

## **Baksay Gergely – Kuti Zsolt:**

### **Forintkibocsátásból finanszírozhatóak a 2016-ban esedékes devizalejratok**

*Az elmúlt években a magyar állam döntő részben forintadósság kibocsátásával fedezte finanszírozási igényét, míg a devizaforrások egyre kisebb szerephez jutottak. Bár 2016-ban az ideinél nagyobb összegű devizaadósság törlesztése válik esedékessé, de úgy látjuk, hogy továbbra is helyes és – a várható állampapír-piaci kereslet alapján – megvalósítható az államháztartás forint alapon történő finanszírozása. Mindez azt jelenti, hogy nincs szükség jövőre piaci devizakötvény kibocsátásra. Így a devizaadósság aránya az államadósságban 30 százalék alá csökkenhet, ami a válság kitörése óta a legalacsonyabb érték. Az alacsonyabb devizaarány mérsékli az államadósság árfolyamérzékenységét, a finanszírozás sérülékenységét és hozzájárulhat a hitelminősítői besorolás javulásához.*

#### **A devizafinanszírozás szerepének mérséklődése hozzájárult az ország sérülékenységének csökkenéséhez**

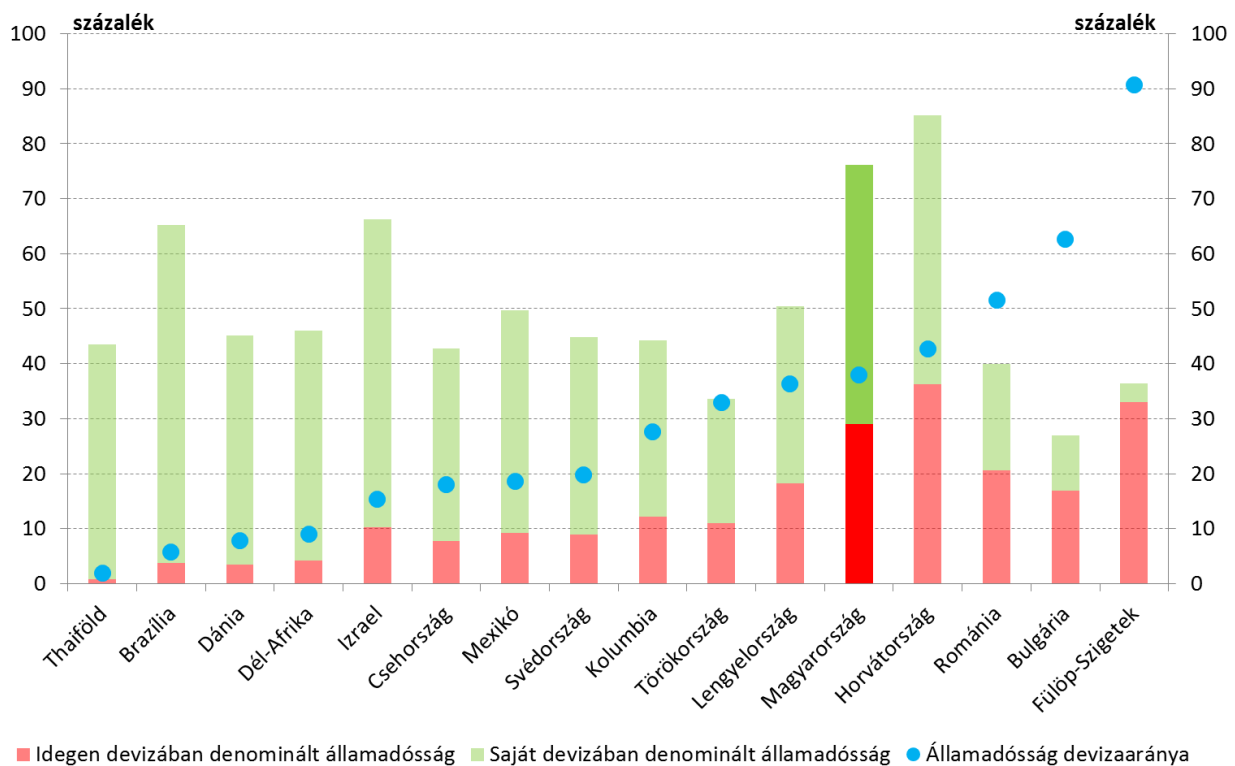
A pénzügyi válság kitörésekor a sérülékenyebb feltörekvő országok külső forrásbevonása - nehezebbé vált, ezért a válság legsúlyosabb időszaka után érdem volt visszatérni devizakötvény-kibocsátással a nemzetközi piacokra. Magyarország esetében is a válságkezelés sikerességének egyik fontos indikátora volt, hogy hazánk több nagy összegű, sikeres devizakötvény-kibocsátást tudott végrehajtani. Az elmúlt néhány évben ugyanakkor a devizafinanszírozás szerepe háttérbe szorult, legutoljára 2014 márciusában hajtott végre Magyarország devizakötvény-kibocsátást, de ennek esetében is megkérdőjelezhető a teljes 3 milliárd dolláros összeg szükségessége. Abban az időszakban ugyanis jelentős volt a kereslet a forint állampapír-piacon és a lakossági állampapírok piacán is voltak még kiaknázatlan lehetőségek. Mindazonáltal 2012-ben és 2015-ben egyáltalán nem került sor külföldi devizakötvény-kibocsátásra, tehát az ezekben az években lejáró devizaadósságot sikerült szinte teljes egészében forint forrásokból (és a belföldi PEMÁK kibocsátásból) fedezni. Ezen váltás megvalósítását – az új adósságkezelési stratégia, valamint Magyarország fokozatosan javuló piaci megítélése mellett – két fontos tényező tette lehetővé. Eleinte a globális piacokon uralkodó likviditás-többlet és hozamvadászat jelentős külföldi keresletet generált a forintpapírok iránt, majd az elmúlt másfél évben a hazai szektorok (különösen a lakosság és a bankszektor) részéről megélénkülő kereslet támogatta a forintkibocsátások felé történő eltolódást. Ennek eredményeképpen az államadósság devizaaránya az elmúlt években jelentősen mérséklődött, hozzájárulva az ország sérülékenységének csökkenéséhez.

