



ÁLLAMI
SZÁMVEVŐSZÉK

ELEMZÉSE

2016. október

ELEMZÉS



„Akármiképp csűrjük, csavarjuk,
Szép, aki gazdálkodni tud;
Ilyennek aztán az adósság
Nem köt nyakába háborút.”

Petőfi Sándor

**Az államháztartás adósságkezelő
rendszerének működése, az
Államadósság Kezelő Központ Zrt.
szerepe, teljesítménye**



ÁLLAMI
SZÁMVEVŐSZÉK

ELEMZÉSE

„Akármiképp csűrjük, csavarjuk,
Szép, aki gazdálkodni tud;
Ilyennek aztán az adósság
Nem köt nyakába háborút.”

Petőfi Sándor

ELEMZÉS



ENGEDÉLYEZŐ:

Domokos László
Domokos László elnök

**Az államháztartás adósságkezelő
rendszerének működése, az
Államadósság Kezelő Központ Zrt.
szerepe, teljesítménye**

Szerkesztő:

GELENCSÉR ZSOLT egyedi ügyek gazdája

Az elemzés elkészítését felügyelte:

DR. PULAY GYULA ZOLTÁN felügyeleti vezető

Készítették:

PRÁVITZNÉ PEJKÓ NOÉMI számvevő tanácsos

TÓTPÁL SZABOLCS számvevő

VASS ÁDÁM számvevő asszisztens

Kiadja az Állami Számvevőszék

Az Elemzés
az interneten
a www.asz.hu
oldalon
olvasható.

TARTALOM

▶	TARTALOM	3
▶	VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ	4
▶	BEVEZETÉS	6
▶	AZ ÁLLAMADÓSSÁGKEZELÉS JOGSZABÁLYI HÁTTERE, FOLYAMATA, CÉLJAI	7
	Az államadósság-kezelés fogalma, jogszabályi háttere, stratégiai céljai	7
	Az államadósság-kezelés folyamata	7
	Az államadósság-kezelési stratégiában meghatározott számszerű célkitűzések.....	8
	Az adósságkezelési stratégia egyéb (nem számszerűsített) célkitűzései	11
▶	AZ ÁKK ZRT. ADÓSSÁGKEZELÉSI TEVÉKENYSÉGÉNEK ÉRTÉKELÉSE, AZ ADÓSSÁGKEZELÉS KÖLTSÉGEINEK BEMUTATÁSA	13
	A célkitűzések elérése	13
	Az államadósság-kezelési stratégiában meghatározott célok, teljesítmény-mutatók hozzájárulása az államadósság-mutató csökkenéséhez	16
	Az MNB „önfinanszírozási” programjának hatása az államadósság finanszírozásának biztonságára és költségeire	18
	Az ÁKK Zrt. intézkedései a finanszírozás költségeinek leszorítása érdekében	20
▶	NEMZETKÖZI KITEKINTÉS, AZ ADÓSSÁGKEZELÉS KÖLTSÉG-KOCKÁZAT SZEMPONTÚ ÖSSZEHASONLÍTÁSA	22
	A nemzetközi összehasonlítás eredményeinek bemutatása	22
	Kamatköltségek alakulása a pénzügyi válságot megelőzően	26
	A költség-kockázat elemzés alapján azonosított csoportok bemutatása	28
	A költség-kockázat összefüggése két az átlagosnál alacsonyabb ország-kockázatú ország esetében.....	29
	A költségek és a kockázat összefüggése két, az átlagosnál magasabb ország-kockázatú ország esetében.....	30
▶	IRODALOMJEGYZÉK	32
▶	1. SZ. MELLÉKLET : AZ ADÓSSÁGMUTATÓ, VALAMINT A FAJLAGOS KAMATKÖLTSÉG ALAKULÁSA (2011-2014)	34
▶	1. SZ. FÜGGELÉK A NEMZETKÖZI KITEKINTÉS FEJEZET ELEMZÉSI MÓDSZERTANA	35
▶	2. SZ. FÜGGELÉK: FOGALOMTÁR	36

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Az Állami Számvevőszék tevékenysége során kiemelt figyelmet szentel az Alaptörvényben meghatározott államadósság-szabály érvényesülését közvetlenül befolyásoló tevékenységek, szervezetek ellenőrzésére. Ezzel összhangban az ÁSZ 2012-ben és a közelmúltban is ellenőrizte az államadósság kezelésének eredményességét. A jelen elemzés ezen ellenőrzések konkrét megállapításait egészíti ki az adósságkezelés 2012 és 2015 közötti folyamatának és eredményeinek bemutatásával, nemzetközi összehasonlításával.

Az Áht. szerint az államháztartásért felelős miniszter gondoskodik a központi költségvetés hiányának finanszírozásáról és a költségvetés központi alrendszere adósságának kezeléséről. A miniszter e feladatokat a Stabilitási törvény értelmében az ÁKK Zrt. útján látja el.

Az ÁKK Zrt. fő tevékenysége az adósságkezelés során a korábban keletkezett adósság megújítása, törlesztése, illetve az újonnan keletkező adósság finanszírozása. E mellett a Stabilitási törvény az ÁKK Zrt. számára további feladatokat határoz meg, többek között a központi költségvetés fizetőképességének fenntartását, valamint az állam átmenetileg szabad pénzeszközeinek kezelését.

A Stabilitási törvény előírja az adósságfinanszírozási stratégia elkészítésének kötelezettségét. Az államháztartásért felelős miniszter által jóváhagyott államadósság-kezelési stratégia szerint az „ÁKK feladata, hogy a központi költségvetés finanszírozási szükségletét hosszú távon minimális költséggel, elfogadható kockázatok vállalása mellett egységes szemléletben finanszírozza”. Az államadósság-finanszírozási stratégia kialakítása során az ÁKK Zrt. teljesítménymutatókat és ezekhez tartozó benchmarkértékeket határoz meg az adósság összetételének egyes paramétereire. A teljesítménymutatókat az államháztartásért felelős miniszter évente hagyja jóvá az államadósság-kezelési stratégia keretében.

E helyzetből kiindulva az elemzés bemutatja, hogy

- az államadósság-kezelési stratégiában rögzített célkitűzések milyen módon kezelték az államadóssággal összefüggő kockázatokat;
- a célkitűzéseket miként sikerült elérni;
- a célkitűzések megvalósítása miként járult hozzá az államadósság-mutató csökkenéséhez;
- a kockázatok megfelelő szinten tartása mellett hogyan alakultak az adósságkezelés költségei.

Az elemzés alátámasztja, hogy a miniszter által a 2012-2015. években megfogalmazott hat mennyiségi cél (teljesítménymutató), valamint az egyéb, nem számszerűsített célkitűzések jól szolgálták az adóssággal kapcsolatos kockázatok kezelését.

Az elemzett időszakban a hat mutató közül három módosult. A bruttó devizaadósság részarányára vonatkozó célkitűzés több lépcsőben változott, mindig a devizaadósság

részaránya csökkentésének irányában. A KESZ állomány minimális és optimális értékének kétszeri megemelését több tényező is indokolta. A forintadósság durációja értékének megemelésére az elemzett időszak végén, 2015-ben került sor. A teljesítménymutatók célértékeit az ÁKK Zrt. minden évben elérte. Ennek következtében lényegesen csökkent az államadósság deviza-részaránya, ami által a devizakitettség, és így az árfolyamkockázat is számottevően mérséklődött. E kedvező változáshoz hozzájárult az MNB önfinanszírozási programja is.

Az adósság összetétele változásának a másik kedvező eleme az, hogy a külföldi finanszírozók egy része belföldre cserélődött, ami csökkenti a finanszírozási kockázatokat.

További eredmény, hogy a KESZ minimális állománya, és ezáltal az állam likviditása az elemzett időszakban biztosított volt. A KESZ állománya az időszak vége felé az optimális mértéket többnyire meghaladta. A KESZ átmeneti magas szintjét részben az magyarázza, hogy a külföldi devizában lejáró adósság forint adósságra konvertálásához szükséges forintfedezetet a KESZ állományában fel kellett halmozni.

A stratégia megvalósítását akkor tekinthetjük sikeresnek, ha a kockázatok – bemutatott – mérséklődése a költségek hosszú távú minimalizálására való törekvéssel párosult. Az ÁKK Zrt. költségekkel szembeni követelményrendszert nem dolgozott ki. Ezért nemzetközi összehasonlításban vizsgáltuk meg, hogy a magyar adósságfinanszírozás költségei magasnak tekinthetőek-e. Az EUROSTAT adatai alapján végzett összehasonlítás azt mutatja, hogy a magyar adósságkezelés – az egységnyi bruttó államadósságra jutó bruttó kamatköltséggel mérve – a legköltségesebb volt az Európai Unió országai között 2013 és 2015 között, annak ellenére is, hogy az adott időszakban a magyar adósságszolgálati költségek is jelentősen csökkentek.

Ennek okait keresve azt elemeztük, hogy a magas fajlagos adósságkezelési költség mennyire magyarázható Magyarország magas adósságkockázatával. Az EU tagországaira kiterjedő összehasonlításban az ország-kockázatot a CDS-felárral, az adósságkezelés fajlagos költségét a bruttó kamatköltség/bruttó államadósság mutatóval mértük.

A 2014. évi adatokkal elvégzett elemzésünk eredményeként azt kaptuk, hogy a CDS-felár, és az egységnyi adósságra eső átlagos költség kapcsolata erős sztochasztikus összefüggést mutat, de nem tudja megmagyarázni minden tekintetben a kamatszintek különbözőségeit. Így csak részben magyarázza a magas magyar fajlagos adósságkezelési költséget.

Ezért az elemzés további részében arra kerestük a választ, hogy milyen további tényezők lehetnek hatással az adósságkezelés fajlagos költségeire. Ennek érdekében megvizsgáltuk, hogy két alacsony ország-kockázatú ország: Dánia és Svédország, valamint két magas ország-kockázatú ország: Magyarország és Bulgária esetében milyen tényezők magyarázzák a markánsan különböző fajlagos adósságkeze-

lési költséget. Az idősoros elemzés azt mutatja, hogy Svédország és Bulgária jobban ki tudta használni a kamatok globális mérséklődését, mint Dánia és Magyarország. Az adósságszerkezet összehasonlítása alapján arra a következtetésre jutottunk, hogy ebben – több egyéb tényező mellett – közrejátszhatott az, hogy az elemzett időszakban Svédország és Bulgária inkább költségminimalizáló, Dánia és Magyarország pedig inkább kockázatminimalizáló adósságkezelési stratégiát folytatott. A magyar adatok relatív javulása ugyanakkor arra utal, hogy az összefüggés a kockázatminimalizálás és a magasabb költségek között nem statikus, azaz az adósságállomány kevésbé kockázatos összetétele egyes vonatkozásokban a költségek csökkentését is eredményezheti. A kockázatok és a költségek közötti összefüggések mélyebb feltárása tehát hozzájárul az adósságkezelési stratégia céljának (elfogadható kockázat, hosszú távon minimális költséggel) teljesebb körű eléréséhez.

BEVEZETÉS

Az ÁSZ törvényi felhatalmazása alapján feladatköréhez kapcsolódóan elemzéseket készít. Elemzési témakörök kiválasztása során kiemelt figyelmet szentel azoknak a tényezőknek, amelyek az államadósság-szabály teljesülése szempontjából kockázatot jelenthetnek. Ennek megfelelően az elemzés arra a kérdésre keresi a választ, hogy az ÁKK Zrt. tevékenysége miként és mennyiben segítette elő az államadósság biztonságos és költséghatékony finanszírozását.

Az Állami Számvevőszék 2012-ben tette közzé „Az államháztartás központi alrendszerének adóssága és éven túli kötelezettségvállalásának ellenőrzéséről” készült jelentését a 2006 és 2011 közötti időszakról és jelenleg fejezte be ellenőrzését a 2012-2014 közötti időszakra vonatkozóan. Az elemzés célja az államháztartás adósságkezelő rendszere működésének sokoldalú bemutatása, azáltal, hogy az ellenőrzés során tett megállapításokat az elemzés révén nyerhető összefüggések ismertetésével egészíti ki. E sorba illeszkedik a csatolt elemzés is, amely az ellenőrzések konkrét megállapításait egészíti ki az adósságkezelés 2012 és 2015 közötti folyamatának és eredményeinek bemutatásával, nemzetközi összehasonlításával. Az elemzés egyrészt az államadósság-kezelési stratégiában meghatározott teljesítménymutatók elérését, illetve ennek az államadósság mértékére és összetételére gyakorolt hatását értékeli, másrészt az adósságkezelés költségeire gyakorolt hatását mutatja be.

A nemzetközi kitekintés részben az adósságkezelés költségeit elemezzük uniós összehasonlításban, majd három saját nemzeti valutával rendelkező ország adósságkezelési stratégiáját vetjük össze a hazai gyakorlattal.

A statisztikai elemzés az adósságkezelési stratégiában meghatározott célok teljesülésének az államadósság és az adósságügyi kiadások alakulására gyakorolt hatását tárja fel. A nemzetközi összehasonlítás arra keresi a választ, hogy az államadósság kezelésének eredményességét más (szintén saját nemzeti valutával rendelkező) országokban milyen stratégiák alkalmazásával próbálják elősegíteni, és ezek használata mennyire tekinthető eredményesnek. Az elemzés az ellenőrzés során tett megállapításokat annak révén is kiegészíti, hogy az elemzés az ellenőrzésnél hosszabb időszakot fed le. Az elemzés a 2012-2015 közötti időszak összefüggéseit mutatja be, de esetenként hosszabb időszak alapján rajzol fel meghatározó tendenciákat.

Az elemzés eredményeként átfogó képet kaphatunk arról, hogy az adósságkezelés során alkalmazott teljesítménymutatók teljesítése mennyiben járul hozzá az adósságkezelés eredményességéhez. Ennek, valamint a nemzetközi tapasztalatok megismerése alapján az elemzés kérdéseket fogalmaz majd meg arra vonatkozóan, hogy az elemzési időszakban alkalmazott teljesítménymutatók elégségesek-e,

megfelelőek-e az eredményes adósságkezeléshez, illetve arról, hogy az adósságkezelés mely területén lehet változtatni, hol vannak esetlegesen fejlesztési/változtatási lehetőségek.

AZ ÁLLAMADÓSSÁGKEZELÉS JOGSZABÁLYI HÁTTERE, FOLYAMATA, CÉLJAI

Az államadósság-kezelés fogalma, jogszabályi háttere, stratégiai céljai

Az államadósság fogalmát, számítását, valamint a kezelésével kapcsolatos konkrét feladatokat a Stabilitási törvény¹ határozza meg. Ezen túlmenően az Alaptörvény megállapítja az ún. adósságszabályt is, amellyel az államadósság csökkentésének alkotmányos kötelezettségét írja elő. Az államadósság-mutató számlálójában az államadósság – törvény általi meghatározott módon kiszámított – értéke szerepel, azaz az államháztartás központi alrendszerén kívül az önkormányzati alrendszer és a kormányzati szektorba sorolt egyéb szervezetek együttes konszolidált év végi adóssága, a nevezőjében pedig az éves bruttó hazai termék (GDP) áll.

Az államadósság-kezelést alapvetően a Stabilitási törvény szabályozza, azonban egyes tevékenységekre az Áht², a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény, valamint az adott évre vonatkozó költségvetési törvények is kiterjednek. E törvényi rendelkezések az államadósság fogalmának meghatározásán túl, előírják egyrészt az államadósság keletkezésének és finanszírozásának szabályait, másrészt szabályozzák e tevékenység végzésére jogosult és egyben köteles szereplőket. Az Áht. szerint az államháztartásért felelős miniszter gondoskodik a központi költségvetés hiányának finanszírozásáról és az államadósság kezeléséről. A miniszter e feladatokat a Stabilitási törvény értelmében az Államadósság Kezelő Központ Zrt. (ÁKK Zrt.) útján látja el. Az ÁKK Zrt. tulajdonosa az állam, az alapítói és tulajdonosi jogokat az államháztartásért felelős miniszter gyakorolja úgy, hogy az ÁKK Zrt. Igazgatóságának jogkörét nem vonhatja el.

Tekintettel arra, hogy az ÁKK Zrt. csak az államháztartás központi alrendszerének adósságát kezeli, így elemzésünkben ezen alrendszer adósságkezelésével foglalkozunk részletesen. Az államháztartás központi alrendszere adósságán a központi alrendszerbe tartozó jogi személyek által vállalt adósságot keletkeztető ügyletek konszolidált értékét értjük. Az államháztartás központi alrendszere adósságának kezelését és finanszírozási igényének teljesítését az ÁKK Zrt. a Stabilitási tv. 11.-14. §-aiban foglaltak szerint végzi.

Az államadósság-kezelés folyamata

Az ÁKK Zrt. fő tevékenysége szerint az adósságkezelés során a már meglévő, korábban keletkezett adósság megújítását, törlesztését, illetve az újonnan keletkező adósság (a tárgyévi költségvetési hiány) finanszírozását végzi. A központi költségvetés költségvetési hiányának finanszírozása érdekében az ÁKK Zrt.-nek feladata a Stabilitási törvényben meghatározottak alapján – többek között – a központi költségvetés fizetőképességének fenntartása, valamint az állam átmenetileg szabad pénzeszközeinek kezelése.

A törvény előírja továbbá az ÁKK Zrt. részére a központi költségvetés éves és középtávú finanszírozási tervének elkészítését, valamint az adósság finanszírozási stratégiájának kidolgozását. Az éves finanszírozási terveknek összhangban kell lenniük az államadósság-kezelési stratégiákban meghatározott – későbbiekben ismertetett - célokkal.

A központi költségvetés éves finanszírozási szükségletét az adósságállomány tárgyévben esedékes törlesztő részletei és a központi alrendszer tárgyévi pénzforgalmi hiánya, ennek részeként többek között az EU transzferek egyenlege határozzák meg. Az ÁKK Zrt. ennek a finanszírozási igénynek a kielégítését elsősorban forint és deviza állampapír kibocsátásokon keresztül, azaz az intézményi befektetők felé történő nagybani állampapír értékesítéssel biztosítja, aminek két fő piaca van: a belföldi forint állampapírpiac és a nemzetközi tőkepiac.

Az ÁKK Zrt. számára az adósságállomány alapvetően külső tényező, ezért elsősorban az éves forrásbevonások (a kibocsátandó állampapírok) szerkezetének kialakításával tud hatni az adósságkezelés eredményességére. Ennek érdekében az éves forrásbevonások szerkezetét, úgymint forint-deviza arány, fix-változó kamatösszetétel, és lejáratösszetétel, az államháztartásért felelős miniszter által évente jóváhagyott államadósság-kezelési stratégia és az abban meghatározott teljesítménymutatók figyelembevételével alakítja ki.

