

VINCZE JUDIT

A JELZÁLOGLEVELEK PIACI HELYZETE ÉS FEJLŐDÉSI IRÁNYAI

A tanulmány célja, hogy bemutassa a jelzáloglevél-piac hazai fejlődését, valamint azokat a befolyásoló tényezőket és kitörési pontokat, amelyek e részpiac fejlődésének új irányokat szabhatnak. Mindez szoros kölcsönhatásban volt és van a rendszerváltozást követő első jelzálogbank megalapításával és piacépítő munkájával, ezért a Földhitel- és Jelzálogbank (FHB) tevékenységének néhány jellemző elemét esettanulmányként kezeljük az elmúlt időszak kiemelt fordulópontjainál. A jelenlegi helyzet bemutatása alapvetően a 2001. év végi adatokra épül.¹

A JELZÁLOGLEVÉL ALAPTÍPUSAI ÉS AKTUÁLIS SZABÁLYOZÁSI KÉRDÉSEI

⇒ Jelzáloglevél-kibocsátás.

A jelzáloglevelek kibocsátása a jelzáloghitelezéshez kapcsolódik. Az EU tagországain belül – a tagországok specialitásaiból eredő kisebb-nagyobb eltérésektől eltekintve – a jelzáloghitelek és a jelzáloglevelek összekapcsolása két, alapvetően különböző módon mehet végbe:

- **Közvetlenül** – a jelzáloghitel finanszírozására kibocsátott jelzálogleveleket. Ez az úgynevezett német módszer

(mortgage bonds), amely Dániában és Németországban alakult ki.

- **Közvetve** – jelzáloghitel alapú értékpapírokkal. Ez a jelzáloghitelek értékpapírosítását jelenti, ami az úgynevezett angolszász módszer (mortgage-backed securities).²

Refinanszírozási modell. Az előzőkhöz képest „harmadik utas” megoldás, melynek során a jelzáloglevelet kibocsátó jelzálogbank refinanszírozza a jelzáloghiteleket nyújtó kereskedelmi bankokat. Az intézményi szétválasztás következtében a jelzáloglevél fedezete

1 Köszönetemet szeretném kifejezni azoknak a jegybanki és üzleti területeken dolgozó szakembereknek, akik hozzájárultak ahhoz, hogy az elemzés megszülessen. Mindazonáltal a tanulmány a szerző nézeteit tartalmazza, így nem feltétlenül tükrözi az MNB hivatalos álláspontját.

2 A Tőkepiaci törvény 2001. január 1-jétől hatályos módosítása említi az eszközalapú értékpapírok fogalmát, ami a mérlegen belüli követelések értékpapírosításának fő instrumentuma.

„kétlépcsős”, mivel a jelzáloglevél-kibocsátó bank mérlegében a refinanszírozó hitelek jelentik a közvetlen fedezetet, ami azonban össze van kapcsolva a kereskedelmi bank által a jelzáloghitelezés szigorú szabályai szerint nyújtott, ingatlanbiztosítékkal fedezett jelzáloghittel. Az FHB újonnan kialakított refinanszírozási konstrukciójához hasonló működik Svájcban, ahol a refinanszírozó

bankok egyben a jelzálogbank tulajdonosai is.

E három finanszírozási típus közti lényeges különbségeket megvizsgálva, a jelzáloghitelezés és az értékpapírosítás megvalósulását, a kockázatok megosztását és a befektetők védelmét, valamint a jelzáloglevelek mögötti fedezetek struktúráját az 1. táblázat mutatja be.

1. táblázat

A jelzáloglevéllel közvetlenül, illetve közvetve történő finanszírozás, valamint az FHB „harmadik utas” finanszírozási konstrukciójának lényeges különbségei

Megnevezés	Közvetlen finanszírozás jelzáloglevéllel	Közvetett finanszírozás jelzálog alapú értékpapírokkal	FHB konstrukciója
Jelzáloghitelezés	A jelzálog-hitelező: 1. Hitelt nyújt 2. A hasonló hiteleket „csomagba” gyűjti 3. Jelzáloglevelet bocsát ki	1. A jelzálog-hitelező eladja a jelzáloghitelt egy értékpapírosító cégnek (SPV) ¹ 2. Az SPV a hitelekből befolyó pénzáramlásokat „csomagokba” rendezi 3. Az SPV kibocsátja az értékpapírokat.	1. A jelzálog-hitelező hitelt nyújt és a fedezetre önálló zálogjogi szerződést köt. 2. Az önálló zálogjogi szerződést visszavásárlási megállapodás keretében eladja az FHB-nak. 3. Az FHB forrásként refinanszírozási hitelt nyújt a hitelező banknak. 4. Az FHB a refinanszírozási hitelek és az önálló zálogjog fedezete mellett jelzáloglevelet bocsát ki.
Az értékpapírosítás típusa (mérlegkezelés)	„on-balance sheet securitisation”, az eszközök a jelzáloghitelező mérlegében maradnak	„off-balance sheet securitisation”, az eszközök kikerülnek a jelzáloghitelező mérlegéből	A jelzáloghitelező a saját mérlegében tartja a követeléseket csak az „önálló zálogjogot” adja el a refinanszírozási hitelért cserébe egy visszavásárlási megállapodás keretében az értékpapírosítást végző FHB-nak. A jelzáloglevelek fedezete az FHB-nak a hitelező bankkal szembeni követelése.

1 SPV = Special Purpose Vehicle: külön intézmény, amely a jelzáloghitelező banktól megvásárolt eszközöket a befektetői igényeknek megfelelően átalakítja, csomagokba rendezi és az így összeállított új eszközportfóliót fedezetként felhasználva értékpapírokat bocsát ki a befektetők felé.

Megnevezés	Közvetlen finanszírozás jelzáloglevéllel	Közvetett finanszírozás jelzálog alapú értékpapírokkal	FHB konstrukciója
Kockázatot futó – hitelkockázat – előtörlesztés kockázata – piaci kockázat	– kibocsátó = hitelező – kibocsátó = hitelező – befektető	– befektető – befektető – befektető	– hitelező + FHB – hitelező + FHB – befektető
A befektető védelme arra az esetre, ha a kibocsátó csődbe megy	Csőd esetén előjog: A jelzáloglevélbe befektetőnek elsőbbsége van követeléseinek kielégítésére a kibocsátó eszközeiből.	A csőddel szembeni védelem az értékpapírosítás struktúrájába eleve beépített, mivel a jelzáloghitelező csődje nem érinti a jelzáloglevél adósságszolgálatát.	Csőd esetén előjog: A jelzáloglevélbe befektetőnek elsőbbsége van követeléseinek kielégítésére a kibocsátó eszközeiből. Továbbá törvény garantálja, hogy a befektető kockázata független a hitelező csődjétől, mert ez esetben az eredeti jelzálog hiteladós kerül az FHB-val szemben a hitelező helyére.
Garanciák	Garanciát (ha egyáltalán adnak) a jelzálog-hitelező = kibocsátó adhat.	A garanciát harmadik fél, pl.: biztosító nyújt	Garanciát (ha egyáltalán adnak) az FHB = kibocsátó adhat.
A jelzáloglevél mögötti fedezetek „pool” struktúrája	1. Az eszközalapban az egyedi összetevők helyettesíthetőek. 2. Főként heterogén eszközök. 3. A választható eszközöket törvény határozza meg.	1. Az eszközalapban az egyedi összetevők nem helyettesíthetőek. 2. Főként homogén eszközök. 3. Törvény nem határozza meg kötelező jelleggel a választható eszközök körét.	1. Az eszközalapban az egyedi összetevők helyettesíthetőek. 2. Főként heterogén eszközök. 3. A választható eszközöket törvény határozza meg.
Kamatfizetés	Általában évente	Általában havonta	Általában évente
Tőke-visszafizetés	Kibocsátási tájékoztató szerint	A hitel-visszafizetés ütemében	Kibocsátási tájékoztató szerint

Az Európai Unión belül a közvetlen finanszírozás a domináns, azonban a jelenlegi helyzetkép azt mutatja, hogy kismértékben ugyan, de mindegyik tagállamban megjelentek a jelzáloghitel alapú értékpapírok. Súlyuk a finanszírozásban azonban összességében csekély, 1999. év végén még nem érte el az Európai Unió belüli teljes jelzáloghitel-állomány 1 százalékát sem. A jelzálogalapú értékpapírok az angolszász típusú jogszabályi környezetben alakultak ki, ezért az EU-tagállamok közül Anglia tekinthető klasszikus példának, valamint egyelőre Franciaországban és Ír-

országban honosodtak meg nagyobb arányban.

