

# Az ország adósságszerkezete tovább javítható

## A bankok az állampapírok vásárlásával segíthetik az ország önfinanszírozását

### (Háttéranyag)

#### 1. AZ ÚJ INTÉZKEDÉSEK JEGYBANKI CÉLOKHOZ VALÓ ILLESZKEDÉSE

A jegybanktörvény az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként. Jelenleg a magyar gazdaságot alacsony inflációs környezet, középtávon is mérsékelt inflációs nyomás és kihasználatlan kapacitások jellemzik. A fogyasztóiár-index az elmúlt mintegy másfél évben számottevő mértékben csökkent, az elmúlt hónapokat historikusan alacsony, nulla százalék közeli dinamika jellemezte. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók szintén hosszabb ideje mérsékelt inflációs környezetre utalnak. A Monetáris Tanács megítélése szerint az infláció 2014-ben a 3 százalékos cél alatt maradhat, majd 2015-től a középtávú inflációs célnak megfelelő szinten alakulhat. Összességében a jelenleg rendelkezésre álló információk alapján az infláció előretekinve az árstabilitással összhangban alakul, ami lehetőséget ad a Monetáris Tanács számára a jegybank törvényben rögzített további céljainak követésére.

Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi stabilitás fenntartását és erősítését, illetve a rendelkezésére álló eszközökkel a Kormány gazdaságpolitikáját. Az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának koncepciója az ország sérülékenységének csökkentését célozza, ami összhangban áll az MNB céljaival. Az MNB az új intézkedésekkel a bruttó külső adósság csökkentését, az államadósság külföldi finanszírozástól való függését, a devizaadósság visszaszorítását szeretné elérni. Az önfinanszírozás irányába történő elmozdulás megvalósulása során nemcsak az államadósság finanszírozása válik biztonságosabbá, de a külső, illetve devizaadósság mérséklődése csökkenti a magyar gazdaság sérülékenységét, ami minden gazdasági szereplőt – így a bankrendszert is – kedvezően érint. A kisebb külső eladósodottság az ország javuló kockázati megítélésén, a kockázati prémium mérséklődésén keresztül hozzájárulhat az adósságszolgálati költségek csökkenéséhez, így közvetve a fenntarthatóbb gazdasági növekedéshez is. Ideális esetben egy hiteles program hosszabb távon akár a hitelminősítésünk javítását is előmozdíthatja. Mindez növeli a költségvetés mozgásterét és hozzájárul a Kormány gazdaságpolitikájának támogatásához.

#### 2. AZ ÁLLAMADÓSSÁG BELSŐ FINANSZÍROZÁSÁNAK KONCEPCIÓJA

##### 2.1. Kiindulópont: a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciója

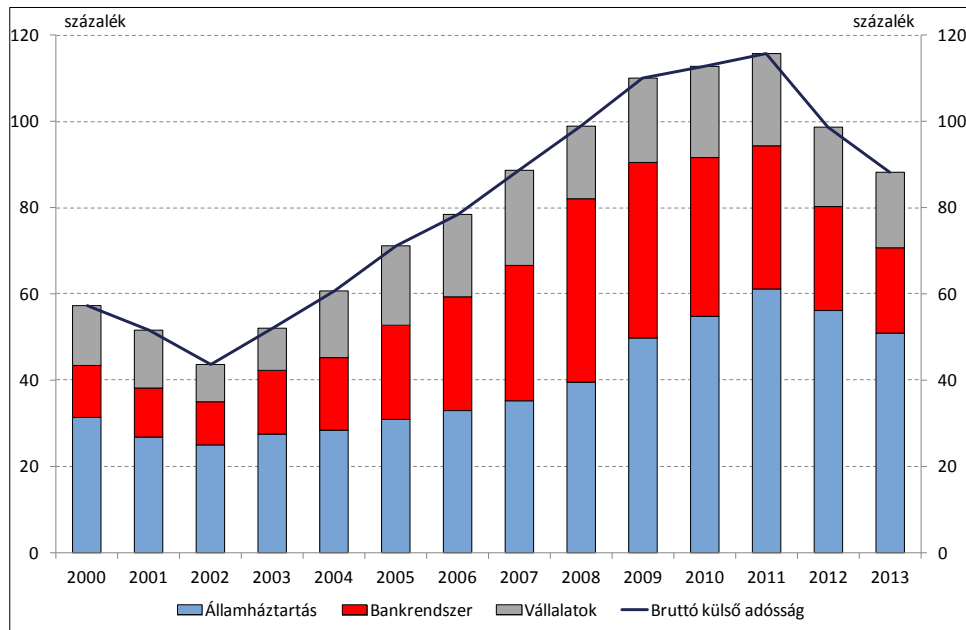
Az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának erősítése, ezáltal a külső forrásokra való ráutaltság csökkentése kiemelt gazdaságpolitikai cél. A magyar gazdaság szereplői, és azon belül a magyar állam jelentős mértékű külső és devizaadósság állománnyal rendelkezik. Az elmúlt időszak feltörekvő piaci turbulenciái rámutattak, hogy a külső sérülékenység fontos forrása a magas külső, illetve devizaadósság is. Emiatt Magyarország esetében a folyó – „flow” – jellegű egyensúlyi mutatók terén elért nagymértékű javulás mellett az állományi mutatók alakulása is

kiemelt fontosságú, hiszen a nagymértékű refinanszírozási igényből fakadóan a magas adósságállomány megújítási kockázatokkal terhelt. Az állományi mutatók természetéből fakadóan ezen a téren a változás dinamikája szükségszerűen lassabb, ugyanakkor az alacsony hiánymutatók tartása mellett a gazdaságpolitika további intézkedésekkel is tudja támogatni az államadósság belső forrásokból történő finanszírozását, a külső forrásokra való ráutaltság csökkenését.

