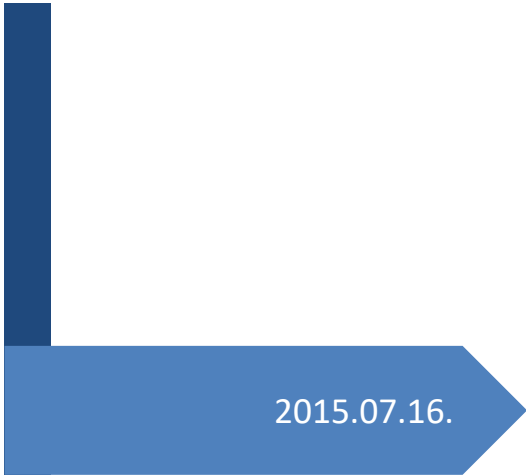
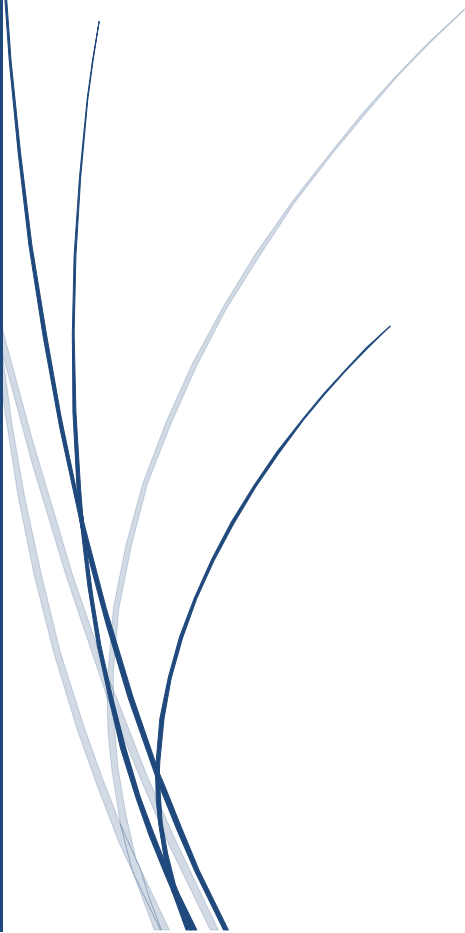




2015.07.16.

Adósságkezelési Modellek

Nemzetközi gyakorlat



Fegyveres György, Bebes András
ÁLLAMADÓSSÁG KEZELŐ KÖZPONT ZRT.

Tartalomjegyzék

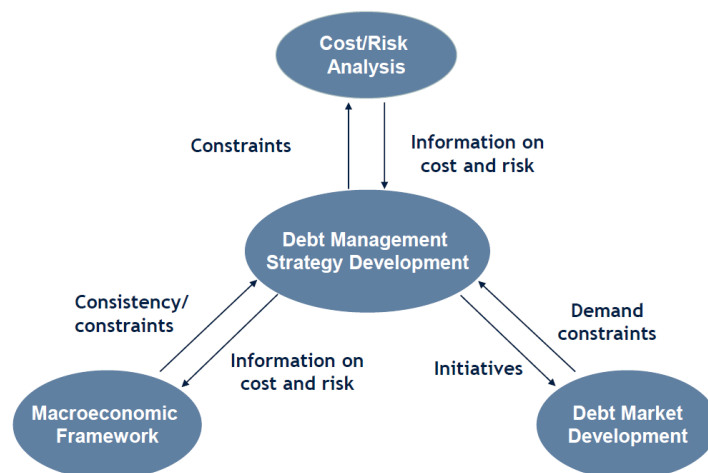
1	AZ ADÓSSÁGKEZELÉSI MODELL KIALAKÍTÁSA	1
1.1	A KÖLTSÉGEK ÉS KOCKÁZATOK ELEMZÉSE	1
1.2	REFINANSZÍROZÁSI KOCKÁZAT	3
2	KÜLFÖLDI ORSZÁGOK GYAKORLATA.....	3
2.1	AUSZTRIA	3
2.2	AZERBAJDZSÁN.....	4
2.3	FEHÉROROSZORSZÁG	5
2.4	BULGÁRIA	5
2.5	EGYIPTOM	6
2.6	GAMBIA.....	6
2.7	INDONÉZIA.....	7
2.8	LIBANON	9
2.9	MAROKKÓ.....	9
2.10	PANAMA	10
2.11	PERU	11
2.12	LENGYELORSZÁG	11
2.13	SZERBIA	12
2.14	ROMÁNIA.....	13
2.15	DÉL-AFRIKAI KÖZTÁRSASÁG	13
2.16	TUNÉZIA.....	13
2.17	TÖRÖKORSZÁG	14

1 Az adósságkezelési modell kialakítása

Az adósságkezelés azt a folyamatot jelenti, melynek során kialakítjuk és végrehajtjuk azt a stratégiát, mely a legalacsonyabb költségek mellett a kockázatok figyelembe vételével fedezi a finanszírozási szükségletet. Emellett más célok is lehetnek, például egy hatékony állampapír piac kialakítása és fenntartása, illetve ezek változhatnak is az ország helyzetének függvényében.

A stratégia kialakítása elsősorban az adósságportfólió következő jellemzőinek meghatározását jelenti: a hazai és külföldi adósság aránya, a devizaadósság megoszlása, a fix- és változó kamatozású adósság aránya, lejárat szerkezet, a nominális és (infláció-) indexált adósság aránya.

Érdemes különválasztani a fiskális politikát és az adósságkezelést. Előbbi ugyanis az adósság szintjét határozza meg a kiadási és adózási döntéseken keresztül, míg utóbbi az adósság szerkezetét, így annak költség és kockázati mutatószámait.



