

A magyar államadósság fontos része, mégis alig tudunk róla valamit: mire jó a Diszkont Kincstárjegy?

Beke Károly

Az elmúlt években újra emelkedett a Diszkont Kincstárjegyek (DKJ) aránya a magyar adósságfinanszírozáson belül, azt követően, hogy 2015-2021 között jelentősen visszaesett az állományuk. A Diszkont Kincstárjegy fontos likviditáskezelési eszköz, ezzel tudja ugyanis a finanszírozási igény rövidtávú ingadozását simítani az állam. 2024-ben fontos változások tapasztalhatók ezen a piacon, jelentősen csökkenhet a forgalomban lévő sorozatok száma és hamarosan elindulhat a csereaukciós rendszer.

Mi az a Diszkont Kincstárjegy és mire jó?

Az állampapírpiacon a kibocsátáskor legfeljebb egyéves lejáratú, diszkont árfolyamon kibocsátott és a lejáratkor 100%-os árfolyamot fizető állampapírokat nevezik Diszkont Kincstárjegyeknek, melyeknek főként a likviditás biztosításában van szerepük. A Diszkont Kincstárjegyeket aukción értékesítik az országok, illetve létezik másodpiacuk is, ahol az aktuális árjegyzésnek megfelelő árfolyamon kereskednek velük.

A Diszkont Kincstárjegyek lényege, hogy nincs klasszikus kuponjuk, hanem névérték alatt (diszkonttal) vásárolják meg a befektetők, ebből lehet kiszámítani a hozamukat. Egy konkrét példa: egy befektető megvette az egyéves Diszkont Kincstárjegyet a legutóbbi aukción április 11-én például 93,55 százalékos árfolyamon, majd a lejáratkor a teljes névértéket kapja vissza, ebből adódik neki a 6,8 százalékos éves hozam.

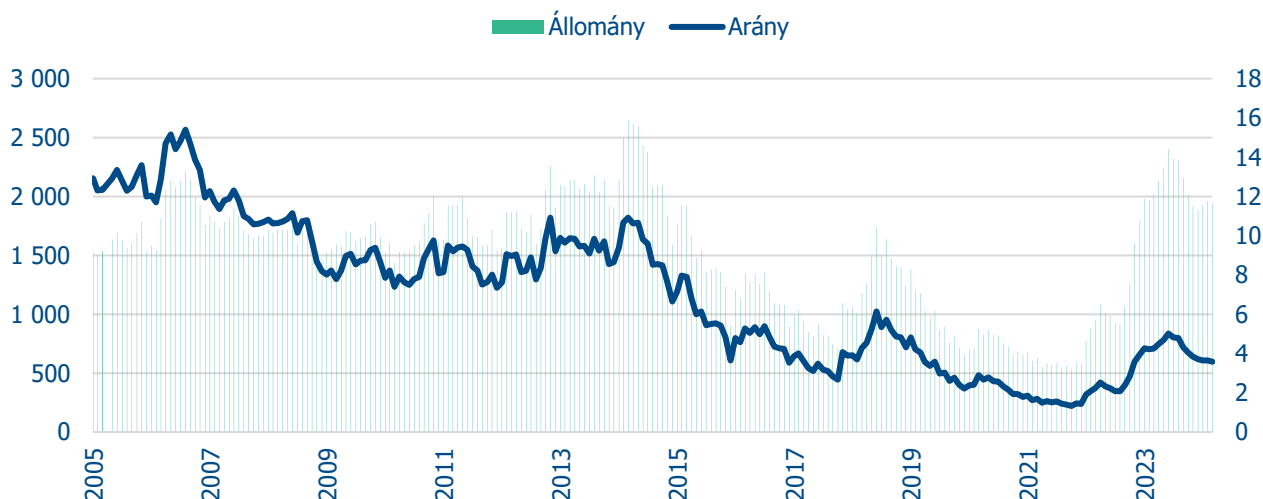
Az adósságkezelésben a DKJ-k szerepe elsősorban a megfelelő rövidtávú likviditás biztosítása. Ezeknek a papíroknak a kibocsátásával tudja az állam simítani a finanszírozási igény esetleges ingadozásait. Befektetői oldalról pedig az egyébként is alacsony kockázatúnak számító állampapírokon belül ezek a legbiztonságosabb befektetések, ami persze általában a hozamukban is tükröződik. **A befektetők számára a rövid állampapírok versenyképes alternatívát jelentenek a bankbetétek, valamint a pénzpiaci alapok mellett, mint rövid, biztonságos és likvid eszközök. Ráadásul az esetek többségében a hozamuk magasabb, mint a betétekkel elérhető kamat.**

