



■ 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 ■

ÁLLAMPAPÍRPIAC
ÉVES KIADVÁNY
2001.

TARTALOMJEGYZÉK

I.	ELŐSZÓ	3
II.	MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK	4
III.	ADÓSSÁGKEZELÉSI STRATÉGIA	8
IV.	AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY 2001-BEN	9
V.	KIBOCSÁTÁS, FORGALMAZÁS	12
VI.	INTÉZMÉNYI HÁTTÉR	16
VII.	PIACI INFORMÁCIÓK	18

I. ELŐSZÓ

A magyar állam által – mind belföldön, mind külföldön – kibocsátott állampapírokat a befektetők egyre szélesebb körben vásárolják, ami tükrözi az állampapírpiac fejlődését, és azt a tényt, hogy Magyarország évről évre közelebb kerül az európai uniós és európai monetáris uniós tagsághoz. A befektetők érdekeit is szem előtt tartva az Államadósság Kezelő Központ Rt. (ÁKK) a változó piaci környezet követelményeinek megfelelően megújult formában hozza nyilvánosságra rendszeres kiadványait. Így a friss piaci információkat és a historikus adatokat honlapunkon (www.allampapir.hu) keresztül tesszük elérhetővé, míg visszatekintő, elemző és összegző kiadványainkat (havi és éves) továbbra is megjelentetjük nyomtatott formában.

Az olvasó által kézben tartott 2001. évi állampapír-piaci jelentés nélkülözi az előző években kiadott éves jelentések táblázatainak és ábráinak többségét. A jelentés részletesen és közérthetően számot kíván adni az ÁKK adósságkezelési tevékenységéről, és betekintést kíván nyújtani a magyar állampapírpiac 2001. évi folyamataiba. Remélem, elképzeléseink találkoznak Olvasóink igényeivel, ennek érdekében kérjük, hogy kiadványunk tartalmával és megjelenésével kapcsolatos kérdéseiket és észrevételeiket osszák meg az ÁKK illetékes munkatársaival.

Megragadva a kiadvány megjelenése kapcsán kínálkozó lehetőséget, hangsúlyozni kívánom elkötelezettségünket a nemzetközi gyakorlatnak megfelelő, prudens adósságkezelési elvek mellett.

Szarvas Ferenc
vezérigazgató

II. MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK

1. ÁLTALÁNOS RÉSZ

2001-ben mérséklődött a magyar gazdaság növekedési üteme. Az egész éves, átlagosan 3,9 százalékos növekedés nemzetközi összehasonlításban még ennek ellenére is kiemelkedőnek nevezhető. Ebben az időszakban ugyanis az EMU növekedése 1,5 százalékos volt, és a cseh gazdaság 3,6, illetve a lengyel gazdaság 1,1 százalékos bővülése is elmarad a magyarétól. Az év során folyamatosan csökkenő gazdasági növekedési ütem lényegében leképezte a külső kereslet nemzetközi dekonjunktúrával összefüggő lassulását.

A növekedés az év egészében a nettó export javulása mellett ment végbe. A nettó export a külső kereslet csökkenése ellenére is pozitívan járult hozzá a növekedéshez: a stagnáló kiviteli adatok mellett a beruházások visszaesése mérsékelte az importkeresletet. A romló külső konjunktúrára a hazai vállalatok beruházási szándékuk mérséklésével és a készletállományuk leépítésével válaszoltak. A háztartások fogyasztási kiadásainak bővülése végig meghaladta a termelési volumen növekedését, a negyedik negyedévben 2,5 százalékponttal.

A folyó fizetési mérleg hiánya ennek megfelelően a GDP-nek mindössze mintegy 2,2 százaléka lett. Ezáltal az év eleji várakozásokkal ellentétben a folyó hiány még a megelőző évinél is alacsonyabb lett, így a külső finanszírozási igény alacsony maradt az év egészében.

A folyó mérleg finanszírozásában a nem adósságeneráló tételek a hiány körülbelül kétharmadát fedezték. A Magyarországra irányuló tőkeáramlás az év egészében enyhén mérséklődő mértékű volt ugyan, ennek ellenére is több mint egymilliárd eurónyi friss működőtőke érkezett az országba. Ugyanakkor az államháztartás finanszírozásában jelentős szerepet játszott a külföldi befektetők kötvényszerűsítése, míg a vállalati szektor mérsékelte külföldi eladósodottságát 2001-ben.

A budapesti tőzsdeindex, a BUX, a külföldi tőzsdékhez hasonlóan a szeptemberi terrortámadást megelőző, és az azt követő rövid időszakban folyamatosan veszített értékéből. A nagy nemzetközi tőzsdeindexek feléledése és a feltörekvő gazdaságokkal szemben helyreálló bizalom azonban trendváltást eredményezett, és lassú növekedési pályára állította a BUX-ot. A tőzsdét egyébként a forgalom markáns visszaesése jellemezte.

2. PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

Az államháztartás keresleti hatása jóval erőteljesebb volt a megelőző években tapasztaltaknál. A keresleti hatás egy része a 2000. évi költségvetés áthúzó hatásának, másik része pedig a tágran értelmezett közsférába tartozó, ám számvitelileg nem az államháztartásban nyilvántartott intézmények kiadásainak eredményeképpen keletkezett. Az államháztartási hiány alakulása az év egészében hasonló volt a 2000-eshez. A megelőző évhez hasonlóan 2001-ben is az év végén összpontosuló kiadási tételek keresleti hatása valószínűleg csak a következő évben jelentkezik.

A tágabban értelmezett államháztartás növekvő nettó finanszírozási igényéhez mérséklődő lakossági megtakarítási ráta társult. A külső egyensúly kedvező alakulásához igencsak szükség volt a vállalati szektor visszafogott finanszírozási igényére.

A lakossági megtakarítási ráta csökkenése két tényező együttes hatásának következménye. Egyrészt a lakosság tartós jövőbeni jövedelemnövekedésébe vetett bizalmának tulajdoníthatóan – jövedelme gyarapodását meghaladó mértékben – növelte fogyasztási kiadásait, másrészt a gazdasági átmenet következtében elhalasztott korábbi fogyasztás pótlásának igénye is határozottan megjelent. Ez a hitelfelvételi aktivitás erősödésében és a lakásépítések – gazdaságpolitika által aktívan támogatott – megugrásában öltött testet.

A monetáris irányítás alapvetően változott meg 2001-ben. A korábban alkalmazott szűk sávcsúsztató árfolyamrendszer után 2001 májusában a jegybank az ERM II.-vel megegyező szélességűre (± 15 százalék) növelte a forint ingadozási sávját. Az előre bejelentett havi leértékeléseket csak október 1-től szüntették meg. Jelentős lépés volt az árfolyam-stabilitást célzó korábbi monetáris rendszer megváltoztatása inflációs célkitűzés rendszerére is. Az új monetáris rezsimben a forint euróval szembeni árfolyama – a sávon belüli volatilitás növekedése mellett – az év végére a májusi szinthez képest mintegy 9 százalékos erősödött.

