

ÁLLAMPAPÍRPIAC 2002



■ ÉVES KIADVÁNY ■



TARTALOMJEGYZÉK

I. ELŐSZÓ	3
II. MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK	4
III. ADÓSSÁGKEZELÉSI STRATÉGIA	7
IV. FINANSZÍROZÁSI IGÉNY ÉS FINANSZÍROZÁS	8
V. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2002-BEN	11
VI. A MÁSODPIAC ÉS A PIACI SZOKVÁNYOK	15
VII. PIACI INFORMÁCIÓK	17

I. ELŐSZÓ

A szokásosnál jóval nehezebb, de a korábbi évekhez hasonlóan sikeres évnek lehet adósságkezelési szempontból értékelni a 2002. évet. A nyolcéves trendet megszakítva növekedett az adósságráta, azaz az államadósság GDP-hez mért aránya, és számos olyan tényezővel kellett megküzdeni az adósság és a hiány finanszírozása során, amelyek külön-külön is jelentősen megnehezítették volna az adósságkezelő munkáját. E tényezők a következők voltak:

- 1.** A monetáris helyzetre és a devizatartalék szintjére tekintettel a kormány a jegybankkal közösen azt a döntést hozta, hogy az állam devizaadósságának 2002-ben lejáró részét teljes egészében a belföldi állampapírpiacon forintban kell megújítani. Ennek következtében mintegy 230 milliárd forintos pótlólagos finanszírozási igény keletkezett a forint állampapírpiacon.
- 2.** Életbe lépett a Magyar Nemzeti Bankról szóló törvény azon módosítása, amely utólagos térítési kötelezettséget ír elő az állam számára a jegybank árfolyam-fedezeti tartalékának esetleges feltöltése érdekében. Mivel a forint 2000-ben és 2001-ben jelentősen erősödött az euróhoz képest, ezért mintegy 250 milliárd forint összegű térítési kötelezettség és ebből fakadó pótlólagos finanszírozási igény keletkezett a forint állampapírpiacon.
- 3.** Az előirányzathoz képest közel kétszeresére nőtt a központi költségvetés – egyszeri intézkedések nélküli – nettó finanszírozási szükséglete. Az előirányzat jelentős túllépéséből származó finanszírozási igény növekedése ráadásul fokozatosan vált egyértelművé, azaz a túllépés teljes összege csak az év végén vált ismertté.
- 4.** A 2002. év gazdasági folyamataira a szokásosnál is jelentősebb befolyást gyakorolt néhány politikai esemény. Egyrészt 2002 áprilisában országgyűlési képviselői választások voltak Magyarországon, másrészt az ír népszavazás, amelynek kedvező kimenetelét követően vált csak egyértelművé az ország 2004. évi európai uniós csatlakozása.

E tényezők együttes hatása ellenére a költségvetés és az államadósság finanszírozása zökkenőmentesen, megfelelő hozamszintek mellett és az adósságkezelési stratégiában megfogalmazott célokkal összhangban valósult meg. Lényegében csak egyetlen fontos mutató, az adósságráta alakult kedvezőtlenül, mivel az – a jelentős összegű költségvetési hiány, a 2002. év végi adósságátvállalások, valamint az MNB árfolyam-különbözeti tartalékának feltöltési szükséglete miatt – mintegy 3 százalékponttal emelkedett. Ugyanakkor növekedett a piaci forintadósság átlagos hátralévő futamideje és durációja, csökkentek az adósság kamatköltségei. Magyarország európai uniós csatlakozásának elősegítése érdekében az ÁKK Rt. sikeresen folytatta a hazai állampapír-piaci szokványok uniós konvenciókhoz való igazításának folyamatát. Ugyancsak a nemzetközi előírásoknak történő megfelelést segítette elő az állampapírok névre szólóvá alakítása, amely különösen a közvetlen lakossági állampapírok értékesítésére gyakorolt hatást.

Szarvas Ferenc
vezérigazgató

II. MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK

1. ÁLTALÁNOS RÉSZ

A magyar gazdaság növekedési üteme 2002-ben nemzetközi összehasonlításban szemlélve magas volt. Az éves szinten 3,3 százalékos reáljövedelem-bővülés ellentmondásos folyamatok eredményeként alakult ki, amely egyfelől a nemzetközi konjunktúra lassulásának, másfelől a belföldi kereslet bővülésének hatásait tükrözi. A két hatás eredőjeként a negyedéves adatok összességében élénkülő aktivitásról tanúskodnak, az utolsó negyedben már 3,7 százalékos volt a dinamika. A gazdasági növekedést a külső konjunktúra, így a magyar exportcikkek iránt megnyilvánuló kereslet mérséklődése mellett a belső felhasználás élénkülése tette lehetővé. A lakosság fogyasztása eddig nem látott mértékben, mintegy 9 százalékkal emelkedett, illetve erőteljes volt a beruházási tevékenység állam által finanszírozott részének felfutása is, amely főleg infrastrukturális fejlesztéseket takart. Ezen belül legnagyobb szerepe az autópálya-építések felgyorsulásának volt.

A belső felhasználás gyorsuló növekedése következtében romlott a külső egyensúly, a folyó fizetési mérleg hiánya az év második felében emelkedett. Ezzel együtt az egész éves hiány a GDP mintegy 4 százaléka lett (2,7 milliárd euró). A mérleg romlásában döntő szerepet játszott a turizmusból származó bevételek apadása. A megtermelt jövedelmet meghaladó felhasználást alapvetően a külföldiek magyarországi portfólióbefektetései finanszírozták. Az ország nettó külföldi adóssága egy év alatt 2,15 milliárd euróval emelkedett.

A budapesti tőzsdeindex, a BUX hektikusan viselkedett az év folyamán. A tőzsdei árfolyamok mozgását erőteljesen befolyásolták a nagy tőzsdéken tapasztalható folyamatok. A hazai befektetések előnyét mutatja, hogy az év egészében a BUX hozama meghaladta a nagy tőzsdeindexek teljesítményét.

2. PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2002-ben az államháztartási hiány elérte a GDP 9,4 százalékát. A jelentős mértékű deficit kialakulásában komoly szerepet játszott olyan egyszeri tételek év végi elszámolása, amelyek részben állami tulajdonú vállalatok állami kiadásokkal kapcsolatos korábbi veszteségeinek, részben a későbbi években valószínűsíthető kötelezettségek egyszeri rendezését foglalták magukba (hitelátvállalások, üzletrész-megvásárlások). Ezek együttes mértéke a GDP 3,6 százalékát tette ki.