A külső adósság magas szintje és a külföldi forrásokra való ráutaltság, mint a sérülékenységünk fontos forrása, visszatérő eleme a nemzetközi szervezetek és a hitelminősítők elemzéseinek is. A pénzügyi válság kitörése óta a befektetők kiemelt figyelmet fordítanak az egyes gazdaságok külső sérülékenységének vizsgálatára és értékelésére. Magyarország esetében a pénzügyi világválságot megelőző évek eladósodási folyamatának következtében a külső adósság alakulása az egyik olyan tényező, amely az elemzők fókuszába került. Bár a legtöbb elemzés elismeri, hogy hazánk sokat lépett előre a külső sérülékenység tekintetében a „flow” jellegű mutatók alapján (például folyó fizetési mérleg többlet és alacsony költségvetési hiányszint), de a legtöbb elemzés továbbra is a magas külső adósságállományra, a devizaadósság magas arányára, az adósság megújításának kockázataira, illetve a külföldi befektetőktől való erős függésre hívja fel a figyelmet.

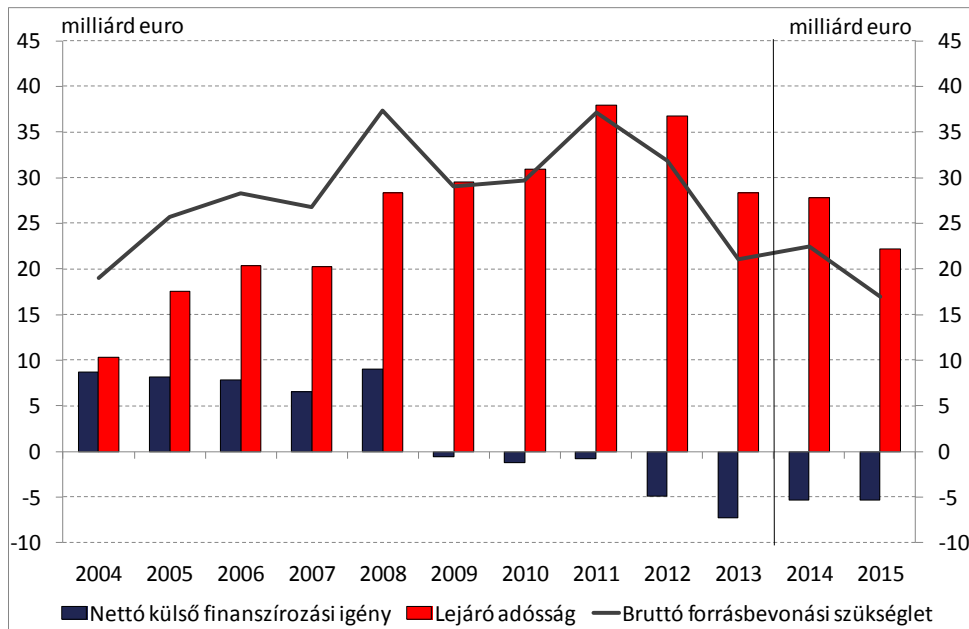
A bruttó külső adósság 2009-ig meredeken emelkedett, a gazdasági szereplők válság hatására megváltozott viselkedése és erőteljes mérlegalkalmazkodása ugyanakkor a hitelek fokozott törlesztésével járt, így a külső adósság 2011-től gyorsabb ütemű csökkenésnek indult. 2002 és 2011 között az ország bruttó külső adóssága jelentősen, a GDP csaknem 70 százalékaival emelkedett, majd ezt követően fokozatos mérséklődésnek indult, és a GDP 90 százaléka alá csökkent. A külső adósság válság előtti emelkedésében több tényező hatása is tükröződött. A háztartások 2002 és 2008 között megvalósult, a jövedelmét meghaladó fogyasztásához kapcsolódó hitelfelvételét a bankok külső forrásbevonása tette lehetővé, ami a bankok emelkedő külső adósságában jelentkezett. 2013 végére azonban – összhangban a lakosság folyamatos hiteltörlesztéseivel – a bankok külső adóssága jóval a válság előtti szintre csökkent. Hasonlóképpen, a folyamatosan jelentős költségvetési hiány miatt emelkedő államadósság 2002 és 2008 között fokozatosan növelte az állam külső adósságának mértékét. A pénzügyi válság miatt ráadásul a nemzetközi intézetektől felvett hitelcsomagok is jelentősen növelték az államháztartás bruttó külső adósságát. Azóta az államnál is jelentős alkalmazkodást figyelhetünk meg, az államháztartás mérsékelt hiánya, és a belföldi magánszektor nagyobb finanszírozásának következtében az állam bruttó külső adóssága 2013 végére a GDP 50 százalékára mérséklődött.

1. ábra: A bruttó külső adósság szektorok szerinti alakulása (tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában)



Az elmúlt évek során tehát számottevő mértékben javult a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciója, az évek óta többletes folyó fizetési mérleg által sugallt pozitív képet érdemes azonban tovább árnyalni. Bár 2013-ban a GDP 6 százalékát meghaladó külső finanszírozási képesség a külső adósság csökkenésében is tükröződött, a magas bruttó külső adósság miatti jelentős lejáratok következtében azonban továbbra is nagy a külföldi forrásokra való ráutaltság.

