

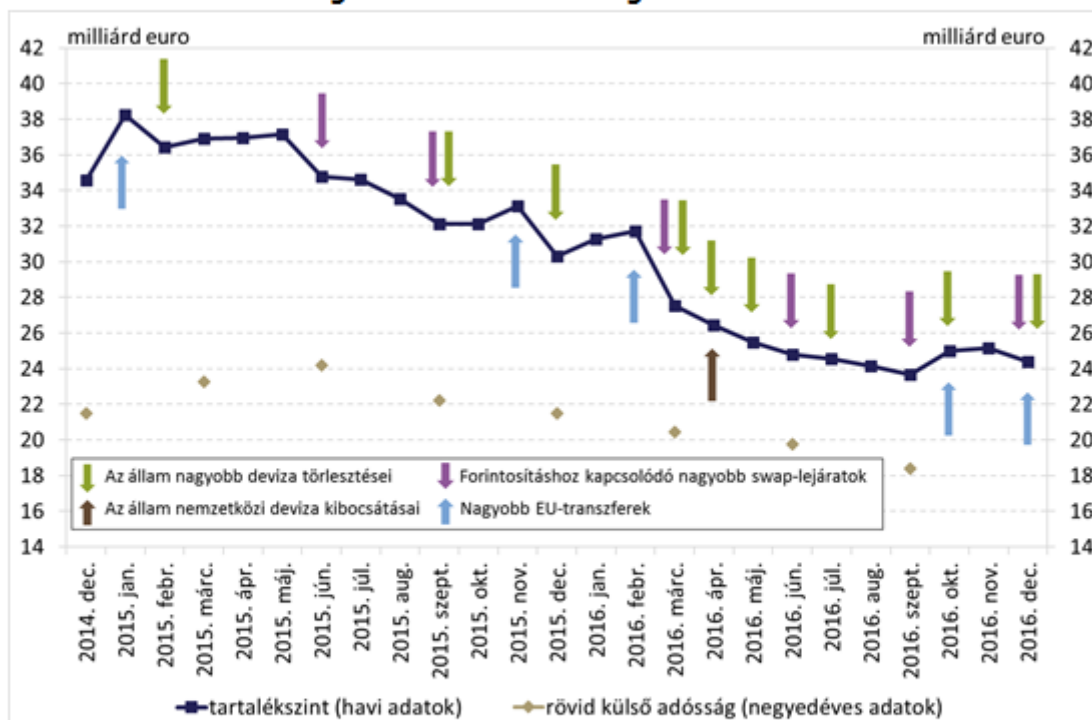
Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter:
Biztonságos szinten az MNB tartalékai

A Magyarország külső sérülékenységét leginkább megragadó rövid lejáratú külső adósságállomány 2016 harmadik negyedév végére évtizedes mélypontra - 18,4 milliárd euróra - esett, így bár az elmúlt két évben Magyarország nemzetközi tartalékai mintegy 10 milliárd euróval csökkentek, a 2016. év végi több mint 24 milliárd eurót kitevő tartalék bőséges, biztonságos és érdemben meghaladja a befektetők által elvárt szintet. Az utóbbi két év tartalékcsökkenését nagy részben a Magyar Nemzeti Bank célzott programjai, azaz a lakossági devizahitelek forintosítása és az egészségesebb adósság szerkezetet eredményező Önfinszírozási program idézték elő, amelyek érdemben javították a pénzügyi stabilitást és csökkentették a külső sérülékenységet. A fentiek egyértelmű bizonyítéka, hogy a nagy hitelminősítők mind a forintosítást, mind pedig az Önfinszírozási programot tételesen kiemelték a magyar adóssóztályzat befektetési kategóriába emeléséről szóló értékeléseikben.

Az MNB devizatartalékainak csökkenése kiszámítható módon ment végbe

Az MNB nemzetközi tartalékai a 2014. decemberi 34,6 milliárd eurós szintről 2016 végére 24,4 milliárd euróra csökkentek. A jegybanki devizatartalék alakulását számos tényező befolyásolja, az utóbbi két év mérséklődését azonban a legnagyobb mértékben az MNB tervezett és célzott tartalékcsökkentő programjai magyarázzák. Magyarország devizatartaléka az elmúlt két év folyamán mintegy 10 milliárd euróval csökkent, amely főként a lakossági devizahitelek forintosításához, illetve az államadósság belső, forintból történő finanszírozásához, azaz az Önfinszírozási programhoz kötődött. Mindkét program a tartalékmegfelelés feletti mozgástér tudatos csökkentését jelenti, a devizatartalék biztonságos szintjének fenntartása mellett.