A finanszírozás szempontjából kedvezőtlen volt, hogy az erőteljes állami finanszírozási igény mellett a lakossági megtakarítások visszaestek az év folyamán. A lakosság pénzügyi megtakarításainak csökkenése elsősorban a dinamikusan gyarapodó ingatlanépítéseknek volt köszönhető. A külső egyensúly romlását a vállalati finanszírozási igény alacsony volta mérsékelte.

A 2001-ben megkezdett új monetáris politikai irányvonal a 2002. év egészében folytatódott. A jegybank az év elején – összhangban a piaci folyamatokkal – február közepéig 125 bázisponttal mérsékelte irányadó kamatát. A kamatcsökkentési kurzust a nyáron azonban ismét a monetáris kondíciók kényszerű szigorítása váltotta fel. Az infláció újbóli felpörgésével kapcsolatos félelmek miatt a nyár folyamán összesen 100 bázispontos kamatemelés mellett döntött a Monetáris Tanács.

A némileg pesszimista befektetői hangulatot az őszi írországi népszavazás változtatta meg. Az ír igennel egy komoly akadály hárult el az ország EU-csatlakozása elől, melynek következtében alapvetően javult a magyarországi befektetések megítélése a külföldiek szemében. A monetáris kondíciók lazítására irányuló nyomásnak a jegybank csak részben volt hajlandó engedni, az inflációs cél teljesítése érdekében igyekezett magasan tartani a kamatokat, és így erősíteni az árfolyamot. Novemberben, illetve decemberben 50–50 bázisponttal csökkent az irányadó kéthetes jegybanki kamatszint.

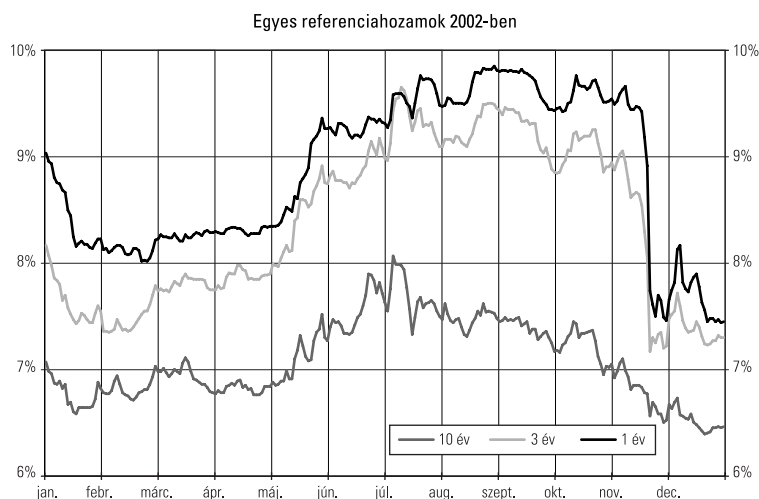
Az árfolyam az év jelentős részében stabil maradt, a sáv erős oldalán 9-10 százalék körüli tartományban ingadozott. Komolyabb erősödére az említett októberi ír népszavazást követően került sor, ekkortól az év végéig folyamatosan erősödött az árfolyam.

Az infláció az év végén két százalékponttal volt alacsonyabb a 2001 decemberében mért 12 havi rátától, a mérséklődés elsősorban az év első felében volt jelentős. Az inflációs folyamatok szempontjából kedvező volt az élelmiszerár-alakulás, illetve – nyilván csak rövid távon – a deflációt szolgálta a regulált áremelések elmaradása is.

3. HOZAMOK

II. Makrogazdasági
folyamatok

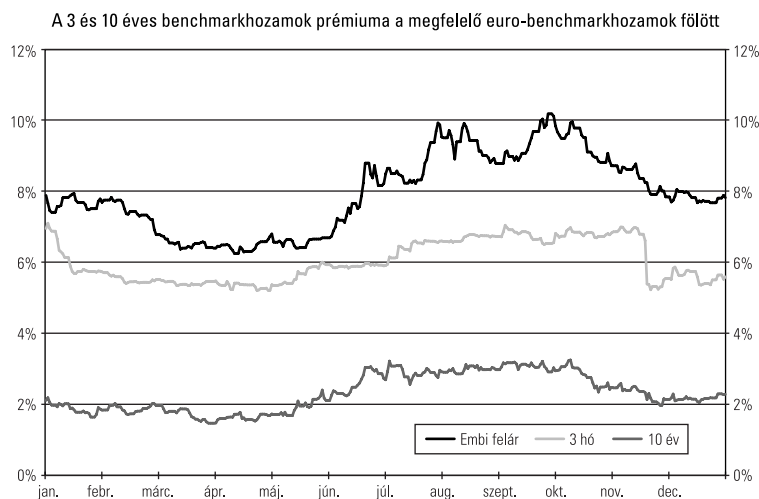
A másodpiaci állampapírhozamok – a korábbi években már megszokott módon – jelentősen mérséklődtek az év elején.



Később ezt a már szintén megszokott hozamkorrekció követte. A hozamok átmeneti emelkedését részben a belföldi makrogazdasági folyamatok (inflációs folyamatokkal kapcsolatos félelmek és a hiány) és a jegybank megszorító intézkedései idézték elő. További hozamemelkedési tényező volt a külföldi befektetők feltörekvő piacokkal szembeni kockázatvállalási hajlandóságának csökkenése.

Ennek a pesszimistább hangulatnak az ír népszavazás vetett véget, ekkor a hozamgörbe nagyon rövid időn belül 0,5–2 százalékponttal süllyedt. A hozamok tekintetében nyilvánvalóvá vált: a külföldi befektetőket egyöntetűen jobban érdekli az átmeneti makrogazdasági problémáknál az Európai Unióhoz, illetve az azt követő EMU tagsághoz kapcsolódó pozitív konvergenciafolyamat.

