

Bíró Gabriella–Hajnal Mihály–Horváth Dániel

Két legyet egy csapásra – A jegybank állampapír-vásárlási programja a válságkezelés mellett az adósságprofil tartós javításában is hatékony

A magyar államadósság átlagos hátralévő futamideje az elmúlt időszakban jelentősen nőtt, amihez a jegybanki állampapír-vásárlási program közvetlenül és közvetetten is hozzájárult. Ez számottevő javulást hozott a magyar adósságprofilban, ugyanakkor az eredmények megőrzése és a kedvező trend fenntartása kulcsfontosságú, hiszen a hazai mutató a javulást követően is az egyik legalacsonyabb az EU-n belül. Előretekintve tehát fontos feladat, hogy az adósságszerkezet javításában elért eredmények hosszútávon fenntarthatóak maradjanak. Az átlagos futamidő hosszítása mellett ilyen például a deviza- és külföldi arány további mérséklése, illetve a lakosság arányának növelése is.

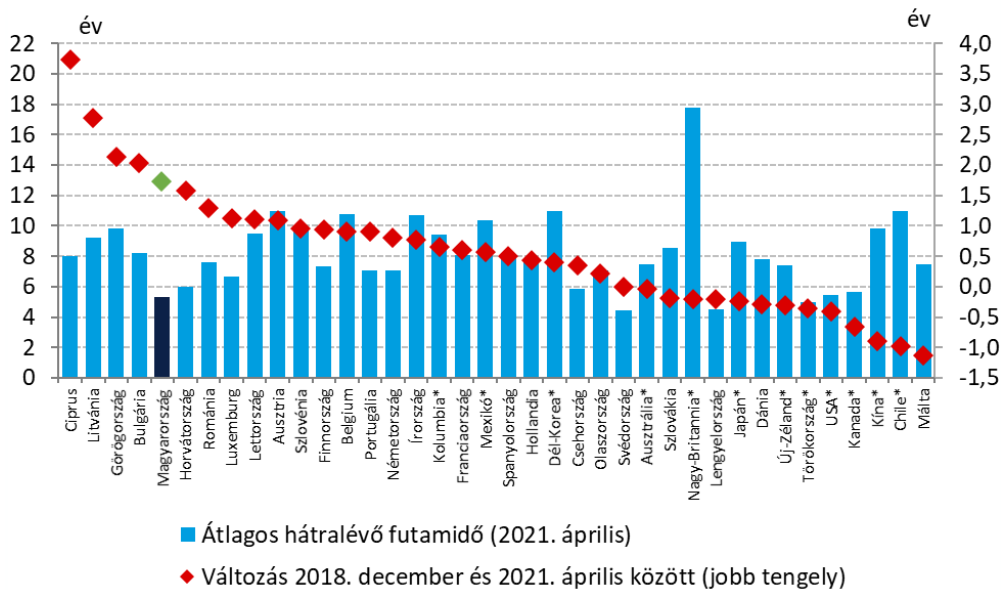
1. MIÉRT FONTOS AZ ADÓSSÁGPROFIL HOSSZÍTÁSA?

A magyar államadósság átlagos hátralévő futamideje – bár az elmúlt időszakban számottevő növekedés volt megfigyelhető - nemzetközi és régiós összevetésben továbbra is alacsonynak mondható, így további hosszabbítása a pénzügyi stabilitás megőrzése szempontjából fontos lépés. A hazai hozamgörbe hosszú végének fejlesztése az adósságprofil javítása mellett elősegíti a gazdasági szereplők finanszírozási lehetőségeinek bővítését, valamint a magyar pénzpiacok további fejlődését. Mit jelent és miért fontos az államadósság átlagos hátralévő futamideje és annak növelése?

- Egyrészt megmutatja, hogy mekkora az államadósság „görgetésével”, folyamatos megújítási igényével kapcsolatos kockázat. Ez azért is fontos tényező, mert egy gazdasági/pénzügyi válság során megnő a bizonytalanság és jelentősen visszaeshet a kereslet az állampapírok iránt.
- A hitelminősítők, illetve több nemzetközi intézmény (IMF, OECD) is kiemelten foglalkoznak ezen faktoral.
- Az átlagos futamidő értelmezhető a piaci bizalom egyik indikátoraként is, hiszen azt mutatja meg, hogy a befektetők milyen időtávra hajlandóak hitelezni az államot.
- Végezetül kiszámíthatóbbá teszi hosszú távon a költségvetés kamatkiadásait.