1. ábra: Az MNB devizatartalékainak és az ország rövid külső adósságának alakulása



Forrás: MNB

A jegybank a tartalékmegfelelésre vonatkozó információkat negyedévente a Fizetési mérleg jelentés keretében teszi közzé. A cikk megírásakor a legutolsó rövid külső adósságra vonatkozó adatsor 2016 harmadik negyedévére vonatkozott.

A lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó programok fokozatosan, időben elnyújtva mérsékeltek a tartalékok szintjét, a devizatartalékot csökkentő, prognosztizálható hatásuk megfelelt az MNB korábbi várakozásainak. A lakossági jelzáloghitelek forintosításához, valamint az egyéb, fogyasztói devizahitelek konverziójához (együtt: lakossági devizahitelek) az MNB összesen mintegy 9,6 milliárd eurónyi devizát biztosított a bankrendszer szereplőinek a 2014 ősze és 2015 tavasza között, valamint a 2015 nyarán meghirdetett devizatenderek keretében. A devizát egészen 2017 decemberéig vihetik el a bankok a jegybanktól, így a megkötött swap-ügyletek során szerzett devizamennyiség az eltérő és hosszabb futamidők következtében nem azonnal, hanem időben elnyújtva, kiszámítható módon csökkenti a devizatartalékot.

A lakossági devizahitelek forintosításának eddigi hatása a devizatartalékra összesen 8,5 milliárd euró, amelyből 2015-ben 3,8 milliárd eurót, 2016-ban 4,7 milliárd eurót vittek el a bankok az MNB-től. 2015-ben a feltételes eszköz keretében tovább nem görgetett devizalikviditás 1 milliárd euróval, a feltétel nélküli swapok lejáratára 1,4 milliárd euróval, az előrehozott feltétel nélküli swap-lezárások - amelyek a 2016 márciusi lejáratokat mérsékeltek - 0,8 milliárd euróval, míg a jelzáloghiteleken kívüli lakossági devizahitelek forintosításához felhasznált deviza 0,5 milliárd euróval csökkentette a tartalékok szintjét. *(A hitelintézetek az MNB rövid külső adósság csökkentési feltételhez kötött swapeszközében egyhetes gyakorisággal, legfeljebb 2016. március 30-ig görgethették a forintosításhoz kötődő devizatendereken megvásárolt devizát.)*

2016-ban a feltételes eszközben görgetett deviza márciusi elvitele 0,9 milliárd eurós, a feltétel nélküli swap-ügyletek negyedévente esedékes lejáratára 3,9 milliárd eurós tartalékcsökkentő hatással bírtak. Mindezek hatására 2016 végére összesen 8,5 milliárd eurónyi deviza került a bankokhoz a devizatartalékból. A forintosítás tartalékcsökkentő hatása a fentieknek megfelelően a program teljes ideje alatt előre kiszámítható, tervezett folyamat eredménye volt, amely megfelelt [az MNB előzetes várakozásainak](#).

A jegybank Önfinszírozási programja 2015-ben és 2016-ban összesen mintegy 8,5 milliárd euróval csökkentette a tartalékok szintjét.

A bankok reagáltak a jegybanki eszköztár átalakításának lépéseire, a likvid értékpapírok (a magyar értékpapírpiac sajátosságai miatt elsősorban állampapírok) iránti folyamatos és érdemi keresletük biztosította az ÁKK lejáratú devizaforrásokat alapvetően forintból megújító adósságkezelési politikájának megvalósítását. A megemelt forintpiaci kötvénykibocsátások révén - amelyet jelentős részben, de nem kizárólagosan a bankok többletkereslete tett lehetővé - az ÁKK megnövekedett forintbetétje terhére a jegybanktól vásárolt devizából törlesztette devizaadósságait, így a program kezdetektől fogva hatást gyakorolt a devizatartalékra.

