

Gór-Holecz Fatime – Lakatos Melinda:

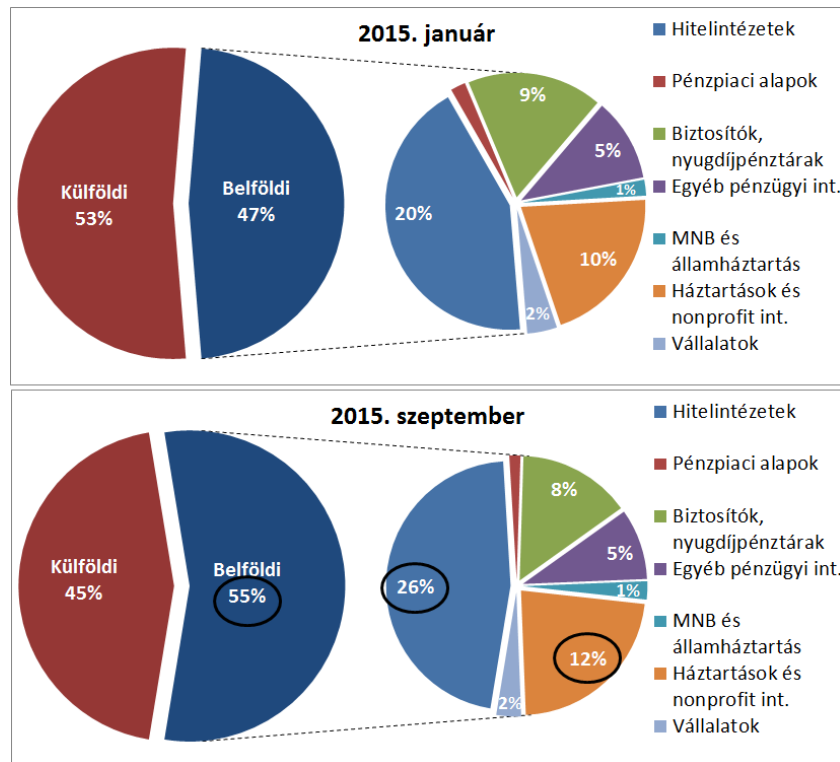
A belföldi szereplők nagyobb aktivitása hosszabb távon is növelheti a hazai állampapír-piac stabilitását

Az idei évben átrendeződött a hazai állampapír-piac tulajdonosi struktúrája: a külföldi befektetők jelentős összegű forint állampapír-állományt építettek le. A korábbi tapasztalatokkal ellentétben a jelentős külföldi állomány-leépülés nem okozott turbulenciát a hazai pénzpiacokon. Ebben nagy szerepe volt, hogy a lakosság hazai állampapírok iránti keresletének számottevő növekedése mellett az Önfelfinanszírozási program elindítását követően a bankrendszer állampapír piaci aktivitása is érdemben erősödött. A belföldi szektorok élénkebb kereslete a jövőben is hozzájárulhat az állampapír-piac stabilitásához, tovább csökkentve hazánk sérülékenységét.

A hazai állampapír-állományon belül jelentősen csökkent a külföldiek aránya 2015-ben

A külföldiek teljes (devizában és forintban denominált) magyar állampapír-állománya az év eleje óta számottevő csökkenést mutat. Kilenc hónap alatt a külföldiek által tartott magyar állampapír-pozíciónak közel 15 százaléka épült le, ami jelentős átrendeződést okozott a magyar állampapír-piac befektetői struktúrájában. Az egyes szegmensek részesedését tekintve ezzel a külföldiek részaránya 53 százalékról 45 százalékra esett vissza. Ez egyrészt azt jelenti, hogy a külföldiek részaránya 2011 eleji szintre csökkent, miközben **az államháztartás finanszírozásának több mint fele belföldi forrásból valósul meg**. Az államháztartás belföldi finanszírozásán belül mind a hazai hitelintézetek, mind a lakosság szerepe érdemben emelkedett. A magyar bankrendszer aránya az év eleji 20 százalékról 26 százalékra nőtt, emellett a lakossági állampapír állomány is 2 százalékponttal 12 százalékra emelkedett. Az egyéb belföldi szektoroknál arányaiban nem történt jelentős elmozdulás, ugyanakkor a biztosítók, nyugdíjpénztárak és pénzügyi alapok enyhén vesztek teljes állományon belüli súlyukból.