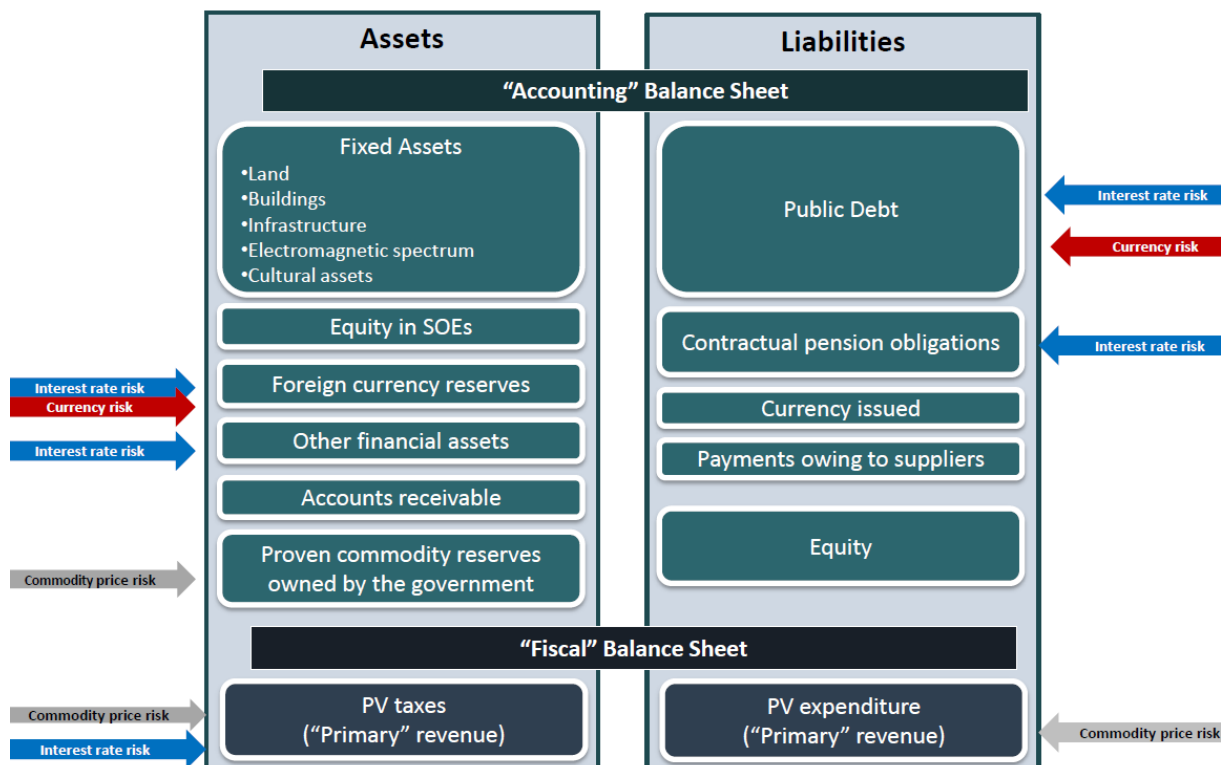
1. ábra Az adósságkezelési stratégia kialakítása

A következőkben az adósságkezelési stratégia kialakítását mutatjuk be a költségek és kockázatok, a makrogazdasági kapcsolatok, illetve az állampapír piac fejlesztésének elemzésével (**1. ábra**).

1.1 A költségek és kockázatok elemzése

A költségek és kockázatok meghatározásának egyik módja az eszköz és forrásoldal elemzése számviteli (például devizatartalék, illetve államadósság) vagy fiskális szempontból. Ezt az ALM (Asset-Liability Management) módszertant mutatja be a **2. ábra**. Ahogy látható, a fiskális mérleg esetén az eszköz oldal legfontosabb bevételi forrásai az adóbevételek. Ha ez kisebb, mint a kiadások jelenértéke, akkor a fiskális politika nem fenntartható. Az adóbevételek gazdasági fellendülés esetén magasabbak, míg recesszió esetén alacsonyabbak, így a kormánynak szükséges az adóbevételeket időben simítania. A megfelelő adósságszerkezet

segíthet csökkenteni a fiskális kiigazítások kockázatát, ugyanis az adósságszolgálat – némi késleltetéssel – együtt mozog az elsődleges egyenleggel.



2. ábra Az ALM módszertan

A költségeket és az adósságot jellemző különböző mutatószámok lehetségesek, úgymint nominális vagy reál kamatköltségek, a kamatköltségek aránya a GDP-hez vagy a bevételekhez, illetve az adósság aránya a GDP-hez viszonyítva. Ezek más-más információt hordoznak az a költségekről, így célszerű egyszerre többet is használni.

$$\begin{aligned}
 &\text{Bevételek} \\
 &- \text{Kiadások} \\
 &= \text{Elsődleges egyenleg} \\
 &- \text{Kamatkiadások} \\
 &= \text{Költségvetési egyenleg} \\
 &- \text{Lejáratok} \\
 &= \text{Finanszírozási szükséglet}
 \end{aligned}$$

3. ábra A finanszírozási szükséglet meghatározása

A kockázat a portfólió kockázati faktorokhoz viszonyított érzékenysége, avagy kitettségének (például fix-változó arány, deviza összetétel, endogén változó) és a mögöttes kockázati faktorok volatilitásának (kamatláb vagy devizaárfolyam volatilitás, exogén változó) függvénye:

$$Kockázat_t^j = Kitettség_t^j * KockázatiFaktor_t^j.$$

A kitettség (mely egyfelől egy statikus mutató, másfelől irányelv az adósságkezelő számára) például at-Risk mérőszámokkal (Cost-at-Risk, CashFlow-at-Risk, Budget-at-Risk) jellemezhető a költségek jövőbeli eloszlása alapján. Ahogy a költségek esetén is, itt is több mutató használata javasolt az adott stratégia leírása esetén. Adósságkezelési szempontból a kitettségek értékei stratégiai célok is lehetnek (például Libéria, Románia, Lengyelország és

Magyarország esetében). Ezek eléréséhez többféle eszköz áll rendelkezésre, például az új kibocsátások és a lejáratok finanszírozása a célkitűzésnek megfelelően, különböző adósságkezelési műveletek (visszavásárlás) vagy derivatívák használata.

A kockázatok esetén elsősorban a piaci kockázatokat tekintjük, de szükséges például a működési vagy a feltételes kötelezettségekhez (pl. állami kezességvállalásokhoz) kapcsolódók figyelembe vétele is. A következőket kell meghatároznunk: (1) a hazai deviza legyen-e a vonatkoztatási alap, (2) nominális vagy reál költségeket tekintsünk-e, és (3) hogy mi legyen a vizsgálat időtávja, ezeknek konzisztensnek kell lenniük az eszköz oldallal. Az előző lehetőségekből is látszik, hogy a stratégia kialakításának első lépése a költségek és kockázatok egyértelmű és pontos definiálása. A következőkben a refinanszírozási, a kamatláb és a deviza kockázatokat tekintjük át.

1.2 Refinanszírozási kockázat

A refinanszírozási kockázat alapja, hogy az adósság csak magas költségek mellett, vagy extrém esetben egyáltalán nem újítható meg. A kiváltó okok jellemzően országspecifikus tényezők, például nem kellően diverzifikált befektetői bázis, vagy nem megfelelő politikai környezet, de lehetnek váratlan finanszírozási szükségletek is (például háború vagy választások miatt), de a globális piacok is hatással vannak. A gazdasági világválság megmutatta, hogy a fejlett országok is sérülékenyek a refinanszírozási kockázat miatt.