Az ÁKK 2015-ben 3,9 milliárd euró, 2016-ban 4,6 milliárd euró értékben törlesztett devizaadósságot anélkül, hogy jelentősebb összegű devizakötvény-kibocsátásra került volna sor a nemzetközi piacokon. *(Az ÁKK utoljára 2014 márciusában bocsátott ki jelentősebb összegben devizakötvényt. 2016 áprilisában került sor az első renmin-*

biben denominált kötvény-kibocsátásra Magyarországon, mintegy 140 millió eurónak megfelelő összegben. Ezen felül 2014 tavasza óta devizakötvény kibocsátásra csak lakossági értékpapírok - PEMÁK - esetében került sor.)

A vártnál nagyobb forintkibocsátás a későbbi években lejáró devizaadósság tervezettnél gyorsabb csökkentését is lehetővé tette, az ÁKK 2015-ben és 2016-ban is előtörlesztett devizahiteleket és devizakötvényeket. A 2016-ban történt törlesztések jelentős részét tette ki a magyar állam EU-tól felvett hitelének utolsó, 1,5 milliárd eurós részletének április eleji visszafizetését.

A devizatartalékok alakulását számos egyéb tényező is befolyásolta az elmúlt két évben, ezek hatása azonban elmaradt a forintosítás és az önfinanszírozás nagyságrendjétől.

Az MNB programjaihoz sorolhatóak még a Növekedési Hitelprogram harmadik szakasza devizapillérnek keretében nyújtott hitelek, amelyek közel 300 millió euróval csökkentették a tartalékokat 2016 folyamán. Az MNB programjaival szemben a tartalékok növekedése irányába elsősorban az EU-támogatások beáramlása hatott, 2015-ben mintegy 4,4 milliárd, 2016-ban mintegy 3,4 milliárd euró értékben, ami ugyanakkor a devizatartalék MNB-programokhoz kötődő mérséklődését csak részben ellensúlyozta. Az egyéb tényezők (például a MÁK devizakiadásai, az ÁKK egyéb devizakiadásai, az ÁKK fedezési swap-ügyleteihez kötődő mark-to-market betét állományváltozása, a bankok MNB-nél elhelyezett devizabetéte vagy a devizatartalék átértékelődése) 2015-ben nagyrészt kioltották egymást, így érdemben nem befolyásolták a tartalékszintet, 2016-ban pedig mintegy 1 milliárd euróval csökkentették azt, elsősorban az egyéb állami devizakiadásoknak köszönhetően.

A célzott tartalékfelhasználás csökkentette a külső sérülékenységet

A fent bemutatott célzott MNB programok révén Magyarország külső egyensúlya jelentősen javult, az ország külső sérülékenysége csökkent, az adósság szerkezet egészségesebbé vált. Mindkét fent bemutatott célzott jegybanki program érdemben csökkentette Magyarország külső sérülékenységét, javította a magyar gazdaság megítélését. Ez abból adódott, hogy bár mind a két program a jegybanki devizatartalékok felhasználását jelentette, de a tartalékok felhasználása a tartalékcsökkenésből adódónál nagyobb mértékben javította a külső egyensúlyi pozíciót. Ezt egyértelműen alátámasztja, hogy mind a forintosításnak, mind pedig az Önfinanszírozási programnak érdemi szerepe volt abban, hogy Magyarország 2016 végére mindhárom nagy hitelminősítő intézetnél ismét befektetésre ajánlott kategóriába került. A két kiemelt

jegybanki program tételesen megjelent a hitelminősítói értékelésekben mint a külső egyensúlyjavulást előidéző, elősegítő gazdaságpolitikai lépés.

Az Önfinszírozási program jelentősen csökkentette az állam devizaadósságát. A program révén a külföldiekkel szembeni állami devizaadósság mérséklődött, a hazai bankok - illetve a háztartások - forint állampapír-állománya pedig emelkedett. A devizaadósság központi költségvetés teljes adósságához mért aránya a 2014. decemberi 38 százalékról 2016. november végére 25,6 százalékra csökkent.

