

ÁLLAMPAPÍRPIAC 2003



■ ÉVES KIADVÁNY ■



■ ÁLLAMI GARANCIÁVAL ■

ELŐSZÓ

A 2003. év – a korábbi évekhez hasonlóan – nehéz, de sikeres időszak volt adósságkezelési szempontból. Az elmúlt év nehézségét – a piaci szereplők és a külső megfigyelők számára is – a több alkalommal megismétlődő deviza- és állampapír-piaci zavarok jelentették, amelyek következtében az év végére jelentősen megemelkedtek az állampapír hozamok és csökkent az állampapírok iránti kereslet. A 2003. év utólagos értékelését várhatóan jelentősen meghatározza az, hogy a korábbi években töretlenül folytatódó EU konvergencia-folyamat – más országokhoz hasonlóan Magyarországon is – átmenetileg megtorpant.

Több szempontból viszont mindenképpen sikeres volt az elmúlt év: a korábban tervezettnél magasabb költségvetési hiány és az államadósság finanszírozását a fent említett problémák ellenére gond nélkül sikerült biztosítani. Másik kiemelkedő eredmény, hogy a növekvő állampapír kibocsátás mellett az év elején kitűzött stratégiai célokat sikerült teljesíteni: növekedett az államadósság futamideje, csökkent a devizaadósság részaránya, valamint az adósságportfólióban meglévő kedvezőtlen feltételű adósságelemeket olcsóbb hitelekkel lehetett refinanszírozni.

A 2003-as év még egy szempontból jelentett komoly változást a korábbi évhez képest. Ebben az évben – egyéves kihagyás után – az állam újra visszatért a nemzetközi tőkepiacokra és a lejáró devizaadósság refinanszírozását új devizakibocsátásokkal valósította meg. Az így megnövekvő nemzetközi aktivitás az EU-csatlakozás küszöbén lehetővé tette, hogy tovább folytatódjon az államadósság-kezelés felkészülése az EU, majd az EMU tagsággal járó kihívásokra.

Végül külön meg kell említeni, hogy az erősödő külföldi aktivitással egyidőben a külföldiek csökkenő belföldi érdeklődése miatt 2003-ban a sikeres finanszírozás nagymértékben a hazai állampapír befektetők keresletének volt köszönhető. A hazai intézményi befektetők, a bankok és nem utolsósorban a kisbefektetők erősödő érdeklődése volt az, ami döntő mértékben biztosította mindannyiunk közös gazdálkodásának, az államháztartásnak a finanszírozását.

Szarvas Ferenc
vezérigazgató

TARTALOMJEGYZÉK

I. MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK	5
II. ALAPVETŐ STRATÉGIAI CÉLOK	10
III. A FINANSZÍROZÁSI IGÉNY ALAKULÁSA	10
IV. A FINANSZÍROZÁS ALAKULÁSA	12
V. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2003-BAN	14
VI. A MÁSODPIAC ÉS A PIACI SZOKVÁNYOK	18
VII. PIACI INFORMÁCIÓK	20

I. MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK

REÁLGAZDASÁG

A magyar gazdaság növekedése 2003-ban kismértékben lassult; a GDP növekedési üteme az év egészére nézve 2,9%-os szintre mérséklődött, ami azonban még mindig jelentősen meghaladja a nyugat-európai értékeket. A gazdaság motorja az év első felében az igen erőteljesen bővülő belső kereslet volt. Az év közepétől azonban a növekedés szerkezete egészségesebbé vált, s a negyedik negyedévben az export növekedési üteme már túlszárnyalta az importét, a vállalati beruházások élénkültek, s a lakossági fogyasztás kissé lassult. A kedvező reál gazdasági folyamatokat mutatja az ipari termelés 8% fölötti növekedése, valamint a feldolgozóipari beruházások gyors ütemű emelkedése is.

A lakossági fogyasztás 6,5% -os bővülést mutatott, amit egyrészt a továbbra is magas – bár tendenciájában csökkenő – bérdinamika, másrészt az élénkülő lakossági hitelezés tett lehetővé. 2003 egészét tekintve a belföldi felhasználás 5,5%-kal, a GDP növekedést meghaladó mértékben bővült.

A gazdasági növekedés 2003 évi lassulását alapvetően a gyenge külső kereslet okozta, ami az elsődleges exportpiac szerepét betöltő nyugat-európai térségben tapasztalt dekonjunktúrával magyarázható. Azonban az utolsó hónapokban a külpiaci értékesítések jelentősebb felfutása volt érzékelhető. A behozatal – az erős belső kereslettel összefüggésben – gyorsuló ütemben bővült 2003-ban. Ezt az első három negyedévben főként az erős lakossági fogyasztás gerjesztette, a negyedik negyedévben azonban kissé mérséklődött a fogyasztási célú importdinamika és élénkült a beruházási célú import. Ráadásul az év utolsó hónapjában az export értéke – euróban mérve – már 13%-kal haladta meg az egy évvel korábbi értéket, az import értéke pedig „csupán” 9%-kal magasabb a 2002 év végénél.

MONETÁRIS FOLYAMATOK

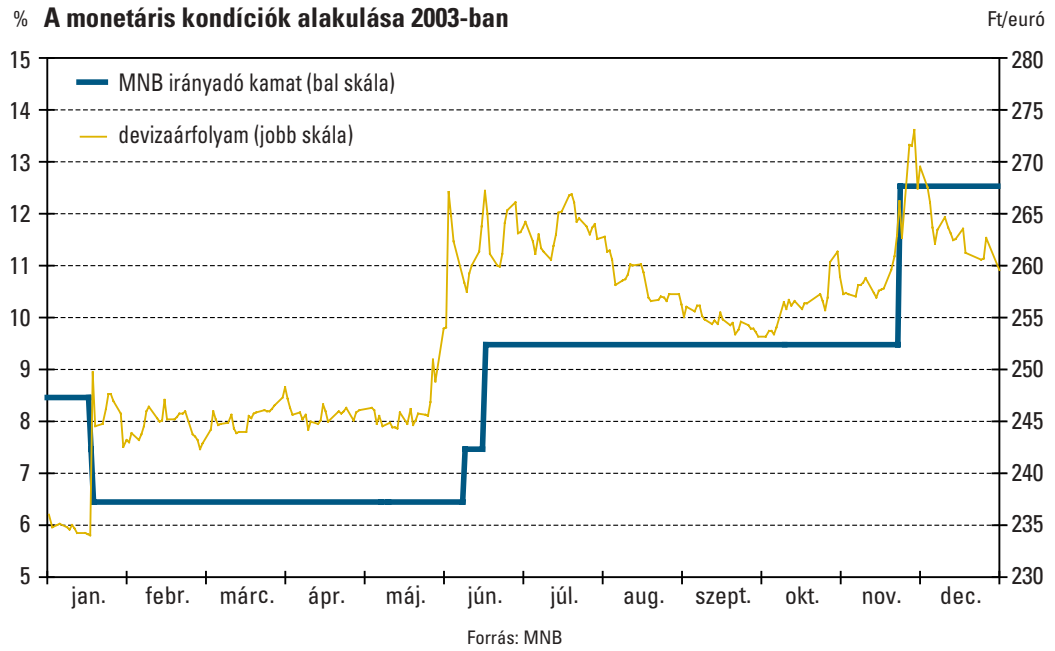
A gazdaság finanszírozási helyzete 2003-ban is kedvezőtlen volt az államadósság-kezelés szempontjából. A kincstári kör pénzügyi mérlege 2003-ban előzetes adatok szerint 1060 milliárd forint* hiánnyal zárult, ami az egy évvel korábbi, rendkívül magas szinthez képest ugyan mérséklődést jelent, de még így is a bruttó hazai össztermék 5,7%-át teszi ki, és meghaladta a kormányzati várakozásokat. A magas deficiten felül nehezítette a finanszírozási helyzetet az is, hogy 2003-ban folytatódott a lakosság eladósodása, és az év második felében a háztartások nettó finanszírozási képessége a negatív tartományba süllyedt. A vállalati szektor – a készletállomány és a beruházások növekedésének hatására – szintén nettó hitelfelvető pozícióba került.

Összességében a belföldi szektorok konszolidált finanszírozási igénye az év egészét tekintve a GDP 8,5%-át érte el. A nemzetgazdaság rendelkezésre álló jövedelmét jelentősen meghaladó belső felhasználás eredményeként a folyó fizetési mérleg hiánya 6,5 milliárd eurót ért el. A külső finanszírozási szükséglet biztosításában minimálisra csökkent a tartós külföldi forrásbevonás (FDI, visszaforgatott vállalati nyereség) részaránya, ezért az ország nettó külföldi adóssága 15,6 milliárd euró összegre emelkedett.