A refinanszírozási kockázat a következőképpen mérhető:

$$Kockázat_t^j = MegújítandóAdósság_t^j * \Delta Kamatláb_t^j.$$

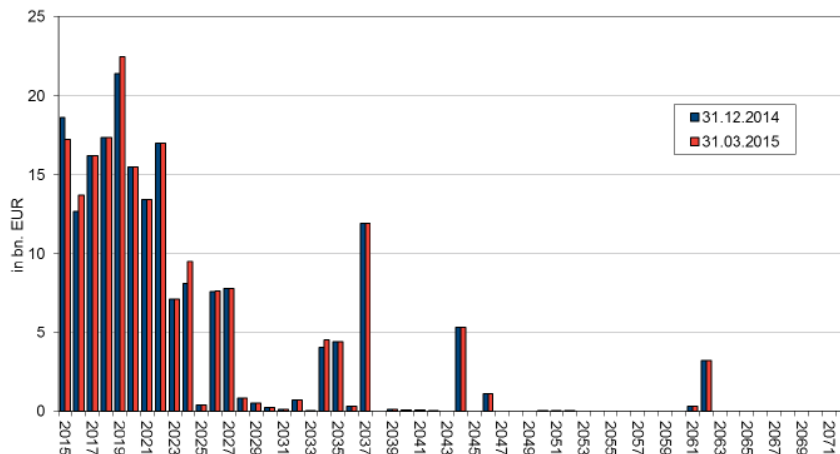
Ebben az esetben a kockázati faktor részben endogén változó a volatilitásban rejlő kitettség miatti országspecifikus faktor miatt. Fontos tulajdonsága, hogy a refinanszírozási kockázat függ a forrástól is, ugyanis multilaterális (hitel)szerződésekkel egyszerűbb finanszírozni, mint a nemzeti tőkepiacokról.

2 Külföldi országok gyakorlata

2.1 Ausztria

Az osztrákok a 2015-ös 0,5%-os és 2016-os 1,4%-os GDP növekedés, illetve a 2,2%-os illetve 1,6%-os hiány mellett 86,6% és 85,7 százalékos GDP arányos adósságot jósolnak. A lejárat szerkezet viszonylag sima, azonban vannak kiugrások (**4. ábra**).

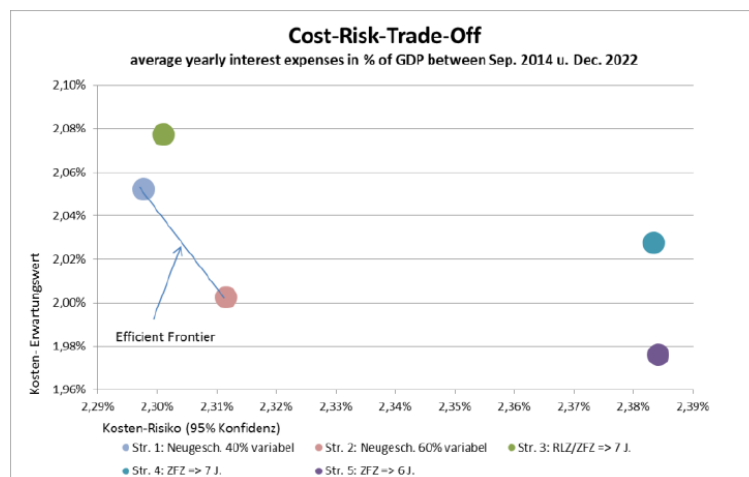
A finanszírozási szükségletet elsősorban havi aukciókon és szindikált kibocsátással által elégitik ki, fix és változó kamatozású (Euribor-hoz kötött) papírokat egyaránt bocsátanak ki, melyek lejárat 1 hónap és 70 év között mozog. Az adósság 93%-a piaci adósság.



4. ábra Az osztrák adósság lejáratí szerkezete

Az adósságkezelés kvalitatív céljai a konzervatív adósságkezelési stratégia, az alacsony megújítási hányad, kiegyensúlyozott lejáratí szerkezet, a finanszírozási források diverzifikáltsága (földrajzilag és a termékeket tekintve), pénzügyi rugalmasság (specifikus keresleti igények kielégítése), a likvid benchmark görbe fenntartása, illetve megbízható és transzparens módszertan. A kvantitatív célsávok megsértését jelentik a felügyelőbizottságnak és Pénzügyminisztériumnak, majd megfelelő tranzakciókkal megszüntetik az eltérést.

Sztocasztikus elemzést végeznek a jövőbeli GDP-hez viszonyított kamatkidadásokra. Ennek során különböző lejáratú és kamatozású stratégiákat vizsgálnak a piaci korlátok figyelembevételével és összehasonlítják ezen költségek várható értékét és kockázatát (95%-os konfidencia mellett). Ezután meghatározzák a hatékony portfóliókat, ahogy a **5. ábra** is mutatja.



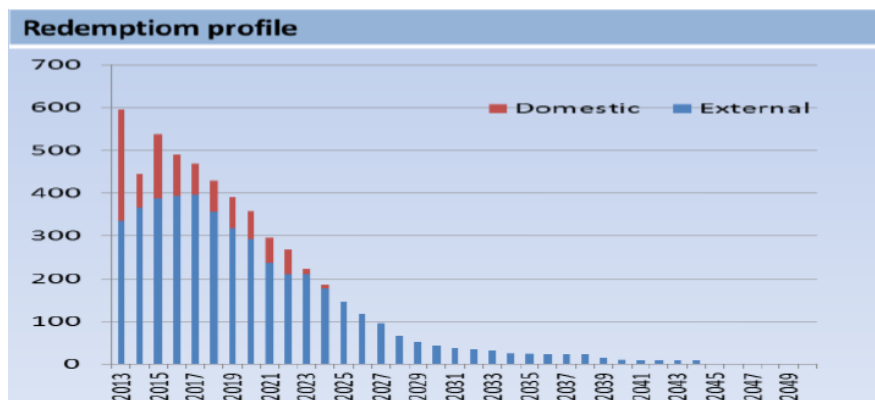
5. ábra Az osztrák módszertan ábrázolása

A makrogazdaság változására dinamikus feltételezésekkel élnek, a jelenlegi kutatási irány ezek beillesztése a sztocasztikus elemzésbe.

2.2 Azerbajdzsán

Az elmúlt tíz évben a devizaadósság jelentősen csökkent (a GDP 8,7%-ára) köszönhetően az erőteljes (2006 környékén 25% feletti) GDP növekedésnek, és az új kibocsátásokra vonatkozó szigorú szabályok miatt. Az elmúlt tíz évben a költségvetési egyenleg szufficites,

2013-ban a GDP 17%-a, míg 2014-ben 12%. A hazai deviza stabilitása stabil makrokörnyezetet eredményez, így az infláció is alacsony szinten van az utóbbi években (2008-ban 20% feletti volt), ami a központi bank kiemelt célja is.



6. ábra Az azerbajdzsáni adósság lejárat szerkezete

A lejárat szerkezete teljesen sima, nincsenek kiugró lejáratok, a hazai adósság rövidebb lejáratú, mint a külföldi adósság. 2013-ban a Világbank és az IMF technikai segítséget nyújtott az országnak a megfelelő adósságkezelési stratégia kialakításához, az általuk adott ajánlások alapján jelenleg zajlanak az elemzések.

