



ÓBUDAI EGYETEM

---

Keleti Károly Gazdasági Kar  
Vállalkozásfejlesztés és Infokommunikációs Intézet

# SZAKDOLGOZAT

**ÓE-KGK**

**2021**

Hallgató neve:

Hallgató törzskönyvi száma:

**Szeiler Simon**

**T006231/FI12904/G**



ÓBUDAI EGYETEM  
ÓBUDA UNIVERSITY

Óbudai Egyetem  
**Keleti Károly Gazdasági Kar**  
Vállalkozásfejlesztés és Infokommunikációs Intézet

## SZAKDOLGOZAT FELADATLAP

**Hallgató neve:** Szeiler Simon

**Szakedolgozat száma:** SZD21082619117447

**Törzskönyvi száma:** T006231/FI12904/G

**Neptun kódja:** OSEU51

**Szak:** Gazdaságinformatikus

**Specializáció:** Vállalatinformatikai specializáció

**A dolgozat címe:** Az államháztartási hiány kialakulásának okai és az államadósság finanszírozásának módszerei

**A dolgozat címe angolul:** Reasons of the government deficit, methods of financing the public debt

**A feladat részletezése:** 1. Mutassa be, hogy milyen okok vezetnek az államadósság keletkezéséhez, milyen lehetséges finanszírozási módjai vannak (voltak) az államháztartás hiányának és miért és mitől változtak a módszerek!

2. Készítsen történeti áttekintést a magyar, illetve a nyugat-európai államadósság kezelésének alakulásáról a 2008-as világpénzügyi válság előtti és utáni helyzetre figyelemmel!

3. Elemezze a magyar Államadósságkezelési Központ egy-egy kibocsátásának előkészítése példáján milyen tényezőket kell és szokás figyelembe venni, különös tekintettel az adósság lejárat, denominálási összhangjára, a piac várható alakulására és a magyar államháztartás helyzetét meghatározó makrogazdasági fundamentumokra, az adósságbesorolásra, kockázatváltására

4. Foglalja össze az Európai Uniótól érkező transzferek hatását az adósságkezelésre!

**Intézményi konzulens neve:** Dr. Csillag István

**A kiadott téma elévülési határideje:** 2022. december 15.

**Beadási határidő:** 2021. 12. 15.

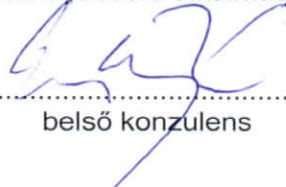
A záródolgozat: Nem titkos.

Kiadva: Budapest, 2021. 10. 07.



  
Intézetigazgató *OBH*

A dolgozatot beadásra alkalmasnak találok:

  
.....  
belső konzulens

.....  
külső konzulens



## HALLGATÓI NYILATKOZAT

Alulírott Szeiler Simon (Neptunkód: OSEU51) hallgató kijelentem, hogy a szakdolgozat saját munkám eredménye, a felhasznált szakirodalmat és eszközöket azonosíthatóan közöltem. Az elkészült szakdolgozatban található eredményeket az egyetem és a feladatot kiíró intézmény saját céljára térítés nélkül felhasználhatja, a titkosításra vonatkozó esetleges megkötések mellett.

Budapest, 2021. 12.15.

---

hallgató aláírása

## TARTALOMJEGYZÉK

1.	BEVEZETÉS .....	1
2.	ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS .....	3
2.1.	Az államadósság története és jelentősége .....	6
3.	AZ ÁLLAMADÓSSÁG FINANSZÍROZÁSÁNAK MÓDJAI MAGYARORSZÁG ESETÉBEN .....	11
3.1.	Intézményi forint állampapírok.....	12
3.1.1.	Klasszikus- és csereaukciók.....	13
3.2.	Lakossági állampapírok .....	14
3.3.	Nemzetközi devizakötvények .....	16
3.4.	Esettanulmány – Magyarország fiktív devizakötvény kibocsátása.....	18
3.4.1.	A kibocsátás háttere .....	18
3.4.2.	Az ügylettel kapcsolatos előzetes döntések .....	18
3.4.3.	Az ügylet előkészítése .....	19
3.4.4.	Az ügylet.....	19
3.4.5.	Swap ügylet kötése .....	20
4.	MAGYAR ADÓSSÁGKEZELÉS ALAKULÁSA .....	21
4.1.	Magyar adósságkezelés a 2008-as válság előtt .....	21
4.2.	Magyar adósságkezelés a 2008-as válságot követően .....	25
4.3.	Az amerikai és az európai válságkezelés hatása a magyar adósságszolgálatra	33
4.4.	Trendforduló előtt állunk?.....	41

5.	MAGYAR ÁLLAMADÓSSÁG-KEZELÉSI SZEMPONTOK.....	44
5.1.	Rövid versus hosszú.....	44
5.2.	Forint versus deviza .....	45
5.3.	Kockázatsökkentés adósságportfólió kialakításával .....	46
5.4.	Benchmarkok (kiemelt teljesítménymutatók).....	47
5.5.	Csere ügyletek alkalmazása a kockázatkezelésben.....	49
6.	ÖSSZEFOGLALÓ.....	51
	IRODALOMJEGYZÉK .....	53
	TARTALMI KIVONAT.....	I
	SUMMARY.....	I

## ÁBRAJEGYZÉK

1. ábra Fejlett országok GDP arányos költségvetési kiadásai 1880-2011 között .....	4
2. ábra Egyesült Királyság GDP arányos államadóssága 1692-2021 között.....	8
3. ábra Amerikai Egyesült Államok GDP arányos államadóssága 1790-2019 között .....	8
4. ábra GDP arányos költségvetési hiány 2000-2009 között .....	21
5. ábra Államadósság alakulása a GDP arányában 2000-2009 között .....	22
6. ábra Külföldi tulajdonú forint állampapírok állományváltozása 2000-2009 között...	23
7. ábra Külföldi tulajdonú forint állampapírok állományváltozása 2007-2009 között...	24
8. ábra Külföldi befektetők aránya a forint piacon 2005-2012 között.....	25
9. ábra Biztosítók és nyugdíjpénztárak forint állampapír állománya 2007-2012 között	26
10. ábra Államadósság devizaaránya 2008.01-2021.09 között .....	27
11. ábra Forint- és devizaadósság állományváltozása 2008-2017 között.....	28
12. ábra Deviza- és a külföldi befektetők aránya az adósságon belül 2010-2021 között	28
13. ábra Lakosság és külföld hányada a forint adósságon belül 2000-2021 között.....	29
14. ábra GDP arányos költségvetési hiány 2011-2020 között .....	31
15. ábra Államadósság alakulása a GDP arányában 2010-2020 között .....	32
16. ábra FED mérlegfőösszege 2002-2021 között.....	35
17. ábra Bruttó kamatkidás a GDP százalékában 2000-2020 között .....	39
18. ábra Bruttó kamatkidás és a GDP nominális változása 2000-2020 között .....	40
19. ábra 10 éves államkötvény aukciós átlag hozama 2010-2020 között.....	41

## **TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE**

1. táblázat: Az államháztartás kiadási oldala (1870-2010).....	3
2. táblázat Bruttó államkötvény értékesítési futamidő szerint.....	30
3. táblázat Dollárkötvények kibocsátások 2011 – 2021 között .....	38

## 1. BEVEZETÉS

A szakdolgozati témaválasztást a kifejtésre váró terület iránti érdeklődés, a tárgykör gazdag forrásanyaga (szakkönyvek, cikkek, statisztikák) és a mindennapi munkámhoz és ismereteimhez való kapcsolata indokolta. „Az államháztartási hiány kialakulásának okai és az államadósság finanszírozásának módszerei” kérdése a választhatók között az előbb felsorolt összes szempontnak megfelelt, ezért ezt választottam szakdolgozatom témájának címet.

Jelenleg az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) Kockázatkezelési Főosztályán dolgozom kockázatkezelői munkakörben ebből adódóan napi szinten követem a magyar állampapírpiac változását és kezelem a kockázatkezelési ügyleteket. Amellett, hogy a munkám miatt releváns tapasztalattal rendelkezem a kérdéskörben, fontosnak tartom ismertetni az olvasóval költségvetési hiány finanszírozását, az államadósság menedzselését és az állampapírpiacot befolyásoló komponenseket mivel ezek változása közvetetten kihathat az emberek pénzügyeire. Amikor önkéntes nyugdíjpénztári tagként időskorunkra takarékoskodunk, az alapkezelő az ügyfél kockázattűrő képességétől függően, a befizetett pénz egy meghatározott részét állampapírba fekteti. A hosszabb kamatfordulóval rendelkező hitelek referencia kamatát a BIRS-hez (Budapest Interest Rate Swap) vagy az államkötvények hozamához rögzítik. A gyermekvállalás előtt álló párok számára nyújtott babaváró hitel ügyleti kamatát a szerződéskötést megelőző három havi állampapír-aukciókon kialakult átlaghozam alapján számolják. Végül, de nem utolsósorban a költségvetés kiadás oldalának nem elhanyagolható hányadát képezi az államadósság kamatkiadásai.

Dolgozatomban ismertetem az államadósság kialakulását, annak változását és kezelését a régebbi időkben és közelmúltban, valamint kifejtem az állampapírpiacot befolyásoló mögöttes folyamatokat és tényezőket.

A szakdolgozatomban bemutatom az állam növekvő szerepvállalását az országok életében és ennek mintegy következményeképpen az államadósságok kialakulását. Ismertetni szeretném a magyar államadósság finanszírozás fontosabb pillérjeit és azok előnyeit, valamint hátrányait. Összefoglalom a magyar adósság-kezelés alakulását és



stratégiai céljait a 2008-as pénzügyi válság előtt és után továbbá a kifejtem az európai és az amerikai válságkezelés módszereit és azok hatását a fejlődő országokra, köztük Magyarországra. Az olvasó a dolgozathoz megismerheti ezenkívül, hogy milyen szempontokat mérlegelnek az adósság-kezelés döntéshozói egy-egy finanszírozási kérdésnél vagy a kibocsátások előtt.

A dolgozatomban nem térek ki minden kérdésre, illetve minden részletre, így a hiány finanszírozásának mikéntjére a történelmi időkben, a magyar és a nyugati országok államadósságának alakulásának éves bontásban történő követésére a 2008-as válság előtt és azt követően, továbbá a magyar adósság-kezelés minden egyes aspektusát sem fogom ismertetni az Államadósság Kezelő Központban végzett munkától kezdve a mindennapos operatív működésen át a kibocsátások és a törlesztések pénzügyi elszámolásáig bezárólag.

Úgy gondolom, ezzel az olvasó elveszne a részletekben (valamint a szöveg terjedelme is a sokszorososa lenne a kívántnak) és szem elől tévesztenénk a dolgozat alapvető szándékát, ami az államadósság alakulásának és kezelésének lényegi bemutatása és az állampapírpiacot mozgató kulcsfontosságú tényezők ismertetése volna.

## 2. ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS

Az európai nemzetállamok elődjének számító királyságok vagy monarchikus államrendek feladatkörét évszázadokon keresztül nagyfokú folytonosság jellemezte. Az állam tevékenységeit általában a törvénykezés, a rend fenntartása, a fegyveres támadások elleni védelem és a nemzetközi kapcsolattartás jelentette.