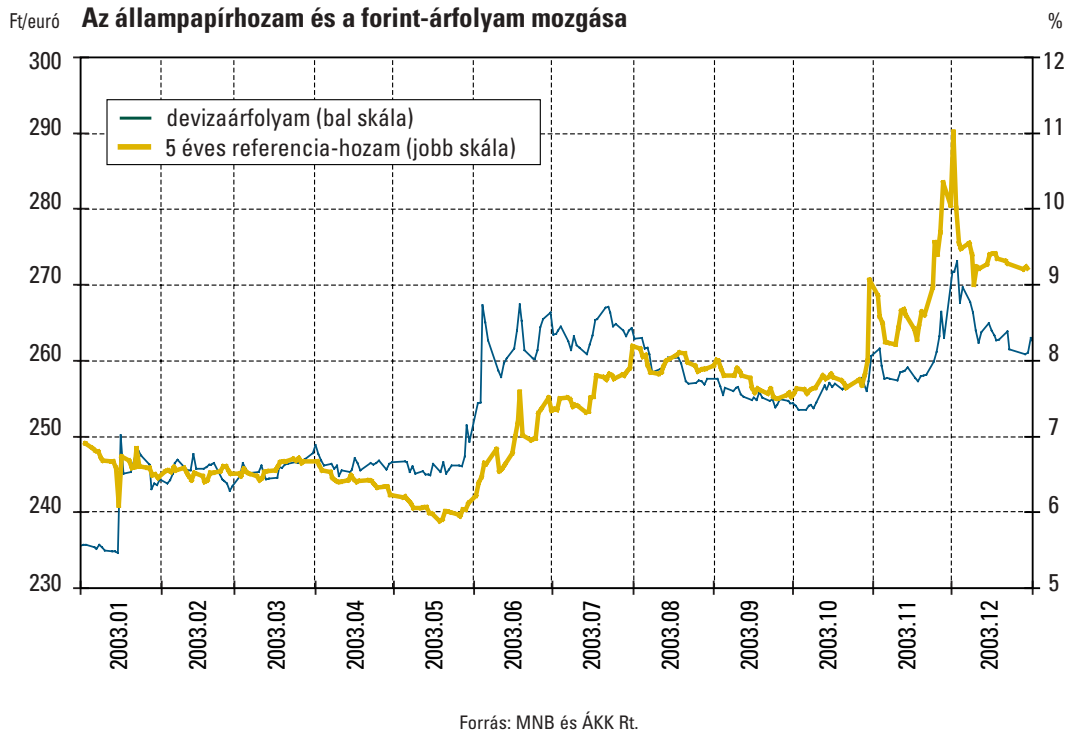
A 2003. évet a monetáris kondíciók többszöri hirtelen és nagymértékű változása jellemezte. Az év során három alkalommal is gyors és jelentős mértékű piaci mozgásokra került sor, ami a Magyar Nemzeti Bank részéről nem kevésbé drasztikus válaszreakciót váltott ki. Az év elején nagy volumenű, a forint erősödésére játszó spekulatív tőkebeáramlás jelentkezett, amire válaszul az MNB január közepén két lépésben, összesen 200 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre. A jegybanki eszköztárban végrehajtott időleges változtatások** eredményeként a monetáris lazítás effektív mértéke elérte az 500 bázispontot.

* Ez az összeg nem tartalmazza a helyi önkormányzatok költségvetésének hiányát

** a jegybanki kamatfolyosó ± 2 százalékpontos kiszélesítése, valamint a 2 hetes jegybanki betét igénybevételére bevezetett mennyiségi korlát



Júniusban, miután a Kormány és az MNB közös döntéssel 2,26%-kal elmozdította a forint árfolyamsávját, feszült helyzet alakult ki a pénzpiacokon. A bizonytalan makrogazdasági közegben a befektetői bizalmat ez a lépés tovább erodálta. A tőkeáramlás és a forint rohamos leértékelődésének megállítása érdekében a jegybank két lépésben, összesen 300 bázisponttal megemelte irányadó kamatát. Az év végén ismét megrendült a külföldi befektetőknek a magyar pénzügyi piacokba vetett bizalma. Az ígéretnek ellenére sem javuló fiskális pozíció a növekvő lakossági hitel-expanzióval együtt a folyó fizetési mérleg-kilátásokat tovább rontotta. Ez újabb tőkeáramláshoz és árfolyamgyengüléshez vezetett, amire válaszul a Magyar Nemzeti Bank további 300 bázispontos kamatemelést hajtott végre.

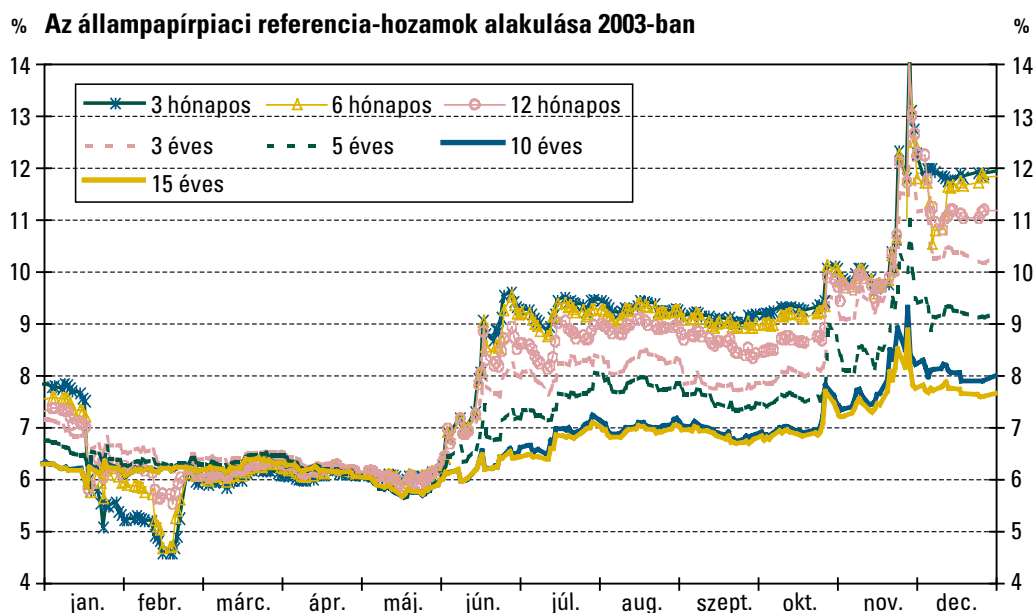


A 2003. év egészét tekintve a hazai pénzügyi folyamatok kedvezőtlen irányba változtak. A magyar pénzügyi piacok nemzetközi megítélése romlott, az árfolyam- és hozamvolatilitás megnőtt, a forint-instrumentumok hozamfelára jelentősen megemelkedett. Az irányadó jegybanki kamatláb az év eleji 8,5%-ról 12,5%-ra emelkedett, miközben a hazai valuta több mint 10%-kal leértékelődött.

Az infláció 2003 közepén 22 éves történelmi minimumára csökkent, az év második felében azonban a regulált árak emelése, valamint a forint gyengülése hatására emelkedésbe kezdett. Az év egészében azonban az infláció összességében csökkent, a 2002-es 5,3%-kal szemben az éves átlagos infláció 2003-ban 4,7% volt.

A monetáris kondíciók változékonysága az állampapírpiacon is rányomta a bélyegét. A hozamok alakulása gyakorlatilag az árfolyammozgások változásait tükrözte. Különösen igaz ez a hosszabb hozamokra, hiszen a rövidebb lejáratoknál a hozamalakulást a jegybanki kamatlépések sokkal erőteljesebben befolyásolják.

Az év egészét tekintve jelentős hozamemelkedés ment végbe. A rövid oldali referenciahozamok 2003 végén az egy évvel korábbihoz képest 370-409 bázisponttal magasabban álltak. Az éven túli hozamok emelkedése mérsékelt, a lejáratral arányosan csillapodó mértékű volt. Am még a 10 éves lejáratnál is mintegy másfél százalékpontos hozamemelkedés volt tapasztalható.

