

Baksay Gergely – Kuti Zsolt

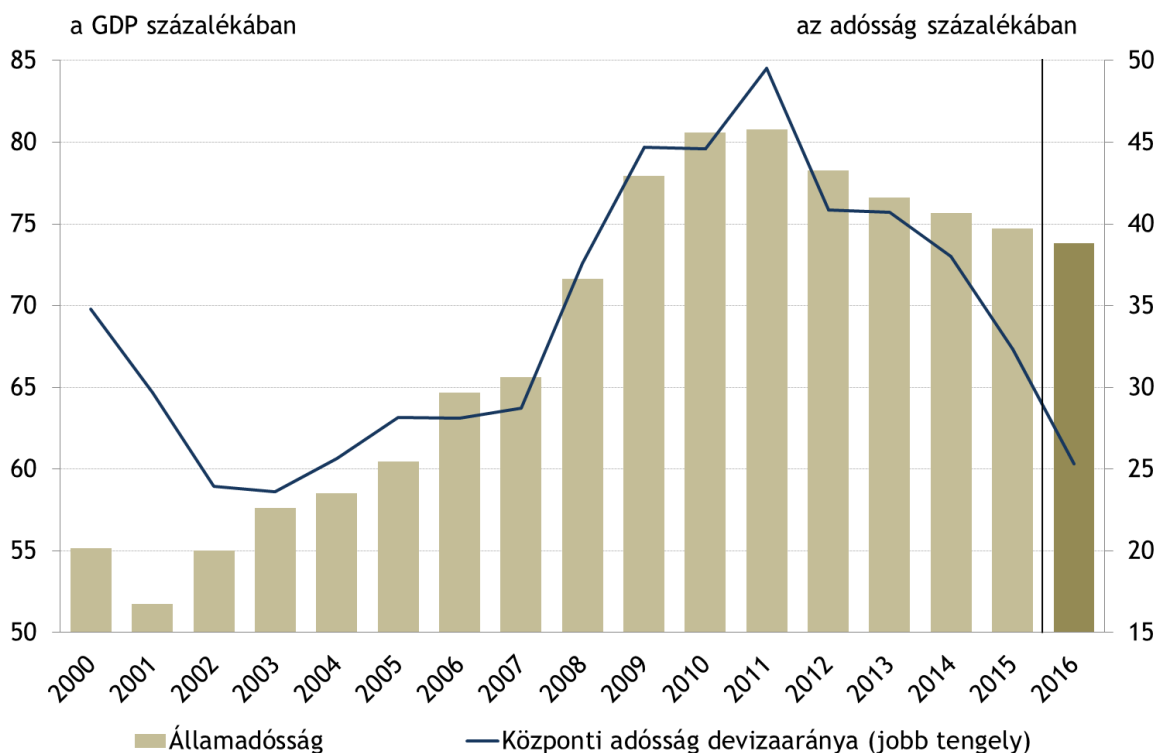
2017-ben sincs szükség piaci devizakötvény kibocsátására

Az elmúlt 5 évben a lakossági állampapírok iránti jelentős keresletnek és a jegybanki Önfelfinanszírozási program támogatásának köszönhetően az államadósságon belül a devizaarány a 2011 év végi rendkívül magas 50 százalékról 2016-ban 25 százalékra és ezzel összhangban a külföldiek tulajdoni hányada is érdemben 67 százalékról 40 százalék alá csökkent. A külső sérülékenység javulásán keresztül ez nagymértékben hozzájárult ahhoz, hogy Magyarország adóminősítése mindhárom nagy nemzetközi hitelminősítőnél a befektetésre ajánlott kategóriába került, valamint hozzájárult a rekord-alacsony állampapír-piaci hozamok eléréséhez. Nemzetközi összevetésben azonban az elmúlt évek dinamikus csökkenése ellenére is magas hazánkban a költségvetés devizaadósságának aránya, ezért fontos annak további mérséklése. Ezzel ellentétes lenne egy jelentős piaci devizakötvény kibocsátás, amely növelné a sérülékenységet, miközben érdemi előnyökkel nem járna. Ennek alapján helyes az elmúlt években követett, forint finanszírozásra épülő stratégia, amely csak akkor fordulna jelentős devizakötvény kibocsátáshoz, ha a forint papírok iránti kereslet változása ezt szükségessé teszi.

