig, azaz pontosan a deviza-

¹¹ Például 32,5 évre növelték a maximális futamidőt, egyes bankok pedig önerő nélkül is nyújtottak hiteleket (NBP [2004] 73. o.).

hitelezés nagy felfutásának végéig *nőtt*, vagyis a banki verseny nem csapódott le az árak csökkenésében (vö. *NBP* [2003] 3.10. ábra).¹² Világos tehát, hogy a bankok kockázatalapú versenyt folytattak, aminek az egyik megnyilvánulása lehetett a devizahitelek kínálatának növelése.¹³ Keresleti oldalról ösztönzött jelenthetett, hogy 2003-ig a csökkenő zlotykamatok ellenére jelentős (10 százalékot is meghaladó) volt a kamatkülönbség a deviza- (jellemzően svájcifrank-) és a zlotyhitelek között. A háztartások szemében a nagy kamatkülönbség (tehát az alacsonyabb induló törlesztőrészlet) mellett az is kedvezőnek tüntette fel a devizahiteleket, hogy 2000 júniusa és 2001 júniusa között a zloty csaknem 20 százalékot erősödött a svájci frankkal szemben. Így aki a közelmúlt árfolyammozgása alapján alakította ki várakozásait, komoly arbitrázslehetőségre számíthatott.

2003 közepén a devizahitelek arányának növekedése megtorpant, sőt 2004-ben (amúgy gyorsuló háztartási hitelezés mellett) a devizahitelek volumene is csökkent. Ahogyan a zloty 2000–2001-es látványos erősödése a devizahitelek felé terelhette a lakosságot, úgy a 2002 és 2003 közötti csaknem 30 százalékos nominális árfolyam-leértékelődés pontosan az ellenkező hatást válthatta ki. Ez az árfolyam-ingadozás sok háztartást ráébreszthetett arra, hogy a devizahitelezésnek bizony van árfolyamkockázata.

A zloty árfolyamának volatilitásában, és így a devizahitelek iránti kereslet csökkenésében, szerepe lehetett a monetáris hatóság magatartásának is. A lengyel jegybank ugyanis nem avatkozott be a devizapiacra az árfolyam-ingadozás csökkentése érdekében (1998 óta nem hajtott végre devizapiaci intervenciót egészen 2011 szeptemberéig).

A 2003-tól (az egész régióban) felgyorsuló tőkebeáramlás felértékelődési nyomás alá helyezte a lengyel valutát (*Bakker–Gulde* [2010]). Miután a lengyel monetáris politika *de facto* 1998 óta tisztán inflációs célt követő stratégiát folytat, nem kötötte semmilyen árfolyamkorlát, sőt a valuta felértékelődése nyomán csökkenhettek a kamatok, hiszen az import inflációs nyomása egyre csökkent. Ezek a folyamatok ellentétes hatást váltottak ki a devizahitelezésre, aminek eredőjeképpen a devizahitelek aránya a lakáshiteleken belül azóta is folyamatosan 60 százalék körül ingadozik. A 2004 februárjától 2008 szeptemberéig töretlenül felértékelődő árfolyam ugyanis újra növelte a devizahitelezés népszerűségét¹⁴ (azok a devizahitelesek, akik arra számítottak, hogy hosszabb távon a számukra kedvező és kedvezőtlen árfolyammozgások bizonyos mértékig kiegyenlítik egymást, igazolva láthatták számításait, ami ösztönzött jelenthetett az „új” devizahiteleseknek is). 2004-től ugyanakkor a kamatkülönbség fokozatosan csökkent, 2006–2007-ben már 2 százalékpont alatt volt, ami pedig a devizahitelezés látszólagos árelőnyét egyre csökkentette.

¹² 2003-tól viszont a zlotyhitelek kamatrésze meredeken csökkent, vö. *NBP* [2006] 95. o.

¹³ Első pillanatra meglepő lehet, hogy a devizahitelek nem árversenyt, hanem kockázati versenyt jeleznek, hisz a fogyasztó szempontjából a devizahitelek ára (kamata) jelent (átmeneti) előnyt. A bankok szempontjából azonban egyrészt nem a kamat szintje, hanem a kamatrés számítás, másfelől a devizahitelek az árfolyamkockázat miatt kockázatosabb hiteleknek számítanak.

¹⁴ Lengyel jegybanki elemzők meglepően szoros kapcsolatot találtak az adott havi hitelkihelyezés és az adott havi árfolyam-erősödés között, vö. *NBP* [2006] 3.9. ábra.

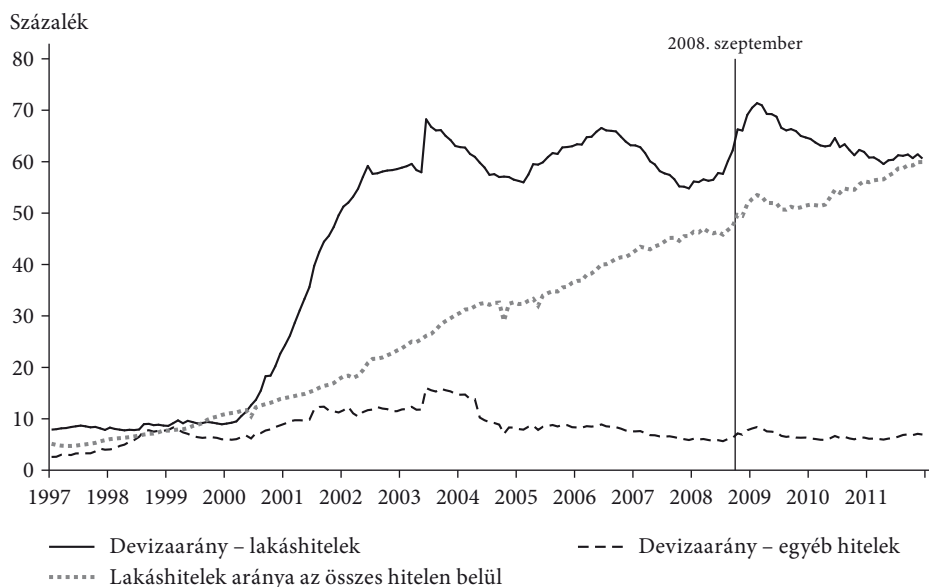
A lengyel devizahitel-állomány szerkezetének háttéréről

A devizahitelek aránya 2003-ban már elérte azt a szintet (a teljes lakossági hitelállományon belül 30 százalék), amely körül a válságig ingadozott. Amint korábban említettük, ez a szint elmarad a Magyarországon vagy Romániában tapasztalttól. Érdekes azonban már most kicsit részletesebben elemeznünk a lengyel adatokat. Lengyelország esetében ugyanis egy érdekes – máshol ilyen élesen meg nem jellemző – kettősséget figyelhetünk meg: a devizahitelek a lakáscélú hitelek körülbelül 60 százalékát teszik ki, miközben a fogyasztási hiteleknél 10 százalék alatti a részarányuk (6. ábra). Míg tehát aggregált szinten úgy tűnik, hogy Lengyelországban (például Magyarországhoz képest) a devizahitelezés szerényebb ütemben bővült, és mértéke is mérsékeltebb maradt, valójában – azonos hiteltermékeket egymással összehasonlítva – Lengyelországban még a magyarországinál is gyorsabb ütemben zajlott a devizahitelesedés, de csak a lakáshitelek piacán. (Lengyelországban a lakáshiteleken belül a devizahitelek aránya 2 év alatt nőtt 10-ről 60 százalékra, Magyarországon ez 3,5 évbe telt.)

A lakáshitelek zöme devizahitel, az egyéb hitelek között viszont elenyésző a devizahitelek aránya

6. ábra

A devizahitelek aránya az egyes lakossági hiteltípusokon belül, illetve a lakáshitelek aránya a lakossági hiteleken belül



*Megjegyzés: a 2003-ban látható törés egy statisztikai átsorolás eredménye.
Forrás: NBP.*

Az aggregált szintű eltérést tehát a nem lakáscélú hitelek okozzák. A fogyasztási hiteleket megvizsgálva, azt találjuk, hogy Lengyelországban a szabad felhasználású devizaalapú jelzáloghitel az, amelyek lényegesen kisebb volumenben és arányban fordul elő, mint például Magyarországon vagy Romániában. Becsléseink szerint Lengyelországban az összes devizahitelnek mindössze 5 százaléka lehet szabad felhasználású jelzáloghitel,¹⁵ amelyek elsöprő többségének a lakáscélú hitelekhez hasonlóan a futamideje meghaladja az öt évet. Ennek az okáról nem tudunk biztosat állítani, mindenesetre két tényező is van, aminek szerepe lehet ebben a jelenségben, az egyik keresleti oldalról, a másik kínálati oldalról nyújt magyarázatot.¹⁶

Kínálati oldalról a szabad felhasználású jelzáloghitelek elterjedését a lengyel jogi környezet gátolhatta, de nem közvetlen pénzügyi, hitelintézeti szabályozásról van szó, hanem a jelzálogjog-szabályozásáról. Lengyelországban ugyanis nem kötelező az ingatlannyilvántartásba bejegyezni az adott ingatlan aktuális jogi helyzetét. Ha tehát a hitelező nem ellenőrizte, hogy a jelzáloghitel-nyújtáskor ez be lett jegyezve a telekkönyvbe, akkor előfordulhat, hogy az esetleges szerződésfelmondáskor az adós eladja a házát, mielőtt a bank érvényesíti a jelzálogjogát. Ez még persze nem lenne kivédhetetlen akadály, hiszen a bank feltételül szabhatja, hogy a jelzálogjogot a telekkönyvben is rögzítsék. Ennél sokkal nagyobb akadályt jelentenek a jelzálogjog érvényesítésének további nehézségei. A lengyel törvények szerint ugyanis, ha a kilakoltatás során a végrehajtási határozatban nem jelölnek ki az adós számára más lakhelyet vagy szükségszállást, akkor mindaddig nem lehet kilakoltatni, amíg a helyi hatóság vagy maga az adós nem talált magának más lakhelyet. [A cserelakás biztosítása elsősorban a helyi hatóság (*gmina*) feladata, másodsorban a hitelezőé, és csak harmadsorban a kilakoltatandó adósé.] Mivel szükségszállások Lengyelországban sincsenek bőven, a banknak szinte semmi eszköze sincs a jelzálogfedezet érvényesítésére.¹⁷ Ilyen jogi környezet mellett nem csoda, hogy a jelzáloghitelezés Lengyelországban nem futott fel annyira, mint más országokban, illetve nem meglepő, hogy a jelzáloghitelezésen belül a bankok számára kockázatosabb szabad felhasználású – és azon belül is a kockázatosabb devizaalapú – jelzáloghitelezés kínálata visszafogott maradt.

Keresleti oldalról a jelenséget magyarázhatja, hogy a lengyel háztartásoknak a többi országhoz képest arányosan kisebb a lakásvagyona, amiből szabad felhasználású jelzáloghitelen keresztül fedezhet fogyasztási kiadásokat.¹⁸ Bár a háztartások ingatlanvagyonáról nem könnyű összehasonlítható és jó minőségű adatokat találni, mégis vannak arra utaló jelek, hogy Lengyelországban valóban lényegesen kisebb volt a fedezetül használható ingatlanvagyon, mint Magyarországon vagy Romániában. Lengyelországban ugyanis népességarányosan sokkal kevesebb a használatban lévő lakóingatlanok száma, mint Magyarországon vagy Romániában. Ezt a különbséget még markánsabbá teszi az, hogy Lengyelországban a lakástulajdonlási arány sokkal alacsonyabb, mint a másik két országban. Míg Magyarországon és Romániában jellemzően az emberek 90-95 százaléka a saját lakásában lakik, addig Lengyelországban ez az arány mindössze

¹⁵ Magyarországon körülbelül 50 százalék ez az arány.

¹⁶ Mindkét magyarázat általában a szabad felhasználású jelzáloghitelek alacsony volumenét magyarázza, nem pedig speciálisan a devizaalapú jelzáloghiteleket.

¹⁷ További részleteket lásd *NBP* [2004] 56–57. o. és *NBP* [2008] 34–35. o.

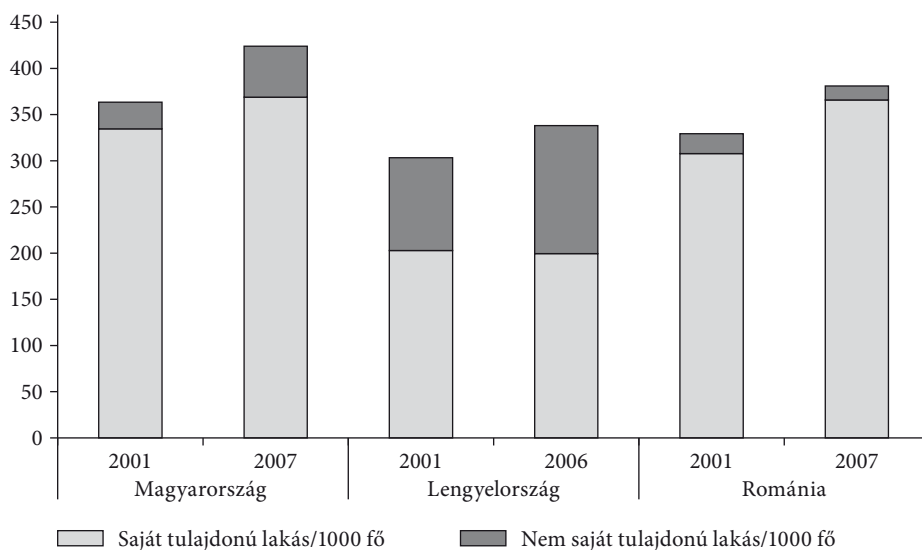
¹⁸ Köszönettel tartozom *Szigel Gábornak* ezért az ötletért.

60-65 százalék. Ennek a két tényezőnek (alacsonyabb lakásállomány és alacsonyabb tulajdonlási hányad) az együttes hatása az, hogy a jelzálogfedezetül hasznosítható ingatlanok népességarányos volumene (az ezer főre jutó saját tulajdonú lakások száma) Lengyelországban sokkal kisebb, mint a másik két országban (7. ábra).

Lengyelországban igen alacsony a jelzálogfedezetül hasznosítható ingatlanok aránya

7. ábra

Ezer főre jutó lakások száma Magyarországon, Lengyelországban és Romániában (saját/nem saját tulajdon megoszlása)



Forrás: 2001: Eurostat; 2006/2007: Unicredit [2008].

Amint láttuk, Lengyelországban a jogi környezet és a lakástulajdonlási szerkezet nagyban hozzájárulhatott ahhoz, hogy nem terjedt el egy olyan hiteltermék, amelyik a másik két országban a devizahitelezésnek csaknem feléért felelős. Bár biztosan nem állíthatjuk, hogy pusztán ez a két tényező játszott ebben szerepet, az mindenesetre igen tanulságos, hogy a devizahitelezés alakulását az egyes országokban ilyen egyedi – amúgy nem feltétlenül közvetlenül a hitelpiachoz kapcsolódó – körülmények is nagyban befolyásolhatták, adott esetben akár hatásosabban is, mint a konkrét korlátozásra irányuló szabályozási törekvések.

Felügyeleti lépések Lengyelországban a válság előtt

A devizahitelezés kérdése a látszólagos „szélcsend” vagy stabil állapot ellenére nem került le a döntéshozók asztaláról. A devizahitelek népszerűségének 2005-ös viszszaesését látva a lengyel bankfelügyelet 2006 márciusában kiadta az úgynevezett

S-ajánlást (*Recommendation S on Good Practices Regarding Mortgage-Secured Credit Exposures; Rekomendacja KNF S dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytów*), amely 2006. július 1-jén lépett hatályba.¹⁹ A felügyeleti fellépést elsősorban az motiválta, hogy a hatóságok megítélése szerint a hitelfelvevők nem mérik fel a megfelelő körültekintéssel az árfolyamkockázatot, ezért valahogyan növelni kell a kockázattudatosságukat. A bankoknak azt tanácsolták, hogy alaposabb tájékoztatási gyakorlatot folytassanak. Konkrétan azt javasolták, hogy a bankok minden hitelkérelmezőnek először a zlotyhitelket ajánlják, és csak ha a kérelmező ragaszkodott a devizahitelhez, akkor kezdjenek arról tárgyalni. A bankokat arra kérték, hogy a szerződés megkötése előtt mutassák be az ügyfeleknek, hogy milyen hatást gyakorol a törlesztőrészletre 20 százalékos árfolyamgyengülés, mekkora lenne a törlesztőrészlet, ha a devizahitelek kamata ugyanakkorára nőne, mint a zlotyhitel kamata, illetve hogy az elmúlt egy hónapban mi volt a leggyengébb és legerősebb árfolyam.

Az S-ajánlás azonban nemcsak a hitelfelvevők alaposabb tájékoztatását kérte, hanem a bankok kockázatértékelésének szigorítását is. A bankoknak azt tanácsolták, hogy szigorúbb hitelezési feltételeket állítsanak azokkal szemben, akik devizahitelt kívánnak felvenni. Konkrétan azt tanácsolták, hogy a devizahitelért folyamodó ügyfél hitelképességét úgy bírálják el, mintha a devizahitel kamata azonos lenne a zlotyhitel kamatával, és mintha a folyósított összeg 20 százalékkal magasabb lenne (azaz eleve számoljanak bele a hitelbe egy 20 százalékos tartalékot az esetleges árfolyamgyengülés kockázatára). Továbbá ajánlották, hogy stresszteszttekkel elemezzék az egyes adósok hitelképességét, amelyekben azt feltételezik, hogy a zloty 12 hónap alatt legalább 30 százalékot gyengül.

Az S-ajánlás tehát alapvetően keresleti oldalról próbálta meg csökkenteni a devizahitelezést, ugyanakkor ebben az első formájában nem határozott meg konkrét szabályokat a devizahitelek hitelebírlásához, nem zárt ki senkit a devizahitelezésből. Ennek ellenére a lengyel bankfelügyelet bízott abban, hogy ezek az intézkedések képesek csökkenteni a devizahitelek terjedését.²⁰

2007-ben a devizahitelek aránya valóban csökkent az új kihelyezéseken belül (és az állományon belül is), amit vannak, akik az S-ajánlás hatásának tulajdonítanak.²¹ Mások ugyanakkor arra hívják fel a figyelmet, hogy a devizahitelek visszaszorulása átmeneti volt, volumenük a későbbi években jelentősen nőtt.²² A devizahitelek 2006–

¹⁹ Ez a nevének megfelelően csak ajánlás, jogilag minden kényszerítő erő nélkül. Ennek ellenére Lengyelországban a bankok általában figyelembe veszik, és többé-kevésbé „betartják” a felügyelet ajánlásait.

²⁰ Ezzel párhuzamosan, 2007. január 1-jével indult egy állami szociális célú kamattámogatási program (*Rodzina na swoim*) is, amelynek azonban kezdetben a feltételeit olyan szűkre szabták, hogy nem igazán tudták sokan igénybe venni (ami önmagában nem baj, sőt a program célzottságára utal, csak abból a szempontból fontos tény, hogy nem jelentett valódi alternatívát a devizahitelekkel szemben). 2009-től kibővítették a programot, amely 2009–2010-ben az új lakáshitelek 20 százalékát adta, 2011-ben pedig már a 40 százalékát. A tervek szerint hamarosan újra szigorítani fogják a kamattámogatás feltételeit.

²¹ *NBP* [2008] 32. o. A hitelezési felmérések szerint a bankok valóban szigorítottak a hitelezési feltételeiken az ajánlás utáni két hónapban, lásd *NBP* [2010].

²² *Kruszka–Kowalczyk* [2011]. Később a bankfelügyelet is elismerte, hogy nem érte el a kívánt célt az ajánlás (*KNF* [2008] 5. o.).

2007. évi átmeneti térvesztésében pedig az is közrejátszhatott, hogy a deviza- és a zlotyhitelk kamatkülönbözete éppen ekkor volt a legalacsonyabb (hosszú futamidőjű hiteleknel 2 százalékpont alatt volt a különbség). A kamatkülönbözet szerepének fontosságát jelzi az is, hogy amikor 2007 végén, 2008 elején újra nőtt a kamatkülönbözet, a devizahitelek újból előtérbe kerültek. A felügyeleti ajánlások korlátozott hatását pedig az is jól illusztrálja, hogy a bankok az intelmek ellenére 2007 elején enyhítették a hitelezési feltételeket, akár 40-50 éves futamidővel is adtak hiteleket. A 2007-ben végzett felügyeleti vizsgálat is azt tárta fel, hogy a bankok hitelezési politikája, kockázatkezelése kifogásolható: általános jelenség volt, hogy a bankok a fedezet értékénél magasabb hitelösszeget helyeznek ki, az adós jövedelméhez képest túl nagy hitelt adnak, túl alacsony megélhetési költségekkel számolnak. Ennek orvoslására a felügyelet 2008-ban hozzálátott a T-ajánlás kidolgozásához.

Felügyeleti lépések Lengyelországban a válság kezdete óta

Ebben a környezetben ütött be a 2008 őszén a válság, ami gyökeresen megváltoztatta a nemzetközi pénzpiacok működését és a tőkeáramlást. 2008 őszén Lengyelországban (is) lényegében leállt a devizahitelezés, anélkül hogy szabályozói környezet változott volna. 2008 szeptemberében az új szerződésű lakáshitelek között még mintegy 60 százalék volt a devizahitelek aránya, 2009 közepén pedig már kevesebb mint 20 százalék. A devizahitelek térvesztése azonban nem volt tartós, és 2009 végétől újra emelkedett az arányuk, 2010 közepére a devizahitelek már 40 százalékot tettek ki az új kihelyezéseken belül. (Lényeges változás volt, hogy az új devizahitelek zöme már nem svájci frankban volt, hanem euróban.)

A lengyel felügyelet folytatta a válság előtt megkezdett küzdelmét a devizahitelezés visszaszorítása érdekében. A 2008-ban megkezdett T-ajánlás (*Recommendation T on good practices with regard to risk management of retail credit exposures; Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem*) előkészületei során 2009. április 1-jei hatállyal módosították az S-ajánlást is (hogy jobban támogassa a leendő T-ajánlás rendelkezéseit). A módosított S(II)-ajánlás változtatásai elsősorban a banki ügyletek átláthatóságát voltak hivatottak segíteni. A módosított ajánlás előírta, hogy a bankok mutassák be, hogy pontosan hogyan, mi alapján képezik a devizák vételi és eladási árfolyama közti rést; a szerződésekbe világosan írják bele, hogyan határozzák meg a törlesztőrészletek számításakor használt árfolyamot; továbbá az ügyfelek számára biztosítsák, hogy a devizaalapú hitelt (is) törleszthessék devizában (ezáltal a bankok elesnek az átváltáson képzett bevételtől).²³ Ezeket azonban inkább tekinthetjük fogyasztóvédelmi ajánlásoknak, mintsem a devizahitelezést korlátozó szabályoknak.