A forint erősödése és emelkedő volatilitása csökkentette a hazai termelők külpiaci versenyképességét, bár ennek mértékét nehéz megbecsülni a külső egyensúlyt javító egyéb folyamatok fényében. Valószínű, hogy a korábbi évek

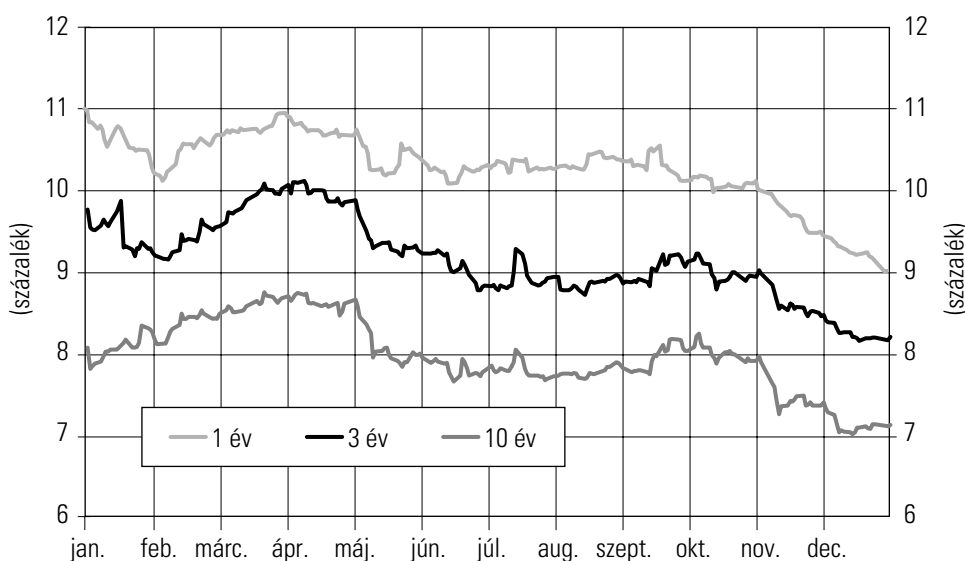
erőteljes költség alapú reálleértékelődése megfelelő „versenyképességi tartalékokat” teremtett a gazdaság számára, így 2001-ben ez az árfolyam-erősödés nem volt komoly egyensúlyrontó tényező.

Az árfolyam erősödésének hatására az év első felében még emelkedő fogyasztói árak csökkenni kezdtek. A forint nominális felértékelődése más külpiazi folyamatokkal (energiaárak és külső kereslet csökkenése), valamint az egy évvel korábbi magas inflációs bázis hatására hozzájárult az év második felében beinduló dezinflációs folyamathoz. Végeredményben az infláció a januári 10,1 százalékról – a májusi 10,8 százalékos csúcs után – decemberre 6,8 százalékra csökkent.

3. HOZAMOK

A referenciahozamok 2001 túlnyomó részében az előző évben kialakult hozamszint közelében mozogtak. Az év eleji hozamemelkedés a 2000. év végén tapasztalt erőteljes hozamesések kisebb korrekciójaként fogható fel. A hozamok korrekcióját támogatta ekkor az is, hogy a gazdasági elemzők inflációs várakozásait meghaladó, emelkedő inflációs adatok láttak napvilágot.

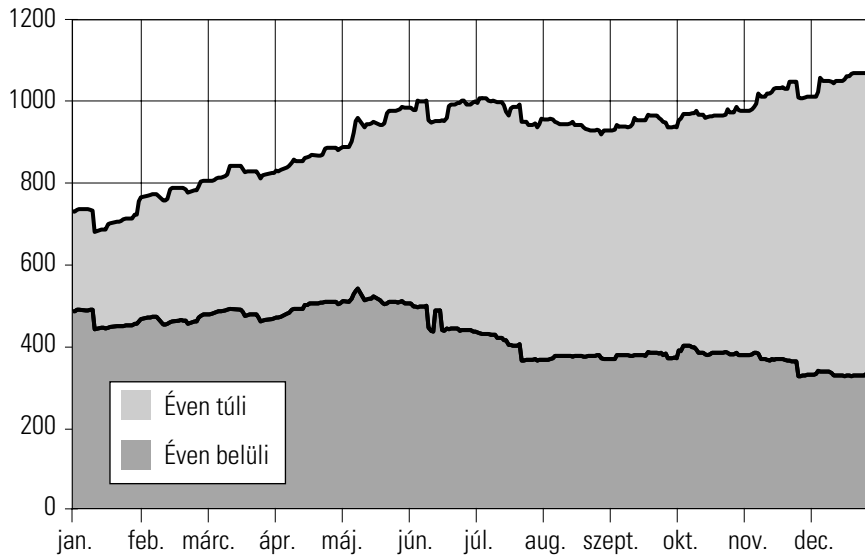
Egyes referenciahozamok 2001-ben



A benchmarkhozamok korrekciója a külföldi befektetők állampapír-állományának folyamatos emelkedése mellett ment végbe.

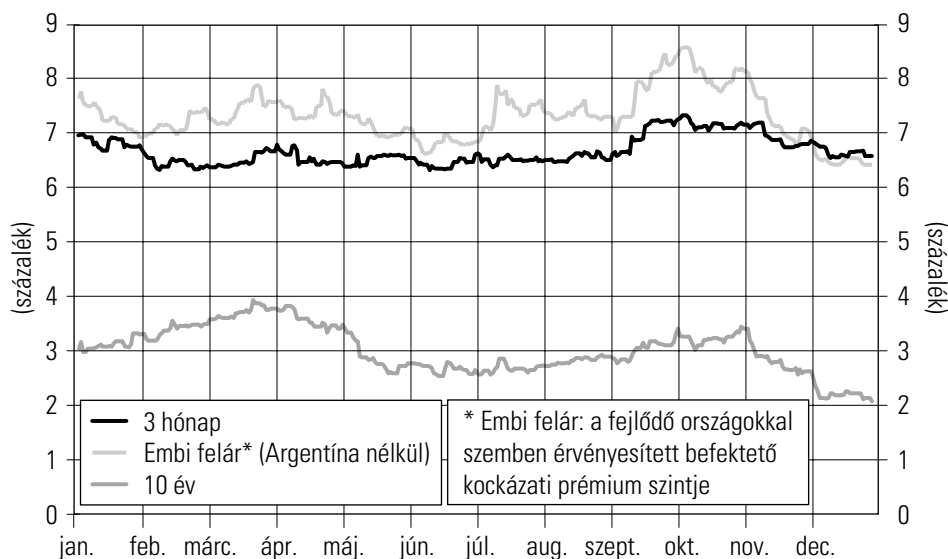
A sávszélesítést követően újult kereslet keletkezett az államkötvények iránt, amely a hozamok közel egy százalékpontos csökkenéséhez vezetett. A külföldiek jellemzően a hosszabb lejáratú állampapírok iránt mutattak keresletet, azaz a korábban nagyrészt árfolyam-spekulációs indítékot felváltotta a hozamok eurókonvergenciájának érvényesülésére alapozott várakozás. A júniusi devizaliberalizáció ellenére a külföldiek nem növelték a rövid hátralévő futamidejű instrumentumok állományát, ugyanis már az állampapírpiacon megkerülésével is képesek voltak a forint árfolyammozgásából profitálni.