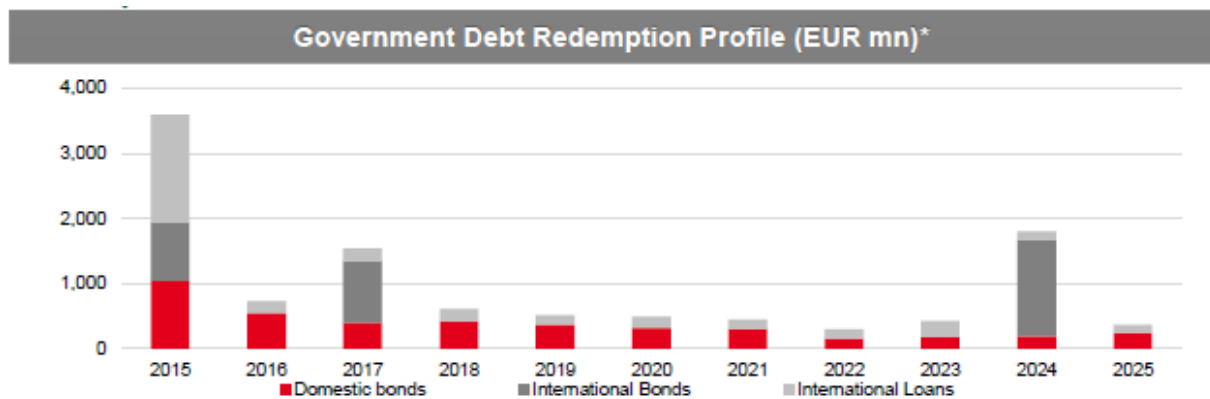
2.3 Fehéroroszország

A fehérorosz törvényhozás felső plafonokat határoz meg egyes mutatókhoz. Így a külső adósság a GDP 25%-a lehet (2015 elején 16,6%), míg a belső 20% (2015 elején 5,7%). A költségvetési bevételeknek maximum 10%-a lehet az államadóssághoz kapcsolódó kamatkiadások (2015 elején 5,5%), míg a külső adósság miatti kiadások az export 10%-át érhetik el (2015 elején 7,1%). A GDP-hez viszonyított államadósság felső határa 45%, ez az utóbbi években stabilan 20-25% között ingadozik.

A központi kormányzat a hazai piacon jellemzően fix kamatozású rövid és hosszú távú papírokat bocsát ki (aukció, zárt kibocsátás, nyilvános kibocsátás a tőzsdén keresztül), melyek lejáratát 1 és 13 év között mozog. Az adósságkezelő célja az adóssághoz kapcsolódó kötelezettségek teljesítése a devizatartalék megőrzésével, illetve az adósság fenntartható szinten tartásával. A 2015-2020 közötti új kibocsátások a következőkön alapulnak: (1) költségek, (2) az ezekhez kapcsolódó kockázatok és (2) az adósság szerkezetére és lejáratára gyakorolt hatások. További stratégiai cél a refinanszírozási források diverzifikálása és a külső adósság lejárat szerkezetének simítása.

2.4 Bulgária

A bolgár gazdasági növekedés enyhén emelkedő pályán van, azonban nem éri el a 2%-ot (ennek ellenére az adósság GDP-hez viszonyított aránya 27,6% 2014 végén). A kormányzat elsődlegesen a hatékony költségvetési kiadásokra, az alacsony adókra és a strukturális reformokra koncentrált. Bulgária stratégiai célja a kockázat semleges EUR és fix részarány növelése.



7. ábra A bolgár adósság lejáratí szerkezete

A lejáratí profilt tekintve vannak kiugró évek (**7. ábra**), 2024-ben magas a nemzetközi kötvények lejáratí. A hozamgörbe szignifikánsan csökkent, elsősorban a hosszabb lejáratokon, ez a helyi piac stabil fejlődésére utal. Limitet határoznak meg a kibocsátandó adósság maximális nagyságára vonatkozóan.

A 2015 és 2017 közötti fő stratégiai célok az államadósság paraméterek stabilitásának fenntartása, a piaci finanszírozás növelése (lehetséges piacok, eszközök) és az állampapírpia fejlesztése, modernizálása.

2.5 Egyiptom

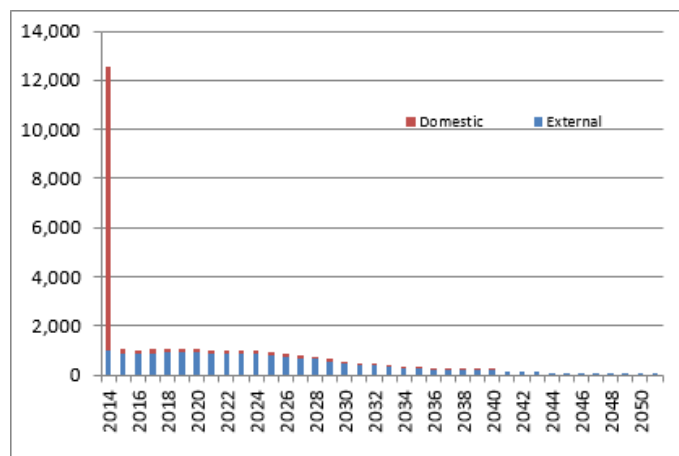
Az egyiptomi adósságkezelés kiemelt célja a hazai piacokról való finanszírozás, a külföldi adósság nagy része USD-ben denominált kétoldalú hitelekben fakad.

A hazai piaci adósság aránya 57%, a kibocsátott kincstárjegyek 3, 6, 9 és 12 hónaposak, a kötvények pedig 3, 5, 7 és 10 évesek. 2009 óta a Világbank ajánlására (a likviditás növelése és a hozamgörbe építése céljából) (1) kevés számú benchmark lejáraton bocsátanak ki, (2) növelik az újrainvitások számát és (3) szabványosítják a kibocsátásokat. Továbbá a hazai piacon lényegében csak fix kamatozású papírokat bocsátanak ki.

Az adósságkezelés kvalitatív céljai (1) a hazai adósság lejáratának növelése, (2) a lejáratí szerkezet simítása, (3) a befektetői bázis szélesítése és (4) ösztönözni az elsődleges forgalmazókat, hogy fokozzák részvételüket az elsődleges és másodlagos piacon egyaránt. Stratégiai célok továbbá (1) a megfelelő kamatláb-kockázat elérése, (2) a benchmark lejáratokon való kibocsátások és újrainvitások a likviditás növelése miatt és (3) új instrumentumokkal növelni a pénzügyi forrásokat.