A T-ajánlást²⁴ végül csak 2010 februárjában sikerült elfogadni, és a bankok 2010 végén vezették át a gyakorlatukba. A korábbi ajánlásokkal ellentétben ez a T-ajánlás

²³ KNF [2008] 46. o. Azt, hogy a devizahitelek a hitelt devizában is törleszthetik, a lengyel kormány 2011 augusztusában rendeletben is szabályozta.

²⁴ http://www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja%20T_tcm75-18474.pdf.

már konkrét hitelezési szabványokat, konkrét küszöbértékeket „írt elő”. Fontos különbség továbbá, hogy míg az S-ajánlás csak a jelzáloghitelekre vonatkozott, a T-ajánlás minden, nem üzleti vagy mezőgazdasági célú, természetes személlyel kötött hitelügyletre kiterjed. Az ajánlás szerint például a havi törlesztőrészlet nem haladhatja meg az adós nettó jövedelmének 50 százalékát, kivéve ha az adós fizetése magasabb a nemzetgazdasági átlagnál, amely esetben ez a határ 65 százalék. Továbbá a bankoknak igazolást kell szerezniük az adósok jövedelméről, illetve más bankokkal szemben fennálló tartozásaikról. Azt ajánlották, hogy a bankok csak annyi hitelt nyújtsanak, hogy az adósok 30 százalékos árfolyam-leértékelődés és 400 bázispontos kamatemelkedés esetén is törlesztőképesek maradjanak. Továbbá javasolták a bankoknak, hogy az S-ajánlásban már korábban is szereplő maximális hitelfedezeti arányok (*loan to value ratio, LTV*) szintjét (amelyeket a bankok maguk választhatnak) indokolják is meg. Amennyiben a hitel devizaneme és fedezete értékelésének devizaneme különbözik, akkor az öt évnél rövidebb futamidejű hiteleknél úgy kell eljárni, mintha a hitel összege 10 százalékkal magasabb lenne, a hosszabb futamidejű hiteleknél pedig úgy, mintha 20 százalékkal lenne magasabb a hitel összege. Még azt is ajánlották, hogy a bankok állapítsanak meg egy maximális szintet, amelynél több kezelési és egyéb költséget nem számítanak fel az adósok törlesztésével kapcsolatban (a törlesztőrészleten felül értendő költségekről van szó). Lévéen hogy a kamatkülönbözet érdemben nem változott, valószínűleg a T-ajánlás bevezetésének is betudható az, hogy 2010 közepétől nem nőtt tovább, sőt fokozatosan csökken a devizahitelek aránya az új hitelkihelyezéseken belül (jelenleg 20 százalék körül van).

A felügyelet a T-ajánlás elfogadása után rögtön hozzálátott az S-ajánlás további módosításának kidolgozásához. A tervezett módosítások között volt, hogy a lakossági ingatlanhitelek maximum 50 százaléka lehet árfolyamkockázatnak kitéve (bankonként); hogy az adós csak abban a devizában vehessen fel hitelt, amelyikben a jövedelme képződik (ezzel megszűnne a fedezetlen devizahitelezés); a hosszú futamidejű hiteleket a hitelekkel azonos denominációjú és megbízható (hosszú) forrásból kelljen fedezni – ezzel a devizacsere-piaci finanszírozást²⁵ szorították volna vissza (NBP [2010]). A 2011 januárjában elfogadott verzióban²⁶ végül a két legfontosabb változtatás az lett, hogy a bankok a hitelebírálskor legfeljebb 25 éves futamidőt vehetnek figyelembe (még akkor is, ha valójában hosszabb futamidejű a hitel), illetve hogy a devizaalapú lakáshitelek esetén az induló törlesztőrészlet nem haladhatja meg a hitel visszafizetésére kötelezett személy(ek) nettó jövedelmének 42 százalékát.

Mind a T-, mind az S-ajánlás alapvetően keresleti oldalról próbálja meg szűkíteni a devizahitelezést, amennyiben szűkíti a hitelképes adósok körét. A lengyel felügyelet azonban hozzálátott a kínálati oldalról való beavatkozásnak is. 2012. június 30-tól ugyanis a fedezetlen ügyfeleknek nyújtott devizahitelek kockázati súlya 75-ről 100 százalékra emelkedik, azaz a korábbinál több tőkét kell lekötni utánuk.²⁷

²⁵ A devizahitelek devizacsere-piaci finanszírozásáról lásd *Páles és szerzőtársai* [2010].

²⁶ http://www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja_S_18-01-2011_tcm75-25296.pdf.

²⁷ http://www.knf.gov.pl/en/Images/Resolution_76_2010_07_06_2011_153_tcm81-28432.pdf. Érdemes megemlíteni, hogy a jelzáloghiteleken belül a devizahiteleknek a zlotyhitelknél már korábban

A lengyel devizahitelek helyzete

A devizahitelek törlesztési képességét alapvetően három tényező befolyásolja: a nettó reáljövedelem alakulása (azon belül is elsősorban a munkanélküliség), a devizaárfolyam, valamint a hitel kamatának változása. Azokat a devizahiteleket, akiknek a jövedelme a hitel devizanemében képződik, e három tényező közül az árfolyam változása nem érinti, ők természetes fedezettséggel rendelkeznek, voltaképpen nem részei a devizahitelek problémakörének. (Tekintve azonban, hogy a lengyel devizahitelek túlnyomó része svájci frankban van, elenyésző lehet azoknak a száma, akik természetes fedezettséggel rendelkeznek.)

A devizahitelek helyzetének romlása három szempontból kiemelt fontosságú. Pénzügyi stabilitási szempontból a devizahitelek tömeges bedőlése gyengítheti a bankok tőkehelyzetét, szélsőséges esetben bankcsődhöz vezethet. Reálgazdasági oldalról nézve az adósságszolgálat növekedése csökkenti a belföldi fogyasztást, hisz a jövedelem kisebb része költhető el szabadon. Ha pedig a bedőlő jelzáloghitelek tömegével veszítik el otthonaikat, az társadalmi feszültségeket szül.

Nem könnyű olyan mutatót találni, amelyikkel országok és időszakok között korrekt módon hasonlíthatjuk össze a fizetési késedelembe esők számát. A leggyakrabban használt mutató a nem teljesítő hitelek (*non performing loans, NPL*) aránya, amely azt mutatja meg, hogy adott időben a banki (al)portfólió hány százaléka van 90 napot meghaladó fizetési késedelemben. Ismert tökéletlenségei ellenére elsősorban ezt a mutatót fogjuk használni a továbbiakban.²⁸ Amint az a 8. ábrán látható, a lengyel háztartási hitelek minősége 2008 vége óta folyamatosan romlik. Ez nem meglepő annak tükrében, hogy bár Lengyelország (eddig) gazdasági visszaesés nélkül tudta átvészelni a 2008-ban kezdődő válságot, a munkanélküliségi ráta itt is nőtt, 2008 decembere és 2010 márciusa között 7-ről 9,8 százalékra, azóta lassan csökken.²⁹

A vizsgálatunk szempontjából azonban nem is annyira a teljes háztartási portfólió minősége az érdekes, hanem azon belül is a devizahiteleké. A számokból világosan látszik, hogy bár a devizahitelek minősége *is* romlik 2008 vége óta, mind a fogyasztási hiteleken, mind a lakáscélú hiteleken *belül*, a devizahitel-portfólió minősége sokkal jobb, mint a zlotyhitel-portfólió minősége, és a devizahitel-portfólió, romlásának üteme is valamelyest kisebb, mint a zlotyhitel-portfólió romlásáé. Az, hogy a devizahitel-portfólió minősége általában jobb, mint a zlotyhitel-portfólióé, valószínűleg azt is tükrözi, hogy a devizahiteleket általában jobb hitelképességű ügyfelek kapták.³⁰ Az pedig, hogy a devizahitelek portfóliója nem romlott gyors-

is magasabb volt a kockázati súlya, a zlotyhitelnek ugyanis csak 35 százalék volt a kockázati súlya. Mindez csak 50/60 százalékos hitelfedezeti arány (LTV) alatti hitelekre vonatkozik.

²⁸ Az egyik legnagyobb gond, hogy ennek a mutatónak a dinamikáját nemcsak az határozza meg, hogy hányan estek késedelembe, hanem az is, hogy a bank milyen portfóliótisztítást végzett időközben, illetve hogy az állomány hogyan alakult.

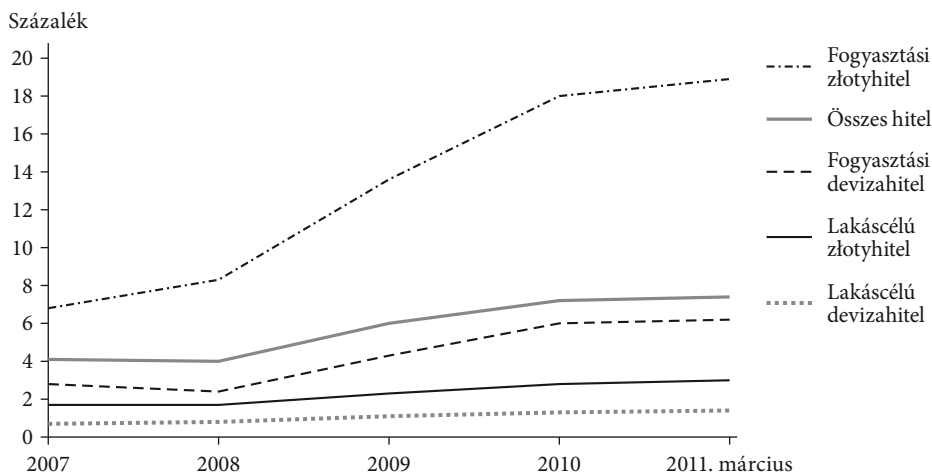
²⁹ Egy felmérés szerint a lengyel jelzáloghitel-állomány 94 százaléka olyan háztartásoknál van, amelyeknek a fő bevételi forrásuk a munkajövedelmük (*NBP* [2011]).

³⁰ A lengyel devizahitel-portfólió jó minőségében statisztikailag nem bizonyított információk szerint az is közrejátszik, hogy a lengyel banki gyakorlat szerint a felmondott devizahitel-szerződéseket zlotyhitellé konvertálják, így a bedőlt devizahitelek bedőlt zlotyhitelként jelentkeznek a statisztikák-

Lengyelországban a devizahitelek minden kategóriában jobban teljesítenek, mint a zlotyhitel

8. ábra

A nem teljesítő hitelek aránya (NPL) az egyes részportfóliókon belül



Forrás: NBP.

sabban, mint a zlotyhiteléseké, arra utalhat, hogy az árfolyamváltozás nem rontotta jelentősen a törlesztési képességet. De vajon hogyan lehet ez, amikor a svájci frank árfolyama a zlotyhoz képest 2008 augusztusa és 2011 márciusa³¹ között több mint 50 százalékot erősödött?

A válasz két részből áll. Egyrészt, mivel a zloty 2004 és 2008 között folyamatosan felértékelődött, az ekkor felvett hiteleken az adósok folyamatosan „nyertek”, amennyiben a havi törlesztőrészletük hónapról hónapra csökkent. Nekik tehát volt valamekkora tartalékuk.³² Másrészt – és ez például Magyarországgal összehasonlítva különösen érdekes –, a lengyel svájcifrank-hitelek kamatát rögzített felárral a három hónapos CHF LIBOR-hoz kötötték. A svájci kamatok a válság kezdete óta jelentősen csökkentek, ami részben ellensúlyozta a törlesztőrészletek erősödő árfolyam miatti emelkedését. A lengyel jegybank adatai alapján 2011 májusában a 2005 és 2010 között folyósított lakáscélú devizahitelek havi törlesztőrészlete átlagosan mindössze 14 százalékkal volt magasabb a felvételtől kezdve. 2011 végére a svájci frank időközbeni erősödése miatt az átlagos törlesztőrészlet-emelkedés már 23 százalék volt. (2010 októberében ugyanakkor szinte az összes devizahiteles még mindig kevesebbet fizetett, mint a hitelfelvételkor!) Látható tehát, hogy 2011 végéig Lengyelországban a devizahitelek

ban. Sajnos arról nincs adat, hogy ez a jelenség milyen mértéket ölt, mindenesetre nyilván nem általános, hiszen léteznek bedőlt devizahitelek a statisztikákban.

³¹ Ez a legkésőbbi időpont, amire rendelkezésünkre állnak részletes portfólióminőségi adatok.

³² A 2002 és 2008 közötti átlagos zlotyárfolyamhoz képest csak 20 százalékkal volt erősebb a frank 2011 márciusában.

jelentette pénzügyi stabilitási kockázatok nem materializálódtak, az árfolyamgyengülés pedig nem vezetett a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének drasztikus csökkenéséhez. Ami a továbbiakat illeti, pénzügyi stabilitási szempontból nemcsak a törlesztőrészletek alakulása érdekes, hanem a hitelállomány fedezettsége is. 2011 végén Lengyelországban a jelzáloghitel-portfólió 32 százalékánál az hitelfedezeti arány meghaladta a 100 százalékot, és több mint a felénél 90 százalék fölött volt.

Az elmondottakból sejthető, hogy a lakossági devizahitelezés Lengyelországban (egyelőre) nem fenyeget szociális feszültségek kialakulásával. Ennek ellenére érdemes kiemelni a lengyel jogrendszer két elemét, ami a szociális hatásokat a jövőben is várhatóan tompítani fogja (igaz, a pénzügyi stabilitás terhére). 1. Már korábban említettük a kilakoltatások törvényi szabályozását, aminek következtében a bankoknak szinte semmi eszközük sincs a jelzálogfedezet érvényesítésére. 2. 2009. április 1-jén vezették be a magáncsőd intézményét, ami alighanem szintén enyhíti a várható szociális feszültségeket.³³

Románia

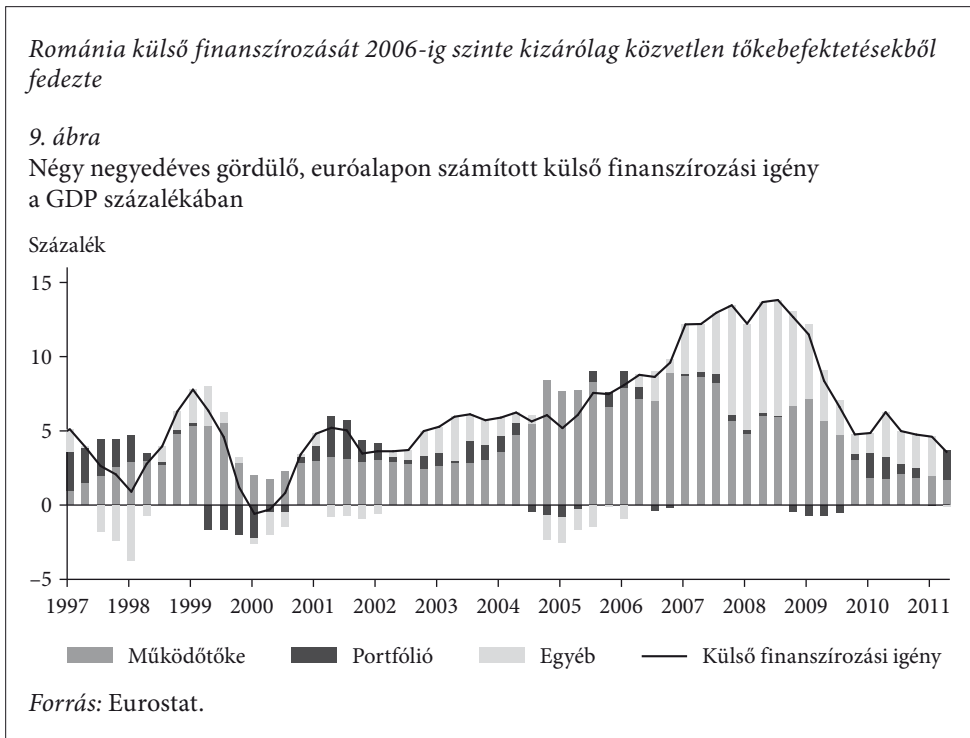
Románia gazdaságpolitikai és monetáris pályája némileg eltér a többi kelet-közép-európai országtól. Romániában tízéves késéssel indult a piacgazdasági átmenet. A számos politikai válság következtében a gazdaságpolitika általában rendkívül kiszámíthatatlan volt, ami az ország mindenkori vezetőibe vetett bizalom erodálódását hozta. Az állam működése az átmenet első tíz évében alig változott a 1990 előttihez képest. Minden évben rendkívül magas volt a kvázifiskális deficit, és a magánszektorban a körbetartozások mértéke is rendkívüli méreteket öltött. Ebben a tíz évben nem indult meg a privatizáció, és 2000-ig az állami vállalatok csődje vagy felszámolása is ismeretlen volt. Az így kialakuló és folyamatosan halmozódó adósságállományt az állam rendszerint monetizálta, aminek hosszú éveken át tartó, magas infláció lett a következménye. A monetáris politika célrendszere inkonzisztens volt, ami gátolta annak működését és hatásságát, amit tetézt, hogy Romániában igen alacsony volt a gazdaság monetizáltsága. Románia csak 2005-ben állt át az inflációs cél követésére, és csak ekkortól sikerült egy számjegyre csökkenteni az inflációt. Ennek fényében nem meglepő, hogy Romániában az eszközoldali devizahelyettesítés már korábban is igen elterjedt volt, sokkal elterjedtebb, mint például Lengyelország vagy Magyarország esetében (a 2002-es csúcs idején az M2 42 százaléka külföldi devizában volt, jelenleg a belföldi magánbetéteknek mintegy harmada van devizában).³⁴ Jellemző példa, hogy Romániában a lakások árát szinte kizárólag euróban adják meg, és általában abban is kell kifizetni.

³³ A magáncsődöt akkor kérheti egy adós, ha az adóstól független és kivételes körülmények okozzák fizetéseképtelenségét (például az adós vagy családtagjának hosszan elnyúló betegsége, amelynek következményeképpen az adós tartósan munkaképtelenné válik). Az eljárás során az adós összes vagyonát értékesítik, amiből visszautalnak neki egyévnyi lakbérre való összeget, és ezáltal minden további banki kötelezettség alól mentesül. A magáncsőd intézményét tízévente egyszer lehet igénybe venni. Hasonló javaslattal állt elő az MNB is 2011 novemberében (MNB [2011a]).

³⁴ Románia korai monetáris politikájáról jó áttekintést nyújt *Daianu-Kallai* [2004].

A devizahitelezés felfutásának története

Románia külső finanszírozási igénye 2000 óta folyamatosan magas, 2000 és 2008 szeptembere között átlagosan a GDP 6,8 százaléka volt (9. ábra). Az ország finanszírozási igénye annak ellenére ilyen magas, hogy Románia esetében igen jelentősek a külföldről hazautalt jövedelmek; ezek hiányában a finanszírozási igény jóval magasabb lett volna, főleg 2005 után. Mindennek ellenére Románia külső adóssága viszonylag alacsony, ami annak köszönhető, hogy ezt a magas finanszírozási igényt túlnyomó részben közvetlen tőkebefektetéssel finanszírozta a külföldi szektor.



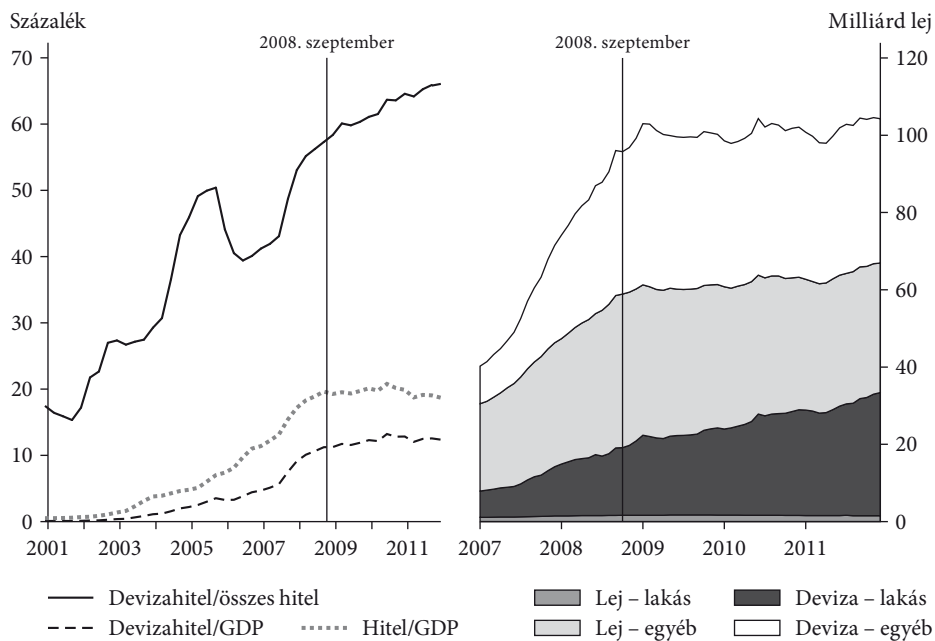
Mindezek fényében az sem meglepő, hogy Romániában a pénzügyi rendszer mélyülése az EU-hoz korábban csatlakozott kelet-közép-európai országoknál később indult, aminek következményeképpen a háztartások GDP-arányos eladósodottsága jelenleg is elmarad a régiós átlagtól, mindössze 20 százalék, ezen belül azonban a devizahitelek aránya viszonylag magas, jelenleg meghaladja a 60 százalékot (10. ábra).³⁵

³⁵ A romániai helyzet elemzését némileg nehezíti, hogy kellő részletettségű adatok csak 2007-től állnak rendelkezésre, amelyeket különböző publikációkból nyert információkkal tudunk többé-kevésbé kiegészíteni.

A román háztartások eladósodása később indult, és jelenleg is alacsonyabb szinten áll

10. ábra

A román hitelintézetek aggregált háztartási hitelállománya GDP-arányában (bal ábra); valamint a hitelállomány deviza (lej és deviza) és hitelcél szerinti (lakáscélú és egyéb) bontásban (jobb ábra)



Forrás: NBR, Eurostat.

