

A KÖZPONTI KÖLTSÉGVETÉS FINANSZÍROZÁSA 2002-BEN



MAGYAR ÁLLAMPAPÍR

■ ÁLLAMI GARANCIÁVAL ■

■ TARTALOMJEGYZÉK ■

BEVEZETŐ	4
I. AZ ADÓSSÁGKEZELÉS INTÉZMÉNYRENDSZERE ÉS FELADATAI	5
Adósságkezelési feladatok	5
A belföldi állampapírpiacon jellemzői	6
A külföldi állampapírpiacon jellemzői	6
II. A FINANSZÍROZÁSI SZÜKSÉGLET	7
Törlesztések	7
III. AZ ÁLLAMPAPÍR-ÉRTÉKESÍTÉS ALAKULÁSA 2002-BEN	9
A bruttó értékesítés szerkezete	9
A nettó értékesítés szerkezete	10
IV. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2002-BEN	11
A devizaadósság alakulása 2002-ben	11
A forintadósság alakulása 2002-ben	13
A forintadósság szerkezetének javítása	13
A. A forintban kibocsátott fix kamatozású piacképes államkötvények részesedésének emelése	13
B. A piaci forintadósság lejáratú szerkezetének javítása és átlagos hátralévő futamidejének hosszabbítása	14
15 éves és hosszú lejáratú fix kamatozású kötvények forintban	15
C. Lakossági értékesítés	15
A lakossági stratégia kulcselemei	15
D. Eurószokványok bevezetése	17
V. A KIBOCSÁTÁSI SZERKEZET LEHETSÉGES VÁLTOZÁSÁNAK OKAI	18

■ BEVEZETŐ ■

Immár negyedik alkalommal kerül sor arra, hogy a nagy nyilvánosság számára is beszámoló készül az állam következő évi finanszírozási elképzeléseiről. Az idei kiadvány érdekessége, hogy az Országgyűlés által már a 2000. év végén elfogadott költségvetés sarokszámain keresztül (hiány, kamatkiadások stb.) 2002-re már kijelölte az adósságkezelés mozgásterét. Ez azonban korántsem jelenti azt, hogy a hatékony és biztonságos finanszírozás érdekében kidolgozott korábbi tervek változatlan tartalommal kerülnek végrehajtásra, hiszen a „finanszírozási térképen” most megjelenő, az olvasó számára újdonságként ható hangsúlybeli eltolódások, minőségi változások képezik a tavalyi év állampapír-kibocsátói tapasztalatainak lenyomatait.

Habár az államháztartási törvény előírásának megfelelő előzetes tájékoztatási kötelezettségnek eleget tesz jelen beszámoló közzététele, a közérthetőségre és lényegi tartalomra törekvés tükrözi az adósságkezelő jól felfogott piaci érdekét is, amivel a befektetőket kívánja segíteni befektetési elképzeléseik kialakításában.

A kiadvány első része az adósságkezelés intézményrendszerét, az ezzel kapcsolatos feladatokat, továbbá a bel- és külföldi piacok jellemzőit ismerteti röviden. A második rész a 2002. évi finanszírozási igényt mutatja, a harmadik rész pedig ezen igény finanszírozására vonatkozó jövőbeli elképzeléseket tartalmazza. A negyedik fejezet a deviza-, illetve a forintadósság várható alakulását mutatja be 2002-ben, míg az ötödik a kibocsátási szerkezet lehetséges változásainak okaira tér ki.

I. AZ ADÓSSÁGKEZELÉS INTÉZMÉNYRENDSZERE ÉS FELADATAI

Az Államháztartásról szóló törvény (1992. évi XXXVIII. törvény, a továbbiakban Áht.) felhatalmazza a pénzügyminisztert arra, hogy gondoskodjon a hiány finanszírozásáról, a központi költségvetés adósságának nyilvántartásáról, törlesztéséről és kezeléséről. Az államháztartási törvény összhangban áll a polgári törvénykönyv rendelkezéseivel, amely a pénzügyminisztert feljogosítja arra, hogy a magyar államot polgári jogviszonyokban képviselje. A két jogszabályban lefektetett általános érvényű felhatalmazást az adott évi költségvetési törvény pontosítja azáltal, hogy az éves finanszírozás és adósságkezelés feladatát a pénzügyminiszter hatáskörébe utalja.

ADÓSSÁGKEZELÉSI FELADATOK

Az Áht. 2000. évi módosítása alapján a pénzügyminiszter a központi költségvetés adósságának kezelésével kapcsolatos feladatokat az Államadósság Kezelő Központ Részvénytársaság (ÁKK Rt.) útján látja el.

Az adósságkezelés az alábbi feladatköröket foglalja magában:

- **A gazdaságpolitikával összhangban lévő hosszú távú finanszírozási stratégia kidolgozása, amely meghatározza az adósságkezelés célját és a megvalósítás eszközeit:**

A magyar adósságkezelés alapvető célja a költségvetés finanszírozási szükségletének egységes szemléletű, a felmerülő kockázatok figyelembevételével és hosszú távon alacsony költség szint mellett történő biztosítása. Ez azt jelenti, hogy az adósságkezelő olyan forrásbevonási formák alkalmazására törekszik, amelyek viszonylag alacsony kockázatot hordoznak, és hosszú távon olcsóak az állam számára. Az optimális módszer megtalálása azért nehéz, mert ez a két szempont gyakran ellentmond egymásnak, azaz az alacsony kockázat általában magas költségekkel jár, illetve a rövid távon látszólag alacsony költségű finanszírozás rendszerint magas kockázatot jelent. A magas kockázat pedig jelentős veszteséget eredményezhet a következő időszakban.

- **Az éves költségvetési törvény alapján az ÁKK Rt. a stratégiával összhangban elkészíti a költségvetés éves finanszírozási tervét és megtervezi az éves kamatkiadásokat:**

A finanszírozási terv egyértelműen meghatározza a forrásbevonás módját (hitelfelvétel vagy értékpapírok kibocsátása), a devizanemet (forint vagy idegen deviza), a hitel vagy állampapír feltételeit (kamatozás, lejárat, befektetői kör stb.). A források megszerzéséhez kapcsolódó kamatkiadások és a törlesztések tervezett mértékének ismeretében az adósságállomány jövőben várható alakulását.

- **Az ÁKK Rt. végrehajtja a szükséges forrásbevonási műveleteket mind a belföldi, mind a nemzetközi pénzügyi piacon (az aukciók és jegyzések megszervezése és lebonyolítása, külföldi kötvénykibocsátás és hitelfelvétel):**

A finanszírozási tervben lefektetett számok, adatok ekkor kerülnek megvalósításra, amelynek sikerét a jól megválasztott értékesítési technikákon (aukció, jegyzés), értékesítési csatornákon (elsődleges forgalmazói rendszer) kívül a megfelelően kialakított állampapírtípusok (Magyar Államkötvény, Diszkont Kincstárjegy, valamint a lakossági értékpapírok: Kamatozó Kincstárjegy, Kincstári Takarékjegy) segítik elő.

