

Horváth Dániel – Kuti Zsolt – Szederkényi Gábor

Úszik a likviditásban a vállalati szektor – Meríthet ebből forrást az állam?

Cikkünkben azt a kérdést járjuk körül, hogy a vállalati szektor rekord magas likvid eszköz állományát lehet-e nemzetgazdasági szempontból hatékonyabb szerkezet irányába terelni. Következtetésünk szerint érdemes megfontolni egy olyan állampapír-konstrukció kidolgozását, amely végeredményben a vállalatok, a bankok és az állam számára is a jelenleginél kedvezőbb helyzetet teremt.

A lakossági állampapír-stratégia 2012-es elindulásával, majd 2019-es reformjával megindult a belföldi szereplők közvetlen bevonása az államadósság finanszírozásába. Emellett az Önfinszírozási program a hazai bankok magasabb állampapír-vásárlását eredményezte. **A belföldi reálgazdasági és pénzügyi szereplők állampapírpiaci aktivitásának emelésére tett törekvéseket igazolta többek közt az államadósság kockázati profiljában bekövetkezett jelentős javulás: 2011 és 2021 első negyedéve között az államadósságon belül a külföldi tulajdonosok részesedése 56-ról 29 százalékra, a devizaadósság-aránya pedig 50-ről 18 százalékra mérséklődött, miközben nőtt a befektetői kör diverzifikációja. Ezek az innovációk hozzájárultak ahhoz, hogy a magyar gazdaság egy igen dinamikus növekedési szakaszban is megőrizte külső és belső egyensúlyát. Az eredményeket a hitelminősítők és a nagy nemzetközi szervezetek is elismerték, ami a kockázati felárak összehúzódásában és a nagybani hozamok mérséklődésében is tükröződött. A koronavírus okozta válság során pedig az is bebizonyosodott, hogy a válságidőszakok is könnyebben átvészélhetők olyan adósságszerkezet mellett, amelyben túlsúlyban vannak a belföldi szektorok.**

A belföldi szektorok bevonására tett törekvések sikere, valamint az elmúlt években a vállalatoknál megfigyelt gyors pénzügyi vagyonnövekedés alapján felmerülhet a kérdés, hogy érdemes-e az államnak, mint forrásbevonónak megjelennie ezen a piacon is? Ennek megválaszolásához fontos figyelembe venni, hogy a vállalatok esetében egészen más szempontokra kell tekintettel lenni, mint a lakoságnál. Ezek közül a legfontosabb, hogy **aggregált szinten a vállalatok egy egészségesen működő gazdaságban klasszikusan nettó értelemben vett hitelfelvevők és beruházók,** szemben a lakossággal, amely inkább megtakarító. Természetesen ez nem szabályszerűen jellemző minden időpontban az összes vállalatra: mérettől, illetve alaptervekenységtől függően különbözhet egyedi szinten a pénzügyi eszközállomány,

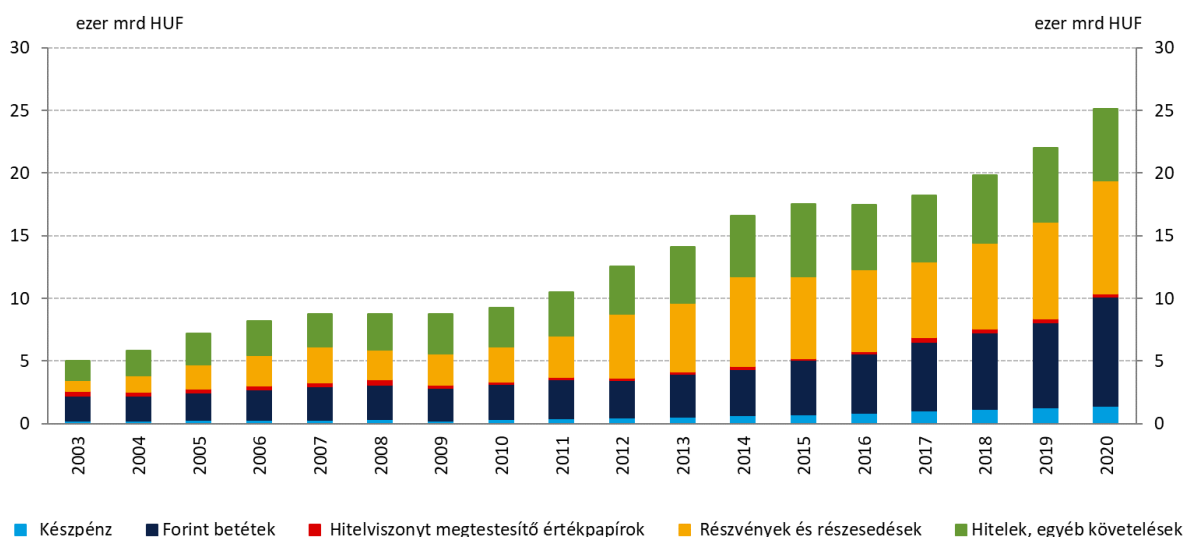
illetve a vállalatok életciklusa is befolyásolja. A következőkben ezt és más fontos koncepcionális kérdéseket járunk körül.

