

# ÁLLAMPAPÍRPIAC

2000.

ÁLLAMADÓSSÁG KEZELŐ KÖZPONT RT.

(JELEN KIADVÁNY A 2001-BEN KINYOMTATOTT ÉVES KIADVÁNY SZÖVEGES RÉSZÉNEK  
REPRODUKÁLT VÁLTOZATA. KISEBB ELTÉRÉSEK LEHETSÉGESEK AZ EREDETI  
VÁLTOZATHOZ KÉPEST.)

## AZ ÁLLAMPAPÍR-PIACOT BEFOLYÁSOLÓ FŐBB FOLYAMATOK ÉS AZ ÁLLAMPAPÍR-PIAC ALAKULÁSA 2000-BEN

### 1. Makrogazdasági folyamatok

2000-ben az állampapír-piac kedvező makrogazdasági környezetben működött. Az év során számottevő javulás következett be a fizetési mérlegben és a költségvetésben is, biztosítva a növekedés egyensúlyi környezetét. A külföldi tőkebeáramlást befolyásoló fontos tényező volt, hogy Magyarországot a külföldi befektetők egyre inkább az Európai Unióhoz közeledő piacként kezelik. Ezen túlmenően a befektetők pozitívan értékelték a magyar gazdaság számokban is megmutatkozó javuló teljesítményét.

A GDP 2000-ben 5,3%-kal nőtt, ami jelentősen meghaladta az európai uniós országok átlagát és magasabb a térségbeli országok hasonló mutatóinál. A külső egyensúly szempontjából kedvező az a tendencia, hogy az ipari termelés bővülése és a munkanélküliség csökkenése magas exportdinamika mellett következett be.

A 2000-es külgazdasági feltételek jelentősen javultak, a külföldi piacainkon tapasztalt konjunktúra elősegítette, hogy a gazdaság robosztus növekedése exportvezérelt pályán haladjon. A **folyó fizetési mérleg** 54 millió euróval kisebb hiánnyal zárt 2000-ben, mint egy évvel azelőtt (1999-ben: -1975 millió EUR, 2000-ben: -1921 millió EUR). Ez a turizmus növekvő bevételeinek és a viszonzatlan folyó átutalások jelentős mértékének volt köszönhető. Az **árudeviza forgalom** egyenlege 2000 decemberéig 543 millió euróval magasabb hiányt mutatott, mint előző év azonos időszakában. Míg a *szolgáltatásokból* származó nettó bevételek - az exportált szolgáltatások erőteljesebb növekedése miatt - 625 millió euróval magasabb összege javította, addig a *jövedelmek* kiáramlásának 149 millió eurós növekedése - elsősorban a nem adósság típusú befektetéseknél - rontotta az egyenleget. A *viszonzatlan átutalások egyenlege* 121 millió euróval javította tavalyhoz képest a mérleget.

2000 decemberig az adósságot nem generáló **külföldi befektetések**<sup>1</sup> összege 474 millió euró volt, ami 1999 azonos időszakához viszonyítva 1984 millió euróval alacsonyabb érték. Ez a márciustól kifelé áramló részvény típusú portfólió befektetéseknél és a magyar rezidensek növekvő külföldi beruházásainak tulajdonítható. **Így a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozását a korábbi évektől eltérően csak 25%-ban fedezte a működőtőke beáramlása.**

Az **ország** tulajdonosi hitelek nélkül számított **nettó külföldi adóssága** 1999. decemberi 8.650,2 millió euróról, 2000 decemberére 9.082,5 millió euróra emelkedett. Ez a magánszektor növekvő külföldi hitelfelvételének köszönhető, ami ellentételezte a nemzetközi tartalékok emelkedésének a hatását.

2000-ben 9,8%-ra csökkent az átlagos éves **infláció** közelítve nemcsak mértékében (1999 10%), hanem éven belüli lefutásában is az előző évit.

---

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

A 12 havi infláció alakulása 2000 első félévében a januári 10%-os értékről júniusra 9,1%-ra mérséklődött. A csökkenés illeszkedett a megelőző évek trendjéhez, hiszen az 1998-ban tapasztalt 14,3%-os átlagos éves árszínvonal emelkedési ütem 1999-re jelentősen, 10%-ra csökkent. 2000 elején az infláció mérséklődését támogatta a kompetitív szféra termékeinek áralakulása (tartós fogyasztási cikkek, ruházati termékek), míg a nyersanyagok, üzemanyagok és a mezőgazdasági termékek emelkedő áralakulása lassította a folyamatot.

Júniusban az infláció csökkenése megtorpant, júliustól pedig enyhén növekedésnek indult. Az áremelkedés elsősorban piaci indíttatású volt, július és szeptember folyamán havi emelkedésének mértéke túlhaladta az 1%-ot. A mezőgazdasági termékek áralakulásában a korábbi időszak jelentős korrekciója következett be. Az üzemanyagárak tartósan magas nemzetközi szintje és az euró tartós gyengülése is a növekedés irányába hatott.

**A központi költségvetés (privatizációs bevétel nélküli) hiánya 2000-ben 369,4 milliárd forint** volt, ami a módosított éves előirányzat 93,2%-át tette ki. A bevételi oldalon főképp a költségvetési szervek saját bevételeinek, az adósságszolgálattal kapcsolatos és a személyi jövedelem- és a fogyasztási adókból származó bevételeknek köszönhető ez a kedvező eredmény, ami teljesen kompenzálta a költségvetési szervek befizetéseinek a tervezettől való elmaradását. A kiadások alakulását a költségvetési szervek saját bevétellel, illetve támogatással fedezett kiadásaiból és a kormányzati rendkívüli kiadásokból<sup>2</sup> adódó többletterhek befolyásolták a legnagyobb mértékben. A lakástámogatáshoz kapcsolódó kiadások jelentősen elmaradtak a tervezettől.

A Társadalombiztosítási Alapok 81,8 milliárdos hiányt mutattak, ami 39,6 milliárd forinttal több, mint az előirányzat. A nyugellátás magasabb kiadásai, azaz a nyugdíjemelések többletkiadásai rontották az egyenleget. A nyugdíjrendszer átalakításával magyarázható bevétel elmaradást a központi költségvetés megtérítette - ez elmaradt az előirányzattól -, a Nyugdíjalap így 21,4 milliárd forintos hiánnyal zárt. Az Egészségbiztosítási Alap 60,4 milliárd forintos hiánya 42%-kal haladja meg a tervezett érték időarányos részét. Az elkülönített alapok 2,1 milliárd forintos többletet mutattak decemberig, ahol is a Központi Nukleáris Pénzügyi Alap vártnál magasabb bevétele magyarázza a kedvező teljesülést. A központi költségvetés, a társadalombiztosítási és elkülönített állami alapok hiánya 449,1 milliárd forint volt 2000-ben.

**Az elmúlt években a központi költségvetés GDP-hez viszonyított bruttó adóssága jelentősen csökkent**, az 1993 végi 88,7%-os érték 2000-re 55,3%-ra esett vissza, elsősorban a költségvetés elsődleges többletének és a privatizációs bevételek adósságtörlesztési célú felhasználásának köszönhetően. Az **adósságállomány 7.228,7 milliárd forint** volt 2000 végén, amely az előző decemberi adattal összehasonlítva 5%-os nominálértéken számított növekedésnek felel meg. A növekedés alapvetően a központi költségvetés adósságában bekövetkezett 247,4 milliárd forintos bővülésnek (tranzakciók) és a mindenkori devizaadósságon (állomány) keletkező árfolyam-különbözetnek tulajdonítható.

