

Kékesi Zsuzsa – Koroknai Péter – Palotai Dániel – Szalai Ákos:

Miért nem kell aggódni az MNB programok eredményre gyakorolt hatása miatt

A Standard and Poor's állításával szemben a jegybank által indított programok már középtávon sem járnak többletkockázattal az MNB eredményére. Az S&P március közepi felülvizsgálatában azzal is indokolta a felminősítés elmaradását, hogy a jegybank mérlegébe olyan kockázatok kerültek az elmúlt időszakban, amelyek egy jövőbeli kamatemelési ciklus során veszteséget okoznak az MNB-nek, és ezt a költségvetésnek kellhet majd finanszíroznia. Fontos hangsúlyozni, hogy egyrészt ezeknek a programoknak az értékelésekor nem szerencsés a költségeket és a hasznokat szétválasztani, vagyis a teljes magyar gazdaság szintjén érdemes a programok hatásait elemezni. Az MNB monetáris politikája ugyanis 2013 óta több csatornán keresztül is érdemben támogatta a költségvetési egyenleg alakulását és az államadósság csökkentését. Másrészt a kockázatok számszerűsítésekor a programok MNB mérlegre gyakorolt mérlegsűkítő hatását, a programok várható kifutását is figyelembe kell venni, ami érdemben kedvezőbb eredmény irányába hat. Emellett a rendelkezésre álló rekordmértékű eredménytartalék is jelentős puffert jelent egy esetleges nem várt veszteség fedezésére, és hosszabb távon is biztosítja, hogy a költségvetésnek ne keletkezzen térítési kötelezettsége a jegybankkal szemben. Továbbá arra is érdemes felhívni a figyelmet, hogy a befektetők a hitelminősítésünkénél érdemben pozitívabban értékelik a magyar gazdaság helyzetét. Összességében nem tarjuk megalapozottnak azt az érvelést, hogy a jegybankmérleghez kapcsolódó, a múltbelinél mérsékeltebb és a jövőben automatikusan csökkenő kamatkockázat korlátozná a monetáris politika mozgásterét vagy az inflációs célkövetés hitelességét.

Míg a Fitch és a Moody's hitelminősítők már megadták Magyarországnak a felminősítést valószínűsítő pozitív kilátást, a Standard and Poor's a március 18-ai felülvizsgálata során továbbra is befektetésre nem ajánlott kategóriában tartotta Magyarország adóssminősítését, változatlanul stabil kilátással. A döntéssel és a hozzá tartozó indoklással kapcsolatban azonban néhány különös szempontra is érdemes felhívni a figyelmet. Egyrészt az S&P egy olyan, a jegybankhoz kapcsolódó, korábban nem jelzett kockázatra hivatkozott, ami régebben is jelen volt – ráadásul akkor nem látszottak olyan folyamatok, amelyek változást hozhattak volna ebben a helyzetben. Ez a jegybanki mérleghez kapcsolódó kamatkockázat és az ehhez tartozó költségvetési kockázat, amely az elmúlt két év intézkedései alapján nemhogy nem növekedett, de a Magyar Nemzeti Bank Önfinszírozási programjának és a lakossági devizahitelek forintosításának köszönhetően előretelítve még nagymértékben csökkent is. Másrészt arra is érdemes felhívni a figyelmet, hogy a befektetők a hitelminősítésünkénél érdemben pozitívabban értékelik a magyar gazdaság helyzetét, vagyis nem konzisztens a hitelminősítők Magyarországról alkotott képe a piac értékelésével.

1. A MÉRLEG ÖSSZEHÚZÓDÁSA A KEDVEZŐBB EREDMÉNY IRÁNYÁBA HAT

Az MNB programjai összességében a jegybankmérleg összehúzódása irányába hatnak, így a jegybanki kamatveszteség csökkenésére számítunk, vagyis hosszabb távon a jegybanki ered-

mény a mérlegszerkezet alakulásának köszönhetően még kedvezőbb lehet. Az MNB mérlegfőösszege, így a sterilizációs állomány (kéthetes majd három hónapos betét) is fokozatosan mérséklődhet, melyhez az önfinanszírozási program mellett a forintosítás elnyújtott hatása, a magán-szektor folytatódó mérlegkiigazítása és az MNB mérleg forrásoldalának átrendeződése is hozzájárulhat. A következőkben röviden áttekintjük, hogy az egyes programok miképpen befolyásolják a jegybank mérlegét (és így eredményét).