Rekordon a vállalati pénzügyi eszközállomány, de mely elemére lenne érdemes célozni?

A vállalatok finanszírozási képessége az elmúlt években folyamatosan növekedett.

2020 negyedik negyedében a vállalatok négy negyedéves pénzügyi eszközfelhalmozása a 2008-as világválság óta nem tapasztalt mértékűre emelkedett. Az utolsó negyedév során enyhén korrigálódott a vállalatok 2020 végi, kiugróan nagymértékű bankbetét-elhelyezése, de az továbbra is jelentős. Tavaly év végén a vállalatok teljes forint pénzügyi eszközállományának nagy részét a tulajdonosi részesedések (36 százalék), bankbetétek (35 százalék), illetve a hitel és egyéb követelések (23 százalék) adták (1. ábra). A teljes állomány még kismértékben tartalmazza a vállalatok készpénz, illetve hitelviszonyt megtestesítő értékpapír készleteit. Összességében, mivel a hitel követelések és a tulajdonosi részesedések a „normál” vállalati működés részei (vevői hitelek, illetve leányvállalati és más stratégiai részesedések), ezért elsősorban a bankbetétállomány részbeni becsatornázására lehet mozgástér.

1. ábra: A vállalati szektor forint pénzügyi eszközeinek megoszlása



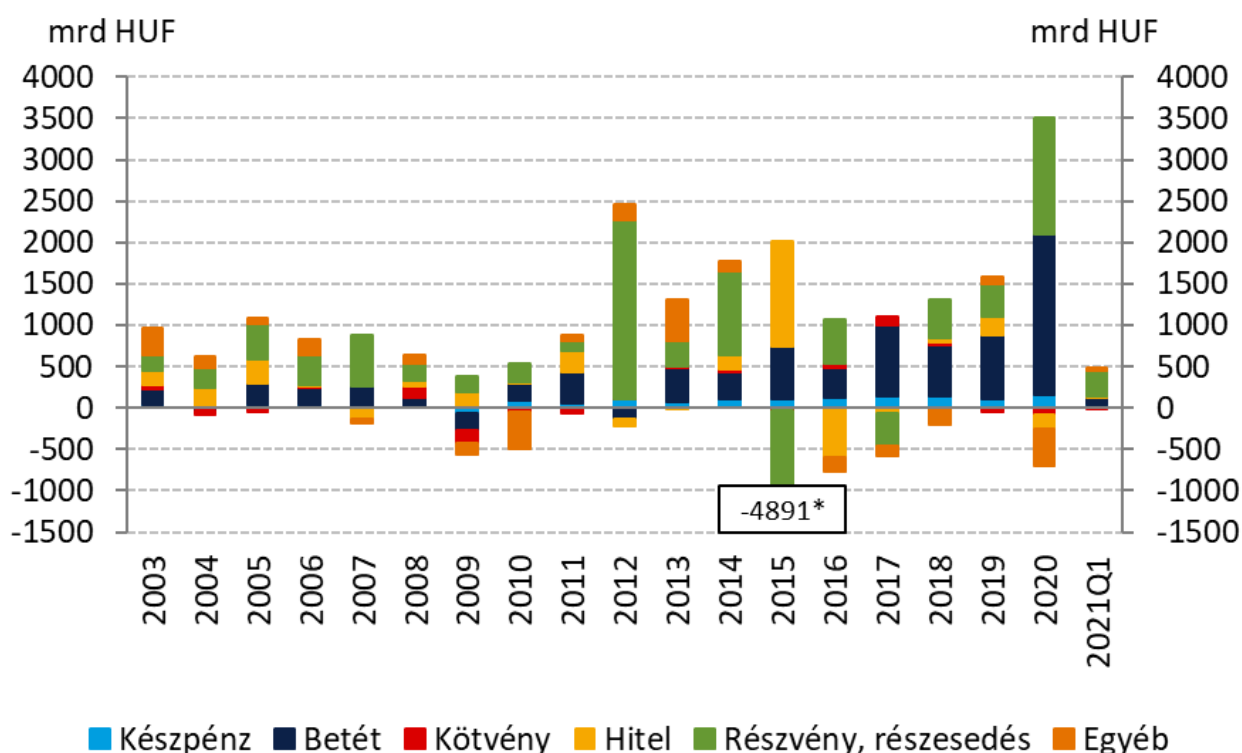
Forrás: MNB

Megjegyzés: Adataink egyes tételeknél (például hitelek és tulajdonosi részesedések esetén) nem szűrik ki a külföldről kifizetett, Magyarországon átfolyó tőkét, ezért a valóságtól kissé eltérő képet kaphatunk az itthon működő vállalatok különböző

