

# ÁLLAMPAPÍRPIAC

1999.

MAGYAR ÁLLAMKINCSTÁR  
ÁLLAMADÓSSÁG KEZELŐ KÖZPONT

(JELEN KIADVÁNY A 2000-BEN KINYOMTATOTT ÉVES KIADVÁNY SZÖVEGES RÉSZÉNEK  
REPRODUKÁLT VÁLTOZATA. KISEBB ELTÉRÉSEK LEHETSÉGESEK AZ EREDETI  
VÁLTOZATHOZ KÉPEST.)

## AZ ÁLLAMPAPÍR-PIACOT BEFOLYÁSOLÓ FŐBB FOLYAMATOK ÉS AZ ÁLLAMPAPÍR-PIAC ALAKULÁSA 1999 -BEN

### 1. Makrogazdasági folyamatok

1999-ben az állampapír-piac változékony gazdasági környezetben működött. Az év során bekövetkezett kedvező fejleményként értékelhető az, hogy az év eleji állapothoz képest mind a fizetési mérlegben, mind a költségvetésben javulás mutatkozott. A külföldi tőkebeáramlást befolyásoló fontos tényező volt az, hogy Magyarországot a külföldi befektetők egyre inkább az Európai Unióhoz közeledő piacként kezelik, amelyet jól mutatott az, hogy a brazil válság egy rövid átmeneti időszakról eltekintve nem éreztette hatását és a koszovói konfliktus mérsékelten befolyásolta a magyar piacot.

A gazdasági növekedés 1998 harmadik negyedévéig töretlen volt, azonban 1999-ben némiképpen lelassult az orosz válság közvetlen és közvetett hatásai miatt. Mivel 1998 végén, 1999 elején az exportdinamika üteme csökkent a magyar áruk és szolgáltatások célországaiiban bekövetkezett gazdasági növekedés lassulása miatt, ebben az időszakban a belső kereslet - ezen belül is a fogyasztás - is egyre nagyobb szerepet kapott a hazai növekedési folyamatokban. A gazdasági növekedés üteme 1999. első negyedévében 3,3%-ra mérséklődött ugyan, de a második és különösen a harmadik negyedévben már 3,8%-os és 4,4%-os növekedést jegyezhetünk fel, ami jelentősen meghaladta az európai uniós országok átlagát és magasabb a térségbeli országok hasonló mutatóinál. 1999 harmadik negyedévéától a gazdaság élénkülésének egyértelmű jeleit tapasztalhattuk, ami tovább fokozódott az év végéig. Az év második felében a külső egyensúly szempontjából kedvező az a tendencia, hogy az ipari termelés bővülése és a munkanélküliség csökkenése az exportdinamika javulásával párhuzamosan következett be.

Az 1999-es külgazdasági folyamatok a második félévben jelentősen javultak, az 1998 második felében a gazdaság növekedését visszavetítő külső események hatása múlni látszik. A **folyó fizetési mérleg** 222 millió USD-vel kisebb hiánnyal zárt 1999 december végén, mint egy évvel azelőtt (1998: -2298 millió USD, 1999: -2076 millió USD). Ez elsősorban a júliustól folyamatosan javuló külkereskedelmi egyenlegnek, a turizmus július-szeptemberi időszakban növekvő bevételeinek és a jövedelemkiáramlás csökkenő mértékének volt köszönhető. Az **árudeviza forgalom** egyenlege 1999 végéig 175 millió dollárral kisebb hiányt mutatott, mint előző év azonos időszakában. Míg a *szolgáltatásokból* származó nettó kiadások - az importált szolgáltatások növekedése és az export jelentős csökkenése miatt - 393 millió dollárral magasabb összege rontotta, addig a *jövedelmek* kiáramlásának 242 millió USD-os csökkenése javította az egyenleget. A *viszonzatlan átutalások egyenlege* 198 millió dollárral javította a mérleget.

1999 decemberéig az adósságot nem generáló **külföldi befektetések**<sup>1</sup> összege 2.631 millió USD volt, ami 1998 azonos időszakához viszonyítva 1176 millió USD-ral magasabb

---

<sup>1</sup> Ez a kategória a Magyar Nemzeti Bank 1998 elején megváltozott statisztikai adatközlésével összhangban a külföldi közvetlen tőkebefektetéseket és a tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírokba történő portfólió befektetéseket foglalja magában.

érték. **A kedvezően alakuló folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozására a tőkebeáramlás 181%-os növekedése elegendő biztosítékot jelentett.**

A folyó fizetési mérleg finanszírozását biztosító tőkebeáramlásnak köszönhetően az **ország** tulajdonosi hitelek nélkül számított **nettó külföldi adóssága** az 1998. decemberi 10.195,7 millió USD-ról 1999 decemberére 8.608,2 millió USD-ra **csökkent**.

1999-ben alapvetően folytatódott az **infláció** csökkenése, az 1997-ben tapasztalt 18,3%-os és az 1998-ban 14,3%-os átlagos éves árszínvonal emelkedési ütem egy év alatt jelentősen, 10,0%-ra csökkent. A 12 havi infláció alakulása szempontjából azonban az év első és második fele élesen elkülönült.

1999 elején a lassuló árszint-emelkedéshez jelentősen hozzájárult a nyers- és üzemanyagok világpiaci árának csökkenése, valamint a mezőgazdasági cikkek jelentős túlkínálata miatt nyomott árak. Ennek nyomán májusra a 12 havi infláció 8,9%-ra süllyedt, és a havi infláció csökkenése is folyamatos volt.

Júniustól azonban már magasabb inflációs értéket figyelhettünk meg, amely részben a tavalyi alacsony bázisnak tulajdonítható, valamint a nyers- és üzemanyagok és a mezőgazdasági termékek korábbiaktól eltérő, emelkedő áralakulásának. A költségoldali tényezők között jelentős szerepet játszottak a gyógyszer és telefonárak is.

**A központi költségvetés (privatizációs bevétel nélküli) hiánya** 1999-ben **331,6 milliárd forint** volt, ami 86,8%-os teljesülésnek felel meg, azaz elmaradt az éves előirányzattól. A bevételi oldalon főképp a személyi jövedelemadónak köszönhető ez a kedvező eredmény, ami részben kompenzálta a vám- és importbefizetéseknek és a fogyasztási adóbevételeknek a tervezettől való elmaradásait. Javította az egyenleget a távközlési koncesszió díjbevétele. A kiadások alakulását a felhalmozási kiadások jelentős visszafogása, az agrár és a természeti károk miatti támogatások növekedéséből és az előirányzatot meghaladó kamatkidrásból származó többletterhek befolyásolták a legnagyobb mértékben. Az előirányzatok meghaladó kamatkidrás egyrészt az év elején a várt értéktől eltérő finanszírozási igénnyel, másrészt a költségvetési tervben feltételezettnél átmenetileg magasabb piaci kamatszinttel magyarázható. Az év elejei hónapok kedvezőtlen költségvetési pozíciójának az oka a költségvetés hiányának havonkénti alakulásában évről évre érvényesülő szezonálisban keresendő. Ezt a hatást erősítették a természeti károk, az 1998-as orosz válság utórezgése, és az Európai Unió lassuló konjunktúra miatt bekövetkező év elejei egyensúlyromlás. A belső egyensúly fenntartása érdekében a magasabb növekedés figyelembe vételével tervezett kiadási oldal tartalmának befagyasztására már februárban sor került. Azonban 1999 második felére a rendkívüli bevételeknek és a fogyasztás év végi növekedéséből származó bevételeknek köszönhetően a tervszámok lényegében teljesültek.