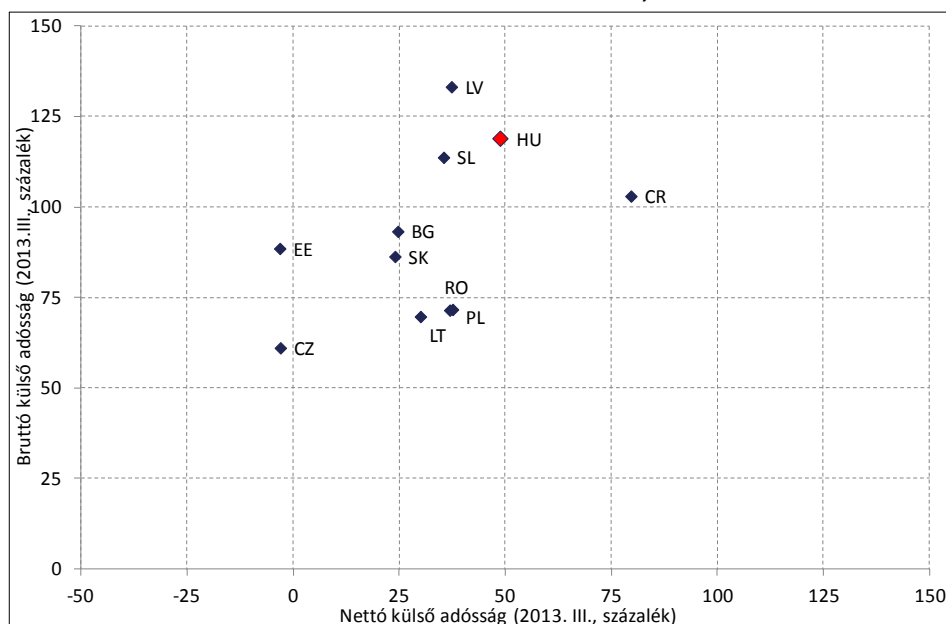
2. ábra: A nettó és bruttó finanszírozási igény alakulása



A hozzánk hasonló fejlettségű országokhoz képest viszonylag magas külső adósságállományokkal rendelkezünk. Az Európai Unió országok bruttó és nettó külső adósságát tekintve különböző – jól elkülöníthető – csoportokat figyelhetünk meg. A Magyarországhoz hasonló fejlettségű országok –

amelyek az Európai Unióhoz jellemzően 2004, illetve 2007 során csatlakoztak – jól elkülönülnek a többi országtól. Bruttó külső adósságuk általában a GDP-jük 60-140 százaléka között van, míg nettó külső adósságuk nem haladja meg a GDP felét. Magyarországot ezekhez az országokhoz hasonlítva azt lehet elmondani, hogy mind bruttó, mind nettó külső adóssága meghaladja a csoportban szereplő többi ország átlagát, az (egyik) legmagasabb külső eladósodottsággal rendelkező régiós ország vagyunk.

3. ábra: A külső adósságmutatók nemzetközi összehasonlításban (tulajdonosi hitelekkel, a GDP százalékában)



## 2.2. A külső sérülékenység csökkentésének lehetősége: a bruttó külső adósság mérséklése

A nettó külső adósság csökkenésének mértékét gyakorlatilag a folyó fizetési mérleg egyenlege, illetve az FDI beáramlás nagysága határozza meg. A folyó fizetési mérleget finanszírozási oldalról közelítve látható, hogy a nettó külső adósság alapvetően a belföldi szektorok megtakarítási folyamatai alapján adódik, amennyiben a belföldi szereplők (lakosság, vállalatok, államháztartás) nettó megtakarításainak összege nem változik, csak a szerkezete, akkor a külfölddel szembeni nettó adósság is változatlan marad. A nettó külső adósság abban az esetben csökkenhet, ha valamelyik belföldi szereplő többet takarít meg, azaz például a lakosság kevesebbet fogyaszt, a vállalatok kevesebbet ruháznak be, vagy az állam tovább mérsékli a költségvetési hiányt. Ugyanakkor ez minden esetben alacsonyabb gazdasági növekedéssel párosul.

Tehát az egyes szektorok csak egymás rovására tudják csökkenteni nettó külföldi adósságukat, a folyó fizetési mérleg egyenlegét adottnak véve az egyik szektor nagyobb forráskiáramlásához a többi szektor alkalmazkodik. Ebből adódóan rövid távon a nettó külső adósság csak az egyes szektorok nagyobb pénzügyi megtakarítása mellett, vagyis addicionális reálgazdasági alkalmazkodással mérsékelhető. Ennek figyelembe vételével elsősorban a bruttó külső adósság csökkentésére mutatkozik mozgástér, a gazdaság hosszútávú teljesítőképességétől – a potenciális kibocsátástól – egyébként is elmaradó növekedés mellett a nettó külső adósság további reálgazdasági áldozat-

tal járó csökkentése indokolatlanul nagy terhet róna a gazdasági szereplőkre. A nettó külső adósság változatlanlansága mellett ugyanakkor a bruttó száraz – a bruttó külső adósság, illetve a külföldi eszközök – párhuzamosan csökkenthetők. Összességében megállapítható, hogy az ország sérülékenységének csökkenéséhez a bruttó külső adósság további mérséklődése szükséges.