Az önfinanszírozási program a gazdaság külső sérülékenységének mérséklése mellett közvetlenül csökkenti az MNB mérlegfőösszegét is. Az MNB 2014 áprilisában jelentette be az önfinanszírozási programot, melynek elsődleges célja az ország külső sérülékenységének csökkentése, valamint az államadósság belső, hazai forrásokból történő finanszírozásának növelése. Az önfinanszírozási program az államadósság finanszírozási szerkezete mellett a jegybank mérlegére is hatással van: a bankok állampapír-állományának emelkedése miatt a bankok MNB-nél elhelyezett betét-állománya mérséklődik, a többlet forintkibocsátásokhoz kapcsolódóan pedig nő a költségvetés forintbetéte. Vagyis a forintkibocsátás emelése önmagában csak az MNB mérlegének forrásoldali tételei közötti átrendeződést eredményez (1. lépés). Ha az államháztartás ezt a forint többletlikviditást a devizaadósságának törlesztése fordítja, akkor a devizatartalék mellett az állam forintbetétjét csökkenti, mivel az államháztartás a törlesztéshez az MNB-től vásárol devizát forint ellenében (2. és 3. lépés). Vagyis összességében az MNB mérlegének összehúzódása a forrásoldalon lévő forintforrások csökkenésével is jár. Az alacsonyabb mérlegfőösszegnek köszönhetően csökken az MNB kamatkiadása is, ami hosszabb távon is javuló eredményhez vezet.¹ Az állam 2014-2015-ben – részben az önfinanszírozási programnak köszönhetően – összesen 6,3 milliárd euro devizaadósságot fizetett vissza forintból², azaz az MNB mérlegfőösszege is ennyivel csökkent. Ezt a bankok közel 2500 milliárd forintot elérő állampapír-kereslete mellett a lakosság 1150 milliárd forintot kitevő nettó állampapír-vásárlása is segítette.

¹ Magyar Nemzeti Bank (2016): A jegybanki intézkedések hatása az MNB eredményére és a többi szektorra; <https://www.mnb.hu/letoltes/a-jegybanki-intezkedesek-hatasa-az-mnb-eredmenyere-es-a-tobbi-szektorra.pdf>

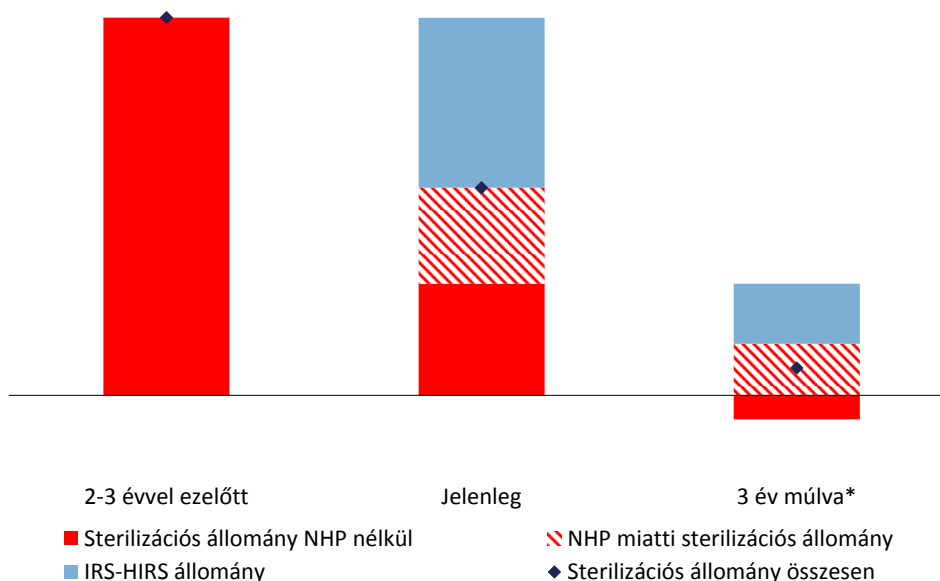
² A devizakötvény- és devizahitel-lejáratok mellett figyelembe vettük a fejlesztési hitelek előtörlesztését, valamint az MNB devizakötvényvásárlási programja keretében visszavásárolt devizakötvényeket is.