Háborúk idején azonban az állam szerepe bővült és ezzel egy időben az állami intézményrendszer is. A nagyobb kormányzathoz és szerepvállaláshoz aztán nagyobb bevételre is szükség volt.

Később a választójog kiterjedése (demokratikus országokról lévén szó) nagymértékben átalakította az állam szerepét, feladatkörét és terjedelmét, de a méretnövekedést legjobban befolyásoló tényezőnek a hadviselés számított. Fegyverkezés során nő az állami kiadások mértéke, továbbá a győzelemhez szükséges döntések és cselekvési módszerek könnyen a korábbi társadalmi eljárások és intézmények helyébe léphetnek a háborút követő években. (Bod, 2002)

A kormányzati kiadások 1945 után Amerikában és a többi fejlett országban növekedésnek indultak, amit az alábbi táblázatból is kiolvashatunk.

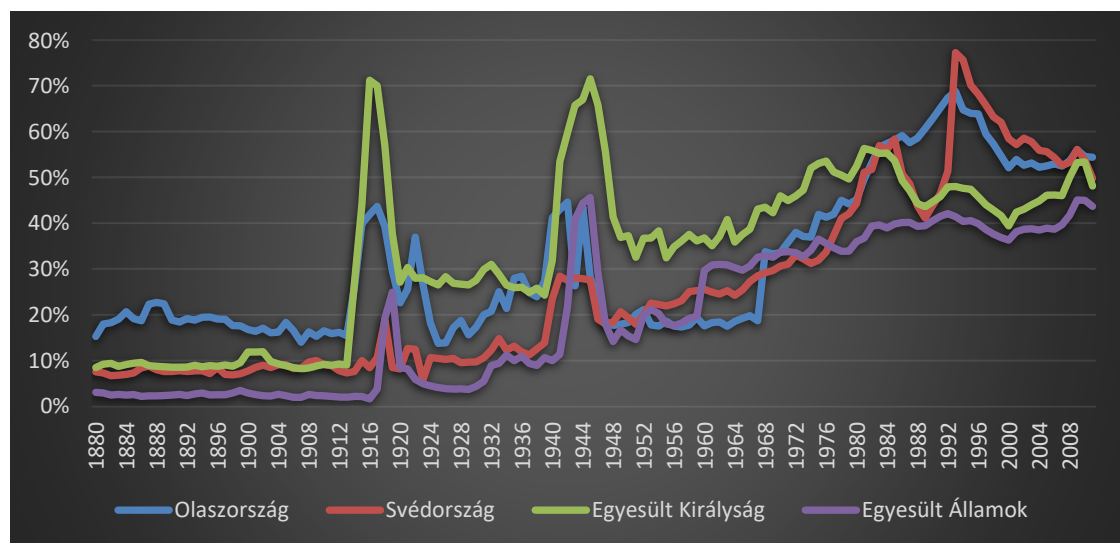
	1870	1913	1937	1960	1980	2000	2010
<b>Ausztria</b>	10,5	17	20,6	35,7	48,1	52,1	52,7
<b>Franciaország</b>	12,6	17	29	34,6	46,1	51,6	55,1
<b>Németország</b>	10	14,8	34,1	32,4	47,9	45,1	48,3
<b>Japán</b>	8,8	8,3	25,4	17,5	32	39	41,6
<b>Svédország</b>	5,7	10,4	16,5	31	60,1	55,6	55,6
<b>Nagy-Britannia</b>	9,4	12,7	30	32,2	43	36,7	51,9
<b>USA</b>	7,3	7,5	19,7	27	31,4	33,9	43,8

1. táblázat: Az államháztartás kiadási oldala (1870-2010)

Forrás: Tanzi (2005) és AMECO adatbázis.

A tradicionális társadalmi formák felbomlása és a városiasodás általánossá válásának következtében olyan feladatokat vett magára az állam, amiket korábban más intézmények láttak el. A II. világháború után épült ki a jóléti állam kiterjedt szociális ellátórendszerrel, melyek korábban nem léteztek, vagy csak szűkebb társadalmi körre terjedtek ki. A kiegészült feladatkörök közé tartozott a nyugdíj- és egészségbiztosítás, közoktatás, család- és szociálpolitika. A jóléti állam minden korábbinál részletesebben szolt bele a gazdaság és a társadalom működésébe.

Az államháztartás kiterjedtségét mérni lehet egyfelől a jövedelem-centralizációval, vagyis az államháztartásba bevont adó-, járulék és egyéb állami jövedelmek GDP-hez viszonyított arányával, és másfelől az újraelosztás (redisztribúció) mutatóival, melyek az államháztartás kiadási oldalát vetik össze az össztermék mértékével. A 20. század közepéig a kormányok kizárólag a háborúk idejére növelték a társadalmi szerepvállalásukat és adósodtak el. A korábban szerény jövedelem-újraelosztó funkció felerősödése következtében a fejlett országokban az 1980-as évek közepére a költségvetés kiadás oldala a bruttó hazai termék 40-50 százalékára rúgott.



1. ábra Fejlett országok GDP arányos költségvetési kiadásai 1880-2011 között

Forrás: ourworldindata.org/government-spending

A megelőző korok több évszázados lassú evolúcióját követően a XX. században korábban elképzelhetetlen kiterjedtséget ért el az állam.

Az állami feladatok pénzügyi vonatkozásait a költségvetésnek kell tartalmaznia. A költségvetés a költségvetési év során teljesítendő költségvetési bevételeket bevételi előirányzatként, a teljesítendő költségvetési kiadásokat kiadási előirányzatként tartalmazza. A költségvetés egy évre szóló pénzügyi terv és Magyarországon megegyezik a naptári évvel.

Az állam gazdálkodási rendszerét (azt a tevékenység, amely során az állam a bevételeit beszedi, és összegyűjti az állami költségvetésbe, hogy majd felhasználja a kiadásai teljesítésére) államháztartásnak nevezzük.

Magyarországon az államháztartás egy központi és egy önkormányzati alrendszerből áll, melyek közül az előbbi magába foglalja központi költségvetést, a társadalombiztosítási alapokat, valamint az elkülönített állami pénzalapokat. (Magyar Államkincstár, 2021)

A központi költségvetés az államháztartás legnagyobb alrendszere. A nagy adóbevételek (személyi jövedelemadó, általános forgalmi adó, jövedéki adó, társasági adó), járulékok (nyugdíj-, egészségbiztosítási járulékok), az állami szervek bevételei és az uniós támogatások a központi költségvetésbe folynak be és innen történik az állami szervek, társadalombiztosítási alapok, uniós és hazai fejlesztések és az államadóssággal kapcsolatos kiadások kifizetése.

Megkülönböztetünk teljes (a kamatbevételeket és kiadásokat is tartalmazó), elsődleges, kamat, ciklikus és strukturális egyenleget. A kamatkiadások nélkül számított költségvetési egyenleg az elsődleges egyenleg, amit a bevételek és a kiadások szabályozásával tudja befolyásolni a fiskális politika. A kamat egyenleg az adósság és a hozamok függvényében változik, a ciklikus egyenleg a ciklikus hatásoktól tisztított bevételek és kiadások egyenlege, míg a strukturális egyenleg ciklikusan kiigazított, egyszeri és egyéb átmeneti intézkedések nélkül számított egyenleg.

Amikor az adott év költségvetési kiadásai meghaladják a bevételeket, hiány keletkezik. A hiány finanszírozásának a módja lehet hitelfelvétel vagy állampapír kibocsátás, illetve pénzteremtés.

## 2.1. Az államadósság története és jelentősége

Az államadósság követésének, ezzel „statisztikai számbavételének” és elkülönült műveletekben megjelenő önálló finanszírozásának története egészen a 14. és a 15. századi Olaszországig nyúlik vissza, ahol a középkori Toszkán városállamok (Firenze, Pisa és Siena) vagy egymással, vagy a többi itáliai városállammal hadakoztak. Céljuk az ellenfél földjeinek és kincseinek megszerzése volt, viszont a háborúkba nem a saját polgáraikat küldték harcolni, hanem zsoldoshadsereget fizettek. A folyamatos háborúskodás azonban sok pénzbe került és a kiadások rendszerint túlszárnyalták a bevételeket. A bevételeket meghaladó kiadások miatti hiányt kölcsönökből fedezték. Egy idő után azonban néhány olasz városban, így Firenzében a 15. század elejére a bevételeinek már 70%-a kölcsönpénzből származott. A város az ingatlanadó megfizetése helyett a vagyonosabb polgáraitól kért kölcsönt (*prestanze*) kamatokért cserébe. A firenzei *prestanze*hoz hasonlóan a velencei *prestiti* is kölcsön volt, de már a kötvényeket szabadon lehetett eladni abban az esetben, ha a befektetőnek pénzre volt szüksége, ezzel gyakorlatilag megteremtve a papírok másodlagos piacát<sup>1</sup>. A háborúk lehetséges kimeneteinek függvényében, a nem-fizetési kockázattal ellentétes irányban, az értékpapírok árfolyama folyamatosan változott. 1497-ben Velence kötvényei a névérték 80%-án álltak, 1500-ban a katonai kudarcok hatására már csak 52%-on.

A francia és a spanyol korona a kölcsönszerzéshez a városokat használták közvetítőként. A franciáknál a párizsi városháza gyűjtött tőkét az uralkodónak, míg a spanyoloknál a genovai Casa di San Giorgio és az antwerpeni *beurs* segédkezett a királyi *juros* értékesítésében. A hatalmas nemesfémkészlettel rendelkező Spanyolország azonban 1557 és 1696 között legalább tizennégy alkalommal nem tudta kifizetni az adósságát vagy annak egy részét. (M. Salsman, 2017)

A Holland Köztársaság a 16. és a 17. században a spanyol uralom elleni lázadást majd a későbbi birodalom építési ambíciójukat az adóbevételek mellett az értékpapírok

---

<sup>1</sup> A kibocsátó pénzügyi helyzetét közvetlenül már nem befolyásolja, mindössze az értékpapírok tulajdonosi köre változik.