---

<sup>2</sup> Az ÁPV Rt. és az MFB Rt. részére juttatott tőkeelemek, illetve az egyszeri bér és nyugdíjfizetési keret összege.

2000-ben a **pénzpiacokat** összességében kiegyensúlyozott forintlikviditás jellemezte. A likviditás hatékonyabb befolyásolására a jegybank új eszközt, jegybanki kötvényt vezetett be 2000 márciusában. Március 20-án volt a jegybanki 3 hónapos futamidejű értékpapír első aukciója, mely hetente (hétfőn) kerül megrendezésre. Október 31-től a jegybanki kéthetes betét igénybevétele tenderen (kedd) keresztül lehetséges. A jegybank a mennyiségi szabályozás felé történő elmozdulással több teret enged a kamatok piaci alakulásának. Ezért kamatok ingadozását tovább erősítheti az, hogy a tartalékolási követelmény teljesítése nagyobb mozgásokhoz vezethet a pénzügyi likviditásban.

A bankközi piacon a kamatok alapvetően a repo folyosó alsó felén ingadoztak. Ez alól kivételt jelentettek a rövidebb lejáratokon a tartalékolási periódus lezárulása előtti szélsőséges ingadozások, illetve az októberi kamatemelést megelőző hetek. Három esetben a bankközi kamatok kitörték egy-egy napra az overnight passzív és aktív repo által meghatározott sávból. Ez első alkalommal február végén a jegybanki verbális intervenció hatására következett be, majd másodszor április végén a jegybanki kamatsökkentés hatására ismétlődött meg, harmadszor június közepén, amikor a jegybank nem fogadott el ajánlatot a 3 hónapos papírjára, azonban a kamatok mindkét alkalommal visszatértek eredeti szintjükre.

A **központi bank** 2000-ben 6 alkalommal csökkentette, majd 1 alkalommal emelte irányadó konstrukcióinak a kamatlábát. Az első két intézkedésre januárban került sor, ezt követően áprilisig minden hónapra esett egy kamatintézkedés, majd az utolsó csökkentést augusztusban hajtotta végre a jegybank. Az egyetlen emelést október 10-én hajtotta végre, melynek mértéke 100 bázispont volt. Ennek eredményeképp mind aktív, mind passzív oldalon 250 bázispontot csökkentek a központi banki kamatok, melyből a január 19-i csökkentés egymaga 150 bázispontot tett ki.

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

Az árfolyam sávon belüli mozgását vizsgálva látható, hogy az év folyamán a forint az árfolyamsáv erős oldalához közel ingadozott. Az év első felében két alkalommal szakadt el attól átmeneti időre: először február végén, amikor a jegybank verbális intervencióval kívánta elbizonytalanítani a nagy tömegben befelé áramló külföldi tőkét; másodszor április első hetében, amikor elterjedtek a jegybank elnökének a távozásával kapcsolatos hírek. Ezek az események is alátámasztják, hogy a magyar állampapírok csökkenő nominális kamatszintje a hozamelvárások szempontjából felértékeli az árfolyammozgással kapcsolatos vélekedéseket. Szeptember utolsó két hetében, amikor a külföldiek nagy mennyiségben adtak el állampapírokat, már az infláció növekedésével kapcsolatos félelmek mozdították el az árfolyamot, ami a jegybanki kamatemelést követően visszatért a sáv szélére. November-december folyamán a tőzsdei részvényeladások álltak a forint gyengülése mögött. December végére a makrogazdasági adatok és ennek Magyarország hitelminősítésben is megmutatkozó javulása a sáv erős oldalához kötötte a forint árfolyamát. Júliustól a jegybank új szabályozást vezetett be a kereskedelmi banki nyitott deviza pozíciókra, hogy csökkentse a forint kamatkülönbözetéből származó spekulációt.

2000. április 1-jei hatállyal (az év folyamán egy alkalommal) 0,1%-kal csökkentésre került a teljes egészében az euróhoz kötött forint árfolyamának havi leértékelési üteme: így a leértékelés havi üteme 0,3%-os szintet mutatott.

A S&P **hitelminősítő ügynökség** 2000-ben - ritkaságnak számító módon - két alkalommal is javította Magyarország hosszú távú deviza tartozásainak a besorolását: először február 2-án 'BBB+'-ra, majd december 19-én 'A'-ra. Utóbbi alkalommal a forint kibocsátású adósságot is felértékelte 'A+'-ra. A másik két vezető hitelminősítő gyorsabban reagált, így november 14-én a Moody's hitelminősítő ügynökség 'A3'-ra, november 30-án az IBCA hitelminősítő ügynökség 'A'-ra javította Magyarország hosszú távú deviza tartozásainak a besorolását. A Magyar Állam tartozásai már hivatalosan is egy magasabb hitelminőség kategóriába kerültek, így országkockázat szempontjából az EU tagországok befektetői bázisának látókörébe került.

Az év a hazai pénz- és tőkepiacok szempontjából optimista hangulatban indult és zárult. A **részvények** iránti kereslet már 1999 végén fokozódott, a tőzsdeindex (BUX) dinamikusabban növekedett. Január végéig töretlenül emelkedtek az árfolyamok, általános eufória jellemezte a kereskedést. Február közepétől a BUX a 10.000 pontos határ felett tartózkodott kisebb szünetekkel, majd ezt követően végleg eltávolodott és egy hét leforgása alatt 9.000 pontig zuhant. Június elején talált magára újból az index, amikor is a gazdaság első negyedéves robusztus növekedéséről, majd az áprilisi szufficites fizetési mérlegről szóló közlemények napvilágot láttak. Azonban ez is átmenetinek bizonyult és december 1-jei éves minimumáig folyamatosan csökkent a tőzsdei barométer. A BUX 1999 év végi 8.819 pontos záró értékről 2000 decemberére 7.850 pontra csökkent, maximum értékét, 10.471 pontot, március 10-én érte el. A decemberi jelentős forgalomemelkedés hatására a tőzsde részvény szekciója 2000-ben megközelítette az előző éves kereskedési volument.

A részvénypiac év elejei fellendülése az **állampapír-piaci** kereslet emelkedésével párhuzamosan valósult meg. Az államkötvények piacán jelentkező töretlen külföldi érdeklődés eredményeként a hosszabb lejáratú papírok hozamai 2000 március 7-ig estek, elérve történelmi mélypontjukat. A március 8-án bejelentett és első alkalommal március 20-án aukcionált jegybanki értékpapír komoly bizonytalanságot okozott a piacon. A külföldiek kivártak, a hozamok pedig jelentősen emelkedtek. A jegybanki papír heti értékesítése kezdetben az állampapír hozamok lassú emelkedésével járt, ami egészen május végéig tartott. A külföldi befektetők részesedése áprilistól (585 milliárd) folyamatosan csökkent, majd május végén stabilizálódott (550 milliárd forint). Május folyamán jelentős eladásokat bonyolítottak a külföldiek, illetve áprilisban a lejáratú papíruk ellenértékét csak részben forgatták vissza az államkötvényekbe. A kedvező makrogazdasági adatoknak köszönhető optimista hangulat következtében májustól a másodpiacon újra jelentős kereslet mutatkozott az állampapírok iránt, így a külföldi kézbe került államkötvények állománya folyamatosan emelkedett és december végére 733 milliárd forintot ért el. Áprilistól jellemző változás, hogy vásárlásaik során a külföldiek - az aukciókhoz hasonlóan - a másodpiacot is aktívan igénybe vették. A **külföldi befektetők** 733 milliárd forintos (2,77 milliárd euró) értékű **részesedése az állampapír-piacon** a magyar állampapírok és hozamaik kedvező megítélését bizonyítja.