2.6 Gambia

A gambiai adósság aránya a 2006-os 140%-ról lecsökkent 2009-re 41%, azóta trendszerűen emelkedik, 2014 végére elérte újra a 100%-ot. Eközben a reál GDP emelkedése 5% körüli értéken mozgott, kivéve 2011-ben, amikor -4% volt (ugyanis a gambiai gazdaság erősen függ a mezőgazdaságtól). Az infláció is meredek, trendszerű emelkedést mutat az utóbbi években, hasonlóan a deficithez. A lejáratí szerkezet alapján (**8. ábra**) a gambiai adósság esetén magas a refinanszírozási kockázat, ugyanis a hazai adósság közel 80%-a kincstárjegyből áll.



8. ábra A gambiai adósság lejárat szerkezete

Az adósságkezelés célja a kormányzat finanszírozási igényeinek kielégítése a lehető legkisebb költség mellett körültekintő kockázatvállalás mellett. Továbbá csökkenteni szeretnék a nettó hazai kölcsönfelvételt 1% alá (jelenleg 8%), illetve fejleszteni a hazai piacot. A piac fejlesztését egy kétéves kötvény kibocsátásával tervezik elérni, de ez még folyamatban van.

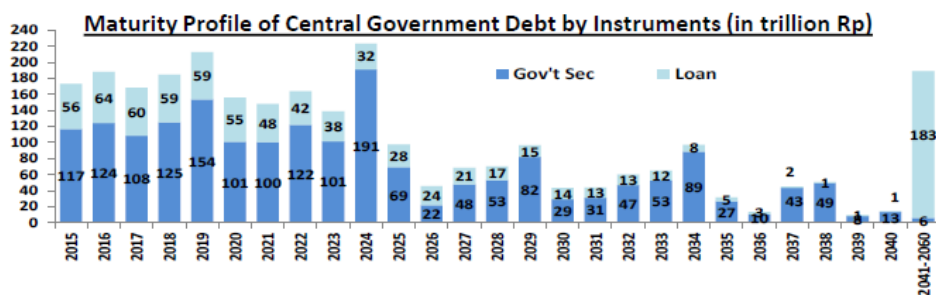
Három különböző kockázati mutatószámot használnak; az adósságnak, az adósság jelenértékének és a kamatfizetések GDP-hez viszonyított arányát.

2.7 Indonézia

Az indonéz gazdaságot a szignifikáns reál GDP növekedés (6% körüli) és az elfogadható infláció, illetve költségvetési hiány jellemzi. A külföldi hitelekkel szemben az adósságelemek csökkentek az utóbbi években, míg a hazai állampapírok állománya növekedett. A lejárat szerkezetét tekintve vannak kiugrások, 2024-ben nagyobb állampapír állomány jár le, illetve 30 év múlva a hitel visszafizetése is jelentős (**9. ábra**).

A kockázatok csökkentése érdekében cél a hosszú átlagos lejárat, és a lejáratok egyenlő elosztása, kiemelt cél pedig a hazai, pénzügyi intézmények általi finanszírozás. A stratégiát tekintve éves és középtávú célokat határoznak meg. Az éves célok:

- a költségvetés finanszírozási igényét hazai kibocsátásból fedezni, kiegészítve külföldi kibocsátással
- a piaci igényeknek megfelelően kiválasztani az eszközöket a piac fejlesztése érdekében
- a finanszírozási formák diverzifikálása, a lakosság bevonása
- aktív portfólió menedzsment (visszavásárlások, cserék) a piaci likviditás és stabilitás miatt
- a befektetőkkel való hatékony kommunikáció fejlesztése.



9. ábra Az indonéz adósság lejárat szerkezete

A középtávú célok pedig a következők:

- optimalizálni a hazai finanszírozási lehetőségeket, melyek mellett a külföldi adósság csak kiegészítő elem
- az eszközök és a befektetői bázis fejlesztése, hogy minél kisebb költségek és kockázatok mellett lehessen fedezni a finanszírozási szükségleteket
- aktív adósságkezelés az ALM módszertan használatával
- átláthatóság, elszámoltathatóság.

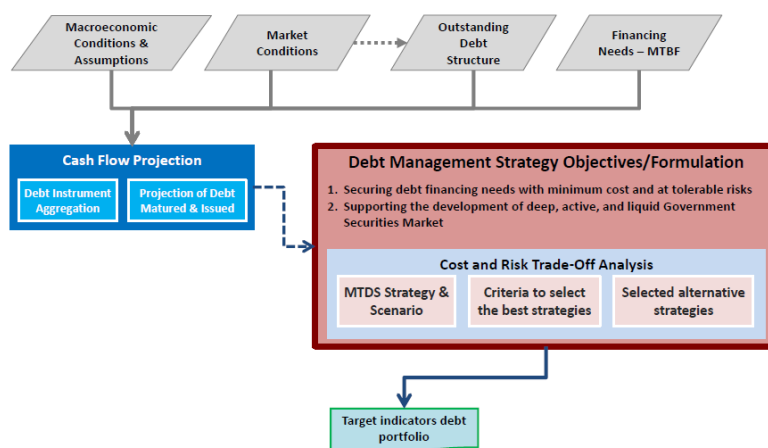
A rövid és hosszú távú célértékeket a következő ábra mutatja be. Ez alapján a fix kamatozású részarányt növelni szeretnék, az átlagos lejáratot és a külföldi adósságot pedig csökkenteni.

Risks	Indicators	Instruments	Target of 2015
Interest Rate Risk	VR Proportion	Debt	9,5% - 10,5%
		Securities	0% - 2%
		Loans	Max 100%
Refinancing Risk	ATM (year)	Debt	8,1 - 9,1
		Securities	7,9 - 8,9
		Loans	9,7 - 10,7
	Maturity in 1 year	Debt	Max 19%
		Securities	Max 22%
		Loans	-
Exchange Rate Risk	FX Proportion	Debt	Max 30% of total debt
		Securities	Max 20% of gross issuance
		Loans	Max 98% to total bars

Target Indicator	Year				Range
	2014	2015	2016	2017	
FX Debt to Total Debt Ratio (%)	42.0	41.0	40.0	39.0	±2.0
Fixed Rate Debt to Total Debt Ratio (%)	86.0	87.0	88.0	89.0	±2.0
Debt Mature in 3 Years to Total Debt Ratio (%)	22.0	22.0	22.0	22.0	±2.0
Average Time to Maturity (ATM) (yr)	9.5	9.5	9.0	9.0	±0.5

10. ábra Az indonéz adósság célértékei

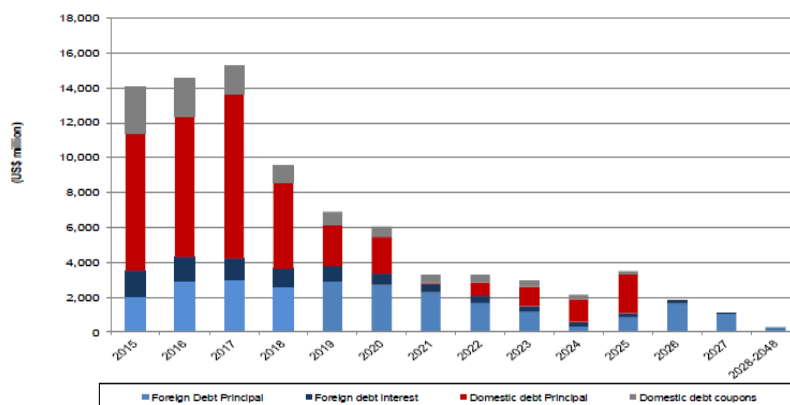
A pénzáramlások előrejelzése esetén a makrogazdasági helyzetet is figyelembe veszik és feltételezéseket is tesznek rá. Ezen kívül figyelembe veszik a piac helyzetét, a fennálló adósságot és a finanszírozási szükségletet (**11. ábra**).