Az ÁKK Zrt. a költségvetés finanszírozási szükségletének meghatározására, a tervezett kibocsátások mennyiségére, a finanszírozás lejáratú struktúrájára, valamint a forint és deviza források igénybe vételének ütemezésére minden évben finanszírozási tervet készít. A finanszírozási terveket rendszeresen felül kell vizsgálnia, és aktualizálnia kell a finanszírozási igények alakulásának megfelelően. Az aktualizált finanszírozási terveknek – a lezárt időszakra vonatkozóan – tartalmazniuk kell a tény adatokat, valamint a minisztériumi és a kincstári előrejelzések figyelembevételével az adott év hátralévő időszakára vonatkozóan az aktualizált tervadatokat. Ez az ún. gördülő tervezés kellő rugalmasságot biztosít, és nagymértékben hozzájárul az államadósság-kezelési stratégiában meghatározott célok eléréséhez.

¹ Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló 2011. évi CXCV. törvény

² Az államháztartásról szóló 2011. évi CXCV. törvény

Az államadósság-kezelési stratégiában meghatározott számszerű célkitűzések

Az ÁKK Zrt. feladatát – az általa kidolgozott, és az államháztartásért felelős miniszter által jóváhagyott államadósság-kezelési stratégia – a vizsgált időszakban a következőképpen határozta meg: „Az ÁKK feladata, hogy a központi költségvetés finanszírozási szükségletét hosszú távon minimális költséggel, elfogadható kockázatok vállalása mellett egységes szemléletben finanszírozza. A stratégia célja, hogy az ÁKK a gazdaságpolitikai környezet keretein belül mindezeket minél teljesebben valósítsa meg.”³

Az ÁKK Zrt.-nek tehát úgy kellett kialakítania és úgy kellett végeznie a tevékenységét, hogy az megfeleljen ennek a kettős célnak, azaz és a kockázatok folyamatosan elfogadható szinten, a költségeket pedig hosszú távon alacsonyan tartsa.

E kételemű adósságkezelési célrendszer eredményes teljesítéséhez szükség van az adósságkezelésben a teljesítménymérés feltételeinek kialakítására, az egyértelmű és mérhető célokra, teljesítménymutatókra, valamint az ezekhez rendelt követelményekre (számszerű értékekre, benchmarkokra). Ahhoz, hogy egy optimális adósságszerkezetet kapjunk, szükség van egy költség- és kockázatkezelési mechanizmusra, egy olyan modellre, amely tudja kezelni mind a költség mind pedig a kockázati tényezőket.

Az adósságkezelési stratégiában alkalmazott teljesítménymutatók a kockázatok és költségek együttes alacsonyan tartását hivatottak elősegíteni azáltal, hogy meghatároznak egy bizonyos szempontok szerinti optimális portfóliót. Az ÁKK Zrt.-nek az adósságállomány tényleges összetételét a teljesítménymutatók által előre kijelölt határokon belül kell tartania

Az elemzett időszakban az államháztartásért felelős miniszter által jóváhagyott államadósság-kezelési stratégiákban meghatározták az adósságkezelés teljesítménymutatóinak értékeit, illetve azok elfogadási tartományait. A 2004-ben kialakított, elavult költség- és kockázatkezelési modell azonban már nem volt alkalmas az optimális portfólió meghatározására, de az új modell még nem készült el. Ezért 2013. évtől ún. átmeneti módszertan alkalmazásával tett javaslatot az ÁKK Zrt. az államadósság-kezelési stratégia teljesítménymutatóinak célértékeire.

Az államadósság-kezelési stratégiában kitűzött teljesítménymutatók az elemzett időszakban a következők voltak:

- az adósságportfólió forint-deviza összetétele, azaz az összes adósságon belül a devizaadósság arányának meghatározása, mely az elemzett időszakban változott, 50%-ról 40%-ra csökkent;
- deviza-portfólió deviza összetétele, melyet az adósságkezelő 100% euróban határoz meg +/-5% elfogadási tartománnyal;
- kamatösszetétel a forintadósságon belül, a fix kamatozású adósság aránya a 61-83% közötti tartományban tekinthető optimálisnak;
- kamatösszetétel a devizaadósságon belül, ahol a fix kamatozású instrumentumok optimális aránya 66%;
- forintadósság durációjára, melyet az adósság megújítási kockázatának elfogadható szinten tartása érdekében határozták meg 2,5 év, majd 2015-ben 3 év +/- 0,5 év elfogadási tartománnyal;
- likviditás, a KESZ egyenleg biztonságos szintjének meghatározása, amivel garantálható a költségvetés finanszírozásának biztonsága.

A teljesítménymutatók értékének meghatározása során elsődleges feladat beazonosítani azokat a kockázati tényezőket⁴, amelyek jelentősen befolyásolhatják az adósságportfólió értékét, és a költségeket, majd ki kell választani a megfelelő paramétereket, amelyek között a kockázatok leginkább kezelhetők, a költségek figyelembevételével. Ezért a továbbiakban azt tekintjük át, hogy a különböző kockázatok mely teljesítménymutatók kezeltek.

Az adósságkezelés során az egyik legfontosabb kockázat a **hozamok változásából eredő kockázat**. A hozamok megváltozása több módon is befolyásolja az adósságkezelés költségeit. Egyrészt hatással van a változó kamatozású instrumentumok költségeire, hiszen az adósságkezelés költségeinek jelentős részét a kifizetett kamatok jelentik. Másrészt a hozamgörbe változása az adósságportfólió aktuális piaci értékét is döntően befolyásolja. A hozamkockázat kezelésére az adósságkezelési stratégia a fix és változó kamatozású instrumentumok arányának meghatározását, mint teljesítménymutatót alkalmazza. A fix kamatozású kötvények részarányának növelésével csökkenthető a kamatok megemelkedéséből adódó kockázat, ugyanakkor a hozamszintek csökkenése esetén lassítják a kamatköltségek mérséklődését.

A hozamkockázat kezelése érdekében az adósságkezelési stratégia a forintadósság durációjára⁵ is meghatároz célértéket, és egy hozzá tartozó elfogadási tartományt, amelyen belül kell mozognia az értéknek. A duráció az adósság átárazódásához szükséges időt, a kamatváltozásoknak való kitettséget fejezi ki. Célszerű a durációt fokozatosan emelni,

³ ÁKK – Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2014

⁴ Az államadósság-kezelési stratégiában megjelenő kockázatok (finanszírozási, kamat, likviditási, árfolyam, érték, partner) közül elemzésünkben azokat emeltük ki, amelyek kezeléséhez számszerűsített teljesítménymutatók tartoztak.

⁵ Duráció: Súlyozott átlagos futamidő (részletesebben a fogalomtárban)

mert hosszabb duráció esetén az esetleges kamatváltozások a változó kamatozású adósságok esetében csak több év alatt jelennek meg a kamatkiadásokban, szemben a rövid futamidejű adósságokkal, ahol ez az ingadozás már rövid időn belül megjelenik. 2014. évig az ÁKK Zrt. stratégiai célja a forintadósság durációjára a fentieknek megfelelően 2,5 +/-0,5 év volt, ezt 2015. évtől megemelték 3 év +/- 0,5 évre. A durációhoz szorosan kapcsolódik az államadósság átlagos hátralévő futamidejének a meghatározása, ami viszont a lejáró adósság megújítási (finanszírozási) kockázatát fejezi ki. Az adósság szerkezet optimalizálása és a megújítási kockázat csökkentése érdekében az ÁKK Zrt. csereakció keretében rövid futamidejű (1-2 éves) államkötvényeket cserélt hosszabb futamidejű (jellemzően 6-8 éves) államkötvényekre.

A más devizában történő kibocsátásokkal egy jelentős kockázati elem jelenik meg az adósságkezelés során, ez a **devizaárfolyam változásának a kockázata**, ami a kamatköltségekre és az adósság-portfólió értékére egyaránt kihat. Az adósságkezelő számára a devizaadósság kockázata az árfolyamkockázat, melynek két összetevője van. Az első a forint általános leértékelődése azokhoz a külföldi devizákhoz képest, amelyekben a magyar devizaadósság denominált. A másik a magyar adósság szerkezetben jelentős arányt képviselő devizák egymáshoz képesti le- és felértékelődése. A fent leírtakkal összhangban az árfolyamkockázat kezelésére az államadósság-kezelési stratégia két benchmarkot határoz meg: az első nem saját devizában denominált instrumentumok aránya a teljes adósságállományon belül, a második kitűzött célérték az, hogy az összes devizából az euró-részaránya 100% legyen.

Az első – árfolyamkockázat kezeléséhez kapcsolódó – teljesítménymutató a vizsgált időszakban a kockázatsökkentés irányában változott, azaz a nem saját valutában denominált államadósság részarányának csökkentését irányozta elő. Míg 2012-ben a benchmark értékére 50%-os teljesítést határoztak meg, addig 2015-re már 40%-ra csökkent az elvárt célérték.

Visszatekintve az időben, a 2000-es évek közepétől kezdett emelkedni Magyarország külföld felé történő eladósodása, amelyhez a lakossági devizahitel felvételek mellett az állam kötvénykibocsátása és hitelfelvétele is hozzájárult. Így 2012-re már a bruttó államadósság mintegy 70%-át finanszírozták a külföldiek. A 2007-2008-ban bekövetkezett pénzügyi-gazdasági válság ráirányította a figyelmet Magyarország külföld felé történő eladósodásból adódó sérülékenységére, a nagymértékű külső kitettségre.

A devizahitelek, a devizakötvény-kibocsátások gyakran olcsóbb finanszírozási forrást jelentenek, jelentettek az államháztartás számára (és a lakosság számára is) a hazai forrásszerzési lehetőségeknél. Ugyanakkor a devizaadósság az előző pontban említettek szerint jelentős árfolyamkockázat-

tal jár együtt, így az árfolyam kedvezőtlen változása nyomán azonnal drágább forrássá válhat az addig olcsóbb forrás. Mindemellett a külföldi eladósodottság rontja az ország megítélését, aminek következtében a kamatfelárak (országkockázati felár-CDS-felár) is kedvezőtlenebbül alakulhatnak.

Az ország-kockázattal (CDS-felár)⁶ kapcsolatosan 2012-ben és 2013-ban is végzett elemzést az ÁKK Zrt. Az egyes devizanemekben (forint és euró) való adósságfelvétel költség-kockázat vizsgálatában kimutatta, hogy a válság óta az ország-kockázati felár megnövekedése miatt eltűnt a korábban meglévő kamatelőnye a devizaadósság-elemnek a forintadóssággal szemben. Az elemzés kitért arra, hogy a várható hozam- és árfolyamkörnyezet miatt 2013. évre a devizaadósság felvétele helyett a forintadósság felvétele jár alacsonyabb együttes költséggel és kockázattal.

Az ország-kockázatot – amely az adósságkezelő számára alapvetően külső adottság – jelentősen befolyásolta a 2008-2009-ben lezajlott pénzügyi válság, illetve a leminősítések. Mindezek hatással voltak a forint árfolyamára, valamint a forint állampapírok hozamára is. Ugyanakkor az 5 éves CDS-felár a 2012. évi 730 bázispontonról – Magyarország csőd-kockázati megítélésének javulása következtében – 2014. év végére jelentősen lecsökkent, 180 bázispont körül alakult.

Az árfolyam az adósságkezelés számára szintén külső adottság, amibe nem igazán tud beleavatkozni. Ezért az adósságkezelőnek a kibocsátások szerkezetét kell úgy meghatározni, hogy az árfolyamkockázatot mérsékelje. Ennek megfelelően 2012-től kezdődően az ÁKK Zrt. a lejáró devizaadósságot alapvetően hazai pénznemben újítja meg, és a költségvetés hiányát is hazai forrásból finanszírozza. Érdeemes megjegyezni, hogy mindemellett általában nem célszerű a nagy összegű devizalejáratokat teljes egészében hazai pénznemben megújítani, mert ugyan nagyobb ütemű devizaarány-csökkentést tesznek lehetővé, azonban a hazai pénznemben történő kibocsátás túl nagy állampapír-piaci kínálatot eredményez, ami megnövelheti a hozamokat, és így drágábbá válhat a hazai forrás. A kereslet növelése érdekében célszerű a külföldi befektetőket a forint-állampapírok piacára vonzani a deviza-állampapírok piaca helyett, mert így az esetlegesen szűk hazai kereslet kiegészül a külföldi befektetők keresletével. További előny, hogy amíg a külföldi devizában denominált adósságnál az árfolyamkockázatot, és az ebből eredő esetleges veszteségeket az állam viseli, addig a forintban denominált adósság árfolyamkockázatát a külföldi befektető viseli.

A devizaadósság devizális összetételére vonatkozó benchmark fentiekben ismertetett meghatározásának előnye, hogy 100 százalékos euró-részarány mellett az adósság-portfólió nincs kitéve a **keresztárfolyamok változásából eredő kockázatoknak**. Az euróban történő eladósodás ésszerűsége mellett szól – többek között – az, hogy:

⁶ CDS-felár: A magyar országkockázatot az úgynevezett CDS-felárral mérjük, ami lényegében egy magyar államcsődre köthető biztosítás éves díja.

- ▶ Magyarország kereskedelmi partnerei elsősorban az euró-övezetből kerülnek ki;
- ▶ kereskedelmünk mintegy 70%-a euróban zajlik;
- ▶ az EU-s támogatásokat is euróban kapjuk;
- ▶ a forint árfolyama az euróval szemben a legstabilabb;
- ▶ az euró swapműveletekkel könnyen elérhető;
- ▶ illetve a hazai monetáris politika is figyelemmel kíséri az euró árfolyamát, és az MNB a devizatartalékokat is euróra fedezi.

Mіндеzek miatt logikus lépés a devizaadósság devizális összetételre vonatkozó benchmark 100% euróban történő meghatározása. Ugyanakkor e benchmark mellett nem érvényesül a diverzifikálásnak a kockázatsökkentő hatása, miközben elvi szinten a diverzifikálás a kockázat-csökkentésnek egy olyan eszköze, amely a kockázatkezelés költségeit nem növeli.

Az adósságkezelési stratégia a devizakötvényekkel kapcsolatosan a fix-változó eszközök arányára vonatkozó célsávot is meghatározza, ugyanakkor a durációra már nem határoz meg kritériumot. Ez utóbbi előnyös lehet, mert ezáltal kevesebb megkötéssel él a nem forintban denominált eszközök piacán, és nagyobb szabadságot hagy a piaci folyamatokra történő reagálásra.

Az államadósság-kezelési stratégiák további lényeges, számszerűsített benchmarkja - a KESZ minimális/optimális állománya - a likviditás biztonsága, a likviditási kockázat csökkentése és ezáltal az előre nem látható pénzügyi sokkok esetére, illetve azok kezelése érdekében került kidolgozásra.

A központi költségvetés valamennyi pénzügyi műveletének lebonyolítására szolgáló pénzforgalmi számla a KESZ, továbbá az állam szabad pénzeszközei, a pénzforgalmi feladatainak ellátásához szükséges források is a KESZ-en állnak rendelkezésre, melyet az MNB vezet. Az MNB a KESZ egyenlege után piaci kamatot fizetett az elemzett időszakban (de legfeljebb a jegybanki alapkamat mértékéig), egészen 2014 decemberéig. Az MNB a KESZ egyenlege után 2014 decemberétől a Hufoniát fizeti, ami a hitelintézetek napi adatszolgáltatásából számított egynapos bankközi fedezetlen ügyletek forgalommal súlyozott átlagos kamata.

A KESZ egyenlegének mindenkor biztonságos szintjének meghatározása és a napvégi KESZ-egyenleg lehetőség szerint e fölött tartása érdekében a likvid eszközökből minden nap olyan mértékű biztonsági tartalékokat kell képezni és tartani a számlán, amely a költségvetés finanszírozásának biztonságát szolgálja.

A korábban említett likviditáskezelés, azaz az állam átmenetileg szabad pénzeszközeinek kezelése és az azzal való gazdálkodás a Stabilitási tv. felhatalmazása alapján szintén az ÁKK Zrt. feladata. A szabad pénzeszközökkel való gazdálkodás célja, hogy kellő mennyiségű likviditási tartalék

álljon a költségvetés részére, illetve hogy a költségvetési számla egyenlege egy viszonylag szűk sávban mozogjon és az afeletti állomány kihelyezésre kerüljön. Továbbá, ha az alsó célérték eléréséhez források szükségesek, akkor azokat az ÁKK Zrt. bevonja a piacról. A kitűzött benchmark értékeket, a hozzájuk kapcsolódó elfogadási tartományokat az **1. számú táblázat** mutatja be részletesen, melyek – a KESZ állományra és a deviza-részarányra, illetve 2015-ben a durációs célra vonatkozó teljesítménymutatók kivételével – az elemzett időszakban nem változtak:

Az államadósság-kezelési stratégiákban meghatározott célok

1. számú táblázat

Év	2012.	2013.	2014.	2015.
Teljesítmény-mutató	célkitűzés	célkitűzés	célkitűzés	célkitűzés
bruttó devizaadósság részaránya	50,0%	45,0%	45,0%	40,0 %
devizaadósság deviza összetétele	100% euro (legfeljebb +/- 5%-os eltérés)	100% euro (legfeljebb +/- 5%-os eltérés)	100% euro (legfeljebb +/- 5%-os eltérés)	100% euro (legfeljebb +/- 5%-os eltérés)
devizaadósság kamatösszetétele (elfogadási tartomány)	fix: 66,0% (62,7-67,7%)	fix: 66,0% (62,7-67,7%)	fix: 66,0% (62,7-67,7%)	fix: 66,0% (62,7-67,7%)
forintadósság kamatösszetétele	fix: 61-83%	fix: 61-83%	fix: 61-83%	fix: 61-83%
forintadósság durációja	2,5 év +/- 0,5 év	2,5 év +/- 0,5 év	2,5 év +/- 0,5 év	3 év +/- 0,5 év
minimális/optimális KESZ szint	340 mrd Ft +/- 50 mrd Ft	375 mrd Ft +100 mrd Ft	375 mrd Ft +100 mrd Ft /2014. dec. : 375-1095 mrd Ft	690 mrd Ft+100 mrd Ft/ 2015. dec. 31.: 400 mrd Ft

Forrás: ÁKK Zrt. éves adósságkezelési stratégiák

Az adósságkezelési stratégia egyéb (nem számszerűsített) célkitűzései

A jóváhagyott 2012-2014. évi államadósság-kezelési stratégiákban egyéb – nem számszerűsített – célkitűzésként jelent meg többek között az állampapírok másodpiacának fejlesztése, a likviditás növelése, és a lakossági értékesítés felfuttatása. Az állampapír-piac fejlesztését szolgáló egyéb célkitűzések lényegüket tekintve nem változtak az elemzett időszakban.

Az ÁKK Zrt. a 2012. évi államadósság-kezelési stratégia előterjesztése során bemutatta, hogy a nemzetközi tőkepiaci válság következtében romlott az elsődleges és a másodlagos állampapír-piac működése, likviditása. Ezért tűzte ki célul a 2012. évi államadósság-kezelési stratégia az állampapír-piacok fejlesztését, valamint a másodpiaci likviditás javítását. A másodlagos piacon zajlik a már kibocsátott értékpapírok, befektetők közötti adásvétele.