A Társadalombiztosítási Alapok 48,4 milliárdos hiányt mutattak, ami csak 6,7 milliárd forinttal haladta meg az előirányzatot. A vagyonértékesítésből származó 20 milliárdos többletbevétel javította, a gyógyszerár-támogatások többletkiadásai rontották az egyenleget. A nyugdíjrendszer átalakításával magyarázható bevétel elmaradást a központi költségvetés megtérítette - ez elmaradt az előirányzattól -, a Nyugdíjalap így 3,8 milliárd forintos hiánnyal zárt; az Egészségbiztosítási Alap 44,6 milliárd forintos deficitje a

tervezetthez közelálló mértékű. Az elkülönített alapok 40,6 milliárd forintos korrigált hiányt mutattak decemberig, ahol is a vártnál magasabb hiányt elszámolási okok (a megszűnt alapok egyenlegének átvezetése) magyarázzák. A központi költségvetés, a társadalombiztosítási és elkülönített állami alapok hiánya 420,6 milliárd forint volt 1999 folyamán.

**Az elmúlt években a központi költségvetés GDP-hez viszonyított bruttó adóssága jelentősen csökkent**, az 1996 végi 71,5%-os érték 1998 végére 61,1%-ra, 1999-re 60,3%-ra esett vissza, elsősorban a költségvetés elsődleges többletének és a privatizációs bevételek adósságtörlesztési célú felhasználásának köszönhetően. Az **adósságállomány 6.886 milliárd forint** volt 1999 december végén, amely az előző év végi adattal összehasonlítva 12%-os nominálértéken számított növekedésnek felel meg. A növekedés alapvetően a központi költségvetés adósságában bekövetkezett 631 milliárd forintos bővülésnek (tranzakciók) és a mindenkori devizaadósságon (állomány) keletkező árfolyam-különbözetnek tulajdonítható.

1999-ben a **pénzpiacokat** összességében kiegyensúlyozott forintlikviditás jellemezte. 1999 februárjáig a brazil válság egy hetétől eltekintve bő likviditás jellemezte a pénzpiacokat, május-október időszakban átmeneti, kisebb mértékű likviditás szűkülés volt tapasztalható, az év utolsó negyedében ismét jelentős kereslet jelent meg a pénzpiacokon.

A bankközi piacon a kamatok - a rövidebb lejáratokon a tartalékolási periódus lezárulása előtti szélsőséges ingadozásoktól eltekintve - alapvetően a repo folyosó alsó felén ingadoztak. Egyedül a brazil válság ideje alatt tört ki egy hétre az overnight és 1 hetes kamat az egynapos passzív és aktív repo által meghatározott sávból (közel 300 bp-ot emelkedett), ezt követően azonban visszatért eredeti szintjére.

A **központi bank** 1999-ben 7 alkalommal csökkentette konstrukcióinak kamatát. Az első intézkedésre január 8-án került sor, majd ezt követően áprilisban kétszer, júniusban, júliusban, novemberben és decemberben egy alkalommal mérsékelte irányadó kamatait a jegybank. Ennek eredményeképp aktív oldalon 325 bázispontot, passzív oldalon 175 bázispontot csökkentek a központi banki kamatok, amely maga után vonta a repokamat-folyosó szűkülését is. Március elejétől a jegybank megváltoztatta a pénzpiaci kamatokat leginkább meghatározó betéti konstrukciójának a lejáratát. A futamidőt egy hónapról két hétre csökkentette, a betét kamatát pedig 16 százalékban határozta meg, ami megegyezett az egy hónapos eszköz kamatával.

Az árfolyam alakulását vizsgálva látható, hogy a brazíliai válság hatására pár napig a sáv gyenge oldalára került a forint, azonban az átmeneti bizonytalanságot követően február közepéig a sáv erős oldalához közel ingadozott. Március végétől azonban a koszovói válsággal kapcsolatos kedvezőtlen várakozások az árfolyam sávon belüli mozgásában is tükröződtek. Egészen április közepéig a forint az árfolyam centrumának gyenge oldalán lebegett. A térségből érkező kedvező hírek hatására májustól augusztusig az árfolyam a sáv erős széléhez közel helyezkedett el, a szeptember-októberi kis mértékű gyengülést leszámítva az év végéig így is maradt.

A pénzügyminiszter az év folyamán három alkalommal csökkentette 0,1%-kal a forint - 30% USD-t és 70% eurót tartalmazó devizakosárhoz képesti - havi leértékelési ütemét: január 1-jén 0,6%-ra, július 15-én 0,5%-ra, végül október 1-jén 0,4%-ra.

*Az államadósság kezelést meghatározó további fontos esemény, hogy a Kormány döntése alapján a forint mint kosárvaluta 2000. január 1-től 100%-ban euró komponenst tartalmaz (a korábbi 70% euró és 30% USD szerkezetet váltja fel).*

Mivel az euró régióban nominálisan alacsonyabb az állampapírok referencia hozama, így a forint euróhoz kötésével - sőt annak bejelentését követően - a magyar állampapír hozamoknak is csökkenniük kellett volna. A bejelentést követően azonban a csökkenés nem következett be azonnal, csupán az év utolsó két hónapjában mérséklődtek jelentősen a nominális hozamok, ami miatt az ezt megelőző időszakban a forinttal szembeni kockázati prémium növekedését figyelhettük meg.

Januárban a **részvények** iránti kereslet fokozódott, a tőzsdeindex (BUX) dinamikusabban növekedett. Az év a hazai pénz- és tőkepiacok szempontjából optimista hangulatban indult. Január 15-én a brazil gazdaságról érkező kedvezőtlen hírek több, mint 300 pontos zuhanást eredményeztek, másnapra azonban 500 pontos emelkedésnek lehettünk tanúi, ami jelezte, hogy a befektetők bizalma csak átmenetileg ingott meg. Február közepétől azonban a külföldi befektetők profit realizálási törekvéseit, valamint a decemberi fizetési mérleg adatok nyilvánosságra hozatalát követően az árfolyamok jelentősen ingadozva csökkentek. Március közepétől a koszovói helyzet és az időközben megindult bombázások hatására a befektetők elbizonytalanodtak, ami további visszaeséshez vezetett. Áprilisban sikeres hónapot zárt a részvényszekció, azonban májusban és júniusban a forgalom visszaesése volt megfigyelhető, néhány cég kedvezőtlen negyedéves eredményei és a makrogazdaság vártnál rosszabb teljesítménye miatt. Júliusban a FED kamatemelését követően az index meredeken emelkedni kezdett magas forgalom mellett, ennek köszönhetően közel 1000 ponttal magasabb értéket jelzett a harmadik negyedév során. Augusztus-szeptember folyamán a visszaesett teljes tőzsdei forgalomból a részvény kereskedés már több mint 50%-kal részesedett. Október közepétől a vezető részvények árfolyama elkezdett meredeken emelkedni, ami december folyamán jelentős forgalombővüléssel párosult, hiszen a tőzsdei forgalom kétharmadát a részvény szekció bonyolította. A BUX 1998 év végi 6.307 pontos záró értékről 1999 végére 8.819 pontra emelkedett, maximum értékét 8.875 pontot december 28-án érte el.