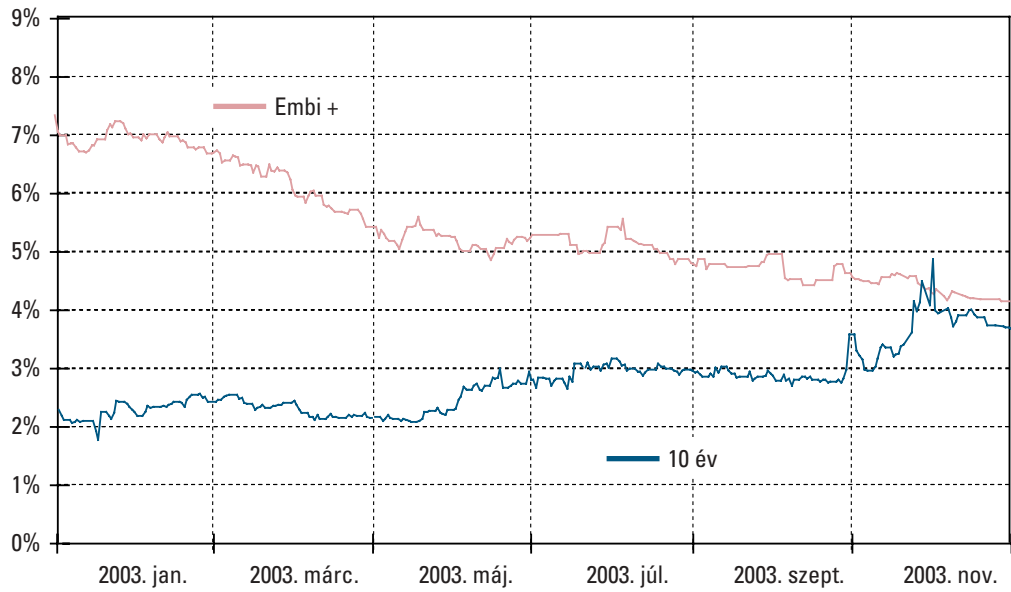


Forrás: ÁKK Rt.

A hazai hozamalakulás nem követte a nemzetközi trendeket, ez is mutatja, hogy alapvetően belső indítatású volt a hozamok megugrása. A 2003-as év a fejlődő piacokon – a példátlanul alacsony nemzetközi kamatszintek és magas likviditás, valamint a kedvezőbbé váló makrogazdasági mutatók hatására – általában komoly felár-esést hozott, eközben a magyar 10 éves felár az év eleji maastrichti kritériumszint közeléből az év végére tartósan 4% közelébe emelkedett.

A magyar kötvénypiac gyengén teljesített 2003-ban: a MAX Composite index az év végén mindössze 1%-kal haladta meg egy évvel korábbi értékét, és a befektetők egy része a nagy hozamemelkedések idején veszteséggel zárta pozícióját. A többszöri erőteljes hozam- és árfolyamkilengések ellenére a külföldi befektetők jelenléte tovább erősödött a magyar állampapírpiacon. A külföldi tulajdonban levő forint-állampapírállomány – időleges megtorpanások, illetve visszaesések mellett – 2003-ban mintegy 420 milliárd forinttal gyarapodott, az év végén meghaladta a 2200 milliárd forintot.

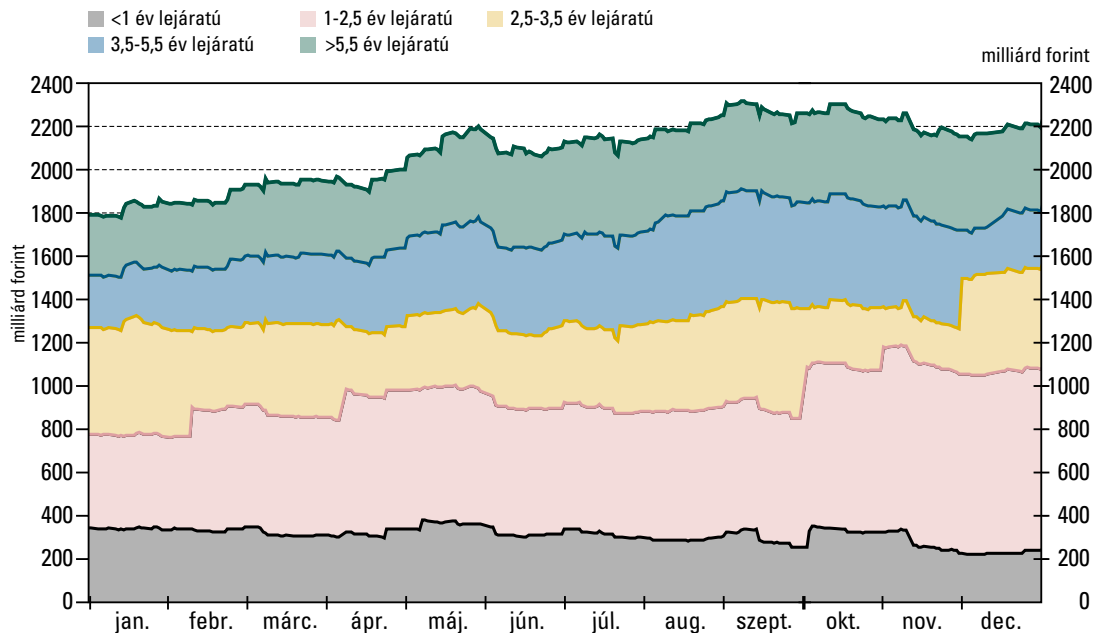
Az EMBI felár és a 10 éves állampapírhozam spreadje



Forrás: MNB, ÁKK Rt., Bloomberg

Az év második felében azonban a befektetői bizalom visszaesésével a korábbi trendek megszakadtak, ekkortól stagnálás, csökkenés jellemzi a külföldiek állományát. A hitelminősítések ennek ellenére továbbra is kedvezőek, kivételt a Fitch „negatívra” változó kilátásai jelentettek.

A külföldi tulajdonban levő forint-állampapírállomány hátralévő lejárat szerinti megoszlása

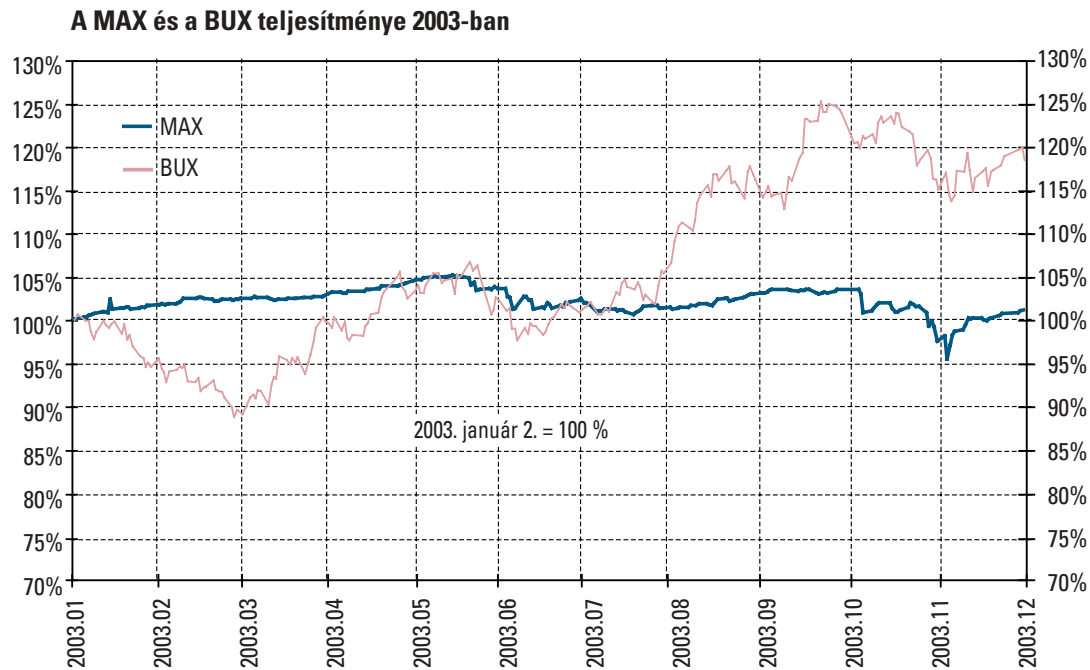


Forrás: ÁKK Rt.

RÉSZVÉNYPIAC

I. Makrogazdasági
folyamatok

A magyar részvénypiac – az állampapírrival ellentétben – jól teljesített 2003-ban. A Budapesti Értéktőzsde indexe az év egészét tekintve 20%-kal emelkedett. A magyar részvényárfolyamok mozgása jellemzően a nemzetközi tőkepiaci folyamatokat követte.