1. ábra: A központi kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok szektor szerinti megoszlása 2015. januárban és 2015. szeptemberben (mrd Ft, piaci értéken)



Forrás: MNB

A nem-rezidens befektetők elsősorban a forintban denominált kötvények eladásával csökkentették magyar állampapír pozíciójukat. Év elejétől nézve a forint állampapírokon belül több mint 5000 milliárd forintról 4000 milliárd forint környékére csökkent a külföldiek állományának névértéke.

A külföldiek állománycsökkenése nem okozott turbulenciát a hazai pénz-és tőkepiacon

A külföldi állomány ilyen ütemű és mértékű csökkenése a nemzetközi és historikus példák alapján komolyabb piaci zavarokkal is járhatott volna. **Ezzel szemben a magyar állampapír piaci hozamok nem emelkedtek, sőt a külföldi eladások időszakában a magyar hozamszint érdemi csökkenést mutatott.** A 10 éves magyar állampapír-piaci benchmark hozam nagyságrendileg 20 bázisponttal áll alacsonyabban, mint év elején. Az ennél rövidebb futamidejű hozamoknál (azaz azokban a lejáratú szegmensekben, ahol a legnagyobb mértékű volt a külföldiek eladása – lásd később) nagyobb mértékű, 60-80 bázispontos csökkenés következett be január óta. Az állampapír piaci hozamok mellett a forint árfolyam és a bankközi hozamok elmozdulása sem volt közvetlenül köthető a nem-rezidens állomány leépüléséhez.

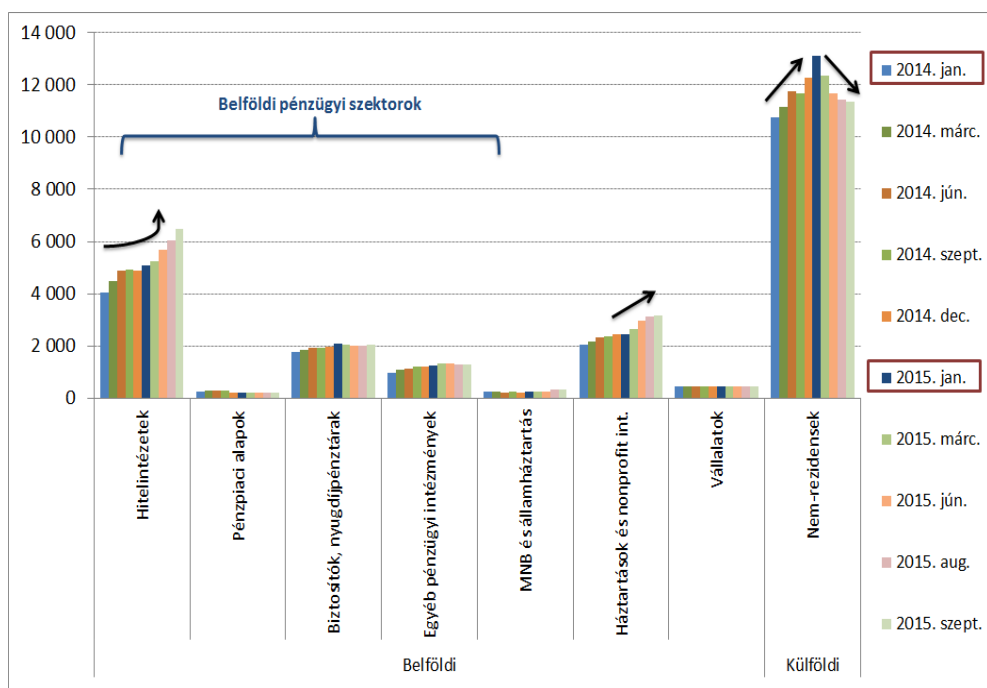
A külföldiek magyar állampapír eladásainak tehát nem volt negatív hatása a hazai pénz-és tőkepiacon. Ezt a változatlanul erős lakossági állampapír-kereslet mellett elsősorban az tette lehetővé, hogy a külföldi eladások egybe estek a hazai bankrendszer keresletének erősödésével. A kedvezőtlen piaci hatások elkerülésében a nemzetközi tényezők (például az EKB további lazítás felé mutató elköteleződése) mellett az is szerepet játszott, hogy nem a magyar kockázati megítélés

romlásához kötődött a piacelhagyás, hanem az alacsony hozamok miatti vonzó kiszállási pont motiválhatta leginkább a nem-rezidens befektetőket a pozíciózárásban.