⇒ A jelzáloglevelek kibocsátásának hazai szabályozása.

A jelzáloglevél sajátosságait és a kibocsátásához szükséges követelményeket a jelzálog-hitelintézettről és a jelzáloglevélről szóló többször módosított 1997. évi XXX. törvény (továbbiakban: Jht.) szabályozza, lényegében a német típusú közvetlen finanszírozást alapozva meg.

A magyar szabályozás alapvető követelményei a jelzáloglevelekkel szemben:

- Hosszú lejárat.
- A törvény a lejáratra vonatkozóan nem tartalmaz konkrét szabályt, előírja azonban a jelzáloglevelekkel finanszírozott hitelek portfólióbeli arányát, ami a lejárat megfelelés miatt közvetve az 5 év feletti időintervallumba tereli a jelzálogleveleket.
- Kizárólag jelzálog-hitelintézet bocsáthatja ki.
- A jelzálog-hitelintézet szakosított intézmény, amely működését külön törvény szabályozza (Jht.), minimális jegyzett tőkéje 3 Mrd Ft.
- A PSZÁF speciális kritériumok szerint, évenként ellenőrzi a jelzálogbankok tevékenységét.
- A jelzálogbankok ingatlanbiztosítékára elidegenítési és terhelési tilalom vonatkozik.
- A jelzálogleveleket fedező hitel- és kamatkövetelések úgynevezett külön fedezet-nyilvántartásba kerülnek, értéküket független vagyonellenőr és könyvvizsgáló ellenőrzi.
- A jelzáloggal terhelt ingatlanok értékének maximum 70 százalékát érheti el a hitel, amely rendes fedezetként legfeljebb a hitelbiztosítéki érték 60 százalékáig vehető figyelembe.

⇒ **A jelzáloglevél-piacot befolyásoló aktuális szabályozási kérdések az Európai Unióban.**

Tőke megfelelési mutató. Az EU-övezet jelzáloglevelekre vonatkozó szabályozásában jelenleg a jelzáloglevelek és a bázeli, illetve az európai uniós tőke megfelelési mutató szabályozás összefüggései vannak napirenden. A téma fontos-

ságát jelzi, hogy az EU teljes tőkepiacán (ez mintegy 8 537 ezer Mrd euró) 17 százalék a jelzálogkötvények részesedése.

A hitelintézetekről szóló direktíva³ 1998. január 1-jéig 10 százalékos kockázati súlyozást engedélyezett az eszközportfólióban tartott jelzáloglevelekre, ezt utána 20 százalékra emelték. Kilenc EU-tagország⁴ nemzeti törvényei a direktíva ellenére fenntartották a 10 százalékos súlyozási lehetőséget. Erre azért volt szükség, hogy a szabályozás megváltoztatásából eredő ármódosulások ne okozhassanak súlyos zavarokat a nemzeti tőkepiacokon. Az új szabályok kialakításig⁵ a Bizottság „tolerálja” a 10 százalékos súlyozást, tekintettel arra, hogy a ma még hatályos 20 százalékos előírást számos országban nem alkalmazzák.

A magyar hitelintézeteknek a jelzálogleveleket is – mint minden más hitelintézzel szembeni követelést – 20 százalékos súllyal kell figyelembe venniük a tőke megfelelési mutató számításakor.⁶

A jelzáloglevelekkel kapcsolatban a tőke megfelelési mutató újraszabályozását alapvetően az nehezíti, hogy egyelőre **sem az első, sem a második bázeli konzultációs dokumentum nem említi a jelzáloglevelek súlyozását.** A jelzáloghitelek értékpapírosításából származó értékpapírokra (mortgage-backed securities, MBS) javasolt 50 százalékos súlyozás nem vihető át az egészen más kockázati jelleg-

3 Art. 63 par. 2 Directive 2000/12/EC.

4 Ausztria, Belgium, Dánia, Görögország, Finnország, Franciaország, Lichtenstein, Németország és Spanyolország.

5 Várhatóan 2004/2005.

6 13/2001. PM rendelet 6. § (1) bekezdés c) pont.

2. táblázat

Szabályozási különbségek

A UCITS direktíva kikötései	A magyar szabályozás
A befektetők védelmében törvény által előírt, speciális állami felügyelet.	A jelzáloglevél-kibocsátás a jelzálog-hitelintézeti tevékenységhez kötött, amelyet a PSZÁF engedélyez és a speciális követelmények betartását folyamatosan ellenőrzi (Jht. 22. §).
A kibocsátásból származó összeget olyan eszközökbe kell fektetni, amelyek az értékpapír teljes futamideje alatt megfelelően fedezik a fennálló kötelezettségeket.	A jelzáloghitel csak ingatlanfedezettel és önálló jelzálog-bejegyzéssel nyújtható. A bejegyzést a földhivatalok soron kívül 8 napon belül intézik (Jht. 5. §). A ranghelyet azonban a kérelem iktatási időpontja határozza meg (Inyt. 7. §). ⁸ A jelzálogbankok üzleti szabályzatukban ragaszkod(hat)nak az első ranghelyen történő bejegyzéshez. Törvényi előírás a követelés arányosságára (Jht. 14.§), valamint a befektetések korlátozására (Jht. 9–10.§).
Az értékpapír tőke- és kamattörlesztésekor a kibocsátó csődje esetén az értékpapír tulajdonosa elsőbbséget élvez.	Jelzálogbank csődje esetén a jelzáloglevél-befektetőnek törvényi elsőbbsége van. A fedezet elégtelensége esetén a jelzáloglevél-tulajdonosnak a kibocsátó fedezeten felüli vagyonára is elsőbbsége van (Jht. 20. §).

gel bíró jelzáloglevélre. A bázeli irányelvekben tehát nincs álláspont, amire alapozva a jelzáloglevelek minősége meghatározható lenne, avagy a jelzáloglevelek a normál banki kötvények 20 százalékos súlyozása szerint kezelendők.

Az Európai Unión belüli megfontolások már feltárták a jelzáloglevelek szabályozásának módszertani problémáját az internal rating (IR) alapú súlyozás tekinte-

tében. A szabályozás problémája az, hogy az IR megközelítés a nemteljesítés valószínűségének és a nemteljesítésből származó veszteségnek a becslésén alapul.⁷ Je-

7 Lásd a Hitelintézeti Szemle 2002/2. számát az új bázeli tőkeegyezmény fogalmi rendszeréről.

8 Az 1997. évi CXLI. törvény az ingatlan-nyilvántartásról, egységes szerkezetben a végrehajtásról szóló 109/1999. FVM rendelettel.

lenleg ez utóbbira nincsenek tapasztalati számok, mivel jelzáloglevél esetében a nemteljesítésből még nem következett be veszteség.

