

## **Újabb lépés segíti az államadósság hátralévő futamidejének növelését**

*A magyar államadósság átlagos hátralévő futamideje nemzetközi összevetésben alacsony, így növelése fontos lépés a pénzügyi stabilitás megőrzése szempontjából. Ezzel egyidejűleg az ország pénzügyi piacainak fejlődését, illetve a reálgazdasági szereplők finanszírozási lehetőségeinek bővítését is támogatja a hozamgörbe hosszú szakaszának építése. A MÁP Plusz magas értékesítési eredményei is segítik a folyamatot, hiszen bevezetésével a lakossági állampapírok körében is lendületet kapott a hosszítás. Idén szeptember közepétől újabb eszköz támogatja a hazai intézményi befektetői szektor hosszú állampapírok iránti keresletét, miután 11-ről 21 évre nőtt a forint kamatcsere-ügyletek elszámolásának maximális futamideje.*

**A forint kamatcsere-ügyletek elszámolásának kiterjesztése mérföldkő a hosszú állampapír-piaci szegmens fejlődésében.**

A hosszú futamidejű papírok iránti „természetes keresletet” a biztosítók és nyugdíjpénztárak mellett a bankok jelentik, ezért kiemelt jelentőségű ezen intézmények aktivitásának növelése a hosszú állampapír-piaci szegmensben. Ennek egyik legfőbb korlátja a kamatkockázatok kezelését segítő hosszú kamatcsere-ügyletek (IRS-ek) piacának hiánya, ami jelentős részben arra vezethető vissza, hogy az ügyletek piacán központi szerepet betöltő London Clearing House (LCH) legfeljebb 11 éves futamidejű kamatcsere-ügyletek elszámolását biztosította – egészen mostanáig. Ez korábban azt jelentette, hogy ennél hosszabb állampapírok vásárlása esetén a piaci szereplők nem – vagy csak magas költségű bilaterális ügyletekkel – tudták kezelni a kapcsolódó kamatkockázatot, ezért a bankok jellemzően tartózkodtak a nagyobb volumenű vásárlástól.

**Szeptember közepétől 21 év az LCH-nál elszámolható kamatcsere-ügyletek maximális futamideje.** A központi szerződő félén (jelen esetben LCH-n) keresztül történő ügyletkötés elterjedése a 2007-2008-as pénzügyi válságot követő években született szabályozási reformok következménye: az így kötött, standardizált kamatcsere-ügyletek alacsonyabb tőkekövetelmény alá esnek, az üzletelő feleknek kevésbé szigorú letételhelyezési (margin-) követelményeket kell teljesíteniük, valamint partnerkockázat szempontjából is kedvezőbb számukra a központi szerződő fél bevonása. Emiatt hatalmas hátrányt jelentett hosszabb futamidejű kamatkockázat kezelési igény esetén, hogy az LCH-nál elszámolható leghosszabb futamidő mindössze 11 év volt. Bár ez a futamidő a hasonló méretű piacokat tekintve összhangban volt a nemzetközi példákkal, a feltörekvő országok devizáinál ennél hosszabb futamidők is előfordulnak (például a 16 éves lengyel zlotyi vagy a 31 éves dél-afrikai rand IRS-ek esetében). Az államadósság átlagos hátralévő futamidejének hosszabbításához azonban nélkülözhetetlen a húszéves futamidejű benchmark

---

<sup>1</sup> A szerzők az MNB munkatársai.