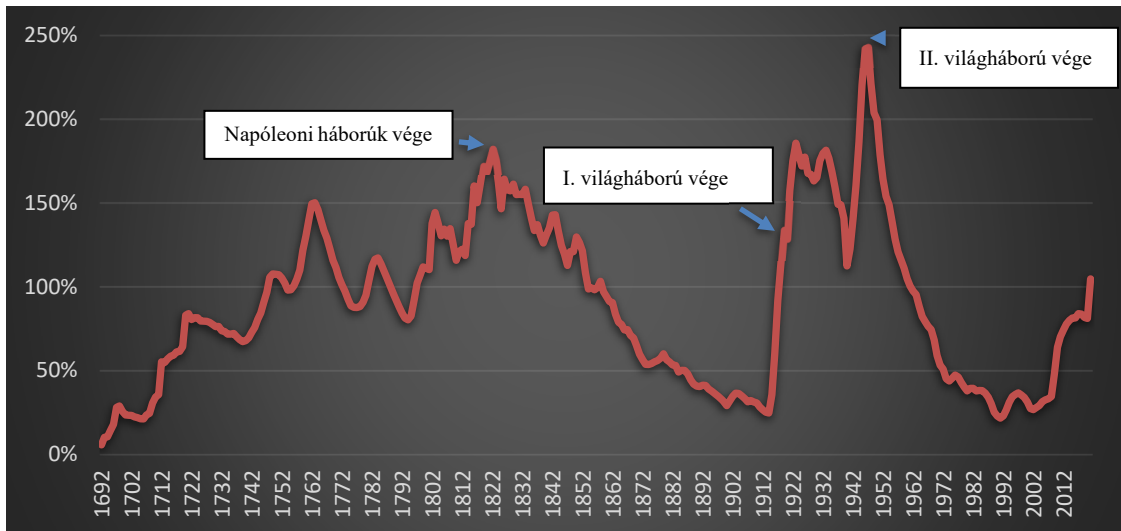
kibocsátásával finanszírozta. 1650-re több mint 65.000 holland befektető pénze forgott ezekben az instrumentumokban. Londonban a 18. század közepén már virágzó kötvénypiac volt, ahol leginkább a brit államkötvénnyel, másneven konzolkötvénnyel kereskedtek, amik a franciák elleni háborús kiadásokat célozta fedezni. Az angolok 1815 végén könyvelhették el a gazdaságuk méretéhez képest egyik legnagyobb mértékű eladósodottságot. A kötvények árfolyama erősen ingadozott a Napóleoni háborúk ideje alatt. A legendák szerint a Rothschild család a brit államkötvények sikeres manipulálásával alapozta meg a vagyonát. A Waterloo-i csatát követően tömegével adta el a kötvényeket a szövetséges csapatok vereségét színlelve ezzel eladási hullámot keltve, miközben egy ügynökén keresztül vásárolta vissza azokat. Az amerikai polgárháború során a déli államok alkotta Konföderáció, gyapotfedezetű kötvényértékesítés révén fedezte a serege költségeit. Ezek a kötvények a katonai kudarcok ellenére is tartották az értéküket, mivel a háború miatt megnövekedett kereslet felértékelte a fedezet árát. (Ferguson, 2021)

Az első világháború idején valamennyi résztvevő állam kötvényértékesítési kampányt folytatott, hogy a kisbefektetőket meggyőzzék az államkötvény vásárlás hazafias cselekedetéről.

*„A hadikölcsön jegyzése oly honpolgári kötelesség, amelyben mindenkinek tehetsége és vagyona arányában kell részt vennie. A hadikölcsönt jegyző a belső front katonája.”* (Dr. Wekerle, 1917)

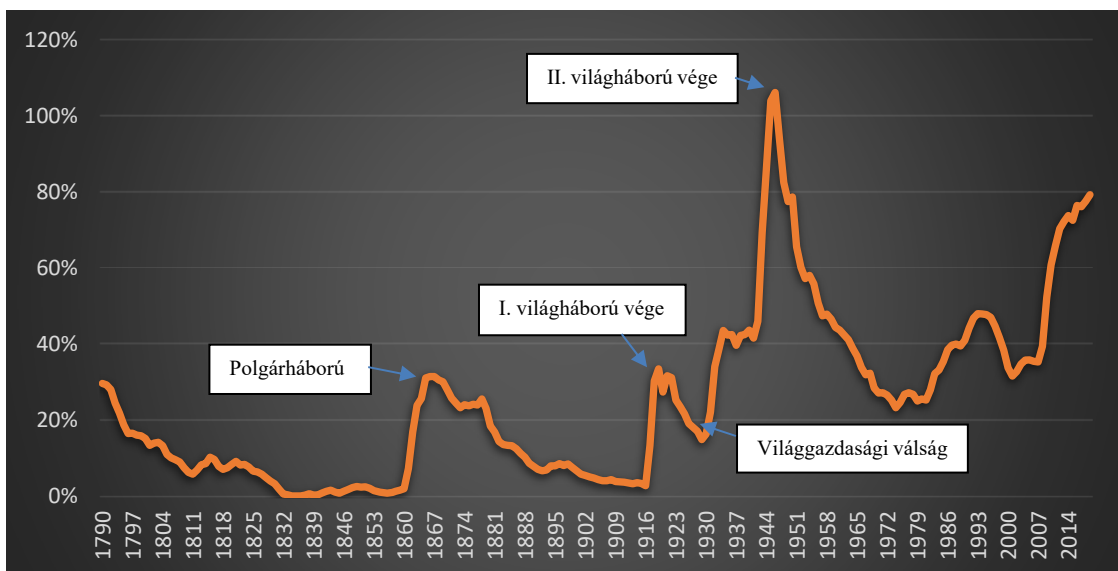
A háború kitörésétől kezdve tisztában voltak az Osztrák-Magyar Monarchia pénzügyi és katonai vezetői, hogy még egy rövid lefolyású háború sem finanszírozható csupán a költségvetés aktuális folyó bevételeiből. A hadikiadások 95%-át kölcsönből, ezen belül 53%-ot hadikölcsönjegyzésből befolyt pénzből fedezték. 1914 novembere és 1918 júniusa között nyolc alkalommal került sor kötvénykibocsátásra. (Mihók, 2021)

Ahogy az államadósság létrejött és az állampapírok fejlődése mutatja, korábban a kötvények kibocsátása szinte kizárólag a háborúk finanszírozása miatt került sor, azonban a 20. század közepétől az országok kormányai és azok vezetői rendszerint békeidőben is többet költöttek a bevételeiknél.



2. ábra Egyesült Királyság GDP arányos államadóssága 1692-2021 között

Forrás: [www.ukpublicspending.co.uk](http://www.ukpublicspending.co.uk)



3. ábra Amerikai Egyesült Államok GDP arányos államadóssága 1790-2019 között

Forrás: Congressional Budget Office

A modern államok államháztartása kivételes körülmények esetében van egyensúlyban. Az 1995-2020 közötti időszakot vizsgálva, a költségvetések szempontjából legjobb évnek tekinthető 2019-ben, 17 ország tudott többletet felmutatni a 27 európai uniós tagállam

közül (Eurostat, Eurostat, 2021), az Amerikai Egyesült Államok szövetségi kormánya pedig 2001 óta növeli az adóssága mértékét. (DATALAB, 2021) 2020-ban világszinten felbukkanó koronavírus következtében a csökkenő adóbevételek és a negatív gazdasági hatásokat ellensúlyozó fiskális politikák eredményeként, a világ országaiban szinte kivétel nélkül a kiadás meghaladta a bevételeik összegét és rekord deficittel zárták az évet.

Hasonló mértékű költségvetési hiány kialakulása jellemezte 2008-ban kirobbant gazdasági világválságot követő éveket. Magyarországon a rendszerváltás óta negatív előjelű a kormányzati szektor egyenlege.

Az észak-itáliai városállamokban kialakult kötvénypiac az eltelt évszázadok alatt nagy utat járt be és azóta óriásira duzzadt. A globális kötvénypiacot 2021-ben több mint 142 billió USD névértékű kötvény alkotta, aminek a kétharmadát államadósság tette ki 95 billió USD értékben. Az állampapírok közel harmada amerikai dollárban került kibocsátásra, negyedük kínai jüanban, 13-13%-a japán jenben és euróban, valamint 3%-a angol fontban. A magyar forintban kibocsátott kötvények az állampapírok mindössze 0,1%-át alkotják. Az állampapírok legnagyobb tulajdonosai az amerikai és a japán jegybankok, akik együttesen a kintlévő állampapírok több mint 40%-át birtokolják. (Bloomberg, 2021.)

A kötvényeknek létfontosságú szerepe van a globális pénzügyi rendszer működésében, mivel összekötik a befektetőket és a hitelfelvevőket egymással. továbbá az állampapírpiac mozgása és a kötvények hozamai alapvető jelentőségűnek számítanak a modern gazdaságban. Az állampapírok nemcsak azért fontosak, mert az állam bevételeken felüli kiadásait megfinanszírozzák, hanem azért is, mert mint első számú hiteladós, az állam által fizetendő kamat szintje irányadó a gazdaság egészére számára. A monetáris politikáért felelős központi bankok ugyanis a rövid lejáratú kamatokat határozzák meg ami jellemzően egynapos vagy egyhetes kamatok, de a bankokon kívül a vállalatok és a háztartások inkább hosszabb lejáratokra adósodnak el, ahol a kamat meghatározásához az állampapírok megfelelő lejáratához tartozó hozamszint szolgálhat referenciául. Ebből adódóan kötvénypiacoknak azért van súlya, mert valamennyi piac alapját jelentik és az állampapír referenciaszerepe miatt elvileg akkor is szükség lenne rá,



ha nem volna államadósság. Ha az államnak nagyobb kamatot kell fizetnie a kötelezettségeire, akkor ez hatással van a vállalatok és a lakosság adósságterhére is a jelzáloghitelek megnövekedett kamata és a vállalati kötvények magasabb elvárt hozama miatt. A kockázatmentes eszköznek tekintett állampapír hozamát használják emellett a befektetések megtérülésének kiszámítására és a pénzügyi eszközök ármegállapítására továbbá fontos indikátor a monetáris politika és az inflációs kilátások szempontjából.

Az állampapír kockázatmentes befektetési lehetőséget kínál (pl. háztartásoknak), ugyanakkor előírt befektetési forma lehet (pl. biztosítók, nyugdíjpénztárak számára). Az intézményi befektetők portfólióiban az állampapírok viszonylagos stabilitása jól kiegészíti, a hosszabb távon nagyobb hozamú, de ingadozó árfolyamú részvénybefektetéseket.

### **3. AZ ÁLLAMADÓSSÁG FINANSZÍROZÁSÁNAK MÓDJAI MAGYARORSZÁG ESETÉBEN**

*A hiány és az államadósság finanszírozása döntően három forrásból valósul meg:*

- intézményi forint állampapírok,
- lakossági állampapírok,
- nemzetközi devizakötvények.

*A magyar államadósság szerkezetének százalékos megoszlása 2021 október 31-én:*

- 51% forint államkötvény és 1% diszkont-kincstárjegy,
- 25% lakossági állampapír,
- 17% nemzetközi devizakötvény.

A forint, illetve a deviza hitelek aránya 3-3% az adósságportfólión belül. A devizás hitelek túlnyomórészt az Európai Uniótól és az Európai Beruházási Banktól felvett hosszú futamidejű projektf finanszírozó és a koronavírus válság kezeléssel kapcsolatos hitelek.