A részvénypiac 1999 első heteiben jellemző - 1998 novemberétől induló - fellendülése az **állampapír-piaci** kereslet emelkedésével párhuzamosan valósult meg. Az államkötvények piacán jelentkező töretlen külföldi érdeklődés eredményeként a hosszabb lejáratú papírok hozamai 1999 február közepéig estek. Február végétől a külföldi befektetők jelentős mértékben csökkentették profitrealizálási célzattal állampapír befektetéseiket vélhetően az év elején megjelent kedvezőtlen makrogazdasági adatok miatt, ami a hozamok emelkedését okozta. Magyarország és kereskedelmi partnereink gazdasági növekedésének lassulása a makrogazdasági mutatókban is érvényre jutott, ez szintén a hozamok emelkedésének irányába hatott. A koszovói válság visszafogta a külföldi befektetők állampapír keresletét, amely magasabb kockázati prémium elvárásokat okozott. A II. negyedévben a külföldi befektetők részesedése stabilizálódott, kisebb ingadozásokat

mutatva 320-330 md forint körül alakult. Ezzel összhangban a hozamok változásában sem tapasztalhattunk egyértelmű tendenciát, áprilisban enyhe csökkenés, míg május-júniusban kisebb emelkedés volt jellemző. A III. negyedévben a FED kamatemelését és az MNB kamatsökkentését követően a kötvényhozamok emelkedése volt jellemző. A külföldiek államkötvény állománya ekkor újból megemelkedett és szeptember végéig kis mértékben ingadozva tartotta 330 milliárd körüli szintjét. Októbertől azonban az egyre javuló makrogazdasági mutatók fényében már csábítóvá váltak az államkötvény hozamok, különösen a forint árfolyamának stabilizálódása mellett. Az optimista hangulat következtében mind az aukciókon, mind a másodpiacon jelentős keresletet mutatkozott az állampapírok iránt, így a külföldi kézbe került államkötvények állománya is közel 100 milliárd forinttal megemelkedett. **A külföldi befektetők részesedése az állampapír-piacon** meghaladja az év eleji 280 milliárd forintos (1,16 milliárd dollár) szintet, december végén 439 milliárd forintos (1,73 milliárd dollár) értéke a magyar állampapírok és hozamainak kedvező megítélését bizonyítja.

A háztartások nettó pénzügyi vagyónváltozása<sup>2</sup> 1999-ben 762 md forint volt, amely főként a részvénybefektetések visszaesése és a hitelállomány meglódulása következtében csupán 87%-a az egy évvel korábbi értéknek. A háztartások nettó finanszírozási képessége (megtakarítás)<sup>3</sup> 636,2 md forint volt, ami így nominálisan 80%-a az előző évi értéknek. A megtakarítások szerkezetét vizsgálva egészen az év utolsó hónapjáig látható a banki megtakarítások térnyerése, az állampapírok stabil részesedése és a nem hitelintézeti megtakarítások szerepének csökkenése, azonban decemberben a készpénzállomány felduzzadásának és ezzel egyidejűleg nagymértékű betétkivonásnak lehettünk a tanúi. Ez utóbbi jelenségben fontos szerepe volt a dátumváltás körüli bizonytalanságnak is.

A **devizában fennálló megtakarítások** forintban számítva az év folyamán 4,5 milliárd forinttal csökkentek, amely a deviza-befektetések első félévben tapasztalt kivonásával magyarázható. Deviza betételhelyezésre lényegében csak augusztus-október időszakban került sor, amikor a forint árfolyam enyhén elszakadt az árfolyamsáv erős oldalától. A **hitelintézeti forintbetétekbe** áramló megtakarítás 15%-kal alacsonyabb értéket mutatott, mint 1998-ban. Ez elsősorban a jelentős **decemberi betétkivonásnak** tudható be, hiszen az év megelőző időszakában a biztosabb befektetések előtérbe kerülése, a betétállomány dinamikus emelkedése volt jellemző. A közvetlen **állampapír megtakarítások mennyisége** változatlan mértékű 1998-hoz képest, aránya a megtakarításokon belül 25%-on stabilizálódott. Az állampapírok változatlan népszerűsége ellenére a nem hitelintézeti értékpapírokba áramló megtakarítás 1998-hoz képest a felére csökkent. A tőkepiaci bizonytalanság részvényeik - szinte folyamatos - eladására ösztönözte a háztartásokat 1999-ben, míg a befektetési alapok az orosz válságot követően folyamatosan nyerték vissza pozícióikat a háztartási megtakarítások piacán. Külön figyelmet érdemel az életbiztosítások és a nyugdíjpénztári megtakarítások tartósan növekvő állománya, mely 1998 azonos időszakához képest közel 50%-os gyarapodást mutatott (a legnagyobb

---

<sup>2</sup> 1998 folyamán az MNB megváltoztatta a háztartási megtakarítások nyilvántartásának módszertanát.

Bevezetésre került a nettó pénzügyi vagyón fogalma, ami az átértékelődési és egyéb volumen változások hatását is tartalmazza (a pénzügyi megtakarítás kiszűri ezeket a változásokat).

<sup>3</sup> Ezt a kategóriát az MNB a megtakarításokból számolja az árfolyamváltozásokból adódó átértékelődés és a volumenváltozások kiszűrésével.

növekedés decemberben következett be). Ez utóbbi folyamatnak komoly lendületet adott a kötelező magán-nyugdíjpénztáraknak a rendszerből adódó, dinamikus felhalmozása. Új fejlemény a személyi hitelállomány jelentős bővülése, mely kiváltképp a fogyasztási hitelezési aktivitás fokozódásának köszönhető. A hitelállomány bővülése 116 milliárd forintot tett ki, amely több mint az ötszöröse az 1998-as értéknek.

## **2. Az állampapírok kibocsátása, értékesítése és forgalmazása**

1999-ben fontos változtatások történtek az elsődleges piacon. Az elsődleges forgalmazói rendszer megerősítése mellett a kibocsátási technika hatékonyabbá szervezése is megvalósult.

Így az ÁKK az állampapírok másodpiaci likviditásának növelése érdekében 1999 januárban átalakította az államkötvény kibocsátási rendet, amelynek megfelelően kevesebb sorozat kibocsátását tervezi, az egyes sorozatokból pedig nagyobb mennyiségű állampapír forgalomba hozatalára törekszik. Így 1999-ben a korábbiaknál kevesebb, 8 új kötvénysorozat került kibocsátásra. Az egyes sorozatok piacra dobott mennyisége 100 milliárd forint körül alakul (a 2002/H kötvény rendelkezett a legnagyobb - 133 milliárd forintos - állománnyal december végén).

Az államkötvényekhez hasonlóan 1999. júliusától a diszkont kincstárjegyek kibocsátásának rendszere is módosult, amelynek fő célja minél likvidebb sorozatok kialakítása, a sorozatok méretének növelése és a forgalomban levő sorozatok számának csökkentése által. A változás a diszkont kincstárjegyek "fajtáit" nem érinti, továbbra is 3, 6 és 12 hónapos állampapírokat hoz forgalomba a kibocsátó. A korábbi rendtől eltérően azonban a 6 és 12 hónapos diszkont kincstárjegy sorozatokat 8 hétig ajánlja fel aukcióra az ÁKK, azaz a kibocsátási naptárból következően 4 egymást követő aukción ugyanazon papír értékesítése történik. Így a diszkont kincstárjegyek viszonylag hamar igen tekintélyes sorozatnagyságot érnek el.

**1999-ben a költségvetés nettó finanszírozási igénye 420,6 milliárd forint** volt, amely a központi költségvetés 331,6 milliárd forintos hiányából, az elkülönített alapok 40,6 milliárd forintos korrigált finanszírozási szükségletéből, és a társadalombiztosítási alapok 48,4 milliárd forintos kincstári egységes számla igénybevétele növekedéséből adódott.

**1999 decemberéig összesen 2050,2 milliárd forint összegű forintpiaci állampapír és kamatozó hitelállomány visszafizetésére került sor**, amelyből 1239,6 milliárd a diszkont kincstárjegyek, 313,3 milliárd az egyéb kamatozó típusú kincstárjegyek, 421,4 milliárd forint az államkötvények és 75,9 milliárd forint a hitelek törlesztését szolgálta. **A devizahitelek törlesztése 521,9 milliárd forint értékben valósult meg.**

**Ugyanezen időszak alatt a forintpiaci bruttó kibocsátás összege 2645 milliárd forint volt**, amelynek nagyobbik része, 1376,2 milliárd forint diszkont kincstárjegyek, 411,0 milliárd forint a kamatozó típusú kincstárjegyek és 857,8 milliárd forint államkötvények értékesítéséből állt. **A deviza kötvény kibocsátás és hitelfelvétel összege 653,7 milliárd forintot tett ki.**

### *Államkötvények kibocsátása*

1999-ben 797,4 milliárd forint összegű Magyar Államkötvény értékesítésből 774,1 milliárd aukciókon keresztül valósult meg, míg a fennmaradó érték a Magyar Államkincstár fiókhálózatán keresztül került forgalomba. A lakossági államkötvények (a két éves futamidejű Kincstári Takarékjegy és a Kincstári Takarékkötvény) eladására 60,4 milliárd forint értékben került sor ezen időszakban, így a **teljes államkötvény értékesítés 857,8 milliárd forint volt**, ami 33%-kal haladja meg az 1998 évi kötvény eladást. Ez az összeg az 1999 során értékesítésre került állampapírok 32%-nak felel meg.