A jelzáloglevelek elhelyezése az Európai Unióban. A jelzáloglevelek piaci elhelyezését az Európai Unióban abban az összefüggésben érdemes vizsgálni, hogy a UCITS-ok (befektetési alapok) tarthatják-e a portfóliójukban azokat; az alapok jelentik ugyanis a legnagyobb intézményi befektetői bázist. Az EU-szabályozás UCITS-okra vonatkozó direktívája⁹ egyrészt a portfólióban tartható értékpapírok kritériumait, másrészt értékpapírok portfólióban tartható részarányát határozza meg. A direktíva 22. cikkely (4) bekezdése a UCITS-ok számára 25 százalékban határozza meg a befektetési lehetőséget azon értékpapírok esetében, amelyek a direktíva kikötéseinek megfelelnek. A magyar szabályozás szerint kibocsátott jelzáloglevelek a direktíva előírásait teljesítik, a UCITS-ok tehát – amennyiben hazai jelzáloglevelek Európai Unión belüli kibocsátására sor kerülne – tarthatnák a portfóliójukban (2. táblázat).

A JELZÁLOGLEVÉL-KIBOCSÁTÁS FELLENDÜLÉSE A HAZAI PIACON

⇒ A 2000. évi állami lakástámogatási koncepció hatása, a jelzáloghitelezés konzorciális együttműködési formájának kialakítása.

⁹ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities 2001/108/EC direktíva, amely módosította a 85/611/EEC direktívát.

A 2000. évben bevezetett új lakástámogatási koncepció **egyik lényeges eleme** volt a jelzáloghitelezés és ezen keresztül **a jelzáloglevél-kibocsátás fejlesztése volt.** Ez a gyakorlatban – mintegy egyéves átmeneti időszakban csak az FHB-ra¹⁰ korlátozódva – azt jelentette, hogy az állam a jelzáloglevél-kibocsátás révén történő forrásszerző tevékenység támogatásán keresztül, közvetve csökkentette a lakáshitel-kamatokat.

Az FHB a jelzáloglevelekre járó állami támogatás monopolettőségét „kvázi” refinanszírozó bankként megosztotta a kereskedelmi bankokkal egy sajátos együttműködési formában. Az FHB nemcsak közvetlenül (saját, illetve ügynöki hálózata útján) nyújtja a jelzáloglevélen keresztül támogatott hiteltermékét az ügyfeleknek, hanem a kereskedelmi bankok is értékesítik az FHB termékeit. Az FHB a kereskedelmi bankokkal egyenként hitelezői konzorciumot alkotott, aminek következtében a konzorciumi tagok terítik a terméket hálózatukban. A hitelnyújtást követően egy hónapon belül **a követeléseket és ezzel együtt a hitelkockázatot az FHB átveszi a saját mérlegébe.** A konzorciális formában történő közös hitelezésre jellemző, hogy a lakásfinanszírozó hitelterméket mind a partnerek hitelezési szabályrend-

¹⁰ HVB Jelzálogbank annak ellenére, hogy akkor még nem tervezte a lakossági szektor jelzáloghitelezését, a Kormány lakástámogatási koncepciójának felülvizsgálatát kérte annak érdekében, hogy a lakáscélú állami támogatásokat az FHB-hoz hasonlóan kezelhesse. Felülvizsgálati kérelmét az alkotmánybírósághoz nyújtotta be. Az FHB monopóliuma a jelzálogleveleken keresztül nyújtott kamattámogatásra 2001. év elejétől megszűnt és a támogatási forma az üzletágban résztvevő bármely jelzálogbank számára hozzáférhetővé vált.

szerének, mind pedig az FHB speciális jelzáloghitelezési szabályrendszerének megfelelően alakították ki, továbbá hogy a fel-

adatok és a kockázatok egymás között megosztottak. A feladatok a 3. táblázat szerint oszlanak/oszlottak meg:

3. táblázat

Feladatmegosztás a konzorciális hitelezésben

Megnevezés	FHB	Konzorciális partnerbank
Ingatlan értékelése, a hitelbiztosítéki érték meghatározása	+	
Hitelszámla vezetése	+	
Ingatlanok folyamatos és szükséges felülvizsgálata	+	
Vagyonbiztosítás fenntartása	+	
Egyes ügyletek vonatkozásában folyamatos információk szolgáltatása a partner-bankoknak	+	
Jelentések készítése és szolgáltatása a hivatalos és ellenőrző szervezetek	+	
Hitelügyletek finanszírozása jelzáloglevél kibocsátása révén	+	
Kapcsolattartás az ügyféllel		+
Kérelem befogadása		+
Szerződés megkötése		+
Folyósítási feltételek ellenőrzése és folyósítás		+
Hitelgondozás időszakában az ügyfél értesítése minden változásról		+
Ügyfél kéréseinek befogadása		+

Az FHB egy előre kidolgozott alapséma szerint minden egyes partnerbankkal külön szerződött. Az egyedi tárgyalásokon természetesen a kockázatoknak és a marzs megosztásának kérdése éleződött ki a legjobban. A bankok értelemszerűen a minél nagyobb jövedelemrész megszerzésére törekedtek, aminek következtében kockázatvállaló hajlandóságuk „rugal-

mas” volt. Az erős versenynek és az egyre szűkülő marzsnak köszönhetően a tárgyalásokon a töredékmarzsok is rendkívül nagy szerepet kaptak. A konzorciumi szerződésekben a felek arányokról állapodtak meg. Az eredetileg felosztható marzs 5 százalék volt, ami az állami támogatás mértékének növekedését követve változott.

A konzorciumi tagok az ügyféllel történő szerződéskötést követően a folyósítást 99 százalékban saját forrásból és 1 százalékos mértékben az FHB forrásából hajtották végre. A folyósítást követő 30 napon belül az FHB kivásárolta a partnerbank részét, nyilvántartotta és ütemezte a törlesztő részleteket.

A lakossági hitelezésben már aktívan résztvevő, illetve e piacra nézve távlatos üzletpolitikai elképzeléssel rendelkező kereskedelmi bankok mind felvették a kapcsolatot az FHB-val, a szerződéskötésre azonban nem minden esetben került sor. Tekintettel arra, hogy az üzletágra jellemző a kisösszegű hitel, valamint a termék kialakítása, terítése és az együttműködés kialakítása időigényes folyamat volt, a konzorciumi keretek között folyósított hitelállomány összességében nem volt jelentős.

A konzorciális együttműködési forma mellett az FHB ügynökök segítségével – biztosítók, takarékszövetkezetek – is értékesíti termékeit.

⇒ A jelzáloghitelezés refinanszírozási koncepciója és ennek összefüggései a jelzáloglevelek értékelésével.

A konzorciális értékesítési forma nehézségeit elsősorban az elvárt hitel-kihelyezési dinamika elmaradása mutatta meg. Már 2000. év végén felmerült, hogy a közvetítő bankoknak előnyösebb a hitelportfólió mérlegben tartása, alapvetően a piaci részesedés látható megtartása, illetve növelése miatt. Ezért **az FHB elmozdult a „kvázi” refinanszírozói szerepből a tényleges refinanszírozói szerep kialakítása irányába.**

Az FHB és a kereskedelmi bankok újabb formájú együttműködését **a Jht. 2001 nyarán történt módosítása** tette lehetővé azzal, hogy az **önálló zálogjog** beiktatásával elősegíti az FHB **refinanszírozói szerepének** kialakítását. A refinanszírozói konstrukció lényege az, hogy **a kereskedelmi bank által folyósított jelzáloghitel a hitelező kereskedelmi bank mérlegében marad a hitel teljes futamideje alatt**, miközben a hitel fedezetéül szolgáló zálogjogot eladván a jelzálogbanknak, azért cserébe a piacinál olcsóbb, hosszú lejáratú refinanszírozó forrást képes szerezni a jelzálogbanktól. Az önálló jelzálogjogot a kereskedelmi bank az ügyfél hiteltörlesztésének ütemében vásárolja vissza a jelzálogbanktól, csökkentve refinanszírozási hitelállományát. Ugyanakkor a jelzáloglevelek fedezete a jelzálogbank fennálló követelése a refinanszírozott bankoknál, végső soron azonban a jelzáloghitellel egyenlő értékű, a jelzálogbanknál nyilvántartott önálló zálogjogok.¹¹

Az átalakított együttműködési konstrukció előre látható előnyeit a 4. táblázat foglalja össze.