Az állampapír kibocsátások és a hitelfelvételek mellett, más források is rendelkezésre állhatnak a kiadásokra vagy az adósság refinanszírozására. A külső és belső gazdasági válságok esetén, a csődhelyzet elkerülése érdekében, a tagországok rövid vagy hosszú távú hitelhez fordulhatnak a nemzetközi pénzügyi szervezetekhez, mint az IMF és a Világbank vagy nagyobb gazdasági integrációhoz, mint az Európai Unió. Hazánk legutóbb a 2008-as pénzügyi válságot követően vette igénybe az említett intézmények gazdasági mentőövét miután Lehman Brothers csődje és az izlandi pénzügyi rendszer összeomlása után a pánikhangulat gyorsan áterjedt a fejlődő piacokra, köztük Magyarországra is. A lehívott hitelkeret csökkentette a bankrendszer sérülékenységét és áthidaló megoldást jelentett a költségvetési kiadások finanszírozására mivel a befagyott államkötvénypiacról bizonyos időtávon túl nem lehetett biztosítani a hiány fedezetét. A hitelcsomag utolsó részlete 2016-ban került törlesztésre, így a dolgozat írásának idejében Magyarországnak nincsen a 2008-as pénzügyi válság következtében felvett kötelezettsége. A válság előzményeit és a magyar állampapírpiacra ható következményeit későbbi fejezetben fogom részletezni. Az alábbi sorokban a hiány és az államadósság normál üzletmenetben történő piaci finanszírozását célozom ismertetni.

### 3.1. Intézményi forint állampapírok

Az intézményi forint állampapírok az elsődleges forgalmazói körön keresztül jutnak el a befektetőkhez. Az elsődleges forgalmazók azok a tőkeerős, befektetési vállalkozások, illetve hitelintézetek, akik közvetlenül a Magyar Államtól tudnak állampapírokat vásárolni aukciók keretében. (Magyar Állampapír, 2021.) Az elsődleges forgalmazók feladatai közé tartozik a klasszikus- és csereaukciókon való részvétel és a másodpiaci kétoldalú árjegyzés (vételi és eladási árfolyam) az MTS rendszeren<sup>2</sup> keresztül, akik ezzel biztosítják, hogy a befektetők a már kibocsátott állampapírhoz hozzájussanak vagy a birtokukban lévőt a lejárat előtt is eladhassák. Az állampapírok befektetők közti adásvételét lehetővé tevő bankok saját számlára adnak és vesznek állampapírt. A vételi (bid) és az eladási ár (ask) közötti különbség (spread) az ebből származó jövedelmük. A spread mértéke szabályozva van, amit az árjegyzésnél figyelembe kell venni. Maximálisan 15 bázispont különbség lehet a vételi és az eladási hozam között. A kötelező árjegyzés a 90 napnál hosszabb hátralévő futamidejű állampapírokra vonatkozik. A benchmark hozamokat az elsődleges forgalmazók az MTS Hungary rendszeren teljesített árjegyzéséből számított átlagos hozam alapján határozzák meg. A referencia hozamgörbe publikálásra kerül az ÁKK honlapján a délutáni árjegyzési fázist követően.

Az elsődleges forgalmazói rendszerhez való csatlakozás feltétele a Magyar Állam által kibocsátott értékpapírok forgalmazása mellett, a minimális tőkekövetelmények teljesülése, továbbá minimális elsődleges piaci részesedés szerzése. Az utóbbi mértéke jelenleg a naptári félévénként a klasszikus- és csereaukciókon, illetve a nem-kompetitív értékesítési eljárások során értékesítésre kerülő 12 hónapos diszkont-kincstárjegyek és államkötvények, súlyokkal megállapított és együttesen számított, legalább 3 százaléknak értékesítése, vagy saját számlára megvásárlása. (ÁKK, ÁKK, 2019)

---

<sup>2</sup> Az olasz S.p.A. elektronikus kereskedési rendszere

### 3.1.1. *Klasszikus- és csereaukciók*

Az államkötvények és diszkont-kinctárjegyek aukciók útján kerülnek nagy mennyiségben forgalmazásra a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően. Az előbbiek egy évnél hosszabb futamidejű (jelenleg 5, 10, 15, 20 éves lejáratú) fix vagy változó kamatozású, míg az utóbbi papírok egy évnél rövidebb időszakra, diszkont áron és zéró kuponnal kerülnek forgalmazásra. Az államkötvények 10.000 forintos alapcímlettel kerülnek kibocsátásra, 1999 április 12-től dematerializált formában. Az első aukciót 1996 május 2-án tartották 3 éves futamidejű kötvény értékesítésével. (Államadósság Kezelő Központ Zrt., 2020.)\_Az aukciókon kizárólag az elsődleges forgalmazók vehetnek részt és a befektetők az elsődleges forgalmazókon keresztül tudnak állampapírt vásárolni.

Az aukciók célja a nagymértékű forrásbevonás mellett, hogy az elsődleges forgalmazók kompetitív ajánlatait árfolyam szerint csökkenő sorrendbe rendezve, a lehető legkisebb kamatráfordítással történjen a kötvények kibocsátása. A pénzügyi teljesítés és az értékpapír jóváírása az előre meghatározott értéknapon történik.

Az aukciót megelőzően az elsődleges forgalmazók indikatív javaslatot nyújtanak be, hogy ezzel előre jelezzék, mekkora mennyiségben szeretnének állampapírt vásárolni.

Akiknek a délelőtti aukción során elfogadták az ajánlatát, azoknak aznap délután lehetőségük van az elfogadott összeg 40%-ig további ajánlatot benyújtani, amelyet átlagárfolyamon vehetnek meg (ez a nem-kompetitív értékesítési eljárás).

Az aukciók időpontjait a kibocsátási naptár tartalmazza az éves finanszírozási terv részeként. A kibocsátási naptár a tárgyévet megelőzően kerül publikálásra. Az aukcióra eredetileg meghirdetett mennyiségnél legfeljebb 50%-kal nagyobb összegben képes az ÁKK ajánlatokat elfogadni amennyiben megfelelő az érdeklődés, de előfordulhat, hogy csökkentik az aukciók gyakoriságát vagy meghiúsul az elégtelen kereslet következtében.

A csereaukció során az adósságkezelő hosszabb futamidejű állampapírokért cserébe rövid lejáratú államkötvényt vásárol. A csereaukció egy visszavásárlási és egy klasszikus (kibocsátási) aukció kombinációja, ahol a tranzakció pénzmozgás nélkül zajlik le. A csereaukció célja az adósságmegújítási kockázat csökkentése, az államadósság lejárat szerkezetének menedzselése és a hátralévő futamidő meghosszabbítása.

Mint minden kötvénykereskedőnek, az ÁKK-nak is az az érdeke, hogy a kötvényeket viszonylag olcsón vásárolja vissza az elsődleges forgalmazóktól majd magas árfolyammal értékesítse a hosszabb papírokat.

A csereaukción kibocsátott kötvények bruttó értékének meg kell egyeznie a visszavásárolt papírok bruttó értékével. Normális (emelkedő) hozamgörbénél a cserepapírok magasabb hozammal kerülnek kibocsátásra a visszavásárolt papíroknál, inverz hozamgörbe esetén pedig kisebb hozammal.

Amennyiben az inflációs kilátásokkal párhuzamosan a hosszabb futamidejű papíroktól elvárt hozam növekszik, a kötvényt a névérték alatt, kamatkiadásnak számító diszkonttal lehet kibocsátani, fordított esetben pedig kamatbevételnek számító prémiummal. Továbbá, ha a rövidebb papírt sikerül a névértéke alatt visszavásárolni, akkor kamatbevétel, ha felette, akkor kamatkiadás keletkezik az adósságkezelőnek.

Az ÁKK elemzése alapján a csereaukción kibocsátott papírok magasabb hozammal – olcsóbban - kerülnek eladásra, mint a hasonló lejáratú klasszikus aukción értékesített kötvények, valamint drágábban cseréli a rövidebb papírokat a visszavásárolt kötvényeknél.

Ennek oka az elemzés szerint a csereaukción természetéből fakad, ami voltaképpen egy árukapcsolás. A csereaukción során az ÁKK két célja is teljesül egyidőben. Kibocsát egy hosszabb lejáratú kötvényt és csökkenti a közeljövőben lejárató adósság mértékét. A visszavásárlás és kibocsátás egy tranzakcióban történő végrehajtásáért a csereaukción partner kedvezőbb feltételeket vár el mintha a két esemény időben elkülönülne. (Tran, 2021)

### **3.2. Lakossági állampapírok**

A magánszemélyeknek szánt állampapírok jelenleg a Magyar Állampapír Plusz, Prémium Magyar Állampapír, Prémium Euró Magyar Állampapír, Egyéves Magyar Állampapír, Kincstári Takarékjegyek és a Babakötvény, de a Magyar Államkötvények és Diszkontkincstárjegyek szintén elérhetőek a lakossági ügyfelek számára. Az állampapírok értékesítése a Magyar Államkincstár, a Webkincstár, a Magyar Posta Zrt., az Elsődleges

forgalmazók és a Lakossági Forgalmazók fiókhálózatain keresztül valósul meg. (ÁKK, Lakossági forgalmazók, 2020.) Lakossági papírokat gyakorlatilag csak magánszemély vásárolhat és ha lejárat előtt eladná a banki forgalmazónak, a bankoknak havonta vissza kell adniuk a papírt az ÁKK-nak. A lakossági állampapírokat jegyzés vagy vétel útján lehet megvásárolni. Különböző futamidőre és alapcímlettel megvásárolhatóak. A kamatozás alapján megkülönböztetünk fix (1MÁP), lépcsős (Kincstári Takarékjegy), sávós (MÁP+) és változó (PMÁP, PEMÁP, Babakötvény) kamatozású papírokat. A magánszemélyek körében legnépszerűbb MÁP+ állománya alkotja a lakossági papírok 65 %-át 2021 október végén.

A lakosságnak szánt állampapírok előnyei közé tartozik az intézményi piac tehermentesítése, a forintban történő kibocsátás miatt az árfolyamingadozás miatti adósságváltozás elkerülhetősége, valamint a kifizetett kamatjövdelem itthon kerül elköltésre. A lakossági állomány növelése diverzifikálja az adósság szerkezetét, csökkenti a külső finanszírozási igényt és a devizaarányt, ami javítja az ország kockázati megítélését.

Az ÁKK stratégiai célja, hogy a lakossági befektetők az adósságfinanszírozás egyik biztos pillérjét alkossák ezzel ellensúlyozva és kivédve a korábbi volatilis időszakokban tapasztalt eladási hullámot a külföldi befektetők részéről. A 2019.06.01 után kibocsátott lakossági állampapírok adómentesek, ezzel is ösztönözve a lekötetlen pénzállományok adósságfinanszírozásba való becsatornázását.

Lakossági finanszírozás hátrányaként lehet megfogalmazni a magasabb kamatköltséget az intézményi állampapírokhoz és a devizakötvényekhez képest. A Magyar Állampapír Plusz, amely a futamidő alatt csaknem 5 százalékos éves hozamot kínál, több mint 3 százalékkal meghaladta az első jegyzésének napján publikált ötéves lejáratú piaci forintkötvény hozamát.

Negatívumként sorolható fel emellett, hogy ezen a piacon nem lehetséges hirtelen nagy mennyiségű pénzt bevonni továbbá a lakossági papírok alacsonyabb átlagos futamidővel rendelkeznek a devizakötvények és az intézményi forintkötvények lényegesen hosszabb lejáratához képest. A forgalmazóknak kifizetett jutalékok összegét szintén figyelembe kell venni a lakossági papírok költségvizsgálatánál.