A devizahitelek arányának aggregált szinten fokozatosnak tűnő növekedése ugyanakkor nem a devizahitelezés fokozatos, illetve fokozódó penetrációját tükrözi, hanem elsősorban összetételhatás következménye. A lakáshiteleknél ugyanis Romániában Lengyelországhoz hasonlóan többségben vannak a devizahitelek, míg a fogyasztási hiteleknél ez a dominancia nem ilyen artikulált (bár ahogy látni fogjuk, a 2007–2008-as hitelnövekedés nagy része pont a devizaalapú fogyasztási hiteleknek köszönhető). A lakossági hitelezés beindulásakor a lakáshiteleken belül nagyon hamar kialakult a devizahitelek dominanciája,³⁶ ugyanakkor a hitelezés korai szakaszában az akkor még többnyire lejben jegyzett fogyasztási és egyéb hitelek tették ki a lakossági hitelállomány 60-70 százalékát, ami az aggregált mutatóban elfedi azt, hogy a lakáshiteleken belül már akkor is elsőprő többségben voltak a devizahitelek (11. ábra).³⁷

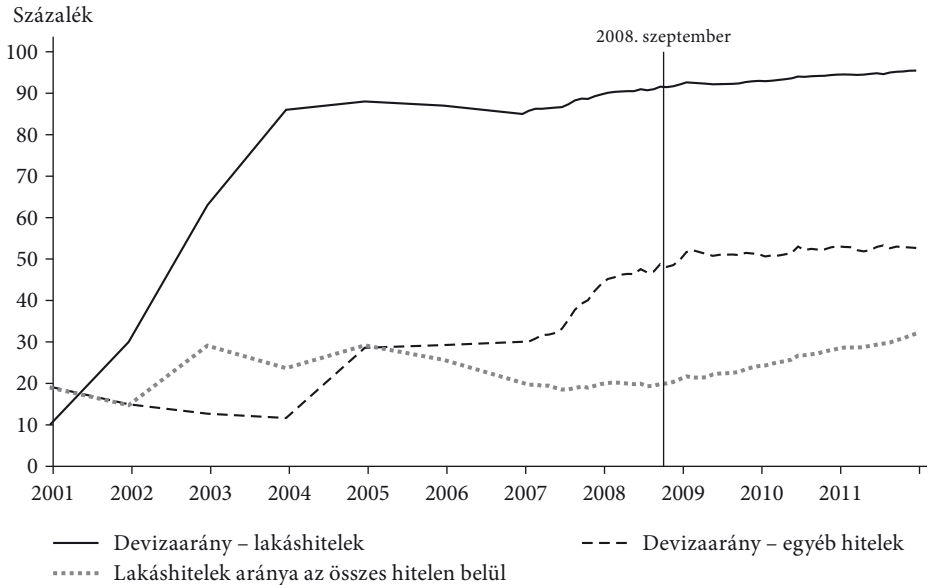
³⁶ A lakáshiteleken belül a devizahitelezés egy-két év alatt többségbe került. Az állományok ekkor szabad szemmel még alig voltak láthatók, így megítélésünk szerint ez az átmenet nem azt a fajta strukturális változást jelzi, mint a magyar vagy a lengyel esetben.

³⁷ NBR [2006] 3.2.6. és 3.2.7. ábra.

A lakáshiteleken belül gyorsan kialakult a devizahitelek dominanciája, de kevés a lakáshitel

11. ábra

A devizahitelek aránya az egyes hiteltípusokon belül a háztartási szektorban



Megjegyzés: a 2007 előtti adatokat *Unicredit* [2008] alapján becsültük.

Forrás: NBR, *Unicredit* [2008].

A GDP-arányos lakossági hitelezés 2004 körül gyorsult fel, aminek számos oka volt: megnőtt a lakás és a tartós fogyasztási cikkek iránti kereslet (az átmenettel járó fogyasztásnövelés), emelkedett a háztartások jövedelme is (ebben egyre jelentősebb szerepet játszott a Nyugat-Európába vándorló dolgozók hazautalt jövedelme), kedvezően alakult a nemzetközi makrokörnyezet. Kiemelt szerepet játszott az EU keleti bővítése is. Bár Románia még nem került be a keleti bővítés első körébe, ekkor már látható volt, hogy hamarosan csatlakozni fog, és ezért az újonnan felvett országokban tapasztalható eufória Romániára is áterjedt. Tehát az EU-csatlakozási várakozások, a csatlakozási felkészülés során kiteljesedő tőkepiaci liberalizáció, a kamatok fokozatos csökkenése, az eufória által is táplált növekvő banki hitelezési hajlandóság és verseny mind segítették a hitelezés felpörgését.

A lakáscélú és jelzáloghitelek már korábban is (2004 elején már biztosan) többnyire hosszú lejáratú devizahitelek voltak, ami lehet a pénzügyi rendszer dollarizáltságának következménye,³⁸ illetve a magas és volatilis infláció kivédésének eszköze. A fogyasztási hiteleken belül 2004 közepén indult be és 2005-ben vett először lendületet a devizahitelezés, ami részben a magas kamatkülönbözetnek,

³⁸ A háztartások 2006 szeptemberéig aggregált szinten hosszú devizapozíciót tartottak.

részben pedig az árfolyam stabilizálódásának, majd a lej folyamatos felértékelődésének tudható be (2004 és 2007 közepe között mintegy 30 százalékkal felértékelődött a lej az euróhoz képest).

Szabályozói kísérletek a devizahitelezés csökkentésére a válság előtt

A romániai devizahitelezés elleni küzdelem története némi túlzással nem más, mint a bankfelügyeleti hatóság³⁹ és a pénzügyintézetek macska–egér harca, amelynek a végén a bankfelügyelet belátta, hogy egyedül kevés a sikerhez.

A román jegybank számos lépést tett a lakossági hitelezés beindulásakor, hogy általában a hitelexpanzió ütemét mérsékeljék, illetve hogy a devizahitelezés felől a lejhitel felé tereljék a piacot. Kis egyszerűsítéssel azt mondhatjuk, hogy a hitelezés szerkezetére elsősorban kínálatoldali intézkedésekkel próbáltak hatni, a hitelnövekedés visszafogását pedig főleg keresletoldali szabályozással kívánták elérni.

KÍNÁLATOLDALI SZABÁLYOZÁSOK • Kínálati oldalon három oldalról próbáltak a hitelezés deviza-összetételére hatni. Egyrészt a *tartalékkövetelményeken* keresztül: 2002 novembere óta a devizaforrásokra folyamatosan magasabb tartalékkövetelmény van érvényben, mint a lejforrásokra; 2004 augusztusában a devizaforrásokon 25-ről 30 százalékra emelték a tartalékkövetelményt; 2005 augusztusában kiterjesztették a tartalékköteles devizaforrások körét, miközben a lejbetétek után 16 százalékra csökkentették a tartalékkövetelményeket; 2006 januárjában és márciusában tovább emelték a devizaforrások tartalékkövetelményét 35, majd 40 százalékra.

Másrészt próbálták közvetlenül korlátozni a bankok devizahitel-*kitettségét*: 2005 szeptemberétől 2006 decemberéig a hitelintézetek legfeljebb a szavatoló tőkéjük 300 százalékáig nyújthattak devizahitelt a háztartásoknak és a vállalatoknak (a céltartalékolás utáni értéket kellett figyelembe venni); 2008-tól erőteljesen javasolják a magas devizahitel-*kitettséggel* rendelkező hitelintézeteknek, hogy erősítsék tőkepozíciójukat.

Harmadrészt szigorúbb kockázatkezelést előírva, igyekeztek a devizahitelezés *tőkeköltségeit* növelni: 2005 szeptemberétől 2009 áprilisáig a bankok a természetes fedezettséggel nem rendelkező ügyfelek hiteleit nem sorolhatták a problémamentes hitelek közé; 2008 februárja óta a fedezetlen ügyfelek hitelei után magasabb céltartalékokat kell képezni; 2008 augusztusától a maximális hitelezhetőségi limitek meghatározásakor figyelembe kell venni a kamat- és árfolyamkockázatot, a devizahiteleken belül svájcfrank-hitelek és a dollárhitelek esetében az árfolyamkockázatot sokkal nagyobb együtthatókkal kell számításba venni.

KERESLETOLDALI SZABÁLYOZÁS • 2004 februárjában (tehát még mielőtt komolyabban elindult volna a devizahitelezés a fogyasztási hiteleknél is) a fogyasztási hite-

³⁹ Romániában a bankfelügyelet a nemzeti bank részeként működik, ami inkább tekinthető erősségnek, mint gyengeségnek.

lek esetében 30 százalékban, a jelzáloghitelek esetében 35 százalékban maximálták a jövedelemarányos törlesztőrészt, illetve 75 százalékban a hitelfedezeti arányt (LTV). 2005 augusztusában 40 százalékban maximálták az adós összesített jövedelemarányos törlesztőterhét.

A SZABÁLYOK MEGKERÜLÉSE • Amint az első pillantásra is feltűnhet, a keresletoldali és kínálatoldali intézkedések nem mindig voltak egymással összhangban, ami nagyban csökkentette hatásosságukat. A jövedelemarányos törlesztőrészlet maximalása például nyilván az alacsonyabb (induló) törlesztőrészletű devizahitelek felé terelte az ügyfeleket, miközben a bankokat éppen a lejhitelek felé akarta terelni a szabályozó hatóság.

Az intézkedések egy másik, nem szándékolt következménye az lett, hogy pontosan az történt, amire a bankokat ösztönözték a jövedelemarányos törlesztőrészletre szabott korlátok: a futamidő hosszabbításával csökkentették az induló törlesztőrészleteket. De nemcsak a keresletoldali szabályokat lehetett megkerülni: a kínálatoldali korlátokat pótlólagos tőkebevonással, de még inkább a portfóliók ki-/áthelyezésével lehetett enyhíteni. A portfóliók externalizációja kezdetben a pénzügyi vállalatokba történt. Miután azonban 2006 januárjától a pénzügyi vállalatokra is kiterjesztették az addig csak bankokra vonatkozó szabályozásokat, a Romániában tevékenykedő külföldi tulajdonú bankok anyabankjai vették át a portfóliók egy részét. A devizahitel-arány 2005 végén bekövetkezett drasztikus csökkenése nagy részben ez utóbbi két tényezőre vezethető vissza. Úgy tűnik tehát, hogy a szabályozói lépések nemigen érték el céljukat.

Érdekes (vagy inkább szerencsétlen) módon, a román felügyelet 2007 márciusában visszavett a korábbi szabályozásból: visszavonta a jövedelemarányos törlesztőrészletek maximalását, a bankokra bízta, hogy mekkora maximális törlesztőrészlet határoznak meg saját szabályzatukban.⁴⁰ Valószínűleg ez az enyhítés is közrejátszott abban, hogy a fogyasztási hiteleknel 2007 közepétől egy újabb hitelrobbanás történt, amelyet természetesen főleg külföldi források finanszíroztak, és amely devizahitelekben zajlott (ekkor tört előre Romániában is a svájcifranks- és jenhitelezés). Az persze kérdéses, hogy ennek a hitelnövekménynek mekkora részben volt oka a szabályozói enyhítés, mindenesetre tény, hogy utólag a 2007–2008-ban nyújtott devizahitelek minősége bizonyult a legrosszabbnak. 2008 februárjában és augusztusában újra szigorítottak, előbb a kínálati oldalon (differenciált céltartalékolási követelmények),⁴¹ utóbb a keresleti oldalon.⁴² A devizahitelezésnek azonban csak a 2008. évi válság tudott (átmenetileg) gátat szabni.

⁴⁰ A román jegybank 2007. március 12-ei 3. sz. rendelete (<http://bnr.ro/apage.aspx?pid=404&actId=315133>). Utólag ezt a határozatot európai uniós harmonizációval indokolták (*NBR* [2011]). *Bethlendi* [2011] szerint azonban ez a lazítás a bankszektor lobbitevékenységének volt köszönhető.

⁴¹ A román jegybank 2008. február 18-ai 4. sz. rendelete (<http://bnr.ro/apage.aspx?pid=404&actId=30>).

⁴² A román jegybank 2008. augusztus 19-ei 11. sz. rendelete (<http://bnr.ro/apage.aspx?pid=404&actId=22>).

Szabályozói lépések a válság után

A tőkeáramlás Lehman-csőd utáni visszafordulása vagy legalábbis jelentős lassulása Romániát sem hagyta érintetlenül. A hitelezés leállítására (fogyasztási hitelek), illetve lassulására (lakáscélú hitelek) válaszul a román hatóságok 2009-ben enyhítették a céltartalékolási követelményeket (a korábbiakkal ellentétben a fedezetet is figyelembe lehet venni a céltartalékképzéskor), a tőkekövetelményeket (az évközi eredményt is figyelembe lehet venni a saját tőke számításakor), valamint két lépésben csökkentették a devizaforrások tartalékkövetelményeit (40 százalék helyett a 2 évnél hosszabb lejáratú források után 0 százalék, a rövidebb források után pedig 25 százalék lett a tartalékkövetelmény).

A hitelezés lassulása azonban nem szüntette meg a devizahitelezést, sőt az új hiteleken belül továbbra is 60 százalék fölött van a devizahitelek aránya (a jelzáloghiteleken belül pedig 95 százalék fölött!). A román hatóságok figyelmét nem kerülte el, hogy korábbi szabályozói lépéseik kevés sikerrel jártak, ezért a 2011-es stabilitási jelentésben (*NBR* [2011]) többször is hangsúlyozták, hogy a probléma kezelésére egy-egy európai vagy legalábbis az anyabankok országaival közös fellépésre van szükség. (Vannak jelek arra, hogy ez a folyamat elindult, de egyelőre még csak igen puha kezdeményezések vannak – erről még lesz szó a tanulmány utolsó részében.)

Azóta mindenesetre 2011. október 31-ével újabb szigorítás lépett életbe, amely ezúttal keresleti oldalról kísérli meg a lejhitelek felé terelni a lakosságot. Az új szabályok a fogyasztási hitelek maximális futamidejét 20-ról 5 évre csökkentették; a lejhitelek hitelfedezeti arányát (alighanem magyar példát követve) 85, az euróhitelekét 75, a más devizában jegyzett hitelekét 60 százalékban maximálták. Ezenkívül a bankoknak az ügyfelek hitelbírálatakor meg kell vizsgálniuk, hogy a következő forgatókönyv milyen hatással van az ügyfél fizetőképességére: 1. a lej 35,5 százalékot gyengül az euróval szemben, 52,6 százalékot a frankkal szemben és 40,9 százalékot a dollárral szemben, 2. miközben a hitelkamat 0,6 százalékponttal nő, 3. az ügyfél nettó jövedelme pedig 6 százalékkal csökken.

A román devizahitelek helyzete

A válság a román banki hitelportfóliókat igencsak megviselte. 2011 szeptemberében a romániai háztartások bankhiteleinek 8,6 százaléka volt 90 napnál hosszabb késedelemben. Lengyelországhoz hasonlóan Romániában is nőtt és tartósan a korábbinál magasabb szinten maradt a munkanélküliség (a válság előtti 5,7 százalékról 7,4 százalékra nőtt). A lakossági hitelállományon belül a devizahitelek helyzete (Lengyelországtól eltérően) csaknem minden hiteltípusnál rosszabb, mint a lejhiteleské, ami részben annak tudható be, hogy a lej az euróhoz képest 21 százalékot gyengült 2008 augusztusa és 2011 szeptembere között. A helyzet ennél súlyosabb lenne, ha Romániában is a svájcifrank-hitelek tennék ki a devizahitelek zömét. Mivel azonban Romániában a devizahitelek 80 százaléka euróhitel, és csak a maradék volt svájcifrank- és jenhitel, ezért a svájci

frank szárnyalásának Romániában nincs olyan drámai hatása, mint Lengyelországban, illetve Magyarországon. Ugyanakkor nincs teljesen hatás nélkül sem: a szabad felhasználású jelzáloghitelek 28 százaléka svájcfrank-hitel, szemben a lakáshitelekkel, amelyeknek csak 14 százaléka az, és részben ebből adódóan az amúgy is kedvezőtlenebb visszafizetési hajlandósággal párosuló szabad felhasználású jelzáloghitelek minősége jóval gyorsabban romlik, mint a lakásvásárlásra felvett jelzáloghiteleké (12. ábra).

Romániában a devizahitelek minősége folyamatosan romlik, bár a lakáshiteleken belül még mindig jobban teljesítenek, mint a lejhitelek

12. ábra

A nem teljesítő háztartási hitelek aránya (NPL) az egyes részportfóliókon belül

Százalék



Forrás: NBR.

Romániában a lakossági hitelek átárazódása nem olyan gyors és transzparens, mint Lengyelországban (lásd később a 19. ábrát). A válság óta az állományi kamatok mindenestre valamelyest mérséklődtek, bár korántsem olyan ütemben és mértékben, mint Lengyelország esetében (ez részben annak tudható be, hogy sok devizahitelnek a futamidő elején hosszabb időre rögzített a kamata, például az első öt évre).

Romániában a devizahitelezés nem vált szociális szempontból közellenséggé. Ez valószínűleg egyrészt annak köszönhető, hogy a lakáscélú hitelek körében a devizahitelek nem teljesítenek rosszabbul, mint a lejhitelek. Másrészt az is közrejátszhat, hogy nemzetgazdasági szinten a lakossági devizahitelek állománya nem olyan jelentős (mint például Magyarországon), és az ország külső eladósodottsága sem olyan nagy, hogy a sérülékenységek első számú forrása legyen. Harmadrészt a romániai devizahitelek 80 százaléka euróhitel, nem pedig svájcfrank-hitel. Ez azért különösen fontos, mert egyrészt a lej euróval szembeni leértékelődése sokkal kisebb mértékű volt, mint a frankkal szembeni, másrészt az euró/lej árfolyam

sokkal inkább függ a román gazdaság teljesítményétől, mint a frank/lej árfolyam, harmadrészt az euró átvételével a devizahitelezés abban az értelemben lényegében megszűnik vagy legalábbis elenyésző méretűre zsugorodik, hogy a román háztartások más devizában vannak eladósodva, mint amilyenben a jövedelmük képződik.⁴³ Az eurócsatlakozás ugyanakkor azt a problémát nem szünteti meg, hogy a román háztartások a lej eddig bekövetkezett (és esetleges további) gyengülése miatt az eredeti szándékuknál jobban el lesznek adósodva. (Természetesen előfordulhat az is, hogy a lej addig visszaerősödik, ami tompítaná ezt a helyzetet.) Mindazonáltal azt elmondhatjuk, hogy a svájci frank elkerülése öröm az ürömben, hiszen a román gazdaság ezáltal nincs – és valószínűleg nem is lesz – beragadva abba a tartós(nak tűnő) árfolyamvesztésébe, amelyet a svájci frank euróval szembeni erősödése okozott, és amivel szemben a belföldi hatóságok, de az egész román gazdasági teljesítmény voltaképpen tehetetlen lenne. Mindezek mellett mi sem jellemzi jobban a devizaalapú lakáshitelek elfogadottságát, mint hogy a román kormány 2009-ben indított Első lakás elnevezésű programja lakáscélú devizahitelekre is garanciát ad a folyósított összeg 80 százalékáig.⁴⁴ (Ez persze nincs összhangban a román jegybank álláspontjával és törekvéseivel.)

VAN-E TERMÉSZETES FEDEZETÜK A ROMÁNIAI EURÓHITELESEKNEK?

Amint azt a tanulmány bevezetőjében is jeleztük, a devizahitelek problémakörét általában a természetes fedezettséggel nem rendelkező háztartások szempontjából vizsgáljuk, és mindaddig azzal a feltételezéssel éltünk, hogy többé-kevésbé a lakossági devizahitelek mind ilyenek. Lengyelország és Magyarország esetében kétség sem fér ahhoz, hogy ez az egyszerűsítő feltevés nem befolyásolja vizsgálatunk eredményét, hiszen valószínűleg kevés magyar vagy lengyel családfő jár Svájcba keresni a kenyerét.*

Románia esetében azonban a helyzet nem ilyen egyértelmű. A 2009. évi adatok szerint több mint kétfélmillió román állampolgár él az eurózónában (elsősorban Olaszországban és Spanyolországban), és 65–70 százalékuk foglalkoztatott (*EC [2011]*), *Holland és szerzőtársai [2011]*). Ez a román munkaképes korú lakosságnak több mint 10 százaléka. Sajnos arról nincs információ, hogy a romániai bankok devizahittel rendelkező ügyfelei közül hányan dolgoznak külföldön, mindenesetre több mint valószínű, hogy a román devizahittel rendelkező háztartásoknak nem elhanyagolható hányada rendelkezik valamilyen mértékű természetes fedezettséggel.

* Való igaz, hogy csaknem 1,5 millió lengyel él a régi EU-tagállamokban, így az általuk hazatult jövedelem csökkenti a zloty gyengülésének hatását. Csakhogy a lengyel devizahitelek – a magyar devizahitelekhez hasonlóan – döntően svájci frankban vannak, így a svájci frank/euró vagy svájci frank/font árfolyamnak ők is ki vannak téve, márpedig ez a hatás a svájci frank/zloty gyengülésnek a nagyobbik részét adja (erre az utolsó fejezetben még visszatérünk).

⁴³ Románia eurózónához való hivatalos csatlakozási céldátuma 2015, bár a román jegybankelnök, Mugur Isărescu már javasolta a céldátum későbbre tolását.

⁴⁴ A program a részt vevő bankok számára előírta, hogy a hitel kamata legfeljebb a háromhavi Euribor + 4 százalék lehet, nem számolhatnak fel előtörlesztési jutalékot, és utólag sem módosíthatják egyoldalúan a szerződést. Az adatok azt mutatják, hogy a program beindulása után az újonnan folyósított lakáshitelek átlagos kamata egy-két hónapon belül jelentősen (7,8-ról 5 százalékra) csökkent.

Magyarország

A devizahitelezés magyarországi helyzetével a tanulmány olvasói valószínűleg többnyire tisztában vannak, hiszen az erről több szakmai publikáció, és a nagy társadalmi érdeklődésre való tekintettel számos tanulmány, publicisztikai írás, cikksorozat is született már.⁴⁵ Éppen ezért a következőkben csak olyan mértékig bocsátkozunk a részletekbe, amilyen mértékben az a másik két országgal való összevetésben hasznos tanulságul szolgálhat.