A bruttó külső adósság csökkentését a gazdaságpolitika az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának előtérbe helyezésével érheti el, amihez a forint államkötvény-kibocsátások felé fordulás a legadekvátabb rendelkezésre álló eszköz. Az államadósság finanszírozásának a devizakötvény-kibocsátások felől a forintfinanszírozás irányába való eltolódása, azaz a nettó forintkibocsátás emelése, a deviza forrásbevonás csökkentése a külső adósság mérséklése mellett további pozitív hatásokat von maga után. Az állam szempontjából kedvező következmény, hogy javul az államadósság deviza-összetétele, csökken a devizaárfolyamra való érzékenysége, a forint árfolyam-ingadozásai kisebb mértékben jelennek meg az adósságmutatókban. Ez a jelenlegi turbulens nemzetközi pénzügyi környezetben nem elhanyagolható szempont.

A devizaadósság aránya a jelenlegi 40 százalékról fokozatosan csökkenthető az ÁKK által meghatározott szintre. Mivel a devizaadósság legnagyobb részét külföldi befektetők tartják, a folyamat a bruttó külső adósság csökkenését is maga után vonja. Bár a forintban denominált kötvények egy részét szintén külföldi befektetők vásárolják meg, ugyanakkor ennek az aránya érdemben alacsonyabb, mint a devizakötvények esetében.

Amennyiben megvalósul az önfinanszírozási koncepció, abban az esetben az államadósság devizaaránya gyorsabban visszatérhet a válság előtti szintre, ami a sérülékenységünk megítélésében vélhetően igen kedvező változásnak lenne tekinthető. A válság előtt a központi költségvetés adósságának közel 30 százaléka volt devizában denominált, azonban ez az arány a válság során emelkedett, és 2011-ben közel 50 százalékon érte el a csúcspontját. A devizakötvény-kibocsátások visszafogásának hatására mostanra 40 százalék közelébe süllyedt az arány, ami még mindig érdemben meghaladja a válság előtti szintet. A lejárt devizaadósság részben forintforrásból történő finanszírozása a devizaadósság további fokozatos csökkenését eredményezi. A válság előtti devizaarányhoz való közelítés sebességét a devizában való megújítási ráta határozza meg.

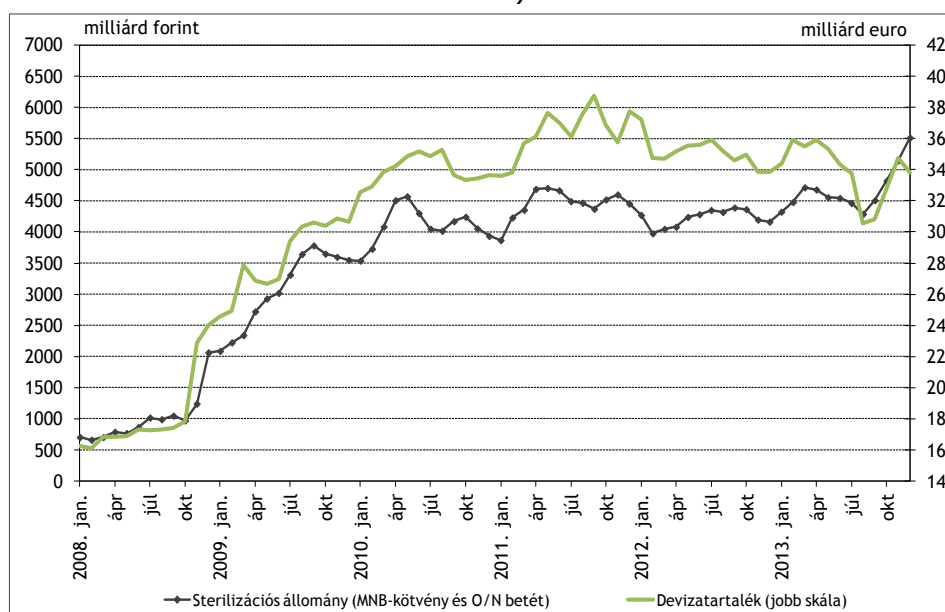
### **2.3. A rövid külső adósság, a devizatartalék és a kéthetes MNB-kötvény állomány közti kapcsolat**

Amennyiben a nettó külső adósság adott, akkor bruttó külső adósság csak a külfölddel szembeni bruttó követelések párhuzamos csökkenésével mérsékelhető, azaz minden esetben a devizatartalék csökkenésével jár együtt. A jelenlegi tartalékfolyamatok ugyanakkor kellő mozgásteret biztosítanak az önfinanszírozási koncepció devizatartalékon keresztüli támogatásra: a folyamat során a külső adósság, a devizatartalékok és a kéthetes jegybanki irányadó instrumentum állománya párhuzamosan csökken. A devizatartalék-megfelelés szintén kulcsfontosságú egy ország sérülékenységének értékelésekor, emiatt célszerű áttekinteni a devizatartalékok, illetve a rövid külső adósság közelmúltbeli, illetve várható alakulását, és a közöttük lévő kapcsolatot.