- **Az ÁKK Rt. lebonyolítja az adóssággal kapcsolatos kamatfizetéseket, törlesztéseket:**

Az állampapír-vásárlók az ÁKK Rt. közreműködésével hozzájutnak a befektetett tőke és a tőke kamatának az ellenértékéhez. Ezen kifizetések zavartalansága az állampapírokba vetett bizalom sarokköve, ami nélkül elképzelhetetlen a finanszírozási szükségletet kielégítő állampapír-kereslet, valamint a keresletet fenntartó piac működtetése.

- **A költségvetés adósságát piaci eszközökkel és módszerekkel kezeli:**

Egyrészt piaci feltételekkel (pl. piaci kamatozás, futamidő) forgalomba hozott piacképes eszközök (állampapírok) értékesítését jelenti, másrészt olyan pénz- és tőkepiaci ügyletek (pl. derivatív ügyletek) és módszerek (pl. állampapír-visszavásárlások) aktív igénybevételét foglalja magában, amelyek segítségével az adósság költséghatékonyabb és alacsonyabb kockázatot hordozó szerkezetűvé alakítható át. A devizaadósság kamatszerkezetre és devizanemre vonatkozó benchmarkjait derivatív műveletek (deviza- és kamatláb swap, FX forward) révén követi.

I. AZ ADÓSSÁGKEZELÉS INTÉZMÉNYRENDSZERE ÉS FELADATAI

- **Folyamatosan fejleszti az állampapírpiac intézményrendszerét:**

Elsősorban az 1996-ban bevezetett és azóta is sikeresen működő elsődleges forgalmazói rendszer továbbfejlesztését jelenti, amely forgalmazói kör tagjain keresztül a belföldi állampapírok több mint 85%-a kerül forgalomba. Az elsődleges forgalmazók azok a bankok és vállalkozások, amelyek vállalják, hogy betartják az ÁKK Rt. által előírt szigorú követelményeket, és élhetnek a tagsággal járó jogokkal. Az ÁKK Rt. ezen túlmenően feladatának tartja az állampapírpiac fejlesztését, a másodpiaci folyamatok figyelemmel kísérését és az egyéb értékesítési csatornák (pl. postai hálózat) továbbfejlesztését, illetve feltárását.
- **Széles körben és időben közlésezi az államadósság finanszírozásával és az állampapírpiaccal kapcsolatos információkat:**

A tájékoztatás magában foglalja a minél több információs csatorna használatát (saját kiadványok, elektronikus rendszerek – Reuters, Bloomberg – és az ÁKK Rt. saját honlapja).
- **Elemzi az állami adósságszolgálat és az állampapírpiac folyamatait.**

A BELFÖLDI ÁLLAMPAPÍRPIAC JELLEMZŐI

Az elsődleges forgalmazói rendszer 1996. januári *bevezetésének célja a piac átláthatóvá tétele, az állampapír-konstrukciók egyszerűsítése és a másodpiaci likviditás javítása* volt.

- Az elsődleges piac átláthatóságát szolgálja a diszkont kincstárjegyek és az államkötvények rendszeres aukciókon történő értékesítése, a kibocsátási naptár kidolgozása és rendszeres előzetes közzététele, amelyek ismeretében könnyen előre jelezhető az egyes kibocsátások és aukciók időzítése. A kibocsátási naptár nemcsak az aukciók és jegyzések időpontjának egységes elvek szerinti meghatározását foglalja magában, hanem a hozzájuk kapcsolódó pénzügyi teljesítések és lejáratok napok könnyen követhető rendszerét is tartalmazza.
- Az állampapír-sorozatok javuló likviditása többek között annak köszönhető, hogy az egyes sorozatok nagysága az újramegnyitási vagy rábocsátási technikával folyamatosan nőtt, miközben az állampapír-sorozatok száma csökkent. A nagy másodpiaci forgalmú állampapír-sorozatok az egyes finanszírozási eszközök egységesítésével jöttek létre, amelyek fontos eleme volt a kibocsátott papírok futamidejének, kamatozási feltételeinek, kamatfizetési és lejáratok időpontjainak egységes elvek alapján történő kialakítása.
- Az állampapírok másodpiacának átláthatóságát és likviditását döntően szolgálta a forgalmazók folyamatos vételi és eladási árjegyzése. Az elsődleges forgalmazói rendszer alapvető célja, hogy az elsődleges forgalmazók aktív piaci tevékenysége révén növekedjen az állampapír-kibocsátások biztonsága, és a forgalmazók állandó jelenlétükkel és kétoldali árjegyzésükkel a befektetők számára likvid és nyilvános másodpiacot biztosítsanak.

A KÜLFÖLDI ÁLLAMPAPÍRPIAC JELLEMZŐI

A magyar állam – illetve a forrásbevonás során az állam nevében eljáró ÁKK Rt. – a külföldi pénz- és tőkepiacokon csak kis súlyú szereplőnek számít, ebből következően a belfölditől legalábbis részben eltérő módon kell kibocsátásait és piaci jelenlétét megszerveznie. Ennek ellenére természetesen itt is a belföldön bevált alapelvek érvényesítésére törekszik hosszú távon, a külföldi sajátosságok figyelembevételével.

■ II. A FINANSZÍROZÁSI SZÜKSÉGLET ■

A pénzügyminiszter az Országgyűlés által elfogadott éves költségvetési törvény felhatalmazása alapján bocsátja ki a finanszírozási igény biztosítását szolgáló állampapírokat és vesz fel hiteleket. A pénzügyminiszter feladatkörébe tartozó éves bruttó finanszírozási igény a központi költségvetés, a társadalombiztosítási alapok és az elkülönített állami alapok adott évi egyenlegének, a lejáró állampapíroknak, valamint a hiteleknek az összege.

A Magyar Köztársaság 2001. és 2002. évi költségvetéséről szóló törvény a *központi költségvetés* 2002. évi egyenlegét -486 milliárd forintban állapította meg. A *Társadalombiztosítási Alapok* egyenlege -17 milliárd forintban került meghatározásra, amely teljes egészében az Egészségbiztosítási Alap éves többletkiadásai miatt keletkezik, míg az *elkülönített állami alapok* éves hiánya 2 milliárd forintra rúg.