1. ábra: Az önfinanszírozási program jegybankmérlegre gyakorolt hatásai

1. Forint állampapír-kibocsátás	
	Állam forintbetéte ↑ MNB-betét ↓
2. Forintbetét konverziója	
	Állam devizabetéte ↑ Állam forintbetéte ↓
3. Devizaadósság törlesztése	
Devizatartalék ↓	Állam devizabetéte ↓
Változások összesítése	
Devizatartalék ↓	MNB-betét ↓

Emellett a forintosítás is jelentős mértékben csökkenti a sterilizációs állományt, így az MNB mérlegfőösszegét és az azzal kapcsolatos kamatkockázatot is. Az MNB összességben közel 10 milliárd eurót bocsátott a bankok rendelkezésére annak érdekében, hogy a bankok – az árfolyamhatás elkerülése érdekében – ne a piacról szerezzék be a forintosítást követően nyíló pozícióik zárásához szükséges devizát. A bankok azonban a kapott devizát nem használták fel egyből, hanem devizacsere ügyleteken keresztül a jegybanknál helyezték el. Így a devizatartalék és ezzel párhuzamosan az irányadó eszköz nem egy összegben, hanem 2017 végéig fokozatosan csökken. Az MNB 2015 végéig már közel 3,7 milliárd eurót folyósított a hitelintézetek részére, a későbbiekben még további közel 6 milliárd euróval csökkenhet az MNB mérlegfőösszege a forintosításhoz és elszámoláshoz kapcsolódóan. Vagyis a sterilizációs állomány csökkenésével és a jegybanki programok – a cikkben később részletezett – kifizetésével a következő években jelentősen csökkenni fog az MNB által összességében viselt kamatkockázat (2. ábra).

2. ábra: Az MNB kamatkockázata szempontjából kiemelt jelentőséggel bíró állományok sematikus alakulása



* A HIRS állomány kifutása után.

2. A KAMATCSERE-ÜGYLETEK NEM JÁRNAK TARTÓS TÖBBLETKOCKÁZATTAL

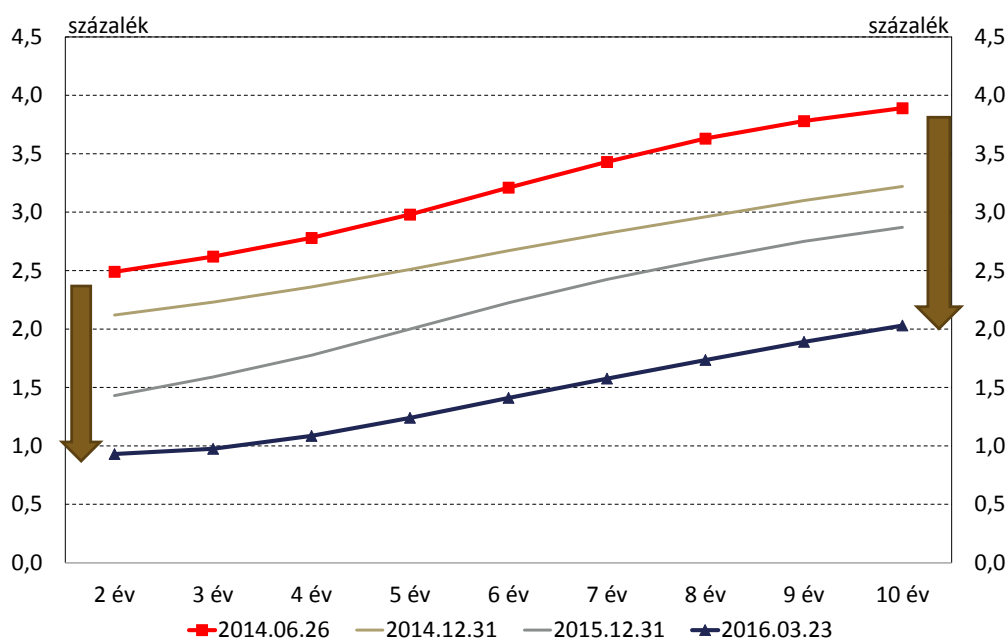
Az MNB által nyújtott hosszú kamatcsere-ügyletek nem járnak tartós többletkockázattal az MNB eredményére. A jegybanki eredménnyel kapcsolatban általában negatív kockázatként említik az önfinanszírozási program egyik elemét, az MNB által kötött kamatcsere-ügyleteket (IRS). A program egyik eleme, a kamatcsere-ügylet során a bankok fix kamatozású állampapír kamatait változó kamatozásúra cserélik, ezáltal az ezzel kapcsolatos kamatkockázat az MNB-hez kerül. Az MNB swap-állománya 2016 márciusáig az IRS-ekhez kötődően összesen 1560 milliárd forinttal, a hitelezési feltételhez kötött kamatcsere-ügyletekhez (HIRS) kapcsolódóan pedig 770 milliárd forinttal emelkedett. A korábban már részletezett hatásoknak köszönhetően ugyanakkor a swapállomány emelkedéséhez hasonló mértékben csökkent a sterilizációs állomány. Vagyis a kamatcsere ügyletekben esetlegesen kifizetett magasabb kamatokat ellensúlyozza az, hogy alacsonyabb MNB betétállományra vetül a magasabb kamatszint, vagyis a két hatás eredője közel semleges.³ Így az MNB által nyújtott hosszú kamatcsere-ügyletek a jegybank mérlegének szűkülése következtében nem jelentenek tartós többletkockázatot, és az S&P állításával szemben várhatóan nem korlátozzák a kamatpolitika mozgásterét, és hosszú távon az önfinanszírozási program többi elemével együtt javíthatják az MNB kamateredményét.

