

## 4.5. Az állampapír piac megszervezése. Az államadósság-kezelés céljai

Az államadósság-kezelés az a tevékenység, mely során létrehoznak és végrehajtanak egy olyan stratégiát, amely elősegíti azt, hogy az állam finanszírozási igénye a lehető legalacsonyabb közép-, hosszú távú költségek mellett valósuljon meg, túlzott kockázatvállalás nélkül.

A fejlettebb stratégiával rendelkező államok esetében egy-egy szofisztikált modell segítségével határozzák meg a vállalható kockázatokat és ezek függvényében alakítják az államadósság finanszírozásra alkalmazott eszközök körét. A költség-kockázat optimalizáció mellett a döntéshozók állíthatnak fel más célokat is, mint például a hazai állampapírpiac fejlesztése, azok hatékonyságának növelése.

Emiatt kulcsfontosságú kérdés az adósság portfólió szerkezetének a megfelelő kialakítása, ugyanis a nem jól strukturált adósság-szerkezet (rossz lejáratú szerkezet, magas kamat- és devizakockázat) súlyos problémákat okozhat, amire a legutóbbi válság szintén rávilágított.

### 4.5.1. Transzparencia

Az egyes szereplőkre kirótt adatszolgáltatási kötelezettségek teljesítése mellett fontos a befektetők számára a stratégiai célokat, illetve az ezek mérésére alkalmazott indikátorokat is bemutatni, így a felelős személyek tevékenysége értékelhető lesz, azok elszámoltathatóak lesznek. Az átlátható működés érdekében publikálni kell az államadósság-finanszírozó instrumentumok elsődleges forgalmazóival, aukciókkal, ajánlattételekkel kapcsolatos szabályozásokat, valamint ezen pénzügyi eszközök másodlagos piacával szembeni követelményeket is. Ezek mellett a kibocsátási tervek publikálása is kiszámíthatóvá és megbízhatóvá teszi az állampapírpiacot. A befektetőkkel aktív kommunikációs tevékenységet kell folytatni, az igényeiket folyamatosan fel kell mérni, hiszen ezáltal is növelhető az államadósság-kezelés megbízhatósága, hatékonysága.

### 4.5.2. Intézményi keretek

Az adósságkezelő intézményi kereteire nincs egy általános modell, az Európai Unió országaiban 3 típus figyelhető meg. Az egyik a bank modell, aminek keretein belül az államadósság kezelése a jegybank hatáskörébe tartozik. A kormányzati modell esetében az államadósság menedzselésével kapcsolatos teendőket egy kormányzati intézményhez (jellemzően a pénzügyminisztériumhoz vagy az államkincstárhoz) allokálják. Az ügynökségi modell esetén egy külön, erre specializált szerv látja el az adósságkezeléshez kapcsolódó feladatokat.

Az említett modellek közül a bank modell a legélesebben kritizált, hiszen ez könnyen okozhat érdekütközést a monetáris politika és az adósságkezelés között. Másrészt inflációs nyomás alatt, amikor a jegybank a kamatszintek emelése mellett dönthet, viszont ezzel az államadósság-kezelői céljaival ellentétben az államadósság költségeinek növelését idézné elő. Emellett az is előfordulhat, hogy a központi bank azért növeli a piaci likviditást, hogy az adósság-finanszírozó instrumentumokat kedvezőbb árak és hozamok mellett bocsájtassa ki.

A kormányzati modellben nagy a kockázata annak, hogy a rövid távú célokat helyezik előtérbe, így olyan döntéseket hoznak a finanszírozás során, mely a rövid távú költségeket mérsékli (hiszen a döntéshozók politikai ciklusokra terveznek).