1999-ben az alábbi kötvény sorozatok kerültek több alkalommal is értékesítésre:

Kötvény lejárat	Kötvény sorozat
2 éves fix kamatozású	2001/G, 2001/H, 2001/I
3 éves fix kamatozású	2002/H, 2002/I
5 éves fix kamatozású	2004/H
5 éves változó kamatozású	2003/H
7 éves tőkeindexált	2005/D
10 éves fix kamatozású	2009/B

A kibocsátott kötvények zöme fix kamatozású volt. Az 5 éves, 6 hónapos diszkont kincstárjegy aukciók átlaghozamához kötött változó kamatozású államkötvény (2003/H) és tőkeindexált államkötvény (2005/D) részaránya az év folyamán értékesítésre került államkötvények állományán belül 5 %-ot tett ki. A tőkeindexált államkötvény azonban nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket: aukciói alacsony keresletet vonzottak és másodpiaci forgalma elhanyagolható. Ennek következtében az állampapír értékesítését a kibocsátó megszüntette.

1999. január 14-én került sor egy, a magyar piacon új instrumentum, a 10 éves fix kamatozású (2009/B) államkötvény első aukciójára. Ez a kötvény a jelenleg nyilvánosan kibocsátott fix kamatozású magyar állampapírok között a leghosszabb lejáratú. Ennek megfelelően a hozamgörbe is hosszabb lett, tíz éves lejáratig terjed. Annak dacára, hogy az első értékesítés a brazil válság idejére esett, az új tíz éves államkötvény aukcióján feljegyzett több mint hatszoros, majd az egész év átlagában tapasztalt két és félszeres túlkereslet, valamint az 1999-ben értékesített 54 milliárd forintos állomány az államkötvény kedvező befektetői fogadtatását mutatja.

A kötvényaukciók során elfogadott összes mennyiségben belül a legrövidebb, két éves papír aránya volt a legmagasabb 38%-kal, majd a három éves következett 32%-kal, ezt követte az öt éves 18%-kal, míg a 10 éves fix kamatozású papír 7%-os részesedést tudhatott magáénak. Az öt éves változó kamatozású papír és a hét éves tőkeindexált papír aukcióival 5%-os részesedést szerzett az összértékesítésen belül. A kötvények iránti - az



elfogadott mennyiséghez viszonyított - relatív kereslet, amit a fedezettségi mutató értéke jelez számunkra, az öt éves változó és a két éves fix kamatozású állampapír esetén volt a legmagasabb (2,5), a 7 éves tőkeindexált papír esetén - egyetlen, a meghirdetett mennyiség 75%-át kitevő ajánlat elfogadásával lebonyolított aukciónak köszönhetően - a legalacsonyabb (1).

Az év során kibocsátott **államkötvények elsődleges értékesítésének befektetői szektoronkénti megoszlása** szempontjából továbbra is az elsődleges forgalmazók 95%-os részesedése volt a legnagyobb. Az értékpapír-forgalmazó cégek nagy arányú saját számlás vásárlásai az elsődleges forgalmazói rendszerből adódnak, hiszen az elsődleges forgalmazók számára előírt félévenkénti 3%-os vásárlási kötelezettség a feltétele a forgalmazói rendszerben való bennmaradásuknak, így érdekük saját számlás vásárlások lebonyolítása. E forgalmazók a másodpiacon nagy arányú eladásokat hajtanak végre, aminek az elemzése a másodpiacról szóló fejezetben található. Jelentősebb vételi megbízást január és október folyamán a vállalkozások, július-augusztus folyamán az intézményi befektetők adtak.

A Kincstári Takarékkötvény, mely a lakosság hosszú távú - államkötvény - befektetéseit kívánja továbbra is biztosítani, 1999-ben 18,4 milliárd forint értékben került forgalomba.

Az ÁKK a kibocsátott állampapír állomány egy részét továbbra is a saját (ÁKK) számláján helyezi el, melynek célja elsősorban a Magyar Államkincstárhoz tartozó fiókhálózaton keresztül bonyolított állampapír forgalmazás és kismértékben az elsődleges forgalmazói rendszer likviditási feltételeinek biztosítása. Ez a mennyiség az érvényben lévő aukció üzletszabályzatok értelmében újkibocsátás esetén 20%-a, rábocsátás esetén 10%-a az aukción elfogadott ajánlatok összmenységének.

A nagy lejáratok hatásának tompítása érdekében Magyarországon 1998. január 19. óta alkalmazzák a visszavásárlási rendszert az államkötvények esetében. A visszavásárlási művelet a lejáratot megelőző 1-4. hónapban történik, az elsődleges forgalmazók részvételével. 1999-ben 74 milliárd forint értékű lejárató államkötvény került visszavásárlásra, amiből 30 milliárd eredetileg 2000-ben járt volna le.

A 10 éves kötvény rendszeres kibocsátását követően kialakult az aukciós naptár tartósra tervezett szerkezete. Ennek megfelelően államkötvények minden második héten csütörtökön kerülnek aukcionálásra. Egyik alkalommal, havonta a két és öt éves fix kamatozású kötvény aukciója zajlik. Másik alkalommal, a havonta értékesített 3 éves fix kamatozású kötvénnyel párban az aktuális piaci körülményekhez igazítva az 5 éves változó kötvény, vagy a 10 éves fix kamatozású kötvény kerülhet értékesítésre.

### ***Kincstárjegyek kibocsátása és értékesítése***

**1999-ben 1376,2 milliárd forintnyi diszkont kincstárjegy került értékesítésre, ami nominálisan 22%-os emelkedést mutat 1998 azonos időszakához képest.** Így a diszkont kincstárjegyek 52%-os részesedést tudhatnak magukénak az állampapír értékesítésen belül. 1999 során a 3 hónapos papírok részaránya 26% volt, míg a 6 hónapos és 12 hónapos diszkont kincstárjegyek aránya az összes diszkont kincstárjegy értékesítésből közel azonos, 37%-os volt.

A 3 hónapos diszkont kincstárjegyek 1999-ben lebonyolított 38 aukcióján az első félévben még 5, majd az új kibocsátási rendszer július eleji beindításával 8-10 milliárd forintot tett ki a hetente értékesítésre meghirdetett papírok névértéke. Az új kibocsátási rendszerben átalakult a 3 hónapos diszkont kincstárjegy szerepe, a likviditás kezelési cél került előtérbe, valamint az 5 milliárd forintos mennyiség nem bizonyult kellőképpen jelentős kibocsátási mennyiségnek.

A felajánlott mennyiségek február utolsó aukcióját leszámítva teljes egészében értékesítésre is kerültek. A 6 és 12 hónapos papírok esetében az elfogadott ajánlatok összege 20-26 milliárd forint között mozgott az első félévben, ami a harmadik negyedévre fokozatosan csökkent 15-18 milliárd forintos értékesítésre. Az aukción értékesített mennyiségek első féléves magas értékét likviditás-kezelési megfontolások indokolták, hiszen erre az időszakra esett a költségvetési hiány éves előirányzatának 79%-a. Mivel a hiány forrását megteremtő kötvény aukciók egyenletesen terülnek szét az éven belül, ezért a kiadások és a bevételek összehangolását elsősorban a diszkont kincstárjegy aukciókon értékesítésre kerülő mennyiségek megfelelő alakítása biztosítja.