Emellett az önfinanszírozási program bejelentése óta a hozamgörbe lejjebb tolódott, ami a jegybanki IRS portfólió pozitív irányú ártértékelődésével járt. Az önfinanszírozási programmal

³ Nagy Márton (2015): Az önfinanszírozási program költségei eltörpülnek az előnyei mellett; <https://www.mnb.hu/letoltes/nagy-marton-az-onfinanszirozasi-program-koltsegei-eltorpulnek-az-elonyei-mellelt.pdf>

kapcsolatban érdemes felhívni a figyelmet, hogy bár ennek árazása kedvezőbb a tisztán piaci alapú IRS-ekhez viszonyítva, de ezért cserébe a bankok azt vállalják, hogy a referencia-időponthoz képest legalább 1 évig fenntartják állományukat, ami így jelentős stabilitást ad a magyar állampírpiacnak. A jegybanki IRS-ek értékét alapvetően azonban a hozamgörbe alakulása határozza meg. Az MNB még a 2015 márciusában induló kamatcsökkentési ciklus előtt is kötött IRS-eket.⁴ Az alapkamat és a hozamok mérséklődése miatt ezeken az ügyleteken – a nyújtott transzfer ellenére – az MNB-nek realizált nyeresége keletkezett, mivel az MNB-nek a kezdetben meghatározott kamatnál alacsonyabb kamatot kell fizetnie a hitelintézeteknek, a partnerek azonban továbbra is az előzetesen megállapított magasabb kamatot kell fizetniük. A mérséklődő kamatkörnyezet összességében azt eredményezte, hogy a jegybanki IRS portfóliónak összességében pozitív a nettó jelenértéke, vagyis az alapkamat esetleges jövőbeli emelése esetén ez ellensúlyozhatja az emelkedő költségeket, puffert jelenthet az MNB eredménye szempontjából.

3. ábra: Az IRS hozamgörbe alakulása



Külön kiemelendő, hogy az ügyletek esetleges lezárása a jelenlegi pozitív nettó jelenértéknél is nagyobb nyereséggel jár. A bankok lezárhatják a kamatcsere-ügyleteket lejáratuk előtt, de legalább 1 éves tartást követően is. Ekkor azonban a partner számára kedvezőtlenebb feltételek mellett kerül kiértékelésre az ügylet. A jelenlegi hozamkörnyezetet és a lezárási feltételt figyelembe véve amennyiben ezeket az ügyleteket a lejárat előtt lezárják, akkor az azonnal javítja az MNB kamateredményét (erre már volt is példa a közelmúltban).