A Diszkont Kincstárjegyeket az ÁKK aukciókon értékesíti, amire a befektetők az Elsődleges forgalmazókon keresztül adhatnak be. A beérkezett ajánlatok és a meghirdetett mennyiség függvényében dönti el az ÁKK, mennyit fogad el azokból. A 3 hónapos DKJ-ból minden kedden van aukció, a 6 hónapos papírt jelenleg minden második szerdán, a 12 hónapost pedig minden második csütörtökön értékesíti. Emellett a lakossági befektetők közvetlenül (a másodpiacon), illetve a Magyar Államkincstárán keresztül is megvásárolhatják ezeket a rövid papírokat.

A kincstárjegyek szerepe Magyarországon és Európában

Jelenleg minden forgalomban lévő DKJ-sorozatra van másodpiaci árjegyzés, vagyis folyamatosan kereskedhetnek vele a befektetők. Van mód 3 hónapnál rövidebb, úgynevezett likviditási DKJ-aukciók tartására is, amiket egyedi döntés alapján hirdethetnek meg. Ezzel az eszközzel az ÁKK már régóta nem él, mivel az adósságkezelő által az elmúlt években szisztematikusan bővített likviditáskezelési és tervezési eszköztár fejlettsége miatt nincs rájuk szükség. Az ÁKK a pár hétig fennálló likviditási igények kezelésére a repó piacot használja.

2015-től kezdődően, elsősorban a csökkenő hiány és a lakossági program felfutása következtében, majd az alacsony hozamkörnyezet hatására előbb fokozatosan csökkent a Diszkont Kincstárjegyek szerepe a magyar piacon. 2022-től a hozamemelkedést követően ismét emelkedésnek indult az állomány. 2024. március végén 1 944 milliárd forint a kinnlevő mennyiség, ami a központi költségvetés adósságának 3,58 százaléka. Jóval korábban ennek az instrumentumnak sokkal nagyobb volt a szerepe, hiszen 2014-ben a teljes adósság 10 százalékát is elérte.



1. ábra: A diszkont kincstárjegyek állománya (mrd Ft, bal tengely) és aránya a központi költségvetés adósságán belül (százalék, jobb tengely). Forrás: ÁKK

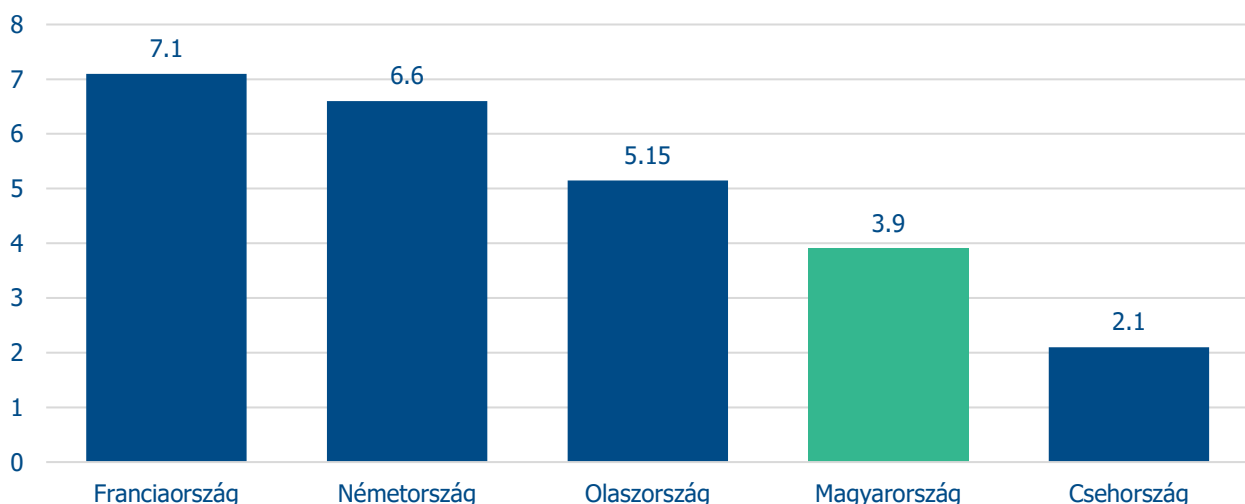
A változást a hozamszintek alakulásán túl az is indokolta, hogy az ÁKK az adósság hátralévő futamidejének hosszabbítását tűzte ki célul, emellett az állam finanszírozásában sem voltak olyan likviditási sokkok, melyek a jelentősebb kibocsátást indokolták volna. Vagyis hiába volt akár nagyobb befektetői érdeklődés is a Diszkont Kincstárjegyek iránt, az ÁKK korlátozottan fogadott el ajánlatokat az aukciókon.