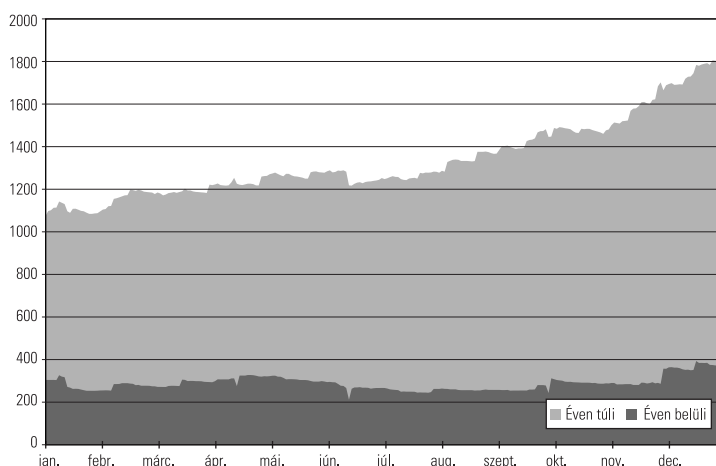
Az év kezdetéhez képest az éven belüli hozamok 1,5–1,8 százalékponttal mérséklődtek, míg a hosszabb lejáratokon kissé mérsékeltebb, 0,3–0,9 százalékpontos volt a csökkenés mértéke.



A megfelelő euró-benchmark hozamokhoz képest a magyar állampapírok felárai a hosszú futamidőkön gyakorlatilag a maastrichti kritériumnak megfelelően alakultak az év elején, illetve az év végén. A rövidebb futamidőkön komolyabb csökkenés november folyamán következett be. A magyar befektetésektől elvárt kockázati felár mozgása csak részben követte a feltörekvő piacokkal szemben érvényesített hozamfelárak alakulását, az ír népszavazást követően a két adatsor szintje jelentősen elvált egymástól, jelezve a magyar gazdaság megítélésének javulását, a feltörekvő gazdaságoktól való távolodását, illetve a konvergenciafolyamat előrehaladását.

A 2002-ben megvalósított állami forrásbevonás legjelentősebb szereplői a külföldi befektetők voltak.

A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány hátralévő
futamidő szerinti megoszlásában (2002-ben, Mrd Ft)



A nem rezidens befektetők által vásárolt állampapírok között az éven túli futamidejű instrumentumok iránti kereslet volt a meghatározó. A külföldi befektetők állománya az év eleji ezer milliárd forintról mintegy 700 milliárdnyit emelkedett, ebből 654 milliárd éven túli futamidejű befektetés volt.

Magyarország hitelminősítése 2002 folyamán két alkalommal¹ változott. Ennek eredményeként a devizaadósságot a Standard and Poor's és a Fitch Ratings „A–”, míg a Moody's Investor Service „A1” szintre értékelte, míg Magyarország forint kibocsátású adósságának a minősítése a Moody's Investor Service szerint „A1”, a Standard and Poor's szerint „A” és Fitch Ratings „A+” lett.

¹ 2002. november 12-én a Moody's Investor Service az első körben az EU-ba csatlakozni kívánó országok hosszú lejáratú devizaadósságának minősítését hozzáigazította a belső adósság minősítéséhez, így „A1”-re javította Magyarország hosszú távú devizatartozásainak a besorolását. A Standard and Poor's november 19-én „A”-ra módosította a forint kibocsátású adósság minősítését.

III. ADÓSSÁGKEZELÉSI STRATÉGIA

A pénzügyminiszter által elfogadott egységes adósságkezelési stratégia alapján az *adósságkezelő feladata, hogy a költségvetés finanszírozási szükségletét hosszú távon minimális költséggel, elfogadható kockázatok vállalása mellett, egységes szemléletben finanszírozza. A stratégiának arra kell irányulnia, hogy ezt minél teljesebben megvalósítsa.*

A kockázatok és költségek együttes vizsgálata alapján a stratégiában lefektetett legfontosabb célok a következők:

- a forint államadósság futamidejének hosszabbítása,
- a forint állampapírok likviditásának növelése,
- a fix kamatozású állampapírok arányának növelése,
- a nem piaci államadósság csökkentése,
- kibocsátási technikák fejlesztése,
- piacok és közvetítői rendszer korszerűsítése,
- termékfejlesztés,
- értékesítési csatornák biztosítása.

A stratégiában lefektetett alapelv szerint – amennyiben nincs gazdaságpolitikai eredetű külső követelmény – a költségvetés nettó finanszírozási igényét és a lejáró forintadósságot forintkibocsátásból, a lejáró devizaadósságot devizakibocsátásból finanszírozza az ÁKK.

Ez utóbbinak megfelelően, a kormány döntése alapján – a monetáris helyzetre és a devizatartalék szintjére tekintettel – az állam devizaadósságának 2002-ben lejáró részét a belföldi állampapírpiacon, forintban újította meg.

IV. FINANSZÍROZÁSI IGÉNY ÉS FINANSZÍROZÁS

A központi költségvetés, a társadalombiztosítási alapok és az elkülönített állami pénzalapok együttes hiánya 2002-ben 1569,0 milliárd forint volt. Az állampapír-piaci nettó finanszírozási igény azonban csak 1057,1 milliárd forint² volt, mivel a december végi adósságátvállalás, részesedésvásárlás és tőkejuttatás 511,9 milliárd forintos összege a tőkepiacot közvetlenül nem érintő finanszírozási tételként került be a költségvetés kiadásai közé.

	Milliárd forint
	2002*
A központi költségvetés hiánya	957,7
TB finanszírozási szükséglete	100,9
Elkülönített alapok finanszírozási szükséglete	-1,5
Nettó finanszírozási igény	1057,1
MNB tartalékfeltöltése	250,2
Privatizációs bevételek és tőkeműveletek	0,0
Törlesztések	3952,2
Bruttó finanszírozási igény	5259,5

* előzetes tény

A nettó finanszírozási igényen felül finanszírozandó tételként merült fel az MNB kiegyenlítési tartalékának feltöltése (250,2 milliárd forint), valamint az adott évben lejáró adósság összege (3952,2 milliárd forint).

TÖRLESZTÉSEK

A központi költségvetés 2002. évben lejárt, összesen 230 milliárd forint (944 millió euró)³ devizaadósságát a belföldi piacon kibocsátott állampapír finanszírozta, azaz forrásbevonás a nemzetközi tőkepiacokon refinanszírozási céllal nem történt.