Az ÁKK nettó devizakibocsátása 2015-ben -1187 milliárd, 2016-ban közel -1500 milliárd forintot tett ki (a program előtt még nulla körüli, illetve pozitív volt), azaz a devizaadósság évente ilyen mértékben mérséklődött. A devizalejáratok túlnyomó részét mindkét évben forintból újította meg az adósságkezelő, amelyhez jelentősen hozzájárult a belföldi szektorok növekvő állampapír-kereslete.

Az Önfinszírozási program az állami devizakitettség mérséklése mellett jelentősen hozzájárult Magyarország bruttó külső adósságának csökkenéséhez is. A lejáró devizaadósság forintból történő megújításán keresztül az állam külső adósságának csökkenése felgyorsult és folytatódni tudott a nemzetgazdaság bruttó külső adósságának elmúlt években megfigyelt mérséklődése. Az állam bruttó külső adóssága 2014-ben, az Önfinszírozási program első évében kezdett mérséklődni, 2015-ben pedig a program kiteljesedésével felgyorsult a csökkenés. Az önfinszírozás elsősorban a devizaadósság forintból történő megújítását segítette elő, de mivel a devizaadósság jelentős része külföldi befektetők kezében van, így ez a külső adósság mérséklődését is jelentette.

Az Önfinszírozási program által is támogatott banki keresleten túl a lakossági állampapírállomány is jelentősen emelkedett az utóbbi években. Mindennek következtében 2015 tavaszára a magyar bankok lettek a forint állampapírpiac legjelentősebb szereplői, miközben a külföldi befektetők részesedését elérte a hazai háztartások és az egyéb hazai intézményi befektetők piaci részaránya is, ami azt is jelentette, hogy a hazai befektetők immár a teljes adósság nagyobb részét tartják, mint a külföldiek. Az állam bruttó külső adóssága 2015-2016-ban a GDP 50 százaléka körüli érték-ről 40 százalék alá csökkent.

A lakossági devizahitelek **kivezetése** közvetlenül a családok és a bankrendszer, **átételesen pedig a teljes nemzetgazdaság pénzügyi stabilitását erősítette és fenntartható módon támogatta a gazdasági növekedést.** A forintosítás a magyar családok pénzügyi pozícióját elsősorban azzal javította, hogy megszüntette a devizahiteles háztartások árfolyamkitettséget, az árfolyamkockázatból adódó bizonytalanságot, hiszen a családok nettó vagyonát és jövedelmét az árfolyam ingadozásai többé már nem érintik. A konverzió hosszabb távon a bankrendszer stabilitására is pozitív hatással volt, hiszen az MNB és a bankok közötti euróeladási ügyletek következtében a külső sérülékenység egyik komoly forrását jelentő bankrendszeri nettó devizaswap-kitettség és a kapcsolódó megújítási kockázat is jelentősen mérséklődött.

A likviditási kockázatok csökkenése miatt a forintosítás érdemben elősegítette a rövid külföldi források apadását is, miközben a háztartások nyitott devizapozíciójából származó hitelezési kockázatok megszűntek, ami javította a bankok lakossági hitelportfóliójának minőségét. A magyar pénzügyi rendszer óriási lépést tett a devizahitelek kivezetésével az egészséges mérleg szerkezet irányába, hiszen a bankrendszer egyik legnagyobb kockázata került ki az intézmények mérlegéből. A forintosítás egyik pozitív hatásának tekinthető, hogy 2016 nyarán, a válság időszakától először a magyar háztartások több hitelt vettek fel, mint amennyit a törlesztések tettek ki, azaz véget ért a hitelállomány zsugorodása. A bankrendszer erősödése jelentősen javította a magyar gazdaság külső megítélését, csökkentette Magyarország kockázati felárát, ami a bankok és a költségvetés finanszírozási költségeire egyaránt kedvező hatást gyakorolt.