A rövid adósságfinanszírozásra és a likviditás biztosítására szolgáló diszkont kincstárjegyek persze nem csak a magyar piacon léteznek, Európa legtöbb országában van hasonló eszköz. Sőt, 2021 szeptembere óta az Európai Bizottság közös uniós diszkont kincstárjegyeket is kibocsát szintén egy évnél rövidebb futamidő mellett. Ezzel a Bizottság célja, hogy rendszeres és stabil piaci jelenlétet biztosítson, illetve elősegítse a piac likviditását. Emellett a rövid papírokkal egy új befektetői kört is

szeretnének megszólítani. Havonta két aukciót tartanak, melyeken 3 és 6 hónapos diszkont kincstárjegyeket értékesítenek.

A régióban a lengyel pénzügyminisztérium csak akkor él a diszkont kincstárjegyek kibocsátásának eszközével, ha a likviditási helyzet ezt indokolja. Erre évek óta nem került sor, a legutolsó diszkont kincstárjegy-sorozat 2021-ben járt le, vagyis jelenleg nincs ilyen eszköz a lengyel piacon. Csehországban három- és hathónapos diszkont kincstárjegyek vannak forgalomban összesen a február végi statisztika szerint 65 milliárd korona értékben, ami a teljes állampapír-állomány 2,1 százalékát teszi ki.

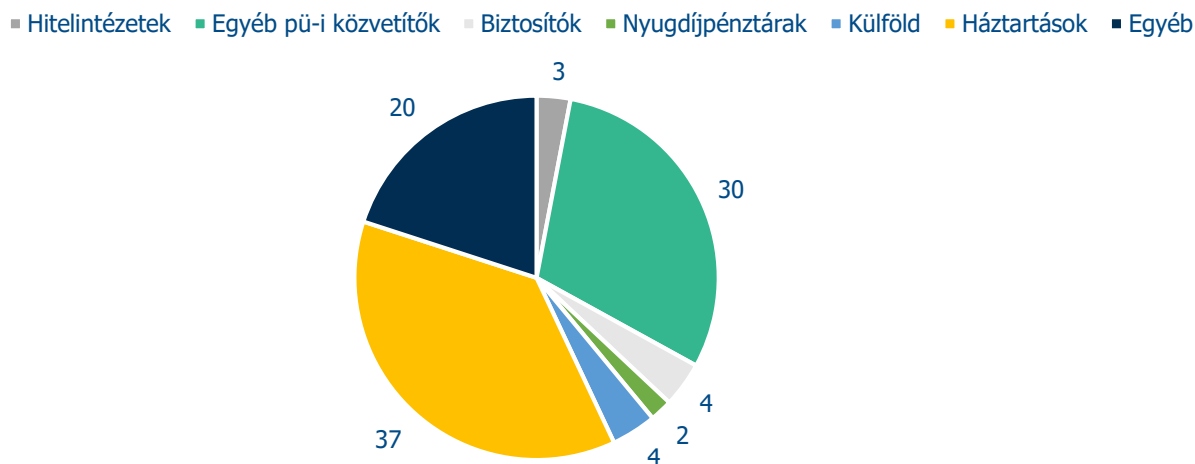
Az európai országok közül Németországban 2023 végén 149 milliárd eurót tettek ki a diszkont kincstárjegyek (Bubill) a teljes adósságportfólión belül, ez az összes állampapír 6,6 százalékát jelentette. Tavaly összesen több mint 200 milliárd eurónyi rövid, egyéves papírt bocsátott ki a német állam. A 2024-es tervekben ennél kevesebb, 165 milliárdos összeg szerepel, amiből 55 milliárd valósult meg eddig. A németeknél minden Bubill-sorozat 12 hónapos futamidejű, ezeket nyitják újra időről időre, így gyakorlatilag 3-12 hónap közti papírokat értékesítenek. Hasonló a helyzet Olaszországban is, ahol a 125,5 milliárd eurónyi diszkont kincstárjegy a teljes értékpapírállomány 5,15 százalékát jelentette március végén. Ezeknél is nagyobb a francia diszkont kincstárjegy-piac, ahol a jelenleg forgalomban lévő állomány meghaladja a 180 milliárd eurót.