Rendkívüli finanszírozási tételként jelenik meg a 2002-es évben a jegybank kiegyenlítési tartalékfeltöltési igénye, amely a jegybank devizapozícióján a forint felértékelődése miatt elszenvedett könyv szerinti veszteséget ellentételezi a 2001. évi LVIII. törvény 17.§-ában foglaltak alapján. Az igény pontos összege előzetesen nem ismert, a tervezett összeg erre a célra 160 milliárd forint.

A teljes *nettó finanszírozási szükséglet*, mely nem tartalmazza az állampapírok és hitelek törlesztését, valamint a rendkívüli finanszírozási tételeket, az előirányzottaknak megfelelően 505 milliárd forint.

2002-ben várhatóan 3,697 milliárd forint összegű adósság kerül *törlesztésre*.¹

A BRUTTÓ FINANSZÍROZÁSI IGÉNY ALAKULÁSA

	milliárd forint				
	1998*	1999	2000	2001**	2002***
A központi költségvetés hiánya (priv. bevételek nélkül)	-370,2	-338,1	-330,0	-413,2	-486,1
TB finanszírozási szüksége	-88,9	-46,6	-70,0	-32,3	-17,2
Elkülönített alapok finanszírozási szüksége	-12,5	-40,4	0,0	-2,3	-2,2
Nettó finanszírozási igény	-471,5	-425,1	-400,0	-447,8	-505,5
MNB tartalékfeltöltése					-160,0
Privatizációs bevételek és tőkeműveletek egyenlege	-13,1	8,0	0,9	0,0	0,0
Törlesztések	-1843,3	-2659,8	-3088,7	-2993,9	-3697,4
Bruttó finanszírozási igény	-2327,9	-3076,9	-3487,8	-3441,7	-4362,8

* Nem tartalmazza a Postabank-konzolidáció és az ÁPV Rt. részére – tartalékfeltöltés céljával – átadott államkötvények folyó hiányt növelő hatását
 ** előzetes tény
 *** előirányzat

TÖRLESZTÉSEK

A törlesztések összegéből 3,457 milliárdot a forintadósság, a fennmaradó 240 milliárdot a devizaadósság törlesztése tesz ki. A forintadósság esetében az előző évek gyakorlatához hasonlóan nagymértékű megújítási igény jelentkezik 2002 folyamán is, ami alapvetően a piaci forintadósság rövid, hátralévő futamidejére vezethető vissza.

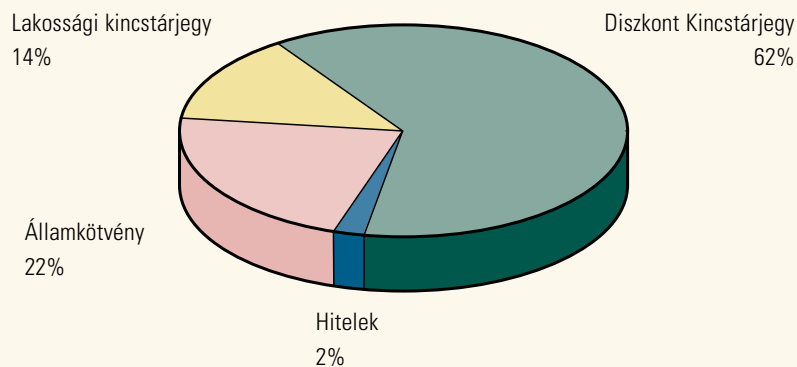
A megújítási igényt növelik az alábbi – rövid futamidejű, 2002-ben lejáró kincstárjegyekkel finanszírozott – tételek, melyek célja:

- a lejáró devizaadósság belföldről történő finanszírozása,
- valamint a jegybanki 3 hónapos értékpapír-állomány fokozatos leépítése. (Az így felszabaduló megtakarítások számára kincstárjegyekből megfelelő kínálatot kell biztosítani.)

¹ Ez az összeg eltér a költségvetési törvénytervezetben szereplő 1,012 milliárd forintos értéktől, mert ez utóbbi tétel nem tartalmazza a kincstárjegy-törlesztések összegét. Ez azzal magyarázható, hogy a költségvetési törvénytervezet az éven túli adósságelemekkel kapcsolatos visszafizetéseket tartalmazza, míg az éven belülit nem (a kincstárjegyek pedig éven belüli futamidejű állampapírok).

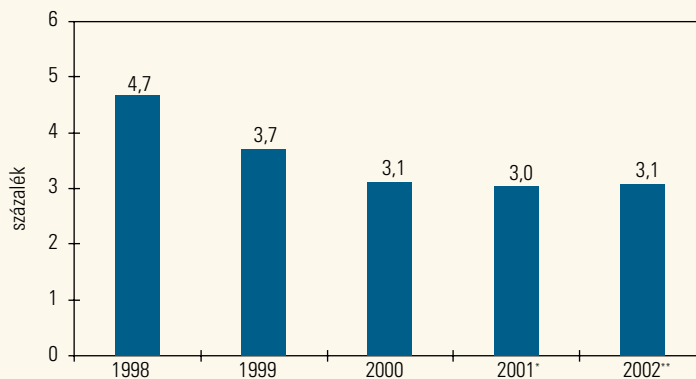
■ II. A FINANSZÍROZÁSI SZÜKSÉGLET ■

A 2002-BEN ESEDÉKES FORINTTÖRLESZTÉSEK ALAKULÁSA INSTRUMENTUMONKÉNT



Bár az éves törlesztés jelentős összeg, a lejáró állampapír-állomány döntő része szinte automatikusan visszaforgatásra kerül. Ez a lakossági állampapírok esetében a megtakarítók erőteljes újrabefektetési hajlandóságának, míg a diszkont kincstárjegyeknél az értékesítés már több mint tízéves hagyományának tulajdonítható, amelynek köszönhetően ezeknek az állampapíroknak stabil felvevőpiaca alakult ki.

A NETTÓ FINANSZÍROZÁSI IGÉNY GDP-ARÁNYOS ALAKULÁSA 1998–2002



A központi költségvetés GDP-arányos hiányát a nyugdíjreform bevezetése évente 0,5 százalékponttal emelte, azonban a nettó finanszírozási igény növekedését – az átalakítás miatti bevételkiesést – a nyugdíjpénztárak állampapír-befektetései automatikusan finanszírozták.

Az állampapír-visszavásárlások jelentősége a likvid állampapír-sorozatok kialakításával egyre inkább nő. A visszavásárlások a Kibocsátó oldaláról a törlesztések éven belüli egyenletes terítését, a likviditáskezelés eszköztárának bővülését és a bruttó kibocsátások összegének egységesítését kínálják, míg a befektetők számára biztosítják a lehetőséget, hogy saját állampapírjaik lejártát megelőzően más – különös tekintettel az éppen aukciókon hozzáférhető – állampapírokba fektethessék pénzüket. A rendszeresen megtartott aukciókkal párhuzamosan a tavalyi évhez hasonlóan 2002-ben is folytatódik az a gyakorlat, hogy visszavásárlásokra kerül sor, amelyek közzététele az aukciókhoz hasonlóan történik. 2002-ben előreláthatólag 10–15 államkötvény-visszavásárlás lenne, alkalmanként kb. 10–15 md forint összegben, de ennek mennyisége rugalmasan – a beadott ajánlatoknak megfelelően – változhat, ami így érinti az éves lejárat mennyiségét is.