Az amerikai jelzálogpiaci válság 2007 nyári kitörését követően a rövid külső adósság gyors ütemben emelkedett, ami a devizatartalék növelését tette szükségessé. Az ország rövid külső adóssága

a 2007 eleji 20 milliárd euro körüli szintről 2008 végére 30 milliárd euro közelébe ugrott, majd 2010-2011 folyamán 35-40 milliárd euro között tetőzött. A 2008 őszi Lehman-csőd után a külföldi szereplők óvatosabbá váltak, a hosszú források drágulni kezdtek, a bankszektor szereplői pedig rövidítették külső forrásaik futamidejét, így a bankrendszerben felgyorsult a rövid adósság növekedése. Emellett a forint és az euró – akkoriban tapasztalt – leértékelődése is a rövid külső adósság emelkedése irányába hatott.<sup>1</sup>

4. ábra: A sterilizációs állomány és a devizatartalék alakulása



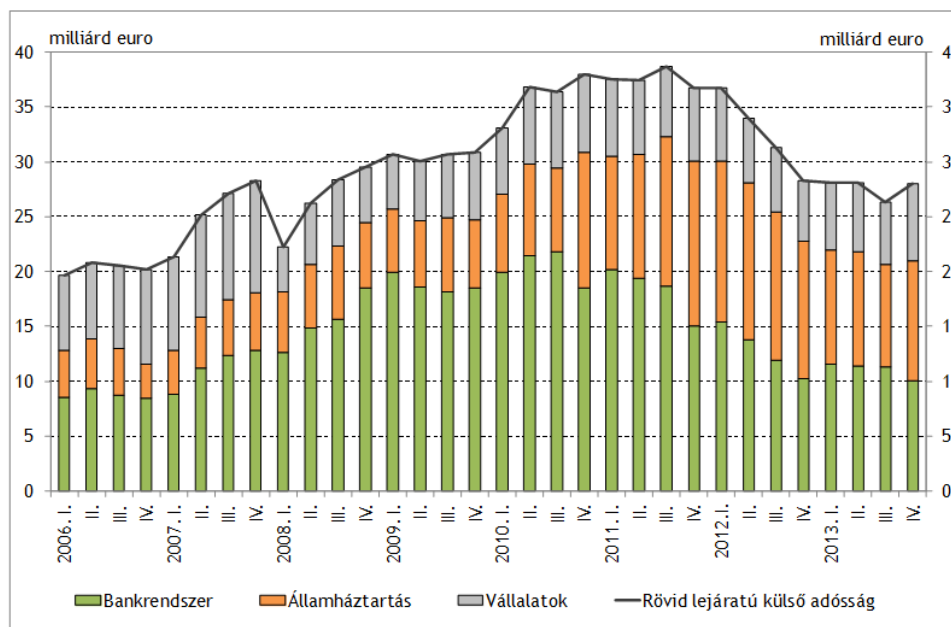
Az MNB mérlegazonosságából eredően a devizatartalékok növekedése a fő sterilizációs eszköz, a kéthetes MNB-kötvény állomány emelkedésében csapódott ki 2008-2009-ben. Ezt követően a rövid külső adósság csökkenését kezdetben gátolta, hogy az államháztartás esetében a rövid külső adósság növekedése 2009 végétől felgyorsult, mivel a nemzetközi szervezetektől kapott hitelcsomag keretében felvett hitelek ekkortól kezdtek berövidülni, az állam ugyanis – kényszerűségből – lényegében a korábbi hosszú, 5-10 éves futamidejű devizakötvényeket cserélte rövidebb lejáratú külföldi hitelekre.

A rövid külső adósság a 2011 közepi csúcstról érdemben csökkent, amely lehetővé tette a devizatartalékok csökkentését is. Az ország teljes rövid külső adóssága 2012 elejétől, a bruttó külső adósság csökkenésének megindulásával párhuzamosan indult csökkenő trendnek. A bankszektorban 2010 második felétől kezdve figyelhetjük meg a rövid adósság csökkenését, ekkor azonban még az állam rövid adóssága emelkedett. A bankszektor rövid külső adósságának csökkenése 2011 végétől gyorsult fel. A bankok rövid külső adósságának csökkenéséhez az első lökést az adta, hogy a hazai devizahitelezés visszaszorulásával a bankok egyre kevésbé voltak ráutalva külső forrásokra, ami lehetővé tette, hogy a lejáratú adósságot csak részben újítsák meg rövid futamidejű adósság formájában. A bankok adóssága mára a válság előtti szint közelébe csökkent vissza.

<sup>1</sup> A bankok az árfolyam leértékelődéséből fakadó fedezet-bekéréseket (margin call) rövid lejáratú hitelből teljesítették, illetve az ÁKK margin-számlaállománya is emelkedett az euro leértékelődése miatt.

Az államháztartás rövid külső adóssága dinamikusan mérséklődött 2011 végétől kezdve, az akkori szintnek jelenleg kevesebb, mint kétharmadát teszi ki a rövid külső adósság. A csökkenéshez egyrészt hozzájárult, hogy az IMF-EU hitelcsomag fokozatosan visszafizetésre került, a hitelrészletek a törlesztéskor kiesnek a rövid adósságból. Ezt a folyamatot erősítette fel, hogy Magyarország 2013 augusztusában az IMF-fel szembeni összes fennmaradó adósságát előtörlesztette. A rövid külső adósság csökkenése lehetővé tette a devizatartalékok csökkentését is, amely szintén 2011 közepén érte el a csúcspontját.

