

Németh Gábor

Mennyi ideje van a magyar kormánynek megállapodni?

Az elmúlt hónapokban egyre inkább a figyelem középpontjába kerültek az EU/IMF párossal folytatott tárgyalások, amelyek elhúzódásának következtében egyre többen emlegetik az úgynevezett „török kártyát”. Ez arra a közelmúltbeli példára utal, amikor a török kormány IMF-megállapodás lehetőségének lebegtetésével igyekezett javítani az ország kockázati megítélésén, de mindezt csak időnyerésre használta fel és végül sosem került pecsét a megállapodásra. Mindezekből kiindulva számos találgatás látott napvilágot, s többször felmerült az a kérdéskör is, hogy a magyar állam idén képes lehet –e magát piaci forrásokból finanszírozni, amennyiben a tárgyalások elhúzódnak, esetleg meghíúsulnak. Túlságosan megnyugtató és látványosan túlzó álláspontok egyaránt napvilágot láttak, így érdemes – a legújabb, márciusi adatok birtokában – végigvenni a lehetőségeket.

1. Mennyi az év hátralévő részében a teljes finanszírozási igény?

Az egyik sarkalatos pont: a devizaadósság

A 2008-2009-ben felvett nemzetközi hitelcsomag 2011-ben már a tőketörlesztési fázisba lépett, melynek első, 2 milliárd eurós részletét az Európai Bizottság felé kellett visszafizetni az előző év végén. 2012-ben a magyar államnak a Nemzetközi Valutaalap (IMF) felé vannak tőketörlesztési kötelezettségei, amelyhez hozzájönnek még a lejáró devizaalapú államkötvények, illetve az elmúlt évben átvállalt kisebb belföldi devizahitelek.

2012 első két hónapjában már megtörtént az első negyedévre vonatkozó törlesztés, ezt követően azonban egyre inkább

felgyorsul a lejáró devizaadósság megújítási igénye. Amint a lenti táblázatban is látható: a Nemzetközi Valutaalap felé az év hátralévő részében mintegy 3115 millió euró visszafizetési kötelezettség áll fenn. Ehhez jön hozzá a júliusban lejáró 45 milliárd jen és a novemberben visszafizetendő 1 milliárd euró névértékű devizaalapú államkötvény, valamint a 10,4 millió eurót kitevő átvállalt belföldi devizahitelek finanszírozási igénye. Mindezek alapján a hónap eleji adatok szerint mintegy **4,54 milliárd eurónyi devizakötelezettsége** lesz az államnak az év hátralévő részében.

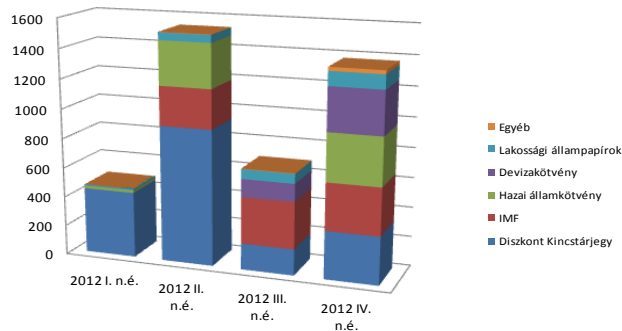
2012-ben lejáró devizaadósság					
Dátum	IMF		Devizakötvény millió euró*	Egyéb belföldi devizahitelek millió euró*	Összesen millió euró*
	millió SDR	millió euró*			
2012 2. n.é.	790,3	914,1	-	3,4	917,5
2012 3. n.é.	948,4	1 096,9	415,5	3,6	1 515,9
2012 4. n.é.	954,6	1 104,1	1 000,0	3,4	2 107,6
Összesen	2 693,3	3 115,1	1 415,5	10,4	4 541,0

Forrás: IMF, ÁKK, Bloomberg
*2012.02.29-i árfolyammal számolva, hóvégi állapot

Szintén jelentős forintlejáratok a láthatáron

A forintalapú állampapírok megújítási igénye szintén magas: a hónap eleji becslést adatok alapján az év hátralévő részében közel 2745 milliárd forint. Az államkötvények közül júniusban jár le a 2012/B, októberben pedig a 2012/C, melyek törlesztése rendre 295 illetve 322 milliárd forintot visz el. A többi papír lejáratára kiegyensúlyozottabb az egyes hónapok között. A teljes forint és devizaalapú törlesztési kötelezettség lefutását mutatja az alábbi ábra. Érdeemes megjegyezni, hogy júniusban és októberben mutatkozik kiemelkedő finanszírozási igény. Figyelembe kell venni továbbá a kamatfizetési kötelezettséget is, ezt azonban a később részletezett kincstári kör hiánya már tartalmazza.