III. AZ ÁLLAMPAPÍR-ÉRTÉKESÍTÉS ALAKULÁSA 2002-BEN

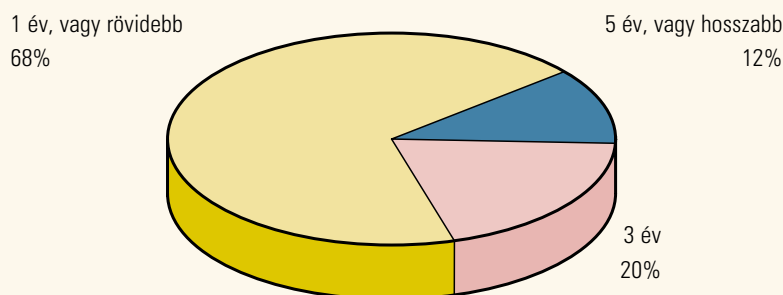
Az éves kibocsátási szerkezet alapvetően az adósságkezelési stratégiában lefektetett elveket tükrözi, ami gazdaságpolitikai szintű döntés következtében kiegészült a monetáris politika támogatásával. A finanszírozási terv meghatározásakor négy fő megfontolás került figyelembevételre.

1. Az adott évi költségvetési hiány finanszírozása a gazdaságpolitikai célkitűzéseknek megfelelően a belföldi pénz- és tőkepiacról, hazai megtakarításokból történik.
2. A devizaadósság törlesztéséhez és az MNB tartalékfeltöltéséhez a belföldi piacról forintban bevont források biztosítsák a fedezetet, akárcsak a lejáró forintadósság esetében, ami lehetővé és egyben szükségessé teszi a finanszírozás szempontjainak bővülését a 3. pontban foglaltakkal.
3. Szükségessé vált az aktív részvétel a monetáris politika eszközrendszerének átalakításában, ami a gyakorlatban a kibocsátáskori futamidejét tekintve 3 hónapos MNB kötvényállomány fokozatos átvételét, azaz állampapír-befektetések felé történő terelését jelenti.
4. A negyedik szempont érvényesítését a biztonságos finanszírozásra irányuló törekvés diktálta. Ez a Kincstári Egységes Számlán (KESZ) rendelkezésre álló likvid pénztartalék állományának biztonságos, stabil szinten tartását célozza, ezáltal tartalékot képezve:
 - a központi költségvetés, a társadalombiztosítási alapok és az elkülönített állami alapok kifizetéseihez
 - a központi költségvetés, a társadalombiztosítási alapok és az elkülönített állami alapok tervezettől eltérően alakuló pozíciójának finanszírozásához
 - a nemzetközi pénzügyi, gazdasági válságok esetleges kedvezőtlen hatásainak kivédéséhez

A BRUTTÓ ÉRTÉKESÍTÉS SZERKEZETE

A 2001. évi 3,349 milliárd forintos bruttó forintpiaci értékesítéssel szemben 2002-ben várhatóan mintegy 4,349 milliárd forint összegű állampapír értékesítésére lesz szükség ahhoz, hogy a belföldi finanszírozási szükségletet biztosítani lehessen. Az 5 év vagy annál hosszabb hátralévő futamidejű kibocsátások részaránya várhatóan 12%-ot, az 1 év vagy annál rövidebb hátralévő futamidejű kibocsátások részaránya pedig 68%-ot ér el 2002-ben. A közepes futamidejű állampapírok részaránya 20%-ot tesz ki. Lényeges változás, hogy 2001-ben még a kötvények negyedét adó kétéves kötvény 2002-ben nem kerül értékesítésre, a finanszírozásban elfoglalt helyét a megemelt értékesítendő mennyiséggel szereplő hároméves kötvény veszi át².

BRUTTÓ ÁLLAMPAPÍR-ÉRTÉKESÍTÉS ALAKULÁSA A FORINTPIACON 2002-BEN



² Ennek megfelelően az aukciós naptár is módosul. Így a kéthetente (csütörtökön) tartott kötvényaukciókon minden alkalommal felajánl a Kibocsátó 3 éves kötvényt, míg vele párban felváltva 5 éves vagy 10/15 éves állampapír kerül értékesítésre.

III. AZ ÁLLAMPAPÍR-ÉRTÉKESÍTÉS ALAKULÁSA 2002-BEN

A NETTÓ ÉRTÉKESÍTÉS SZERKEZETE

A korábbi évektől eltérően a forintpiacon értékesítésre kerülő állampapíroknak a nettó finanszírozási igényen felül (505 milliárd forint) még fedezetet kell nyújtaniuk az MNB kiegyenlítési tartalékának a feltöltésére, valamint a devizaadósság törlesztésére. Az utóbbi két tétel finanszírozása érdekében a jegybank vállalta, hogy leépíti a 3 hónapos kötvényállományát, melynek következtében felszabaduló megtakarítások állampapír-befektetésekbe történő lekötése automatikusan megteremti a fenti két tétel fedezetét. A felszabaduló, alapvetően rövid távú megtakarítások így részben az éven belüli lejáratú állampapírok állományának növekedését eredményezik (lásd táblázat).

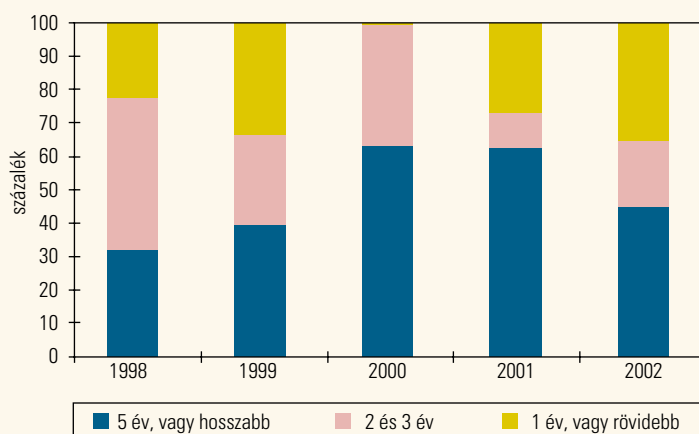
A NETTÓ FORINTPIACI FINANSZÍROZÁS 2002-BEN

	milliárd forint		milliárd forint
Kincstári kör hiánya	505	5 év, vagy hosszabb állampapír	438
MNB tartalékfeltöltése	160	2 és 3 év közötti futamidejű állampapír	191
MNB-vel szembeni hiteltörlesztés*	76	1 év, vagy rövidebb állampapír	342
Devizaadósság törlesztése*	230		
Nettó forintpiaci finanszírozási igény	971	Nettó forintpiaci finanszírozás	971

* A II. táblázatban a törlesztések alatt szerepel.