5. ábra: A hátralévő futamidő szerint rövid lejáratú külső adósság szektoronkénti alakulása



A tartalékmegfelelést tekintve, a devizatartalékok értékeléséhez gyakran használt, ún. hagyományos Guidotti-mutató szerint a devizatartalékok 2013 végén meghaladták a rövid adósság szintjét. Az ország rövid lejáratú külső adóssága 2013 végén 28 milliárd eurót tett ki, amelyet érdemben meghaladt a devizatartalékok közel 34 milliárd eurós szintje. A 2013 végi adatok alapján a devizatartalékok szintje szintén megfelelt a konzervatívabb megközelítés alapján is számolt, ún. IMF-féle Guidotti mutató szerinti kívánt tartalék-elvárásnak, amelyben a rövid adóssághoz hozzáadódik a hazai vállalatoknak nyújtott tulajdonosi hitelek bizonyos hányada is. Az IMF által 2011-ben javasolt új kombinált mutatószám nemcsak a rövid külső adósságot veszi figyelembe, hanem az egyéb, gyakran használt mutatókat is, mint a pénzmennyiség, vagy a külkereskedelem mérete. A 2013 végére vonatkozó saját számításaink szerint az MNB devizatartaléka elérte az új kombinált metrika alapján optimálisnak tartott sáv felső szélét.<sup>2</sup>

Előretekintve, beavatkozás nélkül az MNB devizatartalékai némileg emelkedhetnek idén, elsősorban a beáramlós uniós transfereknek köszönhetően. Az MNB legfrissebb statisztikái alapján, ha változatlan maradna a külső adósság lejárat szerkezete, akkor a berövidülő adósság az idei év során, főként az év második felében csökkenhet. Emellett a folyó fizetési mérleg továbbra is

<sup>2</sup> [http://www.mnb.hu/Saitoszoba/mnbhu\\_pressnews/mnb\\_szakmai\\_cikkek\\_20140422](http://www.mnb.hu/Saitoszoba/mnbhu_pressnews/mnb_szakmai_cikkek_20140422)

fennálló többlete mellett folytatódhat a külső adósság, és azon belül a rövid lejáratú külső adósság mérséklődése is. Amennyiben ez bekövetkezik, akkor ez egyben a tartalékigény szempontjából is kedvező lehet és lehetőséget adhat a tartalékok korlátozott mértékű, fokozatos és óvatos mérséklésére.

Ahogy a rövid külső adósság csökkenésével párhuzamosan mérséklődik a devizatartalék-igény, a csökkenő devizatartalék a sterilizációs állomány leépülésével jár. A fentiek mellett az említett folyamat a jegybank számára is tartogat előnyöket. Feltételezve, hogy teljesül a belső finanszírozás erősítésének célja, és a növekvő forintkibocsátások marginális befektetői nagyrészt a hazai szereplők lesznek, a külső adósság-állomány mérséklődése a devizatartalék-tartási igényt is csökkentheti. Emellett a jelenlegi tartalékszint, a várható tartalék-alakulás és adósságfolyamatok alapján az előzőek szerint egyébként is, változatlan folyamatok mellett is mutatkozik mozgástér a devizatartalékok csökkentésére, amit támogathat a külső adósság további mérséklődése. A devizatartalék csökkenése a kéthetes MNB-kötvény leépülésével párhuzamosan következik be.

#### **2.4. Az önfinanszírozás kínálati oldala**

Az ÁKK legutóbbi finanszírozási tervében elköteleződött a forintkibocsátás emelése mellett. 2014 folyamán májusban 0,5 milliárd angol font, júliusban 1 milliárd eurónyi piaci devizakötvény lejárat lesz, míg októberben 2 milliárd eurónyi EU-hitel jár le. Az aktuális finanszírozási terv teljesüléséhez 2014-ben jelentős forint kötvénykibocsátást kell a gazdasági szereplőknek megvásárolnia, további devizakötvény-kibocsátás nélkül. Az önfinanszírozási koncepció megvalósulásához ehhez érdemi mértékben hozzá kell járulnia a hazai bankrendszernek. Ez azt jelenti, hogy ha 2014-ben a külföldiek a historikus átlagos keresletet biztosítják, akkor a „többlet” forintkötvény kibocsátást, a devizakötvények forint megújításából fakadó kínálatot a bankrendszernek kellene felszívnia. A megújítási kockázat csökkentése érdekében elsősorban a hosszabb futamidejű állampapírok kibocsátása lenne kívánatos.

Amennyiben sikerül a forintkibocsátás emelése, akkor az a Kincstári Egységes Számla (KESZ) fokozatos emelkedéséhez vezet, és a többlettartalékot már az év során esedékes devizalejáratok refinanszírozására lehet fordítani. Amennyiben ez csak részben sikerül, akkor a márciusi kibocsátás, illetve az állam devizabetéte lehet a fedezete a törlesztéseknek és a KESZ-en halmozódó forintforrások az őszi EU-hitel törlesztés fedezetéül szolgálhatnak. Ehhez az szükséges, hogy a külföldiek teljesítsék a historikus átlag körüli vásárlásaikat, és a bankok is a korábbinál nagyobb mértékben vállaljanak részt az államadósság finanszírozásából. A bankrendszer állampapír-vásárlásait részben az ÁKK kibocsátásainak rugalmasabbá tétele támogathatja, ugyanakkor az MNB is ösztönözheti a folyamatot saját eszközeivel.