Az új együttműködési forma intézményi szinten elválasztja a jelzáloghitelt és a biztosítékát képező zálogjogot. Ebből következően felmerülhet a kérdés, hogy a jelzáloglevélbe befektető **értékpapír-tulajdonos** a hitelező és az értékpapír-kibocsátó jelzálogbank elkülönülése elle-

¹¹ Az FHB az együttműködési forma konkrét kereteit 2001. december végére alakította ki a kereskedelmi bankokkal. Egy-két kivételtől, illetve párhuzamos együttműködési formát fenntartó konzorciumi tag kivételével, a korábbi partnerek mind előnyben részesítik az új, refinanszírozásos együttműködési formát.

4. táblázat

**Az önálló zálogjog megvásárlásával folyó konstrukció
előnyei**

Kereskedelmi bank	<ul style="list-style-type: none"> • A jelzáloghitel-állomány a saját mérlegében marad, ami növeli a piaci részesedését. • A jelzáloglevelekre biztosított adott állami forrástámogatás közvetlenül átcsatornázódik az általa nyújtott hitelekre is. • Olcsóbb hosszú lejáratú forrásszerzés. • Ügyfélmegtartás.
FHB	<ul style="list-style-type: none"> • A kereskedelmi banki hálózaton keresztül kisebb működési költség mellett működik. • Normál üzletmenet esetén a kereskedelmi bankok partnerkockázatát futja. • A partnerek hosszúlejáratú forrásigényét koncentráltan képes jelzáloglevéllel finanszírozni.
Ügyfél	<ul style="list-style-type: none"> • A hitel átfutási ideje a korábbi 2-3 hónapról 1 hónapnál rövidebbre csökkent. • A hosszúlejáratú, államilag támogatott jelzáloghitelek a kereskedelmi bankok hálózatán keresztül széles körben elérhetővé váltak.

nére is **ugyanazt a szintű befektetési biztonságot élvezi-e**, mint amikor a jelzálogbank egy intézményen belül rendelkezett a hitelköveteléssel és az ahhoz kapcsolódó ingatlanfedezettel.

A Jht. módosítása gondoskodik arról, hogy a refinanszírozás kockázatai a jelzálogbank, ezáltal a jelzáloglevélbe befektetők számára is kivédhetőek legyenek.

- A jelzálogbank követelése a kereskedelmi bank kockázatától független, mivel a kereskedelmi bank nemfizetése esetén a törvény garantálja, hogy a jelzálogbank közvetlenül kapcsolatba kerüljön a kölcsönfelvevővel. [Jht. 8. § (6) bekezdés].

- A jelzálogbank követelése a kereskedelmi bankkal szemben (refinanszírozási hitel) nem haladhatja meg a jelzáloghitelből még fennálló követelés mértékét [Jht. 8. § (5) bekezdés], ami megegyezik az eredeti kölcsönfelvevőnél érvényesíthető és önálló zálogjoggal fedezett követelések értékével.

A törvényi szabályozásból eredően elméleti problémák – az előtörlesztési lehetőségből és a kereskedelmi bank esetleges csődjéből adódóan – ugyan felmerülhetnek az új konstrukció kapcsán, ezek azonban a gyakorlatban nem számottevőek, vagy megfelelő kockázatkezeléssel a minimális szintre csökkenthetőek.

A kereskedelmi bank a Ptk. rendelkezései alapján nem tagadhatja meg az előtörlesztést ügyfelétől. A jelzálogbankok ugyanakkor, tekintettel arra, hogy a törvény erősen védi a jelzáloglevélbe befektetőket, lehetőséget nyújt az **előtörlesztés** szerződésben kikötött elutasítására (Jht. 7. §). Az előtörlesztést a jelzálogbank magas díj felszámításával is korlátozhatja, amit a partner kereskedelmi bank költségként természetesen továbbhárít az előtörleszteni szándékozó ügyfelére.

A **kereskedelmi bank fizetési problémája** (nem tudja visszavásárolni az önálló zálogjogot) előidézheti azt, hogy a jelzálogbank – az időbeni csúszások miatt – nem teljesíti azt a szigorú kritériumot, hogy a jelzáloglevelek mögötti rendes fedezet (első szinten a kereskedelmi bankoknál fennálló tőke- és kamatkövetelés, végső soron azonban az önálló zálogjogok) aránya minimum 80 százalék a teljes fedezeten belül. Ennek valószínűsége azonban rendkívül csekély, mivel a Jht. 8. § (6) bekezdése lehetővé teszi, hogy ha a visszavásárlási szerződésből származó fizetési kötelezettséget a kereskedelmi bank megszegi, a bekövetkezés időpontjától kezdődően az önálló zálogjoggal biztosított jelzáloghitel a jelzálog-hitelintézetet illeti meg. A tényleges kockázat tehát – figyelembe véve a törvényi engedményezés technikai átfutását – a legrosszabb esetben is csak az adott havi törlesztő részlet lehet. Ez a kockázat azonban a teljes portfólió arányában, folyamatos üzletmenetben diverzifikálható.

A kereskedelmi bank fizetési problémája egy másik, általánosabb aspektusból is megvizsgálható. A **refinanszírozói**

modellben¹² egy jelzálogbank portfóliója a refinanszírozott bankok arányában diverzifikált. A refinanszírozás lényegéből következően a jelzáloghitelek törvényes feltételeit – a fedezetül szolgáló ingatlan hitelbiztosítéki értékének megállapítását kivéve – a kereskedelmi bank teljesíti. A törvényben szabályozott jelzáloghitelezés lényege éppen a nagyfokú biztonság, ami jó alapokat teremt a banki üzletmenetből származó kockázatok megelőzésére. Érdemes azonban arra is gondolni, hogy a törvényi előírások ellenére az ingatlan- és bankválságok okai között egyaránt megjelennek a hitelezési gyakorlat gyengeségei.

Az ismétlődő problémák közül néhányat kiemelve:

- A hitelezés az ingatlanszektoron belül is összpontosulhat néhány üzleti csoportra vagy személyre. A közeli céggközi kapcsolatok és a kapcsolódó vállalkozások tranzakciói az ingatlanszektorban elfedhetik a tényleges kockázatok nagyságát.
- A cash-flow nem korrekt elemzése, ami elrejtetheti az adósságszolgálat fedezésének hiányosságait.
- A kereskedelmi bank a rövid távú díjbevételekre, valamint a piaci részesezés és aktivitás fenntartására koncentrálnak.
- Csökkenhet a körütekintés abban a tekintetben, hogy mind a kölcsönfelvőt, mind a biztosítékot ugyanaz a sokkhatás éri.

¹² Tiszta refinanszírozói modellt feltételezve, amikor a jelzálogbank közvetlenül egyáltalán nem nyújt jelzáloghitelt.

- Gyenge minőségű hitelkövetés és -gondozás.

Refinanszírozás esetén egy jelzálogbank közvetlenül nem, vagy csak részben tudja kontrollálni a kereskedelmi bank gyakorlatát. Ezt figyelembe véve **javasolható, hogy a refinanszírozó jelzálogbank fokozott figyelemmel kövesse és minősítse a refinanszírozott bankok üzleti gyakorlatát**, csökkentve ezáltal a refinanszírozott bank hibáiból eredő kockázatokat.