A legfrissebb adatok (a nemzetközi összehasonlíthatóság érdekében 2021. áprilisi adatokat vettünk figyelembe) **alapján bár nemzetközi összevetésben a magyar államadósság átlagos futamideje (5,3 év) még mindig alacsony** (EU-s összevetésben a harmadik legrövidebb), **de az elmúlt időszakbeli több mint 1,7 éves növekedése az élmezőnyben helyezkedik el (1. ábra).**

1. ábra: Az államadósság átlagos hátralévő futamidejének szintje és változása az EU tagállamokban és a világ meghatározó gazdaságaiban



Megjegyzés: Az államkötvények alapján. A csillaggal jelölt országok esetében a 2020 év végi állapotot tükrözi.

Forrás: EKB, OECD

2. MI SEGÍTETTE ELŐ AZ ÁLLAMADÓSSÁG FUTAMIDEJÉNEK HOSSZABBODÁSÁT ÉS MI VOLT EBBEN AZ MNB SZEREPE?

Az átlagos futamidő elmúlt évekbeli változását több szakaszra lehet bontani (2. ábra).

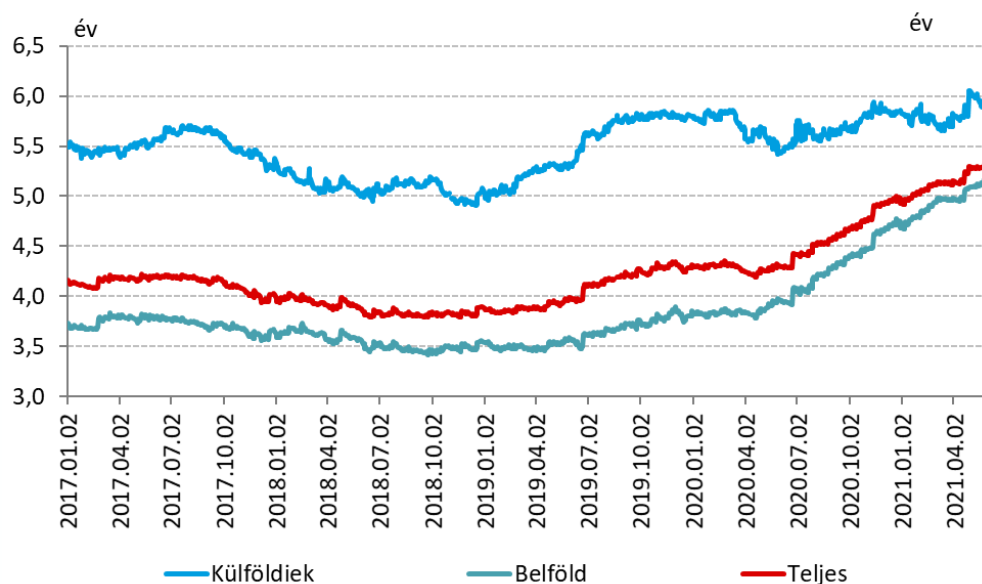
- **2018 végéig** a külföldiek által birtokolt papírok átlagos lejáratára csökkent, míg a hazai szereplőké viszonylag stabilan alakult.
- Az első növekedést hozó szakasz **2019 elején következett**, amikor a forint, fix kamatozású benchmark kötvények aukcionálása a hosszabb futamidők felé tolódott el.
- A lakossági állampapír állomány növelését segítő lépések (MÁP Plusz bevezetése) hatására csökkent a nagybani kibocsátási szükséglet, mely

alapvetően a rövidebb lejáratú papírok visszafogását eredményezte, így járulva hozzá az átlagos lejárat hosszabbodásához.

- **A legmeredekebben növekvő szakasz az MNB eszközvásárlási programjához köthető.** A 2020 májusától megvalósuló vásárlások hatására a külföldi és a belföldi szereplők átlagos lejárat ideje is számottevően emelkedett. Ez újabb lendületet kapott a tavaly nyáron végrehajtott jegybanki programbővítés során, ahol már deklarált célként jelent meg a hosszítás.

A gazdaságpolitikai döntéshozók elkötelezettek a futamidő hosszításának irányába. A Magyar Nemzeti Bank 2020 májusában elindított állampapír-vásárlási programja nagyban támogatta ezen törekvéseket. Emellett a program a kezdetektől hozzájárult az állampapírpiacon stabil likviditási helyzetének fenntartásához és a hosszú forint kötvények piacának épüléséhez. A 2020-ban jelentősen megugró állami finanszírozási igényt nagyrészt a tervezettnél jóval magasabb nagybani forintkötvény kibocsátás fedezte (nettó 4250 milliárd forint). Ilyen intenzív kibocsátás mellett a piaci stabilitáshoz hozzájárult, hogy az MNB mintegy 1000 milliárd forint értékben vásárolt állampapírokat a tavalyi évében.

2. ábra: A belföldiek és külföldiek állampapír állományának átlagos hátralévő futamidejének változása



Megjegyzés: Forint államkötvények és diszkont kincstárjegyek alapján.