1.1. A devizalejáratok forintból történő finanszírozása csökkenti a külső sérülékenységet

Az államadósságon belüli devizaarány és a külföldiek tulajdoni hányadának csökkenése hozzájárul hazánk külső sérülékenységének mérséklődéséhez. Az elmúlt években az adósságkezelés stratégiai céljává vált az adósságon belüli devizarészarány csökkentése, és így a külföldi tulajdonban lévő államadósság is jelentős mértékben csökkent. A devizaarány és a külföld tulajdoni hányadának csökkenése hazánk külső sérülékenységének fontos indikátora, amelyet a piaci befektetők és a hitelminősítők is figyelemmel kísérnek. Ezért jelentős eredmény volt, hogy a központi adósságon belüli devizaarány a 2011 végi 50 százalékról 2016-ban 25 százalékra mérséklődött, és ezzel összhangban a teljes adósságon belül a külföldi tulajdoni hányad 67 százalékról 40 százalék alá csökkent.

1. ábra: Az államadósság és a központi adósság devizaarányának alakulása



Forrás: ÁKK, MNB 2016. decemberi Inflációs jelentés

A csökkenő devizaadósság hozzájárult hazánk befektetésre ajánlott kategóriába történő felminősítéséhez. Mindhárom nagy nemzetközi hitelminősítő a külső sérülékenység egyik indikátoraként kiemelten figyeli egy állam devizaadósságának arányát. Piaci turbulencia esetén ugyanis jelentős **árfolyamkockázatot hordoz** a nagy devizaadósság állomány és instabilabb finanszírozási szerkezetet jelent a magas külföldi tulajdoni hányad, mert a külföldi nagy befektetők gyorsabban reagálnak a piaci változásokra. A belföldi szereplők (és ezen belül főként a háztartások) ezzel szemben gyakran lejáratig tartják az állampapírokat, ami stabilabb finanszírozási szerkezetet és kisebb megújítási kockázatot jelent. A finanszírozáson belül a belföldi szereplők súlyának növekedése, és ennek eredményeként a sérülékenység jelentős csökkenése hozzájárult ahhoz, hogy Magyarország a 2016-ban történt felminősítések révén **mindhárom nagy nemzetközi hitelminősítőnél a befektetésre ajánlott kategóriába került.**

Az államadósság devizaaránya a hitelminősítők által kiemelten figyelt mutató, így a további javulás elősegítheti az újabb felminősítéseket. A Moody's módszertana¹ alapján 2016-ban még mindig csak a 10. sávba esik a mutató a 15-ből, tehát van tér a javulásra. A módszertan szerint további előrelépés ennek a komponensnek az értékelésében a 24 százalékos, illetve a 19 százalékos arány elérése esetén következhet majd be.²