A nettó állampapír-értékesítés szerkezetében – a 2000-es évet leszámítva – a rövid és hosszú futamidejű állampapírok aránya kiegyenlíti egymást, a közepes futamidejű kötvények szerepe pedig meghatározó a nettó finanszírozási igény biztosításában.

A NETTÓ ÁLLAMPAPÍR-ÉRTÉKESÍTÉS ALAKULÁSA A FORINTPIACON



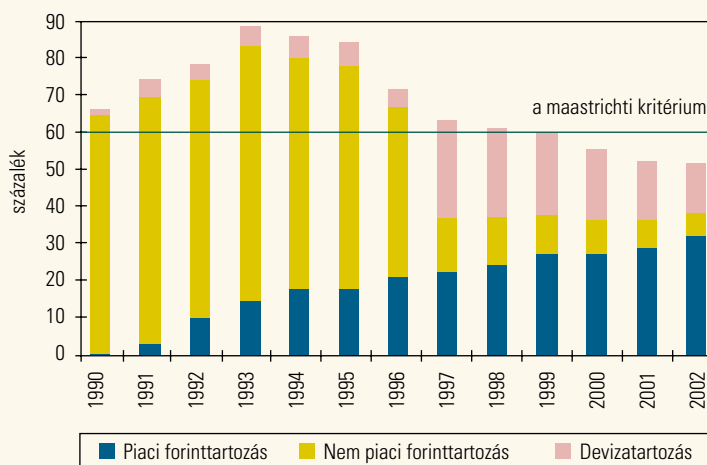
2002-ben a terveknek megfelelően az 5, 10 és 15 éves futamidejű államkötvények nettó értékesítése 440 milliárd forint lesz, melynek felét az ötéves futamidejű kötvény adja. Mivel a hároméves futamidejű kötvény veszi át a megszüntetésre kerülő kétéves államkötvény szerepét a kibocsátásban, így a lejárató kétéves futamidejű kötvények megújításának feladata is rá vár. Ennek köszönhetően várhatóan 190 milliárd forint lesz a 3 éves kötvény kibocsátásának azon része, mely meghaladja a lejárató két- és hároméves kötvények állományát. A nettó értékesítésen belül folyamatosan 25–35% között mozgó rövid állampapírok 2002-es arányát leginkább a lakossági értékesítés alakulása, valamint a jegybanki kötvényállomány átvétele befolyásolja.

IV. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2002-BEN

Az éves finanszírozás alakulása befolyásolja az adósságállomány méretét és szerkezetét. A központi költségvetés bruttó adóssága 2001. december végén 7,720 milliárd forint volt.

A magyar államadósság³ GDP-hez viszonyított aránya 1993 óta csökken és 1999 végére a költségvetési törvény alapján 59,9%-os értékével teljesítette a maastrichti kritériumokban előírt szintet, 2001-ben tovább mérséklődött, 52,4%-os szintet érve el. Előreláthatólag ez a folyamat 2002-ben is folytatódik majd.

AZ ÁLLAMADÓSSÁG/GDP ALAKULÁSA



A gazdaságpolitika továbbra is fontos céljának tekinti az adósságállomány és a költségvetési deficit GDP-hez mért arányának mérséklését. A két tényező szorosan összefügg egymással, hiszen a magas hiány jelentős finanszírozási szükségletet támaszt, ezáltal növeli az adósságot és fordítva, a nagy adósságállományon keletkező kamatfizetések kedvezőtlenül hatnak a költségvetésre. 2002-ben a 730 milliárd forintra tervezett kamatkiadás várhatóan a költségvetés kiadási főösszegének 16%-át alkotja. A kamatkiadásokon belül a forintforrás költsége 570 milliárd forintot (2001. évi összegénél 19 milliárd forinttal magasabb összeget), míg a devizaforrásé 160 milliárd forintot (2001. évi értékénél 4 milliárd forinttal alacsonyabb összeget) tesz ki. Az adósságállományhoz hasonlóan a kamatkiadások GDP-hez mért aránya is folyamatosan csökken. Ez a mutató 2000-ben 6% volt, 2001-ben pedig 5% alá csökkent.

A DEVIZAADÓSSÁG ALAKULÁSA 2002-BEN

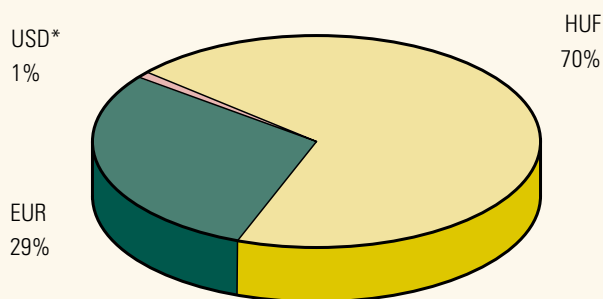
A devizában megtettesülő államadósság alakulását nemcsak a finanszírozási igény befolyásolja, hanem a gazdaságpolitika célkitűzései és az MNB tartalékezelési politikája is. Ennek megfelelően a devizakibocsátások meghatározásakor fontos tényező a fizetési mérleg alakulása. A devizaadósság aránya a teljes államadósságon belül 2001 végén 30% volt.

³ Itt az államadósság a központi költségvetés bruttó adósságát jelenti.

IV. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2002-BEN

A gazdaságpolitikai megfontolásokkal összhangban az adósság devizaszerkezetét (hazai/idegen devizafinanszírozás aránya) főképpen az befolyásolja, hogy a 2002. év során lejáró devizaadósság megújítását belföldi forintforrások szolgálják. Ennek következtében a 2002. év végére a teljes adósság 26%-a testesül meg idegen devizában. Mivel az adósságkezelési stratégia szerint a devizaadósság devizaösszetétele megegyezik a forint kosarának deviza-összetételével (100% euró), a devizakomponens forintértékét 2002-ben esedékes törlesztések, valamint a forint sávon belüli mozgása befolyásolhatja. Kamatszerkezetét a kialakított benchmarknak megfelelő összetételben tartja az ÁKK.

