

Horváth Dániel – Sztanó Gábor: Kik tartanak magyar állampapírokat?¹

A hazai állampapír-állomány külföldi tulajdonosi szerkezetének alakulása az elmúlt években

A cikk a magyar állampapírok tulajdonosi szerkezetét és annak változásait vizsgálja különös tekintettel a külföldi szereplők szerepére és összetételére. Az általános nemzetközi tapasztalat szerint egy ország állampapír piacán a magas külföldi részarány kiélezett helyzetekben növelheti a sérülékenységet, míg a hazai szereplők nagyobb jelenléte inkább a stabilitás irányába hat. Magyarországon a külföldiek állományának a válság során látott gyors leépülése is rámutatott a magas nem rezidens állományban rejlő kockázatokra. A külföldiek állományának 2010-2013-ban látott újbóli felépülése és a piaci koncentráció növekedése természetes módon felveti a kockázatok kérdését. Ugyanakkor a stabilizálódó és javuló fundamentumok mérsékelhették az ehhez kapcsolódó kitétséget. Emellett a jegybankban folyó kutatások alapján úgy látjuk, hogy az elmúlt időszakban a korábbiaknál valamivel stabilabb befektetői bázis épülhetett ki, ami a magas állomány jelentette kockázatokat szintén tompíthatja. Nemzetközi összehasonlítás alapján hazánkban a bankrendszer részarányának növekedésére van tér.

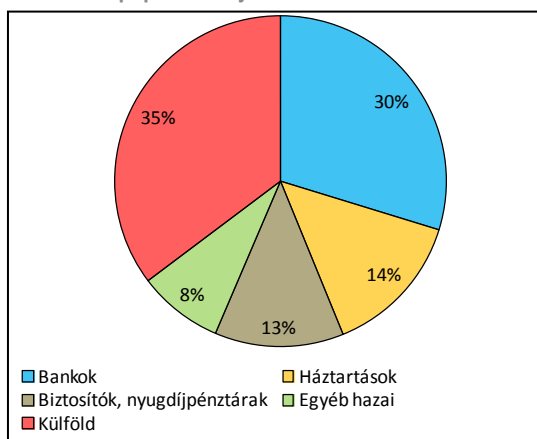
Bevezető

A közgazdasági szakirodalomban mind elméleti, mind gyakorlati szempontból gyakran vizsgált téma az államadósság optimális szintjének kérdése. A tapasztalatok ugyanakkor arra is rámutatnak, hogy az államadósság tulajdonosi szerkezetének elemzése szintén releváns. Ennek oka, hogy az állampapír befektetők a viselkedési motívumokat tekintve heterogének, azaz különböző helyzetekben eltérően reagálnak, ami az államadósság megújítása és fenntarthatósága szempontjából fontos tényező. A tulajdonosi struktúra kiemelt szerepére a közelmúltban a globális pénzügyi-gazdasági válság idején látott állampapír-piaci folyamatok is rávilágítottak.

Az állampapír tulajdonosok közt több nagy, homogénebb csoport azonosítható (1. ábra). A magyar állampapír-piacon a belföldi tulajdonosi körön belül a hitelintézetek jelentik a legnagyobb kategóriát. E csoport egyrészt befektetési célból vásárol állampapírokat, másrészt az egyéb pénzügyi ügyleteik esetében szükséges magas minőségű fedezetet biztosítja az állampapírok tartásával. A belföldi bankok szerepvállalása a feltörekvő piacokon általában domináns (Peiris [2010]), míg hazánk esetében az átlagosnál alacsonyabb a bankrendszer aránya (2. ábra, illetve MNB [2014]).

A hazai befektetői kör egy másik nagy csoportja a biztosítók és nyugdíjpénztárak köre, amelyek esetében egyértelműen a befektetési cél dominál. A harmadik nagy hazai befektetői réteget a háztartások jelentik, akik általában szintén befektetési, megtakarítási szándékkal vásárolnak állampapírt.