Visszatérve az előzőekben felvetett kérdésre – miszerint a jelzáloglevélbe befektető értékpapír-tulajdonos a hitelező és az értékpapír-kibocsátó jelzálogbank elkülönülése ellenére is ugyanazt a szintű befektetési biztonságot élvez-e, mint amikor a jelzálogbank egy intézményen belül rendelkezett a hitelköveteléssel és az ahhoz kapcsolódó hitelbiztosítéki értékkel – az elméleti problémák végiggondolását követően, igennel válaszolhatunk. **Az új együttműködési forma érdemben nem változtatott a jelzáloglevelek biztonságán.**

Fontos megemlíteni azonban azt is, hogy a jelzáloglevelekről és ezzel összefüggésben a jelzáloghitelezésről szóló hazai törvényben szereplő önálló jelzálogjog és a segítségével megvalósítható refinanszírozói szerepkör rendkívül innovatív, egyedülálló az EU-tagországok szabályozásában. E speciális szabályozás kockázati megítélése egyelőre még nem történt meg a nemzetközi értékpapírpiacokon, mivel magyar jelzáloglevelet még nem bocsátottak ki külföldön. Az értékpapírok kockázati értékelésekor minden esetben áttekintik a mögöttes törvényi szabályozást is. **A nemzetközi minősítés részét képező jogi auditálás megelőzi a**

külföldi kibocsátást, illetve a külföldiek hazai befektetését a jelzáloglevelekbe. Egy jogi audit pozitív eredménye **jelezné ennek az egyedi megoldásnak az EU-n belüli elfogadottságát is.**

⇒ A refinanszírozói szerepkör és a nagykockázat kezelése.

Az önálló zálogjog bevezetése és a zálogjog, valamint a jelzáloghitel intézményi szétválasztásának lehetőségét a Jht. tartalmazza, lehetővé téve egy jelzálogbank refinanszírozói szerepének kialakítását. A módosítás azonban nem tér ki a nagykockázat-vállalás eltérő mértékű szabályozására, ami a refinanszírozói szerepkörhöz nélkülözhetetlen.

A jelzálog-hitelintézetek nagykockázat-vállalása a Hpt. előírásai alapján a szavatolóke huszonöt százalékában korlátozott és a vállalt nagykockázat együttes összege nem haladhatja meg a szavatolóke nyolcszorosát. Ez a korlátozás a refinanszírozási szerepkört erőteljesen korlátozza.¹³ A megoldás a következő lehetőségek felé orientálódhat:

- Kézenfekvő, minden esetben alkalmazható piaci megoldás a tőkeemelés, ami a nagykockázat-vállalás lehetőségét automatikusan növeli.
- A hazai szabályozásban ismert megoldás, hogy speciális, refinanszírozói szerepkörben lévő bankra a nagykockázat-vállalás mértékét magasabb százalékban korlátozza.¹⁴ Ez azonban a Jht. módosításával nem valósítható

¹³ Az FHB szavatolótkéje mintegy 5 Mrd Ft.

¹⁴ Az Eximbankról szóló 1994. évi törvény a bank nagykockázat vállalását a szavatolótké 35 százalékában határozza meg.

meg, hiszen a piacon több jelzálogbank is működik, amelyek adottságai eltérőek, például: a refinanszírozói modellt bankcsoporton belül kívánja alkalmazni úgy, hogy csoporton belül megoldja a jelzáloghitel-termékek terítését és a forrásgyűjtést.

- A refinanszírozói szerepkörrel együtt a nagykockázat vállalása azonban egy harmadik szempont figyelembevételével is átgondolható. Vajon az a hitelkihelyezés, amely egy önálló zálogjog visszavásárlása mellett történik, milyen mértékű kockázatot jelent? Amennyiben ez a kockázat számszerűsíthetőn kisebbnek tekinthető, mint egy normál hitelkihelyezés kockázata, akkor a nagykockázati limit módosítása nélkül növelhető az egy ügyfél irányában vállalható kockázat mértéke.

A JELZÁLOGLEVELEK KIBOCSÁTÁSA NAPJAINKBAN

⇒ A piac szereplői.

A jelzáloglevél-piac közelmúltbeli fejlődése az **FHB** 1998-ban történt megalapításával kezdődött, így az FHB a jelzáloghitelezés és jelzáloglevél-kibocsátás hazai úttörője. Üzleti stratégiája 2000. év elejétől hangsúlyozottan a lakáshitelezésre épül. Az elmúlt csaknem két év alatt – **piaci részesedését tekintve – a lakáshitelezésben az OTP Bank és a takarékszövetkezeti hálózat mögött mintegy 7,6 százalékkal a harmadik helyen áll.** Az FHB gyors ütemben adaptálja termékeit az állam úgynevezett „otthonteremtési” támogatási rendszeréhez. A támogatások-

hoz való hozzáférés folyamatos szélesítése és a tényleges támogatás (tőke, kamat, adó) értékének növelése következtében a lakáshitelezés dinamikus bővülése előrevetíti a jelzáloglevél-kibocsátások töretlen bővülését is.

A **HVB Jelzálogbank** 1999-ben kezdte meg tevékenységét. Üzleti aktivitása eddig alapvetően a vállalkozói szegmensre koncentrált. Piaci részesedése a hazai jelzáloghitelezésben – az anyabank jelentőségéből kiinduló előzetes várakozásokhoz képest – csekély mértékű volt, az elkövetkező időszakban azonban várhatóan erőteljesebb piacszerzési stratégiát folytat a lakáspiaci üzletágban.

A jelzáloglevél-piacon 2002 elejétől új szereplőként megjelent az **OTP Jelzálogbank**. Szakértői elemzések szerint az OTP várhatóan a lakáspiacon történő hitelfolyósítások 50 százalékot meghaladó piaci részarányát képes lesz képes rövid időn belül megszerezni, meglévő hálózatának, a lakáshitelezésben elvitathatatlanul meglévő szakmai gyakorlatának és a bankcsoportban rejlt versenyelőnyének kihasználása révén. A piac másik részét előreláthatóan az FHB és az FHB köré konzorciális, ügynöki, illetve refinanszírozási szerződéssel szerveződő hitelintézetek fedik le.

Előrevetítve e piaci szegmens fejlődését a szereplők szempontjából az valószínűsíthető, hogy a jelzáloghitelezésben belül **a lakáspiaci üzletág kétpólusúvá válhat az FHB és az OTP között, amit némileg befolyásolhatnak az újabb versenytársak.** 2002. március végén a Postabank is bejelentette szándékát jelzálogbank alapítására.

A lakáspiaci üzletág domináns résztvevői azonban nem határozzák meg automatikusan a jelzáloglevél jövőbeli piacát. A jelzáloglevél-kibocsátás a jelenlegihez képest a többszörösére növekedhet, ha a jelzáloghitelezés az ingatlanon túlmenően földtulajdonra, illetve bérleti viszonyra alapítva is megkezdődhet. A fő akadályozó tényezők e tekintetben a hazai birtokszerkezet elaprózottsága és a föld alacsony értéke.

Üzleti lehetőségek rejlenek még a projektfinanszírozásokban, ezen belül az önkormányzati fejlesztésekben is, ezek az EU-átlaghoz képest szintén fejletlenek Magyarországon.

További jelzálog-hitelintézetek nagyobb piaci térnyerése a hazai piacon akkor várható, ha a projektfinanszírozás, valamint az önkormányzati fejlesztések is jelentősen bővülnek, illetve a földtulajdonra alapított jelzáloghitelezés elől az akadályozó tényezők elhárulnak, amivel párhuzamosan az agrárszféra hitelezése is nagymértékben fellendülhet.

⇒ **Jelzáloglevél-kibocsátások 1997 és 2001 között.**

A vizsgált időszakban az FHB és a HVB összesen 29,6 Mrd Ft értékű jelzáloglevelet helyezett el a tőkepiacon.

A jelzáloglevél-kibocsátás alapvetően két formában – zártkörben és nyilvánosan – történt. A két kibocsátási forma egyben a kibocsátó aktív üzleti tevékenységének szintjét is jelzi. **A tevékenységét megkezdő jelzálog-hitelintézet számára a kezdeti időszakban** – figyelembe véve a törvényi előírásokat és az üzemgazdasági megfontolásokat –

a zártkörű értékesítési mód a legcélszerűbb.