Forrás: ÁKK Rt., Bloomberg

Az év elejére a világgazdaság gyenge teljesítménye, valamint a küszöbönálló iraki háború körüli bizonytalanság nyomta rá a bélyegét. A második negyedévben a kőolaj világpiaci árának csökkenése, majd az év második felétől kezdve a világgazdasági konjunktúra élénkülésére utaló adatok hatására a nyugati részvénypiacokon és a budapesti tőzsdén is markáns emelkedő trend bontakozott ki. Az utolsó negyedévben a BUX 10000 pont közelébe is emelkedett, majd az év végén 9400 pont körüli értéken állapodott meg.

II. ALAPVETŐ STRATÉGIAI CÉLOK

A pénzügyminiszter által elfogadott egységes adósságkezelési stratégia alapján az adósságkezelő feladata, hogy a költségvetés finanszírozási szükségletét hosszútávon minimális költséggel, elfogadható kockázatok vállalása mellett, egységes szemléletben finanszírozza.

A kockázatok és költségek együttes vizsgálata alapján a stratégiában lefektetett legfontosabb célok 2003-ban a következők voltak:

- a forint-államadósság futamidejének hosszabbítása
- a fix kamatozású állampapírok arányának növelése
- a nem-piaci államadósság csökkentése

A stratégiában lefektetett alapelv szerint – amennyiben nincs gazdaságpolitikai eredetű külső követelmény – a költségvetés nettó finanszírozási igényét és a lejáró forintadósságot forint kibocsátásból, a lejáró devizaadósságot deviza kibocsátásból finanszírozza az ÁKK Rt. 2002-vel ellentétben 2003-ban újra a nemzetközi tőkepiacról történő finanszírozás keretében került megújításra az állam devizaadósságának 2003-ban lejáró része, illetve egyes kedvezőtlen kamatozású adósságelem lecserélése. Az év során devizakötvény kibocsátásokra és piaci devizahitel felvételre is sor került.

III. A FINANSZÍROZÁSI IGÉNY ALAKULÁSA

A központi költségvetés, a társadalombiztosítási alapok és az elkülönített állami pénzalapok együttes hiánya 2003-ban 1.059,9 milliárd forint volt, ami a GDP 5,7%-át tette ki. Ez a hiány a központi költségvetés 733,6 milliárd forintos, a társadalombiztosítás 345,1 milliárd forintos finanszírozási igényéből és az elkülönített állami pénzalapok mintegy 18,8 milliárd forintos többletéből tevődik össze.

A nettó finanszírozási igényt növelte az MNB tartalékfeltöltési igénye, mely 82,9 milliárd forintot tett ki 2003-ban és csökkentette a költségvetésbe befolyt 42 milliárd forint privatizációs bevétel, így a nettó finanszírozási igény összesen 1.100,8 milliárd forintot ért el. Az adott évben éven túl lejáró adósság összegével, amely 1799,1 milliárd forint volt 2003-ban, a bruttó finanszírozási igény 2899,9 milliárd forint volt.

	2002	2003 ¹
A központi költségvetés hiánya (priv. bevételek nélkül)	-957,7	-733,6
TB finanszírozási szükséglete	100,9	-345,1
Elkülönített alapok finanszírozási szükséglete	1,5	18,8
Kincstári kör hiánya	-1.057,1	-1.059,9
MNB tartalék feltöltése	-250,2	-82,9
Privatizációs bevételek és tőkeműveletek egyenlege	0,0	42,0
Nettó finanszírozási igény	-1.307,3	-1.100,8
Törlesztések éven túl	-1.005,6	-1.799,1
Törlesztések éven belül	-2.946,6	-3.693,3
Bruttó finanszírozási igény	-5.259,5	-6.593,2

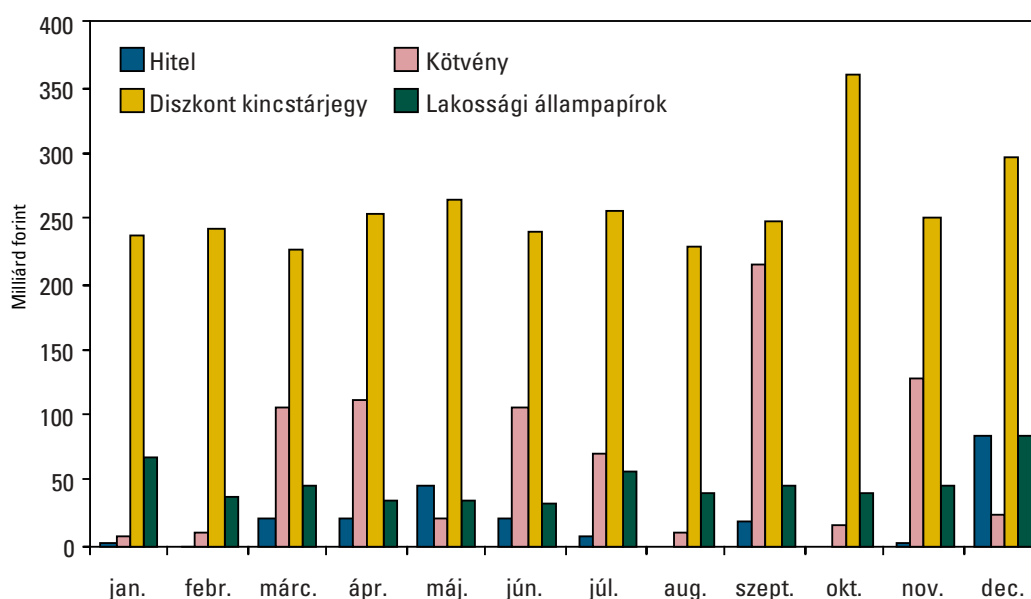
¹Előzetes tény

TÖRLESZTÉSEK

A központi költségvetés 2003. évben lejárt, összesen 5.492,4 milliárd forint adósságából 1.799,1 milliárd forint az éven túli törlesztés összege, 3.693,3 milliárd forint az éven belüli. A forinttörlesztés 4.775,9 milliárd forintot képviselt, a kizárólag éven túli devizatörlesztés 716,5 milliárd forintot tett ki.

A forinttörlesztések összegéből 235,4 milliárd forint volt a hitelek, 838,7 milliárd forint az államkötvények törlesztése. A diszkont kincstárjegyek az összes törlesztésből 3.118,5 milliárd forintot képviseltek, de az előző évhez képest kedvezőbben kerültek megújításra, állományuk csak kis mértékben nőtt – mely gyakorlatilag a háztartások állomány-növekedéséből adódott –, mivel az ÁKK Rt. a hosszabb futamidejű adósságelemekben történő finanszírozásra törekedett, a diszkont kincstárjegyek kibocsátása kizárólag likviditási célokat szolgált. A lakossági állampapírok törlesztése 583,3 milliárd forintot tett ki 2003-ban, melyből a Kincstári Takarékkötvények éven túli törlesztése 8,5 milliárd forint volt.

A forinttörlesztések alakulása 2003-ban



Az állampapír-törlesztések lejárat előtti visszavásárlásokat is tartalmaztak, melyek célja a lejáró nagy kötvénysorozatok okozta finanszírozási kilengések éven belüli mérséklése volt. 2003-ban az ÁKK Rt. 9 alkalommal, összesen 80,7 milliárd forint értékben vásárolt vissza lejárat előtt állampapírokat. Szintén az államkötvény törlesztéseken belül az ÁKK Rt. a gázközmű-vagyonnal összefüggő önkormányzati igények rendezéséről szóló 2001. évi LVI. és a 2002. évi LXII. törvény alapján 2003-ban két alkalommal – februárban és augusztusban – 6,3 milliárd forint összértékben vásárolt vissza lejárat előtt a 2006/D, a 2007/C, a 2008/B, a 2009/A, a 2010/A jelű és a 2007/E kötvénysorozatokból.

A devizatörlesztések 716,5 milliárd forintos összegéből 258,8 milliárd forint volt a közvetlen devizahitelek törlesztése, amely a nemzetközi szervezetektől, illetve külföldi bankoktól felvett, továbbá az átvállalt hitelek összegéből áll. A közvetlen devizahitelek törlesztése mintegy 725 millió euró és 288 millió USD alapú hitel törlesztéséből adódott. Az MNB-től 1997-ben adósságcsere során átvállalt devizahitelek törlesztése 457,6 milliárd forintot tett ki 2003-ban, mely egy 100 millió GBP alapú, 200 millió USD alapú, egy 1 milliárdos DEM alapú és egy 50 milliárdos JPY alapú hitel szerződés szerinti törlesztését tartalmazza a hozzájuk tartozó swapokkal együtt, illetve egy 1 milliárd DEM alapú devizahitel-elem 2004-ről történő előrehozott törlesztését tartalmazza.