**A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány hátralévő
lejárat szerinti megoszlásban (2001-ben, Mrd forint)**



A hozamgörbe lényegében változatlan szinten maradt az év közepétől egészen szeptemberig. Ettől az időponttól az amerikai terrortámadás miatt megváltozott nemzetközi befektetői magatartás nyomta rá bélyegét a magyar kötvénypiaci folyamatokra is. A kezdeti nagyon óvatos befektetői magatartást követően októbertől ismét emelkedett a kereslet a feltörekvő gazdaságok értékpapírai iránt. Az addig pangó külföldi kereslet megélnélt, s ismét nőni kezdett a nem rezidensek állampapír-állománya. A pozitív hangulat meglátszott a hozamok gyors csökkenésében is. A 2001. év végén már a hozamgörbe rövid szakasza is tartósan 10% alá süllyedt, amelyben jelentős szerepe volt az infláció második félévi csökkenésének is.

**A 3 és 10 éves benchmarkhozamok prémiuma
a megfelelő euróbenchmark-hozamok felett**



Az év egészében 3 hónapos referenciahozam esetében a felárak 6 és 7 százalékpont körül váltakoztak, a hosszabb lejáratokon azonban egyértelmű volt az euróhozamokhoz történő konvergencia. A 10 éves referenciahozam jelentősen mérséklődve az év végére megközelítette (majd 2002 elején át is törte) a maastrichti kritériumok alapján előírt maximálisan 200 bázispontos felárkorlátot. Az Embi indexszel való szoros kapcsolat alapján látható, hogy a magyar hozamalakulást rövid távon a nemzetközi befektetői légkör változásai is befolyásolták.

III. ADÓSSÁGKEZELÉSI STRATÉGIA

A magyar adósságkezelés alapvető célja a költségvetés finanszírozási szükségletének egységes szemléletű, a felmerülő kockázatok figyelembevételével és hosszú távon alacsony költségszint mellett történő biztosítása. Ez a célkitűzés alapvetően megegyezik a nemzeti adósságkezelők többsége által megfogalmazottakkal, de komoly eltérés rejlik a kockázatok és költségek megfogalmazásában.

Az adósságkezelési stratégiának megfelelően a költségvetési hiány, a forintban lejáró adósság és a devizaadósság kamatterhének fedezete a belföldi, míg a lejáró idegen devizatartozásé a nemzetközi tőkepiacról került bevonásra. Ez a stratégia a devizában fennálló adósság arányának fokozatos csökkenését eredményezte. A fokozatosságot támasztotta alá a portfólió elemeinek azon átfogó elemzése, ami a belföldi és külföldi adósság pozitív kapcsolatát mutatta ki (pl. a lejárat szerkezet egyenletes lefutásának a biztosítása, a befektető bázis szélesítése stb.).

A fentiek alapján a következő főbb referencia-célkitűzések (benchmarkok) kerültek megfogalmazásra:

1. DEVIZABENCHMARK

A devizabenchmark – ami visszatükrözi a forint mindenkori devizakosarát – célja a devizaadósság keresztárfolyam-kockázatának korlátozása. A keresztárfolyam-változások így nem értékelik át devizaportfóliót, ezért az árfolyam-kockázat a hivatalos havi leértékelés ütemére és a forint árfolyamsávjára korlátozódik (lásd VI. fejezet). 2000. január 1-jétől a forint árfolyama kizárólag az euróhoz kötött, ami tisztán eurót tartalmazó devizabenchmark-célkitűzést eredményezett. 2001-ben a tényleges devizaportfólió 99,9%-a folyamatosan euróban állt fenn, ahol a 100% eurótól való eltérés technikai okokra vezethető vissza.

2. KAMATBENCHMARK

A devizaportfólió hagyományosan fix kamatozású elemekből áll. A kamatszerkezet rugalmasabbá tétele érdekében az ÁKK kialakította kamatbenchmarkját is, mely referencia-célkitűzés minden évre rögzíti a devizaadósságon belül a fix és a változó kamatozású elemek arányát. 2001 folyamán a kamatbenchmark kb. 80%-20% arányban tartalmazott fix és változó kamatozású elemeket. Ettől az aránytól a valós portfólió legfeljebb 5%-kal térhetett volna el.

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

A forintportfólió tekintetében sokkal bonyolultabb a referencia-célkitűzések megfogalmazása, hiszen az ÁKK a belföldi tőkepiac meghatározó (áralakító) szereplője. Követendő célként fogalmazódott meg a fix kamatozású kötvények arányának a növelése és a lejárat profil hosszítása. Ennek elérését az ÁKK hosszú futamidejű – 5, 10 és 15 éves fix kamatozású – kötvények finanszírozásban betöltött szerepének a növelésével kívánja elérni.

A központi költségvetés bruttó adósságának a magyar GDP-hez mért aránya 2001 végére 52,4%-ra csökkent (lásd 1. táblázat). A bruttó adósság 70%-a forint, míg a maradék 30%-a devizatartozást testesített meg.

IV. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY 2001-BEN

1. TÁBLÁZAT

A KÖZPONTI KÖLTSÉGVETÉS ADÓSSÁGA 2001 VÉGÉN

	Milliárd forint
Magyar Államkötvények	3590,8
Diszkont Kincstárjegyek	1032,1
Lakossági állampapírok	554,4
Forinthitelek	228,3
A nemzetközi tőkepiacon kibocsátott államkötvények	911,7
Devizahitelek	1534,6
Swapok	-124,2
Lejárt, de be nem váltott állampapírok	2,3
Összesen	7720

Az adósság forint- és idegdeviza-komponensei eltérő jellemzőkkel (átlagos hátralévő futamidő, duráció, kamatláb stb.) bírnak, amiket az alábbiakban összegezhetünk.

A FORINTADÓSSÁG SZERKEZETE

(a) Nyílt és zárt kibocsátás

Az 1990-es évek zártkörű kötvénykibocsátásait a gazdaság strukturális átalakítása tette szükségessé, így annak jelentős része a tőkehiányos bankok konszolidációját finanszírozta. 1998 óta nem került sor állampapírok zárt körben történő értékesítésére, és az ÁKK a jövőben sem tervez ilyen típusú kibocsátásokat. Ennek megfelelően a nyilvános kibocsátások aránya a forintportfólión belül (kötvény, kincstárjegy és lakossági állampapír) folyamatosan emelkedik, 2001-re elérve a 85%-ot.