11. ábra Az indonéz adósság célértékeinek meghatározása folyamata

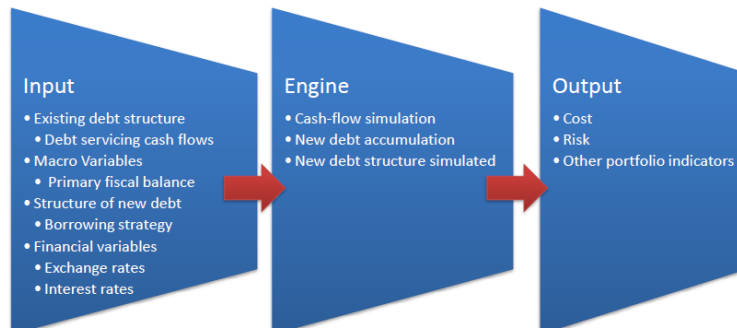
2.8 Libanon

2011 óta csökkent a GDP növekedés (2% körülire) a korábbi évekhez képest (9% körüli értékről) az instabil politikai környezet miatt, de az adósság GDP-hez viszonyított arányában csökkenő trend figyelhető meg, 2014 végén 134% volt. 2014-re a deficit csökkent (10%-ra), ez a bevételek növekedésének és jobb begyűjtésének volt köszönhető.



12. ábra Az libanoni adósság lejáratí szerkezete

Az adósság lejáratí szerkezete sima, látható, hogy a hazai adósság jellemzően rövid lejáratú (**12. ábra**). 3, 6 és 12 hónapos kincstárjegyeket és 2, 3, 5, 7 és 10 éves kötvényeket bocsátanak, melyek kereskedhetőek, azonban nincs aktív másodpiac. A hazai adósság 51%-a kereskedelmi bankoknál, míg 32%-a a központi banknál van.



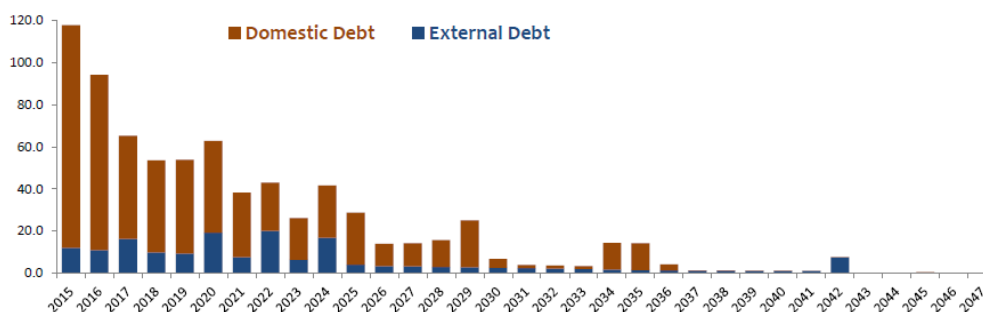
13. ábra A libanoni adósságkezelő módszertana

A libanoni módszertan (**13. ábra**) bemenő paraméterei az aktuális adósságportfólió, makrováltozók (elsődleges egyenleg), a finanszírozási stratégia és pénzügyi változók (devizaárfolyamok és hozamok). Ezután ezekből szimulálják a pénzáramlásokat és az adósságszerkezet, illetve kiszámítják a költség, kockázat és egyéb mutatószámokat. 10 különböző stratégiát vizsgáltak, extrém stratégiákat is. Stratégiai cél az ATM és ATR emelése, illetve az éven belül megújítandó adósság csökkentése.

2.9 Marokkó

A marokkói adósságkezelő csökkenő adósságpályát jósol a következő években (63,5%-ról 58,7%-ra). A GDP növekedés az utóbbi években 2,5 és 5 százalék között mozgott, míg a költségvetési deficit egy jelentősebb emelkedés után csökkenésnek indult.

A lejárat szerkezet sima, a külföldi adósság átlagos lejáratát jellemzően emelkedett az utóbbi években, míg a hazai adósság egy csökkenő trend után 2014-ben jelentősen emelkedett. A hazai adósság 99%-a piacképes, 5 első forgalmazó van jelenleg, aktív a repópiac és diverzifikált a befektetői bázis.



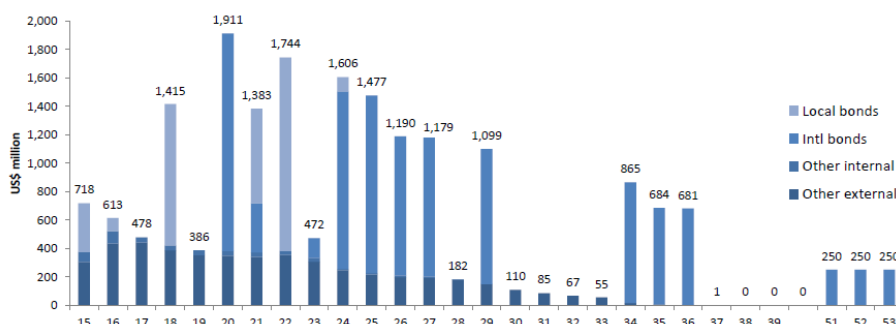
14. ábra A marokkói adósság lejárat szerkezete

Az adósságkezelő célja (1) kielégíteni a finanszírozási szükségletet a legalacsonyabb költséggel elfogadható kockázat mellett, (2) a hazai állampapír piac fejlesztése és (3) felügyelni az adósság fenntarthatóságát és az ország fizetőképességét. A hazai finanszírozás esetén szeretnék stabilizálni a rövid lejáratú adósság szintjét 30%-ra, míg az ATM értékét 5 és 6 év közé, továbbá biztosítani rendszeres kibocsátásokat az aukciós piacon minden lejáratra.