A lakossági devizahitelek kivezetése az MNB devizatartalékainak felhasználása nélkül elképzelhetetlen lett volna. A devizahitelek kivezetése jelentősen átalakítja a bankok mérlegeit, hiszen a mérleghatásokat tekintve a folyamat abba az irányba hat, hogy csökken a bankok devizakövetelése, nyílik az árfolyampozíciója, aminek zárásához a bankoknak devizát kell venniük. Piaci devizavételt - illetve ebből adódóan forinteladást - feltételezve a 2014 végén is még több mint 10 milliárd eurót kitevő devizahitel-állomány konvertálását a piacról csak jelentős forintleértékelődés veszélye mellett lehetett volna megoldani, ami komoly pénzügyi stabilitási kockázatot jelentett volna. A rendezett módon zajló forintosításhoz ezért elengedhetetlen volt, hogy az MNB rendelkezzen a fedezési ügyletekhez szükséges devizamennyiséggel, és azt a bankok rendelkezésére is tudja bocsátani úgy, hogy a devizatartalékok állománya

előretekintve se essen a piac és a nemzetközi szervezetek által elvárt szint alá. A lakossági devizahitelek kivezetésének 2014 őszi időzítését részben az magyarázza, hogy a jegybanki tartalékigényt meghatározó külső adósság, illetve kiemelten a rövid lejáratú külső adósság csökkenése révén az MNB tartalékmegfelelése 2014-re érte el azt a szintet, ami lehetővé tette a biztonságos forintosítást.

Évtizedes mélyponton a rövid külső adósság, bőséges a tartalékmegfelelés

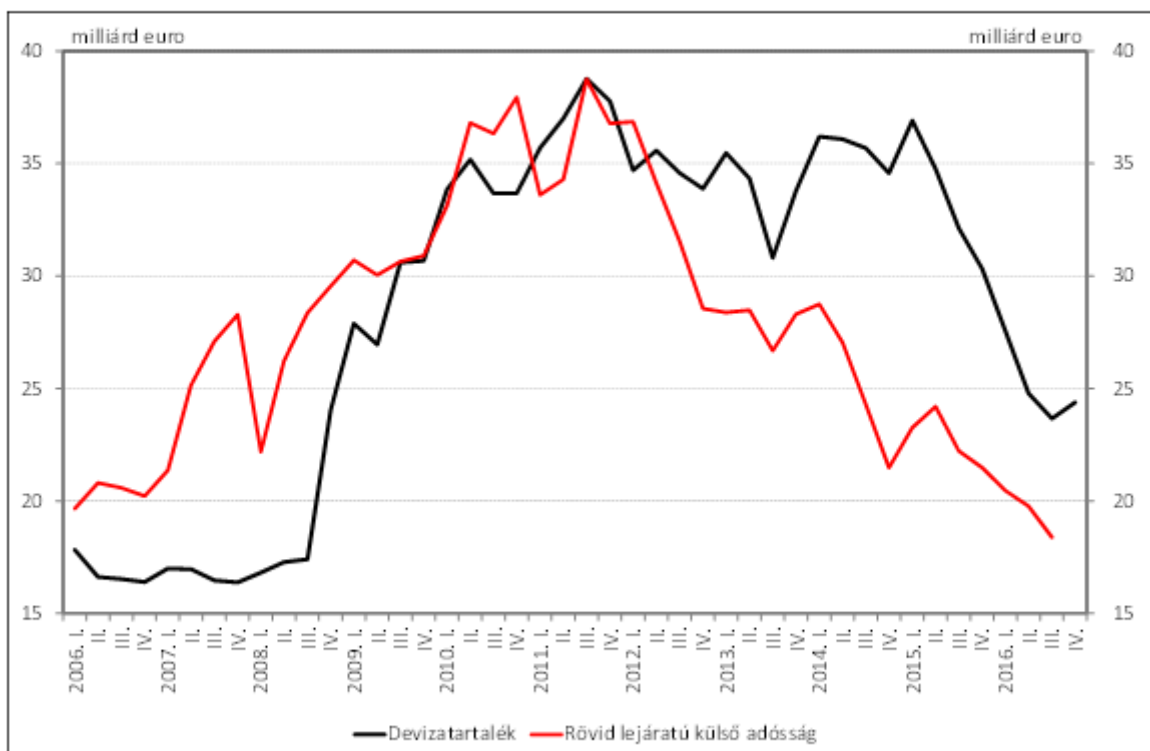
A Magyarország szempontjából leginkább releváns tartalékmutató, a rövid külső adósság alapján a devizatartalék szintje biztonságos. A Guidotti-Greenspan szabály szerint a devizatartaléknak el kell érnie az ország rövid lejáratú, éven belüli külföldi adósságát. A befektetők többségének preferenciái, közgazdasági szempontok és a korábbi válságtapasztalatok alapján is Magyarország tekintetében [ez a leginkább releváns mutató](#). A devizatartalék 2016. szeptember végi közel 24 milliárd eurós értéke jelentősen meghaladta a rövid külső adósság 18,4 milliárd eurós szintjét. 2016 végére a devizatartalék 24 milliárd euró fölé emelkedett, így a tartalék tavaly év végén is bőven meghaladhatta a referenciaértéket. *(A 2016. IV. negyedévi külső adósság adatokat az MNB 2017. március 23-án publikálja.)*