A háztartások nettó pénzügyi vagyonváltozása<sup>3</sup> 2000-ben 716,8 md forint volt, amely 7%-kal marad alatta az egy évvel korábbi értéknek. Míg a befektetési jegy és devizabetét állomány jelentősen visszaesett, addig a hitelintézeti betét és a hitelfelvétel dinamikusan növekedett. A háztartások nettó finanszírozási képessége (megtakarítás)<sup>4</sup> 674 md forint volt, ami így nominálisan 5%-kal alacsonyabb az 1999-es értéknél. A megtakarítások szerkezetét vizsgálva egészen az év utolsó napjáig látható a biztosítási és nyugdíjpénztári megtakarítások térnyerése. Az állampapírok és a hitelintézeti megtakarítások részaránya visszaesett az időszak folyamán, míg a befektetési alapokba áramló megtakarítások jelentős arányuk mellett csökkenő tendenciát mutattak. A készpénzben tartott megtakarítások január-februárban közel 90 milliárd forinttal csökkentek - ez azonos nagyságrendű az 1999 decemberében készpénzre váltott megtakarítással -, ami elsősorban hitelintézeti betétekbe és állampapírokba áramlott. Ez utóbbi jelenségben fontos szerepe volt a dátumváltás körüli bizonytalanság megszűntének.

A **devizában fennálló megtakarítások** forintban számítva az év folyamán 42,6 milliárd forinttal növekedtek, ami a deviza-befektetések első negyedévben tapasztalt kivonásának, majd ezt követő felépülésének a következménye volt. Ez abban mutatkozott meg hogy, a háztartások a leértékelési ütem április 1-ei csökkentése előtt devizát vettek ki, míg azt követően devizát helyeztek el betétként. A deviza megtakarítások értékét októberig növelte, majd lepassztotta a dollár árfolyammozgása. A **hitelintézeti forintbetétekbe** áramló megtakarítás 1999-hez képest 4%-kal emelkedett, hiszen a február-márciusi kevesebb betét nyitás és az április-májusi betétkivonás hatását ellensúlyozta a rendhagyó januári emelkedés. A közvetlen **állampapír megtakarítások mennyisége** 55%-a az 1999-es értéknek, aránya a megtakarításokon belül 10%-ra csökkent. A háztartások részvényvásárlásai március-április folyamán erősödtek meg, párhuzamosan a BUX index szárnyalásával, illetve októberben a jegybanki kamatemelést követően. A befektetési alapok 11%-kal több megtakarítást vonzottak, ennek köszönhető, hogy az összes megtakarítás 11%-át teszik ki, és állampapír befektetéseiken keresztül részben ellensúlyozták a háztartások közvetlen állampapír megtakarításainak 1999 azonos időszakához képest alacsonyabb szintjét. (1999 folyamán a tőzsdéről kiáramló lakossági megtakarítások jelentős része az állampapír befektetéseket gyarapította.) Külön figyelmet érdemel az életbiztosítások és a nyugdíjpénztári megtakarítások tartósan növekvő állománya, mely 1999 azonos időszakához képest közel 32%-os gyarapodást mutatott. Ez utóbbi folyamatnak komoly lendületet adott a kötelező magán-nyugdíjpénztáraknak a rendszerből adódó, dinamikus felhalmozása. Új fejlemény a személyi hitelállomány jelentős bővülése, mely kiváltképp a fogyasztási és lakásépítési hitelezési aktivitás fokozódásának köszönhető (utóbbi a második félévben indult meg a konstrukció részletes kidolgozását követően). A hitelállomány bővülése 205 milliárd forintot tett ki, amely közel kétszerese az 1999-es értéknek.

---

<sup>3</sup> 1998 folyamán az MNB megváltoztatta a háztartási megtakarítások nyilvántartásának módszertanát.

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

<sup>4</sup> Ezt a kategóriát az MNB a megtakarításokból számolja az árfolyamváltozásokból adódó átértékelődés és a volumenváltozások kiszűrésével.

## 2. Az állampapírok kibocsátása, értékesítése és forgalmazása

**2000-ben a költségvetés nettó finanszírozási igénye 449,1 milliárd forint** volt (0,9 milliárd forint privatizációs bevétel nélkül), amely a központi költségvetés 369,4 milliárd forintos hiányából, az elkülönített alapok -2,1 milliárd forintos finanszírozási szükségletéből, és a társadalombiztosítási alapok 81,8 milliárd forintos kincstári egységes számla igénybevétel növekedéséből adódott.

**2000 folyamán összesen 2665,9 milliárd forint összegű forintpiaci állampapír és kamatozó hitelállomány visszafizetésére került sor**, amelyből 1589,2 milliárd a diszkont kincstárjegyek, 434,7 milliárd az egyéb kamatozó típusú kincstárjegyek, 565,6 milliárd forint az államkötvények és 76,4 milliárd forint a hitelek törlesztését szolgálta. **A deviza adósságelemek törlesztése 342,2 milliárd forint értékben valósult meg.**

**Ugyanezen időszak alatt a forintpiaci bruttó kibocsátás összege 3335,7 milliárd forint volt**, amelynek nagyobbik része, 1600 milliárd forint diszkont kincstárjegyek, 433,7 milliárd forint a kamatozó típusú kincstárjegyek és 1002 milliárd forint államkötvények értékesítéséből állt. **A deviza kötvény kibocsátás és hitelfelvétel összege 255,1 milliárd forintot tett ki.**

### *Államkötvények kibocsátása*

**2000-ben 943,8 milliárd forint összegű Magyar Államkötvény értékesítésből 920,7 milliárd aukció útján valósult meg**, míg a fennmaradó érték a Magyar Államkincstár és az elsődleges forgalmazók fiókhálózatának a közvetítésével került forgalomba. A lakossági államkötvények (a két éves futamidejű Kincstári Takarékjegy és a Kincstári Takarékkötvény) eladására 58,4 milliárd forint értékben került sor ezen időszakban, így a **teljes államkötvény értékesítés 1002,2 milliárd forint volt**, ami 17%-kal haladja meg az 1999 azonos időszaki kötvény eladást. Ez az összeg a 2000 során értékesítésre került állampapírok 33%-ának felel meg.

2000-ben az alábbi kötvény sorozatok kerültek több alkalommal is értékesítésre (1.tábla). A kibocsátott kötvények zöme fix kamatozású volt. Az 5 éves, 6 hónapos diszkont kincstárjegy aukciók átlaghozamához kötött változó kamatozású államkötvény (2005/F) részaránya az év folyamán értékesítésre került államkötvények állományán belül 3 %-ot tett ki.