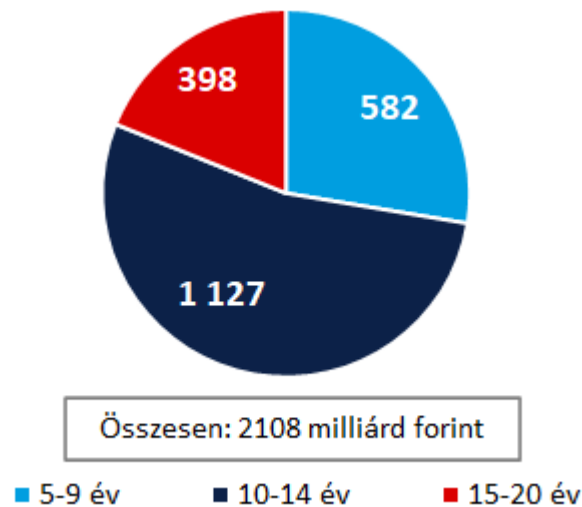
Forrás: MNB

Az MNB 2021 április végéig közel 1100 milliárd forint értékben vásárolt állampapírokat. **A vásárlásokat továbbra is a lehető legnagyobb mértékben a**

hosszú szegmensre fókuszálta a jegybank, ami az ÁKK intenzív kibocsátási aktivitása mellett támogatta a 10 év feletti állampapír sorozatok piacának épülését (3. ábra). **Az eszközvásárlási program elindítása óta eltelt egy év során a jegybank összességében több mint 2100 milliárd forint összegben vásárolt, átlagosan 11,5 év múlva lejáró hazai állampapírt.**

Mindez az Államadósság Kezelő Központ sikeres stratégiaváltásával párhuzamosan – alapvetően hozzájárult ahhoz, hogy **a hazai tőkepiac hosszabb szegmense látványosan fejlődjön.** Jó példa erre, hogy a **2038-ban lejáró forint államkötvény** a program elindítását megelőzően egy illikvid kötvénynek volt tekinthető, azonban a jegybanki vásárlások támogatásával állománya növekedni tudott, így bekerült a **JP Morgan Government Bond Index-be.** Emellett **sikerként értékelhető az idei év során, a Föld napján megvalósuló első, forintban denominált zöld kötvény kibocsátása is,** mely papír 30 éves lejáratú került kibocsátásra. Ráadásul a jegybanki programok ahhoz is hozzájárultak, hogy a korábbi évekhez képest jóval gyakrabban tudott aukciót tartani az ÁKK. **Mindez érdemben megtámogatta az ÁKK azon törekvését, hogy kötvénykibocsátásai során a rövidebb futamidőket visszafogja és sokkal inkább a 10 év körüli és feletti szegmenst preferálja.** Az államadósság kezelő csereaukciói során is megfigyelhető a **hosszítás**, hiszen idén 1500 milliárd forint összértékben tervez hamarosan lejáró 1-3 éves papírokat 8-13 év múlva lejáró papírokra cserélni. Emellett az MNB eddig közel 2500 milliárd forintnyi hosszú lejáratú fedezett hitellel bővítette a bankrendszer likviditását, amely közvetve szintén hozzájárult ahhoz, hogy a hazai hitelintézetek növelték a három évnél hosszabb futamidejű fix kamatozású kötvényállományukat.

3. ábra: Az MNB által megvásárolt állampapírok összesen állománya futamidőcsoport szerinti bontásban (2021. május 14.)



Forrás: MNB

Az MNB aktivitása direkt és indirekt módon is hozzájárul az állampapír-állomány átlagos futamidejének növekedéséhez.