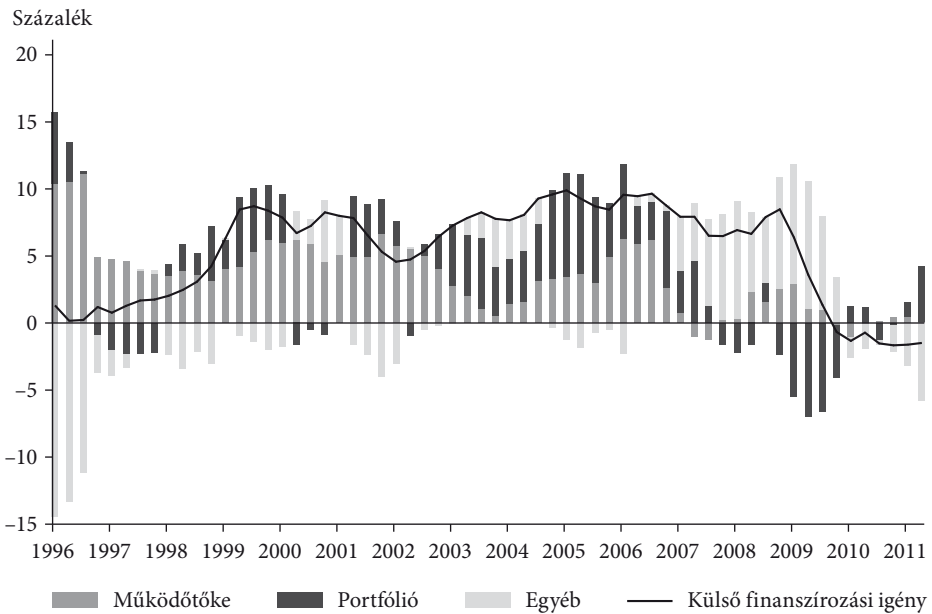
A magyarországi devizahitelezés története

Magyarország külső finanszírozási igénye a három ország közül az válság előtti években a legmagasabb volt. 2000 és 2008 vége között átlagosan a GDP 7,7 százalékára rúgott (13. ábra). 2003-tól a finanszírozás szerkezete egyre inkább eltolódott az adósságeneráló finanszírozás felé, a működőtőke-beruházás egyre kisebb szerepet játszott, 2007-re szinte már semmilyen.

Magyarország külső finanszírozási igénye hosszú ideig igen magas volt

13. ábra

Négy negyedéves gördülő, euróalapon számított külső finanszírozási igény a GDP százalékában



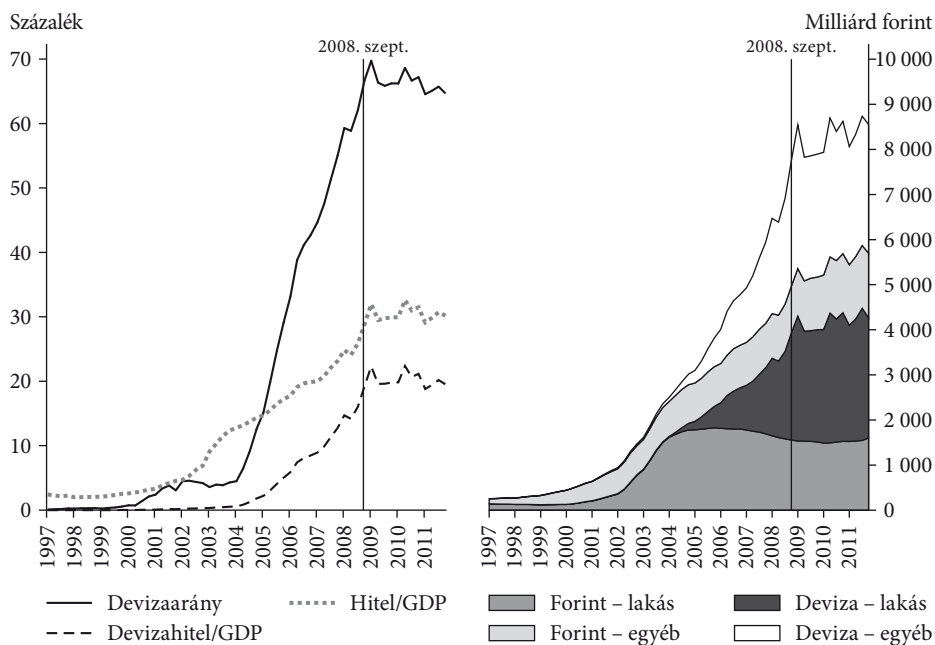
Forrás: Eurostat.

⁴⁵ A szakmai írások közül *Bethlendi és szerzőtársai* [2005], *Banai és szerzőtársai* [2010], *Balás-Nagy* [2010], valamint *Csajbók és szerzőtársai* [2010] emelendő ki.

A támogatott forinthitelek kivezetése után megindult a devizahitelek hódítása

14. ábra

A magyarországi hitelintézetek aggregált háztartási hitelállománya GDP arányában (bal ábra); valamint a hitelállomány deviza (forint és deviza) és hitelcél szerinti (lakáscélú és egyéb) bontásban (jobb ábra)



Forrás: MNB, Eurostat.

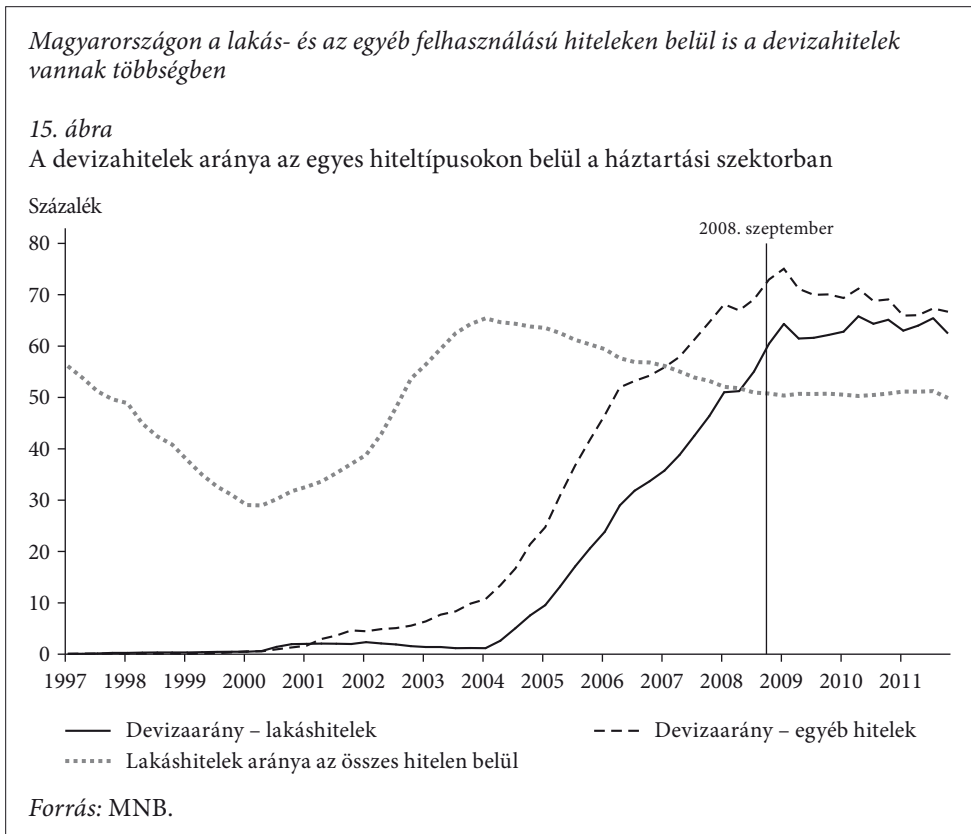
Magyarországon 2011 végén a lakossági bankhiteleknek csaknem 65 százaléka devizahitel volt, amelyek összesen a GDP 20 százalékát teszik ki, csaknem kétszer annyit, mint Lengyelországban vagy Romániában.⁴⁶ A GDP-arányos devizaadósság 2008 szeptemberében 16 százalék volt, és miután azóta a lakosság részéről lényegében nettó devizahitel-felvétel nem történt, a növekmény csupán az árfolyamváltozás következménye (14. ábra).

A devizahitel-állomány kiépülésének Magyarországon három fontos szakasza volt. Devizahitelek először 2000-ben jelentek meg a magyar háztartási hitelpiacon, elsősorban rövid lejáratú gépkocsihiteleknél. A kormányzati kamattámogatásoknak köszönhetően 2000-től beindult a forintalapú lakáshitelezés, az állami lakástámogatási program megszüntetésével (a kamattámogatás a háztartási hitelezés növekedése miatt 2003-ban már nem volt fenntartható), illetve a kamattámogatási feltételek jelentős szigorításával 2004-től a támogatott forinthitelek helyét átvették a devizahitelek (Vadas

⁴⁶ Az egyéb pénzügyi közvetítők által nyújtott hitelekben a devizahitel-arány szintén 60 százalék körül van, ezek a devizahitelek körülbelül a GDP 4 százalékát teszik ki.

[2007]). 2004–2005-től pedig nem sokkal a devizaalapú lakáshitelek után megjelentek a devizaalapú szabad felhasználású jelzáloghitelek. A devizahitel-állomány legnagyobb mértékben 2006 és 2008 között bővült, amiben az is közrejátszott, hogy 2007-től rendszerszinten is jelentőssé vált az ügynökökön keresztüli értékesítés, ami lehetővé tette, hogy a korábbi banki kapacitáskorlátok enyhüljenek, illetve a közvetítőkön keresztül az addiginál gyengébb hitelképességű ügyfelek is hitelhez juthattak.

Magyarországon tehát nem figyelhető meg az a kettősség a devizahitelezésben, amely Lengyelországra folyamatosan, Romániára pedig átmenetileg volt jellemző. Magyarországon ugyanis mind a lakáshitelekben belül, mind az egyéb/fogyasztási célú hitelekben belül hamar többségbe kerültek a devizahitelek (15. ábra). A fogyasztási hitelekben belül természetesen a szabad felhasználású jelzáloghitelek voltak azok, amelyeket szinte kizárólag devizában vettek fel.



A devizahitelezés okainak (*horribile dictu* felelőseinek) kutatása Magyarországon az utóbbi időben már-már tömegsporttá vált. A következőkben igyekszünk ragaszkodni a többi ország esetén is vizsgált közgazdasági szempontokhoz. A szabad tőkeáramlás tekintetében ugyanazok a szempontok hozhatók fel, mint Lengyelország esetében, az európai integráció során a nemzetközi tőkeáramlás korlátai fokozatosan enyhültek, majd megszűntek, ami lehetővé tette, hogy – ahogy az fel-

zárkózó országoknál természetes – külföldi források is szerepet vállaljanak a felzárkózás finanszírozásában.⁴⁷

A devizahitelezés korai szakaszáról igen tanulságos összefoglalót nyújt *Bethlendi és szerzőtársai* [2005] már többször idézett tanulmánya. A devizahitelezés kialakulásának vizsgálatát mindenképpen megnehezíti, hogy a lakossági (lakás)hitelezés, az állami kamattámogatási program, a devizabelföldiek közti devizatranszakciók engedélyezése és a forintárfolyam intervenciós sávjának kiszélesítése szinte egyszerre történt, amelyek külön-külön mind olyan tényezők, amelyeknek érdemi hatása lehet a lakossági hitelpiacra. Ami számunkra ebből az időszakból érdekes, hogy a bankrendszer nyitott árfolyam-pozíciójának vizsgálata alapján úgy tűnik, hogy a *kezdetekkor* Magyarországon is inkább a kereslet „húzta” a devizahitelezést, nem pedig a külföldi forrásbőség „tolta”. Lengyelországhoz hasonlóan ugyanis a devizahitelek fokozatos elterjedésével a bankrendszer nyitott devizapozíciója 2001 végétől nőtt (*Bethlendi és szerzőtársai* [2005] 5. ábra, illetve *NBP* [2003] 5.12. ábra).

Amint arról már szó esett, 2003 végén az amúgy hosszú távon fenntarthatatlan állami kamattámogatás jelentős szűkítésével a forinthitelek igencsak megdrágultak, és hozzáférhetőségük is csökkent.⁴⁸ Ez az egyetlen tényező is jelentős lökést adhatott a devizahitelezésnek, hiszen a jelzáloghitelezéshez szükséges banki kapacitások a megelőző években fokozatosan kiépültek, és ezért a megdrágult forinthitelek mellett már kapacitásfelesleget jelentettek volna. A 2003. eleji forintpiaci zavarok miatt a forintkamatok 2003-ban igen volatilisak voltak, és 2003 végére (a sáveltolás utáni kamatemelések következtében) több mint 6 százalékponttal nőtt a forint–euró kamatkülönbség az év közepi állapothoz képest. A megnövekedett kamatkülönbség, a feleslegessé váló banki kapacitások és a jelentősen megdráguló forinthitelek mind keresleti, mind kínálati oldalról igen erősen ösztönözték a devizahitelezés beindulását.

Külön tanulmányt lehetne írni arról, hogy 2003 gazdaságpolitikai történései milyen jól példázzák a monetáris és fiskális stratégiák konzisztenciájának fontosságát, illetve hogy ennek hiánya milyen károkat okoz.⁴⁹ Különösen érdekes ez a devizahitelezés szempontjából, ugyanis több olyan tényező egyszerre jelenik meg ekkor, amelyeknek mind szerepük van a devizahitelezés elterjedésében. Amint a tanulmány elején említettük, a hiteles gazdaságpolitika, illetve hiteles gazdaságpolitikai intézmények hiánya önmagában volatilis inflációhoz és kamatokhoz vezethet, aminek egy kivédési módja lehet a devizahitelezés.⁵⁰

⁴⁷ Részben idetartozik, hogy 2001 nyarától kezdve vált lehetővé a devizabelföldiek közötti devizatranszakciók, így a devizahitelezés is. Egyes vélemények (például Surányi György) szerint ez volt a kritikus pont a devizahitelezésben. Véleményünk szerint ez a szabályozásváltás bár valóban zöld utat adott a devizahitelezésnek, mégsem tekinthető kritikus pontnak, hiszen a devizahitelezés felfutása 2004 utánra tehető, amikor már tagjai voltunk az Európai Uniónak, tehát ekkorra ezt a korlátozást így is úgy is fel kellett volna oldani.

⁴⁸ A hozzáférhetőséget az adminisztratív szabályozás is szűkítette, és a háztartások likviditáskorlátai is egyre nagyobb mértékben válhattak effektívvé.

⁴⁹ Erről a témáról jó és tömör összefoglalást nyújt *Tóth* [2003].

⁵⁰ Bár ez az érv inkább a magyarországinál szélsőségesebb esetekre érvényes (például működésképtelen államapparátussal rendelkező vagy akár polgárháborús országok esetére), itt is megemlítjük, hiszen 2003 történései jelentős hitelvesztéséget jelentettek a magyar gazdaságpolitika számára.

Magyarországon 2001-ben mind a fiskális, mind a monetáris politikában alapvető változás történt. Szerencsétlen vagy inkább tragikus módon a két hatóság által vett irány nem volt egymással összhangban. A fiskális politika 2001-ben lépett rá a túlköltekezés útjára, amelyről hosszú évekig nem is tért le. A monetáris politika mindközben pedig hivatalosan is átváltott az inflációs cél követésére, ám ehhez nem voltak megfelelő eszközei. A sávós árfolyamrögzítés ugyanis nem konzisztens azzal, hogy a jegybank első számú feladata az árstabilitás elérése, hiszen a monetáris transzmisszió szempontjából a kis, nyitott országok esetén legfontosabb csatorna, az árfolyamcsatorna csak korlátozottan volt használható (az árfolyamszélekgig). Ez a helyzet önmagában sem szerencsés, ha azonban mindez tartós (és adóssággeneráló) fiskális expanzióval párosul, akkor kifejezetten káros, pláne ha a monetáris és a fiskális hatóság nincs egymással beszélő viszonyban. A 2003-as események során mindez a felszínre került, az árfolyamsáv eltolásával pedig az inflációs cél hitelessége is csökkent. Mindezek a tényezők hozzájárultak a magas kamatkülönbözet kialakulásához: a túlköltekező fiskális politika csökkentette a magánszektor hitelezésére rendelkezésre álló forrásokat, növelte az államadósságot, ami miatt nőtték kockázati prémiumok, a monetáris politika pedig jelentős mértékben veszített hitelességből, ennek következtében szintén nőtték a forintkamatok. Ez volt tehát az a makrogazdasági környezet, amely mellett az állami lakástámogatási program keretében támogatott forinthitelek is kivezetésre kerültek.

Mindezek mellett érdemes még felidézni, hogy ezekben az években, főleg az EU-csatlakozásnak köszönhetően mind a magánszektor, mind a kormányzat igen rózsásnak ítélte meg Magyarország felzárkózási esélyeit. Olyannyira, hogy 2003 közepén a Pénzügyminisztérium és az MNB 2008. január 1-jét jelölte meg a Gazdasági és Monetáris Unióhoz való csatlakozás dátumaként. Ez természetesen tovább ösztönözte a devizahitelezést, hiszen akik ekkortájt vettek fel devizahitelt, azok joggal számíthattak arra, hogy a forint árfolyamkockázatát csak négy-öt évig kell viselniük.⁵¹ Miután az euróövezethez való csatlakozás tervezett dátumát mindig csak egy-két évvel tolta odébb a kormány, ezért voltaképpen a devizahitelezés időszaka alatt az éppen devizahitelt felvenni szándékozók (akik hittek a kormánynak) joggal számíthattak arra, hogy csak három-öt évig viselik az árfolyamkockázatot. (És miután a korábbi devizahitelek 2008 szeptemberéig kivétel nélkül „jobban jártak”, mint a forinthitelek, az új devizahitelek árfolyam-kockázati érzékenysége igen alacsony lehetett.) A külföldi szektor ugyanakkor valószínűleg realistább volt (vagy utólag realistábbnak bizonyult) a magyar euróvezeti csatlakozást illetően (az EKB és az Ecofin is későbbi euróátvételt javasolt), ami szerepet játszhatott a külföldi és belföldi gazdasági szereplők árfolyamkockázat-megítélésének különbségében.

A monetáris politika céljainak és eszköztárának inkonzisztenciája két további ponton is elősegíthette a devizahitelezést. Miután 2008 elejéig a sávós rögzítésű árfolyamrendszer volt érvényben, az inflációs sokkokkal szemben az MNB-nek nem

⁵¹ Ebben az időszakban az euró/svájci frank volatilitása historikusan alacsony volt (mintegy harmada a forint/svájci frank volatilitásnak), ami alapján a frank/euró árfolyamkockázatot a hitelfelvevők az euró/forint árfolyamkockázathoz képest elenyészőnek tekinthették. Igaz, előretékvintve a historikus volatilitás nem jelent garanciát, amint arra az MNB is felhívta a figyelmet, és amint azt a jelenlegi válság Naphál világosabban megmutatta (MNB [2008] 43. o.).

volt túl sok eszköze, viszont az árfolyam az erős sáv környékén ragadt. Mindez hosszú évekig igen alacsony árfolyam-volatilitást hozott, ami a devizahitel felvételére buzdíthatta a várakozásaikat adaptív módon formáló hitelfelvevőket. Másfelől pedig a sávosan rögzített árfolyamot a hitelfelvevők implicit garanciának tekinthették: az árfolyam 2004 és 2008 között átlagosan 28 százalékkal volt erősebb a gyenge sávszél-nél, tehát ha valaki nem vette figyelembe a frank-euró árfolyamkockázatot, akkor maximálisan ekkora leértékelődésre számíthatott.⁵²

Összességében tehát azt mondhatjuk, hogy Magyarország a devizahitelezés történetének egyik vagy másik időszakában fennállt csaknem az összes olyan feltétel, amely a szakirodalom alapján hozzájárul a devizahitelezés elterjedéséhez.⁵³

Szabályozói tétlenség és tehetetlenség a válság előtt

Magyarországon 2008 szeptembere előtt az MNB többször felhívta a figyelmet a devizahitelezés kockázataira, legelőször a 2001. februári stabilitási jelentésben még csak zárójelben (MNB [2001] 16. o.), 2004-től kezdve pedig egyre hangsúlyosabban. A PSZÁF is többször jelezte, hogy a devizahitelek kockázatosak, ám kockázatukat az MNB-nél valamelyest enyhébbnek ítélte meg.⁵⁴

Konkrét, kényszerítő erejű szabályozói lépés azonban nem történt (erre a PSZÁF-nak lett volna jogosítványa, az MNB-nek nem). A leghatározottabb fellépés a 2008. februári közös ajánlás volt,⁵⁵ amelyben az MNB és a PSZÁF a jenhitelek kiemelt kockázatoságára hívta fel a bankok figyelmét, és arra intette őket, hogy körültekintően járjanak el ezeknek a hiteleknek a folyósításakor. Az ajánlás tartalmazta továbbá, hogy a bankok mutassák be, hogy egy 20 százalékos árfolyam-elmozdulás, illetve egy 1 százalékpontos kamatváltozás hogyan hat a törlesztőrészletre. Bár ez az ajánlás a maga nemében eredményes volt, hiszen a bankok 2008 közepére visszafogták jenhitelezésüket, a devizahitelezésre általában véve nem volt értékelhető hatással. A szabályozói tétlenség lehetséges okairól, körülményeiről születtek már jó összefoglalások,⁵⁶ ehelyütt csak arra a szempontra hívjuk fel külön a figyelmet, hogy míg Romániában a pénzügyi felügyelet és a jegybank összevontan működik, addig Magyarországon ezt a két feladatot két különböző intézmény látja el.

⁵² Ez semmilyen módon nem csökkenti a devizahitelt felvevők saját döntéseik iránti felelősségét, csupán egy szempont annak megítélésében, hogy ezek a döntések milyen körülmények között születtek.

⁵³ A bankrendszer viselkedését, illetve a bankverseny szerepét itt külön nem elemeztük, de a többi országhoz hasonlóan természetesen ez is szerepet játszott. Ehhez lásd a már sokszor hivatkozott *Banai és szerzőtársai* [2010] tanulmányt.

⁵⁴ „2005-ben a devizahitelekkel járó kockázat a volumen gyarapodása, illetve a devizakamat-szint emelkedése miatt várhatóan növekedni fog. Ugyanakkor a forint leértékelődése sem elképzelhetetlen, bár a nagymértékű és tartós leértékelődés esélye korlátozottnak tűnik.” (PSZÁF [2005] 9. o. – kiemelés tőlem.)

⁵⁵ http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Penzugyi_stabilitas/Ajanlas_080215_PSZAF_MNB.pdf.