Jelenleg a nyilvánosan kibocsátott fix kamatozású magyar állampapírok között a leghosszabb lejáratú a 2011/A jelű kötvény 10 és fél éves kibocsátáskori futamidejével, mely augusztusban váltotta fel a 2009/B jelű kötvény-sorozatot. A kötvény december végére 43,7 milliárd forintra duzzadt piaci állománya év végére már elfogadható likviditást biztosít ahhoz, hogy a kötvénnyel szemben elvárt hozam megfelelő módon jelezze a forint állampapír hozamgörbe hosszabbik végét. Az előző sorozat, 2009/B 93,6 milliárd forintos nagyságot ért el.

1. tábla

Kötvény lejárat	Kötvény sorozat
2 éves fix kamatozású	2002/J, 2002/K, 2002/L
3 éves fix kamatozású	2003/J, 2003/K
5 éves fix kamatozású	2005/E
5 éves változó kamatozású	2005/F
10 éves fix kamatozású	2009/B, 2011/A

A kötvényaukciók során elfogadott összes mennyiségen belül a legrövidebb, két éves és a három éves papír aránya volt a legmagasabb 34%-34%-kal, ezt követte az öt éves 20%-kal, míg a 10 éves fix kamatozású papír 9%-os részesedést tudhatott magáénak. A kötvények iránti - az elfogadott mennyiséghez viszonyított - relatív kereslet, amit a fedezettségi mutató értéke jelez számunkra, a három és az öt éves fix kamatozású állampapír esetén volt a legmagasabb 2,54 illetve 2,56, mely papírok aukciói felváltva kéthetente kerülnek megrendezésre.

Az év során kibocsátott **államkötvények elsődleges értékesítésének befektetői szektoronkénti megoszlása** szempontjából továbbra is az elsődleges forgalmazók 90%-os részesedése volt a legnagyobb. Az értékpapír-forgalmazó cégek nagy arányú saját számlás vásárlásai egyrészt magából az elsődleges forgalmazói rendszerből adódnak, (hiszen az elsődleges forgalmazók számára előírt félévenkénti 3%-os vásárlási kötelezettség a feltétele a forgalmazói rendszerben való bennmaradásuknak), másrészt jelentős tőkeerejük következtében érdekük saját számlás vásárlások lebonyolítása az eredményes másodpiaci kereskedés érdekében. Ennek elemzése a másodpiacról szóló fejezetben található. Jelentősebb vételi megbízást február folyamán a hitelintézetek, áprilisban a külföldiek és júniusban az intézményi befektetők adtak.

A Kincstári Takarékkötvényből, mely a lakosság középtávú - államkötvény - befektetéseit kívánja továbbra is biztosítani, 2000-ben 8,9 milliárd forint értékben sikerült értékesíteni.

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

Az ÁKK az állampapírok másodpiaci likviditásának növelése érdekében alakította át az államkötvény kibocsátási rendet, ennek megfelelően kevesebb sorozat kibocsátását tervezi, az egyes sorozatokból pedig nagyobb mennyiségű állampapír forgalomba hozatalára törekszik. Így 2000-ben 8 új kötvény-sorozat került kibocsátásra. Az egyes sorozatok piacra dobott mennyisége 100-150 milliárd forint körül alakul (a 2005/E kötvény rendelkezett a legnagyobb - 172 milliárd forintos - állománnyal december végén).



A nagy lejáratok hatásának tompítása érdekében az ÁKK 1998. január 19. óta alkalmazza a visszavásárlási rendszert az államkötvények esetében. A visszavásárlási művelet a lejáratot megelőző 1-6. hónapban történik, az elsődleges forgalmazók részvételével. 2000-ben 42,84 milliárd forint értékű lejáratú államkötvény került visszavásárlásra.

Az államkötvények minden második héten csütörtökön kerülnek aukcionálásra, tehát az aukciós naptár a következőképpen fest. Egyik alkalommal, havonta, a két és öt éves fix kamatozású kötvény aukciója zajlik. Másik alkalommal, a havonta értékesített 3 éves fix kamatozású kötvénnyel párban az aktuális piaci körülményekhez igazítva az 5 éves változó kötvény, vagy a 10 éves fix kamatozású kötvény kerülhet értékesítésre.

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

**2000-ben 1600 milliárd forintnyi diszkont kincstárjegy került értékesítésre, ami nominálisan 16%-os emelkedést mutat 1999 azonos időszakához képest.** Így a diszkont kincstárjegyek 53%-os részesedést tudhatnak magukénak az állampapír értékesítésen belül. 2000 során a 3 hónapos papírok részaránya 26% volt, míg a 6 és a 12 hónapos diszkont kincstárjegyek aránya az összes diszkont kincstárjegy értékesítésből 37%-os volt.

A 3 hónapos diszkont kincstárjegyek 2000-ben lebonyolított 52 aukcióján hetente értékesítésre meghirdetett papírok névértéke jellemzően 10 milliárd forint volt. Az új kibocsátási rendszerben átalakult a 3 hónapos diszkont kincstárjegy szerepe, mivel egyrészt felértékelődött mint likviditáskezelési eszköz, másrészt az 5 milliárd forintos mennyiség megemelkedett, mert ez az összeg nem bizonyult kellőképpen jelentős kibocsátási volumennek. A felajánlott mennyiségek egy március és október közepi aukciót leszámítva teljes egészében értékesítésre is kerültek. A 6 és 12 hónapos papírok esetében az elfogadott ajánlatok összege a május utolsó hetében és augusztus közepén tartott alacsonyabb értékesítés kivételével 20-26 milliárd forint között mozgott az év folyamán. Az aukción értékesített mennyiségek a költségvetési hiány kedvező alakulása következtében az időszak második felében kis mértékben lefelé módosultak. Mivel a hiány forrását megteremtő kötvény aukciók egyenletesen terülnek szét az éven belül, ezért a kiadások és a bevételek összehangolását elsősorban a diszkont kincstárjegy aukciókon értékesítésre kerülő mennyiségek megfelelő alakítása biztosítja.

A diszkont kincstárjegy aukciókon a tizenkét hónapos papír iránt mutatkozott a legnagyobb 2,43-as értéket elérő relatív kereslet, mely fedezettségi mutató értéke 2000-ben magasabb a kötvények 2,41-es átlagos értékénél. A három és hat hónapos kincstárjegyek valamivel szerényebb, 2,2-es relatív keresletet vonzottak.

A diszkont kincstárjegyek domináns vásárlói az elsődleges forgalmazó cégek, illetve az intézményi befektetők voltak az év folyamán. A két befektetői kör együttes részaránya a 3 hónapos kincstárjegyek esetében 89% fölé emelkedett, a másik két futamidő esetében pedig 98% illetve 96%-os átlagos részesedést mutatott. A hitelintézeti szektor január-február folyamán a 12 hónapos kincstárjegy aukciókon eszközölt nagyobb tételű vásárlásokat, majd ezt követően a 3 hónapos papírok elsődleges forgalmában volt aktív. Az intézményi befektetők pedig kezdeti jelentős 3 hónapos kincstárjegy vásárlásaikat követően átnyergeltek a hosszabb, 6 és 12 hónapos aukciókon történő vásárlásra. A

vállalkozások májusban jelentős vásárlásokat hajtottak végre a hosszabb futamidejű kincstárjegyekből.