(b) A fennálló tartozás típusa szerint (kötvény, kincstárjegy, hitel és lakossági állampapír)

A kibocsátási szerkezet kialakításánál kiemelt célként szerepelt a fix kamatozású piacképes állampapírok teljes adósságállományon belüli részarányának növelése. Az államkötvények értékesítésének a tervek meghaladó mértéke ellenére ezen adósságelem aránya nem emelkedett a portfólión belül, ami a diszkont kincstárjegyek jelentős állomány-növekedésének köszönhető. A lakossági állampapírok (Kamatozó Kincstárjegy és Kincstári Takarékjegy) aránya 11%-ról 10%-ra csökkent, mivel jelentőségük a nettó értékesítésben enyhén mérséklődött. A forinthitelek aránya a folyamatos törlesztések eredményeként tovább csökkent.

(c) A kamatozás típusa szerint (fix, változó)

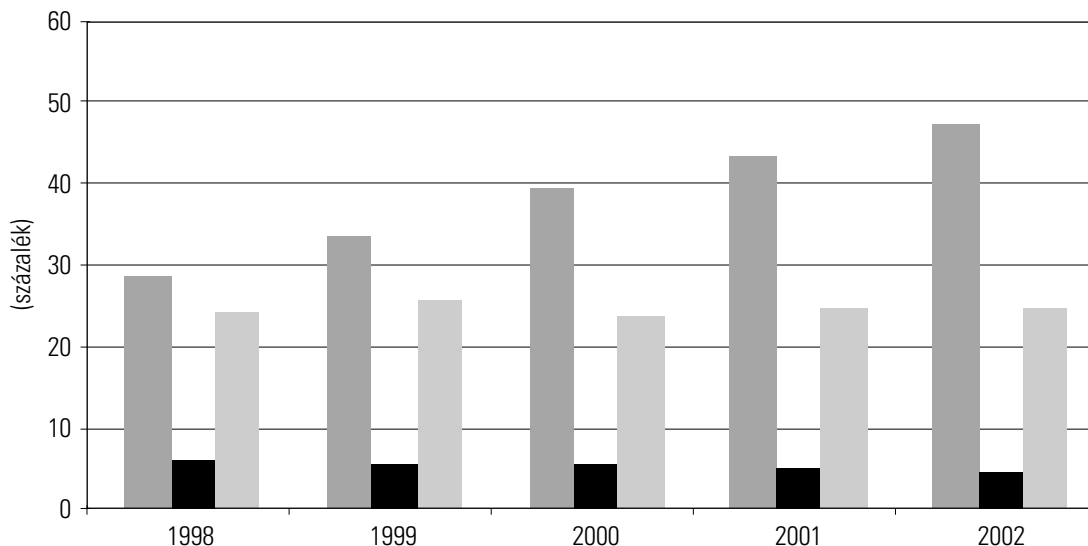
Az adósságállomány kamatszerkezet szerinti megbontásában további eltolódás történt a fix kamatozású elemek felé, hiszen a fix kamatozású kötvények részesedése 48%-ra emelkedett a forintadósságon belül (lásd 1. ábra lent). Az év során kibocsátott hat kötvénytípus közül öt fix kamatot fizető sorozat volt, míg az egyetlen változó kamatozású kötvény csak két alkalommal került aukcionálásra.

(d) Átlagos hátralévő futamidő és lejáratok profil

A forintkötvények lejáratok szerkezete egyenetlen, a nagy lejáratok a következő néhány évre koncentrálódnak. 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 a második éven belül, 32%-a 2 éven túl jár le. A lejáratcsúcsok elkerülésének leghatékonyabb eszköze a hosszabb futamidejű állampapírok (10 és 15 éves fix kamatozású eszközök) szerepének növelése. A futamidővel párhuzamosan az átértékelődés idejének (duráció) hosszabbodása is várható, hiszen változó kamatozású és 2 éves futamidejű kötvény értékesítésére 2002-ben várhatóan nem kerül sor.

1. ÁBRA

A fix kamatozású államkötvények aránya a forintadósságon belül



A DEVIZAADÓSSÁG SZERKEZETE

Habár az idegen deviza 30%-os aránya a portfólión belül – mely a GDP közel 16%-át tette ki – nemzetközi összehasonlításban magasnak tűnhet, de súlya a portfólión belül 1997 óta (41%) folyamatosan csökkenő (lásd III. fejezet).

(a) A fennálló tartozás típusa szerint

A magyar állam 1999 óta közvetlenül von be forrást a nemzetközi tőkepiacokról. Az ennek keretében megvalósított kötvénykibocsátások és szindikált hitelfelvétel aránya fokozatosan emelkedik (43% 2001 végén) a portfólión belül. Az így kibocsátott értékpapírok és a felvett hitel elsődleges célja a központi bank által 1999 előtt kibocsátott deviza-kötvények megújítása volt. Ez az állomány 2001 végén 17 kötvényből állt, mely a devizaadósság 47%-át adta.

A devizatartozás fennmaradó 10%-át az állam közvetlen hitelfelvételei teszik ki, melyeket négy nemzetközi finanszírozási intézmény (a Világbank, az Európai Beruházási Bank, a Kreditanstalt für Wiederaufbau német állami bank és a Council of Europe Development Bank), illetve két kereskedelmi bank (Bayerische Landesbank és Bilbao Bizcaya Kutxa) bocsátottak a rendelkezésére. A hitelintézetek a kölcsönöket projektfinanszírozási célokra folyósították.