Az állampapírok másodpiaca fejlesztésének fontos eleme az állampapír-kereskedést kiszolgáló infrastruktúra fejlesztése, egy átlátható, a piaci szereplők számára széles körben elérhető, megfelelő likviditást biztosító kereskedési rendszer bevezetése.

Többéves előkészítési folyamat eredményeként 2012. január 2-án Magyarországon bevezetésre került az MTS Hungary elektronikus kereskedési rendszer⁷, mely az elsődleges forgalmazók kötelező árjegyzésének helyszíne lett. Az

ÁKK Zrt. az államadósság kezeléséről készült éves jelentéseiben bemutatta, hogy a bevezetett rendszer jól működik, és folyamatosan biztosította a likviditást, valamint javította a piac mélységét.

Az államadósság-kezelési stratégiákban 2012-2015. években egyéb célkitűzésként jelent meg a lakossági állampapírok értékesítésének felfuttatása. Az adósságállomány deviza részarányának csökkentésével párhuzamosan megindult a lakosság nagyarányú bevonása az államadósság finanszírozásába. Az árfolyam volatilitásából eredő kockázat, illetve magasabb kamatfelárak kockázatának elkerülése érdekében az állam az államadósság finanszírozása tekintetében a gyakorlatilag kockázatmentes, bár magasabb költségű lakossági befektetők irányába fordult.

A közvetlen lakossági állampapír értékesítés az állampapír-piac kezdetétől, azaz a '90-es évek elejétől kezdve jelentős szerepet játszott az államadósság finanszírozásában. A folyamat a 2000-es évek közepén tört meg, amikor a lakossági finanszírozás mind összegét, mind részarányát tekintve lecsökkent. A belföldi befektetők szerepének csökkenése az államadósság finanszírozásában nemcsak a lakossági befektetések, hanem a belföldi intézményi befektetők kör részesezésének csökkenését is jelentette.

A nemzetközi tőkepiaci válság után került jobban előtérbe a lakossági források elérésének és bevonásának lehetősége. Az ÁKK Zrt. az éves jelentéseiben bemutatta, hogy tőkepiaci sokkok esetén emelkedik a nettó lakossági értékesítés, azaz a lakossági állampapírok iránti kereslet ellentétesen mozog a tőkepiaci állampapírok iránt támasztott kereslettel. Ezért e piac fenntartása azonos költségek mellett

⁷ Az MTS Hungary rendszer az EuroMTS Ltd által üzemeltetett és az ÁKK Zrt. által felügyelt kereskedési platform

csökkentheti a finanszírozás kockázatát, ezáltal javul a költségvetés finanszírozási biztonsága.

2011. év végén mindössze 746 Mrd Ft, azaz az államadósság mindössze 3,5 százaléka volt a lakosság állampapír-állománya. Ezzel párhuzamosan a külföldi befektetők 60%-ot meghaladóan részesedtek a magyar államadósság finanszírozásából, amely komoly kockázati tényező az ország pénzügyi stabilitásának megőrzésében. A kialakult kedvezőtlen folyamatok megfordítása érdekében az állam célul tűzte ki a lakossági megtakarítások állampapírba történő befektetésének növelését, egyrészt a befektetések kockázatának csökkentése, másrészt a finanszírozás biztonságának növelése érdekében. Az ÁKK Zrt. álláspontja szerint is a belföldi finanszírozás adja meg igazán a finanszírozás stabilitását, biztonságát.

A változtatás tehát szükségszerű és elengedhetetlen volt, a fentebb említettek miatt, ezért 2012-től az ÁKK Zrt. a lakossági állampapír-állomány korábbi évek csökkenésére reagálva új, kedvező kamatozású állampapírral próbálta megállítani, illetve megfordítani a lakossági értékesítés visszaesését.

2015-től kezdve a lakossági állampapírok kibocsátásának növelése, az értékesítés felfuttatása ún. alapelve lett az államadósság-kezelési stratégiának, két másik alapelvvel

- az adósságráta (adósságmutató) csökkentésének támogatásával, és
- az államadósság devizaarányának csökkentésével együtt⁸. A három alapelv azonban a 2015-re elfogadott adósságkezelési stratégiában még explicit módon nem fogalmazódott meg.

⁸ Lásd Barcza György (2015)

AZ ÁKK ZRT. ADÓSSÁGKEZELÉSI TEVÉKENYSÉGÉNEK ÉRTÉKELÉSE, AZ ADÓSSÁGKEZELÉS KÖLTSÉGEINEK BEMUTATÁSA

A célkitűzések elérése

Az adósságkezelési stratégia szerint a benchmarkok az adósságkezelő számára a stratégiai célok számszerűsítését, azaz a köztes célok megfogalmazását jelentik. Az adósságkezelő teljesítménye a referencia-portfólió és a valós portfólió eltérése által mérhető és az adósságkezelés hatékonysága ez által számon kérhető. Ebből kiindulva az ÁKK Zrt adósságkezelési tevékenységét annak alapján értékeljük, hogy az adósságkezelési stratégiában meghatározott számszerű célkitűzéseket, azaz benchmarkokat mennyire teljesítette.

A stratégiákban megjelenő egyik legfontosabb és számszerűsített célérték – az előzőekben említettek szerint – a deviza részarányra vonatkozó benchmark, mely alapján az éves államadósság-kezelési stratégiák nemcsak a teljesítménymutató értékét, hanem az államadósság devizaarányának csökkentését is előírják.

A bruttó devizaadósság részarányára vonatkozó, a 2012-2015. évek államadósság-kezelési stratégiáiban meghatározott célokat az ÁKK Zrt. teljesítette, az az elemzett időszakban 10 százalékponttal csökkent. A benchmarkérték elérése érdekében az ÁKK Zrt. a fentiekben leírtaknak megfelelően tervezte meg a nettó adósság-kibocsátásait, illetve azok szerkezetét a 2012-2015. években, azáltal, hogy a tervezett teljes nettó-finanszírozási igényt forintadósság kibocsátással kívánta lefedni. A nettó kibocsátás az államháztartás

központi alrendszerének hiányát finanszírozza. A 2012. évi finanszírozási tervben a teljes nettó kibocsátáson belül (730,9 Mrd Ft) mindössze 43,4 Mrd Ft nettó deviza-kibocsátást terveztek. A 2013. évi finanszírozási terv a teljes nettó kibocsátáson belül (778,9 Mrd Ft) mindössze 47,4 Mrd Ft nettó deviza-kibocsátást tartalmazott. A 2014. évi finanszírozási tervben az ÁKK Zrt. -242,8 Mrd Ft nettó deviza-kibocsátást – deviza adósság csökkentést (törlesztést) – határozott meg a teljes nettó kibocsátáson (942,1 Mrd Ft) belül. 2015-ben a 2014. évhez hasonlóan az ÁKK Zrt. az előzetes finanszírozási kiadvány alapján szintén deviza-adósság csökkentést határozott meg mintegy -571 Mrd Ft értékben.

A devizaadósság arányának nagymértékű csökkenése elsősorban a deviza adósság csökkentés és 2012-ben a forint év végi árfolyamának erősödése miatt következett be. A 2011-2014. évek végén a forint árfolyama az alábbi módon alakult az MNB által közétett euró középárfolyamokon:

- ▶ 2011. december 30. : 311,13 Ft
- ▶ 2012. december 28. : 291,29 Ft
- ▶ 2013. december 31. : 296,91 Ft
- ▶ 2014. december 31. : 314,89 Ft

A devizaadósság összes adósságon belüli részaránya csökkentésének árfolyamkockázat mérséklő és pénzügyi stabilizáló pozitív hatása mellett negatív hatásként magasabb költségek is jelentkezhetnek.

Az ÁKK Zrt. kimutatta a forintadósság és a devizaadósság 1 millió Ft értékben kibocsátott adósság várható éves átlagos költségét (kamatkifizetések, jutalékok és egyéb költségek) a lejáratig, instrumentumok szerinti megbontásban, melyből a legfontosabb elemeket a **2. számú táblázat** mutatja be:

Az átlagos költségek alakulása a lejáratig 1 millió Ft-ra vetítve (Ft) 2. számú táblázat

	2012. év	2013. év	2014. év
Forintadósság	75 612	50 806	38 012
-államkötvény	76 605	52 134	40 627
-diszkont kincstárjegy	69 164	42 844	24 449
-lakossági állampapírok	86 874	59 480	43 670
Devizaadósság	62 574	54 530	27 597
-államkötvény	93 276	56 741	27 577
-hitelek	43 813	34 262	28 089

Forrás: ÁKK Zrt. tanúsítványi adatszolgáltatás

A táblázatból az látszik, hogy 2012-ben és 2013-ban kibocsátott államkötvények esetében sokkal magasabb várható költséggel kellett számolni a lejáratig, amennyiben azt nem forintban, hanem devizában bocsátotta ki az adósságkezelő. Ugyanakkor a devizaadósság kibocsátás költség-

többlete 2014-ben már eltűnt, és a hazai devizában denominált államkötvény kibocsátások járnak várhatóan magasabb átlagköltséggel. Ennek egyik oka lehet, hogy a devizakötvények hozama csökkent a CDS-felár jelentős (előzőekben bemutatott) csökkenésének következtében. A táblázatból az is kitűnik, hogy mindhárom évben a legmagasabb átlagos

költséggel – a forintadósság kibocsátásokon belül – a lakossági állampapír kibocsátások járnak, amit a lakossági állampapírok a jellemzően referenciahozam feletti kamatfelára indokol. Ez viszont hosszabb távon az államadósság-kezelés költségeinek magasabb szinten tartását eredményezi.

Összességében mind a forintadósság kibocsátás, mind pedig a devizaadósság kibocsátás átlagos költsége 2012. évről 2014. évre jelentősen lecsökkent, ami elsősorban a referenciahozamok csökkenésével magyarázható.

A költségvetés finanszírozásának biztonságát és a likviditás fenntartását célzó teljesítménymutató (KESZ minimális/optimális állománya) is kiemelt jelentőséggel bír az adósságkezelés során, melynek alakulását az adósságkezelő minden egyes munkanapon figyelemmel kíséri. A költségvetési bevételek és kiadások alakulása, valamint a különböző tőkeműveletek (adósságtörlesztések, adósságfelvételek) következtében a KESZ-en lévő pénzállomány nagysága, napi változása jelentős ingadozást mutat. A szabad pénzeszközökkel való gazdálkodás célja ezért éppen az, hogy kellő mennyiségű likviditási tartalék álljon rendelkezésre a költségvetés részére, ugyanakkor a költségvetési számla egyenlege egy viszonylag szűk sávban mozogjon, és az afeletti állomány – lehetőség szerint – kihelyezésre kerüljön. Továbbá, ha az alsó célérték eléréséhez források szükségesek, akkor azokat az ÁKK Zrt. bevonhassa a piacról.

Összességében megállapítható, hogy a még mindig jelenlévő jelentős likviditásfelesleg nyomán az állam megfelelő fizetőképessége stabilitási kockázatokat mérséklő hatású, hiszen egy esetleges likviditási sokk kivédésére jelentős puffert biztosít. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a túlzott biztonság mindig magasabb költséggel jár.

A lakossági értékesítések felfuttatására az adósságkezelő nem határozott meg konkrét teljesítménymutatót. A lakosság állampapír befektetéseiért az ÁKK Zrt. bevonhassa a piacról.

ÁKK Zrt. módosított a korábbi évek stratégiáján, és új, speciális termékekkel, vonzóbb árazással, az állampapír vásárlás lehetőségeinek bővítésével valamint erőteljes marketing kampánnyal a vizsgált időszakban a lakossági állampapírok értékesítésének emelkedését érte el. Ennek következtében a 2011. évi 472 Mrd Ft lakossági állampapír állomány 2014. év végére már 2411 Mrd Ft lett. Ez a stratégiai célkitűzés tehát teljesült.

Fontos megjegyezni, hogy a lakossági kisbefektetők elsősorban hozamok alapján választanak befektetést, a kockázatok, illetve azok elkerülése kevésbé játszanak szerepet választásaikban. Ugyanakkor a lakossági megtakarításokkal szemben versenyhelyzetet teremthetnek a kereskedelmi bankok, akik szintén nagyon keresik ezen megtakarításokat. Ezért az ÁKK Zrt-nek versenyképes hozamokkal kellett megjelennie a piacon, hogy vonzóbbá tegye az állampapírokat a bankbetétekkel szemben a lakosság körében. Itt természetesen felmerülhet az a kérdés, hogy érdemes-e egy államnak vállalni a magas hozamszintet, és az értékesítések után fizetett jutalékokat a kockázatmentes finanszírozás érdekében. A kérdés megválaszolásánál figyelemmel kell lenni arra, hogy a háztartási szektor az állampapírok legbiztonságosabb vásárlója, mivel – a tapasztalatok szerint – a lakosság még piaci zavar esetén sem szabadul meg az állampapírjaitól olyan mértékben, mint az intézményi befektetők. Gazdaságpolitikai szempontból az is mérlegelendő, hogy a lakoságnak kifizetett kamat a hazai lakosság bevétele, amely vagy a lakosság fogyasztását bővíti, vagy megtakarításait növeli, de mindenképpen erősíti a hazai gazdaságot.

A 3. számú táblázat a kockázatmentesen elérhető hozamokat mutatja be 2014. évben különböző befektetési formák szerinti bontásban.

Kockázatmentesen elérhető hozamok (2014. év)

3. számú táblázat

Időtáv	Befektetési forma	Kamat
• 1 év	• Állampapír • Bankbetét	• 3,50-3,75% • 3,50%
• 3 év	• Állampapír • Bankbetét	• 5,20% • 3,40%
• 5 év	• Állampapír • Bankbetét	• 4,75-5,08% • 4,10%
• 10 év	• Állampapír • Bankbetét	• 6,00% • nincs ilyen adat
• jegybanki alapkamat		• 2,70%

Forrás: Bankmonitor

Ez a kérdés elsősorban a rövid lejáratú (féléves és egyéves kamatozó kincstárjegyek) instrumentumok esetében vetődhet fel. Megjegyzendő, hogy az adósságállományt rövid távon az intézményi befektetők számára elérhető diszkont kincstárjegyekkel is lehetne finanszírozni, amely nem járna akkora költséggel, mint a hasonló futamidejű lakossági állampapírok (lévén nincs akkora hozama), mégis ez az instrumentum állomány csökken a legnagyobb mértékben. Kérdés, mennyire indokolt a rövidebb futamidejű lakossági állampapírok esetében a magasabb hozam alkalmazása.

Az ÁKK Zrt. az államadósság-kezelés lakossági finanszírozásának nemzetközi gyakorlatáról készített 2015-ben elemzést, melyben bemutatta, hogy a vizsgált 17 ország közül (2014-ben) csak Banglades (19,8%) emelkedett ki a lakossági állampapírok súlya – a lakossági állampapírok aránya a központi költségvetés bruttó adósságán belül – alapján, míg Magyarország a 10,1%-os arányával a második. Érdemes megjegyezni ugyanakkor, hogy ugyanúgy, ahogy Magyarországon, számos országban egyéb intézmények, szervezetek (alapítványok, civil szervezetek) is vásárolhatnak lakossági állampapírokat.

Az elemzés vizsgálta továbbá a különböző országok esetében, hogy az állampapíroknak mekkora súlya van a lakosság pénzügyi portfóliójában. Erre vonatkozóan csak 9 ország rendelkezett megfelelő adattal, és megállapítást nyert, hogy ezen országok közül Máltán a legmagasabb az állampapírok bruttó pénzügyi vagyonton belüli aránya (8,1%), melyet Magyarország (6,27%), Olaszország (5,5%), Írország (5,3%), és Csehország (2,1%) követ.

Az elemzés harmadik fő témakörében a lakossági állampapírok tulajdonságait vizsgálta, és feltárta, hogy az országok nagy többségében létezik külön lakossági állampapír (mindössze két kivétel akadt Mexikó és Brazília), tehát a lakosság állampapír befektetéseinek ösztönzése érdekében a külföldi adósságkezelők is forgalmaznak speciális lakossági termékeket.

Két dolgot érdemes megfontolni a lakossági állampapír állomány nagymértékű növelésekor, egyrészt azt, hogy ezáltal csökkenhetnek a banki források, aminek következtében csökkenhet a bankok hitelezési aktivitása, másrészt azt, hogy az esetlegesen kialakuló kamatverseny megnövelheti a finanszírozási költségeket. Bár napjainkban a magyar bankrendszert inkább a likviditásbőség jellemzi, így ebben a helyzetben nincs feltétlenül átváltás a bankok hitelezési aktivitása és az állam hazai forráselszívása között. Összefoglalóan kijelenthetjük, hogy bár sokba kerülnek a kisbefektetők, ugyanakkor a finanszírozás biztonsága nő, amellett, hogy a deviza-kitettség csökken.

Az egyéb célkitűzések között megjelenő másodlagos piac fejlesztése érdekében is tett lépéseket az ÁKK Zrt. Ennek köszönhetően 2012-ben a másodlagos állampapír-forgalom döntő hányada az OTC-piacon zajlott. Az ÁKK Zrt. 2012-ben az éves jelentésében bemutatta, hogy a piaci sze-

replők összesen 57 979,0 milliárd Ft értékű OTC-piaci forgalmat bonyolítottak le, aminek döntő többségét (74%-át) az államkötvények tették ki, és 26%-át a DKJ-ek. Ebből következik, hogy a 2012. év végén fennálló 10 489 milliárd Ft másodpiacon forgalmazható forintállampapír-állomány a 2012. év során átlagosan mintegy 5,5 alkalommal cserélt gazdát. A 2013. év azonban az előző évhez képest romló másodpiacon likviditást mutat, mert forintállampapír-állományt átlagosan mintegy 4 alkalommal cserélt gazdát. 2014-ben – az előző évhez viszonyítva – újból nőtt az állampapírok másodpiacának a likviditása, a piaci szereplők összesen 63 206,0 milliárd Ft állampapír-forgalmat bonyolítottak, és az állampapírok átlagosan 5 alkalommal cseréltek gazdát.

A másodpiacon forgalom nagy része az elsődleges forgalmazók közvetítésével valósult meg, melyen a legnagyobb százalékban (több mint 50%) 2012-2014. években a külföldi befektetők voltak jelen.

A fentiek alapján megállapítható, hogy az államadósság-kezelési stratégiákban meghatározott célok és benchmarkok, a teljesítménymutatók értékei – összességében – az elfogadási tartományokon belül teljesültek. Azaz a 2012-2015. évi, az államháztartásért felelős miniszter által jóváhagyott államadósság-kezelési stratégiákban meghatározott mennyiségi célokat az adósságkezelési tevékenysége eredményeként az ÁKK Zrt. összességében elérte, a benne megfogalmazott egyéb célkitűzéseket teljesítette. Ezáltal az évente kiadott adósságkezelési stratégiák, valamint az abban meghatározott teljesítménymutatók teljesítése együttesen, összességében hozzájárultak a 2012-2015. években az adósságkezelés és a költségvetési hiány biztonságos finanszírozásához.