A diszkont kincstárjegyek új kibocsátási rendjével az egy időpontban piacon lévő sorozatok száma a korábbi 33-ról 20-ra csökkent (ebből 10 az eredetileg három hónapos, 3 a hat és 7 a tizenkét hónapos futamidejű). Az egyes sorozatok mérete 40-50 md forint helyett 80-100 md forintra növekedett, amely közelíti az államkötvényeknél megcélzott összeget. Ezzel párhuzamosan a három hónapos diszkont kincstárjegy súlya növekedett, hiszen az értékesített mennyiség emelése bővíti az eszközben rejlő likviditáskezelési lehetőségeket. A három hónapos diszkont kincstárjegy esetében nem kerül sor rábocsátásra, hetente új sorozat kerül forgalomba, kivéve minden negyedik aukciót, amikor egy már piacon levő 6, illetve 12 hónapos eredeti futamidejű papír újramegnyitása történik.

Május 23-án került sor az első diszkont kincstárjegy visszavásárlási aukcióra. A D000712 kincstárjegy visszavásárlásával létrehozott új adósságkezelési eszköz illeszkedett az 1998 óta működő államkötvény visszavásárlási aukciók rendszeréhez, melyek közös célja a nagy lejáratok kisimítása, azaz a lejáró adósság megújításának hatékonyabbá tétele. Május óta a kibocsátó havi gyakorisággal lebonyolított „fordított aukciók” keretében 67,3 milliárd forint értékben vásárolt vissza diszkont kincstárjegyeket eredeti lejáratuk előtt. Azonban ez az eszköz nem tudta betölteni feladatát, ezért 2001. folyamán az ÁKK megszüntette.

**A lakossági kincstárjegyek** 14%-ot képviseltek a teljes állampapír értékesítésben **2000-ben**. Az értékesített mennyiség 6%-kal haladja meg az 1999 azonos időszakában eladott állampapír állományt. Az értékesítés december-január folyamán tapasztalt növekedésének megtorpanásához vezetett többek között a megtakarítások terén jellemző év eleji szezonális, valamint az, hogy nagy mértékű csökkenés következett be ezen időszakban a lakossági papírok nominális kamatszintjében, amit a referenciául szolgáló diszkont kincstárjegyek hozamának december-február időszakban bekövetkezett több mint 4 százalékpontos zuhanása idézett elő. November-december folyamán a befektetők érdeklődése újból megélnéskült a lakossági állampapírok kamatának emelését követően. Így december végéig a Kamatozó Kincstárjegyből 174,4 milliárd forint, míg az egy éves Kincstári Takarékjegyből 308,8 milliárd forint került forgalomba 2000-ben.

### ***Kincstári fiókhálózat***

A fiókhálózat 2000 folyamán névértéken 148 milliárdot értékesített összesen az elsődleges piacon, így a bruttó forint állampapír értékesítés 4,9%-át a hálózat forgalmazta. A nettó forgalmazás -13,2 milliárd forintot tett ki 2000-ben. Habár a diszkont kincstárjegy eladások emelkedtek és a Kamatozó Kincstárjegy nettó értékesítésében is javulás következett be, ennek ellenére mindkét állampapír eladása alatta maradt a visszaváltásnak.<sup>5</sup> Az ügyfélállomány kis mértékű bővülést produkált 2000-ben, ami

---

<sup>5</sup> A diszkont kincstárjegyek esetében év végére esett egy 96 milliárd forint értékű lejárat.

elsősorban a megtakarítási hajlandóság időszakos csökkenésének, a fogyasztás előtérbe kerülésének volt köszönhető.

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

Az államkötvények esetében csökkent az aukciós koncentráció az első félévhez képest, a diszkont kincstárjegyeknél viszont nőtt. Mindkét esetben azonban az érték lényegesen alacsonyabb az 1999-ben kapott eredményeknél.

A második félévben még kevésbé voltak koncentráltak az államkötvény aukciók, mint az elsőben. Az érték a félév során már 8 százalék alá is lement, és csupán az utolsó aukció koncentráltabb eloszlása emelte ismét 8 fölé (8,04). Az első 5 forgalmazó az aukción eladott kötvények 51 százalékát vitte el.

Egy-egy aukción átlagosan 12-13 forgalmazó vásárolt, ezen belül a 2, 3 és 5 évesekén 13-14, a 10 éves kötvényekén 12-13, míg az 5 éves változó kamatozású kötvényekén mindössze 4. A leginkább a 2 és 3 éves kötvények aukciói voltak kiegyensúlyozottak (8,7 százalék), az 5 éves aukciók koncentráltsága kicsit, a 10 éveseké már egyértelműen magasabb (9,2 ill. 10,5 százalék), mint a 2-3 éves állampapíroké.

A diszkont kincstárjegyek aukcióinak koncentráltsága emelkedett a második félévben, de még mindig viszonylag alacsony, 8,93 százalék. Az első 5 forgalmazó az aukción eladott kincstárjegyek 55 százalékát vitte el.

A 3, 6 és 12 hónapos diszkont kincstárjegyek esetében közel azonos, kicsivel 9 százalék feletti koncentrációs értéket kaptunk. Egy-egy 6 és 12 hónapos aukción átlagosan 14 forgalmazó vásárolt, míg a 3 hónapos aukciókon átlagban 12 cégnek volt nyertes ajánlata.

### **3. Adósságállomány**

2000-ben a **központi költségvetés bruttó adóssága 342,3 milliárd forinttal**, az előző év december végéhez képest **5%-kal növekedett**. Ezen belül a központi költségvetés forint adóssága 369,4 milliárd forinttal haladta meg 1999 év végi szintjét, míg a deviza adósság állománya 27,1 milliárd forinttal csökkent.

#### ***A forintadósság változásának összetevői***

2000 folyamán összesen **468,9 milliárd forint volt a forint piacon kibocsátott állampapírok nettó értéke**, amelyből a diszkont kincstárjegyek 10,6 milliárdot, azaz a nettó kibocsátás 2%-át adták, az egyéb kamatozó típusú kincstárjegyek -1,1 milliárdot és az államkötvények 459,4 milliárd forintot, azaz 98%-ot tettek ki.<sup>6</sup>

1999 azonos időszakához képest a **kötvények nettó piaci kibocsátása 1%-kal emelkedett**, míg a diszkont kincstárjegyek esetében a nettó értékesítés részaránya 8%-ra

---

<sup>6</sup> A forint állampapír állományt 1,3 milliárd forinttal növelte a lejárt, de be nem váltott állampapírok állománya.

zsugorodott. 2000-ben a finanszírozási szükséglet - a decemberi kiugróan magas 181 milliárd forintos értéknek köszönhetően - 7%-kal haladta meg az 1999-es azonos időszak hiányát, így az államkötvény értékesítés **súlya tovább emelkedett a deficit finanszírozásában**. Ez a tendencia alátámasztja a kibocsátó azon törekvését, hogy emelje ezen eszközök arányát az adósság-állomány átlagos hátralévő futamidejének növelése érdekében. A kamatozó típusú kincstárjegyek nettó kibocsátása negatívvá vált, azaz az értékesítést meghaladta a visszaváltás. Ez a Kamatozó Kincstárjegy eladási statisztikájában mutatkozott meg és többek között szezonális hatások, valamint a nominális kamatok zuhanása miatt következett be.