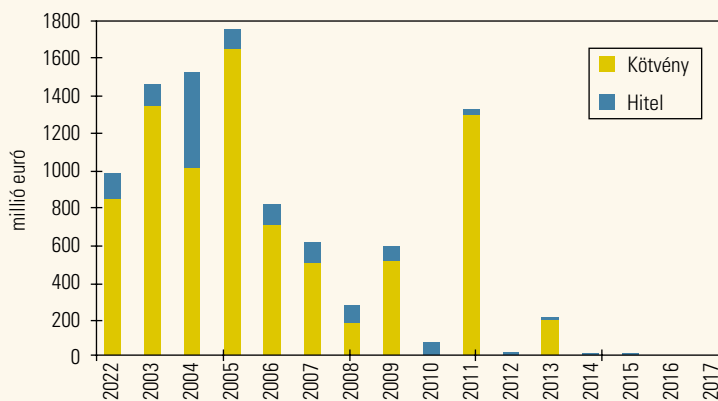
A KÖZPONTI KÖLTSÉGVETÉS ADÓSSÁGÁNAK DEVIZASZERKEZETE 2001 VÉGÉN



* azonos összegű betét a jegybanknál

A központi költségvetésnek 2002-ben 240 milliárd forint (közel 950 millió euró) lejáró devizaadóssága lesz.

A KÖLTSÉGVETÉS KEZELÉSÉBEN LEVŐ DEVIZAADÓSSÁG LEJÁRATI SZERKEZETE 2001. VÉGI ADATOK ALAPJÁN



IV. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2002-BEN

A FORINTADÓSSÁG ALAKULÁSA 2002-BEN

A forintadósság növekedését és szerkezetét meghatározó lényeges sajátosságok a következők:

- jelentős nettó forintpiaci kibocsátás
- a jegybanki 3 hónapos kötvényállomány átvétele

A FORINTADÓSSÁG SZERKEZETÉNEK JAVÍTÁSA

Ezen körülmények között is célkitűzés a korábbi gyakorlat folytatása, amely főbb irányai a következők:

- a, a fix kamatozású piaci állampapírok arányának növelése a teljes államadósságon belül
- b, a piaci forintadósság lejárat szerkezetének javítása, egyenletesebb időbeni lefutás biztosítása, a piaci állampapírok átlagos hátralévő futamidejének növelése
- c, a stabil befektetői bázist biztosító lakossági állampapírok értékesítésének fenntartása
- d, az eurórégió szokványainak fokozatos bevezetése

A 2002. évben kialakított értékesítési szerkezet az eddig elért eredmények megtartását tűzte ki célul. Ezzel összhangban az év folyamán csak fix kamatozású államkötvényeket értékesít az ÁKK.

A. A FORINTBAN KIBOCSÁTOTT FIX KAMATOZÁSÚ PIACKÉPES ÁLLAMKÖTVÉNYEK RÉSZESEDÉSÉNEK EMELÉSE

A forintban kibocsátott fix kamatozású kötvények a forintadósság-állomány 52%-át alkották 2001 végén. A fejlődés ellenére ez az arány még mindig elmarad a fejlett állampapírpiaccal rendelkező országok hasonló mutatóitól. A forintban kibocsátott teljes piaci adósság 1,66 éves durációja (2000 végén 1,34 év volt) jól mutatja, hogy ezen adósságelem több mint másfél év alatt reagál a piaci kamatok változására. Habár a gyors átárazódás csökkenő kamatok és infláció mellett nem okoz kedvezőtlen helyzetet, a teljes forintadósság kamat- és megújítási kockázatának kezelése szempontjából szükséges egy optimális átárazódási idő kialakítása, amely jelenleg a leghatékonyabb hosszú lejáratú, fix kamatozású állampapírokkal biztosítható.

A fix kamatozás a költségek (kamatfizetések) szempontjából is előnyösebb megoldásnak bizonyult az elmúlt 5 évben. Ennek az oka az, hogy a fix kamatozású állampapírookra kifizetett átlagos kamatláb – az inverz hozamgörbe⁴ következtében egyre alacsonyabb kamatszelvevények miatt – folyamatosan alatta maradt a változó kamatozású és a rövid futamidejű állampapírok átlagos kamatkifizetésének.

AZ EGYES ÁLLAMPAPÍRTÍPUSOK ÁTLAGOS KAMATLÁBA (1998–2001)

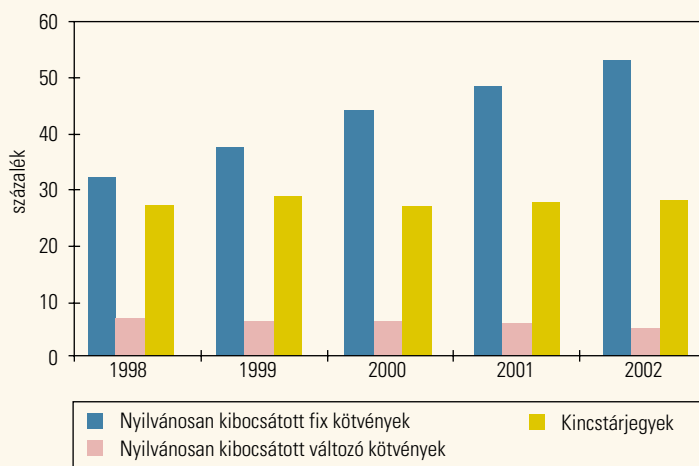
	1998	1999	2000	2001
Fix kamatozású államkötvények	16,20%	13,91%	12,29%	10,03%
Változó kamatozású államkötvények	16,94%	16,46%	13,62%	11,45%
12 hónapos diszkont kincstárjegyek	17,78%	14,45%	10,70%	10,10%

Ezen túlmenően a fix kamatozású adósság arányának növelése elősegíti a másodpiac fejlődését, a forgalom emelkedését, valamint a befektetők számára is előnyös, mivel kiszámíthatóvá teszi befektetéseik pénzáramát.

⁴ Az inverz hozamgörbe esetén a rövid lejáratú értékpapírok hozamszintje magasabb, mint a hosszabb lejáratú értékpapíroké.

IV. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2002-BEN

A FIX KAMATOZÁSÚ ÁLLAMKÖTVÉNYEK ARÁNYA A FORINTADÓSSÁGON BELÜL

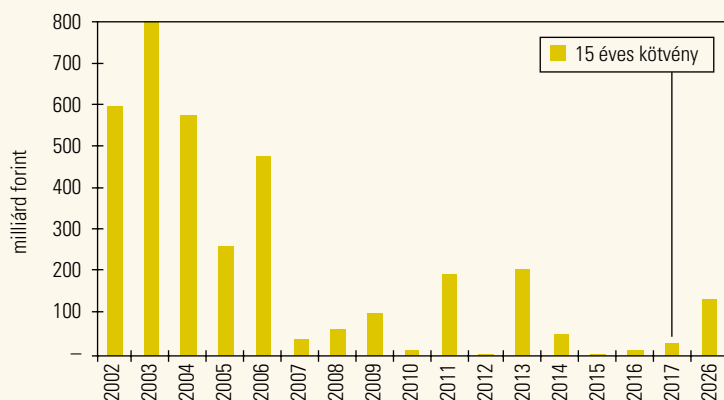


A jelenlegi kibocsátási szerkezet jellemzője, hogy az értékesítés alatt álló négy kötvény mind fix kamatozású. A finanszírozási eszközök ilyen összetételének köszönhetően az adósságállományon belül is egyre növekvő részesedést alkotnak a fix kamatozású államkötvények.