A forinttörlesztések összesen 3722,9 milliárd forint tettek ki 2002-ben. Ebből a hitelek 86,8 milliárd forintot, az államkötvények 693,7 milliárd forintot és a kincstárjegyek 2932,4 milliárd forintot képviseltek. További 10 milliárd forint értékben került sor egy 2002-ben átvállalt forinthitelelem devizahitellé történő átváltására.

Az állampapír-törlesztések lejárat előtti visszavásárlásokat is tartalmaztak, melyek célja a lejáró nagy kötvénysorozatok okozta finanszírozási kilengések éven belüli mérséklése. 2002-ben az ÁKK 13 alkalommal, összesen 125 milliárd forint értékben vásárolt vissza lejárat előtt állampapírokat.

Szintén az államkötvény-törlesztéseken belül az ÁKK Rt. a gázközművagyonnal összefüggő önkormányzati igények rendezéséről szóló 2001. évi LVI. törvény alapján 2002-ben két alkalommal – februárban és augusztusban – közel 10 milliárd forint összértékben vásárolt vissza lejárat előtt a 2006/D, a 2007/C, a 2008/B, a 2009/A és a 2010/A jelű kötvénysorozatokból.

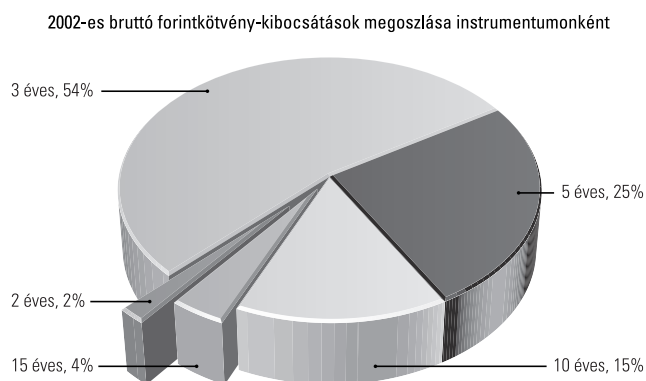
² Így is több mint kétszerese lett az előirányzatnak.

³ Négy – két japán jenben, egy USA dollárban és egy német márkában fennálló – kötvénysorozat járt le az év során összesen 834 millió euró értékben.

1. BELFÖLDI KIBOCSÁTÁSOK

2002-ben belföldön az állampapírok (Magyar Államkötvény, Diszkont Kincstárjegy és lakossági állampapírok) bruttó kibocsátása 4911,5 milliárd forint volt.

Ezen belül a Magyar Államkötvények 6 sorozata került értékesítésre 1544,5 milliárd forint értékben, amiből 1.520,0 milliárd aukciókon, a fennmaradó mennyiség a kincstári fiókhálózaton keresztül talált gazdára. A bruttó forintkötvény kibocsátások megoszlását a kördiagram mutatja.



Az adósságkezelési stratégiának megfelelően az államkötvények értékesítése során továbbra is fontos szempont a kevesebb, de nagyobb volumenű sorozatok kibocsátása, elsősorban a másodpiaci likviditás javítása érdekében. 2002 végén a legnagyobb sorozattal, 375 milliárd forinttal (1,6 milliárd euró) a 2007/D jelű, ötéves referenciakötvény büszkélkedhetett. 2002-ben a 15 éves kötvény négy aukcióján több mint 60 milliárd forintnyi állományt sikerült értékesíteni.

Diszkont kincstárjegyből 2838,9 milliárd forint volt a bruttó kibocsátás, mely a 3, 6 és 12 hónapos futamidők között 43%, 27% és 29%-os arányban oszlott meg. A hosszabb futamidejű diszkont kincstárjegyek értékesítése – a kötvény-kibocsátásokhoz hasonlóan – az újramegnyitás technikájával történt.

A lakossági állampapírokból (Kamatozó Kincstárjegy és Kincstári Takarékjegy) 528,2 milliárd forintnyi mennyiséget sikerült értékesíteni. Ebből az egy évnél hosszabb megtakarítási formák (kötvények) 37,1 milliárd forinttal részesedtek.

Az elsődleges forgalmazók fiókhálózatában kapható Kamatozó Kincstárjegy 2002 januárjától folyamatosan jegyezhetővé vált, ami a termék népszerűbbé és elérhetőbbé tételén keresztül a befektetői igények színvonalasabb kielégítését célozta. A kéthetes jegyzési ciklusok havonta kétszer, folyamatosan követik egymást.

2. KÜLFÖLDI HITELFELVÉTELEK

A Magyar Állam a Világbanktól, a Közép-európai Banktól (CEB), illetőleg az EIB-től 2002 folyamán összesen 65,0 milliárd forint értékben hívott le fejlesztési célú hiteleket.

3. HITELÁTVÁLLALÁSOK, RÉSZESEDÉSVÁSÁRLÁSOK ÉS KÖTVÉNYÁTADÁSOK

A 2000. évi költségvetés végrehajtásáról szóló törvényben szereplő felhatalmazás alapján 61,3 milliárd forint; a 2003. évi költségvetési törvénnyel módosított 2002. évi költségvetési törvény alapján pedig 363,2 milliárd forint hitel átvállalására került sor 2002-ben. E törvényhelyek alapján az állam számos állami, ill. önkormányzati tulajdonban lévő cég adósságait vállalta át részben vagy egészben, devizában, illetőleg forintban. A központi költségvetés devizaadósságát 203 milliárd forinttal, forintadósságát 221,5 milliárd forinttal növelték az átvállalások.

Az átvállalások mellett a központi költségvetés államkötvények átadásával tett eleget az MFB Rt. tulajdonában lévő vállalati részesedések megvásárlásának, ill. az MFB feltőkésítésének. Ennek során az állam korábban kibocsátott, saját számláján lévő államkötvényeket adott át, összesen 138,5 milliárd forint névértékben.

A gázközművagyonnal kapcsolatos önkormányzati igények további rendezése érdekében a központi költségvetés 2002. decemberében újabb államkötvény-sorozatot bocsátott ki zárt körben, amelyet az ÁPV Rt. rendelkezésére bocsátott. A kibocsátás összege 10,1 milliárd forint volt.