Mivel 2016-ban is viszonylag nagy mennyiségű devizaadósság jár le, érdemes megvizsgálni, hogy jövőre milyen lehetőségek vannak a devizatörlesztések forint kibocsátásból történő fedezésre. Cikkünkben amellet érvelünk, hogy helyes és - a várható állampapír-piaci kereslet alapján - megvalósítható az Államadósság Kezelő Központ azon szándéka, hogy a devizakötvény-kibocsátás nélkül, forintforrásokból kívánja megvalósítani az államháztartás jövő évi finanszírozását.

## Magyarország GDP-arányos devizaadóssága még mindig magas nemzetközi összevetésben

Bár az elmúlt években érdemben csökkent a devizakötelezettségek államadósságon belüli aránya, de a számunkra releváns feltörekvő és fejlett államok adósságszerkezetével összehasonlítva a hazai devizaarány még mindig relatíve magasnak tekinthető. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a kelet-közép-európai régióban több ország esetében is találhatunk magasabb értéket. A GDP arányos devizaadósság esetében még kedvezőtlenebb a kép: az általunk vizsgált 16 ország között a magyar mutató értéke a harmadik legmagasabb volt. Bár a 2011 végi 50 százalékról idén októberre 34 százalék alá csökkent a hazai államadósság devizaaránya, de a hazai mutató értéke régióinkban így is kiugrónak számít. Mindez azt jelenti, hogy egy potenciális negatív árfolyamsokk érdemben nagyobb negatív hatást eredményezne Magyarországon, mint a többi országban.

1. ábra: A 2014 végi államadósság GDP arányos mérete és devizaaránya a feltörekvő térségben és néhány fejlett államban



Forrás: World Bank, nemzeti adósságkezelők

## Több szempontból is helyes irány a devizaarány további csökkentése

A devizaarány további csökkenésének több kedvező hatása lehet. Már az őszi hitelminősítői lépéseknél fókuszba került az állam devizakitettsége. Az S&P és a Moody's döntést követő közleményében egyaránt kiemelte, hogy kedvezőnek ítéli a devizaarány mérséklődésének folyamatát. A hitelminősítő intézetek módszertanának részletes elemzéséből jól látható, hogy az államadósság devizaaránya kiemelten figyelt mutató, amelynek csökkenése egyértelműen hozzájárulhat hazánk hitelminősítésének javulásához. Legjobban mindez a Moody's módszertanából olvasható ki: a hitelminősítő 15 fokú skáláján alulról (kedvezőtlen irányból) a 4.

kategóriába esik a hazai mutató értéke, a következő tartományhatárok 30, majd 25 százaléknál vannak, innen kezdve pedig egyre jobban szűkülnek. Azaz a devizaarány folytatódó csökkenése esetén az elkövetkező években érdemi javulás valószínű meg ezen komponens hitelminősítói értékelésében.