A külföldiek leépülő forint állampapír-állományának többségét a hazai bankrendszer vette át

A külföldiek állományának leépülésével párhuzamosan a bankrendszer állampapír állománya növekedett. A hazai bankrendszer állampapír keresletének fokozódásával párhuzamosan a lakossági és non-profit szektorba tartozó befektetők is stabil ütemben emelték állományukat. Az elmúlt időszakban **az állam adósságpapírokon keresztül történő finanszírozásában tovább emelkedett a lakosság szerepe**, így az év eleje óta a háztartások által tartott állampapírok állománya közel 600 milliárd forinttal emelkedett. A lakosság állomáynövekedése leginkább a speciális lakossági állampapírokban jelentkezett, így aktivitásuk kevésbé kapcsolódott össze a külföldi állomány leépülésével. A nem-rezidens szereplők ugyanis jellemzően másodpiaci tranzakciókkal csökkentették állományukat, míg a háztartási szegmens nem aktív szereplő ezen a piacon.

2. ábra: A központi kormányzat által kibocsátott értékpapírok havi állományának alakulása (mrd Ft, piaci értéken)

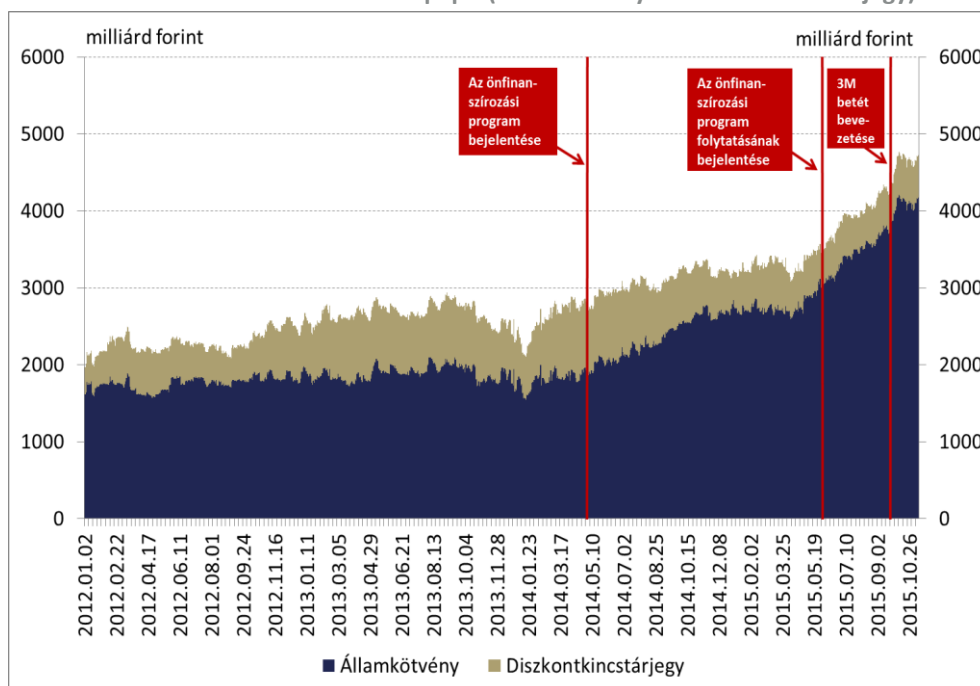


Forrás: MNB

A hazai bankrendszer a külföldiek eladásait és az ÁKK nettó kibocsátását is szinte teljes egészében felszívta

A hazai bankszektor forint állampapír (államkötvény és diszkontkincstárjegy) állománya az utóbbi szűk két évben szinte fokozatosan emelkedett. A növekedés különösen 2014 tavasza és 2015 nyara után gyorsult fel, ami azt támasztja alá, hogy a **banki állampapír-vásárlások növeléséhez az MNB két szakaszban meghirdetett önfinanszírozási programja erős ösztönzőket teremtett**. 2015-ben folytatódott a bankok forint állampapír-állományának intenzív bővülése, így az a januári közel 3200 milliárd forintról októberre 4600 milliárd forint fölé emelkedett.