B. A PIACI FORINTADÓSSÁG LEJÁRATI SZERKEZETÉNEK JAVÍTÁSA ÉS ÁTLAGOS HÁTRALÉVŐ FUTAMIDEJÉNEK HOSSZABBÍTÁSA

A forintkötvények lejáratú szerkezete egyenetlen, azaz az első pár évben koncentrált. Az államkötvény-törlesztések összege – a rendszeres piaci kibocsátású állampapírok miatt – igen nagy a 2002–2006 közti időszakban. Ennek következtében 2001 végén a forintban kibocsátott piaci adósság 48%-a egy éven belül, 19%-a két éven belül, 32%-a 2 éven túl jár le. Bár a rövid lejáratú adósság aránya az 1998-as évvel összehasonlítva 9 százalékponttal csökkent, az OECD országok hasonló mutatóihoz képest a lejáratú szerkezet még mindig kedvezőtlennek értékelhető, mert ebben az országcsoportban átlagosan az adósság 28%-a jár le egy éven belül, míg két éven túl 62,5%-a. Ennek megfelelően cél, hogy a finanszírozási céllal kibocsátott (6 és 12 hónapos) kincstárjegyek aránya ne növekedjen jelentősen, valamint az államkötvényeken belül a hosszabb lejáratú állampapírok (10 és 15 éves fix kamatozású eszközök) egyre fontosabb szerepet játszanak.

A FORINTBAN KIBOCSÁTOTT ÁLLAMKÖTVÉNYEK LEJÁRATI SZERKEZETE 2001 VÉGÉN



IV. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2002-BEN

A sajátos lejáratú szerkezetből az következik, hogy évente nagyarányú megújítási igény jelentkezik. A probléma enyhítésének módja a hosszabb lejáratú állampapírok súlyának emelése. A piac fejlődésének köszönhetően a nettó finanszírozásban az ötéves vagy annál hosszabb futamidejű állampapírok nagyobb súlyt képviselnek, mint az elmúlt években. Ennek megfelelően 2001-ben az értékesített kötvények 42%-a ötéves vagy annál hosszabb futamidejű volt.

Az egyre hosszabb futamidejű állampapírok egyre nagyobb arányú kibocsátásának köszönhetően 2001 végéig kibocsátásra került államkötvények átlagos hátralévő futamideje 4,11 év. Az államkötvényeknél 2002-ben a futamidő további növekedésével számolunk, amely várhatóan 4,68 év körül alakul. Ez azzal magyarázható, hogy a kétéves államkötvény-finanszírozásban betöltött szerepét a hároméves állampapír veszi át, és ezzel párhuzamosan a 15 éves kötvény is tényezővé válik a kibocsátásokban. A belföldi állampapírpiac fejlődésével párhuzamosan csupán lassan, fokozatosan lehetséges növelni az átlagos hátralévő futamidőt.

15 ÉVES ÉS HOSSZÚ LEJÁRATÚ FIX KAMATOZÁSÚ KÖTVÉNYEK FORINTBAN

A futamidő növelése érdekében tett fontos lépés volt a 15 éves fix kamatozású államkötvény kibocsátása, amely kötvényt az ÁKK Rt. első alkalommal 2001. november 8-án, aukció keretében ajánlotta fel megvásárlásra. Ez az állampapír a kibocsátó számára fontos előnyöket hordoz, hiszen javítja az adósság lejáratú szerkezetét, növeli a finanszírozás biztonságát és kedvezően befolyásolja a forintportfólió átlagos hátralévő futamidejét.

A 15 éves kötvény lehetőséget teremt a pénzügyi közvetítőkön belül egyre dominánsabb szerepet játszó intézményi befektetők (biztosítók, nyugdíjpénztárak) igényeinek a kielégítésére is, azaz megfelelő eszközt kapnak ezen intézmények hosszú lejáratú kötelezettségeik természetes fedezésére.

A kötvény megfelelő sorozatnagyságának elérése pedig elősegíti az elsődleges forgalmazói árjegyzést a 15 éves futamidőre, ami a Kibocsátó reményei szerint kedvezően hat vissza a többi hosszú állampapír, így különösen a 10 éves kötvény keresletére, ezzel is támogatva a finanszírozás hosszú távú biztonságát.

A jelenleg tapasztalható élénk érdeklődés jó alapot teremt az állampapír minél hatékonyabb és likvidebb másodpiacának kialakításához. Tekintettel arra, hogy a 15 éves kötvény forgalomba hozatala igen jelentős eredménynek számít nemcsak a magyar, hanem a közép-európai tőkepiacon is, ezért az állampapír másodpiacának fejlesztése igen nagy jelentőséggel bír.

A kötvény, amelynek lejáratá 2017. november 24., fix kamatozású, éves kamatfizetésű, ami a korábbi féléves gyakorisággal szemben már igazodik az euróregiói szokványaihoz (lásd d. pont).

C. LAKOSSÁGI ÉRTÉKESÍTÉS

A költségvetés finanszírozása a nemzetközi gyakorlattal összhangban elsősorban intézményi befektetők felé történő nagybani állampapír-értékesítéssel valósul meg. Ugyanakkor folyamatosan fontos cél volt, hogy a finanszírozási igény egy – viszonylag jelentős – részét a lakosság felé megvalósított közvetlen értékesítéssel biztosítsa az adósságkezelő a finanszírozás biztonságának növelése érdekében (diverzifikáció).