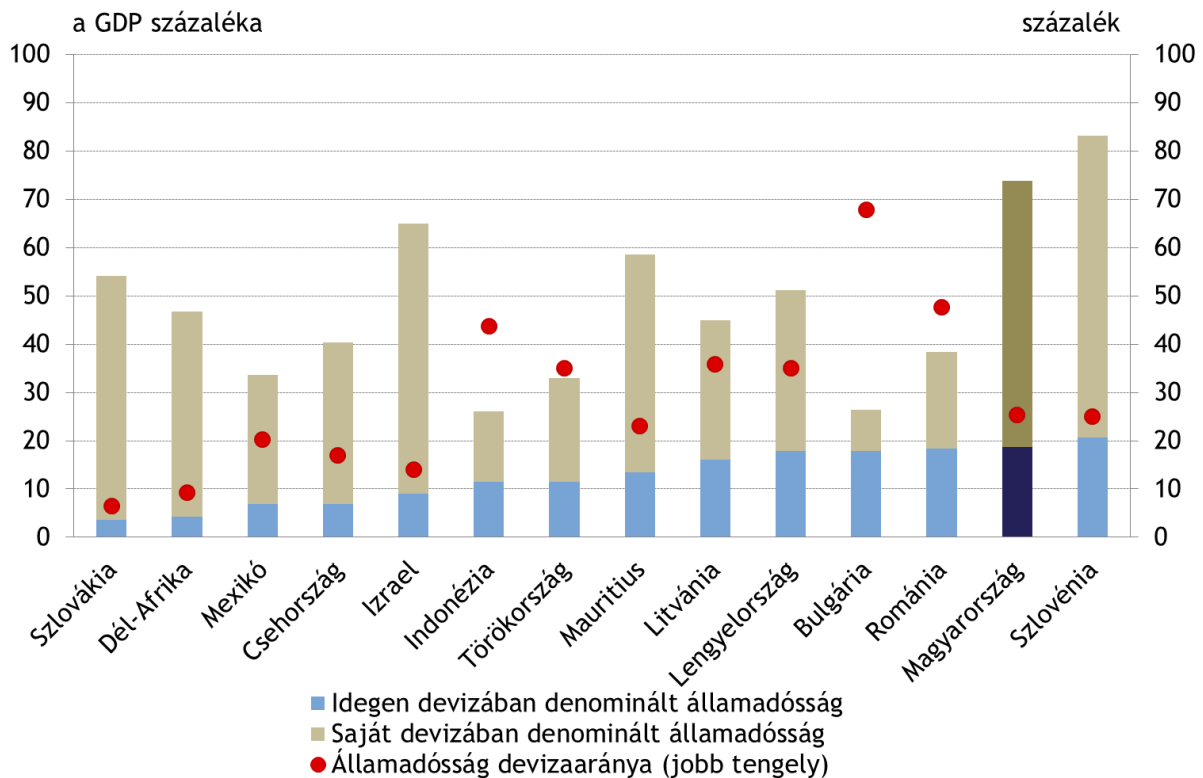
A régiós és más feltörekvő vagy fejlett országokkal összevetve az elmúlt évek dinamikus csökkenése ellenére is magasnak tekinthető hazánkban az állam devizaadósságának aránya. A visegrádi országcsoportban és szélesebb összehasonlításban is Magyarországon a legmagasabb a külföldi devizában fennálló államadósság a GDP-hez viszonyítva. Ezt részben a csökkenő trend ellenére is magas teljes adósság, részben pedig azon belül a devizaarány eredményezi. A V6³ országcsoporton belül Lengyelország mellett hazánkban a legmagasabb az államadósságon belüli devizaaránya, és a teljes közép-kelet-európai régióban is csak Romániában és Bulgáriában magasabb az arány, de figyelembe kell venni utóbbi két országban a teljes GDP-arányos adósság meglehetősen alacsony. A magas devizaarány fokozottan érzékennyé teheti Magyarországot egy a régióban jelentkező árfolyamsokk esetén, így **a devizaarány további csökkentése a jövőben is fontos adósságstratégiai cél kell, hogy maradjon.**

¹ A hitelminősítők módszertanáról részletesebben lásd: [Ligeti-Szórfi](#)

² A hitelminősítők a teljes államadósság devizaarányát veszik figyelembe, amely Magyarországon néhány százalékponttal magasabb, mint a központi adósság devizaaránya. A teljes államadósságra nézve az utolsó elérhető adat a 2016 harmadik negyedév végére 29,0 százalékot mutatott, amikor a központi adósságban ez az arány 26,3 százalék volt.

³ V6 országok: Ausztria, Csehország, Lengyelország, Magyarország, Szlovákia, Szlovénia.

2. ábra: Egyes feltörekvő országok államadóssága és annak szerkezete 2015 év végén (százalék)



Forrás: IMF, Világbank, nemzeti adósságkezelő szervezetek

Megjegyzés: Magyarország esetében 2016. év végi adatok. A hazai adósságrátára vonatkozóan az MNB 2016. decemberi Inflációs jelentésében szereplő előrejelzést ábrázoltuk. Az adósság devizaaránya esetében az ÁKK által közzétett központi devizaarány szerepel.