(b) Deviza- és kamatszerkezet

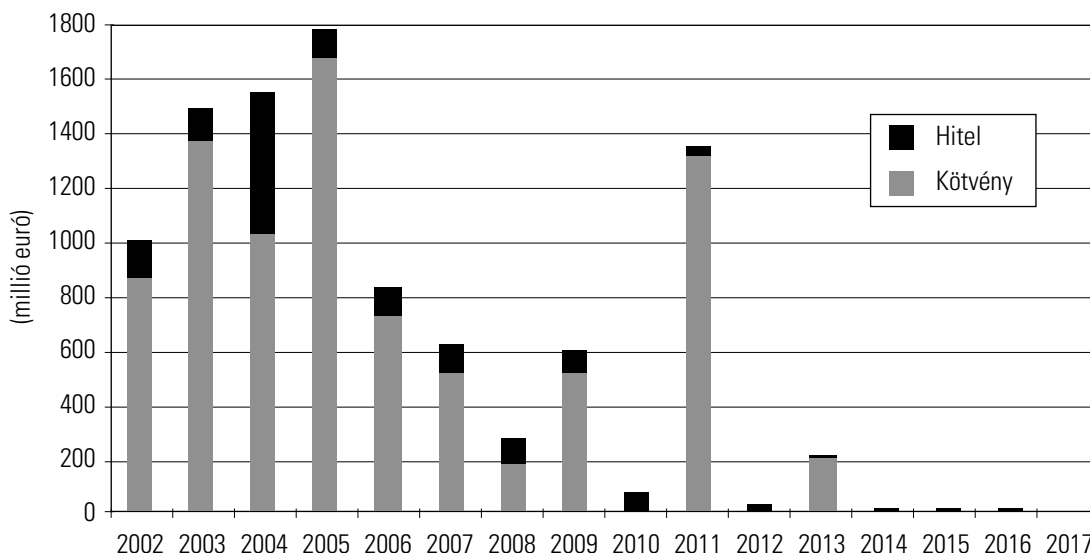
A stratégiának és a jóváhagyott benchmarkoknak megfelelően a végrehajtott árfolyam-kockázati ügyleteket (swap) követően a teljes devizaadósság euróban áll fenn, azaz az árfolyamkockázat a forint euróval szembeni árfolyamának a változására korlátozódik. Mivel a forint árfolyama kizárólag az euróhoz kötött, belföldi swappiac hiányában az árfolyamkockázatot a forint lebegtetési sávján belüli mozgása jelenti. A sáv 2001 májusától $\pm 15\%$ -ra történő kiszélesítése nagyobb teret enged az árfolyam piaci mozgásának, ami egyben a kockázati szint növekedésével is együtt jár. A devizaportfólió többségét adó, eredetileg fix kamatozású adósságelemek 20%-át az ÁKK a kamatszerkezetre vonatkozó benchmarkjának megfelelően változó kamatozásúvá alakította át (lásd III. fejezet).

(c) Lejáratil profil

A nemzetközi tőkepiacon – ellentétben a hazai értékpapírpiaccal – nem bocsát ki rövid futamidejű állampapírokat az ÁKK, ami elősegíti hosszú távon a lejáratok viszonylag egyenletes lefutását. Az éves lejáratok az elkövetkezendő 4 év során 1-1,7 milliárd euró között alakulnak (lásd 2. ábra lent). A devizaadósság átlagos hátralévő futamideje 4,33 év, a durációja 2,79 év volt 2001 végén. Az elmúlt 3-4 év lényeges javulást eredményezett a magyar állam nemzetközi forrásbevonása feltételeiben, lehetővé téve számos költségesnek bizonyuló, idegen devizában fennálló adósságelem eltörlesztését és kiváltását olcsóbb hitelekkel és kötvénykibocsátásokkal. Ennek köszönhetően a költségvetés külföldi adósságszolgálatának költségei folyamatosan csökkentek.

2. ÁBRA

A költségvetés kezelésében levő devizaadósság lejáratil szerkezete
2001. végi adatok alapján



V. KIBOCSÁTÁS, FORGALMAZÁS

Az éves bruttó finanszírozási igény a központi költségvetés, a társadalombiztosítási alapok és az elkülönített állami alapok egyenlegének (nettó finanszírozási igény), valamint az adott évben lejáró adósság összege. A kibocsátás célpiacának és instrumentumának a megválasztásához az adósságkezelési stratégia elvei adnak egyértelmű útmutatást. Ez alapján a magyar állam belföldön 3, 6 és 12 hónapos futamidejű diszkont kincstárjegyet és 2, 3, 5, 10 és 15 éves futamidejű államkötvényt értékesített. A nemzetközi tőkepiacon 5–10 éves futamidővel kötvények kibocsátásával, a nemzetközi pénzügyi finanszírozási intézményektől projektfinanszírozási céllal hosszú futamidejű hitelek felvételével von be forrásokat.

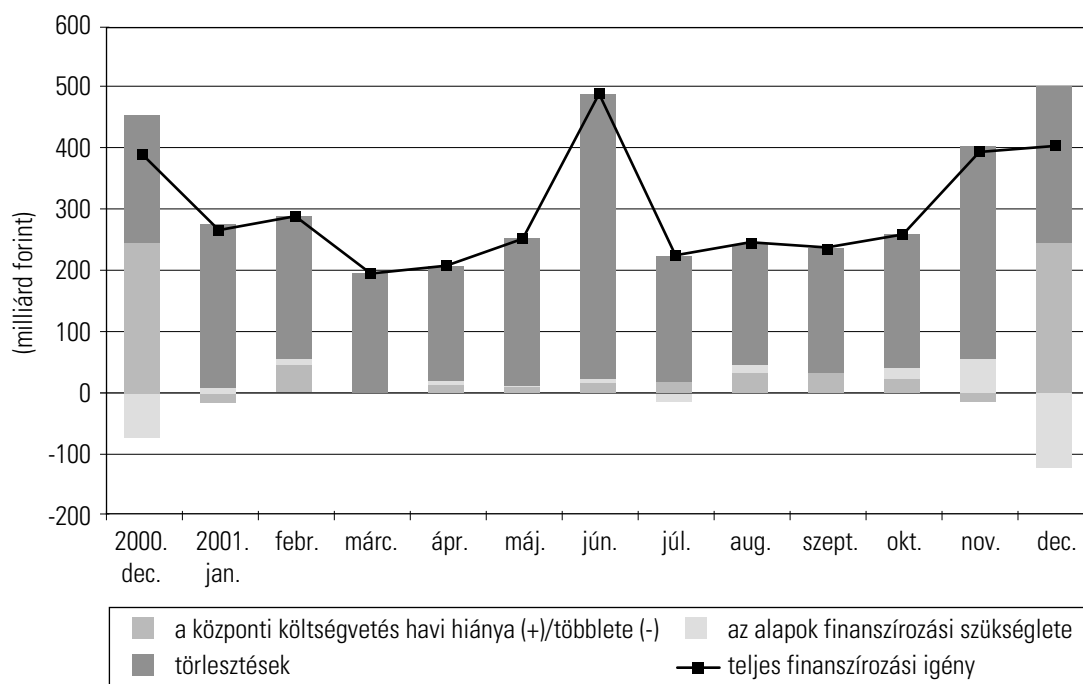
1. BELFÖLDI KIBOCSÁTÁSOK

(a) Bruttó és nettó kibocsátás

Az állampapír-kibocsátás szerkezete a költségvetés bruttó finanszírozási igénye (3181,8 milliárd forint) és a központi kormányzat likviditási pozíciójában előirányzott változás alapján határozódik meg (lásd 3. ábra lent). Az állampapírok és hitelek törlesztését (2734 milliárd forint) nem tartalmazó nettó finanszírozási igény 2001-ben 447,8 milliárd forint volt, ami az előirányzotthoz képest 44,2 milliárd forinttal kedvezőbb teljesülést eredményezett.