Mind a forinthitelek, mind a közvetlen devizahitelek törlesztése tartalmazza a 2002-ben átvállalt, kedvezőtlen kamatozású forint- és devizahitelek kedvezőbb feltételek mellett megvalósult refinanszírozása miatti előtörlesztéseket, mintegy 300 milliárd forint összegben.

IV. A FINANSZÍROZÁS ALAKULÁSA

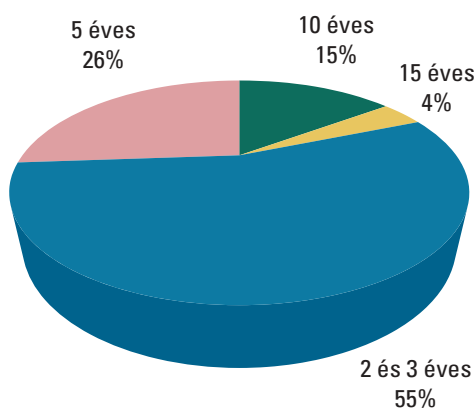
1. BELFÖLDI KIBOCSÁTÁS, FINANSZÍROZÁS

BRUTTÓ ÉRTÉKESÍTÉS

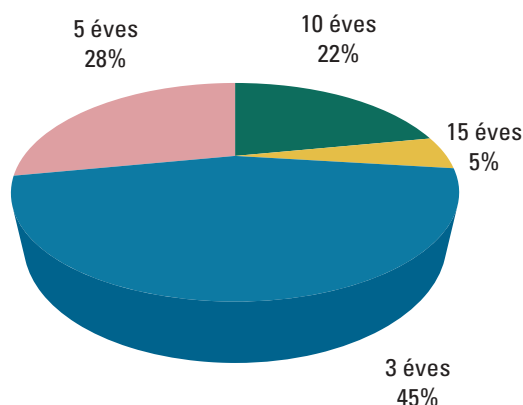
2003-ban belföldön a finanszírozás állampapírok – államkötvények, diszkont kincstárjegyek és lakossági állampapírok – kibocsátásával valósult meg, a bruttó kibocsátás 5.828,1 milliárd forintot tett ki. Hitelek felvételére és átvállalására nem került sor.

Az *államkötvények* 7 sorozata került értékesítésre az év során 2.048 milliárd forint értékben, amelyből 1.992 milliárd aukciókon, a fennmaradó mennyiség a kincstári fiókhálózaton keresztül talált gazdára. A kötvények a stratégiai célokhoz megfelelően fix kamatozásúak és 3, 5, 10 és 15 éves futamidejűek voltak. A stratégiában meghatározott egyik cél szerint sikerült az államadósság futamidejét javítani, ugyanis növekedett a hosszabb lejáratú, piaci államkötvények értékesítésének aránya 2002. évhez képest. Az összes értékesítésen belül legnagyobb mértékben a 10 éves államkötvények aránya növekedett, de nőtt az 5 éves és 15 éves kötvények aránya is, a rövidebb 3 éves kötvényekkel szemben.

Az államkötvények futamidő szerinti értékesítése 2002-ben



Az államkötvények futamidő szerinti értékesítése 2003-ban



Az adósságkezelési stratégiának megfelelően az államkötvények értékesítése során továbbra is fontos szempont volt a kevesebb, de nagyobb volumenű sorozatok kibocsátása, elsősorban a másodpiaci likviditás javítása érdekében. 2003 végén a legnagyobb sorozattal, 455,6 milliárd forinttal a 2006/F jelű, 3 éves államkötvény rendelkezett. 2003-ban a 15 éves államkötvény hat aukcióján 110 milliárd forintnyi állományt sikerült értékesíteni, szemben a 2002-es 60 milliárd forintos értékesítéssel.

Diszkont kincstárjegyből 3.224,3 milliárd forint volt a bruttó kibocsátás. A hosszabb futamidejű diszkont kincstárjegyek értékesítése – a kötvény kibocsátásokhoz hasonlóan – az újra-megnyitás technikájával történt.

A lakossági állampapírokból (Kamatkozó Kincstárjegy és Kincstári Takarékjegy) 555,8 milliárd forintnyi mennyiséget sikerült értékesíteni. Ebből az egy évnél hosszabb megtakarítási formák (2 éves Kincstári Takarékjegy) 42,7 milliárd forinttal részesedtek.

NETTÓ ÉRTÉKESÍTÉS ALAKULÁSA

Az *államkötvények* iránt – főként az első félévben – mutatkozó erős keresletre reagálva az ÁKK Rt. jelentősen növelte a kibocsátást, a nettó kibocsátás 1.209,3 milliárd forint lett, melyből a piaci értékesítésű államkötvények nettó értékesítése 1.227,4 milliárd forintot, a nem piaci államkötvényekből pedig 18,1 milliárd forintnyi törlesztésre került sor.

Mivel 2003-ban *forinthitel* felvételére nem került sor, csupán törlesztések valósultak meg, a nettó hitelfelvétel –235,4 milliárd forintot tett ki.

A *diszkont kincstárjegyek* kibocsátása 2003-ban a lejáratok megújítását és likviditási célokat, valamint a tervezettnél magasabb hiányi finanszírozását szolgálta, a nettó értékesítés 105,7 milliárd forint volt.

A *lakossági állampapírok* nettó értékesítése 2003-ban negatív volt és 27,5 milliárd forintot tett ki, amely 43 milliárd forinttal kisebb az előző évi értékénél. Az év elején az alacsonyabb hozamok következtében a szokásosnál kisebb kereslet volt tapasztalható. Az év eleji kisebb érdeklődés után viszont a hozamok emelkedésével nyáron és az év végi hónapokban jelentősen növekedett a kereslet a lakossági állampapírok iránt. Kamatozó Kincstárjegyből az egész év során 10,3 milliárd forint pozitív nettó értékesítés volt megfigyelhető, a Kincstári Takarékkötvények állománya viszont 29,3 milliárd forinttal csökkent. A 2001 májusáig értékesített kincstári takarékkötvények állománya 2003-ban 8,5 milliárd forinttal csökkent.

2. KÜLFÖLDI HITELFELVÉTELEK ÉS KÖTVÉNYKIBOCSÁTÁSOK

BRUTTÓ KIBOCSÁTÁS

Az adósságkezelés 2003-ban érvényesített egyik általános alapelve szerint a devizatörlesztések finanszírozását devizakibocsátások, minden más finanszírozási igény kielégítését forintkibocsátások szolgálták, kiegészítve a programfinanszírozó devizahitelek felvételével.

Az év során két alkalommal, egyenként 1 milliárd euró összegben került sor két *devizakötvény* kibocsátásra. A februári és szeptemberi devizakötvény-kibocsátás összesen 497,7 milliárd forinttal finanszírozta az év során megvalósítandó törlesztéseket. A kötvények futamideje 7 és 10 éves volt, igazodva a meglévő devizakötvény-portfólió lejáratprofiljához. Az ÁKK Rt. 2003-ban kizárólag az euró kötvénypiacon tevékenykedett, ahol az adósságkezelési elveinek megfelelően nagy volumenű és likvid állampapír-sorozatok értékesítésére törekedett; illetve fontos cél volt az euróban történő hozamgörbe létrehozása a magyar állampapírokra. Mindkét kibocsátás sikeres volt. A 2003. február 6-án kibocsátott 10 éves kötvény esetében az 1,7-szeres túljegyzésnek köszönhetően Euribor feletti 27 bp-on sikerült árazni, ami az eredeti indikáció közepe volt és 2 bp-tal kevesebb, mint a 2011-es kötvény aktuális másodpiaci felára. A 2003. szeptember 18-án kibocsátott 7 éves kötvény esetében az eddigiekhez képest alacsonyabb felárat (22 bp) sikerült elérni. Az alacsony hozamszint hozzájárult, hogy az eddigi kötvények közül a legalacsonyabb kupon (4%) mellett került árazásra a papír.

A Magyar Állam az Európa Tanács Fejlesztési Bankjától (CEB), az EBRD-től, illetőleg az EIB-től 2003 folyamán összesen 83,7 milliárd forint értékben hívott le *fejlesztési célú hiteleket*. A hitelfelvételek a megkötött szerződésekre épültek, de a lehívások összege és összetétele eltért a tervektől. A felvett hitelek 2003-ban szociális lakásépítési, környezetvédelmi, belvíz- és árvízvédelmi programokat, illetve utépítési projekteket finanszíroztak.