1.2. A devizafinanszírozás nem olcsóbb, mint a forint kibocsátás

A kockázatokat is figyelembe véve a devizakötvény-kibocsátás drágább, mint a forint finanszírozás. A devizafinanszírozás mellett gyakran hangzik el érvként, hogy a devizakamatok alacsonyabbak, mint a hazai állampapíroktól elvárt hozam. Ez az emelkedő amerikai hozamszint mellett a dollár hozamok esetében jelenleg nem igaz, és az euro kibocsátás esetében is csak látszólagos különbség, ugyanis a devizahozamok nem tükrözik az árfolyamkockázat költségét. Becslésünk szerint az új kibocsátású 5 és 10 éves eurokötvények hozama 0,9 és 2,1 százalék körül lenne, míg az azonos futamidejű forinthozamok 2,1 százalék és 3,5 százalék körül állnak. Ekkor a devizakötvények esetében árfolyamkockázatot futna az állam. A hozamok közgazdaságilag korrekt módon akkor vethetők össze, ha figyelembe vesszük a devizakötvényekben lévő árfolyamkockázatot is. Amennyiben az árfolyamkockázat fedezési költség-

geit is figyelembe vesszük (azaz a szükséges devizaswap és kamatswap ügyletek költségeit hozzáadjuk a devizakibocsátás kamatköltségéhez), akkor az említett euro kibocsátások már érdemben, nagyságrendileg évi 40, illetve 90 bázisponttal magasabb költséget jelentenének.

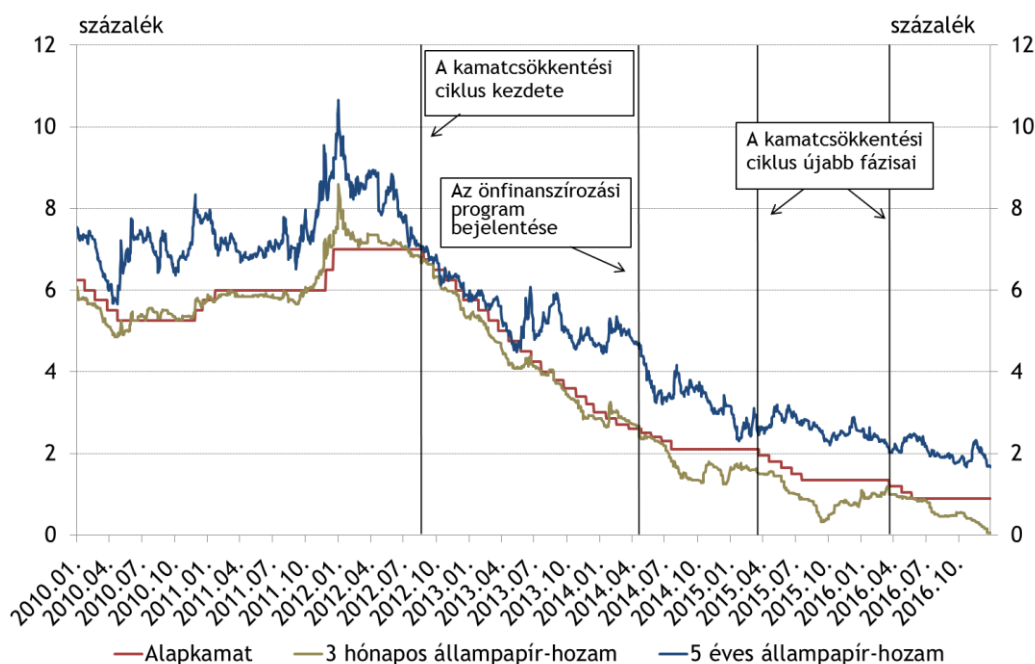
Amennyiben nem euróban történik a kibocsátás, hanem más devizában, akkor az adósságkezelő azt euróra cseréli, tehát ez esetben is az euró hozam a meghatározó. De a swap jellegzetessége alapján ez kiegészül a fedezeti betétekből eredő kockázattal, amelyek a keresztárfolyam ingadozása mellett növelhetik az államadósságot.

