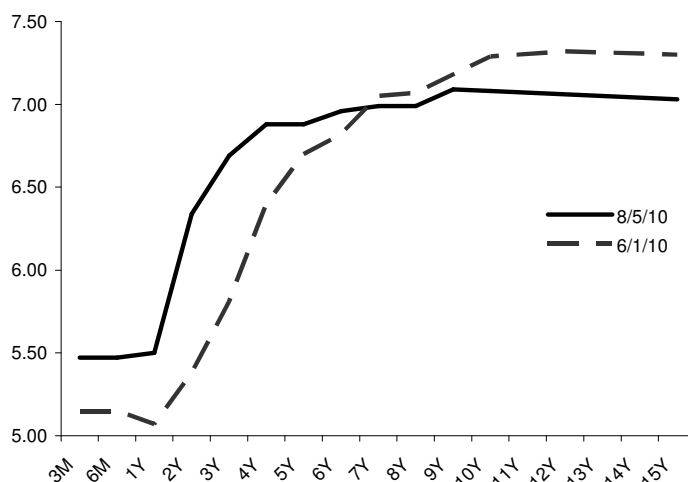


Hogyan tudjuk visszafizetni az IMF-hiteleket? ¹

A magyar IMF-program július eleji felülvizsgálatánál a kormány nem bizonyult komolyan vehető tárgyalópartnernek, ezért a Valutaalap képviselői hazamentek. Az IMF távozásával szertefoszlott annak lehetősége (legalábbis átmenetileg), hogy negatív piaci környezet esetén a fennmaradó IMF/EU-forrásokat lehívjuk, vagy újabb megállapodást kössünk. Az elemzők és kommentátorok túlnyomó része negatívan értékelte ezt az eseményt. Valóban, a magyar gazdaság, azon belül a magyar állam függése a külföldi finanszírozástól adott, hiszen a külső adósságunk tetemes. Ez a függés nem változtatható meg rövid távon, de az, hogy kitől függünk, igen. Az IMF-távozásával a nemzetközi piacra való ráutaltságunk nőtt meg, és az utóbbi a kiszámíthatatlanabb...

Nem csoda, ha a kezdeti reakciók negatívak, piacaink pedig alulteljesítők voltak az utóbbi hónapokban. A legtöbb cikk és elemzés arra hívja fel a figyelmet, hogy a 2013-14-es évekre igen jelentős lejáratok koncentrálnak, amelyek egy újabb IMF-program esetén szétteríthetők lettek volna. Az árazásban is mintha ez az aspektus kerülne előtérbe: az alacsony-közepes futamidejű papírok (2011-2014-esek) durván alulteljesítettek az elmúlt két hónapban. Hozzájárult persze a rövidebb futamidők hozamának emelkedéséhez annak az állandóan meglévő kockázata is, hogy a forint védelmében nagymértékű kamatemelésre lehet szükség – erre utal a derivatívokban (swap, FRA) is beárazódó kamatemelés már az idénre.

A hozamgörbe felpúposodott az elmúlt két hónapban



Forrás: Bloomberg

A valódi kérdés azonban nem arról szól, hogy „most hogy fogják finanszírozni a magyar államot”. Az általam ismert elemzők egyikének alapvárakozásában sem szerepelt további források lehívása, vagy újabb IMF-program. E lehetőségek kizáródása persze nem pozitív, viszont nem jelent mást, mint hogy a költségvetési-finanszírozási alappályánkon kell maradnunk, és ha letérünk róla, leesünk a szakadékba (csődbe megyünk, mert nincs lehívható forrásunk). Az igazi kérdés az tehát, hogy ez az

¹ Köszönöm Antal Judit (MNB) és Tardos Gergely (OTP) építő kritikáját az eredeti verzióhoz.