Az ügynökségi modell a legelterjedtebb séma az Európai Unió tagjainak körében. Az államadósság kezelésére specializálódott intézmény előnyei közé sorolható, hogy képes a hosszú távú költségek csökkentésére irányuló megoldásokat alkalmazni, és csökkenti annak a kockázatát, hogy ettől eltér a rövid távú fiskális politikai célok érdekében. Emellett transzparenssebben is működik, mint más modellek, hatékonyabb kontroll mechanizmusokat alkalmaz, magasabb színvonalú jelentéseket készít, amely növeli a befektetők bizalmát az államadósság-finanszírozó instrumentumokkal szemben, amely csökkenti azok költségeit.

#### 4.5.3. Az államadósság-kezelés főbb kockázatai és azok kezelése

Az államadósság-portfóliók esetében a legjelentősebb kockázatok a piaci kockázattal kapcsolatosak, amely magába foglalja a kamatláb-, a devizaárfolyam-, refinanszírozási-, likviditási-, elszámolási, és a működési kockázatot.

Amennyiben derivatív eszközöket is alkalmaznak az adósságkezelés során, az azokból eredő költségek és kockázatok potenciális alakulását is figyelembe kell venni. A kockázatok vizsgálatakor figyelembe kell venni a feltételes kötelezettségeket, illetve azok a potenciálisan felmerülő összegek nagyságát, valószínűségét, azok szerkezetét is vizsgálat tárgyává kell tenni.

#### 4.5.4. A hazai állampapírpiacon jelentősége

Abban az esetben, ha egy állam nem rendelkezik megfelelő belső piaccal, akkor a hazai piacon a befektetők körében nem alakul ki folyamatos kereskedés a hosszabb lejáratú adósságinstrumentumokkal, így az állam hosszú távú forrásait többnyire külföldi devizában kénytelen bevonni, amely a költségeit és a kockázatait is növeli. Továbbá az állampapírpiacon likviditási problémái miatt a rövid futamidejű forrásainak is emelkedne a szerepe, hiszen a hosszabb távú források igénybevétele akadályokba ütközik. Bár a rövidebb lejáratú források felé elmozdulás rövidtávon költségmegtakarítást eredményez, az államadósság-portfólió kockázatát nagy mértékben növeli. Ez különösen igaz nemzetközi sokkok, piaci krízisek esetében, ugyanis ekkor az adósbesorolások romlása, valamint a beszűkülő források miatt csak megemelkedett költségek mellett lehet külföldről finanszírozási forrásokat bevonni.

A piac hatékonyságának elemzésekor több kérdést is vizsgálhatunk. Az egyik ilyen az elsődleges piac működése, amelyhez szükségesnek tekinthetjük az adósságkezeléssel kapcsolatos célok egyértelmű megfogalmazását, az előre jelezhető, és transzparens műveletek felé való elmozdulást. Emellett a fontos a piac szereplőivel való kommunikáció, a kormányzat pénzáramlásai, finanszírozási igényével kapcsolatos előrejelzések fejlesztése. Törekedni kell a biztonságos és kompetitív értékesítési csatornák kialakítására, ezeket a befektetői igényekhez igazítva. Mindezek mellett célszerű fokozatosan növelni kell az állampapírok lejáratú idejét, gyakran kell a hozamgörbe különböző szegmenseihez tartozó instrumentumokat kibocsátani, figyelembe véve a keresleti oldal kondícióit, valamint a piaci fejlettség fokát.

#### 4.5.5. Államadósság-kezelés Magyarországon

2008 elején a teljes államadósság közel felét finanszírozták külföldi szereplők és ez 2012-ben ez az érték megközelítette a 70%-ot. 2009 tavaszán jelentős zavarok jelentkeztek a magyar állampapírpiacon, amelyek újabb ÁKK intézkedéseket igényeltek, így ebben az évben a fő célkitűzés az állampapírpiacon stabilizálása volt. Az év közepére újra elkezdett növekedni az állampapír kereslet, a CDS mutató 600 bázispontról 250 bázispontra csökkent, valamint a hozamok terén is mérséklődés volt megfigyelhető. 2010-ben a befektetői hangulat ismét romlott, ez leginkább az Európai Monetáris Unió periférikus országainak válságainak köszönhető.