pénzügyi eszközeinek megoszlásáról. Az átfolyó tőke viszont feltételezhetően nem érinti az egyéb eszközök, többek között a felhalmozódó bankbetét-állomány felfutását sem.

A vállalati forint betétek 2020-ban számottevően, majdnem 2000 milliárd forinttal nőttek, így elérve a több, mint 8800 milliárdos szintet. Bár a felhalmozott likviditás feltehetően részben a COVID-válsághoz köthető óvatossági motívum eredménye, a bankbetétállomány dinamikus emelkedése már a válság előtti években is jellemző volt (2. ábra). Ez azt eredményezte, hogy **a vállalatok forint pénzügyi eszközein belül a bankbetétek aránya 2015 óta 24-ről az említett 35 százalékos szintre emelkedett,** ami mozgásteret jelenthet az állam számára.

2. ábra: A nem pénzügyi vállalatok forint pénzügyi eszközállományának éves változása, átértékelődési hatástól szűrten



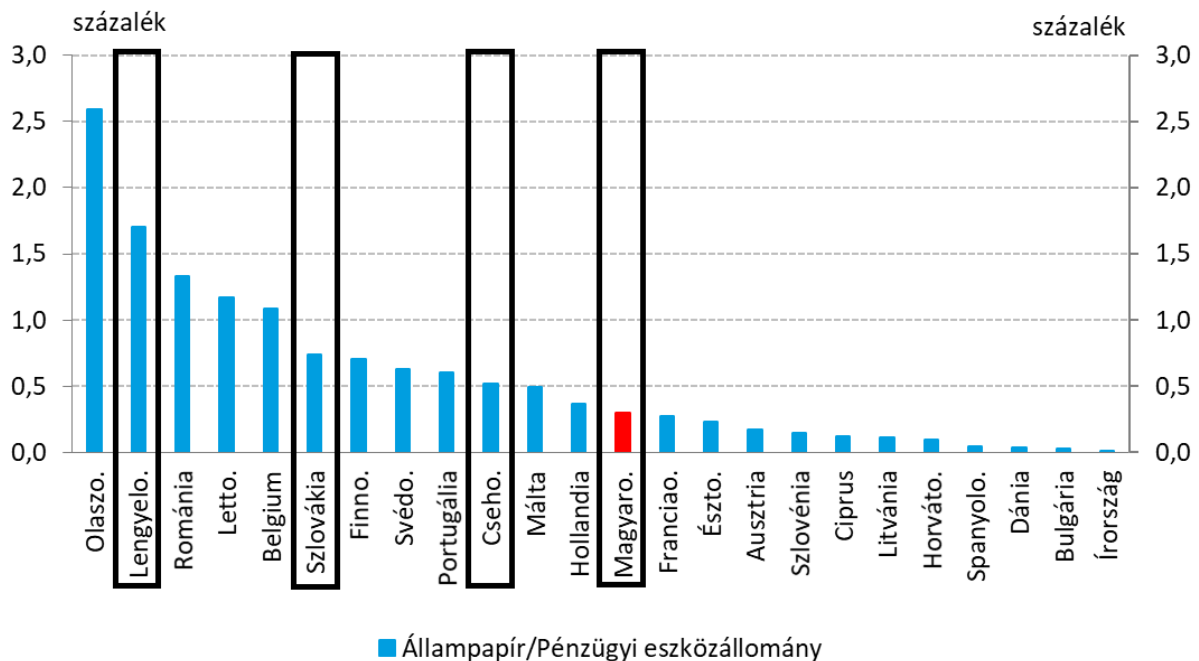
Forrás: MNB

**Megjegyzés: A 2015-ben látott, nettó negatív értékű tranzakciói egyedi, külföldi vállalat átfolyó tőkéjéhez köthető, ebből következően nem tükrözik pontosan a vállalatok pénzügyi tevékenységét ebben az évben.*

A vállalati tulajdonban lévő állampapír-állomány tekintetében Magyarország Európa középmezőnyébe tartozik, régiós szinten is látunk magasabb részarányt a teljes

eszközállományon belül (3. ábra). Ebből kiindulva, európai viszonylatban **lehet tér a vállalati állampapír-állomány bővítésére.**

3. ábra: Állampapírok aránya a vállalatok pénzügyi eszközállományán belül (2020)



Forrás: Eurostat

Fájna-e a bankoknak a vállalatokra szabott állampapír program?