### 3.3. Nemzetközi devizakötvények

A devizakötvény kibocsátásokat nemzetközi pénzintézetek (BNP Paribas, Citibank, Erste Group, Goldman Sachs International, Deutsche Bank stb.) szervezik az ÁKK megbízásából.

A kibocsátási folyamat az árfeltárással veszi kezdetét. Ekkor kerül megadásra az indikatív árjegyzési szint, ami mutatja, hogy a referenciának számító kötvények hozama felett hány bázispont felárral fogják kínálni a papírokat. Dollár alapú kötvénynél a U.S. Treasury, az euró alapú kibocsátásnál a német Bund hozama az irányadó. A felár mértékét befolyásoló faktorok az ország gazdaságpolitikája és stabilitása, a kötvény likviditása (a befektető milyen gyorsan talál vevőt, ha lejárat előtt szeretné adni) valamint a kibocsátó adósminősítése. A hazai kibocsátók ezen felár felett képesek kijutni a nemzetközi piacokra.

A devizakötvény kibocsátásokat megelőzően az ÁKK felveszi a kapcsolatot a külföldi befektetőkkel és személyes találkozók alkalmával vagy videokonferencián keresztül felméri a potenciális érdeklődés nagyságát.

A szervezők jutalék fejében megkeresik a kötvényvásárlásban érdekelt befektetőket és a könyvépítési (book building) eljárás alkalmazásával gyűjtik az ajánlatokat az indikatív árszint mellett.

A kibocsátás sikerességét jelzi a jegyzések mérete és benchmarknak számító államkötvények hozama feletti tényleges felár nagysága, amivel a kötvények végül kibocsátásra kerülnek.

Minél kisebb a spread mértéke, annál keresettebb a kötvény a piacon, nagyobb a befektetők bizalma a kibocsátóban és jobb az ország megítélése. A kibocsátások a legfontosabb devizákban történnek úgymint USD, EUR, JPY és jellemzően a devizalejáratok vagy nagyobb finanszírozási igény miatt kerülnek ütemezésre.

A devizakötvény kibocsátás mellett szól a lejáró devizaadósság megújításán felül, hogy ezen formában lehet a legnagyobb forrásbevonást végrehajtani egyidőben. (Beke, Portdolio, 2021.) A forintban kibocsátott állampapírok piaca szempontjából csökkenti az

aukciókra nehezedő nyomást továbbá megnöveli az átlagos hátralévő futamidőt. A nagymennyiségű többletkibocsátás az elsődleges forint államkötvény piacon általában hozamnövekedéssel jár mivel a kínálat jelentős növelésével a kötvények alacsonyabb áron kerülnek forgalomba magasabb hozammal. Nagyvolumenű kibocsátások esetében célszerű kilépni a nemzetközi piacra, ahol az ÁKK a külföldi befektetők széles körét eléri. A devizaadósság bruttó kibocsátás átlagos költsége rendszeresen alacsonyabb a forint adósság költségénél.

A fejlődő országok kibocsátói, ideértve Magyarországot is, a világgazdasági fellendülés idején kedvező hozamfelár mellett képesek fejlett országok devizáiban kötvényt értékesíteni a külföldi befektetők megnövekedett hozamérvágyának és kockázatvállalási hajlandóságnak köszönhetően.

Válság esetén viszont a befektetői bizonytalanság megnő, a likviditás (lényegesen több az eladó, mint a vevő) és a kockázatvállalási hajlandóság csökken és a magasabb csődvalószínűséget nagyobb kockázati felárral árazza a piac. Devizához jutás költsége megnő és a devizaadósság megújítása megdrágul. A magas devizaarány több kockázatot hordoz ezáltal rontva az adósbesorolást a hitelminősítőknél, valamint a devizában denominált értékpapírok jelentős hányada (jellemzően 80-100%) a külföldi befektetők birtokában van növelve az ország kiszolgáltatottságát.

A devizaadósság jellemzően alacsonyabb kamatköltségű és hosszabb futamidejű, mint a forintadósság, viszont árfolyamkockázatot növel.

Az idegen pénznemben történő kibocsátás során figyelembe kell venni az árfolyammozgásból eredő kockázatokat is. Amennyiben gyengül a hazai fizetőeszköz, úgy megnő a devizaadósság forintban kifejezett értéke ezáltal a teljes adósság is, a forint erősödésével pedig csökken. A gyengébb forinttal emelkedik az államadósság devizaaránya, még akkor is, ha nem történt devizakötvény kibocsátás. Az ÁKK az elfogadott benchmark mutatók alapján minden nem-euróban denominált devizaadósságot visszafedez euróra a kibocsátást röviddel követően, hogy ne legyen árfolyamkockázat az euró gyengülése esetén dollárral, jennel, vagy más devizával szemben. Ennek eredményeként a nem-euróban kibocsátott kötvényekre fizetendő tényleges kamat az eurós fedezeti ügylet kamata.



### **3.4. Esettanulmány – Magyarország fiktív devizakötvény kibocsátása**

Az érdeklődő olvasók tájékoztatása, a folyamatot meghatározó tényezők áttekintése és az egyes lépések követhetősége érdekében leírom egy lehetséges - fiktív - devizakötvény kibocsátás menetét és a döntési pontokat. (Portfolio, 2013.) (Portfolio, 2021.)

#### *3.4.1. A kibocsátás háttere*

20xy év z hónapban 1,8 milliárd EUR értékű forrásbevonás valósult meg a 20xy évi finanszírozási tervnek megfelelően. Az előző év végén a pénzügyminiszter jóváhagyta a költségvetési hiány és a lejáratokat finanszírozó tervet, amely többek között tartalmazza a devizafinanszírozás nagyságát.

#### *3.4.2. Az ügylettel kapcsolatos előzetes döntések*

A devizakötvény kibocsátás előkészítéseként az ÁKK több partnerbankkal is felvette a kapcsolatot, hogy tájékozódjon az aktuális kötvénypiaci helyzetről. A bankok által jelzett piaci kondíciók, a lehetséges befektetői érdeklődés nagysága és a magyar szuverén devizakötvényeink másodpiaci hozamai és lejárat szerkezete alapján arról hozott döntést az ÁKK illetékes bizottsága, hogy a kötvény amerikai dollárban kerüljön kibocsátásra legfeljebb 2 milliárd USD nagyságban, a kötvény futamideje pedig a piaci kereslet, valamint az átlagos hátralévő futamidő meghosszabbítása érdekében 30 éves legyen. A kötvény végleges feltételei a kötvénypiac alakulásának figyelembevételével kerültek megállapításra

A döntést követően megkezdődött a kibocsátás lebonyolításához szükséges főszervezők kiválasztása. A kiválasztási szempontok tekintetében a fő alapelv az, hogy amennyiben a kötvénye devizája EUR vagy USD, a főszervezők csak a magyar elsődleges forgalmazói rendszer tagjai vagy annak bankcsoportjai közül kerülhet ki. A kiválasztási folyamatban szempontként szerepelt többek között a bankok az elsődleges forgalmazói rendszeren belüli teljesítménye, dollárpiacon való részesedése, korábbi egyműködési tapasztalatok. A kibocsátás menedzseléséhez/szervezéséhez végül a Citigroup, a BNP Paribas és a JP Morgan pénzintézetek kerültek kiválasztásra, amelyeket egy közös ajánlatkérést

követően mandátumot kaptak a kibocsátási feladatok ellátására. Ez az információ ekkor még nem került publikálásra.

### *3.4.3. Az ügylet előkészítése*

Az előkészítési folyamat keretében elkészült a befektetői prezentáció és a kibocsátáshoz szükséges dokumentáció. Utóbbi tartalmazza a befektetői tájékoztatót (prospectus), különböző szerződéseket, illetve a tőzsdei bevezetéshez és az elszámoláshoz szükséges dokumentumokat. A szerződések New York állam joga alatt íródtak.

Az előzetesen megállapodott ütemterv szerint bejelentésre került, hogy a magyar állam mely bankokat kért fel a befektetői találkozók megszervezésére és hogy devizakibocsátási ügylet várható a piaci feltételektől függően. A virtuális befektetői roadshow-ra végül különböző formákban került sor (kisebb csoportos, „one-on-one”, „global investor call”).

### *3.4.4. Az ügylet*

A roadshow-t követően a befektetői érdeklődés és a piaci helyzet alapján az ÁKK döntés hozott a kibocsátás megkezdésére.

A döntést követően a főszervezők tájékoztatták a befektetőket a magyar állam devizakötvény kibocsátási szándékáról és ismertetésre kerül a mid-swap<sup>3</sup> feletti felársáv, amely mellett a könyvépítés indul. A felársáv induló szintje a mid-swap felett 150 bázisponton (ami 30 bázisponttal volt magasabb a másodpiaci USD hozamgörbe azonos pontjánál) került megállapításra a befektetői érdeklődés felkeltése érdekében. Miután meghirdetésre került a felársáv, a főszervező bankok elkezdtek gyűjteni a befektetői érdeklődést az ajánlati könyvbe (book building).

A könyvépítés folyamán, a magas érdeklődés (többszörös túljegyzés) miatt és a főszervezők javaslata alapján többször lejjebb került a mid-swap feletti felársáv, amiről a befektetők tájékoztatást kaptak. A felársáv csökkentésének mértékéről a főszervezők

---

<sup>3</sup> Kockázati felár meghatározásához használt referenciamutató. A mid-swap a kamatcsere ügyletek fix kamatlábainak az átlaga. A mid-swap feletti érték kifejezi a piaci kamatlábat meghaladó felárat.

visszajelzései alapján döntöttek közösen a főszervezők és az ÁKK. A négyszeres keresletnek köszönhetően a végső felárszint megegyezett a másodpiaci hozamgörbe szintjével, majd az ajánlati könyv lezárása került bejelentésre.

A könyv lezárását követően a főszervezők véglegesítették a befektetői indikációt, hogy a végső felár mellett mekkora összegben jegyeznek. A jegyzések véglegesítését követően 3,5-szeres maradt a túljegyzés, mely alapján történt meg a végleges allokáció.

A végső jegyzések allokálásánál a hosszútávú befektetők (biztosítók, nyugdíj és befektetési alapok) élveznek előnyt a spekulációs célú hedge fund-okkal vagy banki treasury-kkel szemben. A bankok javaslata alapján az ÁKK-val közös döntés született a végső allokációról.

A végleges allokációt követően került sor a kötvény tényleges árazására. A kiszámított hozam függvényében került meghatározásra a kötvény kuponja és a kibocsátási ár.

A kibocsátást követő 2 munkanapon belül bevezették a papírokat a londoni tőzsdére és külföldi elszámolóházakon keresztül megtörtént a keletkeztetés.

Az elszámolás napján (kibocsátástól számított 5 munkanap) bekövetkezett a tranzakció zárása, amely során megérkezett a kibocsátásból befolyó pénz a magyar állam USD számlájára.