3. ábra: A hazai bankrendszer forint állampapír (államkötvény és diszkontkincstárjegy) állománya



Forrás: MNB

Az önfinszírozási koncepció célja a külső államadósság mérséklésével az ország külső sérülékenységének csökkentése. A program hatásmechanizmusa szerint az MNB a jegybanki eszköztár átalakításával a jegybanknál tartott banki forrásokat átcsatornázza nem-jegybanki, fedezetként elfogadható likvid értékpapírokba, ami a hazai értékpapír-piaci sajátosságok miatt elsősorban állampapírt jelent. Ez az alkalmazkodás generálhatta első körben az erős belföldi keresletet a külföldiek eladásával szemben.

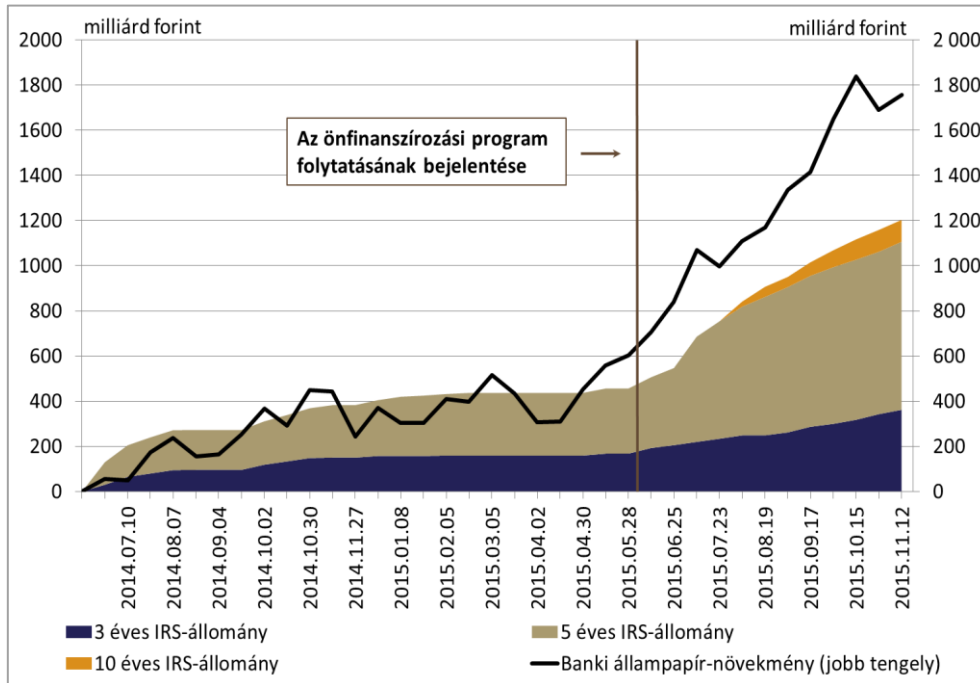
1. táblázat: Jegybanki eszközök az önfinszírozási program elindítása előtt és jelenleg

ESZKÖZ	ÖNFINANSZÍROZÁS ELŐTT	JELENLEGI HELYZET
Irányadó eszköz	Kéthetes kötvény	Három hónapos betét
Kamatfolyosó	szimmetrikus: alapkamat±100 bázispont	aszimmetrikus: O/N betét: alapkamat-125 bázispont, O/N hitel: alapkamat+75 bázispont
Kötelező tartalék	választható ráták: 2-5%	egységes tartalékráta: 2%
Fedezett hitel	kéthetes és hathónapos futamidő	egyhetes és három hónapos futamidő
Kiegészítő forintlikviditáskelést támogató eszköz	-	korlátozott kéthetes betét
Kamatkockázat-kezelést támogató eszköz	-	3, 5 és 10 éves lejáratú IRS

Forrás: MNB

Az Önfinszírozási program első szakaszában bevezetett 3 és 5 éves kamatcsere - ügylet (IRS) tenderek, majd a második szakaszában meghirdetett 10 éves IRS tenderek célja, hogy a bankok kamatkockázat-kezelését segítve hosszabb futamidejű állampapírok vásárlását is lehetővé tegye a hitelintézetek számára. Az **IRS tenderek jelentősen hozzájárultak a banki állampapír-állomány megugrásához**, amit jól mutat, hogy a jegybanki IRS-állomány együtt növekedett a banki állampapír-állománnyal.