Az állam forint és devizaalapú törlesztési kötelezettségei 2012 hátralévő részében (mrd Ft)*



Még egy magas tétel: az államháztartási hiány

Mivel az államháztartás önkormányzatok nélküli körének működése deficitese, így ennek finanszírozására is forrásokra van szükség. A kincstári kör tervezett hiánya 2012-ben 576 milliárd forint. További tétel az európai uniós támogatások előfinanszírozási kötelezettsége, amely várhatóan 98 milliárd forintot tesz majd ki. Az államháztartás tervezett hiánya így összesen 674 milliárd forint, amelyből az év első két hónapjában már 287 milliárd forintos deficit realizálódott. A korábbi évek tapasztalatai alapján ez nem meglepő: az év első

hónapjaiban gyakran összejön az éves deficitcél akár 50%-a is, majd nyárra rendszerint a 100%-ot is jelentősen meghaladja, végül az év hátralévő részében – jellemzően az év végén – beérkező jelentősebb adóbevételek szorítják vissza – optimális helyzetben – a deficitet a kitűzött hiánycél köré. Mindezek alapján a lejárat szerkezet mellett becsülhető a nettó finanszírozási igény és így a teljes fizetési kötelezettségek éven belüli lefutása is.

2. Mennyi a devizakötvény-kibocsátás nélkül finanszírozható összeg?

Magas finanszírozási tartalékok

Milyen devizaforrások állnak rendelkezésre?

A legnagyobb tételt a központi kormányzat MNB-nél elhelyezett devizabetéte teszi ki, amely hó végi árfolyamon számolva mintegy 2,58 milliárd euró tartalékot jelent. További devizaforráshoz jut az év során az állam a nemzetközi hitelcsomagból a bankszektornak továbbhitelezett követeléseiből: a kereskedelmi bankok negyedévente 125 milliárd euró összegben törlesztenek, amely összesen további fél milliárd euró tartalékot jelent.

További devizaalapú forrás áll rendelkezésre a magánnyugdíjpénztári vagyon még nem értékesített külföldi vagyonelemeiből. A Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap legutóbbi, év végi adatai jelentik a kiindulási pontot a tartalék számszerűsítéséhez. A Nemzetgazdasági Minisztérium havi gyorsjelentései, valamint az MNB-nél tartott Kincstári Egységes Számla egyenlegének változása azt valószínűsíti, hogy nem értékesíthettek további jelentős devizaalapú vagyonelemet, amely így a 2012-ben tapasztalt tőkepiaci rally következtében némiképp felértékelődhetett, lévén döntő hányada részvényben, befektetési jegyben és ETF-be volt befektetve.

Végül, ha minden kötél szakad, a kormányzati kommunikáció is felvetette azt a lehetőséget, hogy a devizaszükséglet kielégítésére szóba jöhet az állam által 2011-ben visszavásárolt MOL-pakett részleges vagy teljes értékesítése, ami a hónap végi árfolyamon számolva további 1,42 milliárd euró devizaforrást jelenthet.

Amennyiben az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) éves finanszírozási kiadványában szereplő, Nemzetközi Fejlesztési

Intézményektől idén várható 0,8 milliárd euró hitelt is figyelembe vesszük, kedvező képet látunk. Mindezek alapján első ránézésre nem igazán sürgető a helyzet, ami a devizában felmerülő kötelezettségeket és devizaalapú forrásokat illeti.

De ahogy gyakran, a lényeg itt is a részletekben rejlik. Nem szabad elmenni amellett a tény mellett, hogy a központi kormányzat MNB-nél elhelyezett devizabetétének publikált értékébe beleszámítódik az ÁKK mark-to-market elven értékelt fedezeti pozíciója is. Ezt illetve egyéb korlátokat figyelembe véve az MNB-nél elhelyezett devizabetétekből becslések alapján 1,5 milliárd euróval kevesebb tekinthető igazán likvidnek.

Ezen felül érdemes azt is figyelembe venni, hogy a nemrég visszavásárolt MOL-pakett értékesítésével a jelenlegi árfolyamokon igen jelentős (euróban mérve minimum 23%-os) veszteséget lenne kénytelen realizálni a magyar állam, feltéve, hogy egyáltalán találna rá időben vevőt.