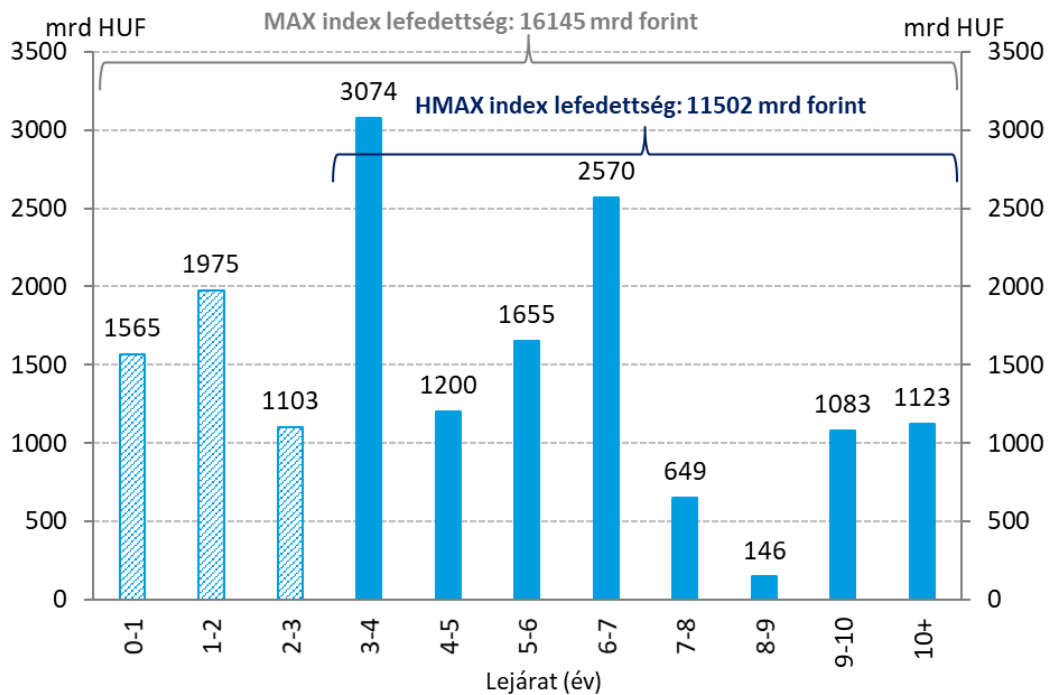
állampapír keresleti oldali támogatására a kamatkockázatok kezelésére szolgáló megfelelő futamidejű derivatív ügylet biztosítása.

Az MNB ezért tavaly év végén felvette a kapcsolatot az LCH-val és többkörös szakértői egyeztetés során bemutatta a hazai IRS és állampapírpiacon historikus és aktuális folyamatait, illetve a tervezett piacfejlesztési lépéseket. Emellett a piaci szereplők is jelezték az LCH felé a hosszabb futamidejű IRS-ek elszámolására vonatkozó igényüket, kiegészítve a futamidő kiterjesztésével várható kereskedési volumenre és likvidításra vonatkozó becslésekkel. Az MNB részéről tett lépések már tavaly év végétől támogatták a folyamatot a 2019 decemberében született döntéssel a 20 éves BIRS jegyzés elindításáról. Mindennek az lett az eredménye, hogy az LCH 2020. szeptember közepétől 21 évre kiterjesztette a náluk elszámolható IRS-ügyletek maximális futamidejét.

**Az új, 20 éves forint állampapír benchmark elindítása szintén segíti a hozamgörbe hosszú szakaszának épülését és így az államadósság átlagos hátralévő futamidejének növekedését.**

Az ÁKK 2020 januárjában új, 2041-es lejáratú államkötvényt bocsátott ki, ami lehetőséget jelent az államadósság átlagos hátralévő futamidejének további növelésére. A hosszabb futamidővel járó magasabb elérhető hozam különösen vonzó lehet egyes piaci szereplők számára. Az induló időszakban a piaci volatilitás mérséklésének céljával az ÁKK csereaukciókkal teremtett lehetőséget a befektetőknek az új papírra történő egyszerű átállásra. Ezzel egyidejűleg, januártól elindult a hosszabb, 3 éven túli lejáratú állampapír befektetők igényeihez igazított HMAX állampapírindex. Tekintve, hogy a forint állampapír-piaci befektetők körében jellemzően a MAX index volt használatos benchmarkként (amely minden 3 évnél rövidebb papírt is tartalmaz), a HMAX bevezetése szintén támogatja az adósság hátralévő futamidejének növelését. Mivel a HMAX indexben felülreprezentálásra kerültek a hosszú futamidejű papírok, a nyugdíjpénztárak és biztosítók számára kedvezőbb lehetőséget teremt annak érdekében, hogy portfólióik lejárat szerkezetét és eszközösszetételét a kötelezettségek lejárat szerkezetéhez igazítsák. Ezáltal a három évnél hosszabb eszközcsoportoknál a HMAX index beépítése megfelelően diverzifikált ügyfélportfóliókhhoz vezethet. Az új index a nagybani piacon értékesített állampapírok 71 százalékát fedi le (az év eleji mintegy 60 százalék helyett), tehát például a MAX-ról a HMAX követésére átálló befektetők oldalán további jelentős átrendeződés történhet a 3 éven túli papírok irányába.