A tartalékok mértéke stabilizálódhat, előretekintve is biztonságos szinten alakulhat. Az MNB programjai (forintosítás, deviza NHP, önfinanszírozás) 2017 folyamán mérsékelten csökkenthetik a devizatartalékot, melyet nagyrészt ellensúlyozhatnak az EU-transzferek, így a devizatartalék stabilizálódhat, esetleg a korábbinál jóval mérsékeltebb ütemben csökkenhet. Emellett a tartalékszint értékelésénél indokolt azt is figyelembe venni, hogy a kínai jegybank és az MNB között 2016 őszen megújított devizacsere (swap) megállapodás további másfél milliárd eurónak megfelelő potenciálisan elérhető devizaliquiditást [jelent](#) a magyar jegybank számára. Indokolt kiemelni, hogy a devizahitelek kivezetése és a makroprudenciális szabályok (pl. az MNB által bevezetett DEM-mutató) korlátok között képesek tartani, illetve meggátolhatják a rövid külső adósság esetleges emelkedését, ezáltal a tartalékok előretekintve is stabilan a rövid külső adósság felett alakulhatnak.

A nemzetközi intézmények és befektetők is megfelelőnek ítélik a devizatartalék szintjét. Az [Európai Bizottság](#), illetve a [Nemzetközi Valutaalap](#) (IMF) 2016 elején megjelent, Magyarországról szóló jelentései az MNB devizatartalékát elegendőnek ítélték. Bár ezek az értékelések még a devizatartalék korábbi, magasabb szintje mellett

születtek, mindkét értékelés figyelembe vette az előretekintő folyamatokat is. Egy frissebb, [2016 őszi megjelent elemzés](#) az IMF által használt kombinált mutatóra vonatkozóan állapította meg azt, hogy az MNB tartalékai 2016 folyamán a szükséges szintet 25 százalékkal haladták meg. A három fő hitelminősítő mindegyike figyelembe veszi sok más tényező mellett a devizatartalék szintjét is a minősítési besorolásnál (Standard & Poor's, Moody's és Fitch). Az elmúlt évben mindhárom hitelminősítőnél újra befektetésre ajánlott kategóriába került Magyarország, amiben a külső sérülékenység csökkenése mellett a devizatartalékok megfelelő szintje is fontos szerepet játszott.

2. ábra: Az MNB devizatartalékainak és az ország rövid lejáratú külső adósságának alakulása



Forrás: MNB, Fizetési mérlegjelentések.

Évtizedes mélypontra csökkent a rövid külső adósság, és 2008-hoz viszonyítva is lényegesen javult a tartalékmegfelelés. A 2008-as pénzügyi válság kitörése előtt a devizatartalék kisebb, a rövid külső adósság pedig magasabb volt a jelenleginél. 2008 szeptemberében a devizatartalék számottevően elmaradt a rövid külső adósság szintjétől, a rövid külső adósság adat 28 milliárd euró körüli volt, szemben a devizatartalék 17 milliárd eurós értékével. Jelenleg a reláció pont fordított, a devizatartalék

meghaladja a rövid külső adósságot. Szintén lényeges javulást jelent a válsághoz képest, hogy a rövid külső adósság a 2008 eleji szinthez képest 2011-ig közel kétszerezése, 40 milliárd euróra nőtt, azóta számottevően, 19 milliárd euró alá csökkent. Az elérhető adatok alapján a rövid külső adósság alacsonyabb a válság előtti, 2006-os szinteknél is, azaz több mint 10 éves mélypontnak felel meg.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolió.hu oldalon 2017. január 13-án.”