Marokkónak nem volt formális adósságkezelési stratégiája, azonban a Világbank technikai segítséget nyújtott nekik. Ennek során benchmark értékeket alakítottak ki a külföldi adósság arányára, a külföldi adósság összetételére, a külföldi adósság kamatozási szerkezetére és a hazai adósság lejárat szerinti struktúrájára.

2.10 Panama

Panama GDP-hez viszonyított adósságának szignifikáns csökkenése (kb. 70%-ról kb. 40%-ra) a GDP növekedésnek volt elsősorban köszönhető. A térség növekedését jelentősen túlszárnyalja Panama gazdasága, ez többek között a stabil makrokörnyezetnek, a komparatív előnyöknek (csatorna), az erős pénzügyi szektornak, és a nyitott, dolláralapú gazdaságnak köszönhető. A refinanszírozási kockázat csökkenését a hazai piac fejlesztésével (és így a külső adósság arányának zsugorodásával) és a források diverzifikációjával érik el. A lejárat szerkezet nem sima, jellemzőek a kiugró évek.



15. ábra A panamai adósság lejárat szerkezete

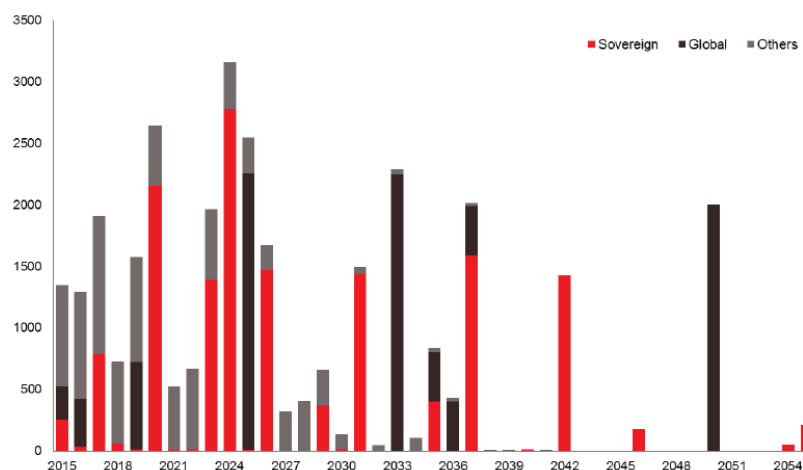
A stratégiai célok között a refinanszírozási és piaci kockázat, illetve a hazai tőkepiac szerepel kiemelt helyen.

2.11 Peru

Peru gazdasági növekedését a válság megtörte, azóta a GDP növekedése szignifikánsan csökken, azonban eközben jobb mutatókkal rendelkezik, míg a térség más országai. A GDP-hez viszonyított adósság alacsony és trendszerűen csökkenő pályán van, az adósság kisebb része rövid lejáratú. Ha a 2004-es, 2009-es és 2014-es adatokat tekintjük, akkor a hazai adósság, a fix kamatozású adósság és az átlagos lejárat növekedése figyelhető meg. A lejárat szerkezet nem sima, vannak kiugró lejáratú évek.

Az adósság viszonylag jelentősebb része (31,54%) nem piaci adósság. Az globális ALM módszertant használnak, mely során a célok a hazai piac fejlesztése, a kötelezettségek költségének minimalizálása és csökkenteni a hosszú távú sérülékenységet. Ehhez a következő lépéseket teszik:

- visszavásárlás, ha kiszáradnak a piacok,
- csökkenteni a lejárat profil túlzott koncentráltasága miatti likviditási kockázatot,
- optimalizálni a hazai fizetőeszközben denominált állampapír-piacot,
- diverzifikálni a befektetői bázist,
- növelni a pénzügyi műveletek (fedezett betétek és repóműveletek) profitabilitását.

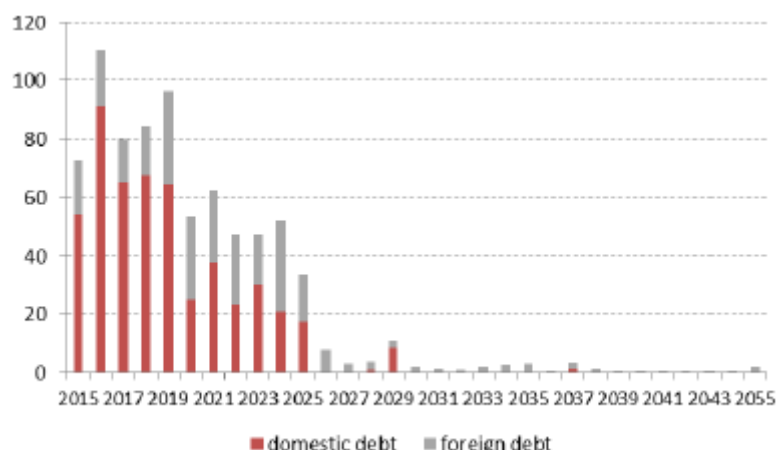


16. ábra A perui adósság lejárat szerkezete

Az előbbi műveletek eredményeként az állampapír piac mélyülését, a befektetők diverzifikálódását, a kamatlábak instabilitásának megszűnését és a deviza kitettség csökkenését várják.

2.12 Lengyelország

A lengyel gazdaságra a nagy belső piac, a növekvő export, rugalmas árfolyamrendszer és megbízható bankszektor jellemző. A következő évekre 4% körüli reál GDP növekedést jeleznek előre. A CPI infláció az utóbbi években meredeken zuhant, 2014 júliusa óta pedig negatív. Törvényi korlátokat határoznak meg az államadósság maximális nagyságára, az alkotmányban 60% ez a felső korlát. A külföldi adósság aránya növekvő trendet mutat, míg azon belül a fix kamatozásúak részaránya csökken. A hazai adósságon belül a fix kamatozású kötvények részaránya közel azonos (75%-os) szinten mozog.



17. ábra A lengyel adósság lejárat szerkezete

A lengyel adósság esetén látható egy kiugrás 2016-ban, ami magasabb refinanszírozási kockázatot rejt magában. Egyenáras aukciókon (szokványos, kiegészítő, csere, visszavásárlási) értékesítik az eszközöket, melyek kincstárjegyek (1-90 nap és 1-52 hét), zérókupon kötvények (2-2,5 év), fix kötvények (5, 10, 20 és 30 év), változó kötvények (4-11 év) és infláció-indexált kötvények (12-15 év).

A stratégia alkotás során a cél a hosszú távú adósságköltségek minimalizálása, miközben korlátokat állítanak a következők szintjére: refinanszírozási, deviza, kamatláb likviditási és egyéb (hitel és működési) kockázatok, illetve az adósszolgálat költségeinek időbeli eloszlására. Mindeközben figyelnek a hazai piac likviditására, hatékonyságára és transzparenciájára is.