A válság és az azt követő évek rávilágítottak a magas külföldi finanszírozásból eredő kockázatokra. Mivel az államháztartás is nagy mértékben támaszkodott külső (jellemzően deviza) forrásokra, Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) a vizsgált időhorizonton kisebb-nagyobb változtatta meg a stratégiai céljait, amelyek kiegészültek a Magyar Nemzeti Bank (MNB) által 2014-ben Önfelfinanszírozási programmal, melynek elsődleges célja a hazai bankrendszer államadósság-finanszírozásban betöltött szerepének növelése.

#### 4.5.6. Az Államadósság Kezelő Központ stratégiája

Az államadósság-finanszírozás költség-kockázat optimalizációja során a stratégiai célokat tükröző referenciamutatókat dolgozott ki az ÁKK.

Ilyen referenciamutatók forint-/devizaadósság arány, a devizaadósság szerkezete, a devizaadósság kamatozás szerinti összetétele, a forint adósság kamatozás szerinti összetétele, az adósság futamideje, a Kincstári Egységes Számla (KESZ) optimális állománya. A rövid távú hatások kiszűrése érdekében jellemzően 90 napos mozgóátlag alapján számítják az adott mutató értékét. Az egyszerűség és az átláthatóság a többször említett transzparenciát igyekeznek biztosítani, ezen elvei miatt az ÁKK viszonylag kevés számú, sztenderdizált, befektetők által ismert és kezelhető instrumentumot bocsáj ki, melyeket a kibocsátási naptárában előre közzétett aukciókon értékesít.

A likvid másodlagos állampapírpiacon két lényeges eleme van. Az egyik a valós piaci árakat tükröző, folyamatos árjegyzés, valamint a kellően nagy volumenű állampapír sorozatok megléte. A megcélzott sorozatnagyság a kötvények esetében 2009-ben 500-750 milliárd forint körül volt, és az ÁKK a nagyobb volument a hosszabb lejáratú sorozatok esetében kívánta elérni. 2012-ben a rugalmasság is bekerült ebbe a célrendszerbe, ezáltal növelve a piaci kereslet változásaira való reagálási képességét. Így bevezetésre került az aukció utáni nem kompetitív értékesítés is, válaszul a vártnál nagyobb állampapír keresletre.

A forint-/devizaadósság arány meghatározásakor az ÁKK két mutatót alkalmazott korábban, ezek közül az egyik referenciamutató a bruttó devizaadósság aránya, amely az állam összes devizában denominált adósságának és a teljes adósságának a hányadosaként határozható meg. 2008-ban és 2009-ben a mutató értékét akkor tekintette megfelelőnek az ÁKK, ha az a 25-32%-os sávban volt. Az IMF-EB hitel lehívása után viszont ez a sáv nem volt reálisnak tekinthető célkitűzés, a bruttó devizaadósság arányához kapcsolódó célkitűzést módosította az ÁKK, ennek értéke maximum 50% lehetett. 2012-től már csak a bruttó devizaadósságra vonatkozó mutató megfelelő értékének elérése szerepelt a stratégiai célkitűzések között változatlanul 50%-os értékkel egészen 2013-ig, amikor is a devizaadósság maximális elfogadható szintjét 45%-ra csökkentette az ÁKK. Emellett 2010-ben

és 2011-ben az IMF-EB nemzetközi hitelcsomag nélküli nettó devizaadósság mértékét is vizsgálta az ÁKK, elfogadhatónak a 25-38%-os sávot jelölte ki.

A devizaadósság szerkezete esetében az ÁKK 100% eurót határozott meg a devizaadósság összetételére, amelytől legfeljebb 5%-al lehet eltérni. Természetesen nem azt jelenti, hogy csak euróban vonhat be devizaforrásokat az állam. Amennyiben nem euróban denominált devizakötelezettségei keletkeznek az államnak, az ÁKK deviza-csereügyletek használatával átalakítja ezeket euró alapú kötelezettségekre.

