

## Havi elemzés – Február & Március

### Bakos Ádám: Éled a jelzálogpiac?

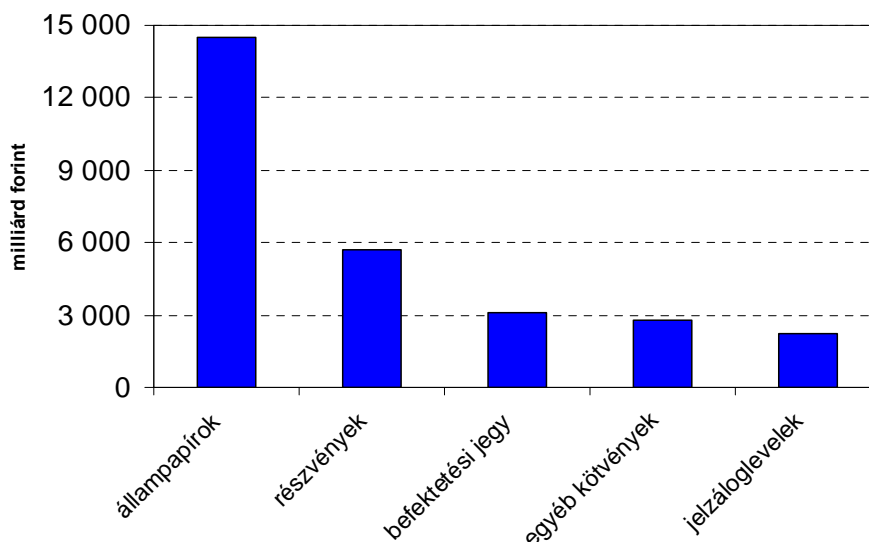
Február elején jelentette be az MNB, hogy programot indít a forint jelzáloghitel- és jelzáloglevél-piac fejlődésének támogatására, és március 10-én megtartotta az első visszavásárlási aukciót. Ennek apropóján mutatjuk be, hogyan néz ki jelenleg Magyarországon a jelzálogkötvények piaca, milyen motivációk mozgatják a szereplőket és milyen hatása lehet a bejelentett MNB programnak.

„Az MNB 2010. március 10-én első alkalommal megtartott másodpiaci jelzáloglevél-vásárlási tenderére összességében 21,5 Mrd forint ajánlatot nyújtottak be a piaci szereplők, a meghirdetett 10 jelzáloglevélből 9 értékpapírra érkezett ajánlat. Az MNB a rendelkezésére álló másodpiaci árinformációit figyelembe véve úgy ítélte meg, hogy az ajánlatok a piaci hozamoknál lényegesen, legalább 50 bázisponttal kedvezőtlenebbek, ezért az ajánlatokat nem fogadta el, és a tendert eredménytelennek nyilvánította.” – szól az MNB 2010 március 10-i közleménye.

Az MNB jelzálogkötvény visszavásárlási aukciót tart? Csatlakozott a nagyobb jegybankok sorába, megkésve követve a Fed-et és az ECB-t? Aki nem követi a magyar kötvénypiaci fejleményeket, annak a hír elsőre meglepő lehet, de nézzük, milyen megfontolások vezetnek a hazai jegybankot.<sup>1</sup>

1. ábra

A gazdasági szereplők által tartott értékpapírok állománya, 2009. IV. né (MNB)



Február elején jelentette be az MNB, hogy programot indít a forint jelzáloghitel- és jelzáloglevél-piac fejlődésének támogatására. A jelzáloglevelek a kibocsátók szempontjából azért fontos instrumentumok, mert közép- és hosszú távú forintforrást más módon nem tudnak bevonni a bankok.

<sup>1</sup> A piac felépítését szabályozói szemszögből tartalmazó Papp Mónika elemzése (A jelzáloglevél alapú finanszírozás helyzete Magyarországon pénzügyi stabilitási szempontból, MNB Műhelytanulmányok 36., 2005), mi megpróbáljuk inkább befektetői oldalról megközelíteni és aktualizálni a témát.

A lakossági betétek rövid lejáratúak, a bankközi finanszírozás is jellemzően éven belüli, szindikált hitel formában pedig inkább a devizára koncentrálnak a hitelintézetek. A befektetők számára pedig azért lehet előnyös a jelzáloglevél, mert az általában hosszú futamidőt ellentételezheti a kötvények fedezett volta és a hozamfelár.