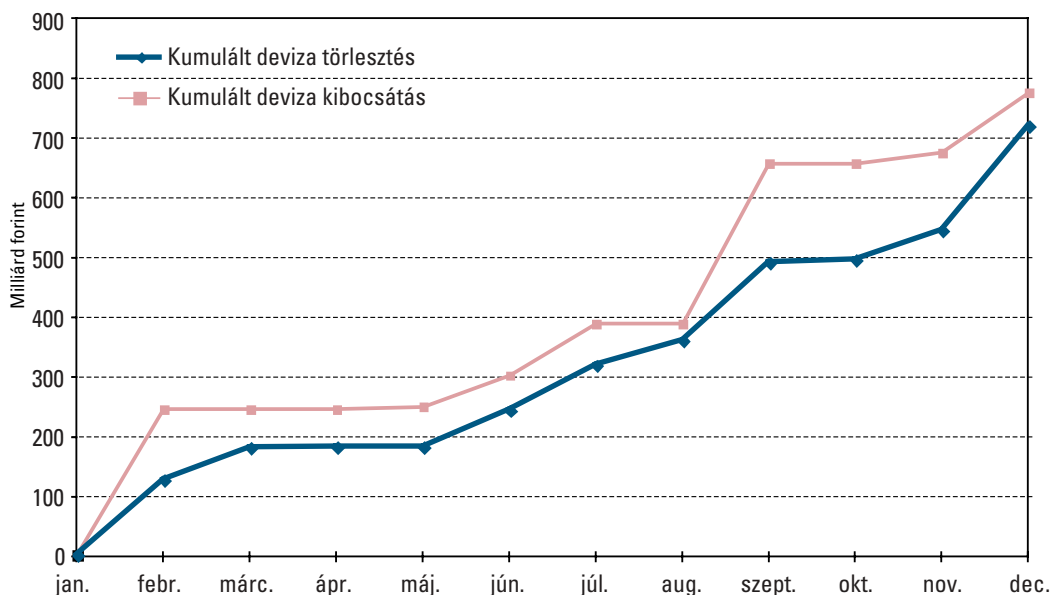
2003-ban 1999 után újra sor került egy 5 éves futamidejű *piaci szindikált hitel* felvételére, összesen 500 millió euró összegben, mely a 2002 végén átvállalt devizahitelek előtörlesztését finanszírozta 131,2 milliárd forint értékben.

A likviditás-kezelés eszköztárát ezenkívül a nemzetközi gyakorlattal egyezően kiegészíti a 2003 végén megkötött stand-by hitelkeret szerződés, amelynek fő célja az EU transzferekkel és a devizaadóssággal kapcsolatos kifizetések időbeli eltéréseinek kiegyenlítése.

NETTÓ KIBOCSÁTÁS

A nettó devizakibocsátás 56,6 milliárd forint lett 2003-ban. A portfólión belül a sikeres nemzetközi kibocsátásoknak köszönhetően nőtt a piaci kötvények és hitelek aránya. A törlesztések következtében folyamatosan csökken ugyanakkor a nem piaci, MNB-től 1997-ben átvállalt devizahitelek szerepe.

A devizakibocsátás alakulása 2003-ban



V. AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA 2003-BAN

2003 végén a központi költségvetés bruttó adóssága az előzetes adatok alapján 10.587,7 milliárd forint volt. A központi költségvetés bruttó adósságának GDP-hez mért aránya 2003 végére a 2002-es 55,1%-ról 57,0%-ra emelkedett. A bruttó adósság 75,6%-a forint, 24,4%-a devizatartozást testesített meg.

A központi költségvetés adóssága 2003 végén

	Milliárd forint
Magyar Államkötvények	5.815,6
Diszkont Kincstárjegyek	1.540,7
Lakossági állampapírok	532,3
Forint hitelek	117,9
A nemzetközi tőkepiacon kibocsátott államkötvények	1.467,1
Deviza hitelek	1.048,4
Swapok	63,5
Lejárt, de be nem váltott állampapírok	2,2
Összesen	10.587,7

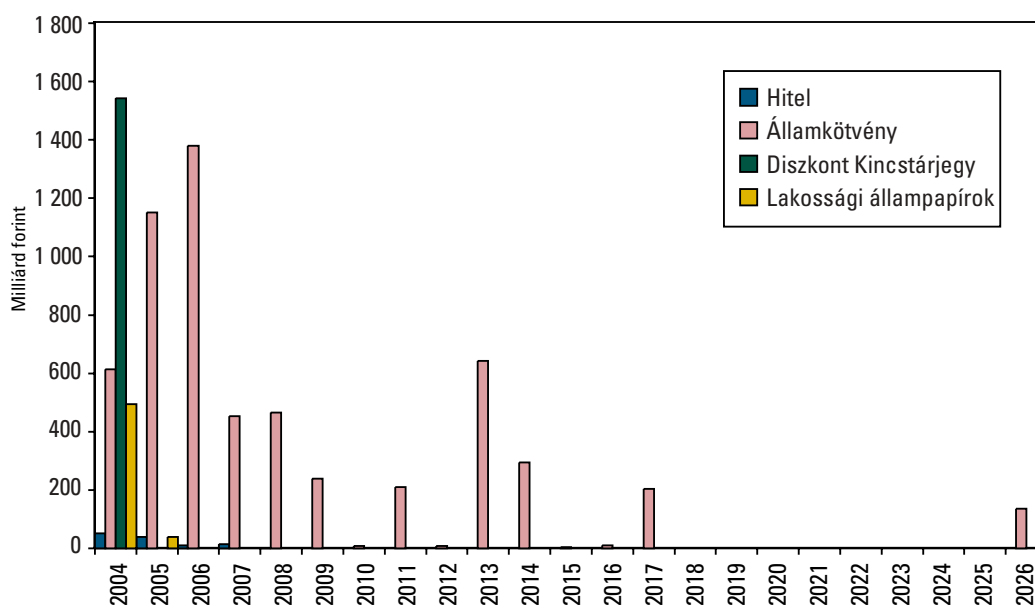
1. A FORINTADÓSSÁG SZERKEZETE

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

A) ÁTLAGOS HÁTRALÉVŐ FUTAMIDŐ ÉS LEJÁRATI PROFIL

A piaci értékesítésű államkötvények esetén az átlagos hátralévő futamidő 3,38 évről 3,97 évre emelkedett 2003 végéig, ami a hosszabb futamidejű államkötvények növekvő súlyának köszönhető. A forintkötvények lejárat szerkezete ugyanakkor még mindig egyenetlen, a nagy lejáratok a következő néhány évre koncentrálódnak. 2003 végén a forintban kibocsátott adósság 34%-a egy éven belül, 15%-a a második évben, 29%-a pedig 3–5 év múlva jár le. Az előző évhez képest az arányok javultak (41,10 és 35% volt). A lejárat csúcsok elkerülésének leghatékonyabb eszköze a hosszabb futamidejű állampapírok (5, 10 és 15 éves fix kamatozású eszközök) szerepének további növelése.

A forint kibocsátású állampapírok és hitelek lejárat szerkezete (2003 december végi adatok alapján)



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

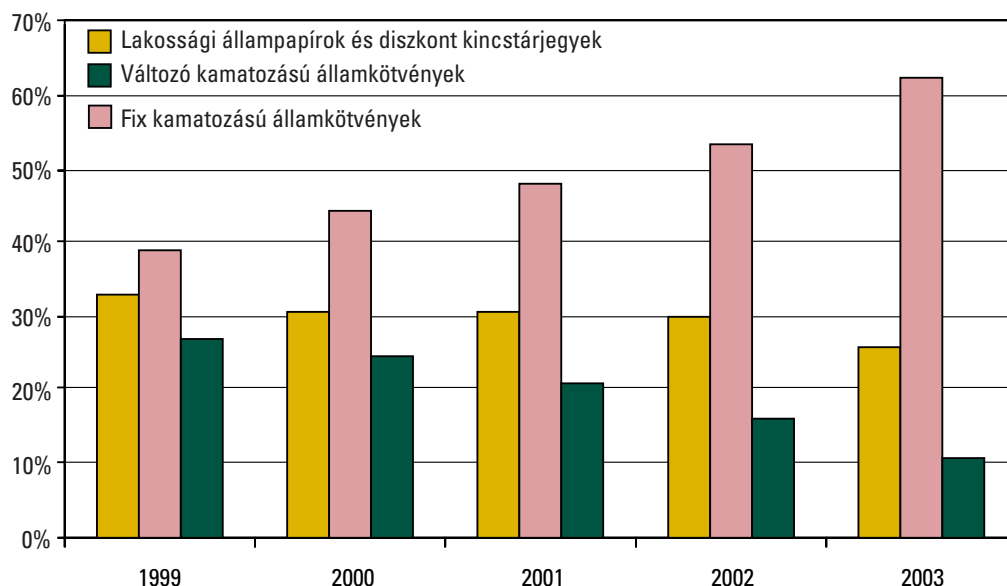
A kibocsátási szerkezet kialakításánál a hátralévő futamidő növelését az államkötvényekben megtestesülő adósságelemek szerepének növelése támogatja leghatékonyabban. A kötvények értékesítésének tervekét meghaladó mértéke következtében az adósságelem aránya emelkedett a portfólión belül és 72,6%-ot tett ki a 2002 végi 66,2%-kal szemben, míg a Diszkont Kincstárjegyeké a 2002-es 20,6%-ról 19,2%-ra csökkent. A lakossági állampapírok (Kamatkozó Kincstárjegy és a Kincstári Takarékjegy) aránya a forintadósságon belül 2003-ban a 2002 végi 8%-ról 6,6%-ra csökkent. A forinthyitelek aránya 2002 végén az átvállalások következtében nagymértékben növekedett, a forintadósság 5,1%-át tette ki, de 2003-ban az év közbeni rendkívüli előtörlesztések miatt a portfólión belüli súlya év végére újra csökkent, 1,5% lett.