A devizaadósság kamatozás szerinti összetétele estében a fix kamatozású elemek optimális értékeként ezen elemek 66%-os részesedését határozta meg, illetve az e körüli 5%-ost szintet jelölte ki az ÁKK optimális sávként. A megfelelő kamatozás beállításához az ÁKK kamat swap ügyletekkel operál. A forint adósság esetében az állandó kamatozású elemek megfelelő súlyát a 61-83%-os sáv jelenti.

A futamidő célkitűzés esetében az egyszerű átlagos futamidő mellett a súlyozott átlagidőt is figyelemmel kíséri az ÁKK, ennek segítségével a portfólió kamatérzékenységét, illetve a kamatváltozás által előidézett átárazódási hatást is számszerűsíteni lehet. A stratégiai célkitűzések között szerepel, hogy a forintadósság átlagideje a 2,5 +/- 0,5 éves sávban alakuljon (ÁKK 2011a). Az állam megfelelő likviditáskezelési tevékenységének elősegítése érdekében stratégia célként került kitűzésre a KESZ optimális állománya.

A KESZ-állomány optimális sávban tartásának érdekében az ÁKK több eszközt is alkalmaz. Ilyenek az aktív és passzív állampapír repó-ügyletek, az igény szerint kibocsátható (jellemzően 6 hetes) likviditási diszkont kincstárjegyek kibocsátása, rendszeres államkötvény- visszavásárlások, 3 és 12 hónapos kincstárjegyek aukciós mennyiségének aktív változtatása, valamint az átmenetileg rendelkezésére álló devizabetéteket is felhasználhatja a likviditás kezelésére az ÁKK.

2015-ben 3 stratégiai cél került kijelölésre, az elsődleges cél az adósságráta csökkentése, amely összhangban áll a 2012-től hatályos Alaptörvényben elvárásokkal, mely szerint a GDP 50%-a alá kell csökkenteni az államadósságot. Második célként az államadósság hazai befektetői körének növelését tűzték ki, elsősorban a lakosság finanszírozói szerepének növelésén keresztül. A harmadik cél pedig a nem forintban denominált adósság arányának jelentős mértékű csökkentése (ÁKK, 2016a).

A stratégiai célok teljesülését mérő mutatók körében, illetve azok optimálisnak tekinthető értékeiben voltak kisebb változások. Az államadósság devizaarányának felső határát további 40%-ra igazították, majd a következő évben további 5 százalékponttal csökkentették. Az átlagidő esetében a sávot megemelték, az új stratégiai cél a 3 +/- 0,5 év lett.

#### 4.5.7. Az Önfinanszírozási program

Az alapját biztosító gondolatmenet az volt, hogy nemzetközi összevetésben a hazai bankrendszer államadósság-finanszírozásában betöltött szerepe alacsonynak számít, viszont az MNB az eszköztárának átalakításával ezen mutatók emelkedését elő tudja idézni. Amennyiben az MNB a bankrendszer szereplőinek a sterilizációs állományuk leépítésére, majd a felszabaduló pénzmennyiség állampapírba fektetésére ösztönzi, akkor a bankok úgy növelhetnék a szerepüket a magyar államadósság finanszírozásában, hogy mindeközben a magyar állammal szembeni, konszolidált szinten mért kitettségük változatlan szinten marad.