1. ábra: A kintlévő nagybani piaci forint állampapír-állomány lejárat szerkezete



Forrás: ÁKK, MNB

**Az államadósság átlagos hátralévő futamidejét a befektetők, a hitelminősítők és a nemzetközi szervezetek kiemelt figyelemmel követik, de nem csak emiatt fontos indikátor: az ország pénzügyi piacainak fejlődését, illetve a reálgazdasági szereplők finanszírozási lehetőségeinek bővítését is támogatja az állampapír-piaci hozamgörbe hosszú szakaszának építése.**

Az államadósság átlagos hátralévő futamideje több szempontból is fontos indikátor a piaci szereplők számára. Egyrészt jelzi, hogy mekkora az államadósság „görgetésével”, folyamatos megújítási igényével kapcsolatos kockázat. Ebből a szempontból az éven belüli bruttó finanszírozási igénnyel együtt kiemelt jelentőségű sérülékenységi mutató. Másrészt értelmezhető a piaci bizalom indikátoraként, hiszen azt mutatja meg, hogy a befektetők milyen időtávra hajlandóak hitelezni az államot. E szempontok alapján a piaci befektetők, a hitelminősítők és a nemzetközi szervezetek is kiemelten követik az átlagos hátralévő futamidő alakulását.

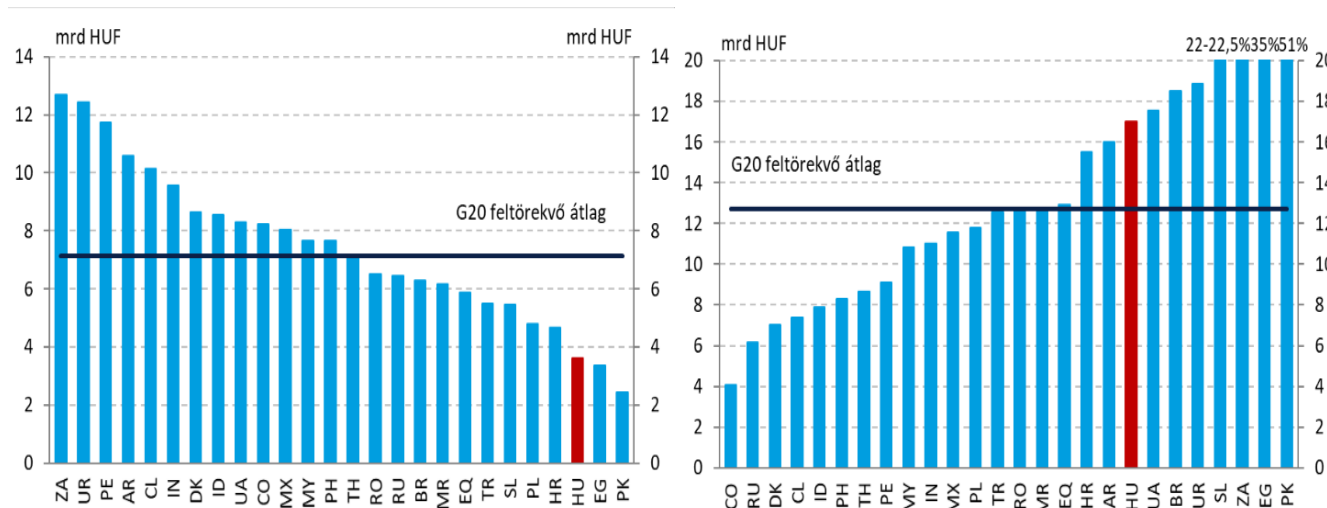
A hozamgörbe hosszú szakaszának építése azonban nem csak sérülékenységi kérdés. A kockázatmentesnek tekinthető állampapírhozamok benchmarkot, árazási alapot jelentenek más piacoknak (tipikusan ilyen a vállalati kötvénypiac is), a lakosság és a vállalatok számára nyújtott hiteleknek, illetve a pénzügyi derivatíváknak. Ebben a tekintetben tehát a hosszabb futamidejű állampapírok kibocsátása a reálgazdasági szereplők forráshoz jutását is segítő piacépítési kérdés.

**A magyar államadósság átlagos hátralévő futamideje nemzetközi összehasonlításban viszonylag alacsony, így növelésével tovább támogatható az ország sérülékenységének csökkentése.**

Az államadósság átlagos hátralévő futamideje több típusú mutatóval is megragadható. Az IMF 2020 áprilisában publikált széleskörű nemzetközi összehasonlítása a lehető legtágabb értelmezést használja, amely minden központi adósságelemet (piaci papírok, hitelek, lakossági papírok), illetve

az állami vállalatok kötvényeit és hiteleit is tartalmazza. E metrika szerint a magyar adósság átlagos futamideje 3,6 év, ami nagyjából fele a hasonló feltörekvő piaci országokban jellemző szintnek (a G20 feltörekvő piaci átlag 7,1 év). Ugyanerre a problémára mutat rá más megközelítésben az éven belüli bruttó finanszírozási igény, amely az IMF adatai szerint 2020-ban a GDP 17 százaléká körül alakulhat hazánkban, míg a G20 feltörekvő piaci átlag 12,7 százalék lehet.