⁵⁶ A szabályozói tétlenség háttéréről ajánljuk a *Szentkirályi* [2011] cikket.

Aktív szabályozás a válság óta

Amilyen tétlen volt a magyar hatóság a válság előtt, a válság után olyan gyorsan tett lépéseket; az EBRD megítélése szerint is „[A válság óta] Magyarország élen jár a devizahitelezés makroprudenciális szabályozásában.” (EBRD [2010] 63. o.).

Az MNB 2009 októberében kezdeményezte a körültekintő hitelezésről szóló jogszabály megalkotását, amelyet a kormány 2009 végén a 361/2009. (XII. 30) kormányrendeletben ki is hirdetett.⁵⁷ Ez a kormányrendelet két lépésben szabályozta a lakossági hitelezést: 2010. március 1-jétől a háztartási jelzáloghitelek és a gépjárműhitelek esetében a hitelfedezeti arányt (LTV) a forinthiteleknel 80, az euróhiteleknel 60, az egyéb hiteleknel 45 százalékban maximálták. 2010. június 11-étől pedig az a szakasz is hatályba lépett, amely szerint a bankoknak úgynevezett hitelezhetőségi limiteket⁵⁸ kell meghatározniuk; euróhitelek esetében az induló havi törlesztőrészlet nem lehet magasabb a hitelezhetőségi limit 80 százalékánál, egyéb deviza esetében a hitelezhetőségi limit 60 százalékánál, ami 20, illetve 40 százalékos árfolyam-leértékelődési tartalékot jelent.

Az új kormány 2010. augusztus 13-ai hatállyal megtiltotta a zálogjog ingatlanra történő földhivatali bejegyzését, amennyiben a bejegyzés alapját szolgáltató követelés természetes személynek nyújtandó devizalapú kölcsönből származik.⁵⁹ Ez a törvény feleslegessé tette az említett kormányrendelet devizaalapú jelzáloghitelezésről hozott rendelkezéseit, hiszen gyakorlatilag megszüntette a devizaalapú jelzáloghitelezést Magyarországon. (Ez a tiltás ugyanakkor nem volt teljesen összhangban a szabad tőkeáramlást érintő EU-s előírásokkal, ezért később a teljes tiltást fel is oldották.)

Miközben igaz az, hogy jelenleg Magyarországon gyakorlatilag nincs devizahitelezés, ez nem teljes mértékben a két jogszabályi változás következménye. A banki hitelezés ugyanis 2008 szeptembere óta a teljes magánszektorban folyamatosan csökken. Az újonnan kihelyezett lakossági devizahitelek volumene 2009 elejére már a korábbi mennyiségek negyedére esett, miközben az új forinthitelek mennyisége alig változott. Amint az a 16. ábrán is látható, a devizahitelezés mind mennyiségében, mind arányaiban már a kormányrendeletek meghozatala előtt is jelentősen csökkent, a körültekintő hitelezés második lépcsőjének bevezetése előtt pedig szinte már nem is nyújtottak új devizahitelt. A tiltásnak pedig a körültekintő hitelezésről szóló kormányrendelet intézkedéseire képest gyakorlatilag nem volt többlethatása. A devizahitelezés tehát az életbe léptett korlátozások nélkül is jelentősen csökkent. A szabályozóknak ugyanakkor nem is az volt a céljuk, hogy a devizahitelezés problémáját rövid távon megoldják, hanem az, hogy a hitelezés újbóli beindulása esetén annak mértékét szűkebb keretek között tarthassák. Eb-

⁵⁷ <http://www.bankracio.hu/assets/content/uploads/docs/361-2009%20-%20KorultekintoLakossagiHitelez%C3%A9s.pdf>.

⁵⁸ Ez a hitelnújtó belső szabályzata alapján forintban meghatározott maximális havi hiteltörlesztési képességet kifejező összeg.

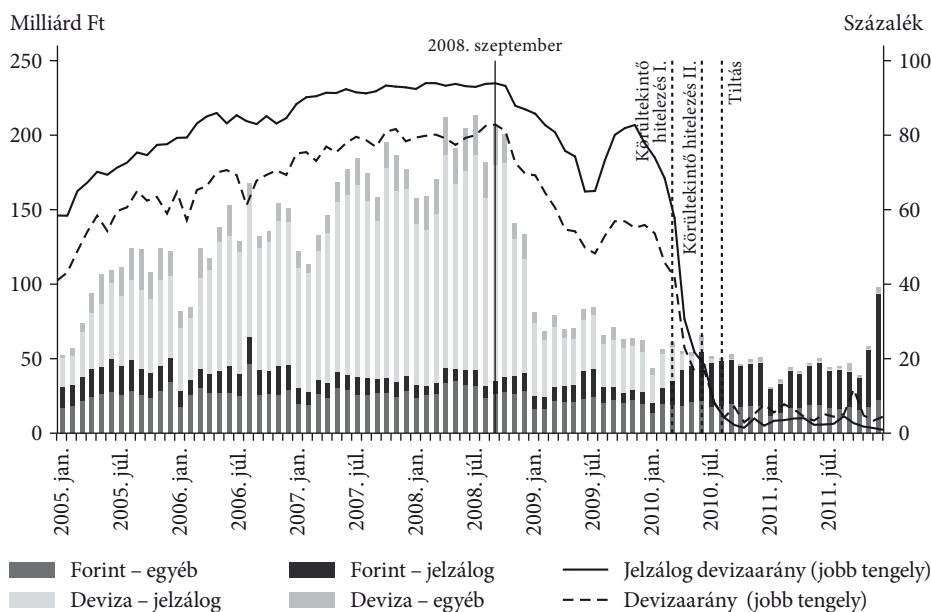
⁵⁹ 2010. évi XC. törvény egyes gazdasági és pénzügyi tárgyú törvények megalkotásáról, illetve módosításáról (http://www.kormany.hu/download/7/46/70000/T_2010_090_XC_%288_13%29_torveny.pdf).

ből a szempontból ezeknek a szabályozásoknak az értékelése csak évek múlva lesz lehetséges. Gondolhatnánk, hogy a jelzáloghitelezést tiltó törvény hatásos eszköz a devizahitelezés visszaszorítására, csak hogy a törvény (és a helyébe lépő tiltással egyenértékű szigorítás) például a lakáslízingpiacot nem érintette. Bár ez a termék még nem túl elterjedt, nem lehet afelől kétségünk, hogyha a jövőben mutatkozik kereslet iránta, akkor a kínálat is meg fog jelenni.⁶⁰

A devizahitelezés nagy részben már az adminisztratív korlátozások előtt visszaszorult

16. ábra

Az adott hónapban kihelyezett háztartási hitelek szerződéses összege, illetve a devizahitelek aránya az adott havi összes új hitelen, valamint az új jelzáloghitelekben belül



Forrás: MNB.

Az igazi kérdés ezek után az, hogy vajon a keresletoldali szigorúbb előírások valóban képesek lesznek-e visszafogni a devizahitelezést, illetve eléggé ösztönzik-e a forint-hitelezést. Ez ügyben némileg lehet kételkedni. A lengyel és román szabályozási tapasztalatok ugyanis azt mutatják, hogy például a jövedelemarányos törlesztőrészlet maximálása (Romániában) nem tudta visszafogni a hitelezést (csak megnövelte a hitelek futamidejét), a bankok belső kockázatkezelési limitjei pedig

⁶⁰ A 2009. évi kormányrendelet a lakáslízingre is vonatkozik, tehát annak nem minden rendelkezése vált feleslegessé a tiltás után.

nincsenek kőbe vésve, ha a verseny megkívánja, a bankok lazítani fogják hitelezési feltételeiket.⁶¹

A devizahitelezéssel kapcsolatos jogszabály-alkotási mozgalom másik nagy ágával a devizahitelek helyzetének bemutatásánál foglalkozunk, mert ezek inkább szociális, illetve fogyasztóvédelmi jellegűek.

A magyar devizahitelek helyzete

Magyarországon a (gazdaság)politikai diskurzus sokkal intenzívebben foglalkozik a lakossági devizahitelek helyzetével, problémájával, mint akár Lengyelországban, akár Romániában. Ennek több oka van. Ezek közül az egyik az, hogy Magyarország nettó külső adóssága, és magának a háztartási szektornak a nettó külső adóssága is sokkal nagyobb a másik két országénál. Nemzetgazdasági szempontból tehát sokkal jelentősebb, sokkal nagyobb kockázatforrás ez a jelenség, mint Lengyelországban vagy Romániában.

A nagyobb adóssággal járó nagyobb adósságszolgálat csökkenti a belső keresletet. Az MNB becslései szerint Magyarországon a háztartások GDP-arányos törlesztőterhe 2010 közepén a GDP közel 5,5 százaléka volt, míg Romániában körülbelül 5 százaléka, Lengyelországban pedig kevesebb mint 4,5 százaléka, azaz a három ország közül Magyarország költi a legtöbbet hiteltörlesztésre a gazdaság teljes jövedelméhez képest (MNB [2010]).⁶²

A magyar bankok lakossági portfóliója jóval nagyobb mértékben romlott, mint a román vagy a lengyel bankoké. Míg Romániában a háztartási hitelek 8,6, Lengyelországban 7,4 százaléka volt 90 napnál nagyobb késedelemben szeptemberben, illetve márciusban, addig Magyarországon 2011 végén a lakossági hitelállomány 13 százaléka volt nem teljesítő (17. ábra).⁶³ Az állomány legnagyobb részét kitevő jelzáloghitelek közül a devizahitelek sokkal rosszabbul teljesítenek a forintbiteleknél, és azon belül a lakáshitelek is. Míg a válság első részében (2009 végéig) a devizaalapú lakáshitelek nem teljesítettek szignifikánsabban rosszabbul, mint a forintalapú lakáshitelek, 2010-től már látványosan gyorsabb nőtt ezeknek a törlesztéseknek az elmaradása. Ez a trend arra utal, hogy míg a válság első évében inkább a munkanélküliség növekedése volt a hitelek bedőlésének főbb oka, 2010-től már valóban jelentős szerepet játszik a törlesztőrészek emelkedése, ami elsősorban az árfolyamváltozás következménye.

⁶¹ Érdemes megjegyezni, hogy az MNB eredeti javaslata központilag szabályozta volna a hitelezhetőségi limit meghatározásának módját, nem adott volna benne szabad kezet a bankoknak.

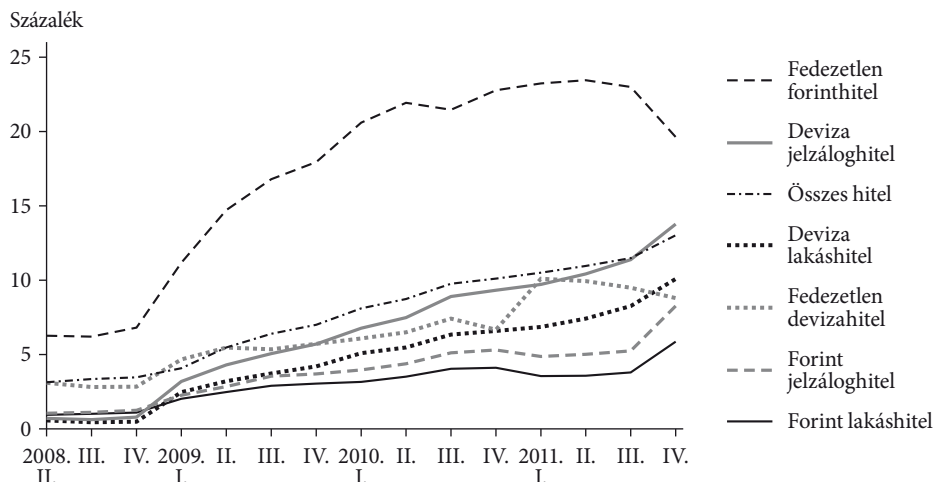
⁶² Az MNB [2011a] számításai szerint a magyar háztartások aggregált szinten a rendelkezésre álló jövedelmük 13 százalékát költötték törlesztésre 2011 közepén. A rendelkezésre álló jövedelem számításának országonként jelentős eltérései miatt ez az adat nemzetközi összehasonlításban keveset mond; a román stabilitási jelentések szerint a román háztartások a rendelkezésre álló jövedelmük 23 százalékát költik adósságszolgálatra.

⁶³ A devizahiteleknél az utolsó negyedévben látható megugrás a végtörlesztés következménye, de a magyarországi nem teljesítő hitelek aránya a végtörlesztés hatása nélkül is meghaladná a lengyel és román értékeket. A forintbiteleknél látható ugrás az adatszolgálati korrekció következménye.

Egyre több a fizetésképtelen devizahiteles

17. ábra

A 90 napot meghaladó fizetési késedelemben lévő lakossági hitelállomány az egyes részportfóliókon belül



Forrás: MNB.

A törlesztőrészletek emelkedése Magyarországon valóban drámai mértékeket öltött. 2010 közepén a becslések szerint a magyar svájcifránk-hitelesek törlesztőrészlete átlagosan 35 százalékkal volt magasabb a hitelfelvételi összegnél (MNB [2010] 39. o.). A svájci frank azóta lezajlott további erősödése a helyzetet még inkább súlyosbította. Becsléseink szerint a svájcifránk-alapú jelzáloghitelek törlesztőrészletei 2011 végén névértéken átlagosan 79 százalékkal voltak magasabbak, mint a hitelfelvétel időpontjában (18. ábra).

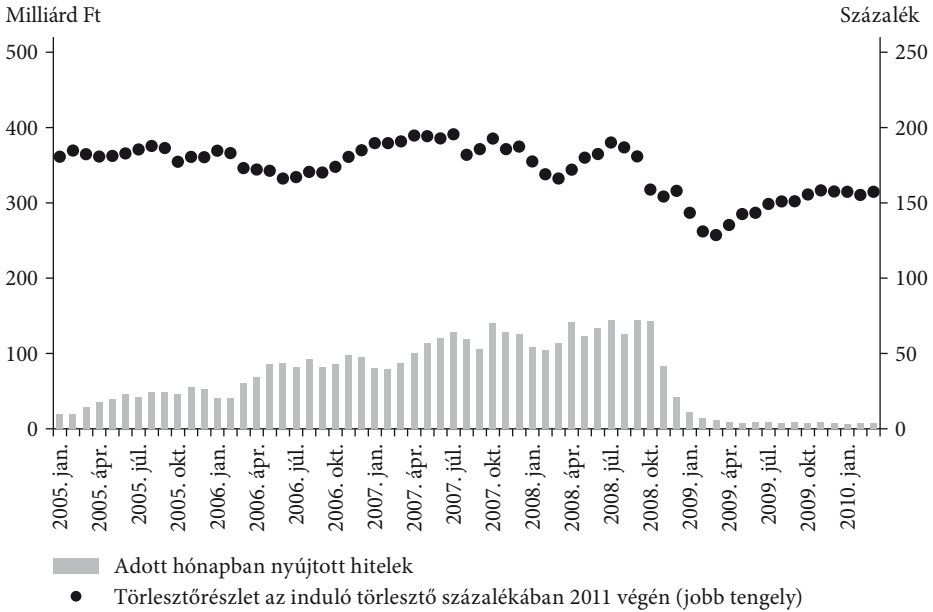
A törlesztőrészletek azonban nem csak az árfolyam gyengülése miatt nőttek. Amint az korábban említettük, Lengyelországban a devizahitelek kamata a rövid svájci bankközi kamatokhoz van kötve rögzítet felárral (19. ábra). Ez az egyik fő oka annak, hogy Lengyelországban a törlesztőrészletek nem emelkedtek olyan mértékben, mint amilyen mértékben a zloty gyengült a svájci frankhoz képest, hiszen a svájcifránk-kamatok csökkenése ezt valamelyest kompenzálta.⁶⁴ Magyarországon ezzel szemben a bankok gyakorlatilag önkényesen változtathatják kamataikat, és ezzel az eszközzel a válság során éltek is (MNB [2010] 62–66. o.). Ezzel egyrészt a hitelezési veszteségeiket átterhelik a fizető ügyfelekre, másrészt viszont saját portfóliójuk romlását gyorsítják fel. Rövid távon tehát jövedelmező lehet ez

⁶⁴ A kisebb mértékű portfólióromlásban ezen kívül az is szerepet játszott, hogy a zloty 2004 óta folyamatosan felértékelődött, így a devizahiteleseknek volt valamekkora tartalékuk az eredeti törlesztőrészlethez képest.

A svájcfrank-hitelek törlesztőrészelei jelentősen megnőttek 2011 végére

18. ábra

A 2011. decemberi becslült törlesztőrészlet a hitelfelvételkori induló törlesztőrészlethez képest a hitelnújtás kori hónapok szerint (jobb tengely, százalék) és az adott hónapban új svájcfrank-alapú jelzáloghitel-kihelyezés (bal tengely, milliárd forint)



Megjegyzés: A számításkor 20 éves eredeti futamidejű annuitásos törlesztésű hitelt tételeztünk föl.

Példa: a 2006 júniusában nyújtott hitel 2011. végi törlesztőrésze az eredeti törlesztőrészlet 166 százaléka.

Forrás: MNB, saját számítások.

a kamatstratégia, hosszabb távon azonban már távolról sem biztos, hogy akár a bankoknak is kifizetődő lesz.⁶⁵

Tekintve, hogy a magyarországi devizahitelesek helyzete jóval nagyobb szociális és makroökonómiai kockázatot jelent, mint lengyel vagy román „sorstársaiké”, nem lehetünk meglepődve azon, hogy a politika is sokkal élénkebben foglalkozik a kérdéssel. A devizahitelezést korlátozó intézkedések mellett több olyan „fogyasztóvédelmi” törvény is született, amely valamiképpen enyhíteni próbálta a devizahiteles adósok terheit. Magyarországon a téli hónapokra 2003 óta kilakoltatási moratórium van érvényben. Ezt a Bajnai-kormány 2010-re vonatkozóan április 15-éig meghosszabbította. Az új

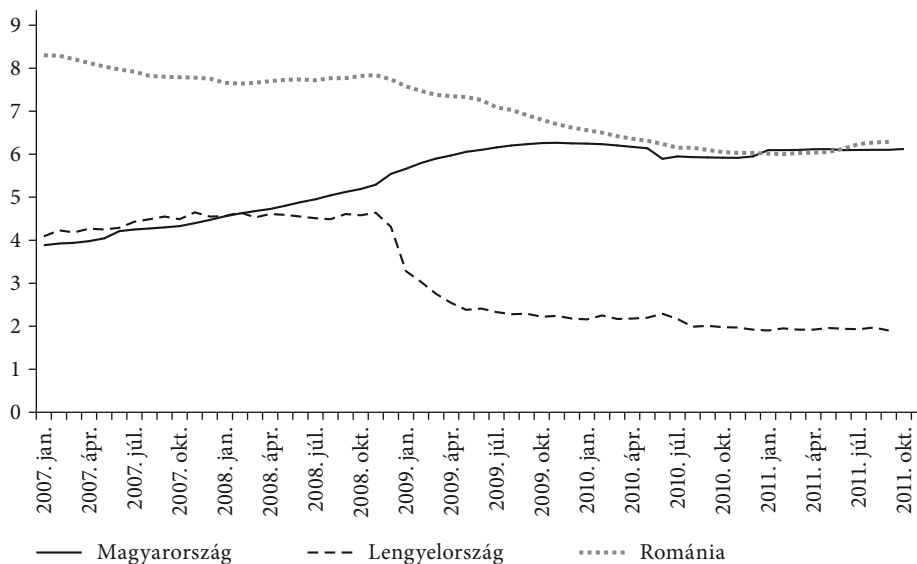
⁶⁵ Érdemes megjegyezni, hogy ezt a stratégiát a bankok nem a bankadó áthárításaképpen alkalmazták, hiszen már a bankadó bevezetése előtt is ugyanezt figyelhettük meg. Az egyoldalú szerződés módosítással kapcsolatban ajánljuk Szijel [2011] írását.

Magyarországon a devizahitelek kamatai a válság óta nőttek

19. ábra

A hosszú lejáratú lakossági svácifrank-hitelek állományi kamata (Lengyelország és Magyarország) és a hosszú lejáratú euróhitelek állományi kamata (Románia)

Százalék



Forrás: MNB, NBP, NBR.

kormány 2010. június 10-én árverezési moratóriumot rendelt el 2010. december 31-éig (amit végül csak 2011. július 1-jével oldottak fel, utána is pedig árverési kvóták szerint folyhat az értékesítés), az országgyűlés pedig 2011. április 15-éig, majd július 1-jéig toltta ki a kilakoltatási moratórium végét.⁶⁶ A folyamatos határidő-kitolásban az is közrejátszott, hogy a kormány szándéka szerint a nemzeti eszközkezelő működésének elindulásáig tartották volna fenn a moratóriumot, de mivel az eszközkezelő beindulása folyamatos csúszásban volt, ezért a moratórium határidejét is folyamatosan ki kellett tolni. A kilakoltatási és árverési moratórium nem jelent(ett) fenntartható megoldást a devizahitelek szociális problémáinak megoldására, viszont jelentősen rontotta a törlesztési morált, és fenntartotta azt a hamis képzetet, hogy a devizahiteleket az állam meg tudja és meg fogja „menteni”.

2010 őszén fogadták el a 2010. évi XCVI. törvényt (az egyes pénzügyi tárgyú törvényeknek a nehéz helyzetbe került lakáscélú hitelt felvevő fogyasztók megsegítése érdekében szükséges módosításáról) vagy közismertebb nevén a Kósa-Rogán-javaslatcsomagot. Ezek szerint a törlesztőrészletek meghatározásakor a bank saját maga által vagy az MNB által meghatározott középárnyalatot kell

⁶⁶ Közben szűkítették a moratórium hatályát: csak azokra vonatkozott, akiknek más (közüzemi) tartozása nem állt fenn.

alkalmazni.⁶⁷ A törvény kísérletet tett a kamatok egyoldalú módosításának korlátozására, ám az egyoldalú módosítást mégis lehetővé tevő körülmények olyan tág teret engednek, hogy gyakorlatilag hatástalan ez a rendelkezés. A törvény tartalmazta továbbá, hogy a hitelszerződés felmondása utáni 90. naptól késedelmi kamatot már nem számolhat fel a bank, illetve hogy a hitelek előtörlesztése vagy végtörlesztése esetén a maximális díj a törlesztett összeg egy százaléka lehet. Fontos rendelkezés még, hogy a lakáscélú jelzáloghitelek esetén az adós írásban kérheti a futamidő legfeljebb öt évvel történő meghosszabbítását, amit a bank alapos ok nélkül nem tagadhat meg.