A hatásmechanizmus érvényesülése 2 fázisra bontható. Az **első fázis** során az állampapírok relatíve kedvezőbb instrumentummá válása miatt emelkedik a bankszektor forint-államkötvény állománya,

valamint az MNB-nél vezetett KESZ egyenlege. Ezzel összhangban az állam kihasználva a megnövekedett hazai állampapír keresletet, forintban újítja meg a lejáró devizaadósságát, így növeli a kibocsátást ezen eszközökből. A **második fázis** az említett devizaadósságok lejártával kezdődik, amikor is az állam a többlet kibocsátásból rendelkezésre álló forint állományt devizára váltja, majd ezt visszafizeti külföldi befektetőknek. A visszafizetéssel csökken a KESZ egyenlege, a forint-deviza konverzió pedig az MNB devizatartalékját csökkenti, ezáltal a program szűkíti a központi bank mérlegét. A mechanizmus egyik alapvető feltétele az, hogy a megfelelő szintű devizatartalék a központi bank rendelkezésére állnak. Az elmúlt években a jegybank devizatartaléka jelentősen meghaladta az optimális szintet, így ennek csökkentése jelentős költségmegtakarítást eredményez az MNB működésében.

#### 4.5.8. A jegybanki eszköztár átalakulása

Az irányadó eszköz szabályozásával kapcsolatos változások mentén a program 3 szakaszra osztható: az első szakasz a 2014 nyarára datálódik amikor is a jegybank bejelentette a kéthetes MNB-kötvények betétesítését. A program második szakaszának kezdete 2015. szeptemberére tehető, amikor is betétek futamidejét 3 hónapra növelték az említett 2 hetes szintről. A harmadik, záró szakasza pedig a kéthetes betét teljes kivezetését fedi le.

Az Önfinszírozási program így tovább terelte a bankok forrásait az értékpapír piac irányába.

#### 4.5.9. Az Önfinszírozási program eredményei

2014-től kezdve, egyre nagyobb mértékű devizaadósság törlesztés figyelhető meg. Nőtt a külföldiek által birtokolt magyar állampapír aránya is.

2008 első félévében 30% alatt volt a bruttó devizaadósság aránya a teljes államadósságon belül, viszont az utolsó negyedévben egy jelentős, több mint 8 százalékpontos ugrás figyelhető meg. Ez annak köszönhető, hogy 2008 októberében a kormányzat az Európai Bizottság (EB) és az IMF segítségét kérte az állam működésének finanszírozásában, valamint a korábban jó működő állampapír működése is leállt. Ez a növekedés köszönhető a 1,8 milliárd euró értékű piaci, illetve 1 milliárd euró értékű nem piaci forrásbevonásnak. 2009 tavaszán a magyar állampapírpiac újabb likviditási válsága miatt az ÁKK felfüggesztette az aukciókat, és kötvény-visszavásárlási programot is indított.

2010 és 2013 között a sáv közepén, 2,5 év környékén alakult a forint államadósság átlagideje, majd 2014-ben egy jelentős növekedés volt megfigyelhető (2,47 évről 2,88 évre emelkedett), amely az emelkedő forint állampapír-keresletnek köszönhető. Ennek következtében 2015-ben lehetőség nyílt arra, hogy a korábban kitűzött célt megemeljék, az optimális sáv középértékét 3 évre módosította az ÁKK, 2015-től kezdve az új sáv közepéhez közel tartózkodott a mutató értéke.

SZEGEDI TUDOMÁNYEGYETEM  
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR  
KÖZGAZDÁSZ KÉPZÉS  
TÁVOKTATÁSI TAGOZAT  
LECKESOROZAT  
COPYRIGHT © SZTE GTK 2017/2018

A LECKE TARTALMA, ILLETVE ALKOTÓ ELEMEI ELŐZETES,  
ÍRÁSBELI ENGEDÉLY MELLETT HASZNÁLHATÓK FEL.

JELLEN TÁNYAG  
A SZEGEDI TUDOMÁNYEGYETEMEN KÉSZÜLT  
AZ EURÓPAI UNIÓ TÁMOGATÁSÁVAL.  
PROJEKT AZONOSÍTÓ: EFOP-3.4.3-16-2016-00014

SZÉCHENYI 2020



MAGYARORSZÁG  
KORMÁNYA

Európai Unió  
Európai Szociális  
Alap



BEFEKTETÉS A JÖVŐBE