Tovább növeli egy devizakibocsátás költségeit, ha annak hatásait a konszolidált államháztartás szintjén vizsgáljuk. A devizakibocsátás forintra történő átváltása következtében megemelkedik az MNB mérlegfőösszege, ami a jegybanki kamatkiadások növekedését vonja maga után középtávon, még a jelenlegi, rekord alacsony alapkamat mellett is. A jegybanki kamatkiadások növekedését is figyelembe kell venni egy jelentősebb devizakibocsátás költségeinek megítélésénél, amellyel így az konszolidált szinten drágább, mint a forint finanszírozás.⁴

A forint hozamok mintegy 6 százalékponttal csökkentek az elmúlt években, részben az MNB programjainak hatására. A költségvetés által kibocsátott új forint állampapírok után fizetendő kamat korábban soha nem volt annyira alacsony, mint jelenleg. Az 5 éves állampapírok hozama 2012 óta a 8-10 százalék közötti értékről 2 százalék közelébe csökkent. A hozamcsökkenéshez az alacsony infláció és a kockázati megítélés javulása mellett az MNB több ciklusban végrehajtott alapkamat csökkentése is jelentősen hozzájárult.

⁴ A jegybanknál jelentkező többletköltséget a korábbiakhoz képest jelentősen mérsékli a monetáris politikai eszköztár átalakítása, különösen a három hónapos betét mennyiségi korlátozása, és az overnight betét kamatszintjének negatív tartományba kerülése.

3. ábra Az alapkamat, illetve a 3 hónapos és az 5 éves állampapír-piaci benchmark hozamok alakulása



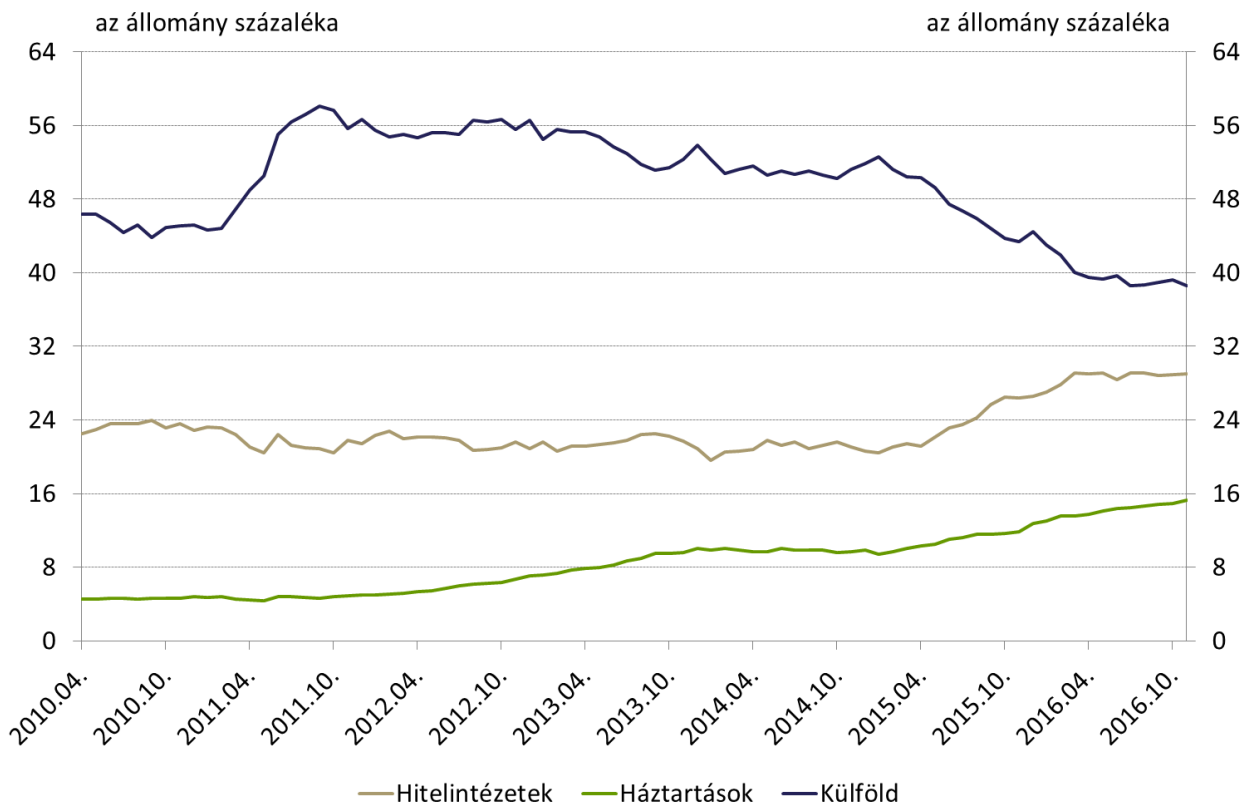
Forrás: ÁKK, MNB

1.3. 2016-ban forintforrásból is finanszírozhatóak voltak a nagy devizalejáratok⁵