2. ábra: A diszkont kincstárjegyek aránya az összes állampapíron belül az egyes országokban (százalék). Forrás: adósságkezelők

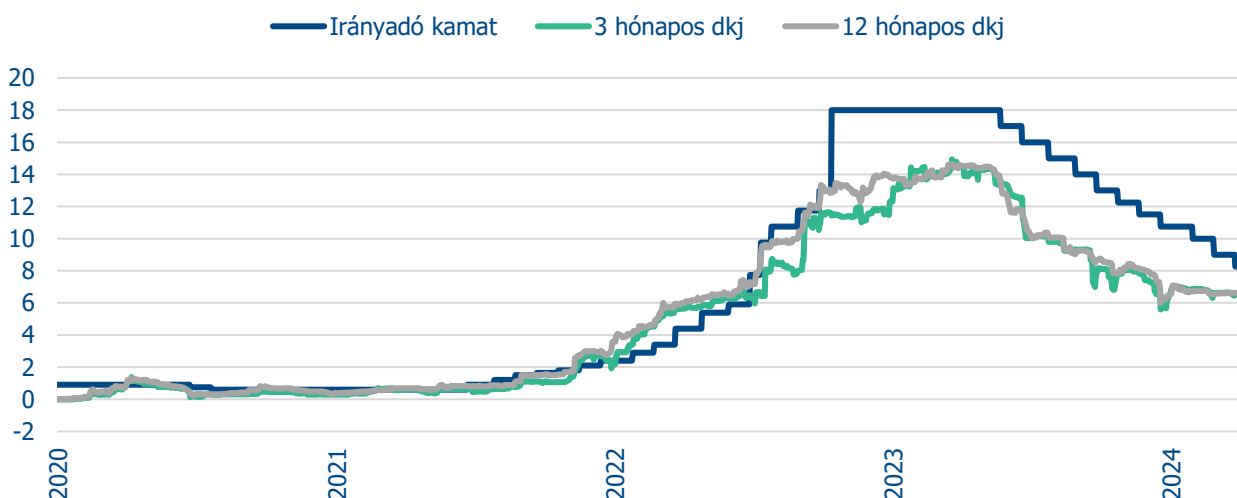
Kinél vannak a magyar Diszkont Kincstárjegyek?

A magyar piacon a DKJ-k kétharmada a befektetési alapok, valamint a lakosság kezében van, előbbiek főként a törvényi előírások miatt, utóbbiak pedig a rövid futamidejű befektetési preferenciájuk miatt vásárolják. A háztartások kezében lévő állomány az elmúlt években épült fel, aminek hátterével részletesen foglalkozunk egy következő cikkben.