- A Jht. 14. § értelmében a jelzáloglevelek 80 százaléka mögött rendes fedezetnek – jelzáloghitelből eredő tőkekövetelés és szerződés alapján járó kamat – kell állnia. Ez az áttétel a jelzáloglevelek és a jelzáloghitelek állománya között – a jelzáloglevélbe befektetők biztonsága érdekében – azt jelenti, hogy **az értékpapír-kibocsátás a jelzálog-hitelintézet aktív tevékenységének közvetlen függvénye**, azaz a piacon elhelyezhető jelzáloglevél mennyiségét a bank fokozatosan növekvő aktivitása is korlátozza.

Ezen túlmenően, az induló bank költségviselő képessége is abba az irányba mutat, hogy költségigényesebb és szofisztikáltabb nyilvános kibocsátás csak jelentősebb mennyiségű értékesítés esetén történjen, mert a nyilvános kibocsátás és az értékpapírok bevezetése a tőzsdére jelentősen meghaladják a zártkörű kibocsátás költségeit. Ugyanakkor zártkörű kibocsátáskor – a relatíve kis mennyiségből eredő korlátozott likviditás miatt – a benchmarkhoz viszonyítva magasabb kamatprémiumot várnak el a befektetők, mint nyilvános kibocsátás esetén.

Az 5. táblázat az elmúlt időszakban a zártkörben és a nyilvánosan kibocsátott jelzáloglevelek arányát mutatja be.

Az FHB **zárt körben kibocsátott** változó kamatozású jelzálogleveleit általában az egyéves ÁKK referenciahozam felett 80–100 bázisponttal, míg a fix kamatozású jelzálogleveleket az öt éves ÁKK referenciahozam felett 60–100 bázisponttal jegyezték le a befektetők. A HVB a hat

Jelzáloglevél-kibocsátások volumene és formája

Névérték (millió Ft)	1998–2001. június 30.		2001. szeptember. 30.		2001. december. 31.	
	zárt	nyílt	zárt	nyílt	zárt	nyílt
FHB	11 590	3 875	11 590	6 544	11 590	15 046
HVB	500	–	2 000	–	2 000	–

hónapos ÁKK referenciahozam felett 60–80 bázisponttal helyezte el értékpapírjait a piacon.

A zártkörben kibocsátott értékpapírok lejegyzői intézményi befektetők, alapvetően biztosító társaságok voltak.

A zártkörű jelzáloglevél-kibocsátásokat keresleti oldalról vizsgálva az állapítható meg, hogy a piac felvevő képességét befektetői oldalról törvényi és belső portfóliókezelési előírások korlátozzák:

- A befektetési alapokról szóló 1991. évi LXIII. törvény¹⁵ 12. §-ának előírásai alapján a befektetési alapok nem fektethetnek be zártkörben kibocsátott értékpapírokba.
- Az intézményi befektetők limitekkel rendelkeznek az azonos típusú, illetve azonos kibocsátójú befektetésekkel szemben (ezek az FHB esetében lassan betelnek).

Az OTP Jelzálogbank üzleti tervei szerint szintén zártkörű jelzáloglevél-kibocsátásokkal kezd meg a jelzálog hitelezésének finanszírozását, esetében azonban az OTP-bankcsoport önmaga képezhet egy hosszabb átmeneti időre felvevő piacot.

¹⁵ A 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról (Tpt.) a befektetési alapok befektetési szabályait átstrukturálta.

Ami a **nyilvános kibocsátásokat** illeti, az FHB 2001. második negyedévéől kezdődően folyamatosan, havi gyakorisággal bocsátja ki a jelzálogleveleket (6. táblázat).

A befektetők továbbra is elsősorban intézményi befektetők, de a biztosító társaságok, valamint a pénzügyi és befektetési intézmények mellett a befektetési alapoknak és a magánszemélyeknek is lehetősége nyílt a jelzáloglevelek vásárlására.

A nyilvános piac építésének eddig elért eredményeiből még nem vonhatóak le hosszú távra következtetések, mivel a másodlagos forgalomba bekerült jelzáloglevelek likviditása a forgalomban lévő mennyiség, illetve a hozamingadozások eddigi elmaradása miatt szerény mértékű.

A JELZÁLOGLEVÉL-PIAC TOVÁBBI FEJLŐDÉSE

A hazai jelzáloglevél-piac további fejlődését az alábbi tényezők határozzák meg:

- A jelzáloghitelezés dinamikus fejlődése, ami egyrészt lehetővé teszi, másrészt kényszeríti a jelzálog-hitelintézeteket jelzáloglevél-kibocsátás révén történő forrásszerzésre.

6. táblázat

Az FHB nyilvános jelzáloglevél-kibocsátásai (millió Ft)¹⁶

Kibocsátás dátuma	Fix	Változó	Induló kamat százalék floater	ÁKK ref. hozam százalék
2001. márc. 8.	2403,85	–	9,6 (EHM:9,71)	9,13
2001. jún. 12.	1471,48	–	9,6 (EHM:9,2)	8,42
2001. júl. 12.	779,35	–	9,6 (EHM:9,1)	8,17
2001. aug. 22.	1650	–	9,6 (EHM:9,47)	8,30
2001. szept. 10.	–	239,29	11,1 (1 éves ÁKK + 70 bp)	10,29
2001. nov. 12.	–	1000	11,1 (1 éves ÁKK + 70 bp)	9,76
2001. dec. 10.	–	1000	11,1 (1 éves ÁKK + 70 bp)	9,26
2002. jan. 21.	–	1000	11,1 (1 éves ÁKK + 70 bp)	8,19
2001. okt. 8.	4002	–	9,5 (EHM 9,8)	8,59
2001. nov. 12.	1000	–	9,5 (EHM 8,95)	7,95
2001. dec. 8.	1500	–	9,5 (EHM 8,59)	7,65

- A potenciális hazai befektetők befektetési korlátjai.
- Az értékpapírpiacon azonos kockázati szegmensének struktúrája a felkínált értékpapírok mennyisége, lejáratára és hozama szempontjából.
- A lehetséges külföldi piacok felvevőképessége mennyiség és hozam szempontjából, illetve a magyar jelzáloglevelek megítélése a külföldi értékpapírpiacon.

E tanulmány keretében a jelzáloghitelezés várható dinamikáját nem vizsgáljuk. Górcső alá kerül azonban a másik három

tényező annak érdekében, hogy a jelzáloglevelek jövőbeli térnyerési lehetőségeit megvizsgálhassuk.

⇒ A jelzáloglevelek elhelyezése a belföldi piacon.

A jelzáloglevelek belföldi terítése érdekében a hazai befektetők befektetési korlátait kell közelebbről megvizsgálni. E korlátok egyrészt szabályozási kérdésekkel, másrészt a jelzáloglevelekbe befektető piaci szereplőkre ható változásokkal, illetve e szereplők befektetési szokásaival függnek össze.

¹⁶ A rábocsátásos technika következtében az ugyanazon sorozaton belül később kibocsátott jelzáloglevelek esetében az induló kamatláb jelentősebben eltérhet az ÁKK referenciahozamtól.

A jelzáloglevelekbe befektető piaci szereplők közül a nyugdíjpénztárak, biztosítótársaságok és a befektetési alapok befektetési lehetőségei és szokásai re-

vánsak a jelzáloglevél belföldön történő elhelyezésében. Az intézményi szereplők befektetései 2001. évben a 7. táblázat szerint oszlott meg.

7. táblázat

Intézményi befektetők portfóliójának megoszlása (%)

Befektetés	Magán-nyugdíjpénztár	Önkéntes nyugdíjpénztár	Biztosítók ¹⁷	Befektetési alapok
Állampapírok, MNB kötvények	80,1	76,6	89,7	79
Egyéb (befektetési jegy, jelzáloglevél stb.)	4,2	5	4,9	1 százalék alatti

A táblázat egyértelműen bizonyítja az állampapír-befektetések dominanciáját a portfóliók összeállításában. A kérdés az, hogy milyen tényezők hathatnak – az árazáson kívül – e portfóliók átstrukturálására a jelzáloglevelek irányába a befektethető volumen és a szabályozási lehetőségek révén.