1. ábra: Forint állampapírok tulajdonosainak szektor szerinti megoszlása

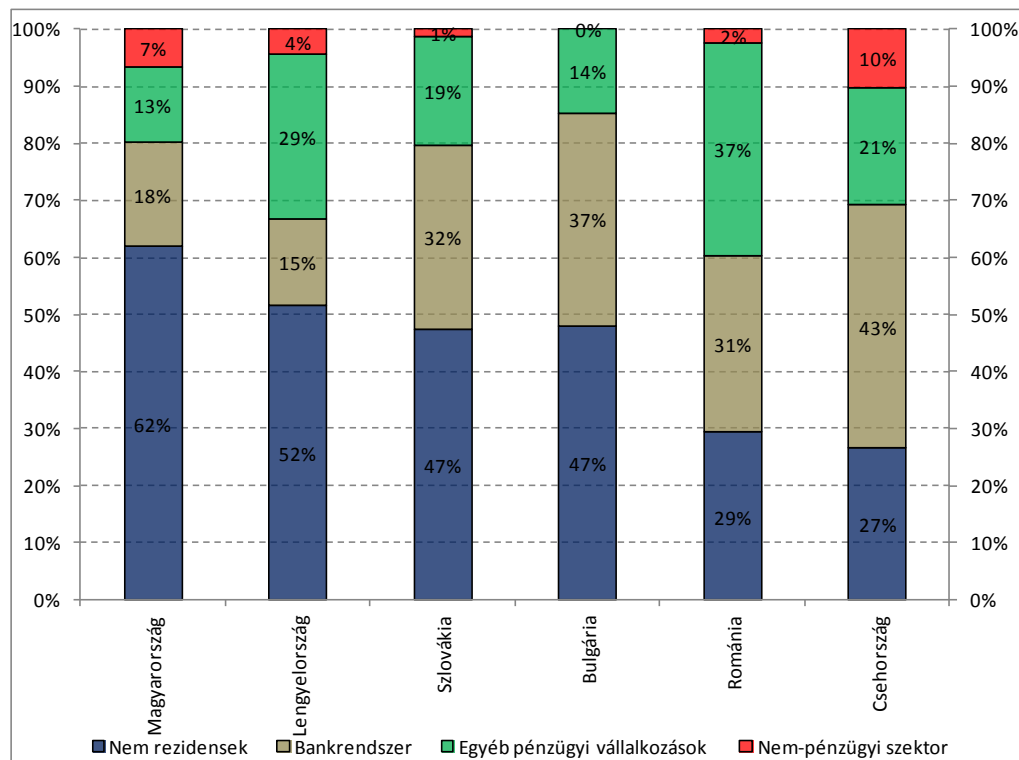


Forrás: ÁKK, 2014. január végi állapot

¹ A szerzők a Magyar Nemzeti Bank munkatársai.

A belföldi szektorok mellett a legtöbb feltörekvő gazdaságban a külföldi befektetők jelenléte is meghatározó. Az általános tapasztalatok szerint a magas külföldi jelenlét növelheti a kockázatokat, mivel a nem rezidens szereplők bizonyos helyzetekben (belföldi, vagy globális eredetű sokkok) magasabb érzékenységet mutathatnak. A hazai piacon a forint állampapíroknak (a lakossági papírokat is beleszámítva) több mint a harmada van nem rezidens szereplők kezében, ami nemzetközi összehasonlításban az átlagnál magasabbnak számít. A teljes államadósságot (tehát a forint és devizaadósságot együttesen) tekintve még magasabb, 60 százalék körüli arányról beszélhetünk, ami nemzetközi összehasonlításban szintén kiemelkedő (2. ábra).²

2. ábra: A teljes piaci (belföldi pénznem és deviza) államadósság tulajdonosi szerkezete a régióban



Forrás: Eurostat, EKB, 2012 végi állapot

Nemzetközi és hazai trendek a külföldiek részarányában

A 90-es évek előtt a feltörekvő országok hagyományosan nagy arányban támaszkodtak az államadósság külföldi finanszírozására, mivel az alacsony belső megtakarítások és sok esetben a fejletlen belső állampapír piac nem tette lehetővé a nagy volumenű hazai kibocsátásokat (Turner [2012]). Mivel a külföldi szereplők a devizakötvényeket preferálták³, ezért a külföldi kibocsátás jellemzően együtt járt a devizában való eladósodással. Ez az Eichengreen et al. [1999] által bevezetett „eredendő bűn” (original sin) jelenség alapja: sok feltörekvő ország devizában adósodott el a külföld felé.