Az MNB másik kamatcsere ügylete, a hitelezési feltételhez kötött swapok (HIRS-ek) ugyanakkor jóval rövidebb ideig jelentenek nyitott kamatpozíciót az MNB számára és a mérleg összehú-

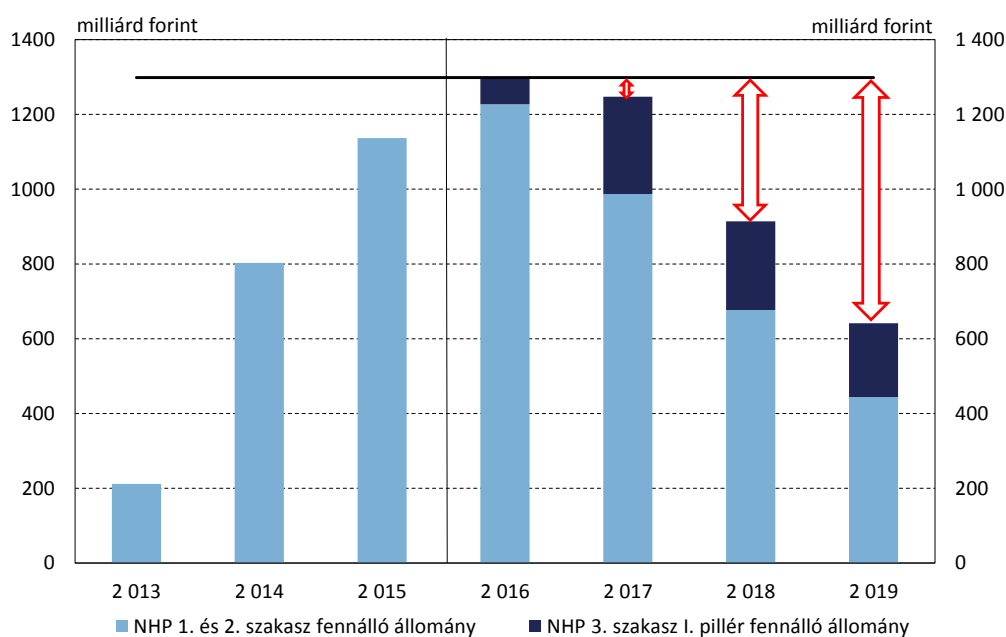
⁴ Magyar Nemzeti Bank (2015): A Magyar Nemzeti Bank önfinanszírozási programja; <https://www.mnb.hu/letoltes/magyar-nemzeti-bank-onfinanszirozasi-programja-1.pdf>

zódása miatt csak mérsékeltebb kockázatot jelentenek. A hitelezési aktivitáshoz kötött kamatcsere-ügylet a kamatkockázat kezelésén keresztül ösztönözheti a hitelezési aktivitást. A bankok fix kamatért cserébe változó kamatot kapnak az MNB-től. A csereügylet megkötésével a hitelintézetek vállalják, hogy az ügyletek értékének legalább negyedével növelik kkv-hitelezésüket. Fontos hangsúlyozni, hogy az ügyletek rövidebb futamidejűek, mint az önfinanszírozási program keretében kötött IRS-ek: csak 3 éves futamidejű tenderek kerültek meghirdetésre. Illetve a bankok opcionálisan lezárhatják a swapokat az éves fordulónapokkor is, vagyis az ügyletek legkésőbb 2019 elejéig kifutnak. A hitelezési feltételekkel kapcsolatos kockázatokat árnyalja, hogy az ügyletek időhorizontján a hozamgörbe közel vízszintes.

3. AZ NHP KIFUTÁSA IS MÉRSÉKLI A KOCKÁZATOKAT

A rendelkezésre álló adatok szerint az NHP állománya várhatóan 2016 közepén tetőzik, és ettől kezdve – a programhoz kapcsolódó kamatkockázattal együtt – folyamatosan csökken. Az MNB kamatkockázatának emelkedésével kapcsolatban említett másik tényező a Növekedési Hitelprogram. Az MNB célzott programjai közül az NHP keretében nyújtott hitelek 2013 második és 2014 első felében még a jegybanki mérlegfőösszeg emelkedésével jártak együtt, ugyanakkor 2014 közepétől a többi program már több mint ellensúlyozta az NHP mérlegnövelő hatását. Fontos hangsúlyozni, hogy bár az NHP – a magasabb sterilizációs állományon keresztül – költséget jelent az MNB számára, nemzetgazdasági szinten a haszna meghaladja a jegybanknál koncentráltan jelentkező költségeket: a magasabb gazdasági növekedés például magasabb állami adóbevételekkel jár együtt (lásd később). A következő években a program kifutásával az állomány leépülése várható: a magánszektor 2015 decemberéig már közel 450 milliárd forintot törlesztett az NHP keretein belül nyújtott hitelekből, ami a következő években tovább folytatódhat. Így összességében 2018 végére már több mint 40 százalékkal fog elmaradni a 2016-os csúcértékétől, vagyis a következő években a sterilizációs állomány csökkenése irányába hat a Növekedési Hitelprogram (NHP) kifutása is.