#### *3.4.5. Swap ügylet kötése*

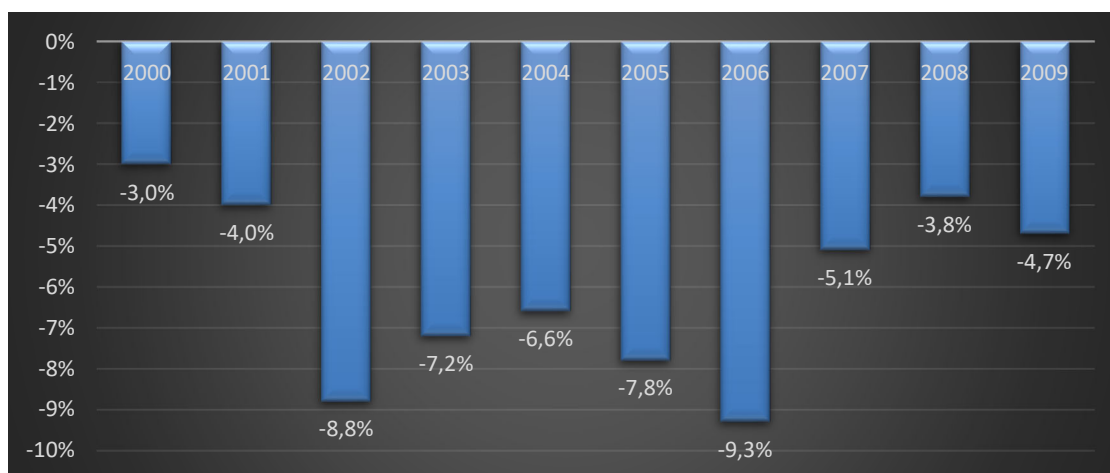
A kibocsátást követően swap tender került kiírásra a dollárkötvény végleges paramétereivel. A tenderen három pénzüintézet vett részt, és annak az ajánlata került elfogadásra, aki a legalacsonyabb euró kamatot nyújtotta be.

## 4. MAGYAR ADÓSSÁGKEZELÉS ALAKULÁSA

### 4.1. Magyar adósságkezelés a 2008-as válság előtt

A magyar adósságkezelés 2004-ig tartó stratégiai célkitűzései a piaci forintadósság szerkezetének javítása, a hiány lehetőleg belföldről és forinttal történő finanszírozása, valamint forint forintból, devizát devizából elvet alkalmazó adósságmegújítása. Az utóbbtól eltérni csak gazdaságpolitikai döntések alapján lehetett. 2005-től módosításra került teljesítménymutatók alapján a devizaadósság aránya 25-38%, a forint fix 61-83% és a deviza fix 62-67%-kos sávba került meghatározásra.

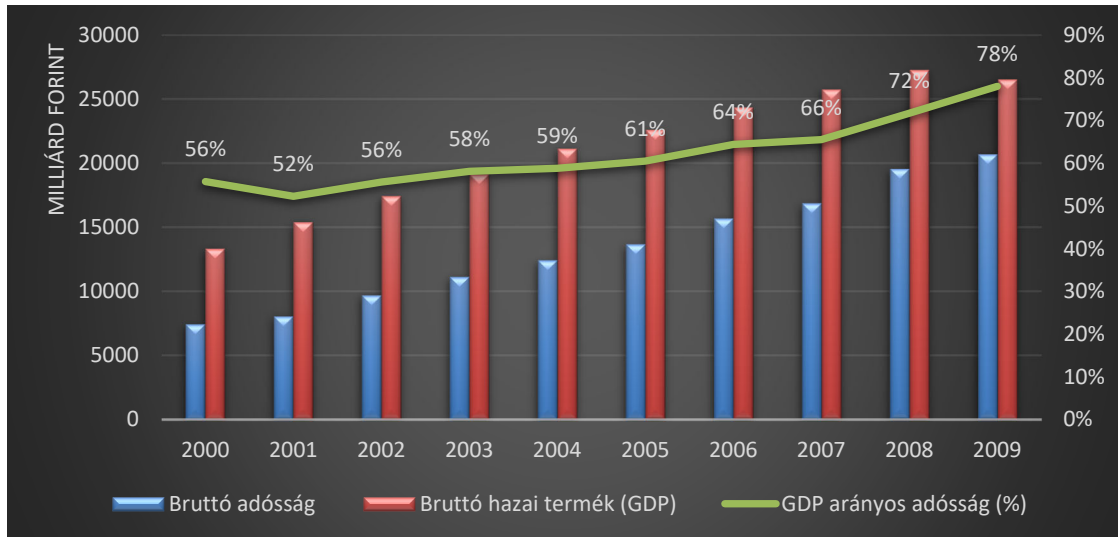
A magyar költségvetést a 2000-es években a maastrichti kritériumot meghaladó mértékű hiány jellemezte a politikai ígéretek teljesítése miatt. A hiány kicsúcsosodása a választási években (2002, 2006) figyelhető meg leginkább. Az eladósodást kiváltó fiskális politika, a magas külső és belső adósság, lassú növekedés és a sokféle strukturális probléma az ország megítélésének nem tett jót. A három nagy hitelminősítő közül először a Fitch Ratings rontott a magyar adósbesoroláson 2005-ben, majd őt követte a következő évben a Moody's és a Standard and Poor's hasonló leminősítése. Az indoklásban szerepelt a több éve fennálló folyó fizetési és költségvetési hiány, a költségvetési reformok halogatása és az államadósság növekedése.



4. ábra GDP arányos költségvetési hiány 2000-2009 között

Forrás: Eurostat

A GDP arányos államadósság fokozatosan növekedett a vizsgált időintervallumban a gazdasági teljesítményt meghaladó eladósodottság következtében.

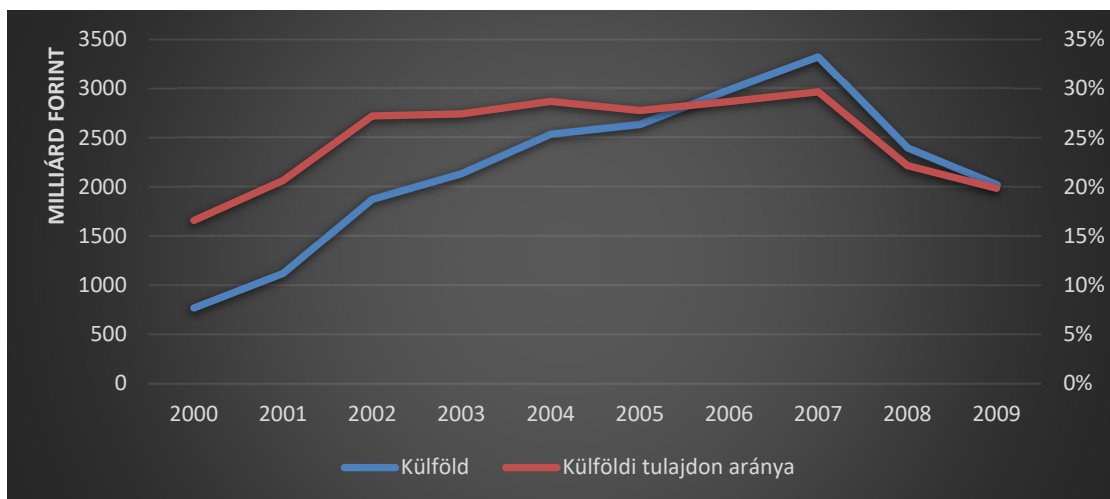


5. ábra Államadósság alakulása a GDP arányában 2000-2009 között

Forrás: ÁKK

A globális likviditásbőségnek köszönhetően azonban a befektetők finanszírozták az országot a romló adósságmutatók ellenére is.

A külföldiek birtokában lévő forint állampapírok állománya jelentősen növekedett az ezredfordulót követően. 2008 eleji csúcsponton a forint papírok 30%-át tulajdonolták, több mint 3300 milliárd forint állományban, ezzel a külföldi befektetők domináns szereplővé váltak a forintpiacon.



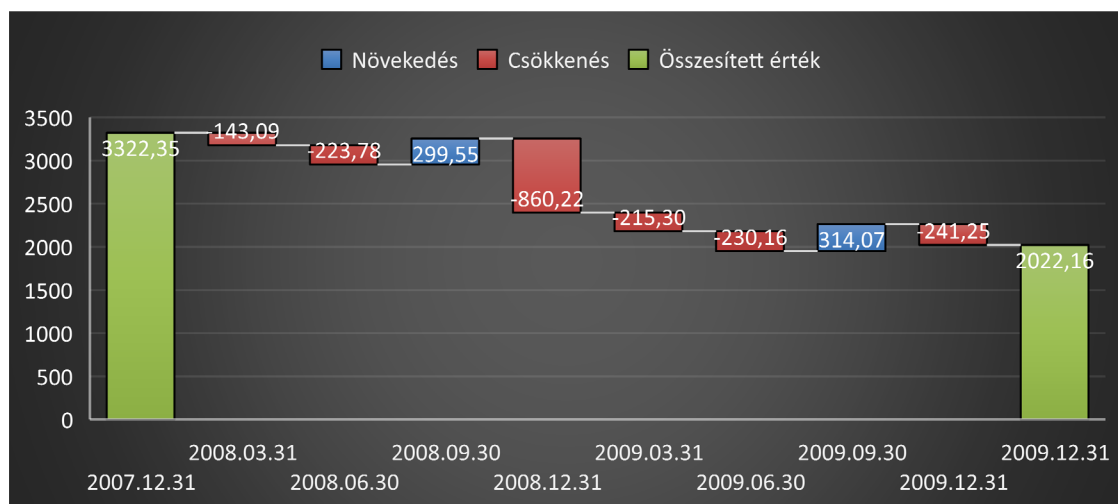
6. ábra Külföldi tulajdonú forint állampapírok állományváltozása 2000-2009 között

Forrás: ÁKK

Az adósság szerkezetében jelentős külföldi tulajdonosi hányad mellett az ország devizában fennálló kötelezettségei számottevően nagyobbak voltak a devizatartaléknál. Magyarországnak a 2008-as pénzügyi válság begyűrűzésekor közel 3 milliárd euró egy éven belül lejárató adóssága volt, amit meg kellett újítani az állampapírpiacon, valamint az országban tevékenykedő bankok 30 milliárd eurós tartozása (rövid lejáratú adósság és a hosszú lejáratú kötelezettség éven belül esedékes része), aminek a finanszírozhatósága szintén kérdésessé vált a bankközi piac befagyása miatt. A bankok külső adósságának nagymértékű növekedése mögött a lakosság körében felfutó devizahitelezés állt. A forrásbevonás az ügyfélbetétek gyűjtése helyett nagyrészt rövid lejáratú anyabanki hitelekkel valósult meg. A befektetők és a hitelminősítők egyaránt súlyos kockázatnak találták a rövid lejáratú adósság devizafedezettségét. A Magyar Nemzeti Bank 2008 szeptemberében rendelkezésre álló 17,4 milliárd eurónyi tartaléka kevésnek bizonyult a devizás kötelezettségek törlesztésére és a forint elleni támadások kivédésére. Simor András, akkori jegybankelnök nyilatkozat szerint: „A magyar devizatartalék az év során nem csökkent, folyamatosan 17 milliárd körül volt. Ami megnőtt, az a devizatartalék-igény volt, mégpedig a második fél évre. Ellenben amikor baj van, már nem nagyon lehet devizahitelt bevonni. 2008 második felében, amikor látszott, hogy tartalékszintet emelni kell, a magyar állam már nem jutott forrásokhoz.” (Bognár & M. László, 2008.)