A kormány számára 2012-ben devizaadósság finanszírozására rendelkezésre álló (becsült) összegek

Devizaforrás	milliárd euró
Központi kormányzat devizabetéte az MNB-nél	2,58
Mol részvények értéke	1,42
Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap devizaeszközei	0,83
Kereskedelmi bankok hiteltörlesztése az állam felé	0,50
Összesen	5,34

Forrás: ÁKK, MNB, Bloomberg
*2012.02.29-i árfolyammal számolva

Milyen forintforrások állnak rendelkezésre?

Az állam devizaalapú tartalékain túl jelentős forintalapú tartalékokkal is rendelkezik. A központi kormányzat Magyar Nemzeti Banknál mintegy 605 milliárd forint betéttel rendelkezett a legfrissebb, februári végi adatok alapján. Az állam forintalapú tartalékai közé tartoznak továbbá a magánnyugdíjpénztári vagyonból megmaradt forinteszközök.

Ugyan a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap vagyónak alakulásáról csak 2011 végi adatok állnak rendelkezésre, a január-februári nettó kibocsátásból és az államháztartási hiány alakulásából arra lehet következtetni, hogy az Alap forinteszközeiből sem értékesíthettek lényegesebb vagyont, így annak becsült értéke 478 milliárd forint.

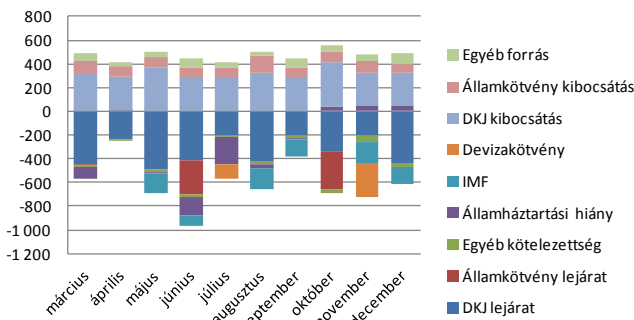
Meddig elegendő az állam pénze?

Mivel az eddigiek alapján már ismert az állam becsült tartalékainak és egyéb bejövő forrásainak a mértéke, továbbá az is, hogy milyen fizetési kötelezettségekkel, valamint nettó finanszírozási mértékkel szembesül, kalkulálható a fizetőképessége különböző forgatókönyvek mellett.

Az alapforgatókönyv implicit feltételezése – a korábbiak alapján –, hogy a kitűzött deficitcél lényegében teljesíthető, illetve, hogy a Nyugdíjreform és Adósságcsökkenítő Alapból december óta nem történt lényeges értékesítés és a teljes vagyon még az idén likvidálható. Lényeges feltételezés ezen túl, hogy a devizatartalékokból nem szabadítható fel a swapok miatt 1,5 milliárd euró, illetve nem kerül értékesítésre a MOL-pakett. Amennyiben az ÁKK az év hátralévő részében maradéktalanul

értékesíteni tudja a kibocsátási naptárban tervezett mennyiségű forintalapú állampapírokat, akkor az államnak 2012 végéig elegendő pénze marad fizetési kötelezettségei teljesítéséhez, összes tartaléka azonban vészesen alacsony szintre, mintegy 270 milliárd forintra csökkenne. Ehhez átlagosan hetente 50 milliárd forintnyi három hónapos, kéthetente 45 milliárd forintnyi éves diszkont kincstárjegyet, havonta 5 milliárd 2015/B-t, kéthetente pedig rendre 20 milliárd, 14 milliárd és 10 milliárd 3, 5 és 10 éves államkötvényt kell értékesítenie. Az állam biztonságos likviditásához legalább egymilliárd dollár értékű kibocsátás az év vége előtt elkerülhetetlennek látszik.