4. ábra: Az NHP keretében nyújtott hitelek átlagos állománya



Megjegyzés: A becslés során teljes kihasználtságot feltételeztünk, és nem számolunk előtörlesztésekkel, valamint a további hitelfelvételnél a korábban felvett hitelek lejárat szerkezetét vettük alapul.

4. JELENTŐS MÉRTÉKŰ AZ EREDMÉNYTARTALÉK

Az MNB 2012-et követően folyamatosan nyereséget ért el, és a jegybanki eredmény – az előzetes adatok alapján – 2015-ben is 95 milliárd forintot tehetett ki. A jegybank nyereségét az elmúlt időszakban az eredménytartalék növelésére fordította, így amennyiben 2015-ben képződött nyereség is az MNB eredménytartalékába kerül, akkor az MNB eredménytartaléka ezzel meg fogja haladni a 150 milliárd forintot (a GDP közel 0,5 százalékát). A rekordmértékű eredménytartalék jelentős puffert jelentene egy esetleges nem várt veszteség fedezésére, és hosszabb távon is biztosítja, hogy a költségvetésnek ne keletkezzen térítési kötelezettsége a jegybankkal szemben.

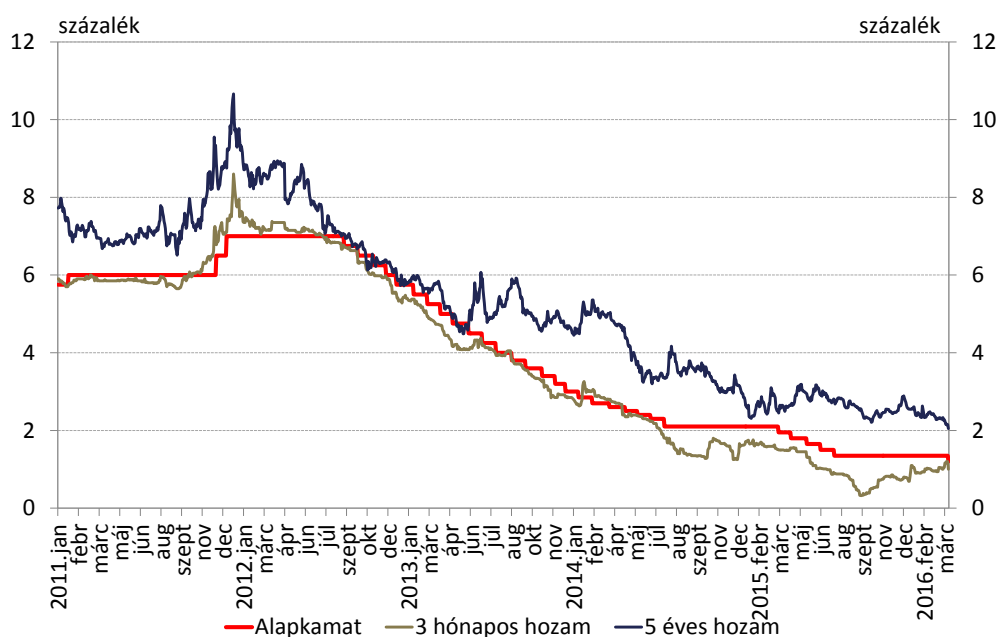
5. AZ MNB POLITIKÁJA SZÁMOS CSATORNÁN KERESZTÜL TÁMOGATÓAN HAT A HAZAI KÖLTSÉGVETÉSRE