A 90-es évektől a feltörekvő országok is egyre nagyobb mértékben próbáltak támaszkodni a belföldi pénznemben való kibocsátásokra, aminek az aktuális események is lendületet adtak: a 90-es évek válságai hangsúlyosan rámutattak a külföldi devizában való eladósodás kockázataira⁴ (Panizza [2007]). A nem rezidens szereplők jelenléte ugyanak-

² Hasonló eredményre jut Mehrotra et al. [2013], illetve Arslanap et al. [2014].

³ Ennek többértékei lehetnek, például az instabil feltörekvő piaci devizaárfolyamok, illetve hogy a devizaadósságot a kormányok nem tudják elinflálni.

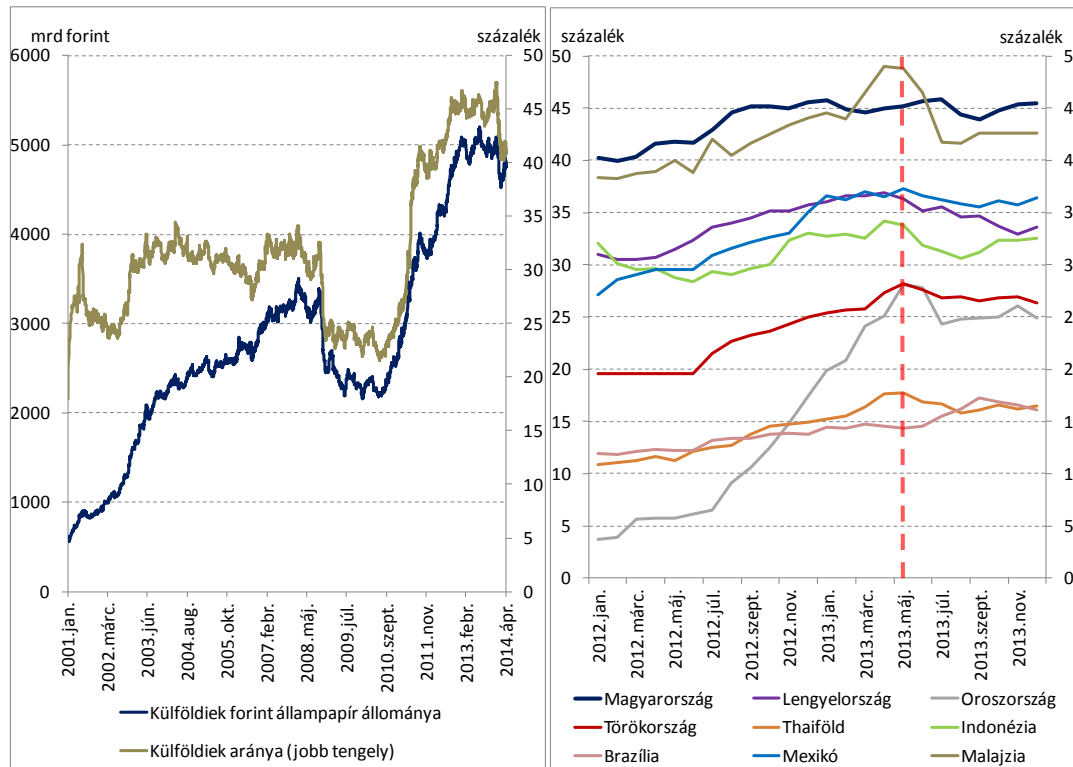
⁴ Egyre világosabbá vált, hogy milyen áldozatokkal jár, hogy a devizában való eladósodás korlátozhatja mind a fiskális, mind a monetáris politika anticiklikus jellegét (lásd pl Turner [2012]).

kor ezt követően is szignifikáns maradt. Egyrészt, a devizában denominált állomány nagy része továbbra is külföldiek kezében volt. Másrészt, a belföldi devizában denominált papírokat is egyre nagyobb arányban vásárolták nem rezidensek.