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

Az adósságállomány kamatszerkezet szerinti megbontásában további eltolódás történt a fix kamatozású elemek felé, hiszen a fix kamatozású kötvények részesedése a 2002. év végi 53,8%-ról 62,6%-ra emelkedett a forint állampapír adósságon belül (lásd következő ábra). Az év során kibocsátott kötvény mindegyike fix kamatozású sorozat volt, ami nagyban hozzájárult a fix kamatozású államkötvények arányának 2003-as évi növekedéséhez. Az ÁKK Rt. a megelőző

években néhány, nem fix kamatozású államkötvény konstrukcióval is jelentkezett a piacon (változó kamatozású, kamatindexált, tőkeindexált), de kereslet hiányában értékesítésük megszűnt.

A fix kamatozású államkötvények aránya a forint állampapír-adósságon belül



A piaci adósságra vonatkozó *duration* a 2002 végi 1,95 évről 2003 végére 2,31 évre növekedett.

2. A DEVIZAADÓSSÁG SZERKEZETE

Az devizaadósság 24,4%-os aránya a portfólión belül – mely a GDP közel 14%-át tette ki – a régió országaival összehasonlítva az átlagosnál alacsonyabb. Ez az arány az EU-hoz 2004 májusában csatlakozó országok közül csak Málta esetében alacsonyabb, mint Magyarországon. Hazánkban az idegen deviza aránya 1997 óta (41%) folyamatosan és jelentős mértékben csökkent.

(A) A FENNÁLLÓ TARTOZÁS TÍPUSA SZERINT

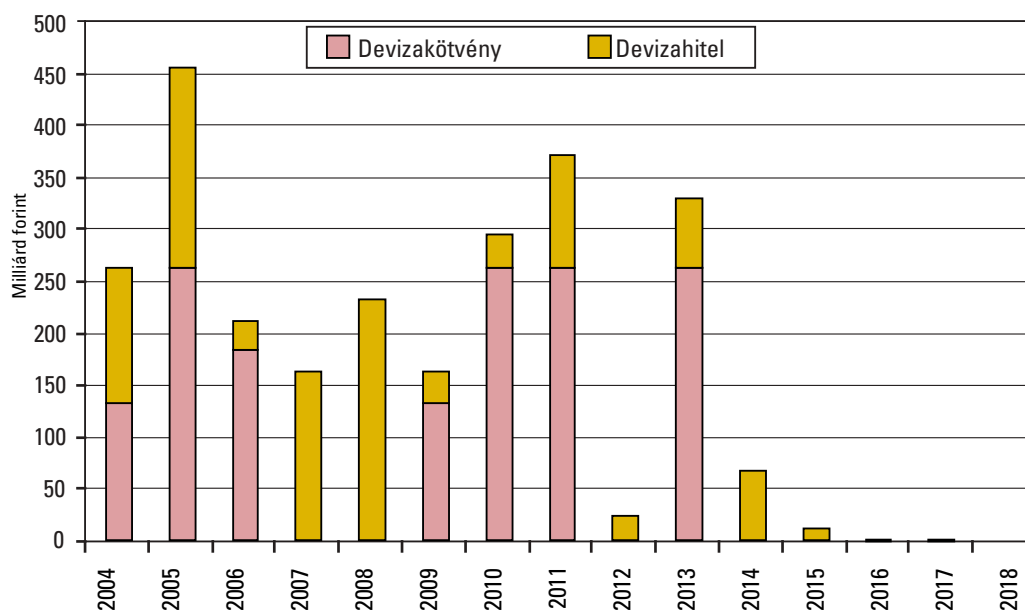
A Magyar Állam 1999 óta közvetlenül von be forrást a nemzetközi tőkepiacokról. Ennek keretében megvalósított *kötvényadósság* aránya fokozatosan emelkedik (58% 2003 végén, 39% 2002 végén) a devizaadósság portfólióján belül, mivel a devizafinanszírozás fő eszköze a kötvény. Az így kibocsátott értékpapírok célja az adósságcsere keretében a központi költségvetésnél keletkezett – az MNB által külföldön kibocsátott egyes devizakötvények feltételeivel megegyező – devizahitel lejárási elemeinek megújítása volt. Az MNB-től 1997-ben átvállalt devizahiteladósság súlya így fokozatosan csökken, 2003 végén a devizaadósság 18%-át adta, szemben a 2002 végi 37%-kal.

2003 végén a devizaadósság 24%-át tette ki a *közvetlen külföldi hiteladósság*, amely a nemzetközi szervezetektől, illetve külföldi bankoktól felvett, továbbá az átvállalt hitelek állományából áll. Az elmúlt év alatt a külföldi és belföldi devizahitelek együttes állománya 72,3 milliárd forinttal nőtt. Az állomány növekedése irányába hatottak az Európa Tanács Fejlesztési Bankjától (CEB), az EIB-től és az EBRD-től történt fejlesztési célú hitelfelvételek, illetve a piaci szindikált hitelfelvétel; a csökkenés irányába pedig a törlesztések és árfolyamnyereség hatott. Összességében 2002 végéhez képest ezen hitelek aránya a devizaadósságon belül nem változott.

(B) LEJÁRATI PROFIL

A nemzetközi tőkepiacon – ellentétben a hazai értékpapíriaccal – kizárólag közepes és hosszú futamidejű állampapírokat bocsát ki az ÁKK Rt., ami hosszú távon elősegíti a lejáratok viszonylag egyenletes lefutását. Az éves lejáratok az elkövetkezendő 4 év során 0,6-1,8 milliárd euró között alakulnak (lásd ábra). A devizaportfólió átlagos hátralévő futamideje az év eleji 4,0 évről év végére 4,8 évre, átlagos durációja 2,4 évről 3,4 évre emelkedett a devizalejáratok ismét devizából történő megújítása miatt. A Magyar Állam nemzetközi forrásbevonási feltételei folyamatosan javulnak, lehetővé téve számos költségesnek bizonyuló, idegen devizában fennálló adósságelem előtörlesztését és kiváltását olcsóbb hitelekkel. Ennek köszönhetően a költségvetés külföldi adósságszolgálatának költségei folyamatosan csökkentek.

A devizaadósság lejáratát a 2003. december végi adatok alapján



(C) DEVIZA- ÉS KAMATSZERKEZET

A stratégiának és a jóváhagyott benchmarkoknak megfelelően a végrehajtott árfolyam-kockázati csere ügyleteket (swap) követően a teljes devizaadósság euróban áll fenn, azaz az árfolyam-kockázat a forint euróval szembeni árfolyamának a változására korlátozódik. 2003-ban a tényleges devizaportfólió euróban állt fenn, ahol a 100% eurótól való esetleges eltérés technikai okokra volt visszavezethető. A devizaadósság szempontjából árfolyamkockázatot kizárólag a forint lebegtetési sávján belüli mozgása jelent. A sáv 2001 májusától $\pm 15\%$ -ra történő kiszélesítése nagyobb teret enged az árfolyam piaci mozgásának, ami egyben a kockázati szint növekedésével is együtt jár.

2003 végén a deviza kamat-benchmark 74-26%-os arányban tartalmazott fix és változó kamatozású elemeket.

A kamat-benchmark meghatározása a kockázatok meghatározásával kezdődik. A referencia kamatmix végső összetétele egy olyan modell eredményeképpen alakul ki, amely figyelembe veszi az adósságkezelő kockázatokkal kapcsolatos preferenciáit. Az éves költségvetés kamatkiadásainak esetleges túllépése (Cash-flow-at-risk), valamint a portfólió értékének egy bizonyos szintet meghaladó növekedése eredményezhet kockázatot (Value-at-risk). Ugyanakkor figyelembe kell venni, hogy e két kockázat egymás ellenében jelenik meg. 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.

