

Baksay Gergely – Kuti Zsolt

Járt utat járatlanért...

...avagy ha az adósságfinanszírozásban szükség van devizaforrás bevonására, akkor annak optimális forrása a lakosság devizamegtakarítása

Az elmúlt években a magyar gazdaság sérülékenységét nagymértékben mérsékelte az állami és a magánszektor devizaadósság állományának jelentős csökkenése. Az államadósságon belül a devizaarány – és ezzel összefüggésben a külföldi tulajdoni hányad - esését az erősödő hazai banki és lakossági forintkereslet tette lehetővé, amit jelentős részben az MNB különböző programjai ösztönöztek. Előretekintve is érdemes ezen a kedvező pályán továbbhaladni, és csak olyan mértékben kibocsátani devizaadósságot, amelyre feltétlenül szükség van. Ehhez – amennyiben egyáltalán szükség van devizaadósság kibocsátására - megítélésünk szerint elég a lakossági devizaforrások bevonására koncentrálni. A nemzetközi devizakötvénykibocsátás a külső adósság növekedésével jár, de ennek kockázata a belföldi intézményi befektetők számára tervezett új kibocsátás esetén is fennállhat, ami szintén az ország sérülékenységének növekedését eredményezheti.

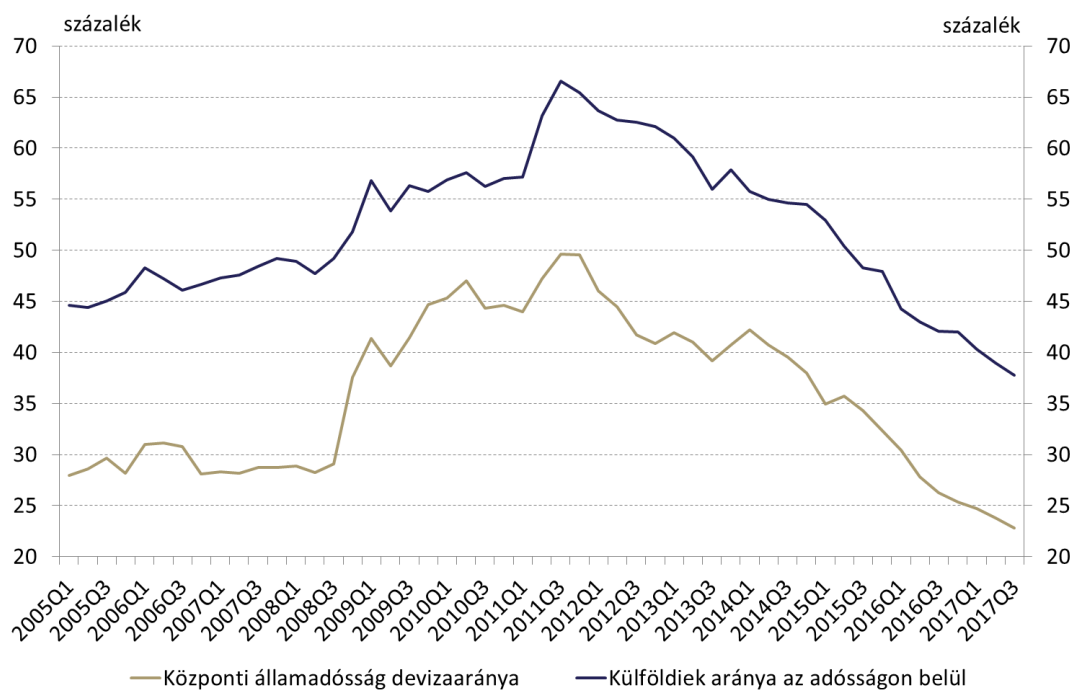
A belső finanszírozás bővítése nagyban hozzájárult a gazdaság stabilitásának növekedéséhez