4. A LIKVIDITÁSKÉZELÉS

2002-ben a belföldről finanszírozott devizatörlesztéseket is tartalmazó bruttó finanszírozási igény meghaladta a belföldi állampapír-piaci kibocsátást 2002-ben. A különbözetet a Kincstári Egységes Számla állománycsökkenése fedezte, hiszen a 2001 végi kibocsátások már figyelembe vették a 2002. évi finanszírozási szerkezet sajátosságait, azaz a megemelt aukciós értékesítések részben már fedezetet biztosítottak a 2002. évi magasabb finanszírozási igényre. Egyes devizabetétek felhasználása további 50 milliárd forinttal járult hozzá a finanszírozáshoz.

V. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2002-BEN

A központi költségvetés bruttó adósságának GDP-hez mért aránya 2002 végére a 2001-es 52%-ról 54,3%-ra emelkedett. A bruttó adósság 75%-a forint-, 25%-a devizatartozást testesített meg.

A KÖZPONTI KÖLTSÉGVETÉS ADÓSSÁGA 2002 VÉGÉN

	Milliárd forint
Magyar Államkötvények	4606,3
Diszkont Kincstárjegyek	1435,0
Lakossági állampapírok	559,8
Forinthitelek	353,2
A nemzetközi tőkepiacon kibocsátott államkötvények	878,3
Devizahitelek	1394,3
Swapok	-5,2
Lejárt, de be nem váltott állampapírok	2,6
Összesen	9224,2

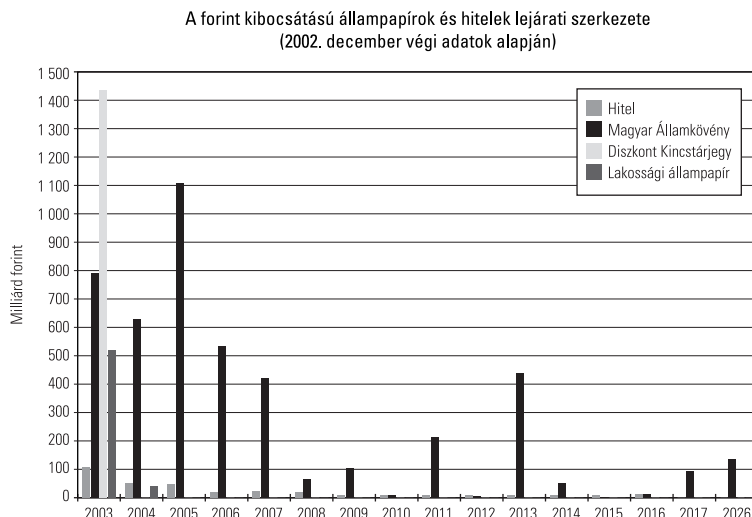
Az adósság forint- és devizakomponensei eltérő jellemzőkkel átlagos hátralévő futamidő, duráció, kamatláb stb., bírnak, amelyeket az alábbiakban összegezhetünk.

1. A FORINTADÓSSÁG SZERKEZETE

A forintportfólió tekintetében az államadósság-kezelési stratégia célja a nemzetközi összehasonlításban még mindig alacsony átlagos hátralévő futamidő és a duráció további növelése, ami a hosszú futamidejű, fix kamatozású kötvények finanszírozásban betöltött szerepének növelésével érhető el.

(A) ÁTLAGOS HÁTRALÉVŐ FUTAMIDŐ ÉS LEJÁRATI PROFIL

A forintkötvények lejárat szerkezete egyenetlen, a nagy lejáratok a következő néhány évre koncentrálnak. Az államkötvény-törlesztések összege – a rendszeres piaci kibocsátású állampapírok miatt – igen nagy a 2003–2007 közötti időszakban (lásd ábra a 12. oldalon), ami az adósság megújítási kockázatát növeli. Ennek következtében 2002 végén a forintban kibocsátott piaci adósság 41%-a egy éven belül, 10%-a a második évben, 35%-a pedig 3-5 év múlva jár le. A lejárat csúcsok elkerülésének leghatékonyabb eszköze a hosszabb futamidejű állampapírok (5, 10 és 15 éves fix kamatozású eszközök) szerepének növelése. Ugyanezt a célt szolgálta a kétéves futamidő kivezetése a kibocsátási szerkezetből. A piaci értékesítésű államkötvények esetén az átlagos hátralévő futamidő 2,85 évről 3,38 évre emelkedett 2002 végéig, de az új fix kibocsátások a teljes portfólió tekintetében csak részben kompenzálták a korábban igen hosszú futamidővel kibocsátott változó kamatozású kötvények folyamatos „öregedését”.

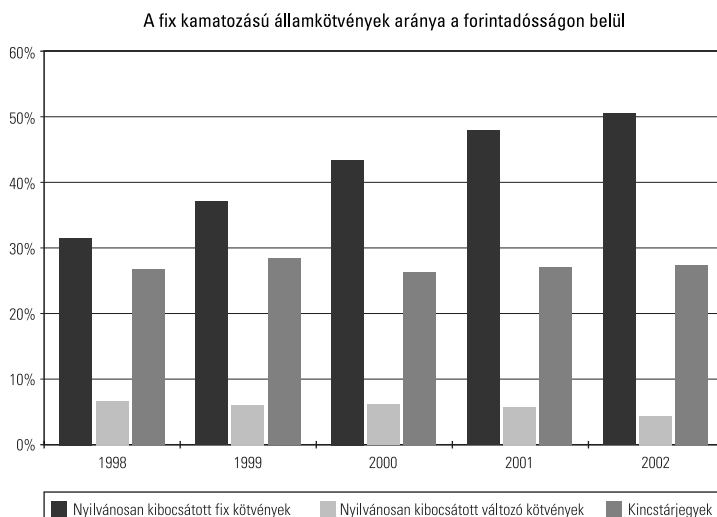


(B) A FENNÁLLÓ TARTOZÁS TÍPUSA SZERINT (KÖTVÉNY, KINCSTÁRJEGY, HITEL ÉS LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR)

A kibocsátási szerkezet kialakításánál a hátralévő futamidő növelését az államkötvényekben megtestesülő adósságelemek szerepének növelése támogatja leghatékonyabban. A kötvények értékesítésének a terveket meghaladó mértéke ellenére ezen adósságelem aránya csak kismértékben emelkedett a portfólión belül, ami a diszkont kincstárjegyek jelentős állománynövekedésének köszönhető. A lakossági állampapírok (Kamatkozó Kincstárjegy és a Kincstári Takarékjegy) aránya 10%-ról 8%-ra csökkent. A forinthyitelek aránya – mely a folyamatos törlesztések következtében csökkenő tendenciát mutatott az utóbbi években – az év végi hitelátvállalások következtében újból emelkedett.