A hazai jelzálogkötvény-piac kialakulása a lakástámogatási rendszer kialakításával szorosan összefügg, a forrásoldali támogatás megjelenésével vált érdekessé a bankoknak jelzálogpapírt kibocsátani. A támogatások folyamatos szűkülésével és magasan stabilizálódó forint-deviza kamatkülönbözet miatt azonban egyre inkább a devizahitelek váltak a lakáscélú kölcsönök fő formájává, így a piac kezdeti dinamikus növekedése lelassult.

A jelzálogkötvények első pillantásra így is jelentős részét képezik a piaci szereplők által tartott teljes értékpapír-állománynak, kint lévő állományuk nem sokkal kevesebb, mint a hazai befektetési alapok teljes vagyona, bár az állampapírokhoz képest (forintot és devizát együtt számolva) azért jelentős a különbség.

## Kibocsátók

A magyar jelzálogpapírok piacán két jelentős szereplő található, az OTP Jelzálogbank és az FHB Bank. Az Unicredit Jelzálogbank is jelen van a piacon, de kint lévő papírjainak mennyisége és azok piaci aktivitása nem hasonlítható a két vezető kibocsátóhoz. Az OTPJB nagyjából a piac háromnegyedét jelenti, az FHB-nak pedig 21-22 százalék a piaci részesedése.

2010/03/01-én kintlévő jelzálogkötvények névértéke (millió HUF/EUR/CZK)				
	OTPJB	FHB	UCJB	Összesen
HUF	826 031	234 305	32 730	1 093 066
EUR	3 000	864	15	3 879
CZK		454,5		455

A kibocsátások jellemzően 10 évesek voltak korábban, bár néhány 15-16 éves futamidő is előfordult. A lejáratok azonban az elmúlt években inkább rövidültek, a forint hitelezés szűkülésével nem volt szüksége hosszú forrásra a bankoknak, és a befektetői kereslet is inkább a rövidebb szegmensben vált erőteljessé.

## Másodpiac

A jelzálogkötvény-piac másodpiaci aktivitása jelentősen elmarad a mérete által indokolttól, aminek több oka lehet. Az egyik, hogy a másodpiacon likviditást nyújtó hazai intézményi szereplőknél arányaiban sokkal kevesebb ilyen papír van, mint például államkötvényből, a napi likviditást pedig nagyrészt ezek a szereplők (illetve a nevükben eljáró vagyongazdálkodók) biztosítják az állampapír-piacon is. A kereskedelmi banki könyvekben szereplő állomány jelentős ugyan, de mindenképp torzítja az a tény, hogy az 1000 milliárdos portfólió nagy része nem „valós” kereskedési könyvekben található, hanem az OTP Bank által lejegyzett OTP Jelzálogbank által kibocsátott papírok jelentik. Feltételezhető, hogy a nem-rezidensek kezében lévő állomány egy jelentős része is inkább hosszú távú befektetés, ritkán jelenik meg a másodlagos piacon külföldi befektető.

Az OTP papírok esetében így a forintos termékek másodpiacának szinte egyáltalán nincs likviditása, a kötvények nagy része vagy az anyabank könyveiben, vagy egyéb hosszú távú befektetőnél van; az eurós papírok közül háromnál beszélhetünk másodpiacról, ezekre az anyabankon kívül külföldi

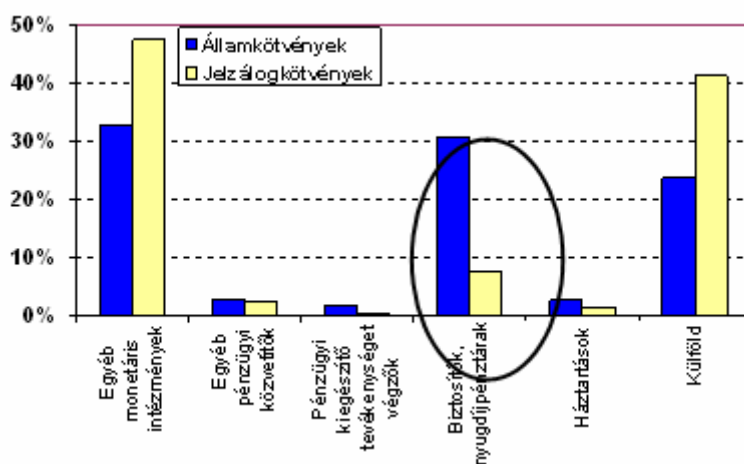
befektetési bankok is folyamatosan jegyeznek árat. FHB papíroknál firm árjegyzéssel nem nagyon találkozunk, főleg az elsődleges kibocsátások alkalmával lehet a felárakról információhoz jutni.