Mindezek az intézkedések nem jelentették, és most sem jelentik a devizahitelesek problémáinak fenntartható vagy érdemi kezelését. Ezzel a kormány is tisztában volt, ezért 2011-ben több olyan megoldással is előállt, amitől a probléma rendeződését várta. Ezekről a következő fejezetben szólnunk.

A devizahitelezés jelenségének kezelése, megoldási kísérletek

Amikor a devizahitelezés problémájának megoldásáról esik szó, rengeteg minden keveredik. A problémát célszerű rögtön az elején kettéválasztani. Létezik ugyanis egy növekményi (*flow*) probléma, aminek felhalmozódásából következik egy állományi (*stock*) probléma. Ennek a két problémának a kezelése alapvetően különbözik. A problémák megoldásának sikeressége két tényezőn múlik: azonosították-e a kezelni kívánt problémák okait (és az intézkedések ezt kezelik-e), illetve hogy a meghozott intézkedések mennyire megkerülhetők.

A növekményi probléma

A növekményi problémán azt értjük, hogy adott időszakban az újonnan kihegyezett hitelek bizonyos (általában nagy) része devizahitel. Túl azon, hogy a növekményi probléma tartóssága állományi problémához vezet (tehát mindazért rossz, amiért a magas devizahitel-állomány is), a monetáris transzmisszió kamatcsatornáját is jelentősen gátolhatja, ezzel nehezíti az árstabilitás elérését/fenntartását. Hiszen a belföldi kamatkondíciók szigorítására csak annyiban hat a belföldiek hitelfelvételére, amennyiben azok belföldi devizában jegyzett hitelt vesznek fel. Ha azonban a hazai pénzben felvett hitelek helyettesíthetők devizahitelekkel, akkor a belföldi kamatok szigorítására a háztartások és vállalatok egy része nem hitelkeresletének visszafogásával reagál, hanem – például forint hitel helyett inkább – devizában adósodik el,⁶⁸ azaz a monetáris politika eszközének hatékonysága csökken.

⁶⁷ Idézzük fel, hogy a lengyel S(II)-ajánlás szerint lehetővé kell tenni az ügyfelek számára, hogy devizában törlesszenek, ami hasonló módon (bár kisebb mértékben) csökkenti a bankok devizaváltásból származó bevételét.

⁶⁸ Ezt a hatást empirikus tanulmányok is kimutatták, például *Brzoza-Brzezina és szerzőtársai* [2010].

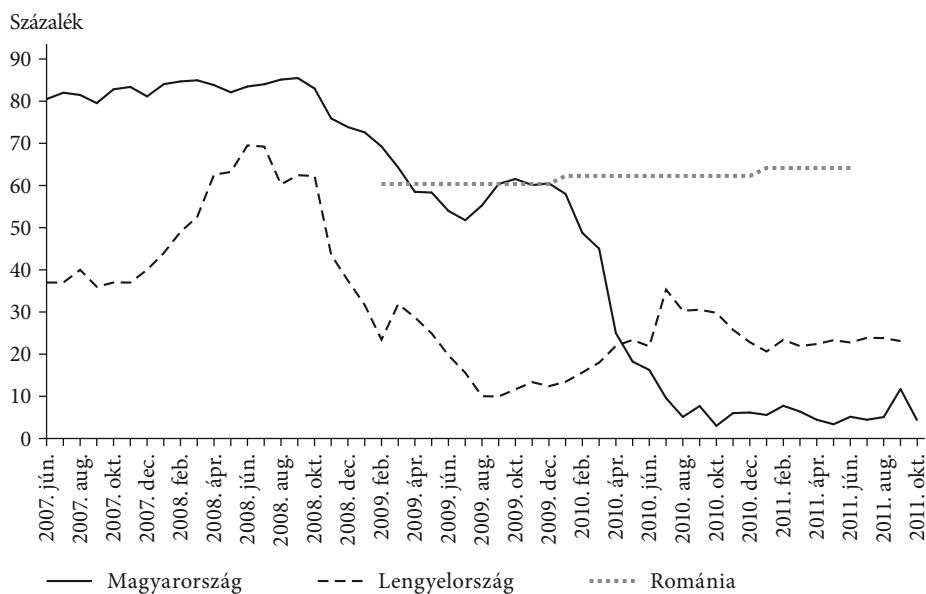
A rendelkezésre álló adatok alapján Magyarországon a növekményi probléma egyelőre megszűnt, ami nagyrészt annak köszönhető, hogy a lakossági hitelek piaca pang, és csak kisebb részben a bevezetett korlátozásoknak (lásd az előzőket és a 16. ábrát). Kérdéses tehát, hogy ha a válság előtti időket idéző módon élénkülne a lakossági hitelkereslet, akkor vajon az új kibocsátáson belül továbbra is 5 százalékos körüli arányban lennének-e a devizahitelek. Amint már említettük, a devizaalapú jelzáloghitelzés betiltása, majd a tiltás igen szigorú feltételekkel való helyettesítése megkerülhető lakáslízing-konstrukciókkal.

Romániában a megannyi szabályozói kísérlet ellenére sem sikerült jelentősen csökkenteni a devizahitelek arányát az új szerződéseken belül, az összes új hitelnek továbbra is mintegy 60 százaléka devizahitel, a jelzáloghiteléken belül pedig 90-95 százaléka (20. ábra).

Magyarországon a válság után leállt a devizahitelezés, Romániában viszont nem csappant a népszerűsége

20. ábra

A devizahitelek aránya az új szerződésű háztartási hitelekben belül Magyarországon, Lengyelországban* és Romániában**



* Lengyelország esetében a lakáshitelekben belül (így ott a teljes kibocsátáson belül a felüntetettnél kisebb az arány).

** Románia esetében éves átlagokról állt adat rendelkezésre.

Forrás: MNB, NBP, NBR.

Lengyelországban a válság óta ugyancsak csökkent a devizahitelezés (miközben a lakossági hitellezés növekedése nem állt meg, mint Magyarországon vagy Romániá-

ban), de a korábbi ajánlások ellenére 2009 végétől újra növekedni kezdett a devizahitelek aránya az új lakáshitel-szerződésekben (fontos változás, hogy a svájci frank helyét jórészt átvette az euró). 2010 közepétől azonban megtorpant ez a térnyerés, és 20 százalék körül stabilizálódott a devizahitelek aránya. (Ez csak a lakáshitelek-re vonatkozik, az egyéb hiteleken belül korábban sem volt jellemző a devizahitel, így aggregált szinten még ennél is kisebb Lengyelországban a devizahitelek aránya.) Ebben közrejátszhatott az új *T*-ajánlás, illetve az *S*-ajánlás 2011. évi módosítása. Az azonban, hogy az európai kockázatvállalási kedv növekedése esetén vajon a lengyel bankok tartani fogják-e magukat ezekhez az ajánlásokhoz, a múltbéli tapasztalatok tükrében több mint kérdéses.

Amint láttuk, mindhárom országban a devizahitelezés kialakulásában fontos szerepet játszott a kamatkülönbözet, ami a lakosság korlátozott árfolyamkockázat-érzékenységgel vagy árfolyamkockázat-tudatosságával párosult. Ezenkívül Magyarországon szerepet játszhatott az erkölcsi kockázat is, amihez hozzájárult a sávós árfolyamrögzítés, és amit a hitelfelvevők szempontjából utólag igazolnak a devizahitelesek megsegítésére indított sorozatos mentőakciók. Szintén jelen van a külső gazdasági hatásból (externáliából) adódó másik piaci kudarc is, hiszen mára Magyarország sérülékenységének egyik fő forrása a nagy devizakitettség lett, amit a hitelfelvevők nem (és valószínűleg a hitelnyújtók sem) vettek figyelembe a hitelek felvételekor, árazásakor.

A radikális megoldást kedvelők bánatára a devizahitelezés teljes betiltása nem merülhet fel, hiszen az nincs összhangban az Európai Unió alapszerződésével. A szóba jöhető eszközök ennél bonyolultabbak, és a siker eléréséhez rögzös út vezet. A növekményi probléma kezeléséhez – a defláció eléréséhez – elengedhetetlen a megfelelő eszközökkel rendelkező, hiteles és a lehetőségekhez mérten minél kevésbé árfolyamsimító monetáris politika, valamint az ezzel összhangban levő, hiteles, kiszámítható és takarékos fiskális politika, amely nem okoz inflációs sokkokat, és csökkenti az ország finanszírozásának kockázati felárát. Fontos továbbá a belföldi pénzpiacok fejlesztése, a hosszú futamidejű belföldi megtakarítások ösztönzése. Mindaddig azonban, amíg a kamatkülönbözetet nem sikerül minimálisra csökkenteni, bizonyos szabályozói eszközök segíthetnek a devizahitelezés korlátok közé szorításában.

Keresletli oldalról indokolt lehet a lakosság kockázattudatosságának növelését támogató információs kampányok indítása (bár rövid távon a válság alighanem betöltötte ezt a szerepet), illetve a pénzügyi műveltség növelése az oktatáson keresztül.⁶⁹ Ezek azonban viszonylag puha eszközök, és amint láttuk, mindhárom országban bevezettek ezeknél keményebb, keresletoldali korlátozásokat – egyelőre kérdéses eredménnyel. Minden ilyen szabályozásnál ügyelni kell arra, hogy összhangban legyenek egymással és más előírásokkal (korábban láttuk, hogy például Románia esetén ez a helyzet nem állt fenn). Ezeknek a szabályozásoknak is korlátja, hogy határokon átnyúló hitelnyújtással megkerülhetők, ezért fontos, hogy a leánybankokat szabályozó

⁶⁹ Az alapvető közgazdasági és pénzügyi ismeretek oktatásának helye lenne a középfokú oktatásban.

hatóságok összehangolják tevékenységüket az anyabankok szabályozóival. Tekintve, hogy a devizahitelezéssel sok helyütt a leánybankokon keresztül az anyabankok is igencsak „megégették” magukat, az effajta szabályozói együttműködés egyáltalán nem reménytelen.

A nemzetközi hitelezéssel való megkerülhetőség a kínálatoldali szabályoknak is komoly korlátja (amint azt Románia példája ékesen mutatta), sőt talán még könnyebb is megkerülni őket, mint a keresleti korlátozásokat.

A devizahitelezés problémájának nemzetközi jellegét felismerte a 2010 decemberében létrehozott Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT: *European Systemic Risk Board, ESRB*), amelynek első ajánlása éppen a devizahitelezésről szólt (ERKT [2011]). A hétpontos csomag ajánlásokat fogalmaz meg a hitel- és piaci kockázatok kezelésére, a hitelállományok növekedésének korlátozására, a kockázatok megfelelő árazására és a sokk-ellenállóképesség javítására, valamint a likviditási és finanszírozási kockázatok csökkentésére.

AZ EURÓPAI RENDSZERKOCKÁZATI TESTÜLET AJÁNLÁSAI

A) A nemzeti felügyeleti hatóságoknak és a tagállamoknak növelniük kell a hitelfelvevők kockázattudatosságát, és a hitelintézeteket arra kell ösztönözniük, hogy hazai devizában ajánljanak hitelt, illetve hogy kínáljanak olyan pénzügyi eszközöket a devizahitel választó ügyfeleknek, amelyekkel fedezni tudják árfolyamkockázatukat.

B) A nemzeti felügyeleti hatóságoknak figyelemmel kell kísérniük a devizahitelezést, és meg kell tenniük a megfelelő lépéseket a devizahitelezés korlátozására; csak olyan ügyfelek számára tegyék elérhetővé a devizahiteleket, akik megfelelő jövedelmi háttérrel rendelkeznek az árfolyam és kamatsokkok átvészelésére; állítsanak szigorúbb hitelezési feltételeket (jövedelemarányos törlesztőrészlet, hitelfedezeti arány).

C) A nemzeti felügyeleti hatóságok figyeljék, hogy a devizahitelezés okoz-e túlzott hitelkiáramlást, és ha igen, úgy a B) ajánlásnál is szigorúbb feltételeket szabjanak.

D) A nemzeti felügyeleti hatóságok fogalmazzanak meg iránymutatásokat a hitelintézeteknek, hogy jobban vegyék figyelembe a devizahitelezés kockázatait a belső kockázatkezelési gyakorlatukban. Ezek az iránymutatások bizonyos mértékig legyenek kötelező jellegűek.

E) Az Európai Bankfelügyelet adjon iránymutatást a nemzeti hatóságoknak, hogy azok milyen pótlólagos tőkekövetelményeket határozzanak meg a devizahitelezésben érintett hitelintézeteknek. Amennyiben a nemzeti szinten hozott szabályozás nem elegendő, akkor nemzetközi felügyelet az anyabanknál is pótlólagos tőkekövetelményt határozzon meg.

F) A nemzeti hatóságok kövessék szoros figyelemmel a hitelintézetek devizahitelezéssel összefüggő finanszírozási és likviditási kockázatát, különös tekintettel a mérlegen belüli devizaeltérésre (*currency mismatch*), a devizacsere-ügyletekre való ráutaltságra és a finanszírozási források koncentrációjára.

G) Az anyabankokat felügyelő hatóságok (anyaországok) hozzanak legalább olyan szigorú rendelkezéseket, mint a leánybankokat felügyelő hatóságok (befogadó országok). A befogadó országok felügyeleti szervei közölik az meghozott intézkedéseket az anyaországok megfelelő szerveivel, az Európai Rendszerkockázati Testülettel és az Európai Bankfelügyelettel.

Az ajánlások (az érintett kör szélessége miatt) meglehetősen általánosak, így volta-képpen semmitmondók. Erejüket tovább csökkenti, hogy az Európai Rendszerkoc-kázati Testületnek nincsenek igazán erős jogosítványai, ajánlásai nem kötelező érvé-nyűek. Ettől az ajánláscsomagtól tehát nem várhatjuk a devizahitelezés nemzetközi megoldását, mindenesetre az fontos, hogy a problémával egy ilyen szintű európai intézmény foglalkozik, és felhívja rá a döntéshozók figyelmét.

Az állományi probléma

A növekményi problémánál – amelyet a főleg válság előtti években kellett (volna) kezelni – jelenleg sokkal nagyobb gondot jelent az állományi probléma. A magas devizakitettség növeli az ország sérülékenységét, korlátozza a monetáris politikát, a jelentősen megnövekedett adósságszolgálat csökkenti a belső keresletet, a növekvő fizetésképtelenség és a rövid külföldi forrásokra való ráutaltság veszélyezteti a pénz-ügyi és ezen keresztül a teljes gazdasági stabilitást.

Romániában 2011 közepén a devizaalapú jelzáloghitelek átlagos hátralévő fu-tamideje 22 év volt, Magyarországon körülbelül 14 év, és Lengyelországban is bőven 10 év fölött van az átlagos lejárat. Azt előrebocsáthatjuk, hogy az állomá-nyi problémát nem lehet gyorsan megoldani, nincs olyan csodafegyver, ami jobb lenne, mint az állomány fokozatos leépülése: ez a probléma még sokáig megma-rad. A belföldi valutához való gyors visszatérést csak adminisztratív eszközökkel lehet elérni, mint például Argentínában és Pakisztánban, ahol a pénzügyi vál-ság során kötelező devizaátváltást írtak elő (EBRD [2010]). Azt leszögezhetjük, hogy ez a megoldás sem nem kívánatos, sem nem járható Európában. Hosszú távon az állományi probléma megoldása nem más, mint a növekményi probléma megoldása, valamint a gazdasági növekedés, az adósság kinövése. A bővülő gaz-dasági teljesítmény csökkenti a sérülékenységet – mind makroszinten, hiszen a GDP-arányos (külső) adósságállományok így csökkennek, mind mikroszinten, hiszen a növekvő tőke- és munkajövedelmekből könnyebb kigazdálkodni a havi törlesztőrészletet. Ez persze a jelenleg bajban lévő háztartásokon, bankokon és kormányokon nem segít.

Amint említettük, Magyarországon az állományi probléma súlyosabb, mint Ro-mániában vagy Lengyelországban, mert maga az állomány és annak a törlesztő-terhe is nagyobb, mint a másik két országban. Romániának van egy nagy előnye Lengyelországgal és Magyarországgal szemben: Románia devizahitel-problémája az euróövezethez való csatlakozása után megszűnik (illetve a csatlakozáskori árfolyamtól függően túlzott eladósodottsági problémává alakul). Miután a kor-mányszati szándék szerint Románia három év múlva csatlakozik az eurózónához, nem csoda, hogy a kormányzat nem harcol tűzön-vízen át a devizahitel-állomány csökkentéséért.⁷⁰

⁷⁰ A kormányzat EMU-csatlakozási szándéknyilatkozatai természetesen nem mindig jelentenek so-kat – ezt sajnos nálunk senki sem tudja jobban.

A svájci frank csapdája

A tanulmány során többször is említettük, hogy Lengyelországban és Magyarországon a devizahitelek elsöprő többsége svájci frankban van, miközben Romániában a devizahitelek szintén elsöprő többsége euróban. Ennek a különbségnek mind az okairól, mind a következményeiről lehetne egy-egy külön tanulmányt írni, ezért ezzel a kérdéssel itt csak vázlatosan foglalkozunk.

A SVÁJCIFRANK-HITELEK EREDETE

Egyes információk szerint a svájcifrank-hiteleket az osztrák tulajdonosi háttérrel rendelkező bankok „találták ki”: az osztrák „bankok a kilencvenes években először a svájci határ közelében élő és Svájcban dolgozó osztrákoknak adtak ilyen hiteleket. A dolognak nem is nagyon volt kockázata, mert a svájcifrank-alapú termékek célközönsége frankban kapta a fizetését, tehát természetes fedezetük volt, árfolyamkockázat nélkül” (*Index* [2011]). Ebből az következne, hogy azokon a piacokon terjedt el a svájcifrank-hitel, ahol az osztrák bankoknak számottevő piaci részesedésük volt. Csakhogy Romániában 2001 óta jelentős az osztrák banki jelenlét, mégsem lett olyan népszerű a svájcifrank-hitel, mint Lengyelországban vagy Magyarországon. Egy másik lehetséges (kiegészítő) magyarázat, hogy a bankok akkor nyúltak az euró helyett a svájci frankhoz, amikor a kockázati verseny fokozódott, és a piaci részesedés növelésében már az az 1-2 százalékpont is számított, amennyivel a svájcifrank-hitelek olcsóbbak voltak az euróhiteleknél. Ezt támasztja alá, hogy Magyarországon a devizahitelezés kezdetén az euróhitelek voltak többségben, csak 2004-ben, a verseny fokozódásával vette át a szerepet a svájci frank. Hasonlóképpen Romániában, a devizahitelezés második nagy felfutásának, és a verseny erősödésének idején (2007-től) jelentek meg a frankhitelek. (Románia esetében az a már korábban említett tény is közrejátszhatott az euróhitelek nagyobb népszerűségében, hogy rengeteg román háztartásnak lehetett/van valamikor természetes fedezettsége az euróhitelekre.)

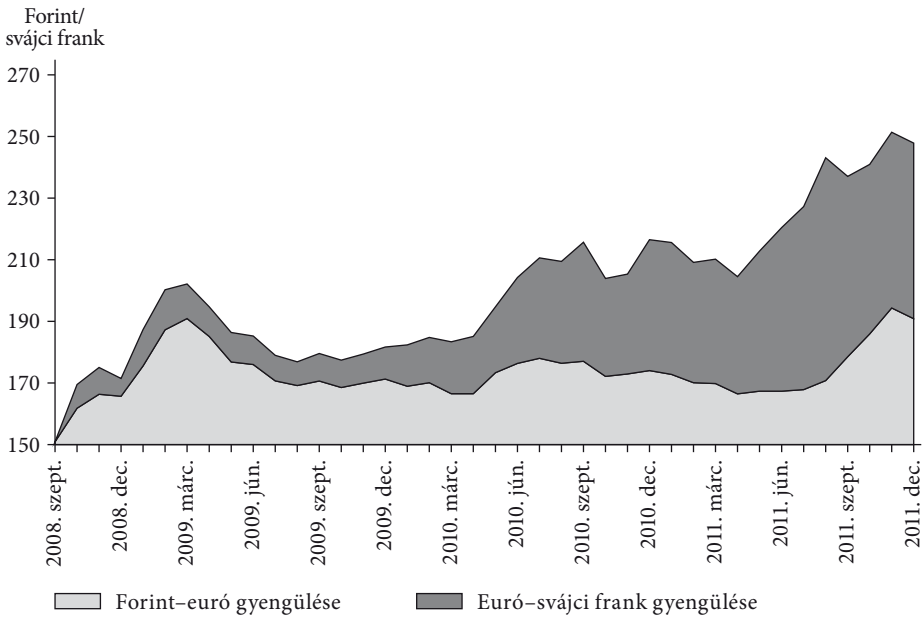
A svájcifrank-hitelek választása az euróhitelek helyett pillanatnyilag nagyon súlyos hibának tűnik. A svájcifrank-hitelek forintban kifejezett törlesztőrészlete ugyanis nemcsak a magyar gazdaság helyzetétől függ (a forint/euró árfolyamon keresztül), hanem az eurózóna helyzetétől is (az euró/svájci frank árfolyamon keresztül). Mind a magyar, mind a lengyel svájcifrank-adósok törlesztőrészletének emelkedése nagyobb részben az euró gyengüléséből, és csak kisebb részben a nemzeti valuták gyengüléséből adódott (21. ábra). Ebből a szempontból a svájci frankban eladósodók a jelenlegi válsággal halmozottan hátrányos helyzetbe kerültek, és sorsuk olyan tényezőktől függ, amelyekre sem a kormánynak, sem a monetáris hatóságnak sem most, sem a jövőben nem lesz hatása (lásd erről többek közt *Hudecz–Szigel* [2010]).

Ez a tehetetlenség problémát okoz mind az adósok, mind a bankok, de talán legfőképpen a döntéshozók számára. Ha az euró túléli a jelenlegi válságot, és erősödik a svájci frankhoz képest, akkor mindenképpen megfontolandó a svájcifrank-hitelek euróra való konverziója. A jelenlegi aszimmetrikus rögzítés miatt ennek most nem lenne értelme, hiszen az euró gyengüléséből már nem keletkezik további árfolyamvesztés, mert a svájci frank euróval szembeni erősödésekor a svájci jegybank kénytelen lenne

A törlesztőrészek elsősorban az eurózóna válsága miatt nőttek, és csak kisebb mértékben a hazai gazdaság romló állapota miatt

21. ábra

Az euró/svájci frank árfolyam gyengülésének szerepe a forint/svájci frank árfolyam gyengülésében (2008. szeptember–2011. december)



Megjegyzés: az ábra világosszürke része azt mutatja, mennyi lenne a svájci frank forintárfolyama, ha az euró/svájci frank keresztárfolyam nem változott volna 2008 szeptemberéhez képest.