A külföldiek tulajdoni hányada és az adósság devizaaránya érdemben mérséklődött 2011 óta. A pénzügyi válság rámutatott, hogy a magas államadósságon belüli devizaarány és külföldi tulajdoni hányad jelentősen növeli hazánk sérülékenységét. Az elmúlt időszakban ezért a hazai adósságkezelési stratégia a belső finanszírozás erősítését célozta, aminek következtében érdemben javult az adósság szerkezete. A lakossági megtakarítások növekedése és szerkezeti átrendeződése erősítette a magyar állampapírok iránti keresletet, a jegybanki programok pedig a bankrendszeri kereslet erősítésén keresztül tudták érdemben támogatni a stabilabb adósságszerkezet kialakulását. Az államadósságon belül a külföldiek tulajdoni aránya 67 százalékról 40 százalék alá csökkent, míg a központi költségvetés adósságának devizaaránya 50 százalékról 2017 végére 22 százalékra mérséklődött.

Magyarország hitelminősítésének befektetésre ajánlott kategóriába történt visszakerülésében kiemelt szerepet játszott az ország külső sérülékenységének elmúlt években megfigyelt látványos csökkenése. A stabil belföldi befektetői bázis

lehetővé tette az elmúlt években a jelentős devizalejáratok forint forrásból történő refinanszírozását. Ennek köszönhetően hazánk törlesztette a 2008-2009-ben felvett teljes EU-IMF mentőcsomagot. 2013-ban előtörlesztette az IMF-től felvett devizahitelt, majd 2016-ban visszafizette az EU-nak a hitelcsomag utolsó részletét, miközben 2014 márciusa után nem került sor jelentős összegű piaci devizakötvény kibocsátására. Mindezek hozzájárultak ahhoz, hogy mindhárom hitelminősítőnél vissza-került Magyarország a befektetésre ajánlott kategóriába. Az intézmények szöveges értékelései többször kitértek a fenti kedvező folyamatokra. Jó példa erre, hogy a Moody's a 2016-os felminősítés során külön kiemelte azt, hogy az államadósság devizaarányának 2016 közepi 30 százalékos körüli értéke már a „Baa” csoportba tartozó országok medián (35 százalékos) szintje alá süllyedt.

1. ábra: A külföldiek tulajdoni aránya és a központi államadósságon belüli devizaarány



Forrás: ÁKK, MNB

Az államadósság devizaarányának mérséklődése a tavalyi évben is folytatódott, és az ÁKK jövőre vonatkozó tervei között a devizában történő finanszírozás további visszaszorítása szerepel, amit az MNB is üdvözlendő célkitűzésnek tart. Az államadósság szerkezetének javulása és azon belül a devizaarány csökkenése tovább növeli a magyar gazdaság stabilitását és akár újabb muníciót szolgáltat a hitelminősítőknek az ország besorolásának későbbi javításához. Minderre a hitelminősítők módszertanának részletes vizsgálata alapján is következtetni lehet. A devizaarány értékelése legmarkánsabban a Moody's elemzési keretében jelenik meg,

és itt látunk leginkább lehetőséget arra, hogy a további javulás hozzájárulhat az újabb felminősítéshez. Az államadósság jelenlegi devizaarányához közel eső következő kritikus szint a Moody's módszertana alapján a 20 százalék, amelynek az elérése akár az ország besorolását is magasabb kategóriába mozdíthatja el a közeljövőben. Mindemellett korábbi kinyilvánított preferenciáik alapján a Fitch és az S&P is kedvezően veheti figyelembe az esetleges javulást az államadósság finanszírozási szerkezetének kvalitatív értékelése során.

Nem érdemes letérni az eddigi kedvező útról

Továbbra is elmondható, hogy helyes az elmúlt években követett, forint finanszírozásra épülő stratégia, amely csak akkor fordul devizakötvény kibocsátáshoz, ha a piaci vagy finanszírozási folyamatok ezt szükségessé teszik. Az elmúlt évek alapján a magasabb devizalejáratok és az EU-források költségvetési megelőlegezése miatt megnövekedett finanszírozási igény is fedezhető volt forintkibocsátásból, vagyis nagyobb piaci devizakötvény kibocsátása továbbra sem tűnik indokoltnak. Amennyiben a nettó devizakibocsátás a korábbi évekhez hasonlóan 2018-ban is negatív lesz, a devizaadósság aránya tovább csökkenhet. Ugyanakkor amennyiben szükséges a devizaadósság kibocsátása, akkor annak mennyisége mellett legalább ilyen fontos, hogy melyik szektorból történik meg a forrásbevonás. Ez határozza meg ugyanis leginkább a külső egyensúlyra gyakorolt hatást.