Miért nem vásárolnak nagyobb tételben jelzálog-papírokat a hazai intézményi befektetők? Ennek oka többérté. Hiányzik a dedikált mandátum, nem jellemző, hogy a vagyonkezelők megbízói kifejezetten ilyen befektetési stratégiával rendelkező portfoliót kívánnának tartani. Nincsen követhető jelzálogkötvény-index, amit esetleg benchmarkokba lehetne építeni. (Ezen persze nem lehet csodálkozni, amikor összesen három kibocsátó néhány korlátozottan likvid értékpapír-sorozata kerülhetne bele.) De nincsen egy vegyes, vállalati kötvény/jelzálog-kötvény/állampapír-piacot lefedő index sem. És talán a legfontosabb: még a valamennyire likvid papírokra is korlátozott a piaci árjegyzés, ami megnehezíti a papírok értékelését, a teljesítmény mérését is. Így jobb híján portfólió-színesítő elemnek tekintik a vagyonkezelők a jelzálogleveleket, örülnek, ha magas felárral tudják megvenni őket, de nem vásárolnak nagyobb tételt, félve, hogy az értékelési nehézségek rányomják bélyegüket a teljesítményre.

Ez így persze egy ördögi kör: a vagyonkezelők nem fektetnek jelzálogpapírokba, amíg nem javul a másodpiaci likviditás, ami persze miért javulna, ha távol maradnak a befektetők. Ebből a szempontból sokat segíthet a piacon a meghirdetett MNB program.

2. ábra

Állampapírok és jelzáloglevelek tulajdonosi megoszlása 2009. IV. né (MNB)



## Árazás

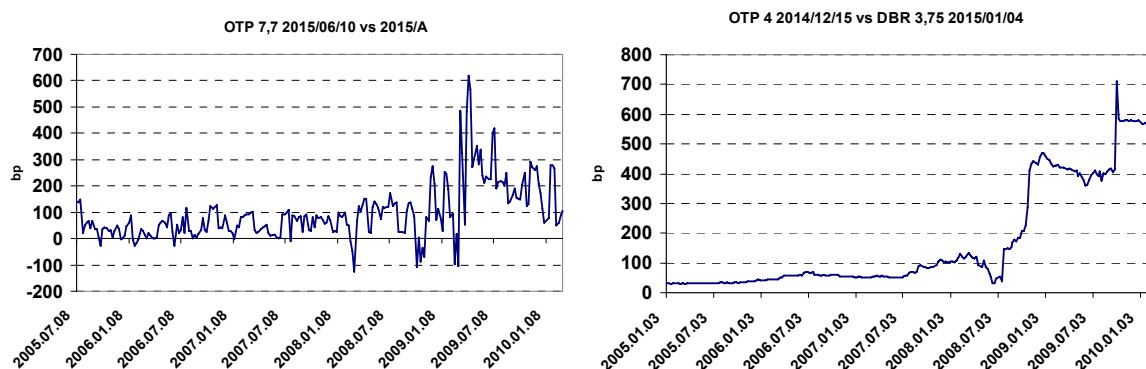
A spreadek mind a szektorbeli, mind az országgal kapcsolatos aggodalmak miatt jelentősen tágultak 2008 végén - 2009 elején, és csak most kezdenek stabilizálódni, fokozatosan normál szintekre süllyedni. Az elsődleges piaci aktivitás ebben az időszakban minimális volt, a kibocsátók csak tavaly év vége óta kezdenek visszatérni a piacra.

Az OTPJB utoljára 2009 végén bocsátott ki papírt, de a kibocsátás gyakorlatilag zártkörű volt, az OTP Bank jegyezte le a 16 év lejáratú, forintos papírokat, 170-180 bp körüli spreaddel a 2023/A jelű államkötvény fölött. 2015-ben lejárató forint denominációjú papír az OTP Bank árjegyzése alapján jelenleg 200-220 bp felárral forog, de likviditás nincs a papírban, a grafikonon pedig legfeljebb a felár mozgásának irányát tudjuk leolvasni.

Az eurós papírok közül a rövidebb (1,5 év lejáratú) jelenleg a német állampapírokhoz képest 330 bp, az euriborhoz képest 260 bp felárral forog, a hosszabb (4év) lejáratú papír esetén 485bp ill. 400 bp a felár. (A devizás papíroknál a magasabb felár nagyrészt az ún. bázisból adódik, tehát forintba való visszafedezéskor a magasabb spread jó része eltűnik).