Forrás: MNB.

közbeavatkozni, és növelni a svájcifrank-kínálatot, hogy megakadályozza az erősödést. A gazdasági és pénzügyi válság elmúltával nagy valószínűséggel (bár korántsem biztosan) a svájci frank árfolyama gyengülni fog, hiszen veszít a biztonsági valuta szerepéből. Egy esetleges következő válság során (ami az elkövetkező 15 évben egyáltalán nem kizárható) azonban megismétlődhet ugyanaz, ami az utóbbi években lejajlott, hogy tudniillik a svájci frank menedékdeviza lesz, és ezért rendkívül megerősödik, újra csapdába ejtve a svájci franknak kitett országokat. Mindennek elkerülésére lenne érdemes a magyarországi devizahitel-állományt a svájci frank gyengülése után euróra váltani. Ehhez szükséges lesz a bankok támogató hozzáállása is. Ha effajta konverzió nem lesz tömegesen lehetséges, akkor azt is meg kell fontolni, hogy a devizatartalékok devizális szerkezetét jobban hozzáigazítsák a nyitott devizapozíció szerkezetéhez.⁷¹ Ebben az esetben ugyanis aggregált szinten a svájci frank erősödése kevésbé növelné az ország külső adósságát, mint ha nem lenne svájcifrank-eszköz a devizatartalékban.

⁷¹ Jelenleg a nettó külső adósságnak mintegy harmada svájci frankban van denominálva.

Az állományi probléma kezelési kísérletei Magyarországon

A devizahitelezés állományi problémájával kapcsolatban két tényező van, amit adottnak tekinthetünk, és amin nem lehet rövid távon változtatni. Egyfelől adott a nyitott devizapozíció. Már a válság kezdete utáni hónapokban és azóta különböző formában újra és újra felmerül a devizahitelek átváltásának gondolata. Amint azt *Balás-Nagy* [2010] bemutatta, a forintbitelek átváltása azt jelentené, hogy a háztartási szektortól valamelyik másik szektor (állam, vállalatok vagy külföld) veszi át a nyitott devizapozíciót. Ez egyben azt is jelenti, hogy a külső adósság az átváltással nem csökkenthető, az ország sérülékenysége nem csökkenne, csak az árfolyamkockázat kerülne más szektorhoz.

A másik tényező, amit adottnak tekinthetünk, az a fiskális veszteség, ami az árfolyam leértékelődése miatt keletkezik. Abban az esetben (alapeset), ha a kormány nem hoz semmilyen külön intézkedést, a terhek önmaguktól is megoszlanak a három fél között: az ügyfelek jövedelmük nagyobb hányadát fordítják törlesztésre, rosszabb esetben elvesztik lakásukat; a bankok a fizetésektelen adósok által vissza nem fizetett kölcsön után veszteségeket szenvednek el; az állam mindkét iménti tényező miatt kevesebb adóbevételhez jut, a csődbe ment adósok miatt a szociális ellátórendszer kiadásai nőnek, az esetleges pénzügyi stabilitási feszültségek pedig állami beavatkozást kényszeríthetnek ki.

Bármilyen, az alapesettől eltérő, a devizahiteleseket „megsegítő” terv, intézkedés is jön létre, annak a legfontosabb pontja és egyben lényege az, hogy ezeket a veszteséget a háztartások, a bankok és az állam milyen formában osztják újra egymás között. Ebben a trióban a devizahiteles háztartásoknak van a leggyengébb alkupozíciója, hiszen egyrészt szabad akaratukból vették fel a devizahiteleket, és aláírásukkal vállalták annak minden következményét, így jogilag a veszteség elsősorban őket terheli, másrészt nincs egységes érdekképviseletük. Innentől az igazi kérdés az, hogy az állam milyen mértékben vállalja át a devizahitelesek veszteségét, és milyen eszközöket alkalmaz a bankok terhelésében. A bankok és a mindenkori kormányzat között vonhatunk egy érdekes párhuzamot. Mindkét szereplőnek van felelőssége a devizahitelezésben, de a rájuk „osztott” veszteséget nem fogják egyedül viselni. A bankok tulajdonosai a terheket megosztják alkalmazottaikkal, ügyfeleikkel és rajtuk keresztül az egész magyar gazdasággal, a kormány pedig az összes terhet voltaképpen a mostani és a jövőbeli adófizetők számlájára vállalja. Mindennek fényében nagyon gondosan és felelősségteljesen kell eljárnia az államnak, amikor úgy dönt, hogy a devizaadósok veszteségének egy részét másra ruházza.

A devizaadósok tömeges megsegítése azért is problémás, mert növeli a devizahitelezés kialakulásában is szerepet játszó erkölcsi kockázatot, amennyiben az új adósok már biztosak lehetnek benne, hogy baj esetén őket is megmentik majd.

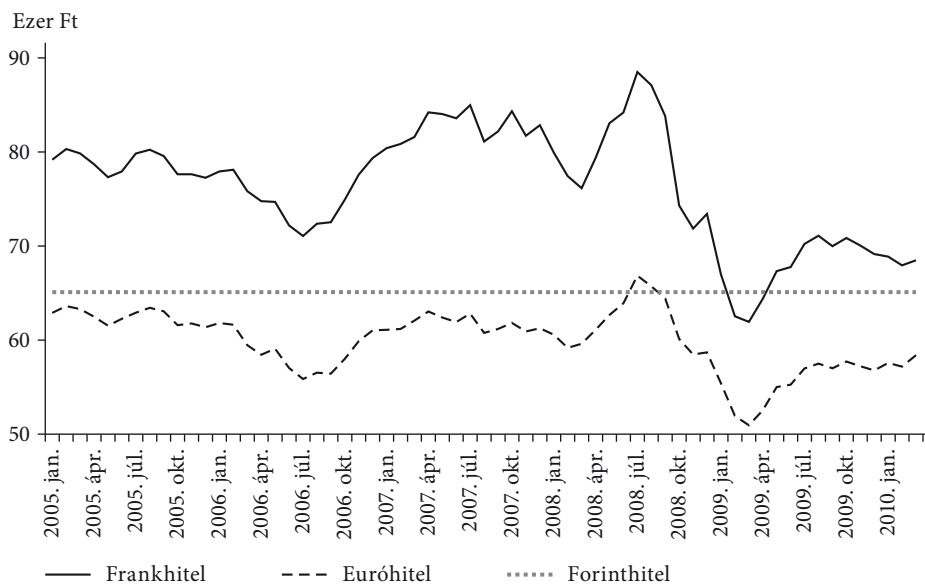
Van egy további szempont, ami miatt a devizahitelesek „megmentésekor” nagyon gondosan kell eljárni. A devizahitelesek ugyanis – és ez köztudott – hosszú évekig sokkal jobban jártak, mint azok, akik forinthitelt vettek fel. Az tűnne társadalmilag igazságosnak, hogy ha a nyereség nem volt közös, akkor a veszteség se

legyen az. A 2011. decemberi árfolyam alapján készült becsléseink szerint szinte minden svájcifrank-hiteles törlesztőrészele *jelenleg* nagyobb, mint ha eredetileg forinthitelt vett volna fel (22. ábra). Ugyanakkor akik euróhitelt vettek fel, azok *jelenleg* szinte kivétel nélkül még mindig kevesebbet törlesztenek, mint ha forintban vették volna fel a hitelt.

Jelenleg a svájcifrank-hitelek törlesztőrészele nagyobb, az euróhiteleseké pedig kisebb, mint ha eredetileg forinthitelt vettek volna fel

22. ábra

Az egyes hónapokban felvett svájcifrank-, euró- és forintalapú lakáshitelek becsült törlesztőrészele 2011 végén (felvett hitelösszeg: 6 millió forint, futamidő 20 év)



Példa: ha valaki 6 millió forintos 20 éves futamidejű euróalapú lakáshitelt vett fel 2007 áprilisában, annak a törlesztőrészele 2011 decemberében megközelítőleg 63 ezer forint volt.

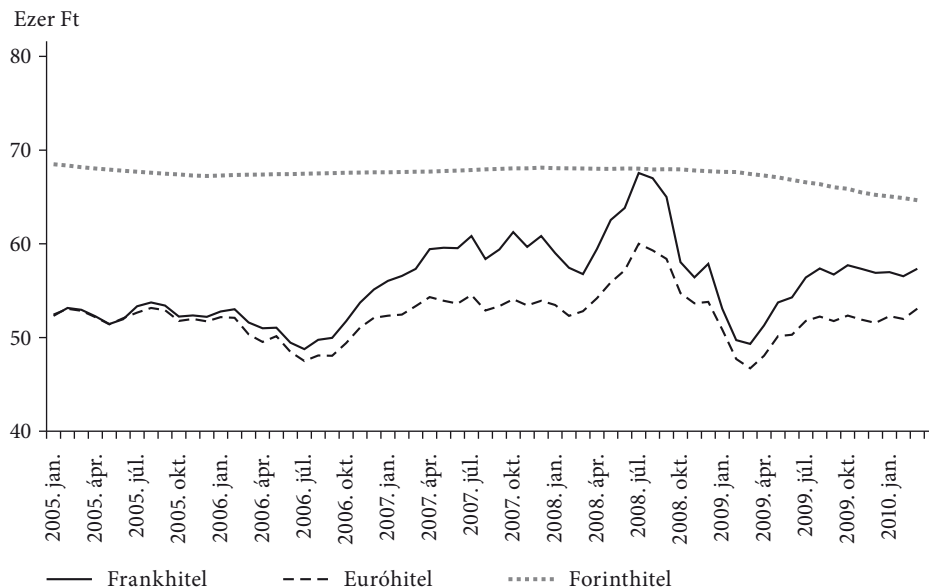
Forrás: MNB, saját számítás.

Ami viszont még ennél is érdekesebb, az az, hogy a hitel eddigi teljes futamidején átlagosan kinek mekkora volt a törlesztőtérhe, azaz eddig összesen ki, kinél, mennyivel járt jobban (23. ábra). Ezek a számok pedig azt mutatják, hogy akik devizahitelt vettek fel, azok a hitel eddigi teljes szakaszát tekintve még mindig sokkal jobban jártak, mint ha forinthitelt vettek volna fel. (A becslés 20 éves eredeti futamidejű hiteleket hasonlít össze, mivel körülbelül ekkora az átlagos induló futamidő a lakáshiteleknél. Minél hosszabb a futamidő, a devizahitelek előnye annál nagyobb.)

Szinte minden devizahiteles eddig összesen kevesebbet költött törlesztésre, mint ha forinthitelt vett volna fel

23. ábra

Az egyes hónapokban felvett svájcifrank-, euró- és forintalapú lakáshitelek becült átlagos törlesztőrészelete a felvételtől 2011 végéig (felvett hitelösszeg: 6 millió forint, futamidő 20 év)



Példa: ha valaki 6 millió forintos 20 éves futamidejű euróalapú lakáshitelt vett fel 2007 áprilisában, annak a havi törlesztőrészelete 2007 áprilisa és 2011 decembere között átlagosan mintegy 54 ezer forint volt.

Forrás: MNB, saját számítás.

Mindezen megfontolások sajnos mit sem változtatnak azon a tényen, hogy valóban rengeteg család került olyan helyzetbe, hogy adósságait nem tudja törleszteni, ami mind szociális, mint pénzügyi stabilitási, mind pedig nemzetgazdasági szempontból súlyos teher a társadalomnak, az országnak. Ezt a terhet próbálta a kormányzat 2010 óta több ízben is kezelni, de ezek a kísérletek eddig alighanem több kárt okoztak, mint hasznot.

ÁRFOLYAMGÁT ÉS KILAKOLTATÁSI MORATÓRIUM • 2011 májusában a miniszterelnök a Bankszövetséggel való egyeztetés után ötponos akcióttervet jelentett be („otthonvédelmi csomag”). Ennek első pontja az úgynevezett árfolyamgát. Ezek szerint az adósok kérhetik, hogy 2014. december 31-éig a frankhitelt 180 forintos, az euróhitelt 250 forintos, a jenhitelt 2 forintos árfolyamon törleszthessék. Az időközben felgyülemlett többlettartozás forinthitel lesz, amelynek kamata a rövid bankközi kamatokkal megegyező, és amelyet 2015. január 1-jétől kell elkezdeni törleszteni az

időközben piaci árfolyamra visszaállított devizahitel-törlesztéssel egyetemben. Ez az intézkedés két esetben jelenthet segítséget: segíthet azoknak, akiknek a fizetési nehézségei átmenetiek, és komoly esély van arra, hogy a jövedelmi helyzetük az elkövetkezendő két-három évben jelentősen változik; illetve segíthet akkor, ha az árfolyamrögzítés ideje alatt a forint átlagosan erősödik. Ennek az intézkedésnek korlátozott a népszerűsége (a kézirat nyomdába adásáig alig ezer ügyfél vette igénybe), ami egyfelől jelzi, hogy nem igazán volt alkalmas a probléma kezelésére, másfelől persze az is közrejátszott, hogy közben megszületett a végtörlesztésről szóló törvény, illetve a kibővített árfolyamgát.

Az ötpontos akcióterv keretében jelentették be, hogy 2011. július 2-ától megszűnik a kilakoltatási és árverezési moratórium, illetve hogy a bankok kvóták szerint kezdhetik meg az ingatlanok árverezését. (A kvótarendszer a jelentős ingatlanpiaci ársokk elkerülése érdekében indokolt lehet, bár a kvóták megfelelő mértékéről megoszlanak a vélemények.) Szintén ekkor jelentették be, hogy feloldják a jelzáloghitelezés tilalmát, de a feltételeket olyan szűkre szabták, hogy gyakorlatilag elérhetetlen maradt a devizaalapú jelzáloghitel, valamint hogy újra lesz állami kamattámogatású forinthitel. Az ötödik elem a sokat halogatott és csak nemrég felállított Nemzeti Eszközkezelő Társaság volt.

A NEMZETI ESZKÖZKEZELŐ TÁRSASÁG • A Nemzeti Eszközkezelő Társaság (NET) alapgondolata az, hogy az állam megvásárolja a bankoktól a fizetéképtelen adósok ingatlanjait, akik azt visszabérlik az NET-től. Az erről szóló törvényt az országgyűlés 2011. december 5-én fogadta el. A NET 2012. január 1-jén kezdte meg működését. Az eredeti tervek szerint 2014. december 31-éig bezárólag 5000 ingatlant vásárolt volna meg, de a kormány és a Bankszövetség közt létrejött 2011. decemberi megállapodás (lásd később) részeként ezt a keretszámot a kormány 25 ezerre emelte. A programba való bekerülésnek igen szigorú feltételei vannak: csak azok ajánlhatják fel az ingatlanukat, akik legalább két gyermeket nevelnek, utánuk családi pótlékra jogosultak, a hitelüket 2009. december 30. előtt vették fel, és rendszeres szociális segélyt vagy foglalkoztatást helyettesítő támogatást kapnak. Az ingatlannak a hitelszerződés megkötésekor megállapított értéke Budapesten és a megyei jogú városokban nem lehet több 15 millió forintnál, máshol 10 millió forintnál, és a kölcsönt legalább 20 százalékos önerővel vették fel. Az NET-nek azok ajánlhatják fel az ingatlanjukat, akik már legalább 180 napja nem fizetnek. A NET csak akkor vásárolhatja meg a felajánlott ingatlant, ha abba a bank is beleegyezik (a vételár törvényben rögzített: Budapesten és a megyei jogú városokban a hitelszerződés megkötésekor forgalmi érték 55 százaléka, egyéb városokban 50, községekben 35 százaléka). Ha a bank elfogadja a NET ajánlatát, azzal lemond a vételáron felüli minden követeléséről az ügyfél felé. A programba került adósok határozatlan idejű bérleti szerződést kötnek az NET-tel, és kötelesek bérleti díjat és rezsit fizetni. Ha a család jövedelmi helyzete később rendeződik, akkor a program kezdete után leghamarabb hat hónappal, de legfeljebb két évvel visszavásárolhatja az ingatlanát.

A 2012. évi (amúgy is feszített) költségvetésben jelenleg mindössze 3 milliárd forint van tervezve a NET finanszírozására, ami még a három évre eredetileg tervezett

5000 ingatlan időarányos részének megvásárlásához igencsak kevésnek tűnik, nem hogy a 25 ezerre növelt keret időarányos részéhez. A NET a kézirat nyomdába adásáig még egy darab ingatlant sem vett meg.

A VÉGTÖRLESZTÉS • A kormány (nemzetközileg is) legnagyobb port kavaró intézkedése a 2011 szeptemberében bejelentett „országvédelmi csomag” volt, amelynek hat pontjából öt a hazai hitelpiac működésével kapcsolatos. A csomag tartalmaz két igen előremutató javaslatot: kiterjesztik a háztartásokra a pozitív adólistát, valamint a bankok a jövőben csak fix kamatozású hitelt vagy pedig valamilyen referenciakamathoz rögzített kamatozású hitelt adhatnak, amely utóbbi esetben a kamatrésnek a hitel teljes futamideje alatt változatlanul kell maradnia. Ezzel a két javaslattal a kormány az MNB régóta szorgalmazott szabályozás irányába tett lépéseket. A csomag további, a devizahitelesekkel érintő pontja, hogy a devizahitelek esetében forintban felmerülő költségeket csak forintban lehet meghatározni, ami fogyasztóvédelmi szabályozásnak tekinthető.

Az intézkedéscsomag emblematikus és legnagyobb hatást kiváltó pontja a rögzített árfolyamon történő végtörlesztés lehetősége. Azt, hogy ez a törvény finoman szólva nem piacokonform, sőt jogállam-konformságával kapcsolatban is számos kérdés felvethető (mint ahogy az érintettek egy része ezt az Európai Bizottságnak fel is vetette), már számosan leírták, alighanem ezzel mindenki tisztában van. A törvény rendkívül káros gazdasági hatásairól is sokan sok helyütt megemlékeztek már.⁷² E helyütt azt emeljük ki, hogy a végtörlesztés úgy okoz rendkívüli károkat a gazdaságnak és az országnak, hogy a devizahitelesek problémáját voltaképpen nem oldja meg, sőt várhatóan rontja. Amint azt említettük, két tényező van, amit a devizahitelezés kapcsán rövid távon adottnak tekinthetünk (és sajnos éppen ez a kettő az, ami a probléma lényegét is adja): a nyitott árfolyam-pozíció és az árfolyamvesztés. A végtörlesztési javaslat nyomán a (GDP-arányos) nyitott árfolyam-pozíció nem fog jelentősen változni, hiszen az MNB a devizatartalékát rendelkezésre bocsátja a végtörlesztés miatt fellépő devizakereslet erejéig, a végtörlesztéssel élő háztartások nyitott árfolyam-pozícióját tehát a konszolidált államháztartás veszi át.⁷³ A közvetlen fiskális veszteségeknek az eredeti változat szerint körülbelül a 75 százalékát a háztartásokról áthelyezi a bankokra, azokon keresztül pedig azok ügyfeleire (a decemberi megállapodás értelmében ezt a veszteséget végül a bankok részben megosztják az adófizetőkkel). Csakhogy mindezzel az állam nem azokon segít, akiknek helyzete valóban kilátástalan, hanem azokon, akik rendelkeznek a szükséges megtakarításokkal, vagy hitelképességük van annyira jó, hogy végtörlesztendő hiteleiket ki tudják váltani más hitellel, magyarul azoknak, akik a devizahitelesek közül erre a segítségre a legkevésbé voltak rászorulva.

A PSZÁF márciusi adatai szerint összesen 169 256 hitelszerződés esetében éltek a végtörlesztéssel, tehát ennyi hitelszerződés esetében szűnt meg a devizakitettség

⁷² Ajánljuk az MNB 2011. novemberi stabilitási jelentésének vonatkozó részeit (MNB [2011a] 16–23. o.).

⁷³ A külföldi szektor pedig csak gyengébb árfolyam (vagy magasabb hozamok) mellett hajlandó átvenni azt, de az így létrejövő gyengébb árfolyam a GDP-arányos értékekben nagyrészt kompenzálja nyitott árfolyam-pozíció nominális változását.

(ebből 164 646-an bankoknál vagy fióktelepeknél végtörlesztettek), ami az összes érintett hitelszerződésnek körülbelül 17-19 százaléka. A végtörlesztett hitelek a devizaalapú jelzáloghitel-állománynak (devizában számolva) 23,3 százalékát teszik ki, ami meghaladja a végtörlesztés elején tett becsléseket (az MNB 15–20 százalékos végtörlesztési arányt várt).

KIBŐVÍTETT ÁRFOLYAMGÁT – „KIEGYEZÉS” A BANKSZEKTORRAL • A kormányzat és a Bankszövetség 2011. december 15-én megállapodást kötött, ami tekinthető egyfajta kiegyezésnek is. A megállapodásnak három olyan része van, amely a lakossági devizahitelezést érinti.

1. A végtörlesztési feltételeket szigorították, valamint a megállapodás értelmében a bankok a végtörlesztés során elszenvedett veszteségeik 30 százalékát leírhatják a 2011. évi bankadóból, az állam pedig nem segíti újabb módon a közalkalmazottak végtörlesztését.

2. A 2011. szeptember 30-án 90 napot meghaladó késedelemben lévő ügyfelek devizahitelét a bankok 2012. március 15-e és április 15-e között forintra váltják, és a tartozás 25 százalékát elengedik, feltéve, hogy a késedelem oka az adós fizetőképességében bekövetkezett tartós romlás volt, és a fedezetül szolgáló ingatlan forgalmi értéke a szerződés megkötésekor nem volt magasabb 20 millió forintnál. A bankok az elengedett összeg 30 százalékát a 2012. évi bankadóból szintén leírhatják. A forintra váltott hitelhez a kormány öt éven át, évente csökkenő mértékű kamattámogatást nyújt, valamint 5000-ről 25 ezerre bővíti a NET által 2014-ig megvásárolható ingatlanok számát.

3. Kiterjesztik a korábbi árfolyamgátat, mégpedig oly módon, hogy a meghatározott árfolyam felett a bank és az állam átvállalja a kamattörlesztést az adóstól, miközben az adott árfolyam feletti tőketörlesztési rész forintra váltva külön gyűjtőszámlán kamatozik az árfolyamrögzítés végéig, majd utána azt az adósnak kell törlesztenie. A frankhitelek esetében 180 és 270 forint/svájci árfolyamsávban⁷⁴ a bankok és az állam fele-fele arányban vállalják át a kamattörlesztést, 270 forint/svájci frank felett pedig a teljes törlesztést (tehát a tőketörlesztést is) az állam állja.