Az elmúlt két évtizedben a feltörekvő piacokon érdemben nőttek a belföldi devizás állampapír piacok, egyrészt az államadósság szintek emelkedése, másrészt a kötvényalapú finanszírozás részarányának növekedése miatt. A piacépítés folyamatában, a belföldi intézményi, jogi keret kialakításában és a megfelelő likviditás fenntartásában nagy szerepet játszott a külföldiek jelenléte is, ami kedvezően hatott ezekre a piacokra (Peiris [2010], Mehrotra [2013]).

2007 után a globális gazdasági-pénzügyi válság okozta általános bizalomvesztés következtében a feltörekvő piacokról is érdemi tőkekivonás ment végbe. A külföldi befektetők ugyanakkor differenciáltak: a tőkekivonás nagy része egyes sérülékenyebbnek ítélt országokra koncentrált (Credit Suisse [2013]). Hazánkban a külföldiek állományának 25-30 százalékos csökkenése nyomán nemzetközi összehasonlításban is jelentős turbulenciákat tapasztaltunk (3. ábra, bal panel). Majd 2011-től a válság enyhülésével és a fejlett piaci hozamszint csökkenésével párhuzamosan több feltörekvő országban a nem rezidens szereplők állományának dinamikus növekedése indult. Ez a folyamat 2013 májusában tört meg, amikor a Fed döntéshozói részéről először érkeztek nyilatkozatok az eszközvásárlási program esetleges lassításával kapcsolatban.

3. ábra: Külföldiek piaci forint állampapír-állományának alakulása (bal panel), illetve külföldiek helyi devizás piaci állampapír-állományának alakulása a teljes állomány arányában feltörekvő piaci országokban (jobb panel)



Forrás: MNB, Nemzeti adósságkezelők honlapjai

A 3. ábra jobb oldalán a JP Morgan GBI-EM feltörekvő piaci helyi devizás indexének mintegy 80 százalékát reprezentáló országcsoportban vizsgáljuk a külföldiek által tartott, saját devizás állampapír-állományok változását a 2012-2013 időszakban. Időben a legutolsó közös adat 2013 decembere volt. 2013 májusát követően jellemzően csökkent a külföldiek részaránya az egyes országokban, ami a szeptember utáni hónapokban némileg korrigálódott. A néhány ország esetében januárra és februárra elérhető statisztikák azt sugallják, hogy részben a tapering megindulásával, részben pedig a január végi feltörekvő-piaci turbulencia következtében a külföldiek helyi devizás kitettsége jellemzően tovább süllyedt, az országok közti differenciálás fennmaradása mellett. A hazai piacot a januári-februári esés az átlagnál nagyobb mértékben érinthette. Ez azonban részben egy nagyobb lejáráthoz volt köthető (ami nem tekinthető „klasszikus” másodpiaci eladásnak), és azóta részben korrigálódott is, így

össességében a tavaly májusi állapothoz viszonyítva a külföldi jelenlét az általános feltörekvő piaci trendhez képest kevésbé csökkent, ami az átlagosnál erősebb befektetői bizalomra utal.

A tulajdonosi szerkezet szerepe – általános tanulságok

Érdemes röviden összefoglalni a befektetői állomány szerkezetével kapcsolatos eddigi tanulságokat. Ebben a tekintetben egyrészt a külföldi szereplők aktivitásának hatásaira, másrészt a konkrét befektetői típus szerinti struktúra következményeire koncentrálunk. Az Arslanalp et al. [2014] által használt keretet követve a befektetői szerkezet vizsgálatakor három szempontra érdemes fókuszálni: a finanszírozási költségekre, a finanszírozási kockázatokra, illetve az állam és a bankrendszer pénzügyi stabilitását összekötő (ún. korrelációs) kockázatokra.