Nemzetközi vagy belföldi intézményi befektetőknek kibocsátott devizakötvény növelheti az ország sérülékenységét

Különösen fontos, hogy a korlátozott mértékű devizakibocsátás hazai forrásokat célozzon, és ne járuljon hozzá közvetett vagy közvetlen módon külső devizaadósság bevonásához. Egy nemzetközi devizakötvény-kibocsátás a külföldiek magas kereslete miatt növelné a bruttó külső (deviza)adósságot, szembe menve ezáltal az elmúlt évek kedvező folyamataival.

Ugyanígy, a nemrégiben felmerült, belföldi intézményi befektetőknek kibocsátandó devizakötvény – paradox módon - szintén a külső adósság, és ezen keresztül a sérülékenység növekedését eredményezheti. Az ÁKK jelenleg csak a lakossági szereplőknek kínálja devizában denominált belföldi értékpapírokat. A vásárlói kör kibővítése azzal a kockázattal járhat, hogy a bankok vagy rajtuk keresztül más befektetői csoportok - kihasználva az olcsó euroövezeti finanszírozási lehetőségeket - külső forrás bevonásával fektethetnek be kedvező kamatozású devizaeszközökbe. Amennyiben

ez érdemi szintet ér el, az ország külső sérülékenysége ismét növekedhet: államadósságon belül a deviza-részarány nőne, a külső adósság emelkedne, ami kedvezőtlenül hatna a további felminősítési kilátásokra is.

Ha szükség van devizaforrás bevonására, akkor annak optimális forrása a lakossági devizamegtakarítás

Ezzel szemben lakossági devizamegtakarításokra korlátozódó forrásbevonás nem okozna külső eladósodást, különösen, ha az az új megtakarításokból valósul meg. A korábbi tapasztalatok alapján van még tér a lakossági devizaforrások államadósság finanszírozásába történő bevonására. A háztartási deviza megtakarítások jelentősebb növekedése ellenére a jelenlegi Prémium Euró Magyar Állampapír iránti kereslet mérsékelt. 2017-ben gyakorlatilag nem emelkedett az állománya, ami így 400 millió euró körül stagnál, szemben a bevezetést követő évek 2000-2500 millió eurós szintjével.

A lakossági megtakarításokból fedezett devizakibocsátás másodkörös hatásai a növekedésre és az államháztartás folyamatokra is kedvezőek lehetnek: a teljes kamatjövedelem közvetlenül a háztartási szektorhoz kerül. A nemzetközi devizakibocsátás esetében ugyanakkor főként a külföldiek kamatjövedelme emelkedik, ami a jövedelemegyenleg növekvő hiánya mellett a folyó fizetési mérleg többletét is mérsékli.

Emellett a folyamatnak az államháztartás bevételeire is pozitív hatása lehet: például a növekvő fogyasztás révén emelkedhetnek az áfa-bevételek. Továbbá míg egy nemzetközi devizakibocsátás a rövid külső adósság emelkedésén keresztül a devizatartalék magasabb tartását is megkövetelheti, addig a belföldi finanszírozás nem növeli a tartalékigényt.

Összefoglalva, amennyiben az államadósság finanszírozása szempontjából szükség van devizaforrás bevonására, azt célzottan a belső lakossági devizamegtakarításokból érdemes megvalósítani. Míg előbbi nem jelentene külső eladósodást, addig egy jelentős külföldi vagy belföldi intézményi befektetőknek szánt piaci devizakötvény-kibocsátás növelheti hazánk külső sérülékenységét.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2018. január 29-én.”