**2. ábra: Államadósság átlagos hátralévő futamideje (bal panel) és a 2019-es bruttó finanszírozási igény (jobb panel) egyes feltörekvő országokban**



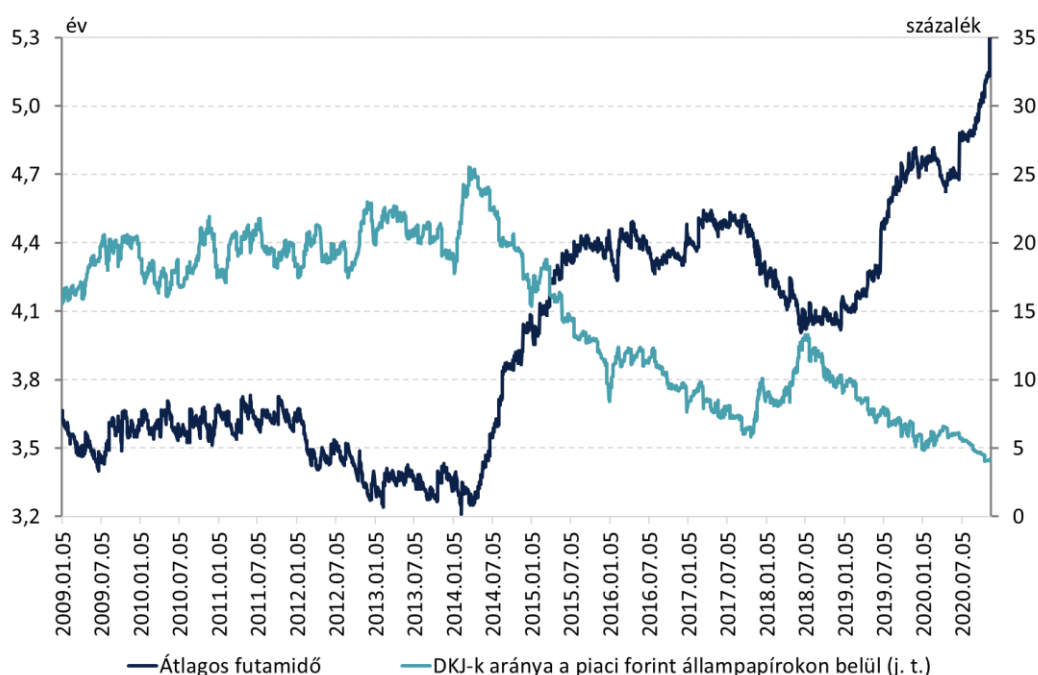
Forrás: IMF Fiscal Monitor (2020. április), Bloomberg, MNB

Megjegyzés: Az IMF a tágan értelmezett, állami vállalatok kötvényeivel és hiteleivel együtt számított államadósságra vonatkozó adatokat közli.

**Az elmúlt években az Önfinszírozási program és a lakossági állampapír-stratégia teremtett mozgásteret a piaci kibocsátású állampapírok átlagos futamidejének növelésére.**

A jegybank 2014-ben indult Önfinszírozási programja, valamint az ÁKK ehhez alkalmazkodó forintpiaci kibocsátási stratégiája a forintban denominált, hosszú lejáratú állampapírok vásárlását támogatta, ami érdemben hozzájárult az átlagos hátralévő futamidő elmúlt években látott növekedéséhez. E lépések tették lehetővé a nemzetközi összevetésben viszonylag magas diszkontkincstárjegy állomány mérséklését is.