Az államadósság-kezelési stratégiában meghatározott célok, teljesítmény-mutatók hozzájárulása az államadósság-mutató csökkenéséhez

Az államadósság-mutató csökkentése alkotmányos kötelezettség, amelynek teljesítését a maga eszközeivel az államadósság-kezelésnek is támogatnia kell⁹. Ezért ebben a fejezetben azt elemezzük, hogy a korábban bemutatott számszerűsített teljesítménymutatók teljesítésén keresztül milyen módon járult hozzá az ÁKK Zrt az államadósság-mutató javulásához.

A stratégiai célokhoz rendelt teljesítmény-mutatókat két szempont szerint elemezzük. Az első szempont, hogy a mutató alapvetően mely stratégiai cél elérését méri. A második szempont, mely elemzésünk tekintetében releváns, hogy az adósságkezelő által alkalmazott módszertan alapján meghatározott mutató határértékek (benchmarkértékek) ösztönöztek-e az adósságkezelőt a stratégiai célokhoz megfelelő, azok irányába ható adósságkezelési tevékenységre.

Mint korábban már ismertettük a vizsgált időszakban az ÁKK feladata az volt, hogy „a központi költségvetés finanszírozási szükségletét hosszú távon minimális költséggel, elfogadható kockázatok vállalása mellett egységes szemléletben finanszírozza”¹⁰. A stratégia célja pedig az volt, hogy az ÁKK a gazdaságpolitikai környezet keretein belül mindezeket minél teljesebben valósítsa meg.

Az államadósság-kezeléshez kapcsolódó gazdaságpolitikai cél a pénzügyi stabilitás megőrzése és az államadósság mutató csökkentése volt¹¹. Ebben a fejezetben bemutatjuk, hogy az egyes teljesítménymutatók milyen vonatkozásban kapcsolódnak a korábban idézett stratégiai célokhoz, és rámutatunk alkalmazásuk indokoltságára az előző fejezetekben elvégzett elemzést új szempontokkal bővítve.

Az alábbiakban sorra vesszük a teljesítménymutatókat, azok szerepét, jelentőségét, indokoltságát.

A forint-deviza összetétel mutató, mely megmutatja az adósság állományon belül a forint (annak inverzeként pedig a deviza) állomány részarányát, súlyát. A saját devizától különböző devizában lévő adósságállomány a hozamok változásán keresztül kamatkockázatot, míg a devizaárfolyamok változásán keresztül a portfólió értékének változásból eredő kockázatot hordoznak. A túlzottan magas devizaadósság arány a teljes államadósság állományában jelentős sérülékenységet eredményez, tehát nem kívánatos a pénzügyi stabilitás szempontjából. Ugyanakkor a korábban bemutatott

finanszírozási költségek (bár meglehetősen ingadozás mellett) hosszabb távon a devizában fennálló adósságállomány tekintetében alacsonyabbak. A teljesítménymutató alkalmazása mind a kockázatok, mind a költségek optimalizálása szempontjából indokolt.

A devizaadósság összetétele mutató, azt mutatja, hogy a nem saját devizában fennálló adósságállomány milyen tagozódást mutat a különböző devizák szerint. A jelentős kockázat, mely felmerülhet az előbbi mutató kapcsán már említetten felül, az a keresztárfolyamok változásának alakulása. Az adósságkezelő által meghatározott 100,0 százalékos euró célérték indokolt, mivel az ország devizabevételeinek jelentős része euróban kerül elszámolásra, így a deviza árfolyamváltozás kockázata a külföldi devizák közül az euró esetében a legkisebb. Megállapítható, hogy a mutató a kockázatok csökkentése szempontjából indokolt. Megjegyezzük, bár elemzésünknek nem tárgya, hogy a gazdaságpolitikai környezet (Európai uniós tagság, korábban deklarált csatlakozási szándék az Európai Gazdasági és Monetáris Unióhoz) szintén indokolja a benchmark alkalmazását.

Az adósságállományon belül célértékként meghatározásra került **a fix és a változó kamatozású adósságállomány – külön a deviza és a forint állományra is – aránya.** Mivel az adósságkezelés költségeinek legjelentősebb része a kifizetendő kamat, így azok százalékos és nominális várható értékének meghatározása elemi érdek az adósságkezelés során. A változó kamatozású adósságállománynál az esetleges kedvezőtlen irányú kamatváltozást még kiegészíti (dominánsabban a devizában fennálló tartozás vonatkozásában) a hozamváltozás által generált adósságállomány érték változása is. A fix kamatozású adósságállomány előnye, hogy tervezhető költségekkel jár a fizetendő kamatok vonatkozásában. A tervezhetőségért cserébe magasabb kamatköltséggel kell számolni, mivel az ilyen instrumentumok esetében a befektetők viselik a kamatváltozás kockázatát, ezért csak akkor hajlandóak befektetni, ha ezt a többlet kockázatvállalást a kibocsátó hosszú távú tendenciát tekintve többlet kamattal váltja meg a változó kamatozású befektetések kamatához képest. Ez a szoros kapcsolat a költséggel és a kockázatokkal indokolja a benchmark alkalmazását stratégiai szempontból.

Duráció, azaz az adósság-portfólió súlyozott átlagos futamidő mutató. Az adósságállomány durációja a portfólió kamaterzékenységet is mutatja, azaz minél nagyobb az értéke, annál kisebb a portfólió kamatváltozásnak való kitettsége. A finanszírozás szempontjából a mutató jelezheti a jövőbeli költségek tervezhetőségét. A teljesítménymutatót az ÁKK Zrt. csak a forint adósságállomány tekintetében alkalmazza, mely indokolt, mivel a forint állampapír piacon van befolyása. A deviza piacokon az adósságkezelő teljes

⁹ 2016-tól ez az államkezelési stratégia egyik kinyilvánított alapelve

¹⁰ ÁKK – Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2014

¹¹ Forrás: Magyarország 2015. évi költségvetésének indoklása

mértékben elfogadó pozícióban van, tehát a piaci körülményekhez alkalmazkodik, azokra befolyással nem bír. Egy esetleges benchmark meghatározása – ahogy korábban is említettük - a devizaadósság vonatkozásában adott esetben korlátozhatná a változó körülményekhez történő rugalmas alkalmazkodást.

A **KESZ minimális/optimális állománya mutató** meghatározásakor az adósságkezelő a prognosztizált másfél havi finanszírozási igényt veszi optimális állománynak. A finanszírozás biztonsága érdekében a mutató nap végi (záró) értéke csak a meghatározott értéktől felfelé térhet el. Ez gyakorlatilag az államadósság és a költségvetés finanszírozásának likvid tartaléka. Az államadósság finanszírozás vonatkozásában esetenként igen jelentős mind a lejáró adósságállomány törlesztési igényeinek, mind a másodlagos kötvénypiaci műveleteknek a likvid pénzállomány (azaz a KESZ egyenlege) igénye. Ehhez adódik hozzá a költségvetés folyó kiadásainak finanszírozási igénye. Jelenleg a teljesítménymutatón belül nem kerül külön meghatározásra az előbb említett három önállóan kezelhető finanszírozási igény, azokat a mutató egyben tartalmazza.

Fentiek alapján megállapíthatjuk, hogy a meghatározott teljesítménymutatók kívánt érték felé való elmozdulása az adósságkezelés költségein a kockázatok kezelésén keresztül befolyásolja az adósságmutató (államadósság/GDP) alakulását. Az ÁKK Zrt. – egyfelől az adósságkezelés költségein – keresztül tud hatni az államadósság-mutató alakulására. Ez a hatás éves szinten százmilliárdos nagyságrendű, ami az államadósság egészéhez képest kismértékű, de a folyó költségvetésben jelentős tételnek számít. Másfelől az államadósság összegét jelentősen befolyásolja a forint árfolyamának változása. A forint leértékelődése kisebb mértékben növeli az államadósság forintban számított értékét akkor, ha az államadósságon belül a devizaadósság aránya kisebb.

A továbbiakban azt vizsgáljuk, hogy az elemzett időszakban a benchmark értékek változtak-e. Kitérünk arra is, hogy a mutatók és azok változtatása mennyiben ösztönözte az adósságkezelőt a költség és kockázat optimalizálására.

A **4. számú táblázat** mutatja be az elemzett időszakban a forint-deviza adósságállomány arányának benchmark és tény értékeit.

4. számú táblázat

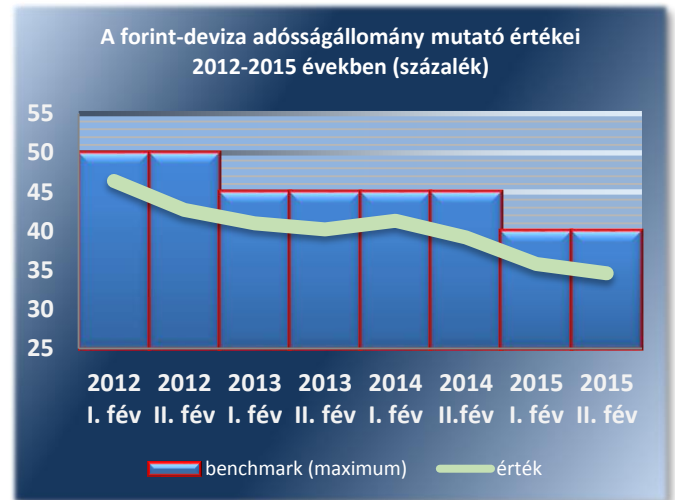
A forint-deviza adósságállomány mutató féléves átlagértékei 2012-2015 években (százalék)

Év	2012		2013		2014		2015	
	I. Félév	II. Félév	I. Félév	II. Félév	I. Félév	II. Félév	I. Félév	II. Félév
deviza benchmark (maximum)	50-25	50-25	45-25	45-25	45-25	45	40	40
mutató értéke*	46,4	42,7	41,0	40,2	41,3	39,2	35,8	34,6

Forrás: ÁSZ szerkesztés az ÁKK Zrt. negyedéves benchmark jelentései alapján

*a féléves érték a vonatkozó két negyedév végi 90 napos átlag számtani átlaga

1. számú ábra



Forrás: ÁSZ szerkesztés az ÁKK Zrt. negyedéves benchmark jelentései alapján

Mind a

4. számú táblázat mind az **1. számú ábra** jól mutatja, hogy a benchmark érték az elemzett négy éves időszakban, két lépcsőben tíz százalékponttal (50 százalékról 40 százalékra) csökkent. Ezzel párhuzamosan a 2012. év eleji (2011. december végi) 49,6 százalékról a mutató értéke 2015. december végére 33,5 százalékra, azaz 16,1 százalékponttal csökkent. Ezen mutató értékére befolyást gyakorol – esetenként jelentős mértékben – a devizaárfolyam. Tekintettel arra, hogy a következő mutató – a devizaadósság deviza összetétele – az elemzett időszakban közel 100 százalék volt (maximum 2 százalékpontos eltéréssel), így a devizaállomány értékére az euró árfolyam volt hatással. Az euró-forint árfolyam 315,28 forintról (2012.01.02) 313,22 forintra (2015.12.31) változott, tehát a forint az euróhoz képest 0,65 százalékkal erősödött. Ezt a hatást kiszűrve is 16 százalékpont közeli a devizaarány csökkenése – a kiinduló állomány aránya közel harmadával csökkent - mely egyértelműen az ország nemzetközi folyamatoknak való kitettségét csökkenti.

A táblázat adataiból jól látható viszont, hogy a benchmark érték a korábbi sávorsól (25-50) felső korlátosra változott (csak a maximum érték került meghatározásra). Ez vajon azt jelenti, hogy a korábban meghatározott minimum elvárt huszonöt százalékos devizaarány 2014 negyedik negyedévtől nulla százalékra csökkent? Megfontolandó szempont, hogy az adósságkezelés költsége szempontjából a kockázatot is figyelembe véve mekkora az optimális deviza adósság arány az adósságállományon belül.

Az elemzett időszakban a deviza adósságállomány kamat összetétele (fix-változó arány) benchmark nem változott. Az optimális szint 66 százalék volt, az elfogadási tartomány (fix kamatozású arány) 62,7-67,7 százalék között

volt. A mutató tényleges értéke (90 napos átlagolt arány) a kezdeti 64,7 százalékról 66,9 százalékra, 2,2 százalékponttal nőtt. Az elemzett időszakban végig az elfogadási tartományban és az optimálisként megjelölt szint közelében maradt.

A forint adósságállományon belül ennél tágabb elfogadási tartomány került meghatározásra, optimális érték nélkül. Az elvárt értékek a teljes időszakban 61 és 83 százalék közötti fix kamatozású forint adósságállományon belüli arány volt, melyet az **5. számú táblázat** és **2. számú ábra** mutat be.

5. számú táblázat

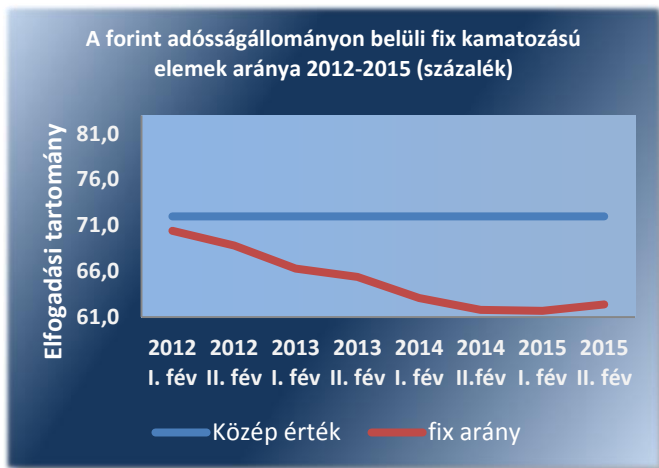
A forint adósságállományon belüli fix kamatozású állomány arány mutató értékei 2012-2015 években (%)

Év Félév	2012		2013		2014		2015	
	I.	II.	I.	II.	I.	II.	I.	II.
fix forint arány benchmark	83-61	83-61	83-61	83-61	83-61	83-61	83-61	83-61
mutató értéke*	70,4	68,8	66,3	65,4	63,1	61,8	61,7	62,4

Forrás: ÁKK negyedéves benchmark jelentések

*a féléves érték a vonatkozó két negyedév végi 90 napos átlag számtani átlaga

2. számú ábra



Forrás: ÁKK negyedéves benchmark jelentések

A tényleges (átlagolt) érték a kezdeti (2011. decemberi záró) 70,5 százalékról az időszak végére (2015. december) 62,6 százalékra, 7,9 százalékponttal csökkent. Az optimális érték meghatározás elhagyása azért indokolt, mert a jelenlegi teljesítménymutatók kidolgozásakor a hatékony portfóliók meghatározása során kimutatásra került, hogy az adósságállomány diverzifikáltságának és a fix kamatozású forint adósság állomány arányának hatékony összetétele egymással együtt mozog. A benchmark értékek meghatározásához 2004-ben lefolytatott modellezés is rámutatott, hogy a portfólió érték és kamat kockázat – így a költség – szempontjából is,

a hatékony portfólió elérése érdekében a deviza adósságállomány arányának növekedésével (csökkenésével) párhuzamosan célszerű a fix kamatozású forint adósságállomány arányának növelése (csökkentése). Az adósságkezelő tevékenységének köszönhetően fenti összefüggés érvényesült, hiszen a deviza arány 16 százalékpontos csökkenése mellett a fix kamatozású forint adósságállomány aránya közel 8 százalékponttal csökkent. A kérdés csak az, hogy az elemzett időszak piaci környezetében a két mutató értéke mennyire esett közel a hatékony portfólióhoz. Jelen elemzés keretében nincs lehetőség a szükséges mélységű modellezésre annak érdekében, hogy megállapítható legyen, a 2015 év végi portfólió mennyire esik közel a kockázatok és a költségek szempontjából hatékony portfólióhoz.

A **6. számú táblázat** a forint adósságállomány befektetői szektorok szerinti állományát mutatja be 2015 decemberében.

6. számú táblázat

Forint adósságállomány befektetői szektorok szerint 2015. december (Mrd Ft)

	Államkötvény	Diszkont Kincstárjegy
Magyar Nemzeti Bank	39	0
Bankok és pénzügyi alapok	5 630	579
Háztartások és non profit intézmények	1 117	2 035
Külföld	4 305	10
Biztosítók, Nyugdíjpénztárak	1 739	176
Befektetési alapok (a pénzügyi alapok kivételével)	773	153
Kormányzati szektor	21	95
Nem pénzügyi vállalkozások és egyéb befektetők	89	87

Forrás: ÁKK negyedéves benchmark jelentések

Mint a táblázat adataiból is jól látható, a forint adósságállományban jelentős a külföldi befektetők részesedése, elsősorban a kötvények vonatkozásában. Ez annak ellenére van így, hogy a forint kötvények esetében a külföldi befektetőket terheli az árfolyamváltozás kockázata. Ezt a befektetők nyilvánvalóan csak megfelelő kamat mérték mellett vállalják. A kamatot ugyanakkor a piaci verseny határozza meg, amelyben nagy szerepet játszik az, hogy a potenciális befektetők mennyire bíznak a magyar gazdaságban és a forint értékállóságában.

Az MNB „önfinanszírozási” programjának hatása az államadósság finanszírozásának biztonságára és költségeire

Az önfinanszírozási program bemutatását a Pénzügyi Szemle 2016/1. számában megjelent Kolozsi Pál Péter – Hoffmann Mihály: A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel című cikk felhasználásával készítettük: „A 2007–2008-ban kirobbant gazdasági válság világszerte átalakította a gazdaságpolitikáról, illetve azon belül is a monetáris politika szerepéről, feladatáról, felelősségéről alkotott nézeteket. Magyarországot kiemelten sérülékeny állapotban érte el a krízis, így a gazdaságpolitika átalakításának központi eleme volt a külső sérülékenység csökkentésének célja. Ezt szolgálta a Magyar Nemzeti Bank 2014-ben meghirdetett Önfinanszírozási programja, amely a jegybanki eszköztár átalakításával segítette elő – a jegybanktörvény felhatalmazásának és előírásának megfelelően – a pénzügyi stabilitás erősítését és a külső sérülékenység csökkentését.”¹²

„Az önfinanszírozási program hatásmechanizmusa a következő lépésekkel jól jellemezhető.