A diszkont kincstárjegy aukciókon a tizenkét hónapos papír iránt nyilvánult meg a legnagyobb relatív kereslet (a fedezettségi mutató értéke 1999-ben 2,43 volt, ami valamivel alacsonyabb a kötvények 2,5-es átlagos értékénél), míg a három és hat hónapos kincstárjegyek esetében ez a mutató 2,28-re csökkent, illetve 2,2-ra emelkedett a előző évi értékéhez képest.

A diszkont kincstárjegyek domináns vásárlói az elsődleges forgalmazó cégek, illetve az intézményi befektetők voltak az év folyamán (2.4.1.ábra). A két befektetői kör együttes részaránya a 3 hónapos kincstárjegyek esetében 89% fölé emelkedett, a másik két lejárati esetben pedig 97%-os átlagos részesedést mutatott. A vállalkozási szektor és a háztartások a 3 hónapos kincstárjegy aukciókon eszközölték nagyobb tételű vásárlásokat, míg az intézményi befektetők a negyedik negyedév folyamán a hosszabb 6 és 12 hónapos aukciókon növelték erőteljesen részesedésüket.

Ezzel a módszerrel a sorozatok száma a korábbi 33-ról 20-ra csökken és az egyes sorozatok mérete 40-50 md forint helyett 80-100 md forintra növekszik, amely közelíti az államkötvényeknél megcélzott összeget. Ezzel párhuzamosan a három hónapos diszkont kincstárjegy szerepe módosul, az ÁKK jobban kihasználja az eszközben rejlő likviditáskezelési lehetőségeket. A három hónapos diszkont kincstárjegy esetében nem kerül sor rábocsátásra, hetente új sorozat kerül forgalomba, kivéve minden negyedik aukciót, amikor egy már piacon levő 6, illetve 12 hónapos eredeti futamidejű papír újramegnyitása történik.

A változások az aukciós naptárat nem érintik.

A **lakossági kincstárjegyek** 16%-ot képviseltek a teljes állampapír **értékesítésben**, ami közelíti az 1998 azonos időszakában elért részarányt. Az értékesítés első negyedév folyamán tapasztalt jelentős növekedése ezért torpant meg, mert nagy mértékű csökkenés következett be ezen időszakban a lakossági papírok kamatszintjében, amely a referenciául szolgáló diszkont kincstárjegyek hozamának december-február időszakban bekövetkezett

több mint 2 százalékpontos zuhanását tükrözte. A második félév folyamán a befektetők érdeklődése újból megélénkült, így december végéig a Kamatozó Kincstárjegyből 200,6 milliárd forint, míg a Kincstári Takarékjegyből 252,4 milliárd forint került forgalomba 1999-ben.

### ***Kincstári fiókhálózat***

A fiókhálózat 1999 folyamán névértéken 126 milliárdot értékesített összesen az elsődleges piacon, így a bruttó forint állampapír értékesítés 4,7%-át a hálózat forgalmazta. A nettó forgalmazás közel 16 milliárd forintot tett ki, ami az összes piaci nettó értékesítés 2,3%-a volt. Ezzel **a kincstári hálózat is aktív részt vállalt a nettó finanszírozásban**. Az ügyfélállomány 1999 decemberében megközelítette a 150 milliárd forintot. Az ügyfélállomány növekedése meghaladta a forgalom bővülését, mert sok befektető az általa biztonságosnak tekintett Államkincstári fiókban nyitott számlát. Ez a dinamikus fejlődés elsősorban a lakossági igényre szabott állampapírok (Kamatozó Kincstárjegy, Kincstári Takarékkötvény) kedveltségének köszönhető.

### ***Az állampapír aukciók koncentráltsága***

Mind a kötvények, mind a diszkont kincstárjegyek esetén a második félévben lényegesen **jobb, alacsonyabb lett a koncentráció**, mint az első félévben. Ennek a kedvező fejleménynek a fő oka az elsődleges forgalmazók aukciós vásárlási kötelezettségének (féléves időszakra számítva) 2-ről 3 százalékra emelése volt. Ez a kisebb cégeket is lényegesen aktívabb részvételre ösztönzi, csökkentve ezzel a nagyobb forgalmazók túlsúlyát.

Az államkötvény aukciók a korábbiakhoz képest kevésbé voltak koncentráltak az év második felében. A teljes időszakra számított érték 8,95, ez elmarad az első félévestől, ami 10,21 volt. **Az első öt helyezett forgalmazó az eladott mennyiség 56 százalékát vásárolta meg.**

Egy-egy aukción átlagosan 11-12 forgalmazó vásárolt, ezen belül a 2, 3 és 5 évesekén 12, a 10 éves és az 5 éves változó kötvényekén kevesebb (8-9). Ez csökkenés a 2 és 3 éves kötvények esetében az első félévhez képest, míg a többi futamidő esetében nagyjából ugyanannyi forgalmazó vásárolt átlagosan az aukciókon, mint korábban.

A diszkont kincstárjegyek aukcióinál is (hasonlóan a kötvényekhez) alacsonyabb volt a koncentráció, mint az első félévben. A második félévben az első féléves 12,02 %-ról 10,16%-ra csökkent a koncentráció értéke. **Az első öt helyezett forgalmazó az eladott mennyiség 61 százalékát vásárolta meg.**

A 3 és 6 hónapos diszkont kincstárjegyek koncentráltsága közel azonos, 14 százalék körüli volt. A 12 hónapos futamidőn jobban eloszlott az aukcionált mennyiség (konc.: 11,6 %).

Egy-egy 12 hónapos aukción 14-15 forgalmazó vásárolt, míg a 3 és 6 hónaposokon 12 illetve 13 cégnek volt nyertes ajánlata. Az első félévhez viszonyítva nőtt ez a szám a 3 hónapos kincstárjegyknél, a 6 hónaposaknál pedig csökkent.

### ***Kereslet az államkötvény aukciókon (fedezettségi mutató)***

**Az év jelentős részében** - különösen az év legelején és végén - az állampapírok **jelentős érdeklődés és csökkenő hozamok** mellett kerültek eladásra. Ezt támasztja alá az is, hogy 1999-ben a legnagyobb (több mint hatszoros) túlkereslet az új tíz éves államkötvény első és az öt éves változó kamatozású kötvény decemberi aukcióján mutatkozott. A kötvényaukciókra beadott vételi ajánlatok értéke január-februárban meghaladta a diszkont kincstárjegyek keresletének szintjét, mindkét állampapír típus rekord szintű ajánlatot vonzott, ami elsősorban a külföldiek év eleji optimista befektetői hangulatának volt köszönhető.

Január végén értékesítésre került két és öt éves futamidejű új államkötvény sorozatok 3,5-4-szeres túlkeresletet mutattak, és a megelőző aukciókhoz képest 90, illetve 230 bázisponttal alacsonyabb hozamok mellett találtak gazdára.

A február közepén tartott aukción a három és tíz éves kötvények 2,5-szeres túlkereslet mellett 150 illetve 90 bázisponttal alacsonyabb hozamon keltek el, míg a tőkeindexált kötvény fedezettségi mutatója egy volt.

**A február végén és márciusban** lebonyolított aukciókon a javuló költségvetési pozícióval összhangban már **alacsonyabb mennyiségek** kerültek meghirdetésre. A beadott vételi ajánlatok értékének csökkenése mellett az államkötvények megelőző aukciókhoz képest közel 1 százalékponttal **magasabb hozamok** mellett találtak gazdára. Ekkor már a kincstárjegyek iránti érdeklődés nagyobb volt.

Április-június időszakban az aukciókon tapasztalt élénk kereslet ellenére a hozamok emelkedtek, ami a befektetők óvatosságát tükrözte. A befektetők magasabb hozamelvárását ebben a szakaszban kis időre az áprilisi jegybanki kamatcsökkentés módosította. Az április 22-én értékesítésre került két és öt éves futamidejű államkötvény sorozatok 2,8 illetve 1,9-szeres túlkeresletet vonzottak, és a megelőző aukciókhoz képest 118 illetve 196 bázisponttal alacsonyabb hozamok mellett találtak gazdára.