Az MNB pénzügyi stabilitási jelentése szerint a bankrendszerben már a válság előtt jelentős likviditás halmozódott fel, amelyet a jegybanki és kormányzati válságkezelő intézkedések tovább fokoztak. Ennek következtében mostanra bőséges banki likviditás alakult ki Magyarországon. A bankrendszer egészét tekintve a magas minőségű, alacsony kamatozású likvid eszközök állománya több mint duplája annak az értéknek, amely képes lenne fedezni egy likviditási sokk esetében valószínűsített pénzkiáramlásokat. A hazai bankrendszer likviditásfedezete az éves növekedési ütem és a bankrendszeri átlag tekintetében is meghaladja az európai átlagos értéket. Ráadásul a hitel-betét mutató csökkenésével a finanszírozási kockázatok tovább mérséklődtek. A belföldi szektorok hitelállománya közel 2600 milliárd forinttal nőtt 2020-ban, miközben a betétállomány ennek mintegy kétszeresével bővült, melynek következtében a hitel-betét mutató közel 5 százalékponttal csökkent az elmúlt év során, és 71,6 százalékot tett ki 2020 végén.

A historikusan magas és igen dinamikus növekvő bankrendszeri likviditás fényében úgy tűnik, hogy van tér a vállalati betétek versenytársaként megjelenő, célzott állampapír programra. Érdeemes megint hangsúlyozni, hogy a bankrendszer likviditási mutatóinak nagymértékű javulása jelentős mértékben a koronavírus válság alatt történt, azonban nem általánosítható a válság előtti időszakra. Ettől függetlenül egy optimális méretű vállalati állampapír program nem veszélyeztetné rendszerszinten a bankok stabilitását, mivel csak a kis- és középvállalatoknál alkalmanként kialakuló többlet-likviditást hasznosítaná. Mindazonáltal a bankrendszer likviditási mutatóinak alakulását is figyelembe kell venni egy vállalati állampapír elindításakor. Ez amiatt fontos, hogy a program a pénzügyi intézmények kockázatainak növelése és a hitelezési aktivitás visszafogása nélkül biztosítson lehetőséget a vállalatok hatékonyabb eszközfelhalmozására.

Elméletben működhet?

Ezen a ponton érdemes kitérni rá, hogy **egy vállalati állampapír program két szempontból is nehezen illeszthető be a modern gazdaságok és pénzügyi piacok működéséről alkotott klasszikus elméleti keretek közé:** egyrészt **aggregáltan, tehát az egész gazdaságot nézve a vállalatok nettóhitelfelvevők és beruházók,** másrészt az egyedi **megtakarítások összegyűjtése, majd befektetése a bankrendszeren keresztül teljesül a leginkább hatékony módon.** Fontos azonban kiemelni, hogy **a nettó hitelfelvevő pozíció mellett a bruttó lábak lehetnek igen magasak** (mint ahogyan azt a rekordmagas vállalati pénzügyi eszközállomány is mutatja), illetve a vállalati szektor is igen heterogén, egyedi szinten vannak nettó adós és nettó hitelnyújtó cégek is.

Továbbá a való életben több olyan súrlódást tapasztalunk, ami miatt a gyakorlat nem feltétlen megy szembe egy vállalati állampapír programmal. **Egyrészt a vállalati szektor mindennapi működéséhez szükséges a biztonságos mértékű likviditási szint,** illetve bizonyos mértékű fedezetként használható értékpapírállomány fenntartása. Ez alapján tehát **különböző likvid befektetési eszközöknek van helye a vállalati mérlegekben** (és nincs érv amellett, hogy ez miért csak a bankbetét lehet). Másrészt **a bankok limitjei és a hitelezési korlátok egy bizonyos szinten túl torzíthatják a gyorsan beáramló likvid források hatékony allokációját.** Ez azt eredményezheti, hogy az igen magasra szökő bankbetétállomány további növekménye egy ponton túl sem hitelek, sem befektetések formájában nem tud teljes egészében hasznosulni, így jegybanki eszközökben kerül elhelyezésre. Ezeknek

a korlátoknak és limiteknek a megkerülésére szolgálhat, ha a vállalatok közvetlenül fektetnek állampapírba, ami **így elméleti szempontból is egy kedvezőbb állapot lenne**. Ez **nemzetgazdasági szinten is hatékonyabb megoldás lehet** abból a szempögből, hogy az állam külső- és deviza forrásait belső forint forrással válthatja ki, csökkentve ezzel a kockázati prémiumokat.