1. A jegybanki eszközök likviditási profiljának módosítása (rontása) miatt a bankok a likviditási szempontból kedvezőbb likvid értékpapírok irányába mozdulnak el. Mivel a magyar értékpapírpiac sajátosságai miatt a likvid, jegybanki műveletek során fedezetként elfogadható értékpapírok domináns szereplői a magyar állampapírok, így az átstrukturálódás elsősorban az állampapírpiacot érinti (HUF-kötvény emelkedik, MNB-betét csökken a bankrendszer mérlegének eszközoldalán, illetve a jegybank forrásoldalán a sterilizációs állományt jelentő MNB-betét csökken, a kincstári egységes számla (KESZ) pedig nő).
2. A magyar állam az előzőekből adódó többletkeresletet kihasználva forintban újítja meg lejárató devizaadósságát, azaz a lejáratnak megfelelő mértékben többlet-forintkibocsátást hajt végre (HUF-kötvény emelkedik az államháztartás mérlegének forrásoldalán, illetve ezzel párhuzamosan az eszközoldalán emelkedik a KESZ egyenlege).
3. A devizalejárat esedékességekor az állam a jegybanknál a többlet-forintkibocsátást devizára konvertálja, majd ezt visszafizeti a külföldi befektetőnek (a jegybank mérlegében a konverzió miatt csökken a KESZ és a devizatartalék, a törlesztés miatt az államháztar-

tásnál a KESZ és a devizakötvény-tartozás, a külföldnél pedig a magyar devizakötvényt külföldi kibocsátású devizaeszköz váltja fel).

Az önfinanszírozási program keretében végrehajtott változtatások az ismertetett hatásmechanizmuson keresztül támogatják a külső sérülékenység csökkentését, hiszen végső soron a jegybanki betéti eszközök likviditási profiljának módosítása a devizaadósság, illetve a külsőadósság csökkentéséhez vezetnek.”¹³

A fenti hatásmechanizmus – bár jelentős egyszerűsítésekkel – jól leírja, hogy a kettős cél – a gyakorlati tapasztalatok alapján is – nagy hatékonysággal megvalósul. Az elsődleges cél a külső sérülékenység szempontjából, hogy az állam adósságában a külföldi devizában fennálló adósságállomány súlya csökkenjen. Ugyanakkor azáltal, hogy az „önfinanszírozási” program a belföldi bankok likvid forint állományát vonja be az államadósság finanszírozásba egyúttal megnöveli a hazai intézményi befektetők keresletét az adósságkezelő által most már forintban kibocsátott állampapírok iránt. Következésképpen nemcsak a devizában fennálló tartozásállomány csökken, hanem a forint állományon belül is nő a hazai befektetők aránya. Következésképpen az adósság forintra történő átváltása egyben jelentős részben a külföldi finanszírozó belföldre való cseréjével is együtt járt.

Fontos kiemelni, hogy a program lépéseit és a devizában fennálló adósságállomány lejáratú időpontjait a legjobb szándék és időzítés mellett sem lehetséges napi szinten összehangolni, különös tekintettel arra, hogy a pénzügyi szektorban is kell számolni némi – a nem pénzügyi szakmai szereplőkénél nagyságrendileg kisebb – tehetetlenséggel. A betétállomány átváltása, a banki likviditáskezelési gyakorlat megváltozása nem azonnal, nem teljes körűen történik meg. Ez az ÁKK részéről azt igényli, hogy a deviza adósság lejáratú előtti időszakban folyamatos többlet forint kötvény kibocsátással gyűjtse össze a törlesztéshez szükséges volumenű KESZ állományt. Ez átmenetileg – a deviza adósság törlesztéséig – az adósságállomány növekedéséhez vezet.

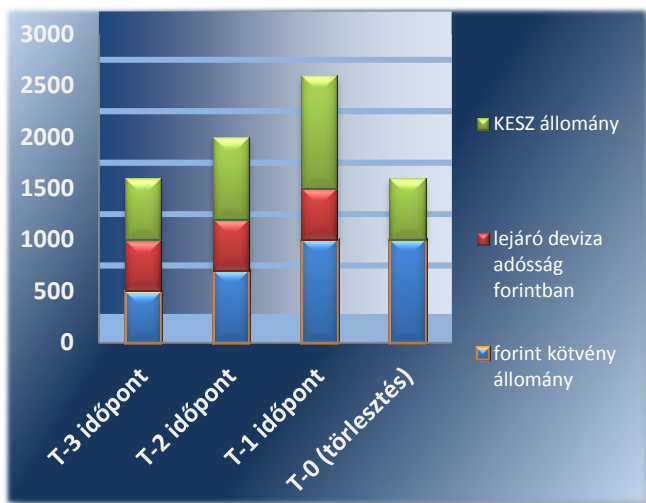
A 3. számú ábra szemlélteti a folyamatot egy olyan fiktív eseményen, melynél a kiinduló állapot szerint (T-3) az államháztartásnak a KESZ-en 600 egységnyi forintja, 500 egységnyi forint kötvény adóssága és 500 (forint) egységnyi lejáratú deviza adóssága van. A törlesztéshez szükséges többlet forintot két forint kötvénykibocsátás során tudja esetünkben az adósságkezelő begyűjteni (T-2 és T-1 időpontok). A második kibocsátás után látszik, hogy a kötvénytartozás (forint és deviza együtt) az induló 1.000 (500+500) egységnyiről megnövekedett 1.500 egységnyire (1.000+500). Ezzel párhuzamosan a kincstári egységes számlán már rendelkezésre áll a törlesztéshez szükséges likvid forint állomány (600 egységnyiről 1.100 egységnyire nőtt).

¹² Kolozsi Pál Péter – Hoffmann Mihály: A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel – Pénzügyi Szemle 2016/1

¹³ Kolozsi Pál Péter – Hoffmann Mihály: A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel – Pénzügyi Szemle 2016/1

3. számú ábra

A deviza adósság átváltása forint adósságra (fiktív példa)



Forrás: ÁSZ szerkesztés

Természetesen fenti szemléltetésnél a bemutatandókon kívüli számtalan körülményt, változót változatlanok illetve adottak tekintettük, hogy a folyamat önálló lényegi részét kiemelhessük. Elengedhetetlen feltétel például az, hogy az MNB-nél rendelkezésre álljon a szükséges deviza mennyiség, melyet az ÁKK Zrt. fel kíván használni a törlesztés érdekében.

A törlesztést követően – mivel éltünk a fenti egyszerűsítésekkel – látható, hogy az adósságállomány és a KESZ értéke „visszaáll” a példa szerinti kezdő értékekre, mindössze az adósságállomány szerkezete módosult. A deviza adósságból forint adósság lett a jövőre nézve.

Megállapítható, hogy a deviza adósság „forintosítása” – az átmeneti adósságállomány növekedés következményeként – legalább olyan mértékű költséggel jár, mely megfelel a kibocsátott kötvény után fizetendő kamat és a KESZ állomány növekmény után kapott kamat különbségével.

Az egyik lényeges körülmény a „forintosítás” szempontjából a devizaárfolyam változás, melyet példánkban változatlanok tekintettünk. Az adósságállomány deviza arányának csökkentése, mint az a kormányzati stratégiai törekvések indoklásában is szerepel, csökkenti a magyar gazdaság külső hatásoknak való kitettségét. Az ország pénzügyi stabilitása ennek eredményeképpen kevésbé függ a nemzetközi folyamatoktól. Evidens, hogy az államadósság finanszírozásában bekövetkező kockázat csökkenése, a befektetők (finanszírozók) részéről a kockázat növekedésével jár. Ez azt jelenti, hogy a befektetőnek kell viselni a forint árfolyam változásából adódó kockázatot. Annak a kockázatát, hogy befektetésének értéke – nemzetközi értékelést tekintve – csökken, amennyiben a forint árfolyama „romlik” (tehát az adott mennyiségű forintért kevesebb devizát – EUR, USD – kap átváltáskor). Ezt a kockázatot racionálisan gondolkodó befektető csak akkor vállalja, ha ezért megfelelő

„árat” kap cserébe. A megfelelő ellenszolgáltatás a nemzetközi összehasonlításban magasabb kamat formájában jelenik meg. A nominálisan nagyobb kamat kifizetés csak akkor tekinthető többlet költségnek az adósságfinanszírozás szempontjából, ha a várakozással ellentétesen változik a forint árfolyama a meghatározó devizákkal szemben.

Az ÁKK Zrt. intézkedései a finanszírozás költségeinek leszorítása érdekében

Az adósságszolgálattal kapcsolatos kiadások nagyságrendje (2014-ben mintegy 1 500 Mrd Ft), illetve a központi költségvetés kiadásain belüli aránya (2014-ben mintegy 8%) kiemelten indokolná, hogy az adósságkezelési tevékenységhez kapcsolódóan a költségekkel szemben elvárt követelmény meghatározásra kerüljön. Ennek ellenére az ÁKK Zrt. nem dolgozott ki a költségekkel szemben elvárt követelményrendszert. Így a finanszírozás költségeinek leszorítása érdekében tett intézkedései sem értékelhetők explicit módon, azaz az előre meghatározott célértékekkel összevetve.

A központi költségvetés adósságának átlagos állománya 2014. évre a 2012. évi 20 737 Mrd Ft-ról 24 032 Mrd Ft-ra emelkedett, amely 16 %-os növekedésnek felel meg. Ugyanezen időszak alatt az államadósság-kezeléssel összefüggő költségek – bruttó kamatkiadás+jutalékok+egyéb kiadások – 1 218 Mrd Ft-ról 1 447 Mrd Ft-ra növekedtek. Ez 19 %-os emelkedést jelent. Ezt azonban indokolt korrigálni a tranzakciós illeték 70 Mrd forintos tételével, mivel az a költségvetés egésze számára nem jelentett többletkiadást. A bruttó kamatkiadások helyett pedig a nettó kamatkiadás jellemzi jobban az adósságkezelés tényleges költségét. Ugyanezen időszakban a jutalékok adósságállományhoz viszonyított aránya 0,06 %-ról, 0,4 %-ra növekedett.

A teljesítménymutatók elérése, illetve az adósság szerkezet megtartása érdekében az ÁKK Zrt. a kibocsátások mellett kockázatkezelési ügyleteket (kamat-, devizaswap) kötött, amelyek bevételt (nyereséget) eredményeztek a költségvetés számára.

A devizaportfólióhoz kapcsolódóan megjelenő deviza keresztárfolyam-kockázat kiküszöbölése érdekében – a stratégiában meghatározott céllal összhangban – az ÁKK Zrt. az elemzett időszakban lényegében minden nem euró kötelezettséget devizaswapok segítségével euró-kötelezettségre váltott át.

A kamatkockázat csökkentése érdekében a devizaportfólióban a fix kamatozású elemek arányának benchmark célértéke a korábban említettek alapján 66%-on lett meghatározva (az elfogadási tartomány 62,7%-67,7%), melyet az ÁKK Zrt. szintén nagyrészt swapkötések (kamatswap, ill. deviza-kamatswap ügyletek) révén ért el. A

swapügyleteken belül a devizaswapok tehát nem kamatmegtakarítási céllal kerülnek megkötésre, a kamatswapok azonban igen, pontosabban a várható kamatmegtakarítás érdekében, de egyúttal nagyobb, még elfogadható mértékű kamatkockázat vállalásával.

Az ÁKK Zrt. a swapügyletek 2012-2014-ben elért eredményéről elemzést készített, melyben bemutatta az ügyletek összesített költséghatását, illetve eredményességét. Az elemzés bemutatta továbbá, hogy 2012-2014-ben mind a devizaswapok, mind a kamatswapok kamatnyereséget eredményeztek a költségvetés számára (pl. 2014-ben összességében mintegy 86 Mrd Ft-ot), bár nem ez volt az elsődleges cél, hanem a kockázat csökkentése. Következésképp bizonyos fokig van átválthatóság a költségek és kockázatok között anélkül, hogy ez számottevő költségemelkedéssel járna.

NEMZETKÖZI KITEKINTÉS, AZ ADÓSSÁGKEZELÉS KÖLTSÉG-KOCKÁZAT SZEMPONTÚ ÖSSZEHAJONLÍTÁSA

Az államadósság-kezelési stratégiában megfogalmazott célok és benchmarkok, valamint a hazai adósságkezelési tevékenység értékelése szempontjából hasznos lehet a nemzetközi szakirodalom, valamint egyes országok adósságkezelési tevékenységének áttekintése, amely információval szolgál egyrészt az adósságkezelési tevékenység legfontosabb céljainak és eszközeinek feltérképezéséhez, másrészt a benchmarkok alapján meghatározott optimális adósság-portfólió költség-kockázat szempontú elemzéséhez.

Az adósságkezelés általános irányvonalai, céljai stratégiában kerülnek megfogalmazásra az adósságkezelők számára. A stratégiai célokhoz kapcsolódóan számszerűsített teljesítménymutatókat (benchmarkokat) alakítanak ki, amelyek az adósság-portfólió kockázati tényezőit hivatottak kezelni. A benchmarkok többek között az adósságkezelés finanszírozási-, likviditási-, kamat-, valamint árfolyam-kockázata vonatkozásában nyújtanak iránymutatást az éves finanszírozás, ezáltal a kibocsátások tervezéséhez. A kockázatok elleni védelem, a finanszírozás stabilitásának megteremtése azonban többlet költséggel jár: az állampapírok hosszabb lejáratú ideje, a devizaforrások csökkentése, az adósság-portfólió fix kamatozásának erősítése, valamint a megfelelő mennyiségű likviditási tartalék egyaránt hatással vannak az adósságfinanszírozás költségeire, általában növelve annak kamatterheit. (Előfordulhat ennek ellenkezője is, amikor a kamatok gyors és nagymértékű növekedése következtében a hosszú távú, fix kamatok alacsonyabbak, mint a rövidlejáratú állampapírok hirtelen megemelkedett kamata.) A benchmarkok meghatározása, illetve az optimális adósság-szerkezet kialakítása során a költségek, valamint a kockázatok közötti átváltást kell mérlegelni, különböző forgatókönyvek figyelembevételével.

A fentiekben azzal a feltételezéssel élünk, hogy a stratégiában meghatározott célok hatással vannak az említett kockázati elemekre. Megjelenik azonban egy olyan tényező is, amelyre az adósságkezelőnek rövid távon nincs befolyása, ez az ország külső, hitelkockázati megítélése, amely ugyancsak jelentős hatást fejt ki az adósság kamatköltségeire. Elemzésünk ezen része rávilágít a két tényező – kockázati felár, kamatköltség – közötti összefüggés jellegére, valamint a külső hatást kiszűrve a stratégiai célok szerepét vizsgálja az adósságfinanszírozás költségeiben jelentkező eltérésekben.

Az elemzés jelen fejezete bemutatja az adósságkezelési stratégiákban megfogalmazott célok érvényesülését 29 európai ország gyakorlatában, valamint összehasonlítást ad a

nemzeti valutával rendelkező és az euró-övezethez tartozó országok tekintetében a legfontosabb teljesítménymutatók alakulásáról, figyelembe véve az adósságkezelők számára külső adottságként jelentkező ország kockázatot.

Az adósság állománya, valamint az államháztartás központi alrendszerének a hiánya (esetleg többlete) az adósságkezelő szervezetek számára alapvetően külső adottságként jelenik meg, ahogyan a GDP is. Az adósságkezelési tevékenység eredményessége tehát nem elsősorban a GDP arányos adósságmutató változásában keresendő, hanem a finanszírozás stabilitásának biztosításában, és az adósságszolgálattal kapcsolatos költségek alakulásában. Meg kell jegyezni ugyanakkor, hogy hosszabb távon az adósságkezelő a finanszírozási költségek, az árfolyamváltozások, valamint a likviditási tartalékok alakulása révén hatással van az adósságmutatóra is.

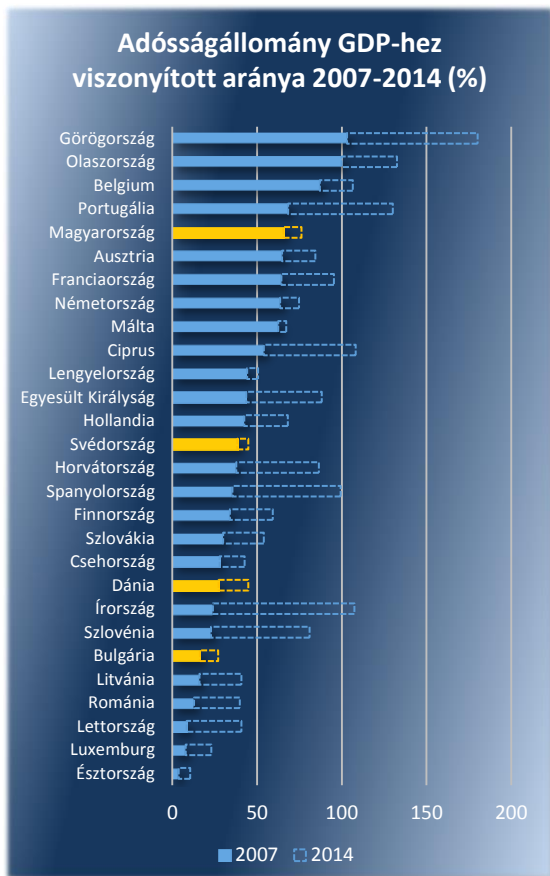
A nemzetközi összehasonlításban vizsgált szervezetek által, az államadósság-kezelési stratégiákban megfogalmazott célok országonként alapjaiban megegyeznek: a meghatározott célok az adósságkezelési tevékenység **költség-kockázat szempontú megközelítésére** helyezik a hangsúlyt. Ennek megfelelően a költségvetés finanszírozási szükségletét az adósságkezelőknek a kockázatok – finanszírozási, árfolyam, valamint kamatkockázat – minimális, illetve elfogadható szinten tartása mellett, a hosszú távú költségek minimalizálásával kell biztosítani. A stratégiákban megfogalmazott kettős cél azonban a gyakorlatban – országonként – eltérő módon érvényesül: az elemzés jelen fejezete az európai országok adósságkezelési tevékenységét az országok kockázati megítélése, valamint a finanszírozás átlagos költségei tekintetében értékeli, amely alapján két csoport körvonalazódik: az adósságkezelés költség-, illetve kockázat központú megközelítése.

Az adósságkezelési tevékenységet a vizsgált országokban jellemzően a pénzügyekért felelős minisztérium (pl. Bulgária, Csehország, Lengyelország), vagy önálló gazdasági társasági formában működő szervezet (pl. Svédország, Magyarország) látja el, ugyanakkor előfordul az is, hogy a központi bank végzi az államadósság kezelését (pl. Dánia).

A nemzetközi összehasonlítás eredményeinek bemutatása

A vizsgált országok GDP-hez viszonyított adósságmutatójának, valamint kamatköltségeinek alakulását 2007-ben, valamint 2014-ben a **4. és 5. számú ábrák** szemléltetik, amelyekben sárga színnel kiemelt a későbbiekben részletesen is bemutatásra kerülő 4 ország: Bulgária, Dánia, Magyarország és Svédország.