(C) A KAMATOZÁS TÍPUSA SZERINT (FIX, VÁLTOZÓ)

Az adósságállomány kamatszerkezet szerinti megbontásában további eltolódás történt a fix kamatozású elemek felé, hiszen a fix kamatozású kötvények részesedése a 2001. év végi 49%-ról 54%-ra emelkedett a forintadósságon belül (lásd következő ábra). Az év során kibocsátott négy kötvény mindegyike fix kamatot fizető sorozat volt, ami nagyban hozzájárult a fix kamatozású államkötvények arányának 2002-es évi növekedéséhez. Az ÁKK Rt. a megelőző években több, nem fix kamatozású államkötvény-konstrukcióval is jelentkezett a piacon (változó kamatozású, kamatindexált, tőkeindexált), de kereslet hiányában értékesítésük megszüntetésre került.



2. A DEVIZAADÓSSÁG SZERKEZETE

Annak ellenére, hogy az idegen deviza 25%-os aránya a portfólión belül – mely a GDP közel 14%-át tette ki – nemzetközi összehasonlításban magasnak tűnhet, súlya a portfólión belül 1997 óta (41%) folyamatosan csökken (lásd III. fejezet).

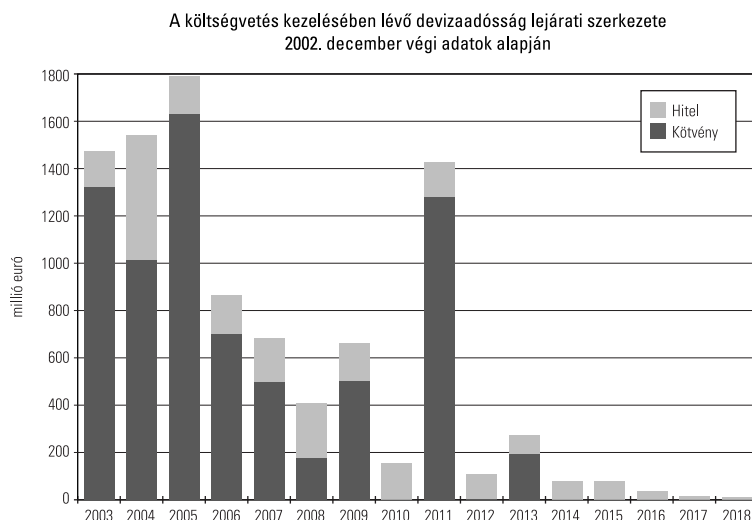
(A) A FENNÁLLÓ TARTOZÁS TÍPUSA SZERINT

A Magyar Állam 1999 óta közvetlenül von be forrást a nemzetközi tőkepiacokról. Az ennek keretében megvalósított kötvénykibocsátások aránya fokozatosan emelkedik (41% 2002 végén) a devizaadósság portfólióján belül. Az így kibocsátott értékpapírok és felvett hitelek célja az adósságcsere keretében a központi költségvetésnél keletkezett – az MNB által külföldön kibocsátott egyes devizakötvények feltételeivel megegyező – devizahitel lejáró elemeinek megújítása volt. Az MNB-től 1997-ben átvállalt devizahitel-adósság 2002 végén 13 kötvényből állt, mely a devizaadósság 38%-át adta.

A devizaadósság 21%-át kitevő közvetlen külföldi hiteladósság – amely a nemzetközi szervezetektől, illetve külföldi bankoktól felvett, továbbá az átvállalt hitelek állományából áll – az elmúlt év alatt összességében 226,9 milliárd forinttal nőtt. E növekedés mögött elsősorban a költségvetési törvény alapján megvalósított 213 milliárd forint összegű devizahitel-átvállalás húzódott meg. Szintén az állomány növekedése irányába hatottak a Világbanktól, a Közép-európai Banktól (CEB), illetőleg az EIB-től történt fejlesztési célú hitelfelvételek, összesen 65,0 milliárd forinttal. A közvetlen külföldi devizahitelek állományának változását ezenfelül a 27,1 milliárd forintnyi törlesztés és 24,0 milliárd forint árfolyamnyereség befolyásolta.

(B) LEJÁRATI PROFIL

A nemzetközi tőkepiacon – ellentétben a hazai értékpapírpiaccal – nem bocsát ki rövid futamidejű állampapírokat az ÁKK Rt., ami hosszú távon elősegíti a lejáratok viszonylag egyenletes lefutását. Az éves lejáratok az elkövetkezendő 4 év során 0,9–1,8 milliárd euró között alakulnak (lásd ábra a 14. oldalon). A devizaportfólió átlagos hátralévő futamideje az év eleji 4,33 évről év végére 4,04 évre, átlagos durációjá 2,79 évről 2,41 évre csökkent a devizalejáratok forintból történő megújítása miatt. A Magyar Állam nemzetközi forrásbevonási feltételei folyamatosan javulnak, lehetővé téve számos költségesnek bizonyuló, idegen devizában fennálló adósságelem előtörlesztését és kiváltását olcsóbb hitelekkel. Ennek köszönhetően a költségvetés külföldi adósságszolgálatának költségei folyamatosan csökkentek.



(C) DEVIZA- ÉS KAMATSZERKEZET

A stratégiának és a jóváhagyott benchmarkoknak megfelelően a végrehajtott árfolyam-kockázati ügyleteket (swap) követően a teljes devizaadósság euróban áll fenn, azaz az árfolyamkockázat a forint euróval szembeni árfolyamának változására korlátozódik. 2002-ben a tényleges devizaportfólió 99,9%-a folyamatosan euróban állt fenn, ahol a 100% eurótól való eltérés technikai okokra volt visszavezethető. A devizaadósság szempontjából árfolyamkockázatot kizárólag a forint lebegtetési sávján belüli mozgása jelent. A sáv 2001 májusától $\pm 15\%$ -ra történő kiszélesítése nagyobb teret enged az árfolyam piaci mozgásának, ami egyben a kockázati szint növekedésével is együtt jár.