A külföldiek állampapír piaci arányával kapcsolatos legtöbb tanulmány arra a következtetésre jut, hogy a magasabb külföldi arány általában valamivel alacsonyabb hozamszintet eredményez, ugyanakkor magasabb volatilitást is okoz⁵. Ez a mintázat a közelmúlt állampapír piaci turbulenciáiban is tükröződött (Ebeke et al. [2014]). A tapasztalatok szerint a külföldi arányhoz kapcsolódó hatás aszimmetrikus lehet és differenciáltan jelentkezhet az egyes piacokon: egy kedvezőbb időszakban az országok széles körében alacsonyabb és stabilabb hozamokat okozhat a külföldi jelenlét, ugyanakkor hangulatromlás esetén a sérülékenyebb országokban magasabb volatilitást és nagyobb hozamugrást eredményezhet.

A külföldi jelenlét optimális szintjét illetően nehéz erős állításokat megfogalmazni. Arslanalp [2014] arra jut, hogy országonként változó a kívánatos szint. A kevés általános összefüggés közül az tűnik szignifikánsnak, hogy alacsonyabb GDP-arányos államadósság, alacsonyabb bruttó finanszírozási szükséglet és fejlett pénzpiacok esetén a külföldiek szerepvállalásával járó előnyök és kockázatok egyenlege egy magasabb külföldi tulajdoni arány mellett is kedvező lehet.⁶

Egy szinttel mélyebben vizsgálva a kérdést, a piaci szereplők rezidens – nem rezidens jellegén túl a konkrét befektetői típusok szerinti szerkezettel kapcsolatban is érdemes vizsgálni. A tapasztalatok szerint mind a hozamokra, mind a volatilitásra kedvező hatást gyakorolhat egy szélesebb, sokszínű befektetői kör (OECD [2013]), és az elmúlt évtizedben erre a fajta diverzifikációra törekedtek is az állampapírt kibocsátó intézmények (Mehrotra [2013]). Peiris [2010] hasonló eredményre jut: a befektetői kör nagy koncentrációja kockázatokat hordozhat magában.

A befektetői típusok közül egyrészt a magas hazai elköteleződéssel („home bias”) jellemezhető befektetők hozam (és piac) stabilizáló szerepe szignifikáns (Andritzky [2012], Arslanalp [2014]). Ilyen befektetőnek elsősorban a lakosság, és egyes belföldi intézményi befektetők számítanak, köztük a hazai bankok is. Több jel mutat arra is, hogy a befektető által használt tőkeáttétel szintén fontos tényező, amire magyarázatot adhat, hogy a pénzpiaci sokkok a nagy tőkeáttétellel dolgozó piaci szereplőket erőteljesebben érintik (Jaramillo et al. [2013], Arslanalp [2014], Turner [2012]). Ebből a szempontból tehát az alacsony tőkeáttételű befektetők jelenléte (lakosság, egyes intézményi befektetők) lehet kedvezőbb. Arra is van nemzetközi (Turner [2012]) és hazai (Réz [2012]) evidencia, hogy a lakosság, illetve általában a belföldi tulajdonosok 2008-2009 során stabilabb befektetőknek bizonyultak.

A külföldi szereplők között a tapasztalatok alapján a kisebb tőkeáttételű, hosszabb befektetési horizontú intézményi befektetők („real money”) jelenléte lehet piacstabilizáló hatású. Jaramillo et al. [2013] az államadósság és a hozamszint összefüggésének elemzésekor arra jut, hogy a jellemzően pozitív irányú összefüggés akár meg is fordulhat, amennyiben az állományban egyre nagyobb részt tulajdonolnak real money befektetők.