4. számú ábra



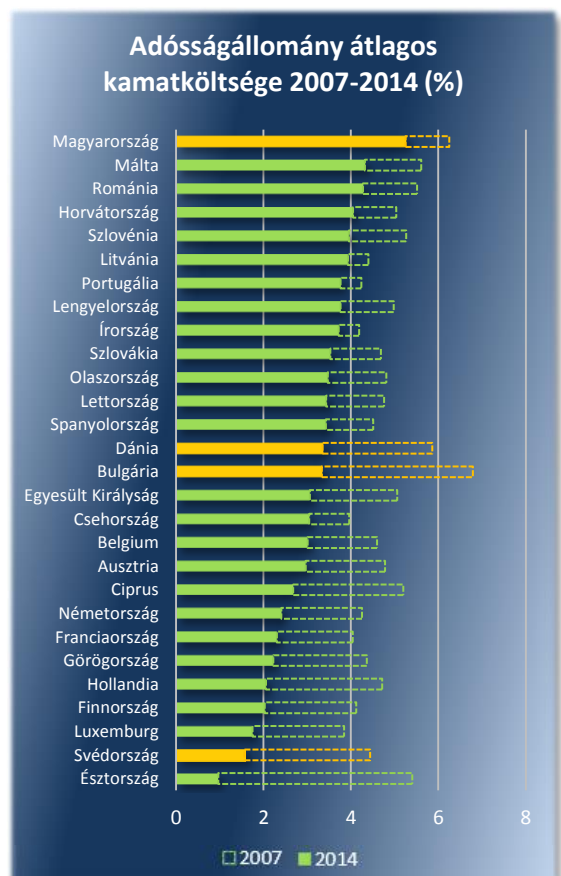
Forrás: ÁSZ szerkesztés – EUROSTAT adatok alapján

A fenti mutatók változásáról 2011 és 2014 között a 1. sz. melléklet ad számszerű összehasonlítást. Az adatok alapján megállapítható, hogy a GDP arányos adósságmutató az európai országok 75%-a esetében emelkedett, ezzel szemben az egységnyi adósságra jutó kamatköltség az országok 89%-a esetében csökkenést mutatott az említett időszakban.

Az 5. számú ábrán jól látszik, hogy a vizsgált országok közül a magyar fajlagos adósságkezelési költség a legmagasabb, ezért elemzésünk további részében ennek okait kívánjuk feltárni.

Ennek első lépéseként kísérletet teszünk a **fajlagos finanszírozási költségek** tekintetében az átlag megállapítására, amelyben figyelembe vesszük a válság következtében megemelkedett kockázati felár hatását. A kockázati felár (CDS) beépül a kamatköltségekbe, amely a kockázatosabbnak minősített országok adósságfinanszírozását költségesebbé teszi. Tekintettel arra, hogy ez olyan külső hatás, amelyre az adósságkezelési stratégia hatásköre – rövidtávon – nem terjed ki, ezért úgy véljük, hogy hatásának kiszűrésével az adósságállomány kamatköltségeiről objektivebb, összehasonlíthatóbb képet kaphatunk. Az összefüggést tehát az alábbiak szerint mutatjuk be:

5. számú ábra



Forrás: ÁSZ szerkesztés – EUROSTAT adatok alapján

1. Az ország kockázatot a **CDS-felár** alapján számszerűsítettük, amely az államkötvények nem teljesítővé válásának kockázatára köthető piaci biztosítási csempületek (CDS) középárfolyama. A CDS-felár tehát alapvetően az ország hitel (visszafizetési) kockázatára utal, és nem jelenik meg benne az adósság finanszírozás során kezelendő megújítási-, kamat-, valamint árfolyam kockázat.
2. A **finanszírozás átlagos költségét** az egységnyi bruttó adósságra jutó bruttó kamatköltség alapján mutatjuk be, amelyet egységesen az EUROSTAT adatai alapján határoztunk meg.

A változók közötti korreláció bemutatása érdekében az adatsorra regressziós görbét illesztettünk, amely lehetőséget ad az országok fenti jellemzők alapján történő csoportosítására, ezáltal az adósság-kezelési stratégiák, benchmarkok értékelésére. A statisztikai elemzés eredményei az euróövezetbe tartozó, valamint a nemzeti valutát használó országok esetében is arra utalnak, hogy az ország kockázati szint emelkedésével az adósságállomány finanszírozási költségei is emelkednek. A változók közötti összefüggés tekintetében számításaink szerint az euró-övezetbe tartozó országok ($R^2 = 0,35^{14}$), valamint a saját valutát használó országok esetében is a logaritmikus ($R^2 = 0,63$) regressziós

¹⁴ A determinációs együttható (R^2) értéke mutatja a változók közötti kapcsolat erősségét, ezáltal a regressziós függvény értékekre való illeszkedésének helyességét.

függvény tükrözi legjobban a két változó közötti összefüggést (6. és 7. számú ábrák).

A két adathalmaz tekintetében az összefüggés szorosságára utaló determinációs együtthatók (R^2) közötti különbség elsősorban Észtország sajátos helyzetével indokolható, amely jelentősen eltér az euró-övezet átlagától, ezáltal befolyásolva az említett mutatót. Az euró-övezetet Észtország nélkül vizsgálva elmondható, hogy az $R^2 = 0,66$, amely meghaladja a másik csoportban tapasztaltat, és egyben a vizsgált változók közötti szoros korrelációt jelzi.

A két függvény paraméterei arra utalnak, hogy az euró övezetet alacsonyabb induló kamatszint jellemzi: CDS = 0 bázispont mellett az egységnyi átlagos kamatköltség 0,24%, míg a másik csoportban közel 0,40%.

—▶ Euró-övezet:

$$y = 0,6747\ln(x) + 0,2429$$

—▶ Nemzeti valutát használó országok:

$$y = 0,7337\ln(x) + 0,3978$$

A logaritmikus függvények meredeksége alapján megállapítható, hogy az eurót használó országok esetében magasabb kockázati szinthez laposabb regressziós görbe tartozott 2014-ben, tehát az euró-övezet a magas CDS-felárral jellemezhető országok kamatköltség szintjére mérséklő hatással

volt, ezáltal arányaiban alacsonyabb költségen tudták biztosítani az adósságállomány finanszírozását, a saját valutát használó országokhoz képest. Ez elsősorban az árfolyam kockázat szerepére vezethető vissza, amely a nemzeti valutát használó országok esetében jellemzően költségnövelő, esetenként azonban költségcsökkentő tényezőként jelenik meg (biztonságosnak minősített országok, például Svédország esetében).

A regressziós vizsgálat nem tartalmazza az euró-övezet-höz tartozó Ciprust és Görögországot, az alábbi okokból kifolyólag: Ciprus esetében 493 bázispontos kockázati felárhoz 2,68% adósságarányos kamatszint tartozik, míg Görögország esetében 1281 bázispontos kockázati felár mellett az adósságarányos kamatszint átlagosan 2,22%. Ezzel mindkét ország adóssága alacsony átlagos finanszírozási költségűnek tekinthető és láthatóan eltér a felvázolt statisztikai modelltől. Nem szabad azonban elfelejteni, hogy Görögország és Ciprus adósság finanszírozásában is hangsúlyos szerepet kaptak az IMF, illetve az Európai Unió által – az államcsőd elkerülése érdekében – folyósított hitelek, amelyek kamatozása eltér az állampapír piaci hozamoktól, befolyásolva ezáltal az elemzésben vizsgált országokkal való összehasonlíthatóságot.

6. számú ábra Az egységnyi adósságra eső átlagos kamatköltség alakulása a CDS-felár függvényében (2014) 7. számú ábra



Forrás: ÁSZ kimutatás (EUROSTAT, S&P Global Market Intelligence adatai alapján)

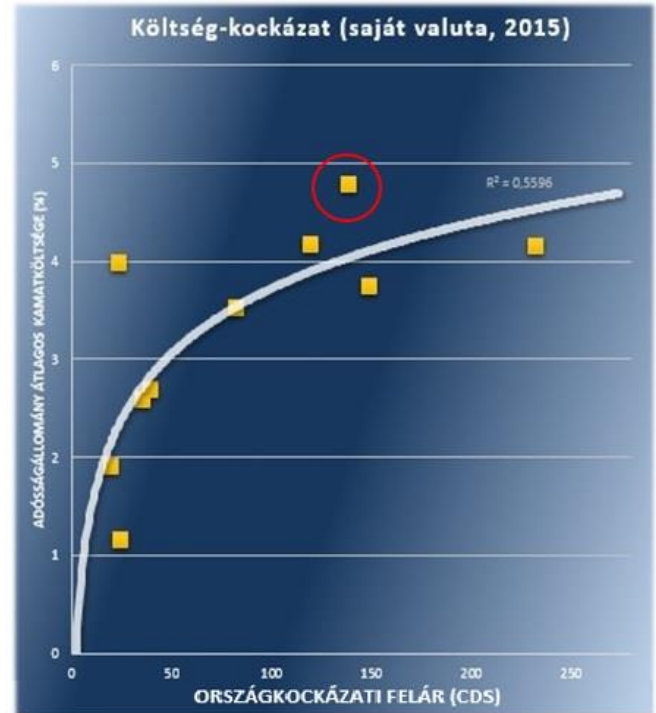
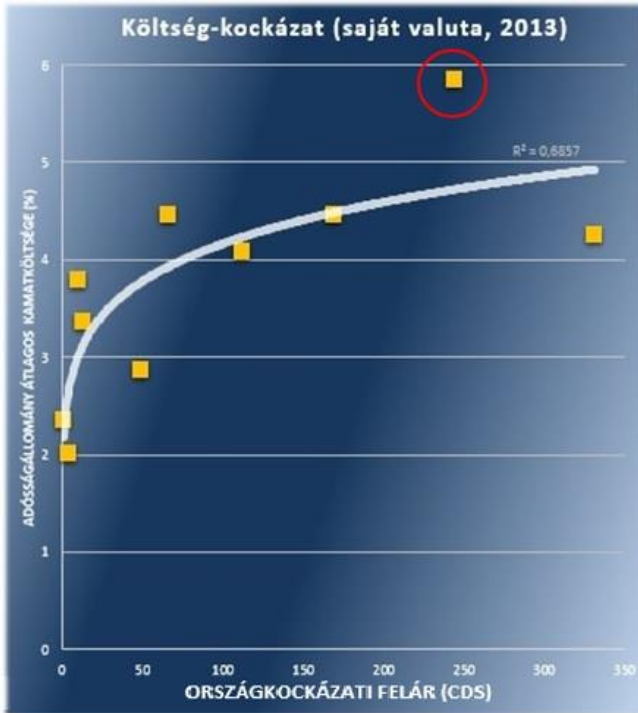
Az elemzés eredménye mindkét csoportban igazolja a változók – CDS-felár, egységnyi adósságra eső átlagos költség – közötti **kapcsolat sztochasztikus jellegét**, ezáltal annak tendenciaszerű összefüggésére utal. Ennek megfelelően

az ország kockázat hatása kimutatható az adósság kamatköltségeinek alakulásában, ugyanakkor nem kizárólagosan határozza azt meg. A Magyarországra jellemző, magas egységnyi **kamatköltséget** tehát a **CDS-felár** csak **részben** magyarázza.

Tekintettel arra, hogy az adósságállomány átázódása több éves folyamat, ezért a tőkepiac hozamingadozásai, valamint a kockázati felár változásának hatása is csak késleltetetten jelentkezik a kamatköltségekben. Érdeemes tehát több éves időszakot vizsgálni annak érdekében, hogy feltár-

juk a változások irányát, illetve annak mértékét. Ennek érdekében – az előzőekben ismertetett módszertan alapján – elkészítettük a 2013, illetve 2015 évekre vonatkozó összehasonlítást is, amelyet a **8. és 9. számú ábrák** mutatnak be:

8. számú ábra Az egységnyi adósságra eső átlagos kamatköltség alakulása a CDS-felár függvényében (2013. és 2015.) 9. számú ábra



Forrás: ÁSZ kimutatás (EUROSTAT, S&P Global Market Intelligence adatai alapján)

A három év összehasonlításából jól látható, hogy a fajlagos kamatköltség tekintetében Magyarország folyamatosan javulást mutat. Míg 2013-ben 5,86%-os értékével 1,14 százalékponttal az – adott kockázati szinthez tartozó – elméleti átlag felett volt. 2014-ben 5,25%-ra mérséklődött a fajlagos kamatköltség, amely a piaci hozamok globális csökkenése következtében továbbra is magas, 1,05 százalékpontos eltérést jelentett az átlagtól. 2015-ben azonban jelentős előrelépés figyelhető meg, így Magyarország 4,78%-os értéke az átlagtól már csupán 0,74 százalékponttal tért el. Megállapítható tehát, hogy 2013 és 2015 között a fajlagos **kamatköltség európai szinten mérséklődött**, ugyanakkor 2015-re **Magyarország az átlagnál nagyobb javulást tudott elérni**. Eközben kockázati felára közel 120 bázisponttal csökkent, amely 46%-os javulást jelent 2 év alatt. Ennek hatása fokozatosan épül be a finanszírozás költségeibe, ezért várhatóan 2015 után is folytatódik a kamatköltségek európai átlagtól való eltéréseinek csökkenése.

Az eltérések vizsgálatában említést érdemel egy másik lehetséges magyarázó változó, a GDP arányos adósságráta szerepe is. A magasabb adósságráta ugyanis nagyobb **refinanszírozási igényt** eredményez, amely az állampapír piac kínálati oldalának eltolódásával a hozamok növekedéséhez vezet. A 80%-os adósságráta finanszírozási költsége tehát –

azonos piaci körülményeket feltételezve – fajlagosan magasabb, mint például 40%-os GDP arány esetében.

Emellett nem lehet figyelmen kívül hagyni, hogy az EUROSTAT adatai az adósságkezelés eredmény szemléletben elszámolt bruttó kamatköltségeit tükrözik.

A bruttó kamatköltséget a kamatbevételekkel korrigálva kapjuk meg a nettó kamatköltség értékét.

A kimutatott eltérések vizsgálata során tehát nem szabad elfelejteni a **kamatbevételek költségsökkentő hatását**, amely országonként eltérő mértékben csökkentheti a bruttó kamatköltségeket. A kamatbevételek származhatnak egyrészt az államkötvények többszöri kibocsátásakor, illetve a visszavásárláskor jelentkező felhalmozott kamat és árfolyamnyereségből, valamint a KESZ (likviditási tartalék) után elszámolt kamatokból.

Az EUROSTAT kormányzati összehasonlító statisztikái alapján a kamatbevételek aránya a bruttó kamatköltségekhez viszonyítva – eredmény szemléletű elszámolás szerint – jellemzően 3% és 20% között alakult 2014-ben. Ez alapján megállapítható, hogy a kamatbevételek Magyarországra jellemző 4,9%-os aránya tehát nem befolyásolja szignifikánsan a fenti elemzés eredményeit.

Kamatköltségek alakulása a pénzügyi válságot megelőzően

A bemutatott elemzés eredményei alapján jól látható, hogy az adósságállomány fajlagos kamatköltségeit a CDS-felárak alakulása 2014-ben jelentősen befolyásolta. Ez elsősorban a nemzetközi pénzügyi válság hatásainak tudható be, amelyek az állampapír-piacokon is megjelentek: a befektetői bizalom megingásának, valamint a romló makrogazdasági mutatók hatására (a költségvetési hiány, ezzel együtt az adósságmutató emelkedése) a hitel, illetve ország kockázati felár szerepe a tőkepiacokon felértékelődött. Felvetődik tehát a kérdés, hogy a **válságot megelőző időszakban** a 2014-es adatokhoz viszonyítva milyen eltérés figyelhető meg a vizsgált – kamatköltségek és a kockázat felár közötti – összefüggés tekintetében. Az adósságmutató, valamint a kamat-költségek alakulásáról a válságot megelőző

évben a 4. és 5. sz. ábrák adnak összehasonlítást. Ezek alapján megállapítható, hogy az adósságmutató valamennyi európai országban emelkedett 2007 óta, míg a kamatköltségek tekintetében általános csökkenés figyelhető meg.

Az európai országokra 2007-ben jellemző alacsony csőd-kockázatot jól tükrözik a **10-11. számú ábrák**, amelyekben a 2014-es adatokhoz hasonlóan az euró-övezet tagállamai, valamint a nemzeti valutát használó országok elkülönítetten kerültek bemutatásra. Az ország kockázati felár 2014-ben jellemző, hozzávetőleg 250 bázispontos (Görögország és Ciprus kivételével) intervalluma a tőkepiaci válságot megelőzően mintegy 50 bázispont volt, amely arra utal, hogy az ország-specifikus **kockázati tényezők kisebb súllyal jelentek meg** a tőkepiaci árazásban. Hatványozottan figyelhető meg ez az euró-övezet országai között, amelyeket egységesen alacsony ország-kockázat (20 bázispont alatt), és ennek megfelelően hasonló, ugyanakkor a CDS-felár mentén lineáris növekedést mutató kamatköltségek jellemeztek.

10. számú ábra Az egységnyi adósságra eső átlagos kamatköltség alakulása a CDS-felár függvényében (2007) 11. számú ábra



Forrás: ÁSZ kimutatás (EUROSTAT, CMA Datavision adatai alapján)

Hasonló tendencia figyelhető meg a nemzeti valutát használó országokban is, ugyanis – a válságot legjobban leíró – lineáris regressziós függvény a két csoport esetében közel azonos, ugyanakkor a saját nemzeti valutát használó országok szórása a vízszintes, kockázati tengelyen lényegesen nagyobb (a CDS szórása a saját valutát használó csoportban 13 %, míg az euró-övezet esetében csupán 5,8 %).

A két csoport függvényeinek alábbi összehasonlítása azt mutatja, hogy az euró-övezet induló kamata alacsonyabb

(CDS = 0 bázispont mellett az egységnyi átlagos kamatköltség: 4,23), a függvény azonban meredekebb (egységnyi CDS változás hatása átlagosan 0,0315 százalékpont változás a kamatköltségekben), ugyanakkor a különbség egyik esetben sem tekinthető szignifikánsnak.

← Euró-övezet:

$$y = 0,0315x + 4,2305$$

← Nemzeti valutát használó országok:

$$y = 0,0298x + 4,4468$$

A lineáris regresszió a 2014-es adatokhoz viszonyítva lényegesen alacsonyabb összefüggést mutat a CDS-felár és az egységnyi kamatköltségek alakulása tekintetében. Az euró-övezet esetében az $R^2 = 0,24$, míg a nemzeti valutát használó országokban $R^2 = 0,31$.

A pénzügyi válság következtében a – gazdaság élénkítését célzó – jegybanki alapkamat csökkentések hatása az állampapír hozamokban is megfigyelhető: az adósságállomány átlagos költsége 2007-től 2014-re a teljes adathalmaz vonatkozásában mintegy 1,74 százalékponttal csökkent, míg az átlagos kamatszint körüli szórása 0,22 százalékponttal emelkedett, amely az ország kockázati felár szerepének felértékelődésére, valamint hatásának – a finanszírozási költségekbe történő – beépülésére is utal. Ezt támasztja továbbá alá az is, hogy a változók közötti korreláció is jelentősen emelkedett 2014-ben.