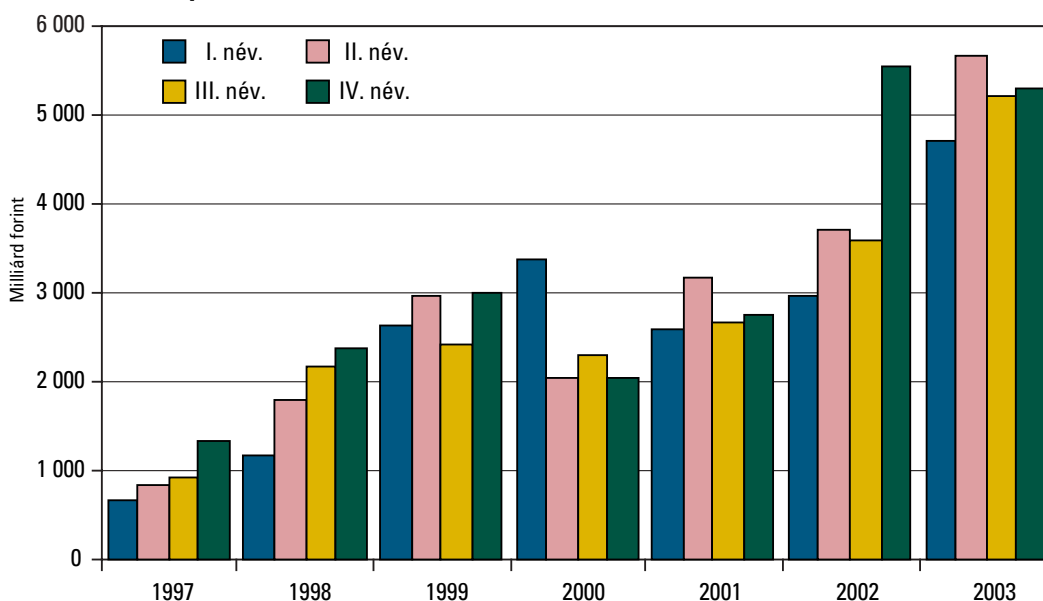
VI. A MÁSODPIAC ÉS A PIACI SZOKVÁNYOK

A) A MÁSODPIAC

A KELER statisztikák alapján a KELER OTC elszámolás keretében bonyolódó állampapír-forgalom 20.619 Mrd Ft volt 2003-ban, 4.804 milliárddal több, mint a megelőző évben. A forgalom 80 százaléka államkötvényekben bonyolódott.

A tőzsdei állampapír-forgalom 194 Mrd Ft volt (nem duplikáltan). A teljes tőzsdei állampapír-forgalom 77 százalékát az államkötvények tették ki.

**Az állampapírok KELER OTC és tőzsdei forgalmának alakulása
(nem duplikát)**



2003-ban a legnagyobb forgalmú állampapír az a 2013/D jelű 10 éves lejáratú kötvény volt, melynek piaci állománya 2003 végére meghaladta a 430 milliárd forintot (1,6 milliárd eurót), ami jól tükrözi a kibocsátó és a forgalmazók likviditás növelését célzó közös erőfeszítését. 2003 folyamán 24-ről 20-ra csökkent a forgalmazói árjegyzésbe bevont államkötvény-sorozatok száma, ezzel párhuzamosan a sorozatok átlagos nagyságai 155 milliárd forintról 250 milliárd forintra emelkedtek. A forgalmazók így a teljes kötvény-állomány 83%-ára kiterjedően jegyeztek árforlyamot.

A magyar állampapírok piacának egyik legfontosabb szereplője és egyben szervezője az elsődleges forgalmazói kör, melyhez 2003. január elsején 10 hitelintézet és 3 befektetési vállalkozás tartozott. 2003-ban közreműködésükkel 5.116 milliárd forint értékű állampapír – a teljes belföldi kibocsátás 89%-a – került eladásra, valamint az állampapírok másodpiaci forgalmának továbbra is jelentős része bonyolódott rajtuk keresztül.

Az elsődleges forgalmazók másodpiaci üzleteinek (árfolyamértéken) 25 százalékában külföldi befektető volt a partner, a legtöbbet velük kereskedtek, jelentős emelkedést mutatva a 2002-es 19 százalékhoz képest. 22 százalékban intézményi befektetők, 18%-ban más elsődleges forgalmazókkal, 16%-ban pedig hitelintézetekkel kötöttek üzletet.

Az elsődleges forgalmazók üzletkötéseinek átlagos nagysága (háztartásokkal bonyolított ügyleteket nem számítva) 328 millió Ft volt 2003-ban. Ez 32 millió Ft-tal több mint 2002-ben. A legnagyobbak továbbra is a külföldi befektetőkkel kötött ügyletek voltak, átlagosan 614 millió forinttal.

A forgalmazók közreműködésével számos külföldi befektetőt is sikerült a belföldi állampapírpiacon csábítani, de a növekedés mértéke 2003-ban elmaradt az előző évihez képest. 2003-ban 429 milliárd forinttal emelkedett a külföldiek által birtokolt állampapír-állomány, melyből 2.155 milliárdot (96,9%) az államkötvények tettek ki. Ez azt is jelentette, hogy míg 2002 végén a piaci állampapír-állomány 29,3%-a, addig 2003 végére több mint 30,2%-a volt külföldiek tulajdonában. (Ez a piaci államkötvényeket tekintve 42,6%-os részesedést jelent.) Állampapír-állományuk hátralévő futamideje 3,66 év volt.

Az elsődleges forgalmazók jelentései alapján az általuk 2003-ban lebonyolított repóügyletek mennyisége 3.627 milliárd forint volt.

(B) ÁLLAMPAPÍR-PIACI SZOKVÁNYOK

Az ÁKK Rt. stratégiájában kiemelt helyet foglal el az Európai Unió tőkepiacára történő felkészülés, amelynek kapcsán az elmúlt években több jelentős változtatásra is sor került az állampapírpiacon. Ennek folytatásaként 2003. január 1-től valamennyi forgalomban lévő és kibocsátásra kerülő diszkont kincstárjegy tekintetében, az Európai Monetáris Unió tagországainak piacain alkalmazott – Nemzetközi Értékpapírpiacon Szövetség (ISMA) ajánlásán alapuló – hozamárfolyam-számítási módszer került bevezetésre. A változtatás értelmében a kalkuláció során figyelembe kell venni az esetleges szökőnapot is, továbbá a pénzpiacokon szokásos számításoknak megfelelően egy év 360 naposnak tekintendő.

Ugyancsak 2003. január 1-től módosult a változó kamatozású Magyar Államkötvények felhalmozott kamat számításának módja is. Eszerint diszkont kincstárjegy kamatbázis esetén a diszkont kincstárjegy számítását, míg fogyasztói árindexhez kötött kamatozás esetén a fix kamatozású államkötvények felhalmozott kamat számításánál alkalmazott módszert kell követni.

A fenti változtatásokkal lezárult az állampapírpiacon pénzügyi számítások harmonizációja. Így valamennyi magyar állampapír kalkulációs módszere teljes mértékben megfelel az EMU tagországok piacain alkalmazottakkal. Az Államadósság Kezelő Központ Rt. egyértelmű törekvése a harmonizációval, hogy a magyar állampapíroknak az európai uniós összehasonlításban is versenyképes, a belföldi és külföldi befektetők számára egyaránt vonzó piaca legyen. Az európai befektetők meghatározó szerepe a magyar állampapírok piacán a korábbi erőfeszítések eredményességét tanúsítja.

VII. PIACI INFORMÁCIÓK

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

KIADVÁNYOK

Az ÁKK Rt. a nála keletkező és a hozzá beérkező információk alapján havi, negyedéves és éves rendszerességgel készít kiadványokat (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 Rt. tevékenységét jelentősen befolyásoló események, intézkedések esetén más kommunikációs eszközöket is igénybe vesz (sajtóközlemény, -tájékoztató, -beszélgetés, konferencia szervezése stb.).

A kiadványok az Államadósság Kezelő Központ Rt. honlapján, a www.allampapir.hu weboldalon megtekinthetők és letölthetők. A honlapról további információkat kaphatnak az állampapírpiac aktuális alakulásáról.

Kiadványokkal kapcsolatban további információ:

Husztai Edit

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

Mohai Ádám

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



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

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