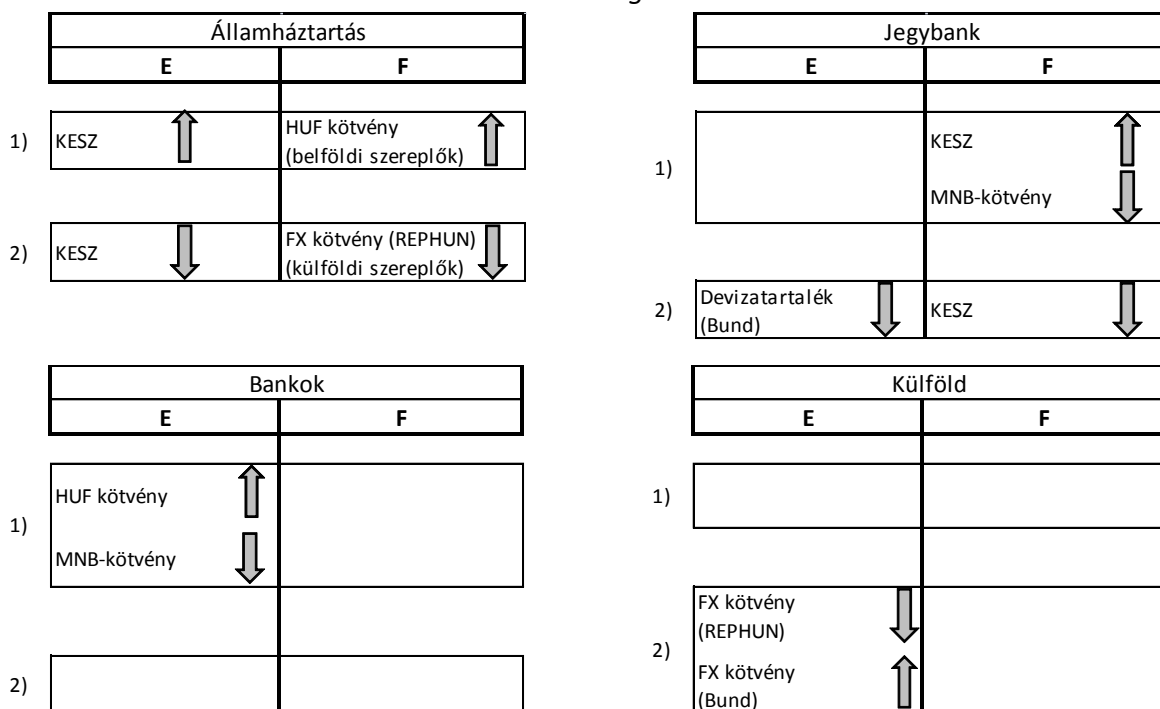
#### **2.5. A belső finanszírozás hatása a gazdasági szereplők mérlegére**

Amennyiben a forintfinanszírozás felé való elmozdulás sikeres lesz, akkor az a bankok esetében az eszközoldal átrendeződését okozza: a kéthetes jegybanki kötvény állománya lecsökken és ezzel párhuzamosan a tartott állampapírok állománya emelkedik. A folyamat úgy megy végbe, hogy a növekvő forint állampapír-kibocsátás hatására első lépésben az állam forintszámlája (KESZ) megemelkedik, a banki állampapír-vásárlások miatt pedig csökken a bankok jegybanknál tartott két-



hetes kötvényállománya (1). Ezt követően devizaadósság lejárat esetén a KESZ-ről devizakonverzió történik, amiből az ÁKK a megemelkedett KESZ leépítésével finanszírozza a devizakötvények törlesztését, a konverziós összeggel pedig csökken az MNB devizatartaléka, összehúzódik a jegybanki mérleg (2).

6. ábra: Növekvő forintkibocsátás és hazai bankok állampapír-vásárlásának hatása a mérlegekre



A folyamat eredő hatásaként a hazai bankok eszközei között az irányadó jegybanki instrumentum egy része forint állampapírokra cserélődik. Ezzel a bankok a jegybank helyett a magyar államot finanszírozzák, viszont kéthetes futamidő helyett lényegesen hosszabb lejáraton, ami kisebb megújítási kockázatot, és a konszolidált államháztartás szintjén még kisebb kamatkockázatot is jelent. A konszolidált államháztartás szintjén a kamatköltségek is csökkenhetnek: egyrészt ugyan az ÁKK számára többletköltséget jelent, hogy a devizakötvények relatíve alacsonyabb hozama helyett a magasabb forinthozamok mellett finanszírozza magát. Ezzel szemben a másik oldalon az MNB kamatkiadása csökken a mérleg szűkülésének és kisebb MNB-kötvényállománynak megfelelően.

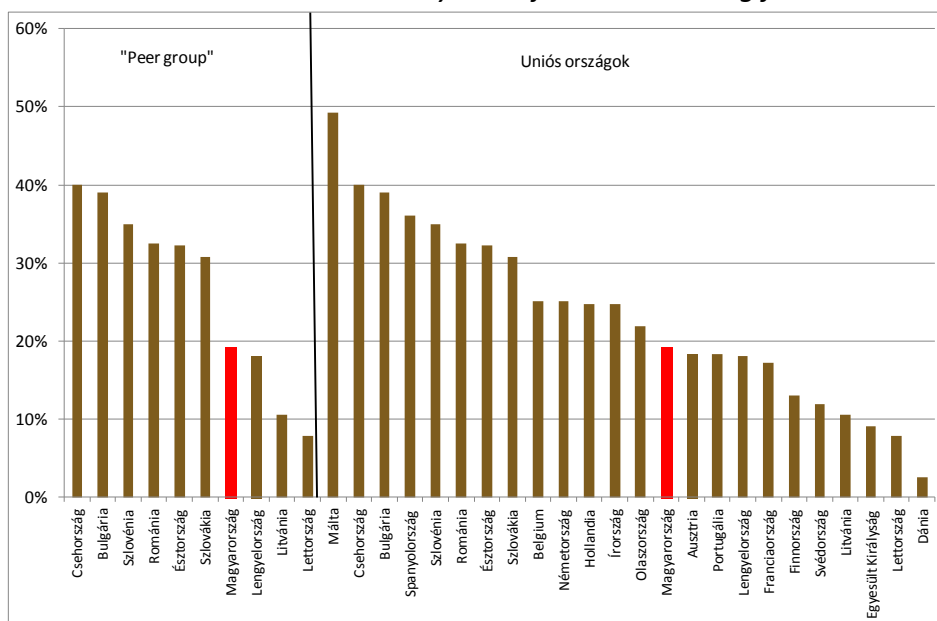
Az állam adósságszerkezete egészségesebb lesz, hiszen devizaadósság helyett forintadósság lesz a mérlegében, illetve a külföldi kitétséget belföldi váltja fel. A bankok mérlegében is átrendeződés zajlik le: a jegybankkal szembeni követelés (kéthetes kötvény) helyett a költségvetéssel szembeni követelés (forintkötvény) áll majd. A külfölddel szembeni pozíció bruttó értelemben javul, hiszen a bruttó külső adósság csökken, míg a nettó külső adósság változatlan marad, mivel a devizatartalékok is mérséklődnek.