A költség-kockázat elemzés alapján azonosított csoportok bemutatása

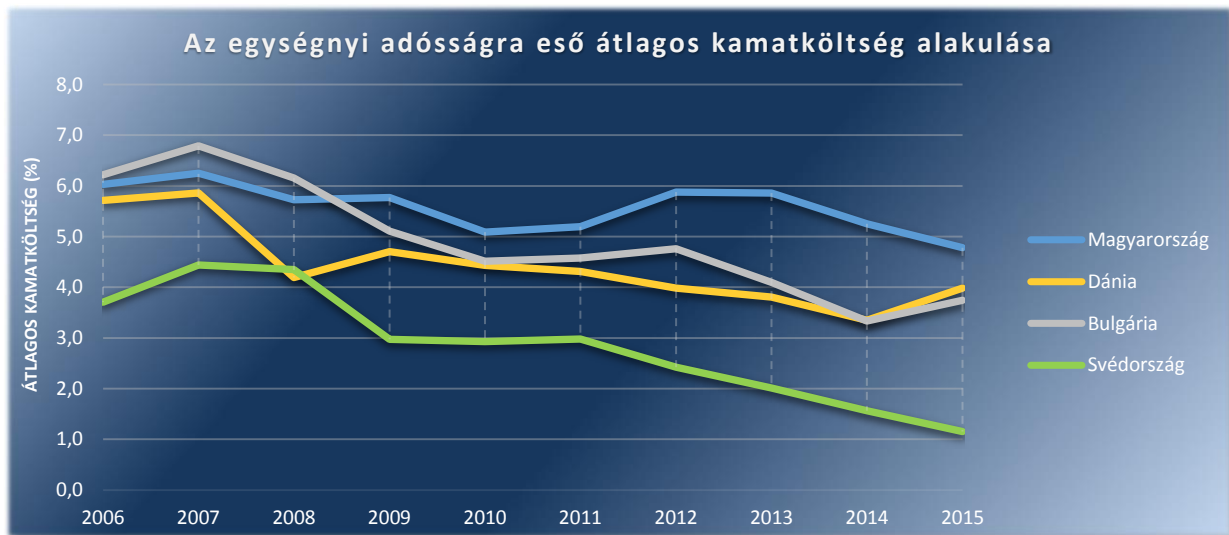
Az elemzés eredményei tehát megerősítik azt az elméleti összefüggést, miszerint a CDS-felár hatással van az adósságfinanszírozás költségeire, ezáltal a biztonságosnak minősített országok átlagosan alacsonyabb költségen jutnak forráshoz, mint a magasabb kockázatúak.

Elemzésünk azonban rávilágít arra a tényre is, hogy a **CDS-felár, mint magyarázó változó hatása csak részben határozza meg** az egységnyi adósságra jutó átlagos költségeket. Ennek megfelelően a következő részben arra kerestük a választ, hogy a hitel (ország) kockázat – amelyre külső adottságként tekintünk - **hatásán kívül mivel magyarázható** az azonos kockázatú országok finanszírozási költségei közötti **eltérés**. Megállapítható, hogy az adósságkezelési stratégiában megfogalmazott irányvonalak, benchmarkok további jelentős hatást gyakorolnak a finanszírozás költség-szerkezetére, ugyanis az optimális adósság portfólió általánosan a költség-kockázat szempontok közötti átváltások figyelembe vételével kerül kialakításra. Az országok függőleges, azaz költség tengelyen elfoglalt helyét – adott kockázati szint mellett – tehát a fenti összefüggés fényében, a stratégiában megfogalmazott benchmarkok vizsgálatával elemeztük.

Az egységnyi adósságra jutó átlagos költségek alakulása, valamint a vízszintes, ország kockázati tengelyen elfoglalt pozíció függvényében a vizsgált országok 2-2 csoportja azonosítható: az alacsony, és a magasabb kockázatú országok csoportjain belül is megfigyelhető a fajlagos kamatköltségek – 6. és 7. számú ábrákon – felvázolt tendenciától való eltérése, pozitív és negatív irányban egyaránt.

Az adósság-portfólió kockázati szerkezete vonatkozásában a csoportok 1-1 választott ország teljesítménymutatóinak vizsgálata alapján kerültek összehasonlításra, különös tekintettel az állomány finanszírozási, valamint árfolyam kockázatára. A finanszírozási – kamat, illetve szélsőséges esetben likviditási – kockázat a GDP-hez viszonyított adósságmutató, illetve az adósságállomány átlagos hátralévő futamideje alapján került bemutatásra, míg az árfolyam-kockázatot a devizaadósság teljes adósságállományhoz viszonyított aránya jellemzi. Az euró-övezet finanszírozási sajátosságai, az euró adósság-portfólióban meghatározó szerepe miatt az árfolyam-kockázat hatása kevésbé értelmezhető a tagországok adósságkezelési stratégiájában, ezért az összehasonlítás minden csoportban nemzeti valutát használó országok alapján történt. A választott országok egységnyi adósságra jutó költségeinek alakulását a 2006 és 2015 közötti időszakban a **12. számú ábra** mutatja be.

12. számú ábra



Forrás: ÁSZ szerkesztés – EUROSTAT adatai alapján

A fenti ábra utal az elmúlt években tapasztalt **globális kamatsökkenés tendenciájára**, amely mind a 4 vizsgált ország adósságfinanszírozására hatással volt. A kamatszint csökkenésének hatását azonban az egyes **országok eltérő mértékben használták ki**: jól látható, hogy 2006 és 2015 között az egységnyi adósságra eső átlagos költségek tekintetében Svédországot és Bulgáriát jellemezte a legnagyobb

csökkenés (mindkettő esetében 2,5 százalékpont). Ezzel szemben Dánia és Magyarország esetében csupán 1,7, valamint 1,4 százalékpontos csökkenés volt tapasztalható, amely eltérő adósságkezelési szemléletet tükröz a fenti országokhoz viszonyítva.

A költség-kockázat összefüggése két az átlagosnál alacsonyabb ország-kockázatú ország esetében

A fentiekben bemutatott statisztikai elemzés alátámasztja azt az általánosan elfogadott, és elemzésünkben is alkalmazott feltételezést, miszerint az ország kockázati felár csökkenésével párhuzamosan az adósságállomány átlagos finanszírozási költségei is csökkennek. Ennek ellenére az adósságkezelési stratégiák és a választott benchmarkok függvényében **jelentős eltérés alakulhat ki azonos kockázatú országok finanszírozási költségei között is**, ahogyan azt Dánia¹⁵ és Svédország példája is szemlélteti.

Mindkét országot stabil tőkepiac és erős állampapír keresleti viszonyok jellemzik, amely keretek között a forrásbevonás döntően hazai valutában történik. Ezt tükrözi az adósságállományon belül a deviza-adósság arányának alacsony szintje is:

Devizaadósság aránya (2014)	
Dánia	Svédország
12,9%	14,9%

A GDP arányos adósság mutatója európai szinten mindkét ország tekintetében mérsékelt szintű, amely kedvező hatással van az adósság portfólió kockázati szerkezetére, elsősorban annak finanszírozási kockázatára.

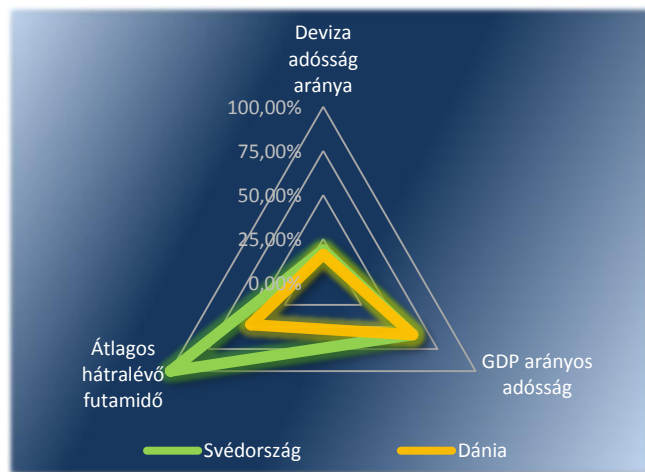
Adósságállomány a GDP-hez viszonyítva (2014)	
Dánia	Svédország
44,8%	44,8%

Átlagos hátralévő futamidő (2014)	
Dánia	Svédország
9,3 év	4,4 év

A következő diagram (13. számú ábra) az adósság-portfólió finanszírozási, valamint árfolyamkockázatának kezelése kapcsán a legfontosabb benchmarkok alakulását mutatja be. A korábban bemutatott 3 teljesítménymutató kockázati alapon került ábrázolásra, amelyben 100% a legnagyobb, míg 0% a legkisebb kockázatot jelzi. A benchmarkok alapján kirajzolt háromszög területe, valamint a kockázatok mértéke tehát arányosan emelkedik.

A kockázati diagram két tényezője alapján tehát Svédország és Dánia jelentős hasonlóságot mutat, így az átlagos kamatköltségben jelentkező eltérés oka elsősorban 3. tényező, tehát az adósságállomány átlagos hátralévő futamidejére vezethető vissza. Svédország a viszonylag alacsony futamidő

13. számú ábra Kockázati tényezők alakulása (2014)



Forrás: ÁSZ szerkesztés az adósságkezelésről szóló éves beszámoló alapján

következtében jobban ki tudta használni a kamatköltségek globális csökkenését.

A finanszírozás átlagos kamatköltségében (2014-ben) jelentkező 1,7 százalékpontos különbség tekintetében Svédország adósságkezelési stratégiája elsősorban **költségminimalizálónak**, míg Dánia **kockázatminimalizálónak** tekinthető.

Az átlagos hátralévő futamidő mutatója tekintetében Dánia adósságkezelési tevékenységét főként a hosszabb távú, kockázatok minimalizálására törekvés jellemzi, míg Svédországban a stratégiai döntések a futamidő – költségek kombinációjára épülő hozamgörbén alapulnak, szem előtt tartva a hosszabb távú finanszírozás kamatfelárát.

Az említett benchmark mindkét ország éves adósságkezeléséről készült beszámolójában megjelenik, de stratégiában meghatározott célértéket csak Svédországban rendelnek hozzá, míg Dánia stratégiájában az átlagos hátralévő futamidő helyett a duráció kerül meghatározásra, az ÁKK Zrt. által Magyarországon is alkalmazott gyakorlathoz hasonlóan. A két benchmark közötti legfontosabb különbség, hogy az átlagos hátralévő futamidő elsősorban a finanszírozás likviditási kockázatát, míg a duráció annak kamatkockázatát hivatott kezelni.

Dánia államadósság kezelési stratégiájában a magas durációs cél egyrészt az adósságfinanszírozás stabilitását, másrészt a jelenlegi kamatszint hosszú távú rögzítését szolgálja. (Emellett a tőkepiac fejlesztésére vonatkozó szempontok is szerepet játszottak a döntésben.) A kamatok alakulá-

¹⁵ Dánia nem tagja az euró-övezetnek, ugyanakkor valutájának árfolyamát az euróhoz rögzítette.

sának függvényében a finanszírozás várható költségtartományát a Cost-at-Risk¹⁶ modell segítségével jelzik előre: az adósságállomány magas durációs szintje hatására a kamatok emelkedése a finanszírozás rendszerében csak hosszú, több éves időtávon érvényesülhet, ezáltal a kamatkockázat csökkentését a rövid távú költségminimalizálás elé helyezi a stratégia. (Ez nem jelenti azt, hogy a dán stratégia hosszabb távon is költségesebbnek bizonyul.)

Svédország adósságkezelési stratégiája ezzel szemben arra a megállapításra épít, hogy a költségek tekintetében az átlagos hátralévő futamidő alacsony szinten tartása a jelenlegi kamatkörnyezetben is előnyös, ugyanakkor a hosszú távú finanszírozás kamatfelárának – utóbbi években tapasztalt – csökkenése lehetővé teszi a futamidőre vonatkozó stratégiai célérték kismértékű emelését. A megfogalmazott célok tehát alapvetően az adósságfinanszírozás költségei szempontjából kerülnek levezetésre, amelyet az alábbi eszközök alkalmazása is alátámaszt:

— Az átlagos hátralévő futamidőre meghatározott benchmark intervallumát a 2016. évi stratégiában 0,5-ről 1 évre szélesítették, ugyanis ezzel támogatható egy rugalmasabb, költséghatékonyabb kibocsátási és tervezési rendszer megvalósítása, a kibocsátások felesleges tranzakciós költségeinek kiküszöbölése révén.

— Az adósságfinanszírozás költségei alakulásának nyomon követése 3 mutató alapján történik, amelyek teljesebb képet adnak az adósságállomány költségszerkezetéről:

1. Kamatfizetések nagysága: az adott évben kifizetett kamatok összege, cash-flow alapon számítva.
2. Adósságállomány átlagos kamatozása: az adósság portfólió kamatterhének mennyiségi alapon súlyozott átlaga.
3. Időszaki költség: 2014-ben bevezetett módszertan, az adósság portfólió egyes elemeire külön meghatározott mutató, amelyben a kibocsátott instrumentumok összes költségét azok futamidejére egyenletesen vetítik ki, ezáltal a hosszú távú kamatfizetésekről pontosabb képet ad az előző mutatókhoz képest. A költségkalkuláció során az inflációs, valamint az árfolyam változásából eredő hatások is számszerűsítésre kerülnek, amelyekre vonatkozóan feltételezésekkel kell élnie az adósságkezelőnek. Az előrejelzéseket idővel, például a visszavásárlások, csereügyletek során aktualizálni lehet.

A költségek és a kockázat összefüggése két, az átlagosnál magasabb országkockázatú ország esetében

A fentiekben ismertetett Dánia és Svédország példája eltérő adósságkezelési szemléletet, stratégiát tükröz, ugyanakkor közös jellemzőjük a stabil tőkepiaci helyzet, illetve az alacsony kockázati szint, amely az adósságkezelők számára a célok, benchmarkok meghatározásában nagyobb mozgásteret és rugalmas megközelítést biztosít. Ezzel szemben a **magasabb kockázati felárral** jellemezhető országok nagyobb valószínűséggel ütközhetnek **piaci, keresleti korlátokba**, amelyek behatárolják az államadósság kezelési stratégia mozgásterét.

Az előző összehasonlítás mintájára tehát érdemes megvizsgálni a (7. számú ábrán) kockázati tengely jobb oldalát képviselő Bulgária és Magyarország adósságkezelési tevékenységét is, amelyeket közel azonos CDS-felár mellett az átlagos kamatköltségek tekintetében 1,9 százalékpontos különbség jellemez.

Az állampapír-piacok belső keresleti korlátaiból adódóan az adósságállomány deviza aránya vonatkozásában – a bemutatott skandináv országokhoz képest – hangsúlyosabb szerepet kap az árfolyam kockázat.

Deviza adósság aránya (2014)	
Bulgária	Magyarország
79,2%	38,1%

Adósságállomány a GDP-hez viszonyítva (2014)	
Bulgária	Magyarország
27,0%	76,2%

Átlagos hátralévő futamidő (2014)	
Bulgária	Magyarország
6,9 év	4,5 év

Az összehasonlítás rávilágít Bulgária és Magyarország adósságkezelési stratégiája közötti legnagyobb különbségre, devizafinanszírozás szerepére, amely több mint kétszer akkora arányt képvisel Bulgáriában¹⁷. Az euróban (70,1%), illetve dollárban (8,4%) kibocsátott állampapírok kamatelőnye tehát erős hatást gyakorolhat a két ország között – a finanszírozás átlagos költségei tekintetében – fennálló különbségre, azonban jelentős árfolyam kockázatot is hordoz magában, amely a makrogazdasági környezet változásaival szemben kiszolgáltatottá teheti az országot.

¹⁶ A modell az adósság finanszírozási költségeit jelzi előre 10 éves időtávban, a kamatok alakulására vonatkozó szimulációk alapján, 95%-os megbízhatósági intervallummal

¹⁷ Ebben szerepet játszat az is, hogy Bulgária a nemzeti valutájának árfolyamát az euróhoz rögzítette, azaz amíg ez a helyzet fennáll, addig az adósságkezelőnek eurókötvény esetén nincs árfolyamkockázata.

A fentiek kapcsán említést érdemel a GDP arányos adósság mutatók közötti eltérés, amely jelentősen árnyalja a kockázati tényezőkről alkotott képet. Az európai országok között az EUROSTAT 2014-es adatai szerint Bulgária a 3. legkisebb (27%) adósságmutatóval rendelkezik, szemben a Magyarországra jellemző 76,2%-al, amely az adósságállomány finanszírozása tekintetében lényegesen magasabb kockázatot jelent.

Az adósságmutató fényében tehát az árfolyam-kockázat szerep mértéke is átértékelendő, hiszen Bulgária bruttó hazai termékéhez (GDP) viszonyítva a devizaállomány aránya nem tekinthető kirívóan magasnak (Bulgária: 21,4%, míg Magyarország: 29,0%), sőt a Magyarországon tapasztalt szintet sem éri el. Az adósság portfólió sajátosságaiból következően a két ország átlagos hátralévő futamidő mutatójában is megjelenik az eltérés, ugyanakkor nem olyan mértékben, mint Dánia és Svédország esetében. A devizaadósság jellemzően magasabb futamidejének hatása Bulgáriában mintegy 2,4 évvel magasabb futamidőt eredményez Magyarországhoz képest (**14. számú ábra**).

14. számú ábra: Kockázati tényezők alakulása (2014)



Forrás: ÁSZ szerkesztés az adósságkezelésről szóló éves beszámolóik alapján

Elemzésünk nemzetközi összehasonlítás fejezete alátámasztja azt az elméleti összefüggést, miszerint az ország (visszafizetési) kockázata hatással van az adósságfinanszírozás költségeire. A bemutatott statisztikai modell egyben lehetővé teszi a fenti – CDS-felár – hatás kiszűrését az adósságfinanszírozás költségeiből. Azzal a feltételezéssel éltünk tehát, hogy felvázolt trendvonal körül az egyes országok helyzetét elsősorban a költség-kockázat szempontok mérlegelésével meghatározott optimális adósság portfólió határozza meg. Ennek tükrében 4 ország adósságkezelési tevékenységét vizsgáltuk, a stratégiában meghatározott célok, benchmarkok alapján.

Az adósságkezelési stratégiák elemzése alapján megállapítható, hogy a 4 ország stratégiai céljaiban szignifikáns eltérések mutatkoznak. Svédország a globális kamatszint csökkenését – az alacsonyabb futamidő révén – kihasználva

jelentősen mérsékelte fajlagos kamatkidadásait, míg Dániát hosszabb távú, a kamatkockázat minimalizálását szem előtt tartó stratégia jellemezte, amelynek hatása a finanszírozási költségek tekintetében, mint növelő tényező jelent meg.