2002 folyamán a kamatbenchmark májusig kb. 80–20%-os, majd ezt követően 75–25%-os arányban tartalmazott fix és változó kamatozású elemeket.

A kamatbenchmark meghatározása a kockázatok meghatározásával kezdődik. Az éves költségvetés kamatkiadásainak esetleges túllépése (cash-flow-at-risk), valamint a portfólió értékének egy bizonyos szintet meghaladó növekedése eredményezhet kockázatot (value-at-risk). Ugyanakkor figyelembe kell venni, hogy e két kockázat egymás ellenében jelenik meg. Ha tehát növeljük a fix kamatozás arányát a portfólión belül, akkor a cash-flow alapú kockázat csökkenésével és a value-at-risk emelkedésével kell számolnunk, míg ellenkező esetben fordított tendencia érvényesül.

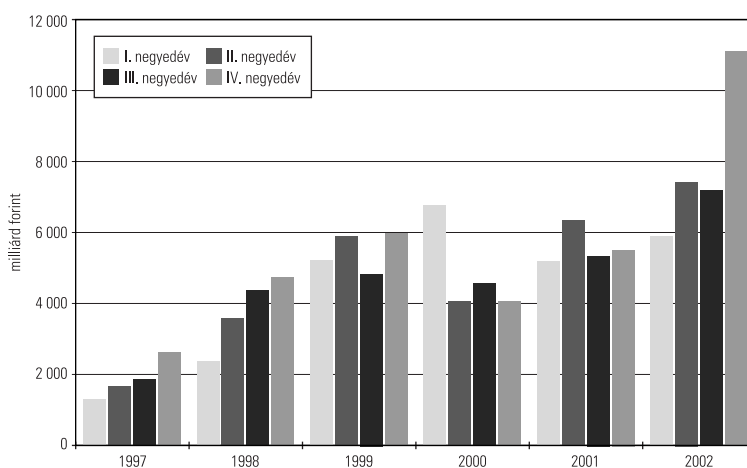
VI. A MÁSODPIAC ÉS A PIACI SZOKVÁNYOK

(A) A MÁSODPIAC

A KELER statisztikák alapján a KELER OTC elszámolás keretében bonyolódó állampapír-forgalom 15815 milliárd forint volt 2002-ben, 4821 milliárddal több, mint a megelőző évben. A forgalom 85 százaléka államkötvényekben bonyolódott.

A tőzsdei állampapír-forgalom 638 milliárd forint volt (duplikáltan). A teljes tőzsdei állampapír-forgalom 80 százalékát az államkötvények tették ki. A Budapesti Értéktőzsde teljes forgalmából 13 százalékban részesültek az állampapírok.

Az állampapírok KELER OTC és tőzsdei forgalmának alakulása (duplikált)



2002-ben a legnagyobb forgalmú állampapír az a 2007/D jelű 5 éves lejáratú kötvény volt, melynek piaci állománya 2002 végére megközelítette a 400 milliárd forintot (1,7 milliárd eurót), ami jól tükrözi a kibocsátó és a forgalmazók likviditás növelését célzó közös erőfeszítését. 2002 folyamán 26-ról 24-re csökkent a forgalmazói árjegyzésbe bevont államkötvény-sorozatok száma, ezzel párhuzamosan a sorozatok átlagos nagyságai 100 milliárd forintról 155 milliárd forintra emelkedtek. A forgalmazók így a teljes kötvényállomány 80%-ára kiterjedően jegyezték árfolyamot.

A magyar állampapírok piacának egyik legfontosabb szereplője és egyben szervezője az elsődleges forgalmazói kör, melyhez 2003. január elsején 9 hitelintézet és 3 befektetési vállalkozás tartozott. 2002-ben közreműködésükkel 4372 milliárd forint értékű állampapír – a teljes belföldi kibocsátás 89%-a – került eladásra, valamint az állampapírok másodpiaci forgalmának továbbra is közel 90%-a bonyolódott rajtuk keresztül.

Az elsődleges forgalmazók másodpiaci üzleteinek (árfolyamértéken) 23 százalékában intézményi befektető volt a partner, a legtöbbet velük kereskedtek. 20-20 százalékban más elsődleges forgalmazókkal, ill. hitelintézetekkel kötöttek üzletet. A külföldi befektetők részaránya 19 százalék volt, jelentős emelkedést mutatva a 2001-es 14 százalékhoz képest.

Az elsődleges forgalmazók üzletkötéseinek átlagos nagysága (háztartásokkal bonyolított ügyleteket nem számítva) 296 millió Ft volt 2002-ben. Ez 23 millió Ft-tal több, mint 2001-ben. A legnagyobbak továbbra is a külföldi befektetőkkel kötött ügyletek voltak, átlagosan 528 millió forinttal.

A forgalmazók közreműködésével számos külföldi befektetőt is sikerült a belföldi állampapírpiacon csábítani. Ezt a folyamatot segítette a szabályozási környezet változása is, hiszen a devizaliberalizáció számos, a külföldiekkel szemben felállított befektetési korlátozást feloldott. Ennek köszönhetően 2002-ben 720 milliárd forinttal emelkedett a külföldiek által birtokolt állampapír-állomány, melyből 1709 milliárdot (95%) az államkötvények tették ki.

Ez azt is jelentette, hogy míg 2001 végén a piaci állampapír-állomány 23,5%-a, addig 2002 végére több mint 30,8%-a volt külföldiek tulajdonában. (Ez a piaci államkötvényeket tekintve 47%-os részesedést jelent.) Állampapír állományuk hátralévő futamideje 3,55 év volt, amely nagyjából a fix kamatozású kötvényportfólió hátralévő futamidejével egyezik meg.

Az elsődleges forgalmazók jelentései alapján az általuk 2002-ben lebonyolított repoügyletek mennyisége 3120 milliárd forint volt.

(B) ÁLLAMPAPÍR-PIACI SZOKVÁNYOK

Az Államadósság Kezelő Központ Rt. 2002. március 1.-jei hatállyal vezette be a fix kamatozású Magyar Államkötvények hozam-árfolyam kalkulációjának, valamint felhalmozott kamat számításának azon módszerét, amely teljes mértékben megfelel a Nemzetközi Értékpapír-piaci Szövetség (ISMA) ajánlásának, valamint az Európai Unió tagországainak kötvénypiacain alkalmazott eljárásnak.