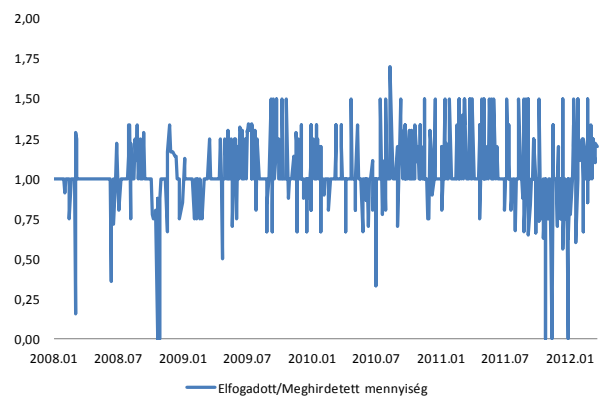
A havi kötelezettségek és finanszírozási források alakulása az alappálya szerint* (mrd Ft)



*a tartalékok nélkül

Forrás: ÁKK, MNB, IMF, Bloomberg

Hazai állampapír aukciók eredményessége



Forrás: ÁKK

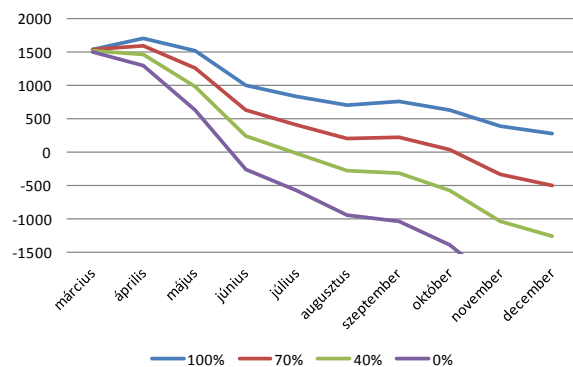
Kockázatok, stresszforogatókönyvek

Az alappálya legnagyobb kockázata, hogy az év hátralévő részén az aukciókon meghirdetett mennyiség mekkora hányadát képes értékesíteni az ÁKK. Bár láttuk, hogy a terveknek megfelelő értékesítés mellett nem marad – az elméleti modell alapján – fizetéseképtelen a magyar állam, de tartalékai vészesen alacsony szintre csökkennek. Ez felveti a stresszhelyzet lehetőségét az év végére: az állam könnyen elveszítheti a piaci szereplők bizalmát, ami az aukciós lefedettség csökkenésében, a forint gyengülésében és emelkedő hozamokban, végül finanszírozási nehézségekben csapódhat le.

Az elmúlt időszakban tapasztalt rendkívül feszült piaci helyzetek azt mutatták meg, hogy ezekben a periódusokban nagyjából a meghirdetett mennyiség 70%-át sikerült értékesíteni. Ebben az esetben július környékén csökkenne az állam likvid tartalékainak szintje a vészesen alacsonynak tekinthető tartományba, majd az állampapírpiac végleges befagyása nélkül is elfogyna október környékén. További két alternatív

forogatókönyvet, köztük a forint állampapírpiac azonnali befagyását is szemlélteti a lenti ábra. Ez utóbbi esetben júniusra fogyna el teljesen az állami likviditás.

Az állam likvid eszközeinek becsült állománya különböző aukciós értékesítés mellett (mrd Ft)



3. Mindez hogyan érinti a Magyar Nemzeti Bank devizatartalékait?

A korábbiak alapján idén 4,54 milliárd eurónyi devizakötelezettséggel szembeül a magyar állam az év hátralévő részében. További jelentős devizaigényt jelent a tőketörlesztésen kívül az EU/IMF-nek fizetendő 330 millió euró kamat- és díjtarozás, valamint a kint lévő devizaalapú államkötvényekre fizetendő mintegy 700 millió euró összegű kamatfizetési kötelezettség. Mindezek szerint mintegy **5,57 milliárd eurónyi devizaforrásra** van szükség az év hátralévő részében.

Az alapforgatókönyv feltételezése alapján ezzel szemben 1,91 milliárd euró áll rendelkezésre a központi kormányzat likvidálható devizabetétéből és a Nyugdíjreform és Adósságcsökkenítő Alap külföldi vagyoneszközeinek értékesítéséből. Ehhez jön hozzá a kereskedelmi bankok 0,5

milliárd euró összegű törlesztése és az egész évre tervezett 0,8 milliárd eurónyi Nemzetközi Fejlesztési Intézetektől felvett hitelek – óvatos becslés alapján kalkulált – időarányosan még várható része. Ez kb. 3,2 milliárd eurónyi mozgósítható devizát jelent az idén.

A hiányzó részt az állam forintforrásokból kell, hogy kipótolja, ami így az MNB devizatartalékait 2,4 milliárd euróval csökkentené. Ezt a csökkenést azonban ellensúlyozza az Európai Uniótól érkező támogatások összege. Érdemes azt is figyelembe venni, hogy a rövid lejáratú devizaadósság csökkenésével mérséklődik a tartalékigény is, tehát a devizatartalék szempontjából nem kritikus jelentőségű a további állami devizaforrás-bevonás.