A másik két vizsgált ország, Bulgária és Magyarország között a finanszírozási költségekben fennálló különbség elsősorban a devizaforrások szerepére vezethető vissza. Bulgária az euróban és dollárban fennálló adósság magas aránya révén olcsóbban tudja adósságállományát finanszírozni. Ezzel szemben Magyarország az elmúlt években az adósság portfólió kockázati tényezőinek minimalizálására helyezte a hangsúlyt – például a devizaarány csökkentésével, valamint a biztonságosabb lakossági értékesítés támogatásával –, valamint a rövidtávon ezzel járó többlet költségeket. Ugyanakkor az államadósság összetételének kisebb kockázata növeli a befektetők bizalmát, amely a hozamvárások csökkenéséhez vezet.

Nemzetközi elemzésünk tehát elsősorban arra mutat rá, hogy az **adósságkezelés kockázatok és a költségek között bonyolult, időben is változó összefüggések érvényesülnek**. Következésképpen az adósságkezelési stratégiát célszerű korszerű, a hatások sokszínűségét figyelembe vevő modellezéssel megalapozni.

IRODALOMJEGYZÉK

- Államadósság Kezelő Központ Zrt:
 - A központi költségvetés 2012. / 2013. / 2014. évi finanszírozási tervei
<http://www.akk.hu/hu/oldal/kiadvanyok#finanszirozasi-terv-kiadvanyok>
 - A központi költségvetés 2012. / 2013. / 2014. évi aktualizált finanszírozási tervei
 - Az államadósság-kezelési stratégiák (2012-2014.)
 - Előzetes finanszírozási kiadvány 2015 (Budapest, 2014. december)
<http://www.akk.hu/uploads/mgw5LLre.pdf>
 - Éves jelentés az államadósság kezeléséről (2012-2014.)
<http://www.akk.hu/hu/oldal/kiadvanyok#eves-jelentesek>
 - Jelentés a magyar államadósság teljesítménymutatóinak alakulásáról (2012-2014.)
 - Tájékoztató a magyar államadósság teljesítménymutatóinak alakulásáról (2015.)
- Barcza György (2015): Az államadósság szerepének változása a közgazdaságtanban és a magyar adósságkezelés alapelvei, Pénzügyi Szemle, 2015/4.
https://www.asz.hu/storage/files/files/penzugyiszemle/2015/barcza_2015_4_m.pdf?download=true
- Bátyi Tamás László (2008): Államadósság-kezelési stratégiák, Hitelintézeti Szemle, 2008/4.
- Dankó Stefánia - Molnár István (2015. december): Az államadósság szerkezetének alakulása, KÖZ-GAZDASÁG Tudományos füzetek – Különszám a költségvetés-politikáról – X. Évfolyam, 4. szám
- Danmarks Nationalbank (2015): Danish Government Borrowing and Debt (2014)
<http://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2015/02/Danish%20Government%20Borrowing%20and%20Debt%202014.pdf>
- Danmarks Nationalbank (2015): Danish Government Debt Management Policy (Strategy 2016)
http://www.nationalbanken.dk/en/governmentdebt/publications/Documents/Strategy%20announcement_2016.pdf
- EUROSTAT Database: Economy and finance – Government statistics (t_gov) – Government finance statistics (EDP and ESA 2010) (t_gov_gfs10) – Government deficit and debt (t_gov_dd)
<http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
- Joshua Aizenman - Michael Hutchison - Yothin Jinjarak (2011): What is the risk of European Sovereign Debt Defaults? Fiscal Space, CDS Spreads and Market Mispricing of Risk;
<http://economics.ucsc.edu/research/downloads/aiz-hut-jin-piigs-fiscal-capacity-02-11.pdf>
- Kádár András – Elemzési Főosztály, ÁKK Zrt. (2015. augusztus): A direkt lakossági finanszírozás gyakorlata az államadósság-kezelésben – nemzetközi kitekintés; <http://www.akk.hu/uploads/YrqGm1nW.pdf>
- Kolozsi Pál Péter – Hoffmann Mihály (2016): A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel, Pénzügyi Szemle, 2016/1.
https://www.asz.hu/storage/files/files/penzugyiszemle/2016/kolozsi_2016_1.pdf?download=true
- Ministry of Finance, Republic of Bulgaria (2015): Government Debt Review 2014
<http://www.minfin.bg/document/16941:2>

- Ministry of Finance, Sweden (2015): Guidelines for central government debt management 2016
<https://www.riksdagen.se/PageFiles/23760/guidelines-for-management-of-central-government-debt-2016.pdf>
- Riksgalden – Swedish National Debt Office (2015): Basis for evaluation – Central Government debt management 2014; <https://www.riksdagen.se/PageFiles/23863/basis-for-evaluation-central-government-debt-management-2014.pdf>
- S&P Capital IQ – McGraw Hill Financial (2015): Global Sovereign Debt – A market driven perspective (4th Quarter 2014)

1. SZ. MELLÉKLET : AZ ADÓSSÁGMUTATÓ, VALAMINT A FAJLAGOS KAMATKÖLTSÉG ALAKULÁSA (2011-2014)

	Adósság/GDP			Kamat/Adósság			Kamat/GDP	
	2011	2014	Változás	2011	2014	Változás	2011	2014
Észtország	5,9	10,4	+ 4,5	1,69	0,96	-0,73	0,1	0,1
Svédország	36,9	44,8	+ 7,9	2,98	1,56	-1,42	1,1	0,7
Luxemburg	19,1	22,9	+ 3,8	2,62	1,75	-0,87	0,5	0,4
Finnország	48,5	59,3	+ 10,8	2,89	2,02	-0,86	1,4	1,2
Hollandia	61,7	68,2	+ 6,5	2,92	2,05	-0,86	1,8	1,4
Norvégia		27,3			2,20			0,6
Görögország	172,1	180,1	+ 8,0	4,24	2,22	-2,02	7,3	4,0
Franciaország	85,2	95,4	+ 10,2	3,05	2,31	-0,75	2,6	2,2
Németország	78,3	74,7	-3,6	3,19	2,41	-0,78	2,5	1,8
Ciprus	65,8	108,2	+ 42,4	3,34	2,68	-0,66	2,2	2,9
Ausztria	82,2	84,3	+ 2,1	3,41	2,97	-0,44	2,8	2,5
Belgium	102,3	106,5	+ 4,2	3,52	3,00	-0,51	3,6	3,2
Csehország	39,9	42,7	+ 2,8	3,26	3,04	-0,21	1,3	1,3
Egyesült Királyság	81,8	88,2	+ 6,4	3,91	3,06	-0,85	3,2	2,7
Bulgária	15,3	27,0	+ 11,7	4,58	3,33	-1,24	0,7	0,9
Dánia	46,4	44,8	-1,6	4,31	3,35	-0,96	2,0	1,5
Spanyolország	69,5	99,3	+ 29,8	3,60	3,42	-0,17	2,5	3,4
Lettország	42,8	40,8	-2,0	4,21	3,43	-0,77	1,8	1,4
Olaszország	116,5	132,5	+ 16,0	4,03	3,47	-0,56	4,7	4,6
Szlovákia	43,3	53,9	+ 10,6	3,46	3,53	+ 0,06	1,5	1,9
Írország	109,1	107,5	-1,6	3,12	3,72	+ 0,60	3,4	4,0
Lengyelország	54,4	50,5	-3,9	4,60	3,76	-0,83	2,5	1,9
Portugália	111,4	130,2	+ 18,8	3,86	3,76	-0,10	4,3	4,9
Litvánia	37,2	40,7	+ 3,5	4,84	3,93	-0,91	1,8	1,6
Szlovénia	46,6	81,0	+ 34,4	4,08	3,95	-0,13	1,9	3,2
Horvátország	65,2	86,5	+ 21,3	4,60	4,05	-0,55	3,0	3,5
Románia	34,2	39,8	+ 5,6	4,68	4,27	-0,41	1,6	1,7
Málta	69,9	67,1	-2,8	4,58	4,32	-0,26	3,2	2,9
Magyarország	80,8	76,2	-4,6	5,20	5,25	+ 0,05	4,2	4,0

1. SZ. FÜGGELÉK A NEMZETKÖZI KITEKINTÉS FEJEZET ELEMZÉSI MÓDSZERTANA

1. Az elemzés nemzetközi összehasonlítás fejezete arra a kérdésre keresi választ, hogy a vizsgált országok adósságának átlagos finanszírozási költségei, azok kockázati megítélését is figyelembe véve hogyan alakulnak. Az elemzésben bemutatásra kerülő 6-11. számú ábrákon az egyes országok az alábbi módszertan alapján kerültek összehasonlításra:

—◀ Az ország kockázat a vízszintes tengelyen az úgynevezett CDS (ország kockázati) felár alakulása alapján került bemutatásra, amely az államkötvények nem teljesítővé válásának kockázatára köthető piaci biztosítási csereügyletek (CDS) középárfolyama. A CDS-felár (5 éves) mutatóját bázispontban mérjük, amely a százalékpont százszorosa (pl. 0,5 % = 50 bázispont).

A pénzügyi válságot megelőző CDS adatok több éves átlagot mutatnak be (2005-2007).

Forrás (CDS, 2005-2007): Joshua Aizenman - Michael Hutchison - Yothin Jinjarak: What is the risk of European Sovereign Debt Defaults? Fiscal Space, CDS Spreads and Market Mispricing of Risk

A 2014. évi CDS adatok év végi (december 31.) állapotot tükröznek:

Forrás (CDS, 2014): S&P Capital IQ – Global Sovereign Debt: A market driven perspective (4th Quarter 2014)

—◀ A függőleges tengelyen az adósságállomány átlagos kamatköltsége került bemutatásra, amelynek számításához – az összehasonlíthatóság érdekében – egységesen az EUROSTAT adatait használtuk fel. A mutató az adósság bruttó kamatköltségeinek a bruttó adósság-állományhoz viszonyított, százalékos arányát jelzi.

Forrás: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

Az EUROSTAT kormányzati statisztikai egységes szemléletben készülnek, amely lehetővé teszi az EU tagországok adatainak összehasonlíthatóságát. A kormányzati szektor statisztikai adatai az ESA módszertan elvei szerint kerülnek összeállításra, amelyek eltérnek az államháztartásról készült pénzforgalmi adatoktól, az alábbi okokból kifolyólag:

- a kormányzati szektor tartalmilag bővebb az államháztartás intézményeinél, ugyanis magában foglalja a nem piaci termelést végző állami vállalatokat és a nemzeti vagyon újraelosztásában közreműködő non-profit intézményeket,
- eredményszemléletű és időkülönbözettel korrigált elszámolást alkalmaz,
- bizonyos tranzakciók elszámolása eltér a pénzforgalomtól. (Forrás: KSH)

Az összehasonlítást az euró-övezethez tartozó országok, valamint a nemzeti valutát használó országok esetében külön végeztük el. A 2014-re vonatkozó adatok 10 nemzeti valutát használó európai országot és 15 euró-övezethez tartozó országot, míg a 2007-es adatok az adatok rendelkezésre állásából következően 11 nemzeti valutát használó európai országot és 10 euró-övezethez tartozó országot tartalmaznak.

A fentieknek megfelelően, a vizsgált országok a CDS-felár, valamint az adósságállomány átlagos kamatköltsége alapján kerültek elhelyezésre az ábrákon. A változók közötti korreláció bemutatása érdekében az adatsorra regressziós görbét illesztettünk a Microsoft Excel 2013 programban. Az adatsorhoz legjobb illeszkedést biztosító regressziós függvény az R^2 , azaz a determinációs együttható maximális értékének kiválasztásával került meghatározásra. A determinációs együttható 0 és 1 közé eső értéke mutatja a változók közötti kapcsolat erősségét, ezáltal a regressziós függvény értékekre való illeszkedésének helyességét.

2. A 13. és 14. számú ábra a kiválasztott 4 ország tekintetében azonos összehasonlítási alapot feltételez, amelyben 100% mind a három mutató esetében a legnagyobb kockázati szintet jelző ország teljesítménymutatója (a teljes, 4 országot tartalmazó adattábla szerint), míg a kisebb kockázatot jelentő értékek a szélső értékekhez viszonyítva, arányosan kerültek bemutatásra. A szélső értékek a GDP arányos adósságmutató, az adósságállomány devizaaránya, valamint az átlagos hátralévő futamidő tekintetében külön-külön kerültek meghatározásra.

2. SZ. FÜGGELÉK: FOGALOMTÁR

államadósság	Az államháztartás központi alrendszerének, az államháztartás önkormányzati alrendszerének és a kormányzati szektorba sorolt egyéb szervezetek egymással szembeni kötelezettségek kiszűrésével számított (konszolidált) adóssága.
államkötvény	1 évnél hosszabb futamidejű, fix vagy változó kamatozású állampapír.
állampapír	Az állam által kibocsátott tőke- és kamat-visszafizetési garanciával rendelkező értékpapír.
benchmark	A benchmark olyan referenciaportfólió (szabályrendszer), mely az államadósság-kezelő stratégiai céljait tükrözi, figyelembe véve az adósságkezelés költség-kockázati szerkezetét. A benchmarkok így az adósságkezelő számára a stratégiai célok számszerűsítését, azaz a köztes célok megfogalmazását is jelentik.
bruttó állampapír-piaci kibocsátás	Az évente kibocsátott összes állampapír. Magában foglalja a költségvetés hiányának fedezésére és egyéb célokra kibocsátott állampapírokat, valamint az ugyanezen időszak alatt lejáratott korábbi állampapírok visszafizetéséhez szükséges mennyiséget.
bruttó finanszírozási igény	A központi költségvetés éves finanszírozási szükséglete, mely tartalmazza az adósságállomány tárgyévben esedékes törlesztő részleteit és a nettó-finanszírozási igény összegét.
CDS-felár	Az ország kockázatot az úgynevezett CDS (ország kockázati) felárral mérjük, ami lényegében egy magyar államcsődre köthető biztosítás éves díja, vagyis az államkötvények nem teljesítővé válásának kockázatára köthető piaci biztosítási csereügyletek (CDS) középárfolyama.
devizakitettség	A külföldi devizában fennálló tartozások, illetve az ezekhez kapcsolódó (árfolyam- és kamat) kockázatok összessége.
diszkont kincstárjegy	Egy évnél rövidebb lejáratú, névérték alatt kibocsátott állampapír, lejáratkor a névértéket fizeti ki a kibocsátó.
duráció	Az állampapírok súlyozott, átlagos futamideje, amely az adósság átárazódásához szükséges időt – és egyben az adósság portfólió kamatérzékenységét – fejezi ki. A súlyokat az egyes kifizetések jelenértékeinek relatív súlyai adják az összjelenértéken belül. Bár a kamatszelvény nélküli kötvényeknél (zérókupon vagy elemi kötvény) a duráció n évre n , ha bármiféle kamatkifizetés van, akkor ez kevesebb lesz, mint n év. Változó kamatozású kötvény esetében a duráció a következő kamatrögzésig hátralévő időtartam.
elsődleges forgalmazó	Az állampapírok nyilvános forgalomba hozatalára és forgalmazására az ÁKK Zrt-vel szerződést kötött befektetési vállalkozások, illetve hitelintézetek.
elsődleges piac	Az a piac, ahol az állampapírok kibocsátásakor első eladásuk történik.
EUROSTAT	Az Eurostat az Európai Bizottság (EB) egyik főigazgatósága, melynek fő célja, megfelelő statisztikai információk biztosítása az Európai Unió (EU) intézményeinek, valamint a statisztikai módszerek harmonizációja a tagállamok, az EFTA országok és a tagjelöltek között.

hozam	A befektetésen elérhető tényleges – kamat, árfolyam – nyereség aránya.
hozamgörbe	Különböző lejáratú kamatok ábrázolása a futamidő függvényében. Leggyakrabban az állampapírok hozamait ábrázoló állampapír-piaci hozamgörbe kerül említésre.
kamatfelár	A fizetett hozam és az irányadó állampapír hozam vagy bankközi kamatláb közötti különbség.
Hufónia	A hitelintézetek napi adatszolgáltatásából számított egynapos bankközi fedezetlen ügyletek forgalommal súlyozott átlagos kamata
kamatozó kincstárjegy	A lakossági megtakarításokat célzó állampapír
Kincstári Egységes Számla (KESZ)	Az MNB által a Kincstár részére vezetett, kamatozó, a likvid pénzeszközök elhelyezésére és a kincstári kör pénzforgalmának lebonyolítására szolgáló számla.
KESZ-simítása	A Kincstári Egységes Számlán lévő pénzállomány ingadozásának csökkentése
kormányzati szektor	Az európai uniós szabványok által meghatározott szervezeti kör, amely magában foglalja az államháztartás alrendszerét, valamint azokat a szervezeteket, amelyek tevékenységük során közjavakat állítanak elő, a nemzeti jövedelem és a nemzeti vagyon elosztásában vesznek részt, irányításukat kormányzati szervek végzik és tevékenységük ellenértékében 50%-nál kisebb arányt képviselnek a piaci árbevételek.
központi alrendszer	Az államháztartás egyik alrendszere, amely magában foglalja a központi költségvetést, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjait és az elkülönített állami pénzalapokat.
másodlagos piac	A már kibocsátott, piacon lévő állampapírok adásvételének színtere.
nettó-finanszírozási igény	A központi alrendszer összesített hiányának fedezéséhez adott időszakban szükséges összeg, melyet módosítanak a privatizációs bevételek, az MNB tartalékfeltöltése, valamint az EU támogatások előfinanszírozása. Nem tartalmazza a központi alrendszer által átvállalt adósságokat, valamint a lejárató adósságok visszafizetéséhez szükséges összeget.
OTC piac	Bankközi piac
piaci finanszírozás	Jellemzően az állampapír-piaci forrásbevonás, amely során a bevont forrás felhasználási célja nem korlátozott, a felhasználás nincs követelményhez (pl. gazdaságpolitikai intézkedések megtételéhez) kötve. A finanszírozás költségét kizárólag a keresleti-kínálati viszonyok befolyásolják.
referenciahozam	A referenciahozam a magyar állampapírpiacra, ezen belül az Intézményi befektetők piacára, meghatározott futamidőkre vonatkozóan, valamennyi Kereskedési napon az ÁKK Zrt. által számított átlagos hozamszint.
repó ügylet	Összekapcsolt azonnali állampapír-vételi és határidős eladási ügylet (aktív repó) vagy azonnali állampapír-eladási és határidős vételi ügylet (passzív repó).
swap ügylet	Kockázatkezelési eszköz, a jövőbeni pénzáramlások csereügylete. A deviza swap ügyletek során devizát másik devizára, FX swap esetén devizát Ft-ra, a

kamat swap során fix kamatot változó kamatozásúra, illetve fordítva cserélnek.

volatilitás

Az árfolyamok, hozamok mozgékonyosságát, változékonyságát fejezi ki.

ÁLLAMI SZÁMVEVŐSZÉK

1052 Budapest, Apáczai Csere János utca 10.

Levélcím: 1364 Budapest 4. Pf. 54

Telefon: +36 1 484 9100 Telefax: +36 1 484 9200

www.asz.hu