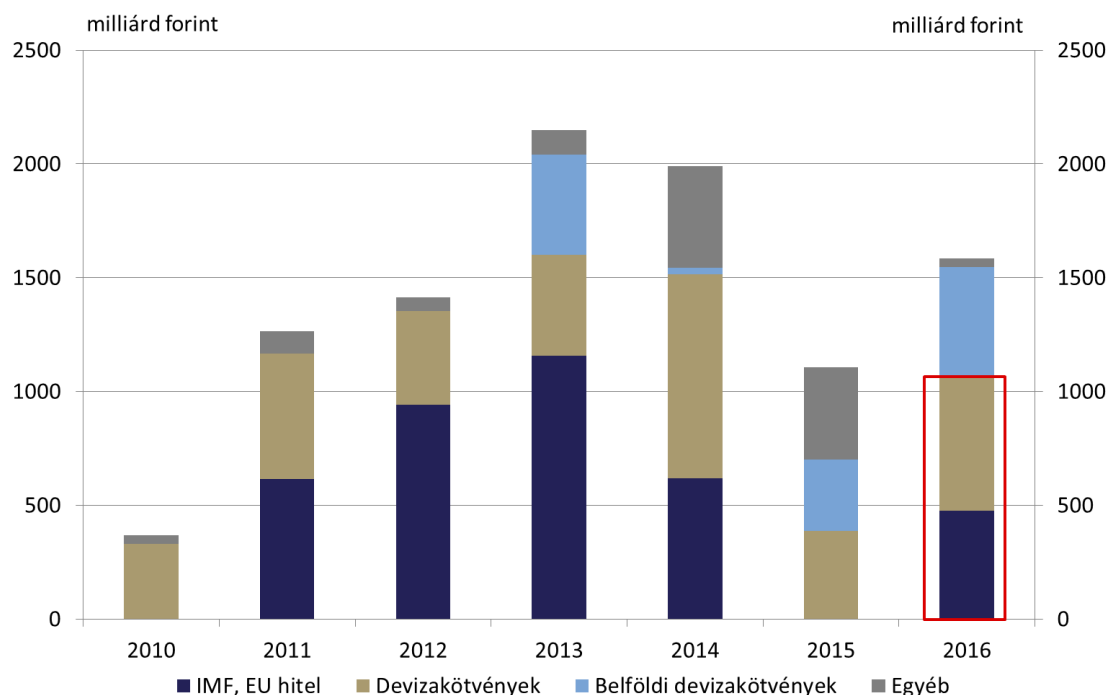
Ezen túl fontos szempont, hogy hogyan viszonyulnak egymáshoz a devizában és a forintban történő forrásbevonás költségei és potenciális kockázatai. Az elmúlt években mind a deviza- mind a forintkötvényeink hozama érdemben csökkent, ugyanakkor az egyes devizanemek esetében eltérő mértékben. Ennek eredményeképpen mára egy euróban történő hosszabb futamidejű forrásbevonás nominális kamatszintje becsléseink alapján mintegy 100-150 bázisponttal alacsonyabb kamatszinten történhetne meg, mint egy azonos futamidejű forint kibocsátás. Mindez azt jelenti, hogy konszolidált szinten (a kormányzat és a jegybank költségeit együtt számszerűsítve) az eurokibocsátás közel hasonló kamatkiadással járna, mint a forintkibocsátás esetében. Fontos különbség ugyanakkor, hogy a forintból történő finanszírozás esetén a kibocsátónak nem kell szembesülni a forint árfolyammozgásából származó árfolyamkockázattal.