2.13 Szerbia

A szerb adósság a válság óta meredeken emelkedik (a GDP viszonyítva 28,3%-ról 70,9%-ra). Ebben közrejátszik az egyes években megfigyelhető negatív GDP növekedés is. A lejárat szerkezetet vizsgálva látható, hogy a hazai befektetőkkel szembeni lejáratok simák, a külföldiekkel szembeni esetben azonban vannak kiugrások, például 2024-ben.



18. ábra A szerb adósság lejárat szerkezete

A kincstárjegy lejárat 53 hétig terjed, míg a kötvények lejárat 2 évtől 10 évig terjed hazai devizában, EUR-ban pedig 2 évtől 15 évig. A középtávú adósságkezelési stratégiájukat a Világbankkal közösen fejlesztették ki az MTDS (Medium Term Debt Strategy) modellel, a kockázatokat egy Cost-at-Risk modellel számszerűsítik. Kiemelt jelentőségű az adósság GDP-hez viszonyított arányának stabilizálása, erre a következő kulcs faktorok hatnak: GDP növekedés, deficit, devizaárfolyam és a kamatszintek. Előbbi miatt fiskális intézkedések

terveznek a deficit csökkentése érdekében. A stratégia implementálásának főbb kockázatainak többek között a makrogazdasági változók instabilitása, a világgazdaság fejlődése, a tervezettnél alacsonyabb adó- és nem adó jövedelmek, illetve az EUR szignifikáns erősödése a szerb dinárral szemben.

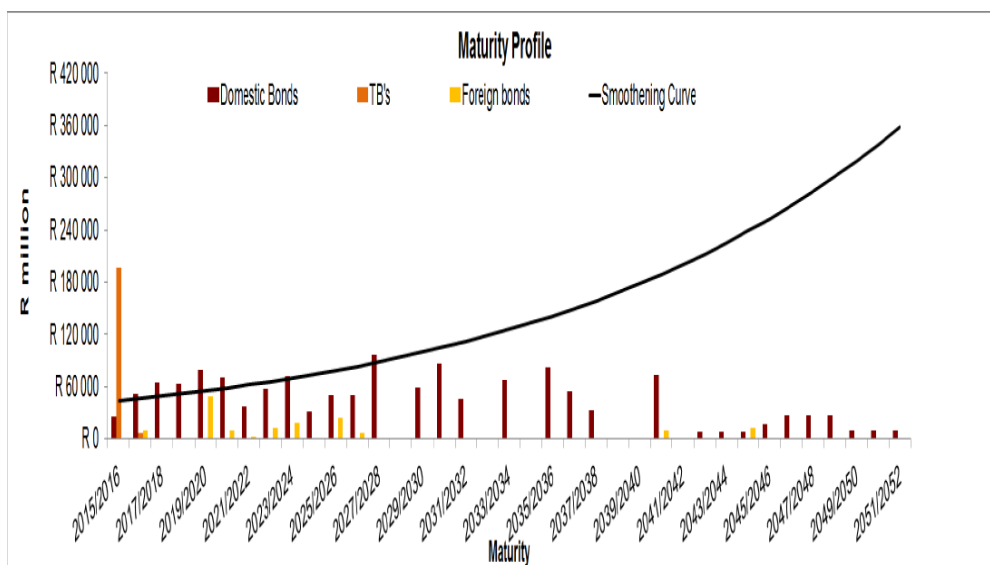
2.14 Románia

A hazai befektetői bázis diverzifikálása céljából csökkentik az állampapírok névértékét és lakossági kötvényeket készülnék indítani a Bukaresti Értéktőzsdén keresztül.

Az adósságkezelési stratégiájuk 3 évre (2015-2017) vonatkozik, a deviza-, refinanszírozási és kamatláb-kockázat kezelésére határoznak meg célsávokat. További kvantitatív cél a lejárat szerkezet simítása; a hazai piac fejlesztése és a devizakockázat csökkentése érdekében a nettó finanszírozási igény kielégítése RON-ban; minél hosszabb lejáratok választása; jelentősen csökkenteni a hazai piacon kibocsátott EUR kötvényeket, illetve jelen lenni az EUR és USD piacon. A jelenlegi stratégia kidolgozása során segédkezett a Világbank is.

2.15 Dél-afrikai Köztársaság

Az adósság GDP-hez viszonyított aránya meredeken emelkedik 2009 óta. A hazai adósság 22%-a inflációhoz kötött, így ezen adósságelemek esetén a CPI infláció is kockázati tényező. A külső adósság 88%-a kötvényekből, míg a maradék rész egyéb hitelekkel áll. A lejárat szerkezetet tekintve látható az éven belül lejáró kincstárjegyek magas aránya.



19. ábra A dél-afrikai adósság lejárat szerkezete

A kamatláb és refinanszírozási kockázatnak való kitettség miatt korlátot határoznak meg az 1 és 5 éven belül lejáró adósság arányára, illetve ATM mutatót vezettek be külön az inflációhoz kötött papírokra a fix benchmark papírokra. Továbbá a külföldi adósság arányának is van felső határa. A devizakockázat esetén VaR (CVar és expected shortfall) is módszertant használnak.

2.16 Tunézia

Az adósság GDP-hez viszonyított aránya emelkedik az utóbbi években, körülbelül 50% körül mozog. Eközben a nominális GDP növekedésre a 8% körüli érték jellemző, míg az infláció 5,5% körüli.

A hazai adósság kincstárjegyekből, kötvényekből (zéró kupon kötvények is) tevődik össze, míg a külföldi adósság devizakötvényekből (EUR, USD, JPY), illetve bi- és multilaterális hitelekkel áll. A tunéziai adósságkezelő célja az adósság fenntarthatósága, a költségek minimalizálása a kockázatok féken tartása mellett. Elsősorban a devizaárfolyam ingadozására, illetve a kamatláb és a refinanszírozás kockázatára figyelnek. További célokat is meghatároznak, például:

- a portfólió diverzifikálása (lejárat, deviza, kamat),
- inkább hazai adósság,
- a külföldi adósság esetén inkább EUR.

2.17 Törökország

A török adósság GDP-hez viszonyított aránya trendszerűen csökken és az előrejelzések is ezt vetítik előre. Ezt az alacsony hiány és a szolid GDP növekedés segíti.

A célok közé tartozik :

- a hazai devizában való kölcsönfelvétel,
- a fix kamatozású eszközök kibocsátása a hazai piacon (és a 12 hónapon belüli kamatmegújítás arányának csökkentése),
- növelni az ATM értékét és csökkenteni az éven belül lejáró adósság arányát,
- megfelelő nagyságú likviditási tartalék tartása,
- az elsődleges és másodlagos piac fejlesztése.

A kockázatok esetén a kamatláb, deviza- és likviditási kockázatra helyezik a hangsúlyt, emellett próbálják minimalizálni a költségeket a piac helyzetének figyelembevételével. A stratégiai benchmarkokat Cost-at-Risk szimulációs modellel határozzák meg.