Az elmúlt egy évtized folyamatait tekintve elmondható, hogy a 2000-es évek elején főként a nagyobb tőkeáttétellel dolgozó befektetők (hedge fundok és bankok trading deskjei) jelentek meg a helyi devizás feltörekvő állampapír

⁵ Lásd pl. Peiris [2010], Andritzky [2012], Arslanalp et al. [2014], OECD [2013], Mehrotra et al. [2013]

⁶ Fontos kiemelni, hogy egy ország sérülékenységét más szektorok külső adóssága is érdemben befolyásolhatja, és a kockázatokat a teljes külső adósság jobban megragadhatja. A cikkben ugyanakkor csak az állampapír piacra fókuszálunk.

piacokon. A piaci struktúra megszilárdulását követően a 2000-es évek közepétől elindult a nagy nyugdíjalapok, és egyéb alacsony tőkeáttételű intézményi befektetők érdeklődése is. A válság ugyanakkor rámutatott, hogy ezen intézmények részaránya a legtöbb országban még nem ért el egy olyan szintet ahol a stabilizáló hatás már erőteljesebben érvényesülne.

Összességében tehát azt mondhatjuk, hogy a nemzetközi tapasztalatok szerint az erős hazai elköteleződésű belföldi szereplők, illetve a kevés tőkeáttételt használó külföldi befektetők jelenléte hozamcsökkentő és stabilizáló hatású lehet az állampapír piacokon.

A hazai állampapírok befektetői szerkezetének változásai

A külföldi szereplők magas forint állampapír állományához kapcsolódó kockázatok felmérése érdekében azt vizsgáltuk, hogy milyen típusú befektetők érkeztek a hazai állampapír-piacra az utóbbi években. Adataink az amerikai értékpapír felügyelethez benyújtott jelentésekből származnak⁷, amely alapján a hazai forint papírok külföldi tulajdonosainak 40 százalékát, a devizakötvények tulajdonosainak pedig 25 százalékát azonosítottuk. Mivel a minta csak az USA-beli alapok adatait tartalmazza (így feltehetően több befektetői típus, például a lazább jelentési kötelezettségekkel szembesülő hedge fundok alulreprezentáltak) nem tekinthető teljesen reprezentatívnak, ugyanakkor a mintanagyság kellően nagy ahhoz, hogy tanulságokkal szolgáljon a befektetői összetétel változásáról.

Az egyes alapok tájékoztatói és éves jelentései alapján befektetői típus, átlagos hitelminősítés és földrajzi fókusz szerint vizsgáltuk a piaci szereplők összetételében végbement változásokat 2010 és 2013 között. Adataink alapján a következő megállapításokat tehetjük:

- a hazai piacon nőtt a hosszabb távra befektető („real money” típusú) szereplők aránya az utóbbi években;
- javult azon alapok portfóliójának átlagos minősítése, akik magyar állampapírt tartanak;
- szélesebb regionális befektetési spektrumú alapok jelentek meg az országban.

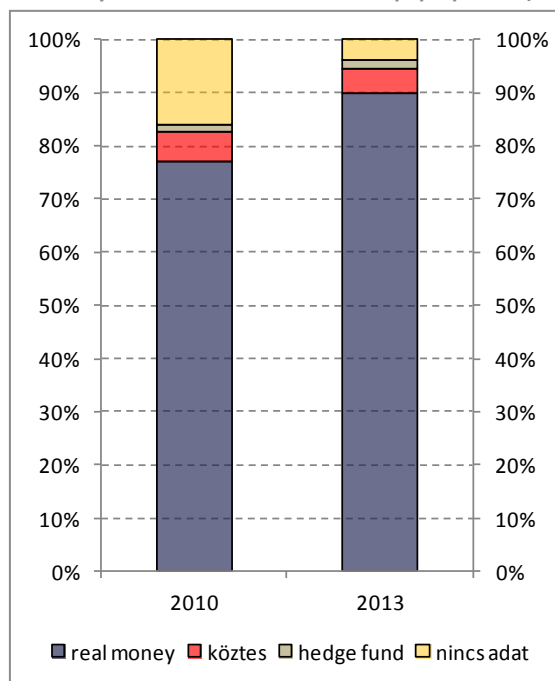
A „real money” befektetők arányának növekedése⁸ azt jelenti, hogy az állomány egyre nagyobb része kerülhetett stabilabbnak tekinthető piaci szereplők kezébe, ami a nemzetközi tapasztalatok tükrében egyértelműen kedvező fejlemény (4. ábra). Az alapok portfóliójának átlagos (preferált) hitelminősítése javult (5. ábra), ami azt jelenti, hogy a magyar papírok távolodtak a kötvénytulajdonosok preferált hitelminősítésétől. Ennek pozitív olvasata lehet, hogy a piac a hitelminősítőktől eltérően, kedvezőbben értékeli a hazai fundamentumokat. Egy másik, a kockázatokra rámutató interpretáció, hogy a befektetők magasabb hozamszintet várhatnak el az általuk preferált átlagos minősítés és a hazai papírok valós minősítése közti „gap” növekedése miatt. A befektetők földrajzi fókuszának bővülését többféleképp lehet értelmezni: egyrészt szélesedhetett az ország potenciális befektetőinek köre, azaz egy diverzifikáltabb bázis jöhetett létre. Másrészt azonban bővült azon eszközöknek a köre, amelyekkel a magyar állampapíroknak „versenyezniük” kell⁹.