2. ábra: A DKJ-k tulajdonosi megoszlása 2024. február 29-én (százalék). Forrás: MNB

A bankok az MNB betéti kamat és a DKJ-hozamok között fennálló – bár folyamatosan csökkenő – különbség miatt nem vásárolnak diszkont kincstárjegyeket saját könyvbe, a DKJ tartása jelen környezetben még mindig túl költséges. Ez az MNB egyhetes betéti kamata/az alapkamat és a DKJ-hozamok összehárásával változhat, normalizálódhat.



3. ábra: Az MNB irányadó kamatának és a DKJ-hozamoknak alakulása (százalék). Forrás: MNB, ÁKK

A grafikonon látszik, hogy már elkezdődött a jegybanki irányadó kamat és a DKJ-hozamok összehárása, várhatóan a következő hónapokban közel egy szintre kerül majd a jegybanki kamat a hozamszintekkel. Ez pedig élénkítheti az intézményi szereplők (elsősorban a bankok és a befektetési alapok) keresletét ezen a piacon.

A 2024-es évben az ÁKK két piacfejlesztő újítást vezet be a DKJ-piacon: egyrészt jelentősen csökkentette 2024 januárjától kezdődően a forgalomba kerülő DKJ-sorozatok számát, másrészt

május közepétől a DKJ-ra is fog csereaukciókat tartani.

Az aktuálisan elérhető DKJ-sorozatok számának csökkentése a 3 hónapos DKJ aukción felajánlásra kerülő sorozatok kiválasztási szempontjainak átalakításával valósult meg. A 2024. januári változtatást megelőzően minden héten egy 91 napos futamidejű DKJ került kibocsátásra. Amennyiben ilyen sorozat a már korábban kibocsátott DKJ-sorozatok közül nem állt rendelkezésre, mindig egy új DKJ-sorozat került a piacra, melynek eredményeképpen nagyságrendileg 20 sorozat volt egyidőben elérhető, ezek háromnegyede rendkívül alacsony kinnlevő állománnyal. Az új kibocsátási rendszer bevezetése óta egy adott - 91 napnál hosszabb – DKJ-sorozat 4-6 alkalommal kerül aukcionálásra 3 hónapos aukciók keretében, melynek köszönhetően az aktuálisan elérhető DKJ-k száma 8-ra csökkent. Egy-egy sorozat többszöri újraindításával azok kinnlevő állománya jelentősen megnő, ezáltal támogatva azok másodpiaci likviditását.

A befektetők oldalán, az egyes DKJ-sorozatokból kinnlevő magasabb állományok koncentrálttsága, valamint az állam lejáratí profijának simítása érdekében az ÁKK 2024 május közepétől DKJ-(k)ra is hirdet meg csereaukciókat heti rendszerességgel. Ennek keretében a másfél hónapoz közeli, vagy annál rövidebb hátralévó futamidejű DKJ-sorozatok eladására lesz lehetőségük a befektetőknek az Elsődleges forgalmazókön keresztül hosszabb, már korábban aukcionált Diszkont Kincstárjegy(ek)ért cserébe.

Mi mozgatja a DKJ-hozamokat?