Bár a megállapodást a kormány sikerként könyvelte el, a beszámolók ritkábban szóltak arról, hogy pontosan kinek mennyibe került ez a siker. Ennek a megállapodásnak az MNB [2011b] decemberi becslése szerint egyértelműen a devizahitelek a nyertesei, és egyértelműen az adófizetők a vesztesei. Ami a bankszektort illeti, az MNB megállapítja, hogy bár a megállapodásban foglalt egyszeri, 2011. és 2012. évi bevételeik javítják a bankok tőkehelyzetét, „ezek a tételek még így is csak töredékét tudják kompenzálni a végtörlesztés miatti veszteségeknek” (MNB [2011b] 74. o.). Az árfolyamrögzítés keretében átvállalt költségek várhatóan meghaladják az egyszeri bevételeket, így a megállapodás értelmében a bankszektor (2011. évi értéken) öt év alatt összesen 44 milliárd forint pluszterhet vállalt – és ezt a végtörlesztésen elszenvedett teljes veszteségen túl kell érteni. Mindeközben a megállapodás a költségvetésre öt év alatt (2011. évi értéken) 324 milliárd forin-

⁷⁴ Az euróhitelek esetén 250–340 forint/euró, a jenhiteleknél 2,5–3,3 forint/jen az árfolyamsáv.

tot ró, a devizahiteles háztartások pedig 312 milliárd forint nettó transzferben részesülnek.⁷⁵

A KEZELÉSI KÍSÉRLETEK ÉRTÉKELÉSE • Amint a kezelési kísérletek bemutatásának elején mondtuk, az állományi probléma rövid távon, egyszeri intézkedésekkel nem oldható meg, az aggregált nyitott árfolyam-pozíció rövid távon jelentősen nem csökkenthető, legfeljebb megosztható. Ugyanígy az árfolyam-leértékelődés miatt keletkezett fiskális veszteség sem csökkenthető, legfeljebb megosztható. A kormány devizahitelesek problémáját megoldani hivatott intézkedéseit e két szempont mentén érdemes értékelni.

A végtörlesztésnél már említettük, hogy az ország sérülékenysége egyik fő okozójának tartott külső adósságot (azaz az egyes szektorok nyitott árfolyam-pozíciójának összegét) nem tudja érdemben csökkenteni. A fiskális terhek megosztásánál pedig a végtörlesztés során a kormány oly módon járt el, hogy azoknak juttatott jelentős transzfert, akik élni tudtak a végtörlesztéssel, azaz akiknek vagy volt jelentősebb megtakarítása, vagy még a jelenlegi körülmények között is hitelképesek voltak. Magyarul azoknak, akik erre nem voltak rászorulva. Ez a transzfer mintegy 370 milliárd forintot tesz ki, amelyből 111 milliárd forintot közvetlenül az adófizetők állnak. Emellett a végtörlesztés árfolyamgyengítő hatása további terhet rótt minden olyan devizahitelesre, aki nem tudott élni a végtörlesztéssel.

Az árfolyamgát intézménye a devizahiteleseken belül már nem torzít ennyire a jobb módúak javára,⁷⁶ ugyanakkor az adófizetők részéről ez is jelentős költségtranszfert jelent a devizahitelesek számára. Hogy pontosan mekkorát, azt majd csak 2017-ben lehet felmérni (ez főleg az addigi árfolyammozgások függvénye lesz). Ez a megoldás az igénybe vevők számára öt évre valóban megszünteti az árfolyammozgásból adódó törlesztőrészlet-ingadozást, sőt jelentősen csökkenti a törlesztőrészletet, a devizakitettséget azonban nem szünteti meg. Az ország sérülékenysége tehát ezzel az intézkedéssel sem csökkent.

Bár a „devizahitelesek megmentésének” gondolata kevés nyilvános ellenséget tudhat magáénak, érdemes felhívni a figyelmet arra, hogy az efféle tömeges „megmentések” a nem devizahitelesekkel, illetve a megtakarítókkal szemben nem éppen méltányosak, de akár ennél erősebben is lehetne fogalmazni. Említettük, hogy bár

⁷⁵ A becslés még 281 milliárd forintos bruttó veszteséget becsült a végtörlesztésből. Az azóta beérkezett adatok alapján ez inkább 370 milliárd forint lesz. Ez azt jelenti, hogy azon túl, hogy a bankok veszteségei is nagyobbak a korábban vártnál, a költségvetést is jobban terheli a megállapodás; bankok ugyanis nem 84 milliárd forintot, hanem 111 milliárd forintot írhatnak le a bankadóból. Ezt figyelembe véve *önmagában* a decemberi megállapodás (tehát nem tekintve a végtörlesztésből adódó óriási veszteségeket) 17 milliárd forintos terhet jelent a bankoknak, és 351 milliárd forintos kiadást az adófizetőknek.

⁷⁶ Bár valamennyire ez is a jobb módúaknak kedvez, hiszen minél nagyobb volt a hitelösszeg, annál többet vállal át az állam, és a felvett hitelösszeg bizonyos mértékig alighanem korrelál az adós jövedelmi helyzetével. További torzítást jelent, hogy az árfolyamgát nem érzékeny arra, hogy az egyes ügyfelek milyen árfolyamon vették föl a devizahitelüket. Aki például 180 forintos frankárfolyamon vette fel, az már az árfolyamvesztésének az első forintjára is kap támogatást, míg aki 150 forintos árfolyamon vette fel, az még 20 százalékos árfolyamvesztéséget is egymaga áll.

jelenleg a legtöbb devizahiteles törlesztőrészlete magasabb, mint ha eredetileg forinthatelt vett volna fel, az *eddig* átlagos törlesztőterhe azonban még mindig szinte mindenkinek kisebb, mint ha forinthatelt vettek volna fel, azaz a devizahitelesek eddig a teljes futamidőt tekintve szinte mind „jobban jártak”, mint a forinthaté-
 lesek. Vajon mi jogosítja fel a devizahiteleseket arra, hogy ilyen jelentős költség-
 transzferben részesüljenek, és vajon mi az, ami a piaci alapon felvett forinthatélek
 adósait ugyanerre már nem jogosítja fel? A kérdést persze egy lépéssel messzebből
 is feltehetjük. Egy olyan országban, ahol kevés a belföldi megtakarítás, azon belül
 is főleg a hosszú távú megtakarítások hiányoznak, ott miért érez az állam folyama-
 tos késztetést arra, hogy a hitelfelvevőknek transzfereket nyújtsanak a megtakarí-
 tókkal szemben, a jelenbeli és a jövőbeli adófizetők terhére?⁷⁷

Következtetések, javaslatok

Mindezek fényében feltehetjük a kérdést, hogy sikerült-e pontosan azonosítani a devizahitelezés kialakulásában szerepet játszó tényezőket, és vajon a devizahitelezés problémájának hosszú távú megoldására tett kísérletek, intézkedések ezeket a feltárt problémákat célozták-e vagy sem. Erre a válaszuk az, hogy bár a devizahitelezés kialakulásáért felelős tényezők nagy része ismert, és ezt a kérdéskört kisebb-nagyobb szakmai konszenzus is övezi, a kezelési kísérletek nem a mélyben húzódó problémák megoldását, hanem inkább a tünetek kezelését célozták.

Ha a kamatkülönbözet felől indulva próbáljuk meg felgöngyöltetni a történetet, akkor az elsődleges célok között kell lennie a *gyors dezinflációnak* és az ezzel szorosán összefüggő *hiteles monetáris politikának* (aminek a letéteményese a független jegybank). Persze nemcsak a monetáris politikának kell hitelesnek lennie, hanem az egész gazdaságpolitikának, értve ezen a *kiszámítható gazdasági és jogi környezetet* és a *fiskális fegyelmet*. Azt kell mondanunk, hogy ezeken a területeken az utóbbi időben kevés előrelépést tudott felmutatni a magyar gazdaságpolitika.

A *hosszú távú megtakarítások ösztönzése* terén ugyancsak kevés haladás történt az elmúlt években. Ezt jól mutatja az MNB érdektelenségbe fulladt jelzáloglevél-programja is. Az egyetlen igazán stabil és igazán hosszú távú belföldi megtakarításokat biztosító nyugdíjpénztári szektor ellehetetlenítésével ettől a céltől is inkább messzebb kerültünk. Fontos lenne tehát a hosszú távú megtakarítások ösztönzése. Ennek ugyancsak előfeltétele a kiszámítható gazdasági és jogi környezet. Sajnos, a megtakarítók bizalmát eljátszani sokkal könnyebb, mint visszanyerni.

A tanulmány elején szó esett arról, hogy az erkölcsi kockázat milyen szerepet játszhat a devizahitelezés kialakulásában: a hitelfelvevők (és akár a hitelnyújtók is!) tevékenységük kockázatosságának teljes tudatában cselekedtek, mert abban bíztak, hogy a döntéshozók a segítségükre sietnek, ha nagy lesz a baj. Ezt az erkölcsi kockázatot növelheti a rögzített árfolyamrendszer, vagy az árfolyamsimító monetáris politika. E két tekintetben a helyzet „javult”, hiszen Magyarországon már nincs árfolyamsáv,

⁷⁷ Ennek a politikai gazdaságtani vizsgálata is megérne egy külön tanulmányt.

és az árfolyam-ingadozás is korábban nem látott méreteket öltött. Az efféle erkölcsi kockázatnak ugyanakkor nemcsak a monetáris politika ágyazhat meg, hanem a fiskális politika is. Véleményünk szerint a 2011. évi adómentéseknek hosszú távon ez az igazán nagy költsége. Mindenki számára bebizonyosodhatott ugyanis, hogy a politika bizony a devizahitelek segítségére sietett, és a mentésben nem is igen volt tekintettel a „célzottság” és a „méltányosság” kritériumaira. A devizahitelek megtanulhatták, hogy igazán nagy bajban még akkor is lesz segítség, ha amúgy még mindig jobban jártak, mint a forintbitelek. A forintbitelek pedig megtanulhatták, hogy teljesen felesleges vállalni a kiszámíthatóbb, de drágább hitelt. Az adófizetők (és megtakarítók) pedig nyugtázhatták, hogy adóforintjaikat nem feltétlenül közfeladatok finanszírozására fordítják.

Mindaddig, amíg ezek az alapvető tényezők fennállnak, a devizahitelezés jövőbeli újbóli felfutását csak adminisztratív eszközökkel lehet gátolni. A felelős hitelezésről szóló kormányrendeletek ebben a tekintetben alkalmasak lehetnek a devizahitelezés iránti kereslet visszafogására, de hogy ez a hatás mennyire lesz tartós, az majd csak az alkalmazás során fog kiderülni. Ami a jelenleg érvényben lévő, tiltással szinte egyenértékű korlátozást illeti (devizaalapú jelzáloghitelt csak az vehet fel, akinek a jövedelme euróban keletkezik, és meghaladja a minimálbér 15-szörösét), nem kell túl sok képzelőerő ahhoz, hogy feltételezzük: ha a makrogazdasági környezet jobbra fordul, akkor lesz olyan politikai és társadalmi erő, amely ennek a szabálynak a lazítását fogja kérni, esetleg elérni. Elég, ha Románia példájára gondolunk, ahol egyes információk szerint⁷⁸ a bankszektor lobbitevékenysége le tudta bontani a szigorodó szabályozói korlátokat.

A növekményi problémával a hitelezés újbóli beindulásáig tehát nem nagyon kell szembesülni, a kilábalás után és a hitelezés beindulásakor azonban a szabályozóknak igencsak résen kell majd lenniük. Addig is pedig olyan gazdaságpolitikát kell folytatni, amely erős garanciákkal biztosított, kiszámítható gazdasági és jogi környezetet teremt, fenntartható és takarékos fiskális politikát kell folytatni, és csökkenteni kell az államadósságot. Ez mind a kockázati prémium csökkenésében, mind az árfolyam erősödésében komoly megtakarításokhoz vezethet az adófizetőknek és a devizahiteleknek egyaránt. Ez az egyetlen útja annak, hogy az állományi probléma is kezelhető maradjon. Legfőképpen ugyanakkor nagyon kell drukkolni az euró sikeréért, hiszen sajnos továbbra is igaz az, hogy a devizahitelek tehernövekedése legnagyobb része a frank euróval szembeni erősödésének tudható be, nem pedig a forint euróval szembeni gyengeségének.

Hivatkozások

- BACKÉ, P.–WÓJCIK, C. [2007]: Credit Booms, Monetary Integration and the New Neoclassical Synthesis. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32. No. 3. 458–470. o.
- BAKKER, B. B.–GULDE, A. [2010]: The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies? IMF Working Paper10/130. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10130.pdf>.

⁷⁸ Lásd a 40. lábjegyzetet.

- BALÁS TAMÁS–NAGY MÁRTON [2010]: A devizahitelek forinthitelekre történő átváltása. MNB-Szemle, október http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_msz_201010/balas-nagy_mnbszemle_1007.pdf.
- BANAI ÁDÁM–KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON [2010]: Az aranykor vége Magyarországon. Közgazdasági Szemle, 57. évf. 2. sz. 105–131. o. http://epa.oszk.hu/00000/00017/00167/pdf/1_banai-kiraly-nagy.pdf.
- BASSO, H. S.–CALVO-GONZALES, O.–JURGILAS, M. [2007]: Financial Dollarization: The Role of Banks and Interest Rates. ECB Working Paper 748. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp748.pdf>.
- BETHLENDI ANDRÁS [2011]: Policy Measures and Failures on Foreign Currency Household Lending in Central and Eastern Europe. Acta Oeconomica, Vol. 61. No. 2. 193–223. o.
- BETHLENDI ANDRÁS–CZETI TAMÁS–KREKÓ JUDIT–NAGY MÁRTON–PALOTAI DÁNIEL [2005]: A magánszektor devizahitelezésének mozgatórugói. MNB Háttér tanulmányok, 2. sz. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/mnbhu_hattertanulmany/mnbhu_ht200502/ht2005_2v.pdf.
- BROWN, M.–DE HAAS, R. [2010]: Foreign Currency Lending in Emerging Europe: Bank-Level Evidence. EBRD Working Paper, No. 122. <http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/workingpapers/M.WP122.pdf>.
- BROWN, M.–KIRSCHENMANN, K.–ONGENA, S. [2011]: Foreign Currency Loans – Demand or Supply Driven? SNB Working Papers, 2. sz. http://www.snb.ch/n/mmr/reference/working_paper_2011_02/source.
- BRZOZA-BRZEZINA, T.–CHMIELEWSKI, J.–NIEDŹWIEDZIŃSKA, J. [2010]: Substitution between Domestic and Foreign Currency Loans in Central Europe. Do central banks matter? ECB Working Paper, No. 1187. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1187.pdf>.
- CSAJBÓK ATTILA–HUDECZ ANDRÁS–TAMÁSI BÁLINT [2010]: Foreign Currency Borrowing of Households in New EU Member States. MNB, OP 87. http://www.mnb.hu/Root/ENMNB/Kiadvanyok/mnben_muhelytanulmanyok/mnben_op_87.
- DAIANU, D.–KALLAI, E. [2004]: Disinflation and Monetary Arrangements in Romania. William Davidson Institute Working Paper, Number 789. <http://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/2027.42/40175/3/wp789.pdf>.
- EBRD [2009]: Transition Report 2009. 3. fejezet, EBRD, <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR09.pdf>.
- EBRD [2010]: Transition Report 2010. EBRD. <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr10.pdf>.
- EC [2011]: Commission Staff Working Paper Accompanying the document. Report from the Commission to the Council on the Functioning of the Transitional Arrangements on Free Movement of Workers from Bulgaria and Romania. European Commission, COM(2011) 729 final. <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/11/st16/st16923-ad01.en11.pdf>.
- EICHENGREEN B.–HAUSMANN, R. [1999]: Exchange Rates and Financial Fragility. NBER Working Paper, No. 7418. <http://www.nber.org/papers/w7418.pdf>.
- ERKT [2011]: Európai Rendszerkockázati Testület ajánlása (2011. szeptember 21.) a devizahitelezésről. (ERKT/2011/1) (2011/C 342/01) http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2011_1.hu.pdf.
- HAKE, M. [2011]: Determinants of Foreign Currency Loans in CESEE Countries: A Meta-Analysis, előadás a 69th East Jour Fixe of the OeNB konferencián, Bécs, június 20. http://www.oenb.at/de/img/hake_tcm14-234665.pdf.

- HOLLAND, D.–FIC, T.–RINCON-ANZAR, A.–STOKES, L.–PALUCHOWSKI, P. [2011]: Labour mobility within the EU. Labour Mobility Within the EU – The Impact of Enlargement and Transitional Arrangements. National Institute of Economic and Social Research. http://www.niesr.ac.uk/pdf/050811_152043.pdf.
- HUDECZ ANDRÁS–SZIGEL Gábor [2010]: Miért szurkoljanak a svájci frankban eladósodottak az euró sikeréért? Napi Gazdaság, november 24.
- INDEX [2011]: Így lettünk frankfüggők. Index.hu, október 20. http://index.hu/gazdasag/magyar/2011/10/20/devizahitel_elterjedese/.
- JEANNE, O. [2003]: Why do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency? IMF Working Paper, 03/177. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03177.pdf>.
- KNF [2008]: Report on Activities of the Polish Financial Supervision Authority in 2008 (short version), Polish Financial Supervision Authority, http://www.knf.gov.pl/en/Images/Report%20on%20Activities%20of%20PFS%20in%202008_tcm81-11835.pdf.
- KRUSZKA, M.–KOWALCZYK, M. [2011]: Macro-Prudential Regulation of Credit Booms and Busts. The Case of Poland. World Bank Policy Research Working Paper, 5832. <http://elibrary.worldbank.org/docserver/download/5832.pdf?expires=1331414867&id=id&accname=guest&checksum=6645EABA5326228DAAE7131EEC16818D>.
- MNB [2001]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról. Február, MNB, http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_stabil/2001februar_hu.pdf.
- MNB [2008]: Elemzés a konvergenciafolyamatokról. MNB, http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_konvergenciajelentes/mnbhu_konyvjel_20080318/elemzes_a_konvergenciafolyamatokrol_2008.pdf.
- MNB [2010]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról. November, MNB, http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_stabil/mnbhu-stabjel-201011-folder/Jelentes_a_penzugyi_stabilitasrol_2010_november.pdf.
- MNB [2011a]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról. November, MNB, http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_stabil/mnbhu_stab_jel_201111/jelentes_penzugyi_stabilitas_201111_hu.pdf.
- MNB [2011b]: Jelentés az infláció alakulásáról. December, MNB, http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_inflacio_hu/mnbhu-inflacio-hu-20111222/IR_2011_DECEMBER_HUN.pdf.
- NBP [2003]: Financial Stability Report June 2001 – December 2002. National Bank of Poland, http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/financial_stability_en.pdf.
- NBP [2004]: Financial System Development in Poland, 2002–2003. National Bank of Poland, http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/fsd_2002_2003.pdf.
- NBP [2006]: Financial Stability Report 2005. National Bank of Poland, http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/financial_stability_2005.pdf.
- NBP [2008]: Financial Stability Report. National Bank of Poland, http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/financial_stability_june2008.pdf.
- NBP [2010]: Financial Stability Report. National Bank of Poland, <http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/fsr201012.pdf>.
- NBP [2011]: Financial Stability Report. National Bank of Poland, <http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/fsr201107.pdf>.
- NBR [2006]: Financial Stability Report, 2006. National Bank of Romania, <http://www.roembus.org/Economic/macroeconomic/2006/National%20Bank%20of%20Romania%20-%20Financial%20Stability%20Report%202006.pdf>.
- NBR [2011]: Financial Stability Report, 2011. National Bank of Romania.

- OECD [2010]: How to improve financial regulation and supervision? Megjelent: OECD Economic Surveys: Hungary. 3. fejezet, OECD, Párizs. http://www.oecd.org/document/61/0,3343,en_2649_33733_44540541_1_1_1_1,00.html.
- PÁLES JUDIT–KUTI ZSOLT–CSÁVÁS CSABA [2010]: A devizaswapok szerepe a hazai bankrendszerben és a swappiac válság alatti működésének vizsgálata. MNB Tanulmányok, 90. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/MT_90.pdf.
- PSZÁF [2005]: Beszámoló a felügyelt szektorok 2004. évi működéséről. PSZÁF. http://www.pszaf.hu/data/cms445552/publ_jelentes_2004besz.pdf.
- ROSENBERG, CH. B.–TIRPÁK, M. [2008]: Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU. IMF Working Paper, No. 08/173. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08173.pdf>.
- STEINER, K. [2011]: Households' Exposure to Foreign Currency Loans in CESEE EU Member States and Croatia. OENB, Focus on European Economic Integration, Q1/11, 2-24. http://www.oenb.at/de/img/feei_2011_q1_studies_01_tcm14-224901.pdf.
- SZENTKIRÁLYI BALÁZS [2011]: Ki a felelős a devizahitelezésért? Index.hu, október 18. http://index.hu/gazdasag/magyar/2011/10/18/ki_a_felelos_a_devizahitelezesert/.
- SZIGEL GÁBOR [2011]: Mi lesz az egyoldalú szerződés módosításokkal? Index.hu, Pénz beszél, október 7. http://index.hu/gazdasag/penzbeszel/2011/10/07/mi_lesz_az_egyoldal_u_szerzodesmodositásokkal/.
- TÓTH MÁTÉ [2003]: Árfolyamproblémák és nehézségek 2003-ban. ICEGEC, Vélemény Nr. 9. http://icegec-memo.hu/hun/_docs/velemen/ICEGvelemen_09.pdf.
- UNICREDIT [2008]: Residential Real Estate in CEE, UniCredit Group, http://www.yapikredi.com.tr/en-US/macroeconomic_research/pdf/UniCreditGroupCEEOccasionalReport/RealEstateReport.pdf.
- VADAS GÁBOR [2007]: Wealth portfolio of Hungarian households. Urban legends and facts. MNB, Occasional Papers, 68. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/OP_68.pdf.
- ZETTELMEYER, J.–NAGY, P. M.–JEFFREY, S. [2010]: Addressing Private Sector Currency Mismatches in Emerging Europe. EBRD Working Paper, No. 115. <http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/workingpapers/wp0115.pdf>.