Júliustól a Kibocsátó csökkentette az államkötvények aukciónként értékesített mennyiségét. A július 1-én aukcionált három éves fix és öt éves változó kamatozású államkötvény sorozatok így 2,2 és 2,8-szoros túlkeresletet mutattak. A két éves és öt éves futamidejű kötvények július 15-én tartott aukciójukon alacsonyabb, 1,6-szeres túlkereslet mellett keltek el, azonban az élénk kereslet a befektetők alacsonyabb hozamelvárásával párosult, amit a jegybank kamatcsökkentése is támogatott.

A július 29-én értékesítésre került három és tíz éves államkötvény sorozatok közül az előbbi 2,1-szeres túlkereslet mellett talált gazdára, így a megelőző aukcióhoz képest némiképp alacsonyabb hozamszinten kelt el. A tíz éves kötvényből - *az aukciós naptárba illeszkedő, de feltételei miatt különleges aukcióján* - a biztosító társaságok az elsődleges forgalmazókon keresztül 5 milliárd forint értékben vásároltak előre megadott hozamszinten (9,56%). A Kibocsátó az 5 milliárdon felül még 250 millió forint értékben fogadott el a másodpiaci hozamokhoz igazodó árfolyamszinten ajánlatot.

A két éves és öt éves futamidejű kötvények augusztus 12-én tartott aukciójukon 1,9 illetve 1,7-szeres túlkereslet és az előző aukcióhoz képest magasabb hozam mellett keltek el. Ez a tendencia szeptember folyamán tovább folytatódott. Az elsődleges piacon mutatkozó jelentős kereslet - a tíz éves kötvény kivételével több mint kétszeres túlkereslet jellemezte a kötvények aukcióit - ellenére az állampapírok hozamszintje nem csökkent.

Az októberi kezdeti hozamcsökkenés, majd a decemberi zuhanás jól tükrözte az állampapírok iránti óriási érdeklődést. Egyazon államkötvény két egymást követő aukcióján kialakult átlaghozam között akár 100 bázispontos különbséget is tapasztalhattunk. A kereslet a külföldiek által is elérhető kötvényaukciókon ugrott meg jelentősen. Az öt, tíz éves kötvények változatlan felajánlott mennyiség mellett több ajánlatot vonzottak, míg a két és három éves állampapírok alacsonyabb kibocsátása két, háromszoros jegyzés mellett valósult meg.

### 3. Adósságállomány

1999-ben a központi költségvetés bruttó adóssága **720,6 milliárd forinttal**, az előző év végéhez képest **12,0%-kal növekedett**. Ezen belül a központi költségvetés forint adóssága 616,6 milliárd forinttal haladta meg 1998 végi szintjét, míg a deviza adósság állománya 104,0 milliárd forinttal emelkedett.

#### *A forintadósság változásának összetevői*

1999 folyamán összesen **691,1 milliárd forint volt a forint piacon kibocsátott állampapírok nettó értéke**, amelyből a diszkont kincstárjegyek 136,6 milliárdot, azaz a nettó kibocsátás 20%-át adták, az egyéb kamatozó típusú kincstárjegyek 97,8 milliárdot, azaz 14%-ot és az államkötvények 456,7 milliárd forintot, azaz 66%-ot tettek ki.<sup>4</sup>

1998 azonos időszakához képest a **kötvények nettó piaci kibocsátása 23%-kal növekedett**. A kamatozó típusú kincstárjegyek nettó kibocsátása kismértékben (7%-kal) csökkent az 1998 évi értékéhez képest, amely a lakosság eltérő befektetési magatartása miatt következett be, ugyanis a második negyedévben átmenetileg népszerűbbé váltak a banki megtakarítási eszközök. A diszkont kincstárjegyek esetében a nettó értékesítés részaránya nőtt, azonban **továbbra is az államkötvények játszottak döntő szerepet a deficit finanszírozásában**. A nettó kötvény eladás emelkedése a kibocsátó azon törekvésének tulajdonítható, hogy emelje ezen eszközök arányát, az adósság-állomány átlagos hátralévő futamidejének növelése érdekében. A 2000-es elképzelések növekvő - a nettó kibocsátás közel négyötödét kitevő - súlyt fektetnek a kötvényekre a finanszírozásban.

Az MNB-vel szemben 72,5 milliárd forint értékben törlesztett hiteladósságot a költségvetés 1999-ben, míg a jegybanknál lejárá vagy előtörlesztésre kerülő állampapírok

---

<sup>4</sup> A forint állampapír állományt 0,6 milliárd forinttal növelte a lejárt, de be nem váltott állampapírok állománya.

összesen 20,4 milliárd forintot tettek ki, amelyből 8 milliárd forint a privatizációs bevételek terhére valósult meg.

1999. január elseji hatállyal **a költségvetési törvény alapján az Útalaptól 21,2 milliárd forint összegű hitel átvállalására került sor**, melyből év végéig 3,4 milliárd forint került visszafizetésre.

### ***A deviza-adósság alakulása***

A devizaadósság kezelés 1999 évi legfontosabb eseménye, hogy **ettől az évtől kezdve a Magyar Köztársaság nevében eljáró ÁKK devizakötvény kibocsátással közvetlenül von be külföldi forrásokat a nemzetközi tőkepiacról**, amely források a devizaadósság megújítását finanszírozzák. A közvetlen kibocsátással már lehetővé vált az ÁKK számára, hogy gyorsan és hatékonyan alakíthassa az általa kezelt adósság deviza-szerkezetét.

1999-ben hat alkalommal valósult meg külföldi kötvény értékesítés illetve szindikált hitelfelvétel, ennek során négy kötvény került felajánlásra.

- Első alkalommal 500 millió euró értékű 10 éves, fix kamatozású magyar államkötvény került eladásra február 16-i kibocsátási dátummal.
- Április 19-i értéknappal folyt be a második kibocsátás, a 7 éves, fix kamatozású 500 millió USD értékű Globál kötvény vételára.
- A Globál kötvény megnövekedett másodpiaci keresletére és a felárak csökkenésére reagálva május 10-én 250 millió USD értékben újabb kibocsátás (rábocsátás) valósult meg.
- Június 21-én folyósították az 500 millió euró értékű, 5 éves futamidejű, fix kamatozású kötvény ellenértékét.
- 1999. szeptember 10-én került sor a szindikált hitel aláírására, így a Magyar Köztársaság 400 millió euró összegű (a túljegyzésnek köszönhetően az eredetileg tervezett 300 millió eurós összeg 100 millióval megemelésre került), öt éves lejáratú és az Euribor felett 0,375%-os kamatú kölcsönt vett fel a hitelező bankoktól.
- November 10-i értéknappal folyt be a Magyar Köztársaság által kibocsátott 6 éves, változó kamatozású 400 millió euró értékű államkötvény vételára a központi költségvetésbe. A három hónapos Euribor felett 0,5%-os kamatot negyedévente fizető állampapír iránti jelentős keresletre reagálva a Kibocsátó az eredetileg tervezett 300 millió eurós kibocsátási mennyiséget további 100 millió euróval megemelte.

A három euró kibocsátás azon törekvéseket tükrözi, hogy az ország EU, illetve később EMU tagságának idejére a magyar állampapírok minél teljesebb hozamgörbe jöjjön létre az európai piacon. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a Magyar Köztársaság csak az eurózónát tekinti célpiacának, hanem az amerikai dollár és japán jen befektetőket is fontos célcsoportnak tartja. A japán jen piacon az év folyamán nem történt kibocsátás, amelyet a japán piac helyzete magyaráz, azonban az amerikai dollár globálkötvény alátámasztja az ÁKK előbbieken jelzett szándékait.