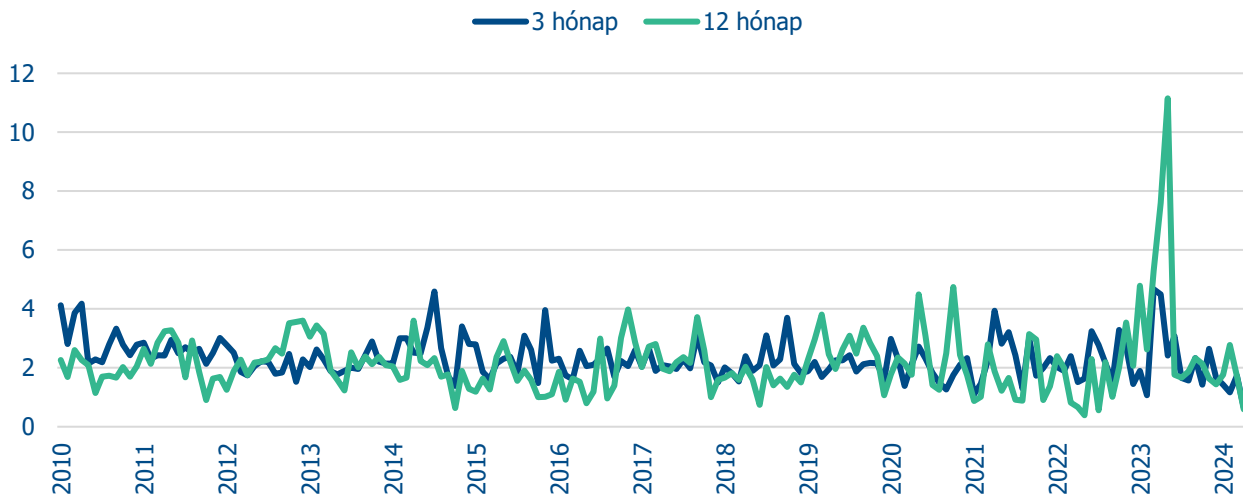
Ahogy minden (jól működő) szabadon kereskedhető piacon, úgy a DKJ-k esetében is a kereslet és a kínálat kell, hogy első sorban mozgassa a hozamokat, vagyis attól függ azok alakulása, hogy mennyi rövid állampapírt bocsát ki az ÁKK, illetve azokra mekkora a piaci kereslet. Emellett két fontos mutatót érdemes figyelembe venni: a bankközi kamatot (BUBOR) és az elvart hozamot (implied yield), mivel legtöbbször ezekhez konvergál a piac.

A bankközi kamatszintnél alacsonyabb DKJ hozamok **hosszútávon** elsősorban abból vezethetők le, hogy az ÁKK-nak a diverzifikált, több lábön álló finanszírozási modelljének köszönhetően nem volt előre nem látott likviditászükséglete, ami az adósság hátralévó futamidejének hosszabbítását célzó stratégiával karöltve mérsékelt mennyiségű DKJ-kibocsátást eredményezett a piacon. Eközben viszont az indexkövető alapok vásárlásai, illetve az intézményi befektetői kör egy részére vonatkozó szabályozói előírásoknak való megfelelés miatt részükről folyamatos volt a kereslet, aminek következtében az elsődleges és a másodlagos piaci hozamszintek egyre távolabb kerültek egymástól. 2022-től - a hozamemelkedést követően – tapasztalt DKJ-állomáynövekedés két okra vezethető vissza: az ÁKK a magas hozamkörnyezetben nem kívánta hosszútávra befixálni a kamatkidadásokat, emiatt ismét nagyobb teret biztosított a DKJ-piacnak, ezzel párhuzamosan az intézményi befektetők addicionális kereslete mellett a lakosság is jelentős volumennel lépett be a piacra a magas hozamszintek miatt.

Vagyis alapvetően egy kínálat által vezérelt piacról beszélhetünk, hiszen

a folyamatosan meglévő kereslet mellett elsősorban az befolyásolja a hozamot, hogy az ÁKK a kínálati oldalon mekkora mennyiséget biztosít.

A DKJ-piac támogatása érdekében döntött az ÁKK a korábban részletezett piacfejlesztést célzó intézkedések bevezetése, továbbá a piaci igényekre való rugalmasabb reagálás mellett.



4. ábra: A Diszkont Kincstárjegyek havi átlagos fedezettsége az aukciókon (százalék). Forrás: ÁKK

Lehetnek persze átmeneti anomáliák, illetve szabályozásbeli változások, amikor **rövidtávon** nem működik tökéletesen az összefüggés a kereslet-kínálati tényezők között és a hozamok eltérhetnek az egyensúlyi(nak vélt) szintjüktől. Hosszútávon természetesen a piac vissza fog térni egyensúlyi szintjéhez, figyelembe véve vagy megkerülve az eltérítő tényezőket, amelyek ha fennmaradnak, a piaci keretrendszer részévé válnak és a piaci szereplők beárazzák ezeket.

Cikkünk folytatásában a DKJ-piac és a lakossági állampapírok kapcsolatáról lesz szó bővebben.