Általában a devizakötvény-kibocsátás előnyei közé szokták sorolni, hogy ezzel szélesebb befektetési bázis érhető el, így kisebb a megújítási kockázat, mint a saját devizában denominált kötvénykibocsátás esetén. Az elmúlt években ugyanakkor ez a relatív előny érdemben csökkent, ugyanis az MNB önfinanszírozási programjának és a hazai lakossági szereplők növekvő érdeklődésének köszönhetően a belföldi szektorok forintpapírok iránti kereslete érdemben megemelkedett. Előretekintve ennek a folyamatnak a folytatódását várjuk, aminek eredményeképpen kedvezőbb irányba mozdulhat el az államadósság tulajdonosi szerkezete. Így ugyanis olyan szereplők részaránya nő, akik – részben a beépített ösztönzők hatására – turbulens piaci környezetben kisebb eséllyel építik le állampapír-portfóliójukat.

### **A 2016-os devizalejáratok finanszírozása devizakötvény-kibocsátás nélkül is megvalósítható**

A korábban felvett devizahitelek és kibocsátott devizakötvények következtében 2016-ban több mint 1500 milliárd forint összegű devizalejárat esedékes. A törlesztendő összeg jelentős, de nem kiugró az elmúlt évekhez hasonlítva. A 2013. és 2014. évi lejáratok egyaránt meghaladták a jövő évben esedékes mennyiséget. A devizaadósságok néhány évre koncentrált lejáratára rávilágít arra is, hogy az adósságkezelés korábban követett gyakorlata és a nemzetközi szervezetektől felvett devizahitelek milyen jelentős kihívások elé állították az adósságkezelést az elmúlt években (2. ábra).

2. ábra: Devizalejáratok 2010-2016 között (milliárd forint)



Forrás: ÁKK

Számos különböző elemből áll össze a teljes törlesztendő mennyiség. Az év során három nagyobb piaci devizakötvény jár le összesen 650 milliárd forint értékben, valamint az Európai Bizottsággal szemben fennálló hitel utolsó részlete 450 milliárd forint értékben. Ezzel a globális pénzügyi válság idején a nemzetközi szervezetektől felvett valamennyi hitelt visszafizeti majd Magyarország (az IMF felé fennálló hitelt 2013-ban törlesztette elő az állam). Ezek mellett két PEMÁK-sorozat és egyéb fejlesztési hitelek lejáratra is várható (1. táblázat).

1. táblázat: Főbb devizalejáratok 2016-ban (milliárd forint), aktuális piaci árfolyamon

Instrumentum neve	Lejárat	Eredeti összeg	Forint összeg (milliárd)
GBP kötvény	2016.03.30	500 millió GBP	221
EU-hitel	2016.04.06	1,5 milliárd EUR	478
CHF kötvény	2016.05.20	200 millió CHF	57
PEMÁK 2016/X sorozat	2016.05.25	kb. 960 millió EUR	300
EUR kötvény	2016.07.18	1 milliárd EUR	312
PEMÁK 2016/Y sorozat	2016.10.25	kb. 580 millió EUR	180
Egyéb devizahitelek	több részletben	kb. 120 millió EUR	38
<b>Összesen</b>			<b>1 586</b>
<b>ebből piaci devizakötvény és EU-hitel</b>			<b>1 068</b>

Forrás: ÁKK

Az ÁKK korábban nyilvánosan utalt arra, hogy lehetőség szerint nem kíván piaci devizakötvényt kibocsátani 2016-ban. Ez azt jelenti, hogy közel 1100 milliárd forint devizalejáratot kell forintból fedeznie, ennyi ugyanis a lejáró piaci devizakötvények és az EU-hitel összege. Ezzel együtt feltételezzük - az adósságkezelés korábbi gyakorlatának megfelelően -, hogy a több mint 500 milliárd forint összértékű lakossági devizakötvényeket és a devizában fennálló fejlesztési hiteleket

megújítja az adósságkezelő, illetve az eredetivel megegyező eszközökkel finanszírozza azokat. Emellett a kormányzat kilátásba helyezte, hogy 2016-ban kínai renminbi-ben bocsáthat ki devizakötvényt a magyar állam. Ez azonban - várhatóan korlátozott mértéke miatt - érdemben nem befolyásolja az alapvető folyamatokat.