A magyar jegybanki politika növekedést támogató programjai jelentősen támogatják a költségvetési folyamatok alakulását. A hazai monetáris politika iránya és programjai 2013-tól tartósan és egyszerre több oldalról is támogatják Magyarország fiskális pozícióját, a GDP-arányos államháztartási hiányt és az államadósság-ráta csökkentését egyaránt. Az alapkamat-csökkentési ciklusok, illetve az irányadó ráta tartósan alacsony szinten tartása, továbbá a Növekedési Hitelprogram (NHP) jelentős mértékben hozzájárult a reálgazdaság bővüléséhez, és ezáltal a költségvetési egyenleg javulásához. Az MNB becslései szerint 2013 és 2015 között az alacsony alapkamat és az NHP összesen mintegy 3 százalékponttal járult hozzá a reál GDP bővüléséhez, ami az adó- és járú-

lékalapok növekedésén keresztül összesen a GDP több mint 1 százalékanak mértékével csökkentette az államháztartási hiányt.⁵ Emellett az MNB, együttműködve a Kormánnyal és a Bankszövetséggel az egész magyar gazdaság szempontjából jelentős – pénzügyi stabilitási és makrogazdasági – rendszerkockázatot szüntetett meg a lakossági devizahitelek forintosításával. Az árfolyamkitettség megszűnésével párhuzamosan számottevően csökkent a lakosság árfolyamkockázata, ami az óvatossági motívumok oldódásával hozzájárulhat a lakossági fogyasztás bővüléséhez, és a hazai gazdaság kiegyensúlyozottabb szerkezetű növekedéséhez.

A jegybanki politika az állami kamatkiadások szignifikáns mérséklődéséhez is érdemben hozzájárult. Hazánk kedvező befektetői megítélése mellett az irányadó ráta tartós mérséklése, majd historikusan alacsony szintekre csökkentése, valamint az Önfelfinanszírozási program érdemben hozzájárultak az állampapír-piaci hozamok rekord alacsony szintre süllyedéséhez a hozamgörbe teljes szakaszán (5. ábra). E csatornán keresztül a költségvetés a GDP mintegy 0,8 százalékanak megfelelő kamatmegtakarítást realizált 2013 és 2015 között, ami az államháztartás nettó finanszírozási igényének mérséklődésén keresztül az államadósságot ugyan ilyen mértékben csökkentette.⁶

5. ábra: A magyar alapkamat és a másodpiaci állampapírhozamok alakulása 2011-től



Forrás: ÁKK, MNB

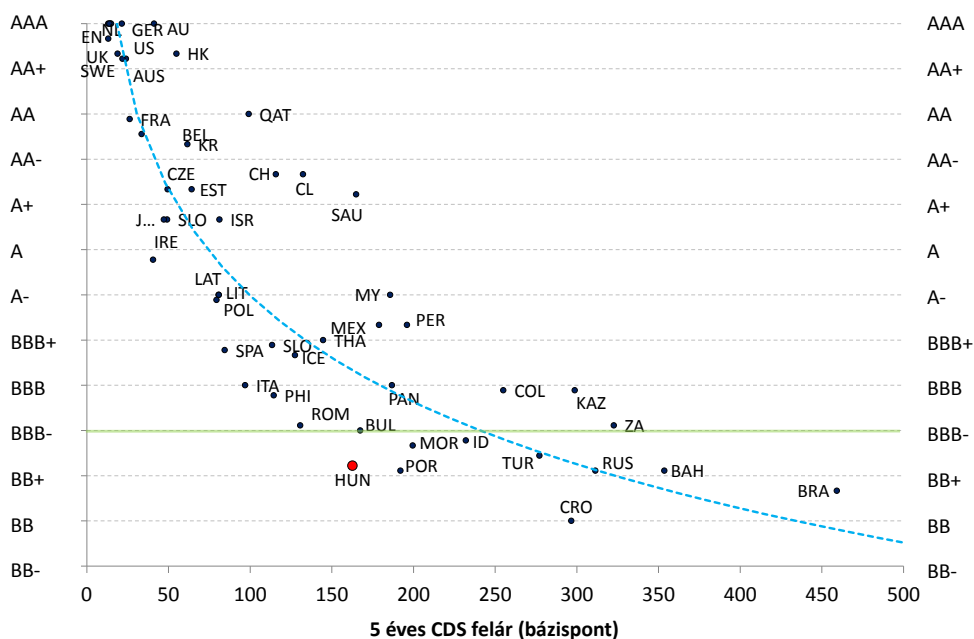
⁵ Magyar Nemzeti Bank (2016): Félidős jelentés 2013–2016; <http://www.mnb.hu/letoltes/felidos-jelentes-2013-2016-hun-0303.pdf>