A LAKOSSÁGI STRATÉGIA KULCSELEMEI

A közvetlen lakossági értékesítés stratégiája különbözik az intézményi befektetők felé teljesített eladásoktól. A lakossági stratégia kulcselemei:

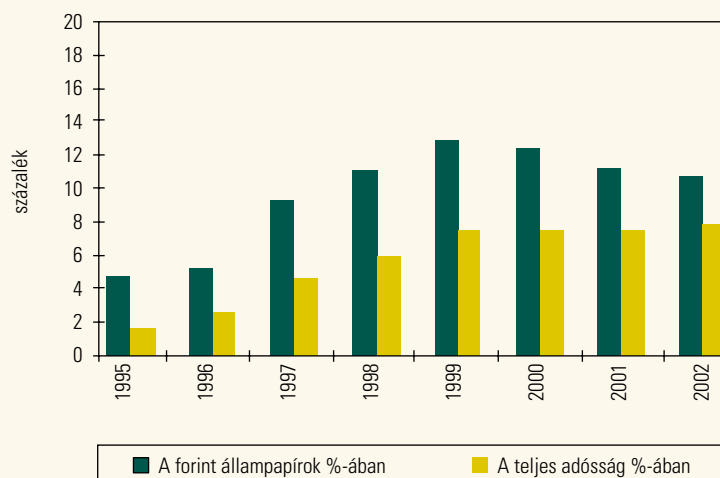
1. speciális értékesítési csatornák (a lakossági elsődleges forgalmazók értékesítési helyei, a Posta hálózata, a Magyar Államkincstár fiókhálózata)
2. sajátos, a lakosság igényeihez igazodó állampapírok (Kamatozó Kincstárjegy, Kincstári Takarékjegy)
3. a kisbefektetők által könnyen érthető és elérhető értékesítési módok (folyamatos értékesítés, folyamatos jegyzés)

IV. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2002-BEN

A lakossági állampapírokat általában a magyar magánszemélyek vásárolhatják. A minél szélesebb körű hozzáférés érdekében a Magyar Államkincstár és a Magyar Posta fiókhálózata és a lakossági elsődleges forgalmazók biztosítják az értékesítés országos szintű lefedettségét.

A lakossági források viszonylag rövid (általában egyéves) futamidejűek, azonban ezeknek a forrásoknak jelentős része újrabefektetésre kerül a lakosság konzervatív befektetői magatartása miatt. A lakosság igényeire szabott állampapírok 1997-ben még csak a teljes forintállampapír-állomány 9%-át adták, azonban ez a részarány 2001 végére megközelíti a 11%-ot. 2002-ben a terveknek megfelelően a lakossági értékesítés súlya változatlan marad a finanszírozás szerkezetén belül, így ezen értékpapírok állománya az év végére a forintállampapírokon belül megközelíti a 11%-ot.

A LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍROK RÉSZARÁNYA AZ ÁLLAMADÓSSÁGON BELÜL



A lakossági papírok értékesítésében 2002 januárjától jelentős változások történnek:

- a már dematerializált formában értékesítésre kerülő Kamatozó Kincstárjegy folyamatosan jegyezhető lesz, azaz az egyes sorozatok kéthetes értékesítési periódusai megszakítás nélkül követik egymást. Így az Elsődleges Forgalmazók és a Kincstár fiókjába látogató ügyfelek mindig jegyezhetnek kincstárjegyet.
- a postai forgalmazásban értékesített Kincstári Takarékjegyek (egy- és kétéves) névre szólóvá válnak, ami egyfelől megfelel a nemzetközi terrorizmusellenes intézkedések pénzmossás megakadályozását célzó törvényi előírásainak⁵, másfelől együtt jár a befektetés biztonságának növekedésével, hiszen az értékpapírt illetéktelen személy nem tudja visszaváltani. Ezt segíti elő, hogy az értékpapíron vásárláskor feltüntetésre kerül a vásárló neve, születési helye és ideje.

Az ÁKK továbbra is törekszik arra, hogy az állampapírok forgalmazási helyei minél hatékonyabban működjenek, a befektetőknek minél magasabb színvonalú szolgáltatást nyújtva.

⁵ A névre szólóvá alakítást a pénzmossás elleni intézkedések szigorítását tartalmazó 2001. évi LXXXIII. törvény tette szükségessé, melynek értelmében „Értékpapírt sorozatban kibocsátani, nyilvánosan forgalomba hozni kizárólag névre szólóan lehet”. Ez a kiegészítés átvezetésre került a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvénybe, így a 2002. január 1-jét követően kibocsátásra kerülő állampapírok már mind névre szólnak.

IV. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2002-BEN

D. EURÓSZOKVÁNYOK BEVEZETÉSE

Az ÁKK Rt. stratégiájában kiemelt helyet foglal el az Európai Unió piacára való bekerülés. Ennek keretében az ÁKK Rt. két új szokványt vezet be az állampapírpiacra. Ez a két terület a kamatfizetés gyakorisága, valamint a fix kamatozású Magyar Államkötvények hozam-árfolyam kalkulációja. A változtatások eredményeként a kibocsátásra kerülő fix kamatozású Magyar Államkötvények éves kamatfizetésűek lesznek, amelyek hozam-árfolyam kalkulációja, valamint a felhalmozott kamat számítása az EMU tagországok kötvénypiacain használatos Actual/Actual képlet alapján fog történni. A már forgalomban lévő, korábban kibocsátott állomány tekintetében – a kamatfizetés gyakoriságának változatlansága mellett – a felhalmozott kamat számítása során 2002. március 1-jét követő első kamatfizetés napjától kezdve lesz alkalmazandó az új módszer.

A szokványok meghonosítása remélhetőleg felgyorsítja azt a folyamatot, amely elvezet az árfolyam alapján történő kereskedéshez, ami az egész rendszer tekintetében kívánatos az euróintegráció egyre közelebb kerülésével.

V. A KIBOCSÁTÁSI SZERKEZET LEHETSÉGES VÁLTOZÁSÁNAK OKAI

A finanszírozási terv a 2001 decemberéig megismert tényezők hatásával számolhatott, így előfordulhat, hogy az év folyamán a kibocsátási szerkezet némiképp eltérően alakul. Az alábbiakban törekedtünk arra, hogy felsoroljuk azokat a főbb tényezőket, amelyek a finanszírozási terv teljesülését befolyásolhatják. Ezen tényezők többségének alakulásáról, változásának irányáról az információ könnyen elérhető bármely állampapírpiazi szereplő számára. Az információk folyamatos figyelemmel kísérése mellett a finanszírozási, kibocsátási tervekben bekövetkező módosulások így mindenki számára könnyebben nyomon követhetővé válnak. Ezek:

- a központi költségvetés, a társadalombiztosítási és az elkülönített állami alapok finanszírozási szükségletében, illetve annak évközi eloszlásában bekövetkező módosulások
- a deviza- és a forintadósság egymáshoz viszonyított arányának változását befolyásolhatja a tőkeáramlás irányának alakulása
- szükségessé válhat a Kibocsátó rugalmas reagálása a megnyilvánuló kereslet változására (esetlegesen a különböző futamidejű kötvények közti kismértékű átcsoportosítás révén, ám ez nem jelenti az előzetesen meghirdetett kibocsátási rendmódosítását)



■ 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 ■ www.allampapir.hu ■