**Ezen** - főként állampapír kibocsátást jelentő - **műveletek** és a kötvények árfolyam átértékelődése **eredményeképp a deviza állampapír-adósság** 1999-ben **543,0 milliárd forinttal** 586,8 milliárd forintra **emelkedett**. Az 1999-ben kibocsátott deviza állampapír mennyiség meghaladta a lejáró devizaadósság mértékét, ez az 1999-ben végrehajtott deviza előtörlesztésekkel magyarázható.

1999. végére az **MNB-vel szemben fennálló hitel deviza-adósság** a swapokat is beleértve, egyrészt az előtörlesztések, másrészt a forintleértékelés és a keresztárfolyam-változások eredményeként **(549,8 milliárd forinttal) 1568,4 milliárd forintra** csökkent. Az év során ezen adósság egy-egy hitelemének teljes illetve részleges előtörlesztése valósult meg 611 milliárd forint összegben. A hitelemek megújítását szolgáló forrásbevonások más kategóriában, külföldi deviza-állampapírként kerültek elszámolásra.

**A központi költségvetés közvetlen devizahitel adósságát** főként a nemzetközi pénzügyi szervezetektől felvett hitelek állománya alkotja. Ezeknek az összege 1999-ben **110,8 milliárd forinttal növekedett**, ami döntően a szeptemberi közel 100 milliárd forintos hitelfelvétel eredménye. A fennmaradó növekedés a három negyedév során végrehajtott törlesztésből, hitelek felvételéből (mindkét tétel napi tranzakciós árfolyamon számítva) és a negyedévi árfolyam-leértékelési veszteség és keresztárfolyam változások együttes hatásából adódott.

#### **4. Másodpiaci folyamatok**

Az elsődleges forgalmazók által szolgáltatott adatok szerint a kör tagjai **21.909 Mrd forintos (88 Mrd/nap) másodpiaci forgalmat bonyolítottak 1999-ben**. Ez közel másfélszerese az 1998-as forgalomnak.

Az összforgalom **74 százalékát az államkötvények** tették ki, ami 3 százalékponttal magasabb, mint az előző évben. Azon állampapírok aránya az összforgalmon belül, amelyekre az elsődleges forgalmazóknak kötelezően árat kell jegyezniük, 75 százalékot ért el 1999-ben.

Az elsődleges forgalmazók másodpiaci üzleteinek (árfolyamértéken) **49 százalékában hitelintézet** volt a partner, nagyjából ugyanúgy, mint 1998-ban. A tavalyi 18-ról 24 százalékra nőtt az intézményi befektetők aránya. A külföldi befektetőkkel kötött ügyletek aránya az elsődleges forgalmazók másodpiaci tevékenységén belül az 1998-as 7,3 százalék után 1999-ben 5,4 százalék volt.

Az elsődleges forgalmazók **üzletkötéseinek átlagos nagysága** (háztartásokkal bonyolított ügyleteket nem számítva) **213 millió Ft-ra** emelkedett a tavalyi 191 millióhoz képest. A legnagyobbak most is a külföldi befektetőkkel és a hitelintézetekkel kötött ügyletek voltak, átlagosan 368 ill. 353 millió forinttal.

A KELER statisztikák alapján **a KELER OTC elszámolás keretében bonyolódó állampapír forgalom 8.412 Mrd forint** volt 1999-ben, ennek 80 százaléka államkötvény. **A tőzsdei állampapír forgalom 9.067 Mrd forint** volt (duplikáltan) 1999-ben, ez 32 százalékkal meghaladja az 1998-as forgalmat. A teljes állampapír forgalom 72 százalékát

az államkötvények tették ki. A Budapesti Értéktőzsde forgalmából 57 százalékban részesültek az állampapírok.

### ***Az állampapírok hozamainak alakulása***

1999 áprilisáig, 1998-hoz hasonlóan a **költségvetés hiányának csökkenő kamatok** - a befektetők szempontjából csökkenő hozamok - **melletti finanszírozása volt jellemző.** 1999 elejére a másodpiaci állampapír hozamok addigi legalacsonyabb szintjüket érték el. A külföldi befektetők ekkor már különbséget tettek a feltörekvő országok között, mely különbségek összemosására hajlamosak voltak az orosz válság idején, tekintet nélkül a makrogazdasági teljesítmények alakulására. Ennek következtében a magyar kibocsátásokkal szemben érvényesített kockázati prémium is csökkent, ami a javuló inflációs kilátásokkal egyetemben az irányadó kamatok csökkentését is magával hozta. A hozamesési tendencia februárban megtorpant, majd május 7-től jelentős változás következett be a hozamok alakulásában. A kedvezőtlen márciusi fizetési mérleg adatok hatására a hozamszint valamennyi lejáraton emelkedett, a legnagyobb mértékben az 5 és a 10 éves futamidőknél. A hosszú hozamok emelkedése és a rövidek csökkenése a július elejei - a FED kamatintézkedései és a kedvező júniusi CPI hatására bekövetkező - rövidebb hozam csökkenési periódustól eltekintve egészen szeptember végéig tartott. A hozamemelkedés októberben megfordult, ami egyrészt az októberi makrogazdasági adatokkal kapcsolatos pozitív várakozásoknak, a forint sávon belüli stabilitásának, másrészt az új két éves államkötvény-sorozat kedvező fogadtatásának volt köszönhető. Ezt követően a folyamatosan zuhanó hozamok töretlen - elsősorban külföldi - befektetői optimizmusról árulkodtak, amit erősített a 2000-es dátumváltással kapcsolatos aggodalmak elpárolgása is. A befektetők bizalma az elvárt hozampremium jelentős csökkenéséből is kiolvasható.

**1999 első negyedéve az állampapír hozamok alakulását tekintve két jól elkülönülő szakaszra bontható.** Az *első* januártól február közepéig terjed, mely időszakban optimista évkezdeti hangulat jellemezte a hazai pénz- és tőkepiacot. Ezt támasztja alá az állampapír aukciókon értékesített kötvények és kincstárjegyek átlaghozamában bekövetkezett csökkenés, ami az egy évnél rövidebb lejáratokon (a diszkont kincstárjegyek esetében) 40 bázispont, míg éven túli futamidőre (államkötvényeknél) 84-233 bázispont volt. A brazíliai válságot kísérő átmeneti hozamingadozás csupán kis időre szakította meg a hozamok mérséklődését. A kockázati prémium ugyan egy időre újra megemelkedett, azonban ez a fertőzés az orosz válságénál jóval enyhébb lefutásúnak bizonyult. A január 14-én tartott új tíz éves államkötvény aukcióján feljegyzett több mint hatszoros túlkeresletet tükrözte a külföldi befektetők növekvő vásárlási kedvét. Az időközben nyilvánosságra került kedvező inflációs adatok leértékelési ütem és ezzel párhuzamosan kamatcsökkentési várakozásokat indukáltak, ami az állampapírok iránti kereslet megugrásához vezetett. **A hozamok a február 11-ei kötvény-aukció napján addigi legalacsonyabb szintjükre süllyedtek.** A csökkenést többek között támogatta a januári egy számjegyű éves inflációs adat közzététele.



**Február közepétől jelentős változás kezdődött meg, a hozamok valamennyi állampapír lejáraton emelkedtek.** Az aukciós hozamok emelkedése a futamidő növekedésével arányos volt: a diszkont kincstárjegyeknél 30-96, míg az államkötvényeknél 109-242 bázispont. A *második* szakaszban meginduló hozamemelkedésnek három jelentős oka lehetett. Az egyik ok vélhetőleg az állampapír-piacon elért magas *nyereség realizálásához* köthető eladási hullám volt, ami megmutatkozott a külföldi befektetők állampapír állományának a fokozatos csökkenésében. Másrészt a *decemberi fizetési mérleg adatok* óvatosságra intették a befektetőket. Harmadrészt a februári nettó piaci kibocsátás a megelőző hónapokhoz képest a kínálat jelentős bővülését eredményezte. A hozamemelkedés a február 25-i kötvény-aukcióig tartott, ekkor a hozamszint stabilizálódott.