A válság hatását súlyosbította a 2007-ben életbe lépett nyugdíjpénztári szabályozás, aminek értelmében az állampapírok helyett a részvények vásárlása került a fókuszba, ezzel 300-400 milliárd forintos keresletkiesést eredményezve a forint-állampapírpiacra. (Bojtár B. & Bundula, 2008.) (Dunai, 2008.)

Az állampapírpiacra a vihar előszelét már 2008 februárban-márciusban érezni lehetett amikor a forintpiacra csökkent a kereslet és emelkedtek a hozamok majd ősszel az események felgyorsultak. A korábbi likviditásbőség helyett a befektetők kockázatkerülők lettek. Elkezdődött a tőke kivonás a fejlődő piacokról. A forint szeptember-október között mintegy 21%-kal gyengült. Az állampapírpiac október elején teljesen befagyott, a hozamok rövid idő alatt drasztikusan megemelkedtek. A másodpiacra jelentkező erős eladási nyomás után eltűntek a befektetők az elsődleges állampapírpiacról is. (Mosolygó, 2008)



7. ábra Külföldi tulajdonú forint állampapírok állományváltozása 2007-2009 között

Forrás: ÁKK

A sikertelen aukciókat követően október végétől felfüggesztésre kerültek az aukciók az év végéig. 2008 október 9-én összeülő, a kormányfőt, a pénzügyminisztert és a jegybankelnököt is magába foglaló válságstáb döntése az IMF-hitel felvételére esett az esetleges államcsőd elkerülése miatt. Október 13-án a Valutaalap levélben jelezte, kész segíteni Magyarországnak.

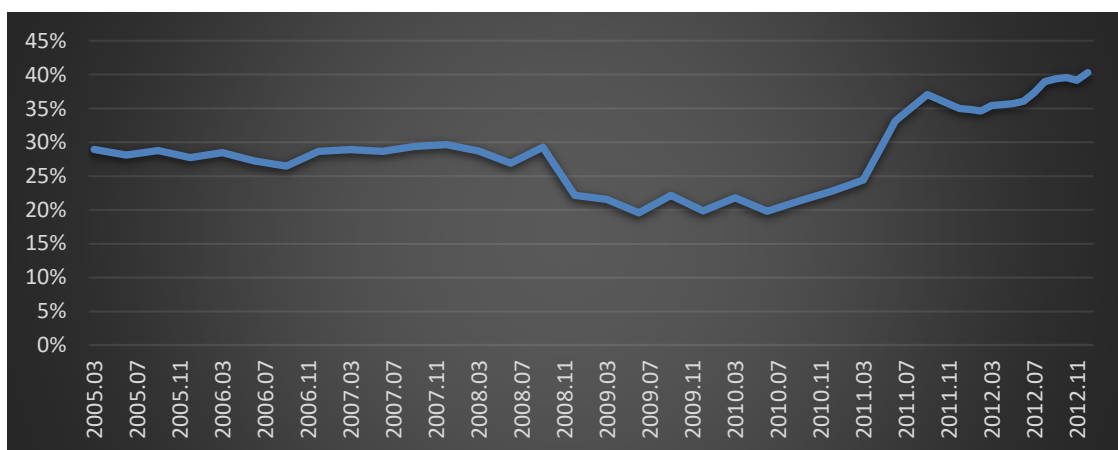
Október 28-án bejelentették, hogy az ország összesen 25,1 milliárd dolláros gazdasági védőhálót kap, 17 hónapig készenlétben, azaz rendelkezésre tartott hitelkeret formájában, ezzel segítve Magyarországnak kezelni a pénzügyi válság következményeit.

A csomag részeként az IMF 15,7 milliárd dolláros hitelkeretet nyújtott, az Európai Unió további 8,1 milliárdot, a Világbank pedig 1,3 milliárdot adott. A hitelcsomag elsődleges célja az ország devizatartalékainak a növelése és piaci bizalom visszanyerése volt. A lehívott hitelkeret mintegy kétharmada ment adósságműveletre úgymint költségvetési hiányok és lejáró kötvények finanszírozására továbbá állampapír visszavásárlásokra, de jutott belőle bankmentő csomagra és később MOL-részvények megvételére is. (Beke, Portfolio, 2016.)

A kormány lényeges válságkezelő eszközei közé tartozott a 2009 évi költségvetés módosítása, betétbiztosítás kiterjesztése, magánnyugdíjpénztári portfólió átalakításának felfüggesztése, MNB másodpiaci állampapír vásárlása és MNB euroswap ügyletek biztosítása a bankoknak. Magyarország számára a legfontosabb feladattá vált, hogy a nemzetközi hitelcsomag segítségével a piaci finanszírozást visszaépítse.

#### 4.2. Magyar adósságkezelés a 2008-as válságot követően

A forint piac stabilizálódása után a 2010-es évek elejétől visszatértek a nem-rezidens befektetők és jelentősen nőni kezdett a külföldi állomány.



8. ábra Külföldi befektetők aránya a forint piacon 2005-2012 között

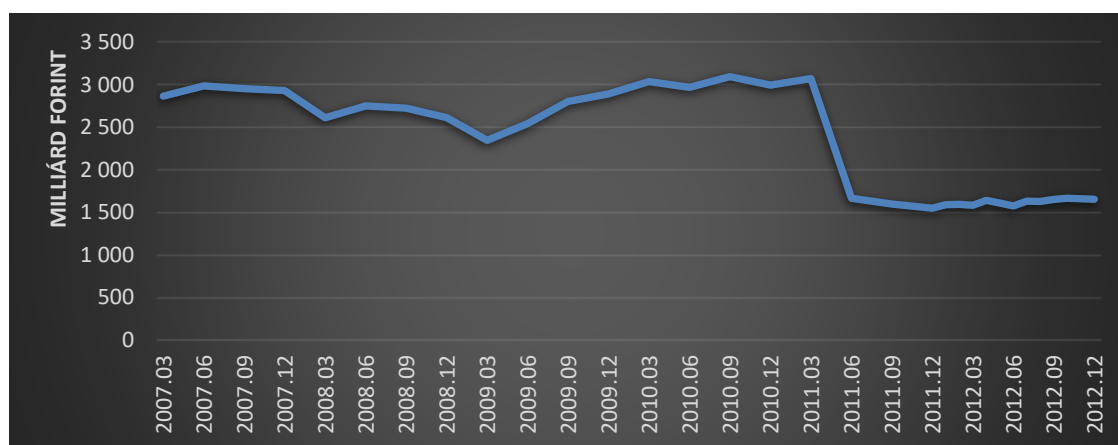
Forrás: ÁKK



2012 után, a korábbi tapasztalatok alapján kiemelt stratégiai cél lett a hazai államadósság-kezelés számára a devizaadósság mellett a külföldi finanszírozás arányának csökkentése is. A 2008-as pénzügyi válság fontos állampapírpiaci tanulsága a külföld felé való kitétség csökkentése. A belföldi megtakarításoknak nagyobb szerepet kell adni az adósság finanszírozásban a piaci pánik és a sebezhetőség redukálásának érdekében.

A 2010-es kormányváltás után a megalakuló új kabinet elsődleges feladatai közé az államadósság és a külföldi függés csökkentését tűzte ki célul. Az adósság egyszeri és nagy tételben való csökkentésére az 1998-ban kialakított hárompilléres nyugdíjrendszer második pillérének számító magánnyugdíjpénztári vagyont használták fel.

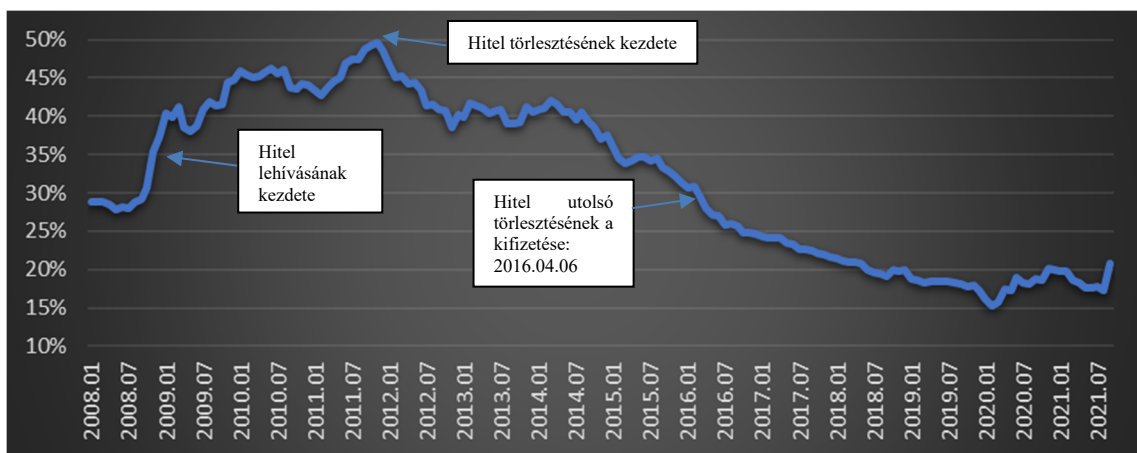
A 2010. évi CLIV. törvény értelmében a magánnyugdíjpénztárakból kilépő és a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerbe visszalépő tagok vagyont a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alapnak kellett átadni. (Jogtár, 2010.) Az Alap kezelőjévé az ÁKK vált. A magánnyugdíjpénztárak által kezelt vagyon együttes értéke a törvény kihirdetésének évében meghaladta a 3000 milliárd forintot. 2011 júniusban a pénztárak elkezdtek visszajuttatni a volt tagjaik vagyont az államnak. A kezelt portfólió csaknem a felét magyar állampapírok tették ki. Miután átkerült az államhoz, több mint 1340 milliárd forinttal csökkent az államadósság mértéke azáltal, hogy az állam tulajdonába került a saját fizetési kötelezettsége ezzel tulajdonképpen megsemmisítve a kötvényeket.