A költségvetés MNB-vel szemben 73 milliárd forint értékben törlesztett hiteladósságot 2000-ben. Ezen túlmenően a jegybanknak teljesített visszafizetéseket tovább növelte a lejáró vagy előtörlesztésre kerülő állampapírok összege, amely 22,9 milliárd forintot tett ki.

Az **Útalap 21,2 milliárd forint összegű átvállalt hiteléből** 2000-ben 3,5 milliárd forint került visszafizetésre.

#### ***A deviza-adósság alakulása***

A devizaadósság kezelés területén 1999 óta **a Magyar Köztársaság nevében eljáró ÁKK devizakötvény kibocsátással közvetlenül von be külföldi forrásokat a nemzetközi tőkepiacról**, amely források a devizaadósság megújítását finanszírozzák.

2000-ben két alkalommal, egy kötvény-sorozatból valósult meg külföldi értékesítés.

- 2000. január 11-én és november 10-én az 1999. november 10-én kibocsátott, eredetileg 6 éves, változó kamatozású, euróban denominált kötvényből további 200 illetve 400 millió euró értékben került sor kibocsátásra, amely az MNB-vel szemben fennálló devizahitel törlesztését szolgálta. Így ezen kötvény összes állománya eléri az 1 milliárd eurót.

A 2000-ben végrehajtott **deviza állampapír kibocsátás** és a kötvények árfolyam átértékelődése **eredményeképp a deviza állampapír-adósság 2000-ben 129,4 milliárd forinttal** 735,7 milliárd forintra **emelkedett**. A 2000-ben kibocsátott deviza állampapír mennyiséget meghaladta a lejáró devizaadósság, tehát a törlesztésre részben forint források kerültek felhasználásra. Az USD kötvény 57,7 milliárd forint összegű törlesztését lejáratkor az MNB-nél elhelyezett devizabetét finanszírozta.

2000-ben az **MNB-vel szemben fennálló deviza hiteladósság** a swapokat is beleértve, egyrészt az előtörlesztések, másrészt a forintleértékelés és a keresztárfolyam-változások eredőjeként **(164,4 milliárd forinttal) 1404 milliárd forintra** csökkent. Az év során ezen adósság hitelelemének teljes, illetve részleges törlesztése valósult meg 204,6 milliárd forint összegben. A hitelelemek megújítását szolgáló forrásbevonások más kategóriában, külföldi deviza-állampapírként kerültek elszámolásra.

**A központi költségvetés közvetlen devizahitel adósságát** főként a nemzetközi pénzügyi szervezetektől felvett hitelek állománya alkotja, ami 2000-ben **7,9 milliárd forinttal növekedett**. Törvényi felhatalmazás alapján a 2000-ben átvállalt MÁV hitel lehívásával 36,4 milliárd forint összegben növekedett az államadósság. Áprilisban 22,3 milliárd forint értékű Világbankkal szemben fennálló hitel rendkívüli előtörlesztésére került sor, amit a hitelek kedvezőtlen, a piacinál magasabb kamatozása, illetve kezelhetetlen árfolyamkockázata indokolt. Júniusban 3,6 milliárd forint kedvezményes hitel felvételére került sor az árvíz okozta károk helyreállítása céljából az Európa Tanács Társadalomfejlesztési Alapjától. Szeptemberben rendkívüli, 33,5 milliárd forint értékű közvetlen devizahitel előtörlesztés valósult meg, melynek egy része - 18,9 milliárd forint értékben - kedvezőbb kamat és költség feltételekkel került megújításra. A fennmaradó növekedés az év során végrehajtott egyéb törlesztésekből, hitelfelvételekből (mindkét tétel napi tranzakciós árfolyamon számítva) és 2000. évi árfolyam-leértékelési veszteség és keresztárfolyam változások együttes hatásából adódott.

#### **4. Másodpiaci folyamatok**

Az elsődleges forgalmazók által szolgáltatott adatok szerint a kör tagjai **21.000 Mrd forintos (napi 84 Mrd Ft-os) másodpiaci forgalmat bonyolítottak 2000-ben**. Ez nagyjából megegyezik az egy évvel korábbi értékkel. Az első két-három hónap magas forgalma után csökkenés, majd stagnálás volt tapasztalható.

Az összforgalom **73 százalékát az államkötvények** tették ki, ami minimális, egy százalékpontos csökkenés 1999-hez képest. 69 százalékot ért el azon állampapírok aránya az összes forgalmon belül, amelyekre az elsődleges forgalmazóknak kötelezően árat kell jegyezniük (tehát, amelyek 1996. január elseje után lettek kibocsátva, és hátralévő futamidejük meghaladja a 3 hónapot).

Az elsődleges forgalmazók másodpiaci üzleteinek (árfolyamértéken) **40 százalékában hitelintézet** volt a partner, tovább folytatódik ezen szektor részesedésének csökkenése (a megelőző évben még 49 százalék volt), de még mindig messze ez a legmagasabb. A második legfőbb partnernek az intézményi befektetők számítanak 20 százalékkal. A külföldi befektetőkkel kötött ügyletek aránya az elsődleges forgalmazók másodpiaci tevékenységén belül 7,9 százalékot ért el.

Az elsődleges forgalmazók **üzletkötéseinek átlagos nagysága** (háztartásokkal bonyolított ügyleteket nem számítva) **206 millió Ft** volt 2000-ben. Ez 7 millió Ft-tal kevesebb, mint 1999-ben. A legnagyobbak továbbra is a külföldi befektetőkkel és a hitelintézetekkel kötött ügyletek voltak, átlagosan 436 ill. 351 millió forinttal.

A KELER statisztikák alapján a **KELER OTC elszámolás keretében bonyolódó állampapír forgalom 8.941 Mrd forint** volt 2000-ben, 500 milliárddal több, mint a megelőző évben. A forgalom 79 százaléka államkötvényekben bonyolódott.

**A tőzsdei állampapír forgalom 1.575 Mrd forint** volt (duplikáltan), ami kevesebb, mint ötöde az 1999-es értéknek. A teljes tőzsdei állampapír forgalom 81 százalékát az

államkötvények tették ki. A Budapesti Értéktőzsde forgalmából 19 százalékban részesültek az állampapírok.

2000 folyamán egyértelművé vált, hogy a nagybani állampapír forgalmazók egyértelműen előnyben részesítik a tőzsdei kereskedéssel szemben a KELER OTC piacát. Mivel az utóbbi jórészt telefonon, a két üzletfél között bonyolódik, ezért biztosítani tudja a nagy volumenű üzetek lebonyolításának a titkosságát. Hasonló szempontok miatt a bankközi (interdealer) brókerek tevékenysége is fellendülőben van: koncentrálják az értékpapírok eladására és vételére vonatkozó ajánlatokat, és a piaci szereplők számára a pillanatnyi hozamokról és árfolyamokról megbízható információt nyújtanak. A tőzsdei kereskedés ezzel szemben minden potenciális fél számára a kötet követően azonnali információt nyújt, ami kiismerhetővé teszi a befektetési stratégiájukat, azaz kockázatosabbá teheti a saját számlás ügyletek nyereségességét. A likviditás és az információ-feltárás egymás terhére történő érvényesülése jelentős oka a tőzsdei kereskedés háttérbe szorulásának.