A kalkuláció és a felhalmozott kamat számítás során

- az esetleges szökőnapok is figyelembevételre kerülnek,
- valamint a nemzetközi piaci szokványoknak megfelelően az egy évnél rövidebb hátralévő futamidejű kötvények hozam-árfolyam számítása is az exponenciális módszeren alapul.

A magyar állampapírpiac európai uniós harmonizációjának lezárásaként, az Államadósság Kezelő Központ Rt. 2003. január 1.-jei hatállyal újabb piacfejlesztési lépések meghozatalát határozta el. Ennek keretében 2003. január 1-jétől valamennyi forgalomban lévő és kibocsátásra kerülő Diszkont Kincstárjegy kalkulációja során

- figyelembe kell venni az esetleges szökőnapot is,
- továbbá a pénzpiacon szokásos számításoknak megfelelően egy év 360 naposnak tekintendő.

Ugyancsak 2003. január 1-jétől módosul a változó kamatozású Magyar Államkötvények felhalmozott kamat számításának módja is. Eszerint az adott kötvény 2003. évi első kamatfizetés napjától, Diszkont Kincstárjegy kamatbázis esetén a Diszkont Kincstárjegy számításánál, míg fogyasztói árinдексhez kötött kamatozás esetén a fix kamatozású Magyar Államkötvény felhalmozott kamat számításánál alkalmazott módszert kell követni.

Az Államadósság Kezelő Központ Rt. egyértelmű törekvése a harmonizációval, hogy a magyar állampapíroknak az európai uniós összehasonlításban is versenyképes, a belföldi és külföldi befektetők számára egyaránt vonzó piaca legyen. Az európai befektetők meghatározó szerepe a magyar állampapírok piacán a korábbi erőfeszítések eredményességét tanúsítja.

VII. PIACI INFORMÁCIÓK

A legszélesebb körű tájékoztatás egyrészt piaci érdek az ÁKK Rt. számára, másrészt jogszabályi és szerződéses kötelezettség is; hiszen a kibocsátó Magyar Állam, illetőleg az annak nevében eljáró ÁKK Rt. értékpapírok kibocsátásával és forgalmazásával kapcsolatos információszolgáltatási kötelezettségét a tőkepiaci jogszabályok, illetve a nemzetközi piacokon történő megjelenés esetén az ott érvényes jogszabályi és egyéb (pl. tőzsdei) előírások is szabályozzák. Az elsődleges piac átláthatóságát szolgálja továbbá a kibocsátási naptár kidolgozása és rendszeres előzetes közzététele, amelynek ismeretében könnyen előre jelezhető az egyes kibocsátások és aukciók időzítése.

AUKCIÓS NAPTÁR (4 HETES IDŐSZAKRA)

Az aukciós naptárból (lásd táblázat) kitűnik, hogy elsősorban a Magyar Államkötvények és a Diszkont Kincstárjegyek viselik a központi költségvetés finanszírozásának terhet.

	Kedd	Szerda	Csütörtök
1 hét	3 hónapos Dkj	6 hónapos Dkj	12 hónapos Dkj
2 hét	3 hónapos Dkj		3 és 5 éves államkötvény
3 hét	3 hónapos Dkj	6 hónapos Dkj	12 hónapos Dkj
4 hét	3 hónapos Dkj		3 és 10/15 éves államkötvény

Az ÁKK ennek megfelelően az állampapír-aukciók és a jegyzések nyilvános ajánlattételét az aukciót, illetve jegyzés kezdőnapját megelőző héten, annak eredményét az aukciót, illetve a jegyzés zárónapját követően a honlapon és a Magyar Tőkepiacban jelenteti meg.

Ezen felül a befektetők az állampapír-aukciókkal kapcsolatos legfrissebb információkhoz hozzájuthatnak a következő oldalakon:

ÁKK-honlap	www.allampapir.hu www.akk.hu
Reuters	HUTREASURY
Bloomberg	GDMA
Telerate	47184-47190

Az ÁKK közvetlenül az aukció lezárását követően, 12.00 órától hirdeti ki az aukció eredményét az MMTS, a Reuters, a Bloomberg, a Telerate információs rendszerén és az ÁKK honlapján keresztül. Az eredmények tartalmazzák az értékesítésre felajánlott mennyiséget, a benyújtott és elfogadott ajánlatok számát és összegét (névértéken), a kibocsátott összes mennyiséget, valamint az aukción kialakult minimális, maximális és átlagos eladási árat.

KIADVÁNYOK

Az ÁKK a nála keletkező és a hozzá beérkező információk alapján havi és éves rendszerességgel készít és jelentet meg kiadványokat (Állampapírpiac, Éves jelentés, A központi költségvetés finanszírozása stb.) Ezen kiadványokban a főbb makrogazdasági mutatók, az adósságállomány alakulása, a kibocsátási és másodpiaci információk mellett megtalálható az aktuális kibocsátási naptár is, amely az elkövetkező időszak eseményeiről ad felvilágosítást. Az ÁKK tevékenységét jelentősen befolyásoló események, intézkedések esetén, amennyiben az a közvélemény széles nyilvánosságának érdeklődésére is számot tarthat, más kommunikációs eszközöket is igénybe vesz (sajtóközlemény, -tájékoztató, -beszélgetés, konferencia szervezése stb.).

VII. Piaci információk

Az ingyenes kiadványokat az ÁKK az érdeklődők számára postai és elektronikus úton terjeszti. A kiadvány – a jelentkező nevének, beosztásának, intézményének neve és pontos postai címe feltüntetésével – írásban kérhető:

Husztai Edit

H-1255 Budapest Pf. 248.
Telefon: 06-1-488-9438
Fax: 06-1-488-9445
e-mail: husztie@allampapir.hu

Mohai Ádám

H-1255 Budapest Pf. 248.
Telefon: 06-1-488-9436
Fax: 06-1-488-9445
e-mail: mohaia@allampapir.hu



■ 1027 Budapest, Csalogány utca 9–11. ■ 1255 Budapest, Pf. 248 ■

■ Telefon: (06-1) 488-9300 ■ Fax: (06-1) 488-9405 ■ E-mail: akk@allampapir.hu ■ További információ: www.allampapir.hu, 06 40 24 24 24 ■