3. ÁBRA

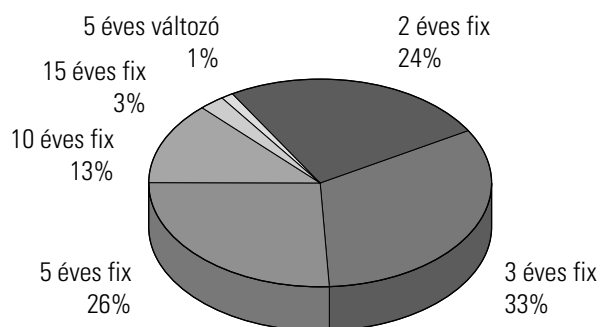
A bruttó finanszírozási igény alakulása és főbb összetevői



2001-ben belföldön az állampapírok (Magyar Államkötvény, Diszkont Kincstárjegy és lakossági állampapírok) bruttó kibocsátása 3414,4 milliárd forint volt. A bruttó finanszírozási igény és kibocsátás közötti különbséget a KESZ feltöltését szolgálta, ami egyben felkészülést jelentett a 2002. évi finanszírozási szerkezetben bekövetkező változások ellentételezésére.

I. A Magyar Államkötvények 8 sorozata (lásd táblázat) került értékesítésre 1140,1 milliárd forint értékben, amiből 1116,4 milliárd aukciókon, míg a fennmaradó mennyiség a kincstári fiókhálózaton keresztül talált gazdára. A 2001-ben először kibocsátott 15 éves kötvényből és a megszüntetett 5 éves változó kamatozású kötvényből két-két aukció zajlott.

2001-es forintkötvény-kibocsátások megoszlása instrumentumonként



Az új 15 éves kötvény kibocsátásának okai: lehetőséget teremtett a pénzügyi közvetítőknél egyre dominánsabb szerepet játszó intézményi befektetők (biztosítók, nyugdíjpénztárak) igényeinek a kielégítésére, valamint kedvezően hatott vissza a többi hosszú állampapír, így különösen a 10 éves kötvény keresletére.

Az ÁKK minden páros hét csütörtökén kötvényaukciót tart (részletes információ a VII. fejezetben). Az adósságkezelő a kötvények értékesítése során továbbra is szem előtt tartja a kevesebb, de nagyobb sorozat elvét, így kívánva javítani a másodpiaci likviditást.

Futamidő	2001-ben értékesített államkötvény-sorozatok
2 éves fix kamatozású	2003/L, 2003/M
3 éves fix kamatozású	2004/I, 2004/J
5 éves fix kamatozású	2006/E
5 éves változó kamatú	2005/F
10 éves fix kamatozású	2011/A
15 éves fix kamatozású	2017/A

II. Diszkont kincstárjegyből 1781,8 milliárd forint volt a bruttó kibocsátás, mely a 3, 6 és 12 hónapos futamidők között 33%, 30% és 37%-os arányban oszlott meg. A diszkont kincstárjegyek értékesítése – a kötvénykibocsátásokhoz hasonlóan – az újramegnyitás technikájával történt. Így folyamatosan 20 különböző kincstárjegy volt megvásárolható a piacon, melyek sorozatonkénti nagysága 90–130 milliárd forintig terjedt.

III. A lakossági állampapírok (Kamatozó Kincstárjegy, Kincstári Takarékjegy és Kincstári Takarékkötvény) eladásai 492,5 milliárd forintra rúgtak. Ebből az egy évnél hosszabb megtakarítási formák (kötvények) 52,3 milliárd forinttal részesedtek. A Kincstári Takarékkötvény értékesítésének 4 éve alatt nem váltotta be a Kibocsátó konstrukcióhoz fűzött reményeit, így jegyzés keretében történő eladása 2001 májusától megszűnt.

2001-ben a belföldi állampapírok nettó értékesítése 758 milliárd forint volt, amely összeg 71%-át (539 milliárd forintot) a kötvények értékesítése biztosította. Az előzetes terveket 206 milliárd forinttal meghaladó nettó eladást – azaz a 2002. évi előfinanszírozást – az tette szükségessé, hogy 2001 negyedik negyedévében döntés született a 2002. évi kizárólagos forintfinanszírozásról és az MNB kiegyenlítési tartalékának feltöltéséről.

(b) Állampapír-visszavásárlások

Az állampapír-visszavásárlások a Kibocsátó oldaláról a törlesztések éven belüli egyenletes terítését, a likviditáskezelés eszköztárának bővülését és a bruttó kibocsátások összegének egységesítését kínálják. Ugyanakkor a befektetők számára biztosítják a lehetőséget, hogy saját állampapírjaik lejártát megelőzően más – különös tekintettel az

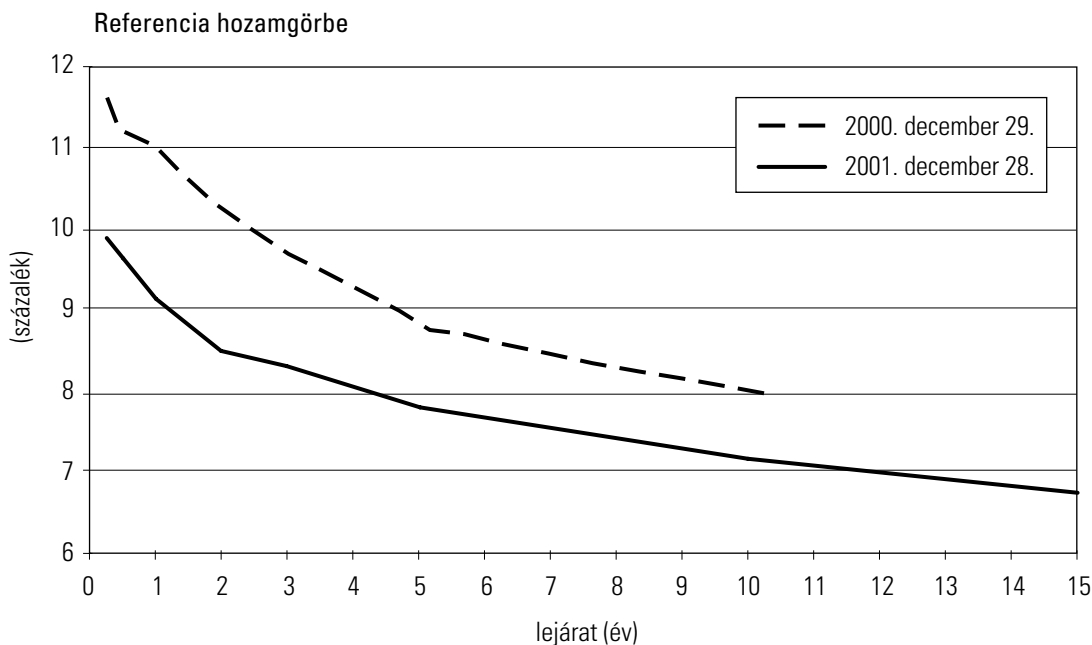
éppen aukciókon hozzáférhető – állampapírokba fektethessék pénzüket. A visszavásárlások fordított aukcióként működnek, ahol az elsődleges forgalmazók a 6 hónapnál rövidebb hátralévő futamidejű állampapírjaikat megvételre kínálják. 2001-ben az ÁKK 13 alkalommal, 122 milliárd forint értékben vásárolt vissza lejárat előtt állampapírokat.