### *Változások az Elsődleges Forgalmazói rendszerben*

2000. januártól bővült az elsődleges forgalmazói kör. Új belépők a Deutsche Bank Rt. és a Kereskedelmi és Hitelbank Rt., amely cégek 2000. június 30-ig elsődleges forgalmazó jelöltként voltak tagjai a körnek. Két elsődleges forgalmazó, a Postabank Értékpapír Rt. és a Citibank Befektetési és Értékpapír Rt. esetében az anyabankok, a Postabank és Takarékpénztár Rt. és a Citibank Rt. januárban jogutód belépőként átvették a forgalmazói státuszt. Szintén örömdetes fejlemény, hogy egyre több elsődleges forgalmazó kíván közvetlenül a lakosság részére állampapírokat értékesíteni, amihez a lakossági állampapírok forgalmazásáról szóló kiegészítő szerződés megkötése szükséges. Ennek megfelelően a Takarékn Bróker Rt. kiszélesítve további tevékenységi körét 2000. január elsejétől lakossági papírokat is forgalmaz, az új belépő Kereskedelmi Hitelbank Rt. pedig csatlakozásának időpontjától vesz részt a lakossági állampapír-piacon. 2000. április 21-i hatállyal a BNP-Dresdner Bank Rt. jogutód belépőként átvette a BNP-Dresdner (Hungária) Értékpapír Rt. forgalmazói státuszát, amit a felek augusztus elsejei hatállyal a forgalmazói szerződés közös megegyezéssel történő felbontásával megszüntettek. Az ÁB Monéta Értékpapír Rt. nevét szeptember elsejétől AEGON Magyarország Értékpapír Rt.-re változtatta. 2001. január 1-jétől két forgalmazó, az IE-New York Bróker Befektetési Rt. és az MKB Értékpapír és Befektetési Rt. távozott az Elsődleges Forgalmazói körből, így 2001-ben 13 forgalmazó jogosult részt venni az állampapír aukciókon.

### *Az állampapírok hozamainak alakulása*

Az év folyamán öt, markánsan elkülönülő periódust különböztethetünk meg. Az első periódus 2000 márciusáig tartott, amelynek során a **költségvetés hiányának csökkenő kamatok** - a befektetők szempontjából csökkenő hozamok - **melletti finanszírozása volt jellemző**. Januárban az állampapír-piacon tapasztalható optimista hangulat jól tükrözte a makrogazdasági szempontból nehezen induló, de végül kedvezőre forduló 1999-es év eredményeit. A magyar pénz- és tőkepiacon a dátumváltással kapcsolatos aggodalmak még a múlt év végén elpárologtak, így az október közepe óta tartó hozamesés töretlen

bizalomról árulkodott, akárcsak a tőzsdei árfolyamok szárnyalása. A jelentős tőkebeáramlás miatti konverzió és a hozamok zuhanása következtében a jegybank január 3-án 50 bp-tal, majd ezt követően január 19-én 150 bp-tal csökkentette overnight és két hetes kamatait. A forint kötvények iránt ugrásszerűen megnövekedett külföldi kereslet hatására bekövetkező hozamcsökkenés sem mérsékelte a nem-rezidensek állampapír vásárlási kedvét. A kedvező befektetői megítélés nemcsak a forint erősödésében, az állampapír hozamok általános csökkenésében jelentkezett, hanem Magyarország hitelminősítésének javulásában is<sup>7</sup>. A jelentős tőkebeáramlás miatti konverzió és a hozamok zuhanása februárban is jellemző volt, ezért a jegybank február 16-án további 50 bp-tal csökkentette overnight és két hetes kamatait. A külföldi befektetők a forint átmeneti (spekulációs) gyengülését kihasználva még több állampapírt vásároltak, így **március 7-re** a másodpiaci állampapír hozamok mindenkori legalacsonyabb szintjüket érték el.

Második szakasz: a külföldi befektetők körében a jegybanki papír első aukciójáig (március 20-ig) bizonytalanság uralkodott a hozamok várható alakulása tekintetében, amit a forint sávon belüli enyhe gyengülése is jelzett. Az éven belüli hozamokat ezt követően a jegybank értékpapírja heti rendszerességű eladásával alakította. Az április eleji **hozamemelkedés** kiváltó okai a kedvezőtlen februári fizetési mérleg adatok nyilvánosságra hozatala, valamint a jegybankelnök távozásával kapcsolatban felröppent hírek voltak. Egészen **május utolsó hetéig** felfele kúsztak az állampapír hozamok, mikor is a jegybank nem fogadott el vételi ajánlatot a 3 hónapos értékpapírjára.

Harmadik szakasz: június első hetében napvilágot látott - az első negyedéves növekedésre és az áprilisi fizetési mérlegre vonatkozó - makrogazdasági számok igen kedvezőek voltak, ami a hozamok csökkenésében is megmutatkozott. Egészen augusztus közepéig jellemző maradt a **hozamcsökkenési tendencia**. Az állampapír aukciókat élénk kereslet és csökkenő hozamszint jellemezte, ami további hozamcsökkenési várakozásokról árulkodott. **Augusztus 7-én**, a jegybank 25 bp-tos overnight és két hetes kamatainak a csökkentését megelőző napon eddigi legalacsonyabb átlaghozam alakult ki a jegybanki értékpapír aukcióján.

Negyedik szakasz: ekkor az állampapír hozamok alakulását elsősorban az inflációval kapcsolatos félelmek befolyásolták változást. A júliusi inflációs adatok augusztus 11-i nyilvánosságra hozatala okozott, ekkor egy nap alatt 12-36 bp-tal **emelkedtek a hozamok**. A hozammozgások megfordulását a következő heti diszkont kincstárjegy aukciók eredménye is tükrözte. A rövid (kincstárjegy) és a hosszú (kötvény) állampapírhozamok szeptember végi jelentős emelkedése október elején megtorpant, sőt a hosszabb futamidejű kötvények esetében kis mértékű csökkenés is bekövetkezett. A döntő változást a szeptemberi inflációs adatok október 11-i nyilvánosságra hozatala indukálta. A vártnál kedvezőtlenebb számok publikálását követően - ugyanaznap - délután - a jegybank 100 bp-tal megemelte irányadó, overnight és két hetes kamatait. Habár a hozamok azonnali emelkedése nem érte el a 100 bp-t, a gázáremelés mértékének ezt követő bejelentése is hozzájárult, hogy október 18-ra egy hét alatt 130-180 bázispontos hozamemelkedés

---

<sup>7</sup> A S&P hitelminősítő ügynökség 2000. február 2-án BBB+ -ra javította Magyarország hosszú távú deviza tartozásainak a besorolását.

következett be. A másnapi kötvény aukción kialakult hozamok azonban az előző napok várakozásainak megfordulását tükrözték, ami a hozamszint hónap végéig tartó süllyedését eredményezte. 2000 novemberében az állampapír hozamok alakulását az inflációval kapcsolatos várakozások, Magyarország hitelminősítésének a javulása, valamint az EU és az OECD Magyarországot elemző jelentései befolyásolták. **November 14-ig**, a vártnál kedvezőtlenebb októberi inflációs adat nyilvánosságra hozataláig folyamatosan emelkedtek a hozamok, amihez a hónap elején közzétett kedvezőtlen szeptemberi fizetési mérleg adatok is hozzájárultak.