A **nyugdíjpénztárak** 2001. év végi vagyona 574,1 Mrd Ft volt. A tagdíjjellegű bevételek 2001 folyamán a két különböző típusú pénztárban összesen csaknem 143 Mrd Ft-ot tettek ki, amiből a magán-nyugdíjpénztárak bevétele 89,6 Mrd Ft volt. A piaci hatásokon kívül a tagdíjjellegű bevételekre két tényező hat a közeljövőben. A magán-nyugdíjpénztári tagdíjak várhatóan 6 százalékról 8 százalékra történő emelése, ami ugyanazt a bázist feltételezve kb. 30 Mrd Ft

többletet jelent. Ezt némileg csökkentheti az új pénztártörvény 2002 januárjától érvényes módosítása, amelynek értelmében a pályakezdők már automatikusan nem a magánkasszák, hanem az állami tb-rendszer tagjaivá válnak. Ez rövid távon is a pénztári létszám csökkenésének veszélyét hordozza magában.

A **biztosítók** esetében a vonatkozó befektetési szabályokat az 1995. évi XCVI. törvény szabályozza. A törvény 84. §-a kimondja, hogy „a biztonságos befektetés érdekében a biztosítónak egyidejűleg több befektetési formát kell választania, és az adott befektetési formán belül is törekednie kell a befektetési kockázat mérséklésére a befektetési kockázatok megosztásával.” Ugyanakkor a törvény 86. §-a felsorolja azokat az eszközöket, amelyekben a biztosító biztonságtechnikai

¹⁷ A hagyományos életbiztosítások biztosítástechnikai tartalékainak fedezetéül szolgáló befektetések százalékos összetétele.

tartalékait és biztonsági tőkéjét tarthatja. A felsorolás nevesíti a „Magyarországon székhellyel rendelkező jelzálog-hitelintézet által kibocsátott jelzáloglevelet.”

Mindezek figyelembevételével a portfólió összeállítása az egyes biztosítók belső kockázatkezelési politikájának függvénye. A működési engedéllyel rendelkező 18 biztosító életbiztosítási díjtartalékai összesítve 2001 év végén 425,8 Mrd Ft volt, ami az előző évhez képest 30 százalékos növekedést mutat. Az életbiztosítási díjbevételek csökkenése azonban az ágazat kisebb, átmeneti visszaesésére utal.

A **befektetési alapokban** kezelt vagy 2001-ben 25 százalékkal bővült és a növekedés szinte teljes egészében a biztonságosabb hazai pénzügyi és kötvényalapokba történő tőkebeáramlásnak volt köszönhető, mialatt a részvényalapokban és a nemzetközi alapokban lévő vagy 2001-ben fogyott. A 100 befektetési alap nettó eszközértéke összesen 711 Mrd Ft volt az év végén.

A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 268. § (2) bekezdésében a befektetési alapokra vonatkozó általános befektetési szabályok szerint az egy kibocsátótól származó értékpapírok nem haladhatják meg a befektetési alap saját tőkéjének 20 százalékat, kivéve az OECD-tagállamok által kibocsátott állampapírt. A nyilvános értékpapír-befektetési alapokra vonatkozó különleges és eltérő szabályokat a Tpt. 276. §-a szabályozza. A befektetés biztonsága szempontjából a jelzáloglevelek az állampapír-befektetéseket követik. Az OECD-tagállam által kibocsátott azonos sorozatba tartozó állampapírok saját tőkére vetített összértéke a nyilvános,

nyílt és zárt végű értékpapíralap esetében egyaránt, nem haladhatja meg a 35 százalékat. A jelzáloglevelek összértéke nem haladhatja meg az alap saját tőkéjének 25 százalékát.

A belföldi piacon középtávra előretekinve tehát – figyelembe véve a potenciális befektetőkre vonatkozó szabályozást, valamint a befektethető volumen várható növekedését – a nyílt kibocsátású jelzáloglevelek teríthetőek. A sikeres terítés végső soron a befektetők szándékain múlik, ami – eltekintve az árazástól – a jelzáloglevelek likviditásának növelésével is fokozható. Nyilvánvaló, hogy a tőkepiacon a jelenleginél nagyságrenddel több és lejárata tekintve hosszabb kibocsátások is szükségesek a valós likviditás megteremtéséhez. Ez azonban csak idő kérdése, az FHB már havi rendszerességgel bocsátja ki jelzálogleveleit, és várhatóan a többi jelzálogbanknak is hamarosan a nyilvános kibocsátás irányába kell fordulnia, ha üzleti aktivitása erőteljesen nő.

⇒ Versenyhelyzet a belföldi értékpapírpiac.

A jelzáloglevelek belföldi terítését azonban jelentősen hátráltatja az állampapírok dominanciája, mivel a jelzáloglevelek elhelyezése a tőkepiacon alapvetően az állampapír-kibocsátásokkal vethető össze mennyiség, lejárata, kockázati árazás és konstrukció tekintetében egyaránt.

Mennyiségi szempontból a forgalomban lévő jelzáloglevelek állománya marginális az állampapír-állományok mellett. 2001 végén az állampapír-állomány

piaci értéken megközelítette az 5 735 Mrd Ft-ot,¹⁸ miközben a kibocsátott jelzáloglevelek állománya ennek a mennyiségnek csak a 0,5 százalékát érte el, csaknem 29 Mrd Ft volt.¹⁹

A jelzálog-hitelezés és jelzáloglevél-kibocsátás szempontjából hosszú és töretlen fejlődésre visszatekintő országok esetében – Németország (44 százalék), Dánia (59 százalék) – a jelzáloglevelek aránya a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok között jóval magasabb és mennyiségét tekintve vetekszik az állampapírokéval. Az EU átlagát tekintve a jelzáloglevél típusú értékpapírok aránya meghaladja a tőkepiaci befektetési formák 17 százalékát.

A jelzáloghitelezés eredendően hosszú lejáratú, ennek következtében a lejáratú összhang biztosítása érdekében a jelzálog-hitelintézetek forrásszerző tevékenysége is a tőkepiacra koncentrálódik.

A Jht. előírásai alapján²⁰ a jelzálog-hitelintézet teljes hitelállományában a kölcsönszerződések megkötésekor a legalább öt éves lejáratú jelzáloghitelek aránya nem lehet kevesebb 80 százaléknál. Ugyanakkor a jelzáloghitelekből eredő tőke- és kamatkövetelésnek legalább 80 százalékos arányban fedeznie kell a forgalomban lévő jelzáloglevelek még nem törlesztett névértékét és fennálló kamattartozását.

A törvény szövegezése lazítja a lejáratú összhang követelményét – tekintettel arra, hogy a legalább öt éves futamidő követelményét a kölcsönszerződés megkötésének időpontjára határozza meg a fennálló hitelállomány hátralévő futamideje helyett –, a jelzálog-hitelintézetek működé-

sét elemezve azonban látható, hogy 5 évnél rövidebb futamidejű jelzáloglevél-kibocsátás egyáltalán nem történt. A jelzáloglevelek futamidejének megválasztásakor fontos szempont, hogy olyan lejáratú részbe kerüljön, amit az állampapírok minél kevésbé fednek le, ugyanakkor a banküzem által kívánatos forrásszerkezetnek is megfelel.

2001 év végéig az FHB 26,636 Mrd Ft jelzáloglevelet bocsátott ki, amelynek 52 százaléka 6 éves, 20 százaléka 7 éves és 12 százaléka volt 8 éves lejáratú a kibocsátás időpontjában. **Az állomány lejáratú szerkezetében 72 százalékos arányban az 5-6 éves hátralévő lejárat dominál.**

A HVB jelzáloglevél állománya 2 Mrd Ft. A kibocsátások 2001. évben történtek 5 éves lejáratra.

Miközben a jelzálogbankok hosszú lejáratú forrásbevonása a hitelezési tevékenység dinamikus bővülése következtében egyre nagyobb lesz, 2002-ben az államháztartás belföldi finanszírozási igénye is erősödik.