4. ábra: IRS-állományok és banki állampapír-növekmény alakulása



Forrás: MNB

Az MNB 2015. október végéig összesen közel 1200 milliárd forintnyi IRS-t kötött a bankokkal. Az ügyletek megkötésével a hitelintézetek értékpapír-állományuk közel 1200 milliárd forintnyi növelése mellett áttételesen azt is vállalták, hogy már a bázis időszakban a tulajdonukban lévő összesen 1800 milliárd forintnyi elfogadható értékpapír-állományukat (nagyreszt forint állampapír portfóliójukat) sem építik le a futamidő végéig, illetve legalább egy évig. Ez azt jelenti, hogy a jegybanki IRS-eszközzel „bebiztosított” értékpapír-állomány megközelíti a 3000 milliárd forintot.

A jegybanki kamatcsere-eszköz feltételeivel és kialakításával összhangban emelkedhetett a bankok hosszabb lejáratú államkötvények iránti érdeklődése, ami többek között az államkötvény aukciókon tapasztalt erőteljes keresletnövekedéshez, illetve **a banki állampapír-állomány átlagos lejáratig hátralevő futamidejének hosszabbodásához** (2014 első negyedéve és 2015 ősze között 2,8 évről 3,8 évre emelkedett) vezetett.

A belföldi szektorok erős kereslete a jövőben is hozzájárulhat az állampapír-piac stabilitásának fennmaradásához

Amennyiben a belföldi szektorok oldaláról (különösen a bankrendszer részéről) fennmarad, esetleg fokozódik a hazai állampapír iránti kereslet, akkor az a jövőben is biztosíthatja a hazai állampapír-piac stabilitását. Ez különösen a külföldi szereplők magyar állampapír-piaci pozíciójának további csökkenése esetén lehet fontos. Jelenleg a külföldiek forint állampapír-állományának mérséklése irányába mutat a forint állampapír piaci hozamok historikusan alacsony szintje, ami továbbra is kedvező kiszállási pontnak tekinthető a nem-rezidens befektetők szempontjából. Emellett motivációt jelenthet majd, hogy az amerikai kamatemelés várható megkezdésével az amerikai tőkepiacok hozamelőnyt biztosíthatnak a hazai papírokkal szemben.

A hazai bankrendszer forint állampapírok iránti keresletére vonatkozóan feltételezhetjük, hogy 2016-ban is fennmarad, illetve tovább bővíthet. A banki állampapír keresletet ugyanis a bankrendszer likviditásának várható szűkülése, a devizahitelek forintosításához kapcsolódó devizacse-re-ügyletek (FX-swapok) lejáratata, valamint a jegybanki eszközök átalakításához kapcsolódó alkalmazkodás támogatja. Az elkövetkező időszakban a jegybanki devizatartalék a jelenlegi 32 milliárd euróról akár 22 milliárd euróra is csökkenhet, amivel párhuzamosan a jegybanki sterilizációs állomány 4000 milliárd forint körüli szintről akár 1000 milliárd forint alá is eshet. Mindez feszesebbé teheti a banki likviditáskezelést, amit a bankok fedezeti, illetve kiemelten állampapír-állományuk emelésével kezelhetnek.

Az állampapír-piac tulajdonosi szerkezetének átalakulása összességében kedvezőnek ítéhető

A külföldi befektetői jelenlét mérséklődése turbulens időszakokban csökkentheti hazánk sérülékenységét, minthogy a hazai befektetői körnél a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság csökkenése esetén jellemzően kisebb piac-elhagyási nyomás jelentkezik. Ráadásul, amíg a kereslet találkozik a kínálattal és nem jelentkezik a kockázati megítélés romlásából eredő nyomás, addig komolyabb pénzügyi turbulencia nélkül alakulhat át a befektetői struktúra. Ahogy az ebben az évben is történt: a külföldi befektetőket a hozamrealizálás, azaz a kedvező kiszállási lehetőség motiválhatta a pozíciózárásban, ami találkozott a hazai bankrendszer erősödő keresletével.

„Szerkesztett formában megjelent az Mfor.hu oldalon 2015. december 21-én.”