Ötödik szakasz: a döntő változást Magyarország hitelminősítésének a javítása okozta, amit a Moody's az inflációs adatok nyilvánosságra hozatalának napján jelentett be. Másnap a másodpiaci **referenciahozamok csökkentek**, a három és öt éves kötvény esetében ez megközelítette a 30 bp-ot. Az EU és OECD ország jelentéseit és az IBCA kedvezőbb hitelminősítését is alapvetően pozitívan fogadta a piac, ami elősegítette az előző napok várakozásainak érvényre jutását. Ennek köszönhetően december folyamán az állampapír hozamok már folyamatosan estek, hiszen az előző hónappal szemben az inflációs várakozások mérséklődésének lehettünk tanúi. Magyarország hitelminősítésének a javulása (Fitch IBCA, S&P) is a kedvező piaci hangulatot erősítette.

### *A Magyar Állampapír indexek alakulása*

#### **2000-ben bővült az állampapír-piaci árfolyamok alakulását tükröző indexek száma.**

Az egy évnél rövidebb futamidejű állampapírok önálló indexe (**RMAX**), és a teljes piacot lefedő **MAX Composite** index tavalyi megjelenését követően bevezetésre került a négy különböző futamidejű referenciakötvényből képezhető portfóliók értékét tükröző **BMX indexcsalád**.

Az állampapírpiaci hozamok alakulását döntően befolyásoló külföldi befektetők vásárlási kedvét azonban továbbra is az éven túli lejáráttal rendelkező államkötvények árfolyammozgását követő MAX index mutatja legpontosabban. A hozamok 2000-es alakulása a hosszabb (államkötvények) lejáratokon éreztette hatását. A MAX index átértékelődése egy éves távlatban - ami már közelebb van az intézményi befektetők tervezési horizontjához - március elejéig töretlen emelkedést, ezt követően április folyamán csökkenéssel tarkított stagnálást, május közepétől újra emelkedést, majd augusztus közepétől esést mutat. A márciusi töréspont legfontosabb oka a 3 hónapos jegybanki értékpapír bejelentése és bevezetése volt, míg augusztusban az inflációs adat nyilvánosságra hozatala változtatta meg a befektetők hangulatát.

A MAX index **2000 március 23-i 22,98%-os** értéke (amely éves hozam az egy évvel korábbi MAX indexnek megfelelő állampapír portfólióba történő befektetéssel elérhető értéknövekedést mutatja) volt a legmagasabb a vizsgált időszak során, míg december 18-án 10,39%-os éves **nyereséget jelzett**, ami a legalacsonyabb volt. A jelentős ingadozás oka, hogy 1999 márciusában a koszovói háborúról érkező hírek hatására jelentősen emelkedtek az állampapír (elsősorban a legérzékenyebb hosszabb futamidejű kötvény) hozamok, így ekkor igen kedvező áron lehetett állampapírokat vásárolni, illetve 2000. február-márciusában az állampapír hozamok rendkívül alacsony szintre süllyedtek. A második félévben jellemző esés pedig az államkötvény hozamok 2000. évi - az 1999-es



csökkenéssel ellentétes - emelkedésének tudható be, amihez az októberi kamatemelés is hozzájárult.

Az éven belüli futamidejű állampapírok árfolyam-alakulását tükröző RMAX index éves hozama kisebb ingadozásokat mutat, mint a MAX indexé, ami az éven túli hozamok jelentősebb árfolyam befolyásoló szerepéből, ezáltal nagyobb változékonyságából fakad. A rövid hozamok március-májusi átmeneti emelkedése és stagnálása miatt (ez a fix kamatozású papírok esetén árfolyam csökkentő hatású) az RMAX portfólió egészen október végéig alacsonyabb megtérülést hozott. A legmagasabb hozamot február 28-án 17,15%-kal, a legalacsonyabbat az időszak végén 11,38%-kal produkálta. A rövid hozamok alapvetően csökkentek az év folyamán tükrözve a negatív lejtésű állampapír hozamgörbe kedvező makrogazdasági várakozásait.

Az új **BMX indexek fajtáit** igen könnyen megjegyezhetjük, hiszen az egyes indexek megfelelnek a jelenleg is forgalomban lévő referencia államkötvények<sup>8</sup> futamidőinek, így hivatalos nevüknek megfelelően megkülönböztetünk:

**2 Éves Referencia Államkötvény Index-et,**  
**3 Éves Referencia Államkötvény Index-et,**  
**5 Éves Referencia Államkötvény Index-et,**  
**10 Éves Referencia Államkötvény Index-et.**

A MAX indexek átfogó jellegüknél fogva különösen a széles spektrumú állampapír portfólióval rendelkező, illetve az állampapírpiacról globális képet igénylő befektetők számára szolgálnak hasznos mutatóként. Nem hagyható figyelmen kívül azonban, hogy a 10 éves futamidejű kötvény megjelenésével MAX index kosarában szereplő államkötvények futamidejének tartománya 10 évre bővült. A számottevően különböző futamidőkhöz tartozó hozamok pedig természetesen eltérően alakultak és alakulhatnak a jövőben is. Ez indokolja egyes kiemelt futamidőkhöz tartozó hozamok és teljesítmények futamidőnként differenciált nyomon követését, illetve mérését.

A MAX indexhez jól illeszkedő BMX referencia államkötvény indexek a MAX index portfóliójának magjaként értelmezhetők, kiemelt futamidőkhöz (2, 3, 5 és 10 év) tartozó, ún. referencia (benchmark) államkötvények teljesítményét hivatottak mérni.

Amennyiben valamely befektető a kiemelt futamidők alapján fektetette be pénzét, akkor az elmúlt egy évben az öt éves papír hozta számára a legnagyobb megtérülést 13,5%-os éves hozamot év végén (az abszolút maximum értéket az öt éves kötvény érte el március 27-én 32%-kal). A három éves futamidőt előnyben részesítő befektetők 10,5%-os megtérülést könyvelhettek el (november közepén volt az abszolút minimum érték 7,5%-kal, ami a tíz éves kötvényhez kapcsolódott).

---

<sup>8</sup> **Referencia államkötvények:** Az adott időpontban kibocsátás alatt álló fix kamatozású államkötvény sorozatok. Az államkötvény addig minősül referencia államkötvénynek, amíg az államkötvény eredeti futamidejével megegyező futamidejű államkötvény sorozat kibocsátására sor nem kerül. A fordulónap az új államkötvény sorozat kibocsátását megelőző második munkanap (T-2).

A fenti számok jól mutatják, hogy a hozamok ingadozása a futamidő növekedésével közel arányosan emelkedik, ami pedig a hosszútávon hozamcsökkenési várakozásokat tükröző (negatív lejtésű) hozamgörbe sajátja. Tehát különösen a hosszabb öt, tíz éves befektetési horizonttal rendelkező állampapír vásárlóknak kell megfontolniuk, hogy mikor értékesítik meglévő papírjaikat, hiszen hetente akár százalékpontokban mérhető a különbség.