⁶ Kicsák Gergely – Baksay Gergely (2015): A jegybanki programok hatása az államháztartás kamatkiadásaira – Mit mutatnak a tények? <http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-baksay-gergely-a-jegybanki-programok-hatasa-az-allamhaztartas-kamatkiadasaira.pdf>

6. A PIACI SZEREPLŐK KEDVEZŐBBEN ÍTÉLIK MEG MAGYARORSZÁGOT, MINT A HITELMINŐSÍTŐK

Magyarországra vonatkozóan a hitelminősítők kockázati besorolása és a piaci szereplők kockázati megítélése nincs összhangban egymással. A 6. ábra a CDS-felár elmúlt féléves átlaga és a három nagy hitelminősítő kockázati besorolásának átlaga közötti összefüggést mutatja meg.⁷ Erről egyrészt leolvasható, hogy a Magyarországhoz hasonló kockázati besorolással (BB+) rendelkező országok jellemzően magasabb CDS-felárral rendelkeznek, azaz piaci kockázati megítélésük kedvezőtlenebb. Másrészt az is látható, hogy azok az országok, amelyeket a piac Magyarországhoz hasonló kockázatúnak tart – 100 és 200 bázispont közötti CDS-felárral rendelkeznek –, azoknak a hitelminősítők kockázati besorolása magasabb, és jellemzően befektetésre ajánlott kategóriákba tartoznak. A piaci kockázati megítélés megalapozottságát több tényező is alátámaszthatja. Egyrészt a hazai 5 éves CDS-felárra hosszabb időhorizonton is csökkenő tendencia jellemző. Másrészt a gazdaság emelkedő külső finanszírozási képessége, a csökkenő nettó külső adósság, az államadósság és annak devizaarányának mérséklődése mind arra utalnak, hogy Magyarország makrogazdasági fundamentumai az elmúlt években erősödtek, amelyet többek között az Európai Bizottság Makrogazdasági Egyensúlytalansági Eljárás keretében közzétett kedvező értékelése is alátámaszt.

6. ábra: Átlagos hitelminősítések és az 5 éves CDS-felárak kapcsolata



Forrás: Standard & Poor's, Fitch, Moody's, Datastream

⁷ Az ábra módszertanáról részletesebben lásd: Palotai Dániel – Kuti Zsolt – Balogh Csaba – Ligeti Imre (2014): Mindhárom kiemelt hitelminősítőnél stabil Magyarország adósság-besorolásának kilátása; <http://www.mnb.hu/letoltes/palotai-daniel-kuti-zsolt-balogh-csaba-ligeti-imre-mindharom-kiemelt-hitelminositonel-stabil-magyarorszag-adossag-besorolasanak-kilat.pdf>

7. ÖSSZEGZÉS

Összességében úgy gondoljuk, hogy az S&P a jegybanki programokkal kapcsolatos fenntartásait számos ponton érdemes árnyalni. A jegybanki programok hatásait a teljes gazdaság szintjén érdemes értékelni, mivel a költségek és a hasznok nem ugyanazon szektoroknál jelentkeznek. Elemzésünkben bemutattuk, hogy a jegybanki programok jelentősen támogatták a költségvetési folyamatok alakulását. Emellett azt is megmutattuk, hogy az önfinanszírozási program kamatcsere-ügyletei a program mérlegösszehúzó hatása miatt nem járnak tartós többletkockázattal, a hitelezési aktivitáshoz kötött kamatcsere ügyletek pedig csak rövidebb ideig jelentenek az MNB számára nyitott kamatpozíciót. Fontos hangsúlyozni, hogy a kamatkiadásokat, így az MNB eredményét is kedvezően befolyásolja az MNB mérlegének – forintosítás, NHP kifutása, önfinanszírozási program miatt – várható összehúzódása. Összességében tehát a jegybank mérlegével kapcsolatos kockázatok előretekintve várhatóan jelentősen csökkennek, és így a jegybanki programok nem kérdőjelezik meg az inflációs célkövetés hitelességét, és nem korlátozzák a monetáris politika mozgásterét.

„Szerkesztett változatban megjelent a Portfolio.hu oldalon 2016. április 8-án.”