A lakossági analógia adott, de csak részben hasznosítható

A 2019-ben átalakított lakossági állampapír stratégia tanulságai alapján vannak olyan alapelvek, amelyeket egy vállalatokra szabott állampapír konstrukció elindításakor is érdemes figyelembe venni:

- Ebben az esetben is fontos, hogy a **termék egyszerű, átlátható** legyen, ami **megfelel a szektor speciális igényeinek**.
- A lakosság állampapírokhoz hasonlóan, sőt azon túlmenően is alapvető a papír **magas likviditása**, hiszen a fentiek alapján elsősorban a látra szóló bankbetétek versenytársaként léphet fel.
- További kritérium, hogy egy **vállalati állampapír kamata versenyképes legyen** az elérhető, hasonlóan alacsony kockázatú alternatívakkal, szemben.

Ugyanakkor érdemes figyelembe venni a különbségeket is a vállalati konstrukció kialakításakor:

- Ahhoz, hogy az új termék **ne legyen kizorító hatással a beruházásokra**, a nyújtott **kamatnak alacsonyabbnak kell lennie, mint a vállalatok átlagos forrásköltsége**, amely egy fontos viszonyítási pont a beruházási lehetőségek kiértékelésében. Továbbá fontos, hogy kamatozásával elsősorban az alacsony kockázatú eszközök hozamát múlja felül, nem pedig a jövedelmezőbb, de kockázatosabb beruházásokét. Ezen alapelvek mentén biztosítható, hogy a **termék megjelenése a fenntartható, dinamikus növekedést ne veszélyeztessen**.
- A hozamszint tekintetében a **lakossági termékeknél lényegesen alacsonyabb felár mellett is sikeres lehet** egy vállalatokra szabott papír, mivel vállalati szinten kiforrottabb döntéshozatali mechanizmus állhat rendelkezésre a szabad likviditás allokációjára. Ebben meghatározó szerepe lehet a vállalatok számára elérhető betéti kamatok szintjének, amely egy éven belül lekötött szerződések esetén átlagosan 0,5 százalék körül alakult az elmúlt évben.
- Egy vállalati állampapír programban az eltérő feltételek és célközönség miatt a lakossági piachoz képest **az állam kockázatai is mások lennének** (nagy,

koncentrált visszaváltások gyakoribbak lehetnek), így célszerű lehet **korlátozni a sorozatok méretét**, illetve a likviditási kockázatok kezelése érdekében kellően **diverzifikálni a befektetői kört**. A konstrukció kialakításakor azt is érdemes figyelembe venni, hogy a vállalati likviditás ugyan rendszerszinten folyamatosan magas, de vállalati szinten akár igen volatilis lehet. Ez akár a banki jutalékrendszer megfelelő beállításával is kezelhető (pl. értékesítés helyett állományhoz kötött jutalék esetén a bank érdekelt a visszaváltott papírok újraértékesítésében, mielőtt az állam visszavásárolná tőle). A **kamatjövedelem belföldön tartása érdekében fontos lehet a kis- és középvállalkozások kijelölése**, mint elsődleges célközönség.

A vállalati állampapír konstrukció ötlete egy korlátozott méretű programban tesztelhető

Összességében tehát elméletben működőképes lehet egy vállalatokra szabott állampapír konstrukció. Elsősorban a vállalatok likvid pénzügyi eszközein belüli átcsoportosítást érdemes megcélozni olyan hozam mellett, amely a bankbetétekkel versenyképes, de kellő mértékben elmarad a vállalati beruházások elvárt hozamától, illetve az állam számára is elfogadható kamat- és jutalékkiadással jár. Az eddigiektől jelentősen eltérő konstrukció és az említett tényezők alapján egy ilyen koncepció teszteléséhez és a megfelelő paraméterek kidolgozásához **hasznos lehet egy korlátozott méretű „pilot program” keretében tesztelni a piacot**. Amennyiben a modell működőképesnek bizonyul, azzal minden érintett szektor nyerhet: a vállalatok valamivel magasabb hozam mellett kezelhetik likviditásukat, a bankok a rendkívül magas és részben improduktív betétállomány egy töredékéről lemondva jutalékbevételekre tehetnek szert, míg az állam tovább javíthatja az adósságprofilt és diverzifikálhatja a befektetői kört.

„Szerkesztett formában megjelent a portfolio.hu oldalon 2021. szeptember 3-án.”