## 2.6. A forint állampapír-növekmény iránti kereslet megteremtése: a bankrendszer ösztönzése

A bankok eszközszerkezete és a teljes államadósság finanszírozásában betöltött részarányuk alapján még látszik mozgástér az állampapír állományuk növelése irányába a jegybankkal szembeni követelések államkötvénybe való áttrendezése útján. Egyes kelet-közép-európai országokkal összehasonlítva azt állapíthatjuk meg, hogy a magyar bankok Állammal szembeni kitettségén belül jelenleg a nagyobb részt a jegybankkal szembeni követelések teszik ki, míg más országokban a teljes követelésen belül inkább a költségvetéssel szembeniek dominálnak. Azaz a magyar bankok esetében eltolódás van az MNB-kötvény irányába az állampapírok felől. Ez azt jelenti, hogy amennyiben a bankok sterilizációs állományuk egy részét állampapírba fektetnék, akkor a teljes Állammal szembeni kitettség változatlansága mellett a belső arány eltolódna az állampapírok irányába.

Emellett a bankok – különösen a referenciacsoportnak számító közép-kelet-európai régióhoz viszonyítva - viszonylag kis részarányt képviselnek az államadósság finanszírozásában. Az összes uniós országot tekintve is átlag alatti a bankok által tartott állampapír-állomány részaránya a teljes államadósságon belül, az ebben a tekintetben való mozgástér pedig különösen szembetűnő a számunkra relevánsabb feltörekvő, később csatlakozott uniós országokhoz való viszonyítás esetén.

7. ábra A bankrendszer részaránya a teljes államadósság finanszírozásában



Forrás: EKB, eurostat

## 3. A BANKI ÁLLAMPAPÍR-VÁSÁRLÁST ÖSZTÖNZŐ JEGYBANKI ESZKÖZÖK

Az önfinanszírozás kulcseleme tehát a bankok forint állampapír-vásárlásának növelése, a 2 hetes jegybanki instrumentumból a banki forintlikviditás állampapírokba történő áttérése. Az állampapírpiac keresleti oldalának erősítését célzó intézkedésekre a többletkibocsátásból fakadó hozamhatás mérséklése érdekében is szükség van. Az államadósság nagyobb forint alapú finanszírozása és a jegybanki devizatartalékok magas szintje lehetővé teszi a devizaadósság kiváltását, ami-

vel elmozdulunk egy önfinanszírozóbb állam felé. Az önfinanszírozás megvalósításában a jegybanki eszköztár átalakítása nyújthat segítséget.

A jegybanki eszköztár átalakítása, illetve bővítése két lépésben kívánja elérni azt, hogy a bankok a 2 hetes instrumentum terhére hosszabb állampapírokat vásároljanak. Első lépésben a 2 hetes jegybanki instrumentumból kiáramlik a forintlikviditás, második lépésben a hosszú állampapírokba pedig beáramlik a banki forintlikviditás.

A program sikerét 4 eszköz egyszerre történő bevezetése segítheti. Első eszközként, a 2 hetes MNB kötvény betétesítése „kivezeti” a bankok forintlikviditását az instrumentumból és szétszórja a különböző befektetések között a hozamgörbe teljes szakaszán. A bank a futamidők között a likviditás, hozam, kockázat hármass preferencia mentén választ. Ebben a kontextusban a második eszköz a kamatcsere, a harmadik eszköz a hosszú repo művelet és a negyedik eszköz az eszközcsere a hozamgörbe hosszú vége felé történő „terelőeszközként” alkalmazható.

A kamatcsere ügylet segítségével a bankok jelentős mértékben csökkenteni tudják a kamatkockázatukat, ami támogathatja, hogy a pénzüket hosszú állampapírokban, azaz államkötvényekben tartsák. A repo művelet és eszközcsere a pénzüpiaci turbulencia esetén segíthet. Elkerülve azt, hogy turbulens időszakokban a bankok állampapír-eladással jussanak forint és/vagy swap segítségével devizalikviditáshoz – ezzel tovább mélyítve a turbulenciát - a jegybank gyorsan és olcsón tud ezen eszközökkel állampapírok fejében forint vagy devizalikviditást adni. A jegybanki eszközök potenciális eszköztárban való megjelenésével és azok banki likviditási tervekbe való beépülésével a banki „felkészülési költség” így lecsökken.