3. ábra: Piaci forint állampapírok átlagos hátralévő futamideje



*Forrás: MNB*

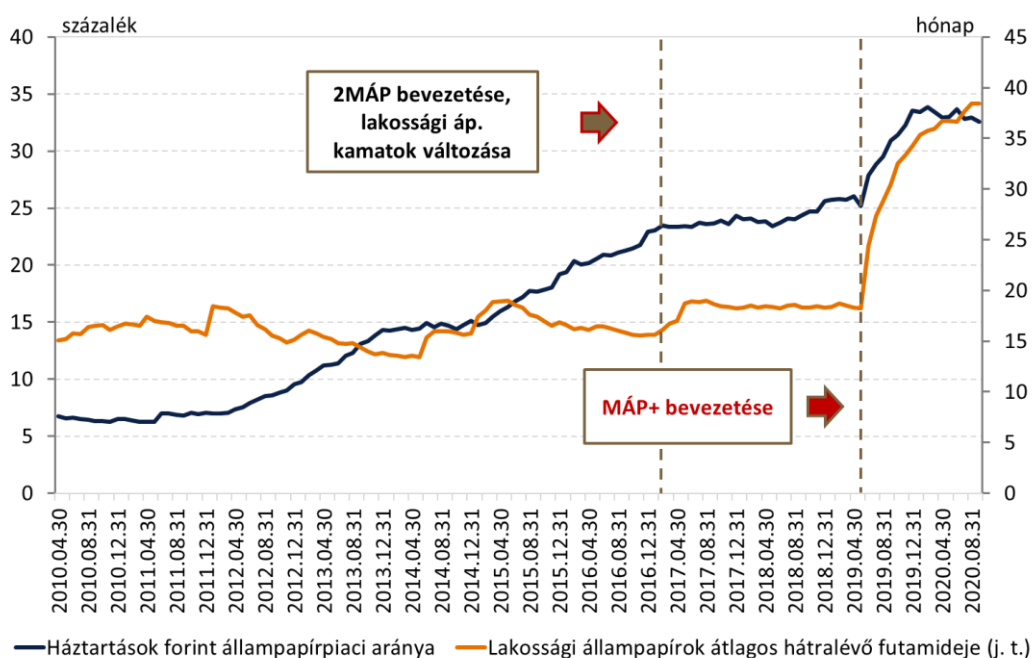
A kiemelkedő MÁP+ értékesítéshez is köthető, hogy tavaly több előremutató lépés történt az átlagos futamidő korábbiaknál aktívabb alakítására. A forint, fix kamatozású benchmark kötvények aukcionálása már 2019 során a hosszabb futamidők felé tolódott el, amit az ÁKK nagyobb összegű berövidülő forintkötvény visszavásárlásai szintén támogattak. Bár a koronavírus okozta piaci turbulencia és a nem várt költségvetési kiadások átalakították a finanszírozás szerkezetét, a 3 éves futamidő aránya nagyjából változatlan maradt, és inkább a hosszabb futamidők súlya rendeződött át. Az 5 éves futamidő dominanciája ellenére (~46 százalék) a 10-20 éves szegmens az idei évi kibocsátás több mint 33 százalékát adja. A három hónapos DKJ aukciókon a meghirdetett mennyiségek visszafogásával a 2018-ban kibocsátott mennyiség kevesebb mint 45 százaléka került a befektetőkhez 2019-ben, így a DKJ-k aránya a 13 százalék körüli lokális csúcsról 2020. november közepére 4,2 százalékra mérséklődött. A fentiek következtében a piaci forint állampapírok átlagos hátralévő futamideje elérte az 5,3 évet.

**A MÁP+ révén az egyre nagyobb súlyú lakossági állampapírok körében is lendületet kapott a hosszítás.**

A háztartások állampapír-állománya jelentősen bővült az elmúlt években, forintpiaci arányuk különösen a 2012-es lakossági program meghirdetésével, és 2015-2016-ban emelkedett számottevően (7-ről 15 százalék közelébe, majd 23 százalékra). A 2018-as átmeneti lassulást követően a MÁP+ bevezetése alakította át jelentősebben a forintadósság befektetői szerkezetét: a háztartások részaránya az elmúlt egy évben 26 százalékról 33-34 százalékra emelkedett, és ezen a szinten is stabilizálódott.

Ezzel párhuzamosan a hosszabb lejáratú MÁP+ a PMÁP konstrukciót is megelőzve a lakossági állampapírpiac vezető termékévé vált. Ennek következtében a háztartásoknál lévő állampapír-állomány átlagos hátralévő futamideje 2019. június óta dinamikus emelkedik, és a korábban jellemző 18 hónapos szintről idén szeptember végére meghaladta a 38 hónapot, ami rendkívül kedvező az államadósság lejárat szerkezetének szempontjából. A folyamat értékelésekor természetesen azt is figyelembe kell venni, hogy a lakossági papírok a futamidő alatt bármikor visszaválthatók, ugyanakkor még a koronavírus által okozott bizonytalanságok erősödésekor sem volt jellemző a tömeges visszaváltás.

4. ábra: A lakossági befektetők szerepének változása a finanszírozásban



Forrás: MNB

„Szerkesztett formában megjelent az Infostart.hu oldalon 2020. november 25-én.”