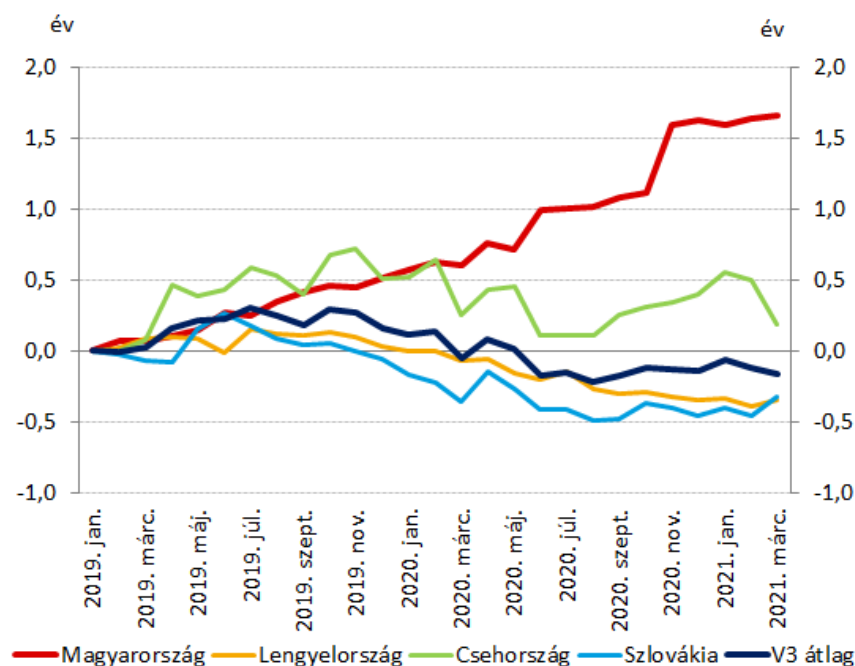
- Egyrészt **az MNB hosszú papírok iránti preferenciájának eredményeként** a jegybank portfóliójába kerülő papírok direkt módon hatnak az átlagos futamidőre.
- Másrészt a hosszú szegmens épülésén és a likvid, stabil piaci környezet megteremtésén keresztül **az MNB jelenléte hozzájárul ahhoz, hogy a piaci szereplők is aktívabbak legyenek a hosszú szegmensben**, azaz az MNB jelenléte indirekt módon is növeli az állampapír-állomány átlagos hátralévő futamidejét. Az adósságprofil hosszú távú javítása szempontjából ennek az indirekt hatásnak van igazán szerepe, hiszen a jelenléte arra utal, hogy a hosszú piaci szegmens a jegybanki támogatással megtett piacépítő fázis után önmagában is életképes lehet.
- **Szintén egyfajta indirekt hatása lehet az 5 éves fedezett hiteleszköznek**, amely a hitelintézeteket arra ösztönözte, hogy rövidebb papírok helyett 5 éves állampapírt vásároljanak.

3. AZ EREDMÉNYEK RÉGIÓS VISZONYLATBAN KIEMELKEDŐEK, A FELADAT MOST EZEK MEGŐRZÉSE

Az állampapír-vásárlási program elindulása óta a forint állampapír-állomány átlagos futamideje 1 évvel nőtt. Érdeemes ugyanakkor azt is figyelembe venni, hogy feltörekvő országokban válsághelyzet esetén általában az átlagos futamidő csökkenése a jellemző, hiszen megrendülő befektetői bizalom és turbulens hozamalakulás mellett a növekvő finanszírozási igény biztosítására elsősorban a rövidebb papírok kibocsátásával van tér. Bár a koronavírus okozta válsághelyzet jelentősen eltér az eddigiektől, ez a hatás ezúttal is tetten érhető a régiós folyamatokban (4. ábra).

A V3 országokban 2020 tavasza óta csökkent az állampapírok átlagos hátralévő futamideje, amit elsősorban a lengyel és a szlovák állomány fél éves rövidülése magyaráz (úgy, hogy közben ezen országokban is működik jegybanki vásárlási program). **Ez éles ellentétben van a magyar folyamattal, ami azt jelenti, hogy az MNB piacstabilizáló szerepének megítélésekor nem feltétlen a „változatlan állapothoz” érdemes viszonyítani.** Feltehetően a régióban jellemző, csökkenő átlagos hátralévő futamidő a reális viszonyítási alap, ami azt jelenti, hogy az MNB aktivitásának hatása még nagyobb. Ezt a szempontot is figyelembe véve kijelenthető, hogy az **MNB vásárlásainak direkt és indirekt módon jelentős szerepe volt az államadósság átlagos hátralévő futamidejének növelésében.**

4. ábra: Piaci államkötvény állomány átlagos futamidejének megváltozása a V4 országokban



Forrás: MNB, EKB

Előretekintve kulcskérdés, hogy az adósságszerkezet javításában az elmúlt években elért eredmények hosszútávon fenntarthatók-e. Ebből a szempontból kedvező előjel, hogy a hosszú szegmens épülése megindult, ami abba az irányba mutat, hogy a 10 éven túli szegmens hosszútávon is aktív maradhat.

Az átlagos futamidő hosszítása mellett az elmúlt években fontos előrelépés volt például a deviza- és külföldi arány mérséklése, illetve a lakosság arányának növelése. Az eredmények megőrzésének legfontosabb előfeltétele a megfelelő mozgástér megteremtése: akkor tartható fenn kedvezőbb szerkezetű kibocsátás, ha az állam finanszírozási igényének szintje azt lehetővé teszi. **Túlzottan magas finanszírozási igény esetén ugyanis elkerülhetetlen a kedvezőtlenebb szerkezet irányába való visszatolódás**, például a rövidebb szegmensben való intenzívebb kibocsátásokkal, vagy a nemzetközi kötvénypiacokról való forrásbevonással.

„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaságban 2021. június 17.-én.”