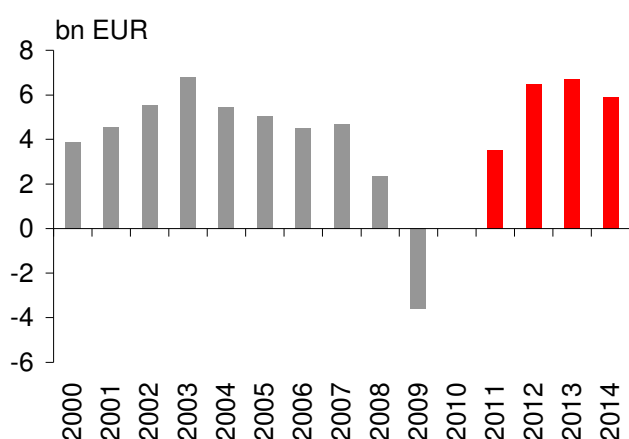
alappálya mennyire rázós. Ebben a pályában feltételezem, hogy a kormány szigorú költségvetési politikát követ majd, és 3% alatt tartja a deficitet, így adódik, hogy az idei év második felévére jelentős többletet „várok”. Emellett a historikus összehasonlításokban a 2009-es év nominális GDP-jével „egyenértékesítem” a múltbeli adatokat, hogy összehasonlítható számokat kapjak, (kvázi a GDP százalékában van így kifejezve minden adat).

Először nézzük meg a nettó kibocsátást historikus összehasonlításban. Rögtön szembetűnik a 2010 utáni és a 2007 előtti nettó piaci finanszírozási igény hasonlósága, ami nem is meglepő, ha visszaemlékszünk az akkoriban óriásira duzzasztott költségvetési hiányokra.

A közelmúltban, 2009-ben a nettó kötvénykibocsátás negatív volt, hiszen az állam nem tudott piacon kötvényeket eladni, sőt vissza kellett vásárolnia jelentős mennyiséget. Az idén már kb. nullás az egyenlege, hiszen jelentős részben az IMF/EU-hitelből finanszírozza a lejáró kötvényeket és a költségvetési hiányt is. 2011 egy relatíve „normális” évnak ígérkezik, (bár ami hazánkban normálisnak tűnik, az valójában elég jelentős piaci finanszírozást jelent) mert körülbelül annyi lehívott, de fel nem használt EU/IMF-hitel marad a kormány számára, amelyből a 2011-es EU-hitelt vissza tudja majd fizetni. 2012-től már a költségvetési hiány mellett a nemzetközi intézményeknél lejáró hiteleket is nettó piaci kibocsátásból kell majd refinanszírozni, így a piacot hasonló, kissé nagyobb mértékben kell majd terhelni, mint 2007 előtt.

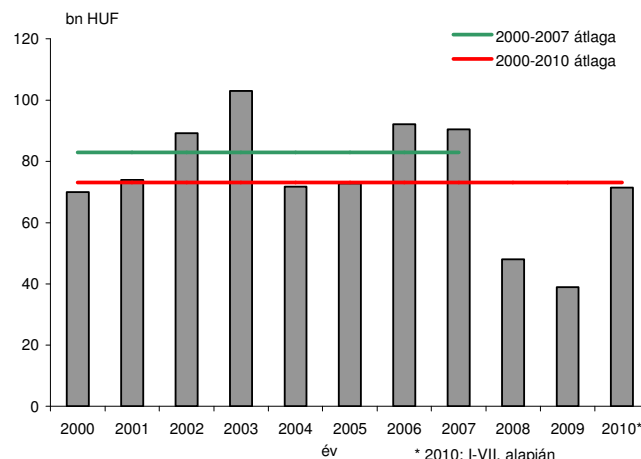
Milyen kibocsátási szerkezet jöhet szóba? Tegyük fel, hogy sikerrel folytatni lehetne a jelenlegi aukciós kibocsátási rendet a forintkötvények piacán. Reális ez egyáltalán? Az alábbi ábrán látható, hogy az eddigi 2010-es átlagos aukciós kibocsátások 71 milliárd forint volt. Ez nagyjából megfelel az elmúlt 10 év átlagának, tehát a jelenlegi kibocsátási volumenek fenntartása első körben is nem lenne irreális. Mekkora teher nehezedne ekkor a devizakötvény-kibocsátásokra? Az így fennmaradó devizakötvény-kibocsátás közel 4 milliárd euró lenne 2012-ben és 14-ben, 2013-ban pedig elérné az 5,5 milliárd eurót.