4. Konklúzió

Úgy fest tehát, hogy a Nemzetközi Valutaalappal és az Európai Unióval való megegyezés idén, normál piaci körülmények között pénzforgalmi szempontból nem feltétlenül szükséges. Megállapodás hiányában még legalább 200-250 milliárd forintnyi forrásbevonásra lesz szüksége a magyar államnak az év vége előtt a meglévő forintfinanszírozási terv fölött, amelyet reálisan devizában, azon belül is dollárban lehet majd megpróbálni. Megfelelő piaci környezetben ez a feladat akár megoldható is lehet, ami arra sarkallhatja a kormányt, hogy ezt az utat válassza. Ez az irány azonban mind kockázatos, mind pedig nagyon drága.

Bár a korábban említettek túl egyéb kockázati tényezők is szerepet kaphatnak az elkövetkező időszakban – az árfolyam gyengülése, amely a devizaadósság törlesztésén keresztül érintheti kedvezőtlenül a fizetőképességet, ha a devizát forintforrásból kell váltani, vagy a hozamok emelkedése, amely az aukciókon értékesített kötvényekből befolyó összeget csökkenti – mégis az mondható el, hogy a legfontosabb tényező a hazai állampapír aukciók sikeressége, amely nagyban függ a külföldi szereplők keresletétől is. Az elemzésből az is kiderül, hogy a költségvetési hiány tartása finanszírozhatósági oldalról is alapvető fontosságú. A stresszforatókönyvek megmutatták, hogy a fizetéseképtelenség rémképe – EU/IMF hitel, illetve sikeres devizakötvény kibocsátás nélkül – nem csupán a képzelet szüleménye, de ehhez idén a nemzetközi befektetői hangulatban és/vagy az ország kockázati megítélésében olyan változásnak kell bekövetkeznie, ami tartósan a 2011 év végi, vagy 2012 év eleji igen feszült helyzethez hasonló periódust eredményez. A magyar államnak azonban még ebben az esetben is vannak olyan kevésbé likvid tartalékai, amelyeket vészhelyzetben megpróbálhat felhasználni (Mol, devizabetét illikvid része).

A kormánynak ebből kifolyólag elegendő idő áll rendelkezésére a tárgyalások lefolytatására. Ugyanakkor nem szabad elfelejteni, hogy az idő múlása rendkívül sokba kerül. Az elmúlt időszak során a magyar állam a lejáratú adósságát 7-8% közötti kamatszinten tudta megújítani, míg a Nemzetközi Valutaalap adatközlése alapján a feljűk fennálló teljes adósságra a kamatfizetési teher az egyéb díjakkal együtt sem haladja meg a 2,6%-ot. Amennyiben elképzeljük azt a hipotetikus esetet, hogy a korábban bemutatott alapforgatókönyv során idén szükségszerűen – állampapír kibocsátással – megújítandó összeget piaci forrás helyett IMF hitelből finanszírozzuk, az közel 150 milliárd forint megtakarítást hozna a kamatterhek csökkenésén keresztül. Ettől az idilli állapottól eltekintve – amely egyébként azt eredményezné, hogy a magyar állam kamatterhe erre az összegre a nyugat európaival válna hasonlóvá -, ha csak megkötjük a hitelszerződést és egyetlen forintot sem hívunk le belőle, a jelenlegi piaci értékeltségi szinteket figyelembe véve mintegy 1,5%-ponttal kellene, hogy csökkentsen a finanszírozási költségeket, ami már rövid távon is több tíz milliárd forint megtakarítást hozhat. Nem beszélve arról, hogy az ország kockázati felára folyamatosan tovább mérséklődhet, befektetői megítélés javulhat ebben az esetben. A nominális kamatláb szignifikáns csökkenése némileg mérsékelheti a világviszonylatban is jelenleg igen magasnak mondható hazai állampapírokkal elérhető reálkamatlábát. Ez párosulva az alacsonyabb bruttó kibocsátás általi kiszorító hatás mérséklődésével, ha megállítani nem is tudja, de mérsékelheti az évek óta rohamosan zuhanó beruházási rátát. Mindez a potenciális növekedés kedvező irányba mozdulásával körkörös folyamatot indukálna.

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE

Németh Gábor – elemző, kötvény portfólió menedzser

Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.