3. ábra

Egy forint és egy euró denominációjú OTP jelzálogkötvény felára a benchmark állampapírral szemben



(Forrás: OTP Bank árjegyzés alapján Bloomberg)

Az FHB esetén a spreadekről inkább az aukciókon tudunk képet kapni. Novemberben 5 éves fedezett HUF kötvényt még 200 bázispont felett bocsátott ki a bank, míg a hónap végén, az újabb aukción a kibocsátó már nem fogadott el egyetlen ajánlatot sem hasonló szinteken.

## MNB-program

Az MNB február 8-án jelentette be, hogy 100 milliárd forint keretösszegben vásárol majd forint jelzálogleveleket, mind a másodpiacon, mind az elsődleges kibocsátásokon, feltéve, ha a kibocsátás megfelelően likvid és másodpiaci árjegyzése biztosított.

Ez lehet egy első lépés, ami a piacot aktivizálja és a felárakat tovább csökkenti. A bejelentés után tartott újabb FHB-aukción kb. 50bp-tal csökkent. Ennek megfelelően, némi emelkedéssel reagáltak a piacon fellelhető árak a hírre.

Azóta újabb részleteket is nyilvánosságra hoztak. Az elsődleges kibocsátásokon akkor vásárol az MNB, ha legalább 3 év futamidejű lesz a papír, legalább 50 milliárdot terveznek kibocsátani belőle egy éven belül, illetve legalább három árjegyző vállalja, hogy kétoldali árat jegyez 100 millió forintos tételre, kisebb sorozatoknál 75, nagyobbaknál 50 bázispontos spreaddel. Másodpiaci tendereken az MNB által megjelölt papírokat lehet eladni a jegybanknak, és a jegybank belátása szerint dönt az elfogadandó árakról. Az első másodpiaci tender sikertelensége azért jelezte: nagyon drágán az MNB sem fog visszavásárolni a papírokból, van egy általa elképzelt fair piaci felár. Másrészt úgy tűnik, a másodpiaci kínálat az eddig ismert felárak mellett szinte elhanyagolható.

Első olvasatra a program mérete nem jelentős, hiszen a teljes jelzálogkötvény-állomány csupán kb. 10 százaléka, de ha eltekintünk a banki könyvekben megbújó papírokról, tehát csak a „free-float”-ot vesszük viszonyítási alapul, akkor jóval nagyobb ez az arány, akár a 30-40 százalékot is elérheti.

A program egyik célja éppen az lehet, hogy vagy a banki könyvekből kicsalogasson elfekvő sorozatokat, ezzel helyet generálva a program által ösztönzött új kibocsátásoknak.

Másik fontos célja a programnak, hogy a benne támasztott feltételek pozitív lökést adjanak a másodpiacnak. A nagyobb sorozatok és a kötelező árjegyzés (még ha csak tőzsdei árjegyzés lesz is csak belőle) feltétlenül ebbe az irányba mutatnak. Valószínűleg az OTP lesz, aki könnyebben be tud vállalni 50 milliárdos sorozatokat, a „valós” piacon aktívabb FHB-nak nehezebb dolga lehet, de valószínűleg sokkal koncentráltabban fogják refinanszírozni a lejáró papírokat (idén 18, jövőre 21 milliárd forint lejárat).