(c) Másodpiac

A KELER-statisztikák alapján a KELER OTC-elszámolás keretében bonyolódó állampapír-forgalom 10 994 Mrd forint volt 2001-ben, 205 milliárddal több, mint a megelőző évben. A forgalom 82 százaléka államkötvényekben bonyolódott.

Az elsődleges forgalmazók másodpiaci üzleteinek (árfolyamértéken) 33 százalékában hitelintézet volt a partner, tovább folytatódik ezen szektor részesedésének csökkenése (a megelőző évben még 40 százalék volt). A második legfőbb partnernek az intézményi befektetők számítanak 23 százalékkal. A külföldi befektetőkkel kötött ügyletek aránya az elsődleges forgalmazók másodpiaci tevékenységén belül 14 százalékot ért el.

4. ÁBRA



Az elsődleges forgalmazók üzletkötéseinek átlagos nagysága (háztartásokkal bonyolított ügyleteket nem számítva) 273 millió Ft volt 2001-ben. Ez 70 millió Ft-tal több, mint 2000-ben. A legnagyobbak továbbra is a külföldi befektetőkkel és a hitelintézetekkel kötött ügyletek voltak, átlagosan 476, ill. 439 millió forinttal.

A 2001-es év során – a nyári hónapokban tapasztalt ingadozást leszámítva – dinamikusan növekedett a külföldi befektetők kezében lévő forint-állampapírok állománya. Az elmúlt év végi 733 milliárd forintos szintről 1040 milliárd forintra emelkedett az állomány, amin belül a júniusi devizaliberalizációnak köszönhetően 10%-ot diszkont kincstárjegyek tettek ki. Ez azt jelenti, hogy míg 2000 végén a piaci állampapír-állomány 20,5%-a, addig 2001 végére több mint 23,5%-a volt külföldiek tulajdonában. (Ez a piaci államkötvényeket tekintve több mint egyharmados részesedést jelent.)

A tőzsdei állampapír-forgalom 392 Mrd forint volt (duplikáltan). A teljes tőzsdei állampapír-forgalom 81 százalékát az államkötvények tették ki. A Budapesti Értéktőzsde forgalmából 12 százalékban részesültek az állampapírok.

2. KÜLFÖLDI KIBOCSÁTÁSOK

V. Kibocsátás,
forgalmazás

Az ÁKK 1999 óta devizakötvény-kibocsátással közvetlenül von be külföldi forrásokat a nemzetközi tőkepiacról, amely források 2001-ben is a devizaadósság megújítását finanszírozták.

Így a Magyar Köztársaság nevében az ÁKK egy alkalommal jelent meg a nemzetközi tőkepiacon, mely során egy 10 éves futamidejű, 1 milliárd euró összegű, 5,625%-os fix kamatozású kötvényt bocsátott ki 2001. június 19-én.

A KIBOCSÁTÁS TAPASZTALATAI

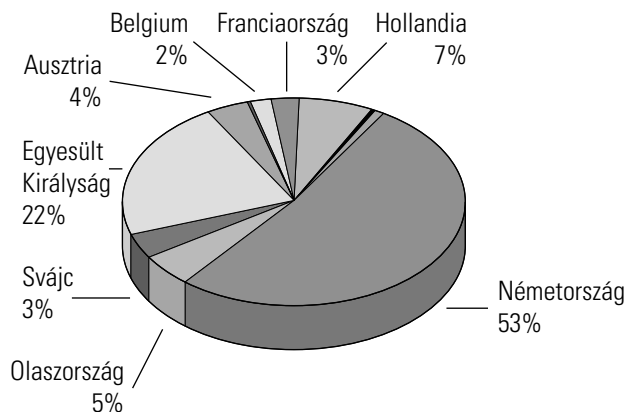
Az 1 milliárd eurós volumen a legnagyobb magyar eurókibocsátást eredményezte, amivel biztosította a piaci tapasztalatok alapján kritikus „likviditási küszöb” átlépését.

A forrásbevonás kamatfelára igen kedvezően alakult, a német államkötvény (Bund) hozama felett 70, az Euribor felett 30 bázisponttal.

A legnagyobb kibocsátásból befolyt összeg a 2001. évben lejáró adósságelemeket és kisebb mértékben a 2002. évi lejáratok előtörlesztését finanszírozta.

A nemzetközi finanszírozási intézmények által döntően euróban rendelkezésre bocsátott hitelkeretből 11,7 milliárd forint összegű lehívás történt, míg a korábbi kölcsönök törlesztése 47,8 milliárd forint értékben valósult meg.

2001-ben külföldön kibocsátott kötvény vásárlásainak földrajzi megoszlása



Magyarország hitelminősítése 2001 folyamán nem változott: a Standard and Poor's és a Fitch Ratings megítélése szerint „A-”, míg a Moody's Investor Service minősítése alapján „A3” volt. Magyarország forint kibocsátású adósságát a Moody's Investor Service „A1”, a Fitch Ratings „A” szintre értékeli, a Standard and Poor's „A+” szintre sorolja be.