⁷ Bloombergen elérhetőek a 2010 és 2013 közti rendszerezett adatok.

⁸ A real money befektetőket szakértői döntéssel definiáltuk. Besorolási rendszerünkben a hosszú befektetési horizonttal rendelkező, magasabb minősítésű papírokat kereső, derivatív eszközöket nem használó befektetőket soroltuk ide.

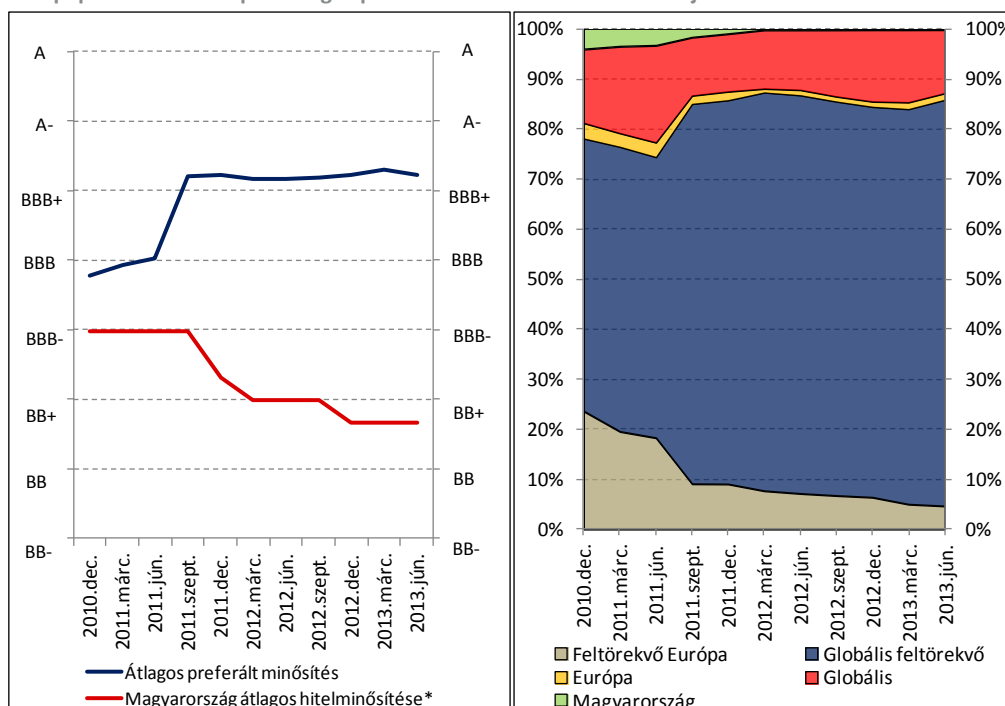
⁹ Az ábrán az is látszik, hogy a kifejezetten Magyarországra fókuszáló befektetési alapok részaránya csökkent. Ez annak a folyamatnak lehet az eredménye, hogy a válság után megnőtt a diverzifikáció iránti igény, ezért a befektetők a szélesebb fókuszú alapokba irányíthatták a pénzüket (tehát inkább ezeken keresztül tartanak magyar papírokat). Ez tükröződik a feltörekvő európai fókuszú alapok visszaszorulásában és a globális feltörekvő alapok térnyerésében is.