Nettó piaci finanszírozási szükséglet (forint és deviza, 2009-es GDP-alapon)



Forrás: MNB, KSH, AEGON Alapkezelő

Bruttó forintkötvény-kibocsátás (kéthetenkénti aukciós volumenekre egyenértékesítve, 2009-es GDP-alapon)

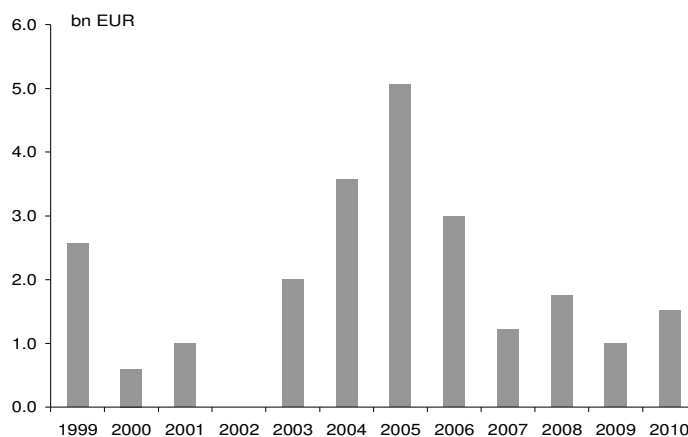


Forrás: ÁKK, KSH, AEGON Alapkezelő

A gond ott van, hogy a jelenlegi aukciós mennyiségek többéves távon valószínűleg nem tarthatók fenn a külföldiek vásárlásai nélkül, mint ahogy a múltban is a külföldi számlák hozzájárulása volt szükséges az akkori tételek kibocsátásához. Jövőre és 2012-re a kéthetenkénti 70 mrd fölötti aukciós tételből 3 milliárd eurónyi nettó kibocsátás adódik. Az akkori lejáratok mellett ekkora meghirdetett

mennyiség valószínűleg nem találkozna elég belföldi kereslettel, legfeljebb, ha a hazai megtakarítások kivételes mértékű növekedést produkálnának. Nominális GDP-vel ismét korrigálva a belföld 2000 és 2007 között átlagosan 534 milliárd forintnyi kötvényt tudott megvenni. Ha a jelenlegi aukciós mennyiségek helyett jövőre „csak” 550 mrd forintnyi nettó forintkötvény-kibocsátást feltételezünk, akkor átlagosan 5,5 mrd eurós devizakötvény-kibocsátásra lenne szükség 3 éven keresztül. Ilyenre pedig eddig még nem volt példa: az elmúlt bő egy évtizedben átlagosan 2 mrd euró volt a kibocsátott mennyiség, egyedül 2005-ben sikerült nagyobb, 5 mrd forint fölötti tételt elhelyezni.

Bruttó devizakötvény-kibocsátás
(milliárd euró)



Forrás: Bloomberg

A helyzet annyival még súlyosabb, hogy a fenti összehasonlítások a 2008 előtti időszakot veszik alapul, amikor az államadósság jóval kisebb volt, a nemzetközi piaci hangulat pedig kivételesen kedvező.

Összességében az alábbi következtetések adódnak:

- Jól időzített csereaukciókkal kell porlasztani a következő évek, elsősorban 2013 lejáratait – ez a görbe meredekebbé válásához vezet majd.
- A külföldi befektetők részéről a 2007 és az előtti évekre jellemző keresletre lesz szükség vagy a forint-, vagy a devizakötvények piacán, lehetőleg mindkettőn.
- A költségvetési hiány nem mehet a feltételezésünkben szereplő 3% fölé, technikailag sem (nem lesz, aki odaadja rá a pénzt), illetve az egyéb lejáratok megújításához elengedhetetlenül szükséges bizalom szempontjából sem

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Orbán Gábor – makroelemző és kötvény-üzletágvezető

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 Global Asset Management / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.