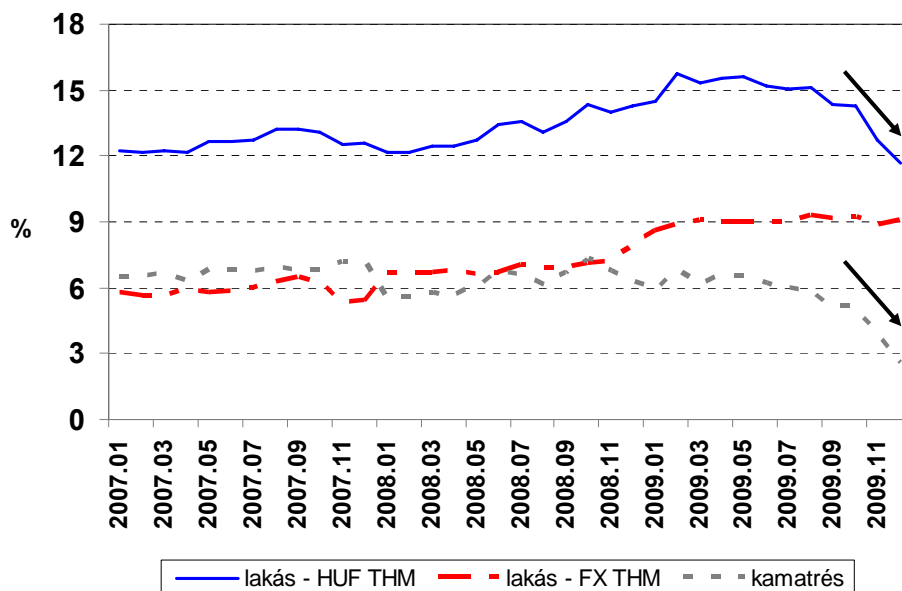
Jelenleg persze a hitelkeresleti oldalon is gondok vannak, a gazdasági és pénzügyi válság a hitelfelvételi kedvet minimálisra csökkentette világszerte. Meg kell azonban időben alapozni a forint hitel nyújtásának intézményi alapjait, hogy ne ez legyen a gátja annak, hogy a majdani normális szintre visszatérő hitelkeresletet a bankok forintban elégítsék ki. Ennek egyik lépése a március 1-én életbe lépett új törvényi szabályozás, amely azzal, hogy forint lakáshiteleknel sokkal magasabb LTV értéket (75%) engedélyez, mint devizahitelek esetében (EUR – 60%, CHF – 45%), szintén a forint felé tereli a hitelfelvevőket.

Melyek tehát a legfontosabb feltételei ennek? A kínálati oldalt tekintve szükség van arra, hogy intézményi befektetők lépjenek be a piacra a korábbinál magasabb érdeklődés mellett. Ehhez szükség van a korábbinál nagyobb sorozatú, piaci kibocsátásokra. Elengedhetetlen a másodpiaci likviditás, amit segíthet az MNB program által előírt kötelező árjegyzés. A piac fejlődésével pedig a későbbiekben egy hazai jelzálogkötvény-index bevezetését is fontolóra lehetne venni. A kibocsátások és kibocsátók számának növelése ehhez elengedhetetlen. Az MNB-közleményben azonban találunk egy mondatot, amely ebből a szempontból is bizakodásra adhat okot, miszerint „...az MNB az év során további lépéseket kezdeményez a forint jelzáloghitelezés fejlesztése érdekében. Ezek (...) és a jelzáloglevél-kibocsátásra jogosultak körének szélesítését célozzák.”. Elképzelhetőnek tartjuk tehát, hogy nem lesz szükség külön, szakosított hitelintézet létrehozására jelzáloglevél kibocsátásához, és akár kereskedelmi bankok számára is megnyílhat ez a lehetőség, mint például Németországban.

A keresleti oldalon a legfontosabb, hogy tovább csökkenjenek a forint kamatok. Az MNB program ehhez az aktívabb másodpiac létrehozásán át a felárak csökkentésével tud hozzájárulni. Az elmúlt hónapokban elfogadható szintekre csökkentek a hosszú forint hozamok/kamatok, már-már versenyképesek a forint lakáshitelek átlagos thm-je a devizahitelekével. A felárak azonban még mindig 10-20 százalékát jelentik a teljes hiteldíjnak. A további javulás miatt nagyon jó iránynak tartjuk, hogy az MNB egy működőképes(ebb) másodpiac kialakításában segédkezik, mert ez egy fontos lépés a felárak további csökkentésében, ezzel pedig tovább javulhat a forint lakáshitelek versenyképessége.

4. ábra

Forint- illetve deviza alapú lakáshitelek THM-je, és a kettő közti különbség (MNB)



Ha pedig újra lesz elérhető kamatozású forint lakáshitel, akkor lesznek új kibocsátások is, és a tisztességes méretűre duzzadó kötvénysorozatokat folyamatos árjegyzés mellett az eddig távolmaradó intézményi befektetők számára újra attraktívvá tehetik a jelzálog-kötvény piacot. A többi a gazdaságpolitikusokon múlik: a fiskális fegyelem segíthet a hosszú kamatok további csökkentésében, valamint egy, a korábnál sokkal korlátozottabb és célzottabb, a költségvetés teherbírásához szabott kamattámogatási rendszer létrehozása is katalizáló hatású lehet.

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Bakos Ádám, CFA – senior kötvényportfólió-manager

Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Global Asset Management / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.