2016-ban sikerült a magas devizatörlesztéseket csaknem teljes egészében forintkibocsátásból finanszírozni. 2016-ban 5,5 milliárd euro (mintegy 1700 milliárd forint) devizaadósságot kellett törleszteni az államháztartásnak a korábbi devizakötvények és az Európai Uniótól 2009-ben felvett hitel lejáratára következtében. Ez jelentős terhet jelentett az adósságkezelés számára, de sikerült lényegében teljes egészében forintból finanszírozni, köszönhetően a háztartások és a bankszektor erőteljes keresletének az állampapír-piacon. A kis összegű és folyamatos lakossági devizakötvény-kibocsátáson és a mintegy 40 milliárd forintot kitevő gazdaságdiplomáciai céllal kibocsátott kínai renminbi kötvény értékesítésén kívül 2016-ban nem történt deviza forrásbevonás. Ennek eredményeképpen egy év alatt 32 százalékról 25 százalékra csökkent a devizaadósság részaránya a központi államadósságon belül.

⁵ <http://www.mnb.hu/letoltes/baksay-gergely-kuti-zsolt-forintkibocsatasbol-finanszirozhatóak-a-2016-ban-esedekes-devizalejáratok-docx.pdf>

4. ábra: A hitelintézetek, a lakosság és a külföld állampapír-állománya (a teljes állomány százalékában)