A jövő évben a költségvetés oldaláról jelentkező finanszírozási igény alacsony, 500 milliárd forint körüli (a GDP kevesebb, mint 2 százaléka) lehet. Előrejelzésünk szerint 2016-ban az ESA-egyenleg a kormányzati hiánycélnak megfelelően kedvezően alakulhat, és a finanszírozási igényt meghatározó pénzforgalmi hiány ennél is alacsonyabb lehet az idei évről áthúzódó EU-támogatások következtében. Emellett a jövő évi forintforrásból megújítandó főbb devizalejáratok alacsonyabbak, mint például 2012-ben (2. ábra), amikor szintén nem volt piaci devizakötvény-kibocsátás vagy IMF-EU hitellehívás.

A piaci devizalejáratok mellett a költségvetési hiányt is forintból finanszírozva összesen 1600 milliárd forint körüli nettó forint finanszírozási igény adódik. Emögött tehát az a feltételezés áll, hogy a PEMÁK-lejáratokat, illetve a fejlesztési célú devizahiteleket megújítja az adósságkezelő, viszont forintból finanszírozza a piaci devizakötvények törlesztését és az Európai Unióval szemben fennálló hitelt. Mindemellett természetesen a forint lejáratokat is finanszírozni kell, de ezek megújítása szinte csak a válság időszakában okozott problémát, és figyelembe véve, hogy a jövő évi forint kötvény és DKJ törlesztések érdemben alacsonyabbak az előző éveknél, bizonyosan teljesíthetőnek látszik. Ennek következtében csak a lejáró forint adósság finanszírozása feletti *nettó* forint kibocsátást elemezzük.

A korábbi évek tapasztalatai alapján a 2016-ban szükségesnek látszó 1600 milliárd forint összegű nettó forint adósságkibocsátás elérhető az állampapír-piaci kereslet fennmaradása mellett. Az adósságkezelő alapvetően három típusú állampapírból fedezheti a finanszírozási igényét: a rövid futamidejű diszkont kincstárjegyekből, a hosszú futamidejű államkötvényekből és a lakosság számára elérhető állampapírokból. 2014-ben és 2015-ben az államkötvények és a lakossági állampapírok iránti kereslet akkora volt, hogy pusztán e két állampapír-típus is fedezte volna a jövő évi nettó forint kibocsátási igényt. Emellett a diszkont kincstárjegyek értékesítése nettó értelemben negatív volt (azaz több járt le, mint amennyit újonnan kibocsátottak), de ez annak az eredménye, hogy az ÁKK egyes időszakokban tudatosan visszafogta a DKJ-kibocsátásokat a jelentős kereslet ellenére. A jegybanki eszköztár átalakítását és a korábbi keresleti viszonyokat figyelembe véve feltételezhető, hogy a diszkont kincstárjegyek iránt is jelentős kereslet lenne. A 2. táblázat azt mutatja, hogy az előző évek tapasztalata alapján mekkora a lehetséges becsült nettó kibocsátás az egyes forint állampapír típusokból 2016-ban. Mivel a keresletet nehéz megbecsülni, ezért ezek összege széles tartományban mozog, de a legpesszimistább forgatókönyvektől eltekintve magasabb, mint az 1600 milliárd forintos nettó kibocsátási igény.

2. táblázat: A korábbi évek alapján rendelkezésre álló mozgástér 2016-ban (milliárd forint)

	Nettó kibocsátások			Becsült lehetséges nettó kibocsátás
	2013	2014	2015*	2016
DKJ	2	-316	-227	200-300
Lakossági papírok	703	723	826	500-600
Államkötvény	405	1259	853	700-1100
Összesen				1400-2000

\*Az első 10 hónap adatai.

Forrás: ÁKK, MNB becslés

A piaci devizakötvény-kibocsátás nélkül (illetve egy korlátozott mértékű renminbi kibocsátás mellett is) elérhető, hogy az államadósságon belül a deviza részarány gyors ütemben csökkenjen. 2011 végén még az államadósság 50 százaléka devizában állt fenn, de ez az arány 2015 végére 35 százalékra csökkenhet, 2016-ban pedig 30 százalék alá mérséklődhet. Az alacsonyabb devizaarány mérsékli az államadósság árfolyamérzékenységét, a finanszírozás sérülékenységét és hozzájárulhat a hitelminősítői besorolás javulásához.

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. december 15-én.”*