4. ábra: Befektetői típusok arányának változása a forint állampapír piacon (nem reprezentatív minta)



Forrás: Bloomberg, alapok honlapjai, saját számítás

5. ábra: A forint papírokat tartó alapok átlagos preferált minőségének és földrajzi fókuszának alakulása állományarányosan



*Megjegyzés: A három nagy hitelminősítő minősítéseinek „átlaga”

Forrás: Bloomberg, alapok honlapjai, saját számítás

Konklúzió

A hazai állampapír piacon feltörekvő piaci és szűkebb régiós összehasonlításban is kiemelkedően magas a külföldi befektetők aránya, míg a bankrendszer részesedése alacsonynak tekinthető. A nemzetközi mintán végzett kutatások és a válság tapasztalatok rámutatnak, hogy kedvező körülmények közt egy ilyen magas nem rezidens arány lehet hozamcsökkentő hatású, ugyanakkor növeli a volatilitást és nagyobb kockázatokkal jár. Általánosságban egy stabi-

labbb befektetői szerkezet felé való elmozdulást jelenthet, ha a hazai elköteleződésű, illetve a kis tőkeáttétellel rendelkező befektetők aránya növekedik. Az elmúlt egy évben a feltörekvő piacokon tapasztalt turbulenciák egyes országokat erőteljesebben érintettek, míg a magyar állampapír-piac relatív értelemben ellenállóbbnak bizonyult. A gazdasági és pénzügyi fundamentumok javulása és stabilizációja mellett ehhez hozzájárulhatott az is, hogy az elmúlt években kutatásaink szerint növekedett a stabilabbnak tekinthető külföldi real money típusú befektetők aktivitása, illetve nőtt a lakosság állampapír portfóliója is. Előre tekintve, nemzetközi összehasonlítás alapján hazánkban a bankrendszer részarányának növekedésére van tér.

Hivatkozások

Andritzky, Jochen R. [2012]: Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter? IMF Working Papers 12/158

Arslanalp, Serkan; Tsuda, Takahiro [2014]: Tracking global demand for emerging market sovereign debt. IMF Working Papers 14/39

Credit Suisse [2013]: Emerging Markets: Non-residents' holdings in local currency government bonds. Global fixed income and economic research

Ebeke, Christian; Lu, Yinqiu [2014]: Emerging Market Local Currency Bond Yields and Foreign Holdings in the Post-Lehman Period—a Fortune or Misfortune? IMF Working Papers 14/29

Eichengreen, Barry; Hausmann, Ricardo [1999]: Exchange Rates and Financial Fragility. NBER Working Paper No. 7418

Jaramillo, Laura; Zhang, Sophia [2013]: Real money investors and sovereign bond yields. IMF Working Papers 12/254

Mehrotra, Aaron; Miyajima, Ken; Villar, Agustín [2013]: Developments of domestic government bond markets in EMEs and their implications. BIS Papers No 67.

MNB [2014]: Az ország adósságszerkezete tovább javítható. MNB Háttéranyag, www.mnb.hu 2014. április 24.

OECD [2013]: OECD Sovereign borrowing outlook 2013.

Panizza, Ugo [2007]: Is domestic debt the answer to debt crises? Columbia University, IPD Working paper series.

Peiris, Shanaka J. [2010]: Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets. IMF Working Papers 10/88.

Réz, András [2012]: Broadening the investor base – the case for Hungary. The World Bank Sovereign Debt Management Forum előadás.

Turner, Philip [2012]: Weathering financial crisis domestic bond markets in EMEs. BIS Papers No 63.

Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2014. május 23-án.