VI. INTÉZMÉNYI HÁTTER

1. AZ ÁKK SZERVEZETI ÁTALAKULÁSA

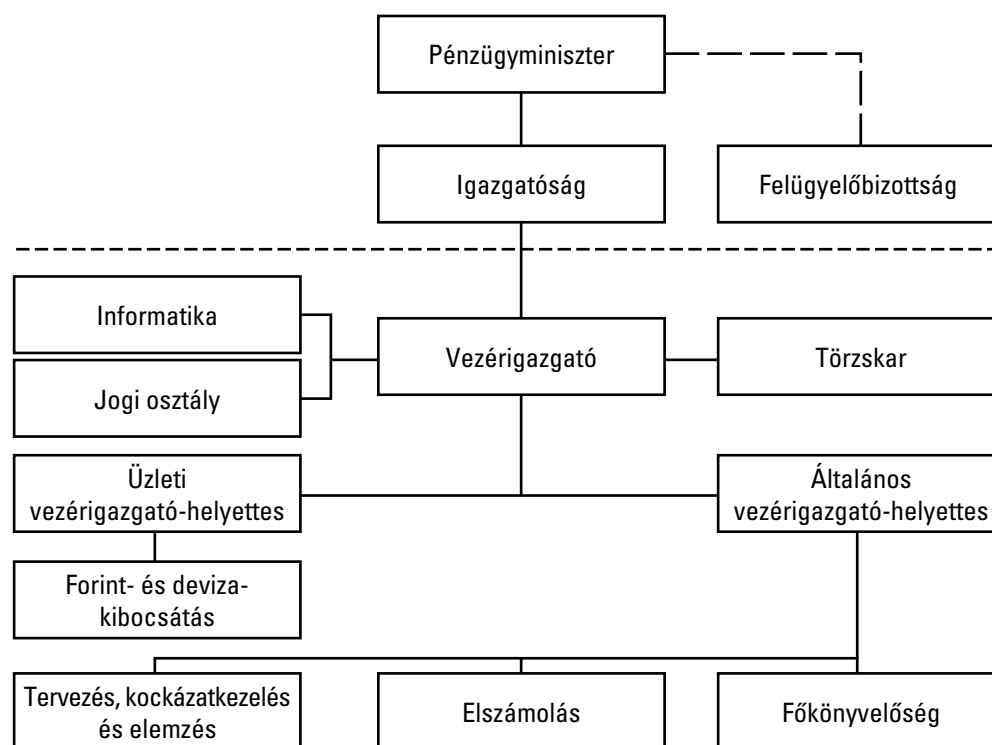
AZ ÁKK RT. MEGALAPÍTÁSA

A kincstári reform során nyilvánvalóvá vált, hogy az államadósság-kezelés egyedi tevékenység, ami határozottan elkülönül a többi kincstári funkciótól. Az államadósság-kezelés célja akkor valósul meg a legjobban, ha egyértelmű döntési, felelősségi és számonkérési rendszer működik. Így annak hatékony ellátása érdekében indokolt rugalmas, a követelményekre gyorsan reagálni képes, „félpiaci” szervezet létrehozása. Ezért az államháztartási pénzügyi rendszer reformjának a részeként az Országgyűlés a 2000. évben módosította az államháztartásról szóló 1992. évi XXXVIII. törvény (Áht.) vonatkozó rendelkezéseit, és ezzel megteremtette annak törvényi lehetőségét, hogy a korábban a Magyar Államkincstár elnökének a felügyelete alatt álló Államadósság Kezelő Központ mint költségvetési szerv megszűnjön, és ezzel egyidejűleg megalapításra kerüljön – a korábbi szervezet jogutódjaként – az Államadósság Kezelő Központ Részvénytársaság (ÁKK Rt.).

Az ÁKK Rt. száz százalékban állami tulajdonú, egyszemélyes részvénytársaságként 2001. március 1. napjától kezdte meg működését, a tulajdonosi jogokat közvetlenül a pénzügyminiszter gyakorolja. Így az államadósság-kezeléssel kapcsolatos stratégiai hatásköröket – nevezetesen az államadósság-kezelési stratégia, az adósságkezelési műveletek folyamatos végzését biztosító finanszírozási terv, valamint az adósságkezelés során érvényesítendő teljesítménymutatók jóváhagyása – az alapító pénzügyminiszter közvetlenül gyakorolja.

Az ÁKK Rt. tevékenysége, illetve gazdálkodása folyamatos kontrollját a választott könyvvizsgáló, valamint a 3 tagú felügyelőbizottság biztosítja. Az ÁKK Rt. alapító okiratában rögzítettek szerint a felügyelőbizottság tagjaként az Állami Számvevőszék elnöke, valamint a Kormányzati Ellenőrzési Hivatal elnöke jogosult egy-egy személyt jelölni. Kinevezésükről a pénzügyminiszter dönt.

AZ ÁKK RT. SZERVEZETI ÁBRÁJA



2. ÁLTALÁNOS INTÉZMÉNYI HÁTTÉR

VI. Intézményi háttér

Az ÁKK adósságkezelői tevékenységét 2001-ben lényegesen érintő jogszabályi változások:

(a) A magyar állampapírok névre szólóvá alakítását a pénzmosás-megakadályozás 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. CXX törvénybe, így a 2002. január 1-jét követően kibocsátásra kerülő állampapírok már mind névre szólnak.

(b) 2001. június 10-én lépett életbe az a kormányrendelet, mely a folyó műveletek után a tőke műveletek esetén is eltörölte a deviza szabad átváltására vonatkozó korlátozásokat (devizaliberalizáció). Ennek következtében a deviza-külföldiek előtt is megnyílt a diszkont kincstárjegyek piaca.

(c) 2001. április elején a jegybank 2 hetes betétkonstrukciója elérésénél megszüntette a mennyiségi korlátozást, és ezzel párhuzamosan a 3 hónapos kötvény esetében a mennyiségi tenderezést vezette be.

2001. május 4-én a jegybanktanács a kormánnyal egyetértésben döntött a forint euróval szembeni árfolyamsávjának $\pm 15\%$ -os szélesítéséről (kvázi lebegtetés). A szélesebb sáv nagyobb mozgásteret enged a piaci árfolyam-alakulásnak és a monetáris politikának.

2001. augusztus 22-én került bejelentésre a forint csúszó leértékelésének 2001. október 1-jei hatállyal történő megszüntetése.

2001. december 10-én a jegybank a bankközi kamatok ingadozásának csökkentése érdekében szűkítette az egynapos kamatfolyósít.

Szintén a jegybankhoz kapcsolódó esemény, hogy 2001 novemberére váltak véglegessé a következő év költségvetési finanszírozásának főbb célkitűzései, ami számos, a monetáris politikát támogató elemmel bővült a megelőző évhez képest (a devizalejáratok belföldről történő megújítása és az állampapírok sterilizációs szerepének növelése).

VII. PIACI INFORMÁCIÓK

A legszélesebb körű tájékoztatás nemcsak piaci érdeke, de az ÁKK jogszabályi és szerződéses kötelezettsége is; hiszen az ÁKK-nak mint kibocsátónak az értékpapírok kibocsátásával és forgalmazásával kapcsolatos információszolgáltatási kötelezettségét a tőkepiaci törvény, illetve a nemzetközi piacokon történő megjelenés esetén az ott érvényes jogszabályi előírások is szabályozzák. Az elsődleges piac átláthatóságát szolgálja a kibocsátási naptár kidolgozása és rendszeres előzetes közzététele, amelynek ismeretében könnyen előre jelezhető az egyes kibocsátások és aukciók időzítése.

AUKCIÓS NAPTÁR (4 HETES IDŐSZAKRA)

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

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

Az ÁKK ennek megfelelően az állampapír-aukciók nyilvános ajánlattételét az aukciót megelőző héten, az eredményét az aukciót követő héten jelenti meg egy országos napilapban – jelenleg a Népszabadságban – és a Magyar Tőkepiacban. Ezen felül a befektetők az állampapír-aukciókkal kapcsolatos legfrissebb információkhoz hozzájuthatnak a következő oldalakon:

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

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

KIADVÁNYOK

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

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

Choma András

H-1255 Budapest, Pf. 248, telefon: 06-1-488-9404, fax: 06-1-488-9403, e-mail: chomaa@allampapir.hu