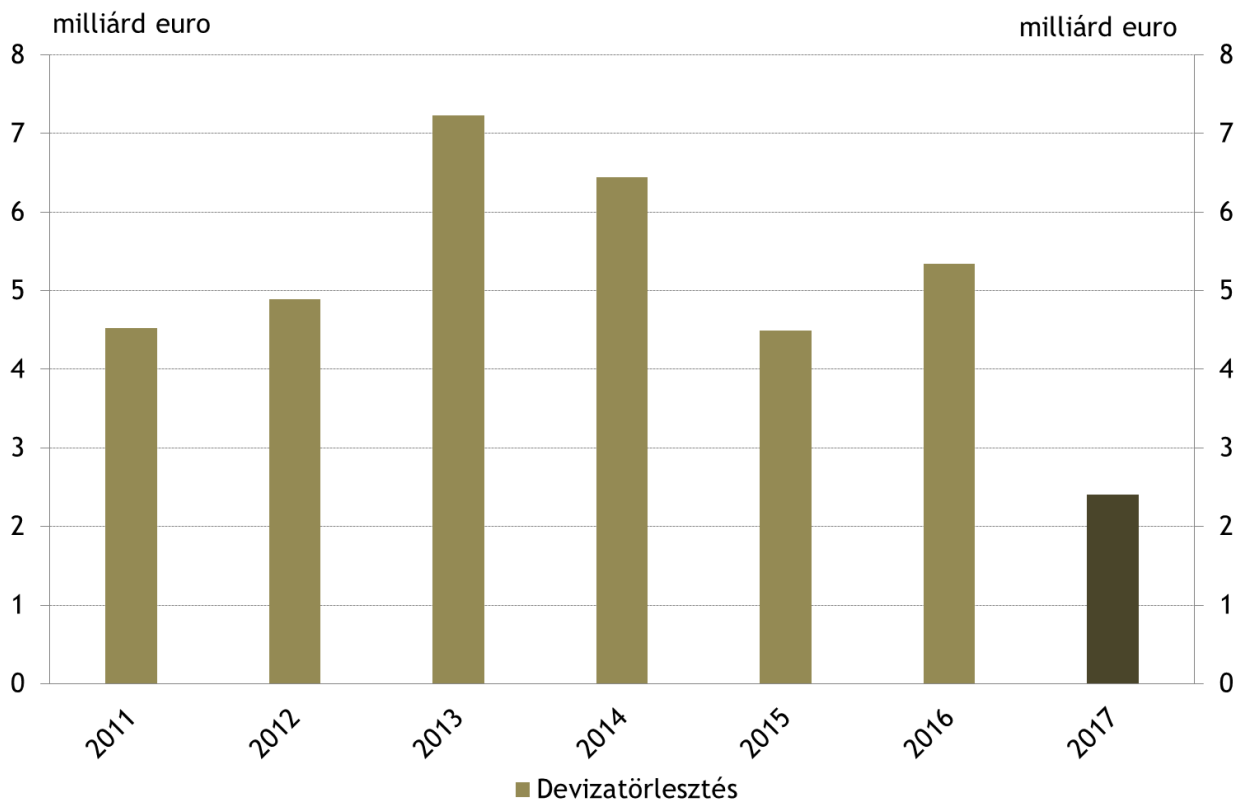
Forrás: MNB

A lakossági állampapírok iránt mutatkozó jelentős kereslet és a jegybanki Önfelfinanszírozási program is hozzájárult ahhoz, hogy a belföldi finanszírozás szerepe tovább erősödött. 2016-ban dinamikusan tovább nőtt a forint lakossági papírok kereslete, így a lakossági állampapírok állománya átlépte az 5000 milliárd forintot. A DKJ-k finanszírozáson belüli szerepének csökkenése mellett, a kötvények nettó kibocsátása is pozitív volt, így az államadósság átlagos hátralévő futamideje növekedett.

1.4. A 2017-es összes devizalejárat kevesebb mint a fele a tavalyi nagy lejáratoknak

A folyamatosan leépülő devizaadósság állománynak köszönhetően a 2017-es devizalejáratok mintegy 2,4 milliárd eurót (750 milliárd forintot) tesznek ki, ami kevesebb mint fele a 2016-os összegnek. 2017-ben három piaci devizakötvény mellett néhány fejlesztési célú devizahitel és egy kisebb PEMÁK-sorozat jár le. Utóbbiak megújítása nincs érdemi hatással a devizaarányra.

5. ábra: A költségvetés devizatorlesztései évente (milliárd euro)



Forrás: ÁKK

Mindennek alapján helyes az elmúlt években követett, forint finanszírozásra épülő stratégia, amely csak akkor fordulna jelentős devizakötvény kibocsátáshoz, ha a forint papírok iránti kereslet ezt szükségessé teszi. A továbbra is alacsony hiány és a 2016-osnál lényegesen alacsonyabb devizalejáratok várhatóan forint forrásból is finanszírozhatóak, amennyiben fennmarad a lakossági papírok és a kötvények iránti magas kereslet. 2016-ban a forintkötvények nettó kibocsátása mintegy 500 milliárd forint volt, míg a lakossági papírok nettó kibocsátása meghaladta az 1500 milliárd forintot. Mindazonáltal a renminbiben denominált Panda-kötvény kibocsátása kedvező lehet, mert nemcsak finanszírozási forrást jelent, hanem gazdaságdiplomáciai hatásai is kedvezőek.

Összefoglalóan, egy jelentős piaci devizakötvény-kibocsátás előnytelen lenne, ha forint kibocsátásból is finanszírozható a költségvetés. Az emelkedő amerikai hozamszint mellett a dollár hozamok már meghaladják a forint hozamokat, míg az euro kibocsátás esetében is csak látszólagos az euro kötvények hozamelőnye. Egy euróban denominált kötvény kibocsátásának kamatszintje alacsonyabb ugyan, mint egy

azonos futamidejű forintpapíré, de a devizatartalék növekedése miatt az MNB-nél jelentkező többletköltség hatására konszolidált szinten – vagyis a jegybank és az államháztartás együttes kiadásaival számolva – már kismértékű a különbség. A devizakibocsátás ugyanakkor a forinkibocsátással szemben árfolyamkockázattal is jár, amelynek fedezési költségeinek figyelembevétele után már érdemben drágább a deviza adósság. Továbbá a devizakibocsátás emelné az államadósságon belül a devizarésarányt, ami növeli a külső sérülékenységet és kedvezőtlenül hat a hitelminősítők általi további felminősítési kilátásokra.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2017. február 7-én.”