A belföldi finanszírozási szükséglet kielégítése csaknem 3,2 ezer Mrd Ft bruttó állampapír-értékesítést jelent. Az adósságkezelési stratégiának megfelelően az állampapírok futamideje az egyre hosszabb lejáratok irányába mozdul el. A hosszú lejáratú állampapírok preferált futamideje az 5, illetve 10 év lesz.

A forint árfolyamsávjának kiszélesítésére visszavezethetően megváltoztak a devizaadósság-kezelés feltételei. A jövőben az államháztartás lejáratú devizaadóssága forintban kerül megújításra, aminek következtében a 2001. évi 549 Mrd Ft nettó

18 Kincstárjegy: 1 485 Mrd Ft, államkötvény: 3 672 Mrd Ft, MNB kötvény: 578 Mrd Ft.

19 FHB: 26,6 Mrd Ft, HVB: 2 Mrd Ft.

20 Jht. 5. § és 14. §

forintpiaci finanszírozási igény 2002-ben mintegy 400 Mrd Ft-tal nagyobb belföldi állampapír-kibocsátást követel meg. Ezzel egy időben az MNB-kötvényállomány hasonló mértékben csökken annak érdekében, hogy a megnövelt kínálat a hozamok túlzott emelkedése nélkül megvalósulhasson.

A jelzáloglevél-kibocsátás szempontjából a hazai tőkepiac helyzetéről az állapítható meg, hogy az állampapírok jelenlegi dominanciája és e dominancia várható erősödése következtében a jelzáloglevelek elhelyezése éles kínálati versenyhelyzetbe kerül. A megnövelt állampapír-kibocsátás megvalósulása esetén a hasonló kockázatú MNB belföldi kötvényállomány csökkentése megakadályozhatja a piaci hozamok általános emelkedését, de a helyzet önmagában jelentős konkurenciát teremt a befektetők megtalálásakor a jelzáloglevelek számára.

Ráadásul az állampapíroknak rendkívül nagy versenyelőnye van az elsődleges és másodlagos értékesítési csatornák több évre visszatekintő működésében is. Elsősorban a háztartásokra igaz az, hogy hosszú időt és nagy marketingköltséget igénylő feladat e befektetői szféra tartós megnyerése. Ezt bizonyítja, hogy 2001. félévkor a kockázatmentes állampapírok csaknem 16 százaléka volt a háztartások tulajdonában. Összehasonlításképpen, az FHB nyilvános kibocsátásának mintegy 2 százaléka került magánszemélyekhez.

Mindebből következik, hogy a **jelzáloglevelek piaci térnyerésének egyik kulcskérdése az árazás.**

Az infláció csökkenésének töretlen tendenciája kedvezően hat a tőkepiaci ho-

zamok csökkenésére, ami a jelzálogleveleken keresztül közvetlenül érvényesülhet a lakáshitelek árában.

A jelzáloglevelek tőkepiaci árazása azonban alapvetően az állampapírok referenciahozamával vethető össze. Az állampapírpiacra mutató lassú és folyamatos hozamcsökkenés 2001. november közepéig, majd ezt követően a kamatsökkenés hatására a hozamesés felgyorsulása ugyancsak biztató volt, **a befektetőkért folytatott erős versenyhelyzet azonban a jelzáloglevelek árát relatíve magasan tarthatja.**

⇒ Jelzáloglevél-kibocsátás a külföldi értékpapírpiacra.

A jelzáloglevél-kibocsátás szempontjából nézve, a belföldi adósságpiac rövid távon erős versenyhelyzetet teremtő struktúrája a jelzálogbankokat mindenképpen a nemzetközi megjelenésre sarkallja.²¹ Az első külföldi kibocsátás, illetve ezzel egyenértékűen a külföldiek jelzáloglevél vásárlása a hazai piacon lesz a gyakorlati próbája a magyar jelzálogtörvény kockázati megítélésének a nemzetközi piacokon.

A nemzetközi értékpapír-kibocsátásnál a következő szempontokat kell figyelembe venni.

Bármilyen devizában denominált „eurobond” kötvény – tekintettel arra, hogy EU-jogszabályok nem rendelkeznek a kibocsátásokról – valamely tagállam jogrendje szerint kerülhet kibocsátásra. Ezáltal a nemzetközi kibocsátás a jogi szabályozá-

²¹ A refinanszírozói modellben példaként említett Svájc két jelzálogbankja csak belföldön helyezi el a jelzálogleveleit.

son túlmenően egy tagállam tőzsdéjéhez és a választott elszámoló rendszerhez kötődik.

A kibocsátást rendszerint – de nem kötelező jelleggel – nemzetközi hírű rating cég hitelminősítése előzi meg mind a kibocsátóra, mind pedig a kibocsátandó értékpapírra vonatkozóan. A minősítés ára különösen magas lehet egy első ízben kibocsátó cég esetében, e nélkül azonban a hatékony elsődleges és másodlagos forgalmazás elérhetetlen. Ez, valamint az egyéb járulékos költségek indokolják azt, hogy 100–150 millió eurónyi érték érték a minimális volumen, amivel nemzetközi kibocsátást zártkörben érdemes kezdeni, a hatékony másodpiaci forgalom érdekében ennek az összegnek a négy-öttszöröse cél-szerű.

Előretekintve, egy **kedvező nemzetközi minősítés** nemcsak a külföldi kibocsátáshoz elengedhetetlen, hanem várhatóan nagymértékben és hirtelen megnövelné az arra vállalkozó jelzálogbank értékpapírjainak belföldi és külföldi befektetők általi keresettségét, ami csökkentené a hozam-elvárásokat.

ÖSSZEFOGLALÁS

Áttekintve a jelzáloglevél-piac fejlődésére a közeljövőben közvetlenül ható tényezőket, az alábbi kritikus pontok láthatóak.

A lakáshitelezés dinamikus fejlődésével párhuzamosan a jelzáloglevél-kibocsátás folyamatos bővülésére is számítani kell. A hazai értékpapírpiacon azonban az **állampapírok dominanciája** miatt csak korlátozott lehetőséget ad a jelzáloglevelek tőkepiaci elhelyezésére. Ennek következtében rövid távon a **nemzetközi kibocsátás** a fejlődés lehetséges és szükséges iránya.

A módosított Jht. az EU-szabályozásban eddig ismeretlen jelzáloghitelezési koncepció lehetőségét határozza meg. Tekintettel arra, hogy a jelzáloglevelek kockázati megítélése a befektetők törvény általi biztonságán alapszik, az új koncepció és törvényi megfogalmazása a hazai jelzáloglevelek első nemzetközi minősítésekor válik teljes körűen értékelhetővé.

IRODALOMJEGYZÉK

- 1 Mortgage Banks and the Mortgage Bond in Europe / European Mortgage Federation – Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 2001.
- 2 The Pfandbrief, The European Credit Benchmark / Association of German Mortgage Banks, 2000.
- 3 Real estate cycles and banking crises, Bertrand Renaud, Ph.D. előadása (World Bank) az Európai Jelzálogszövetség Konferenciáján, 1999. november.
- 4 Mortgage bonds and capital adequacy rules in Basel and Brussels, Wolfgang Kalberer (AGMB) prezentációja az 5. Közép-Európai Jelzálogkötvény Konferencián, 2001. november
- 5 Dr. Landgraf Erik – Siklós Jenő: A jelzáloghitelezés lehetőségei a Jht. módosítása után, 2001. október (belső anyag)
- 6 Fischer Éva: A biztosító társaságok 2001. évi tevékenysége, MNB kézirat 2002. március.
- 7 Szalay György: A nyugdíjpénztárak 2001. évi tevékenysége, MNB kézirat, 2002. március.
- 8 Szegedi Róbert: A befektetési alapok 2001. évi tevékenysége, MNB kézirat, 2002. március.