Márciusban a koszovói háborús helyzet és az időközben megindult bombázások hatására a befektetők elbizonytalanodtak. Ez kedvezőtlenül befolyásolta az állampapír-piacot. A március 11-én tartott kötvény-aukción a 3 éves kötvény átlaghozama 27 bp-tal haladta meg az előző napi másodpiaci hozamot, ami jelezte a kéthetes hozamcsökkenési folyamat megfordulását. A március 25-i kötvény-aukció azonban a folyamat megtorpanását mutatta, ahol az előző napi másodpiaci hozamoknál 15-17 bp-tal alacsonyabb átlaghozamok jellemezték az aukciókat. A hozamszint az aukciókat követően stabilizálódott, az öt éves állampapír addigi jelentős hozamemelkedését pedig közel 30 bp-os mérséklődés kísérte.

Áprilist hozamcsökkenési tendencia jellemezte, amelyhez jelentősen hozzájárult a Magyar Nemzeti Bank kétszeri kamatsökkentése - április 9-én és 28-án -, valamint a forint leértékelési ütem mérséklésének bejelentése.

Május első hetében optimista hangulat uralkodott az állampapír-piacon, az előző hónap végén végrehajtott jegybanki kamatsökkentés hatása az éven belüli hozamoknál 10, a hosszabb futamidőkön 10-30 bázispontos hozamcsökkenést eredményezett. A márciusi fizetési mérleg adatok május 7-i nyilvánosságra hozatala után a hozamok emelkedni kezdtek, ami egészen a hónap végéig tartott.

Június első két hetében a diszkont kincstárjegyek hozamai csökkentek, míg az államkötvények - különösen a hónap elején aukcionált három és tíz éves kötvény - esetében a korábbi tendencia folytatódott. Június 11-én kedvező májusi inflációs adatok láttak napvilágot, amelynek köszönhetően a jegybank 25 bp-tal csökkentette egy napos és két hetes kamatait. Az inflációs adat bejelentését követően az államkötvények hozamai 4-10 bázisponttal, a diszkont kincstárjegy hozamok 7-8 bázisponttal csökkentek. A FED június 30-i kamatemelésének hatására a hónap utolsó napján minden futamidőn 3-15 bp közötti hozamemelkedés volt megfigyelhető.

Július első két hetében az állampapír hozamok a hozamgörbe minden pontján csökkentek, a legnagyobb visszaesést a 3 éves futamidőn (100 bp), a legkisebbet a tíz éves hozamoknál (17 bp) jegyezhetjük fel. Július 13-án kedvező júniusi inflációs adatok láttak napvilágot, amelynek köszönhetően a jegybank 25 bp-tal csökkentette az egy napos és két hetes kamatait. Ez az intézkedés azonban nem befolyásolta jelentősen a hozamalakulást.

Ezt követően a rövid és hosszú hozamok közeledése volt megfigyelhető egészen szeptember végéig. Míg a diszkont kincstárjegy aukciós hozamok csaknem 37-54 bp-tal

csökkentek, addig a két, a három és az öt éves államkötvény aukciós hozamok 6, 8 és 92 bp-tal lehettek magasabbak. A másodpiaci referenciahozamok alakulása tükrözte az aukciók eredményéből kiolvasható hozamvárakozásokat. Egyedül a július második felében tartott aukción kialakult hozamok maradtak alatta az előző havi értéknek, mert ekkor érvényesült a kedvező költségvetési hiány és júliusi inflációs adat hatása.

Szeptemberre a rövid és hosszú állampapír hozamszint igen közel került egymáshoz, amely annak tulajdonítható, hogy az éven belüli (diszkont kincstárjegy) hozamokkal párhuzamosan a két és három éves hozamok már csökkentek, míg az öt éven túli (államkötvény) hozamok emelkedtek. Ez a hozamgörbe csökkenő meredekségét eredményezte.

Október közepétől a megelőző időszakokkal ellentétes folyamatok indultak meg: az állampapír aukciókon egyre nagyobb kereslet mellett estek a hozamok. A futamidő növekedésével ez a csökkenés is magasabb mértékű volt (147-255 bp), ami megállította a negatív lejtésű hozamgörbe ellaposodását. Ez egyenértékű a hozamok csökkenő tendenciájába vetett bizalom helyreállításával. Eközben a jegybank két alkalommal is, november 4-én - az ECB 50 bp-os kamatláb emelésével egy napon - és december 17-én egyaránt 25 bp-tal csökkentette overnight és két hetes kamatait, ami azonban nem befolyásolta érdemben a piaci hozamalakulást. Ehelyett a magyar gazdaság és ezáltal a pénz- és tőkepiac egyre kedvezőbb külföldi megítélése állt a hozamesés háttérében. Ezt támogatta továbbá a 2000-es dátumváltással kapcsolatos aggodalmak eltűnése; valamint 2000. január 1-jétől a forint tisztán az euróhoz való kötése, hiszen a dollár régiónál alacsonyabb euró kamatszint vált irányadóvá a forint árfolyamkockázata mellett.

### *A Magyar Állampapír indexek alakulása*

**1999-ben három tagúra bővült az állampapír-piaci árfolyamok alakulását tükröző indexek száma** azzal, hogy az egy évnél rövidebb futamidejű állampapírok is önálló indexet (**RMAX**) kaptak, így a teljes piacot lefedő **MAX Composite** index is meghatározásra kerülhetett, melynek 1999-es éves hozama 17,72% volt.

Az állampapírpiaci hozamok alakulását döntően befolyásoló külföldiek befektetők vásárlási kedvét azonban továbbra is az éven túli lejáráttal rendelkező államkötvények árfolyammozgását követő MAX index mutatja legpontosabban. A hozamok 1999-es alakulása a hosszabb (államkötvények) lejáratokon éreztette hatását. A MAX index átértékelődése egy éves távlatban - ami már közelebb van az intézményi befektetők tervezési horizontjához - augusztus elejéig fokozatos csökkenést, ezt követően szeptember végéig hirtelen emelkedést mutat. Az index hozamának csökkenő szakasza azzal van összefüggésben, hogy a hosszabb futamidejű állampapírok árfolyamai csökkentek, azaz itt hozamemelkedési tendencia uralkodott. Ez a tendencia csupán szeptember végén fordult meg, de az index hozama már ezt megelőzően (augusztus) hirtelen emelkedni kezdett. Ennek az a magyarázata, hogy egy évvel ezelőtt igen olcsón lehetett államkötvényhez jutni (magas hozamokat lehetett elérni), ami az orosz gazdasági válság hatására következett be. November-december folyamán ez a hozam 18-19%-os szinten stabilizálódott a folyamatos hozamcsökkenés eredményeként.

Az index **1999 január 4-én 23,44%-os**, február 4-én 25,11%-os (értéke ekkor volt a legmagasabb a vizsgált időszak során), augusztus 4-én 16,02%-os (legalacsonyabb érték), szeptember 30-án 20,48%-os és december 29-én 18,64%-os éves **nyereséget<sup>5</sup> jelzett**.

Az éven belüli futamidejű állampapírok árfolyam alakulását tükröző RMAX index éves hozama kisebb ingadozásokat mutat, mint a MAX indexé, ami az éven túli hozamok jelentősebb árfolyam befolyásoló szerepéből, ezáltal nagyobb változékonyságából fakad. Ennek ellenére, aki év elején vásárolt az 1 éves diszkont kincstárjegy aukción állampapírt, annak 1,3 százalékponttal alacsonyabb hozammal kellett megelégednie 1999-ben, mint annak, aki folyamatosan alakítva portfólióját (megvásárolva az RMAX összetételét - 16,42%) kihasználta az éven belüli hozamok ingadozását.

---

<sup>5</sup> Az adott éves hozamok az egy évvel korábbi MAX indexnek megfelelő állampapír portfólióba történő befektetéssel elérhető értéknövekedést mutatják.