9. ábra Biztosítók és nyugdíjpénztárak forint állampapír állománya 2007-2012 között

Forrás: ÁKK

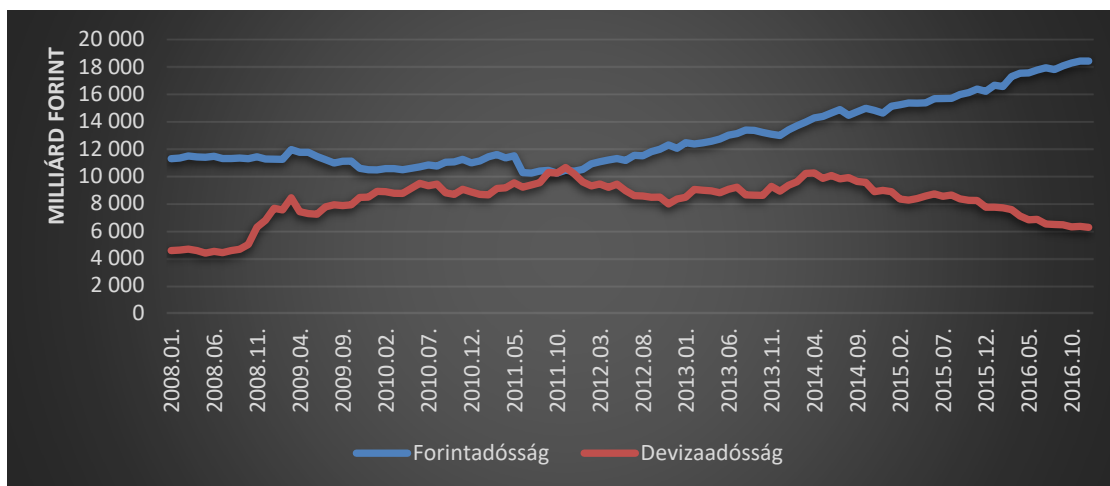
A kitűzött gazdaságpolitikai célok eléréséhez szükséges volt a felvett hitelcsomag törlesztésének megkezdése és a lakossági finanszírozást ösztönző kampányok elindítása. Az adósság devizaaránya 2011 novemberében érte el a csúcspontját a maga 50%-os értékével majd onnan fokozatosan csökkent a relatíve szigorú fiskális politikának köszönhetően. A devizaadósság csökkentésének fő eszköze a negatív nettó devizakibocsátás, amit a 2012-2019 között a lejáró devizaadósság egy részének forintkibocsátásból történő refinanszírozásán keresztül a lakossági program felfutásával, valamint a fiskális fegyellemmel valósult meg. A lokális minimumot 2020 márciusban sikerült elérni, amikor a bruttó devizaarány az adósság mindössze 15%-át képviselte.



10. ábra Államadósság devizaaránya 2008.01-2021.09 között

Forrás: ÁKK

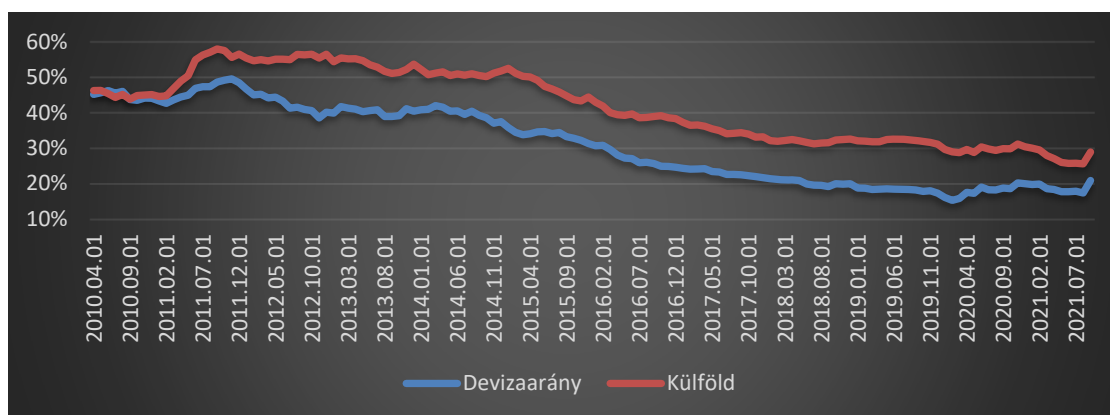
A hitelek visszafizetése mellett a forintadósság a finanszírozásban betöltő növekvő szerepe is segítette a devizaarány mérséklését.



11. ábra Forint- és devizaadósság állományváltozása 2008-2017 között

Forrás: ÁKK

A devizaadósság leépítésével párhuzamosan a külföldi befektetők részarányát is sikerült csökkenteni a válság kirobbanását követően. A devizaadósság aránya és a külföldi befektetők között pozitív, egyirányú kapcsolat áll fenn.



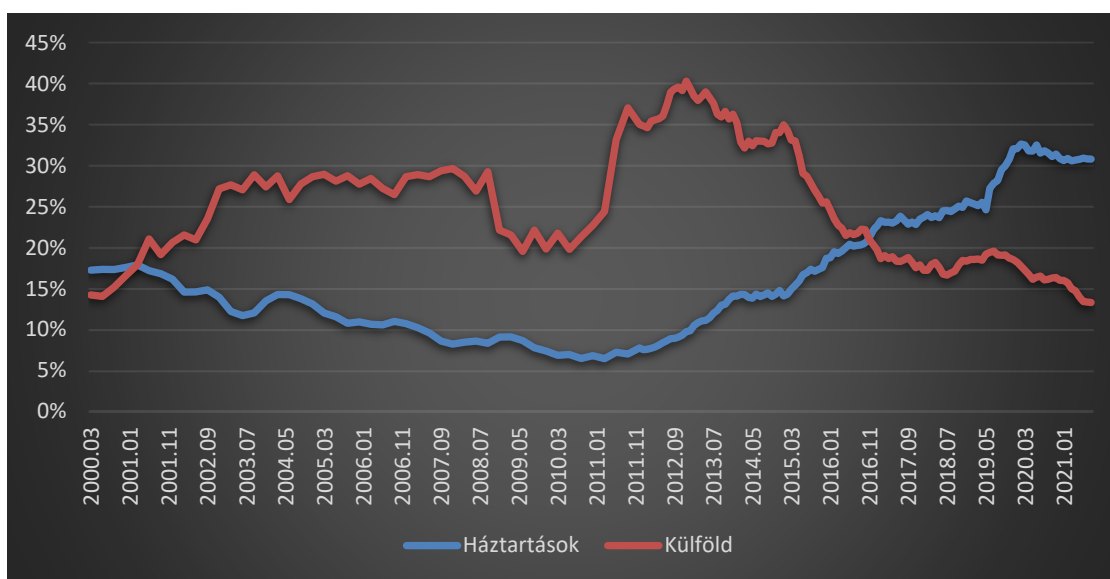
12. ábra Deviza- és a külföldi befektetők aránya az adósságon belül 2010-2021 között

Forrás: ÁKK

A külföldi állomány csökkenésében nem kizárólag a devizaarány visszaesése játszott szerepet, hanem a növekvő forintadósságot egyre inkább a hazai megtakarítók finanszírozták. 2012-től az ÁKK új lakossági termékek bevezetésével, a fiókhálózat

fejlesztéssel, marketingkampányokkal, a digitális csatornákon történő értékesítés megvalósításával és a lekötött betéteknél magasabb kamatokkal ösztönözte a lakossági állampapír vásárlást.

A magánszemélyeknek szánt termékek kialakításának célja volt a belföldi finanszírozáson túl a magas készpénzállomány becsatornázása és a 2010-es években tapasztalt ingatlanpiaci árrobbanás hűtése, ezzel befektetési alternatívát kínálni. A lakossági állományt nagymértékben megnövelte a 2019 júniusától jegyezhető Magyar Állampapír Plusz (MÁP+) termék.



13. ábra Lakosság és külföld hányada a forint adósságon belül 2000-2021 között

Forrás: ÁKK

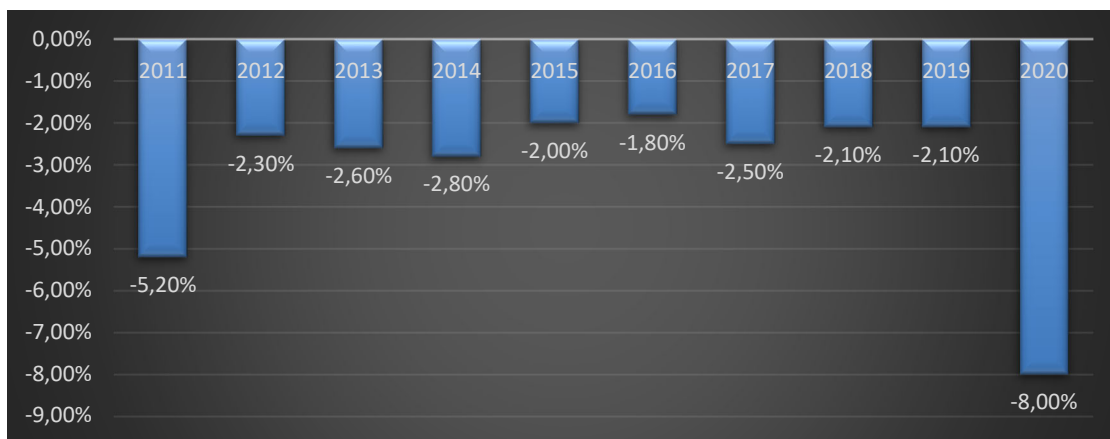
A belföldi megtakarítói bázis kiépítésén, valamint a deviza- és a külföldi tulajdoni arány csökkenésén túl, stratégiai célként fogalmazódott meg az átlagos hátralévő futamidő (ATM) növelése is. (Mohai, 2018.) Magyarország az átlagos futamidő tekintetében – Lengyelország kivételével - elmarad a régió többi országától, amelynek oka, hogy a devizaarány csökkenésével párhuzamosan rövidül az adósság portfólió ATM-je. A mutató értékét növelte az utóbbi időben a MÁP+ bevezetése és az 1MÁP csökkenő szerepe a lakosság körében. Az ÁKK 2021. évre vonatkozó finanszírozási tervében az adósság futamidő hosszabbításának érdekében az előző évi, 400 milliárd forint értékű csereaukciók kibocsátáshoz képest 1.500 milliárd forint értékű kibocsátás szerepel,

továbbá nem tartalmaz 3 éves államkötvény aukciót, érdemben kevesebb az 5 kötvényeladás és bevezet egy új, 30 éves zöld konstrukciót. A befektetői diverzifikáció további erősítése céljából 2021.04.22-én a föld napja alkalmából fix kamatozású, 30 éves intézményi forint államkötvényt bocsátott ki az ÁKK, Zöld Magyar Államkötvény néven. A kibocsátásból befolyó összeg a környezetileg fenntartható gazdaság finanszírozására szolgál. (ÁKK, Éves finanszírozási kiadvány 2021, 2020.)

Bruttó államkötvény-értékesítés futamidő szerint az éves finanszírozási terv alapján								
	3 éves	5 éves	10 éves	15 éves	20 éves	30 éves	változó kamatozású	csereaukciós kibocsátás
2020	10%	27%	27%	6%	6%	-	4%	20%
2021	-	21%	25%	6%	4%	2%	8%	34%

2. táblázat Bruttó államkötvény értékesítési futamidő szerint

Az IMF/EU devizahitel-csomag felvétele óta **az államadósság struktúrája nagy változáson ment keresztül**. Csökkent a külföldiek kezében lévő állampapír állomány és a devizaarány, valamint az adósság negyedét immáron a lakossági befektetők finanszírozzák. (ÁKK, 2021.) A 2010-ben hatalomra kerülő kormány folytatta az adósság felhalmozását a bevételeket meghaladó kiadásokkal, de már nem olyan mértékben, mint az elődjeik. Noha az adósság nominális állománya nem mérséklődött a deficitesebb költségvetések és a forint gyengülése következtében, a bruttó hazai termékhez mért adósság aránya jelentősen csökkent 2020-ig bezárólag.



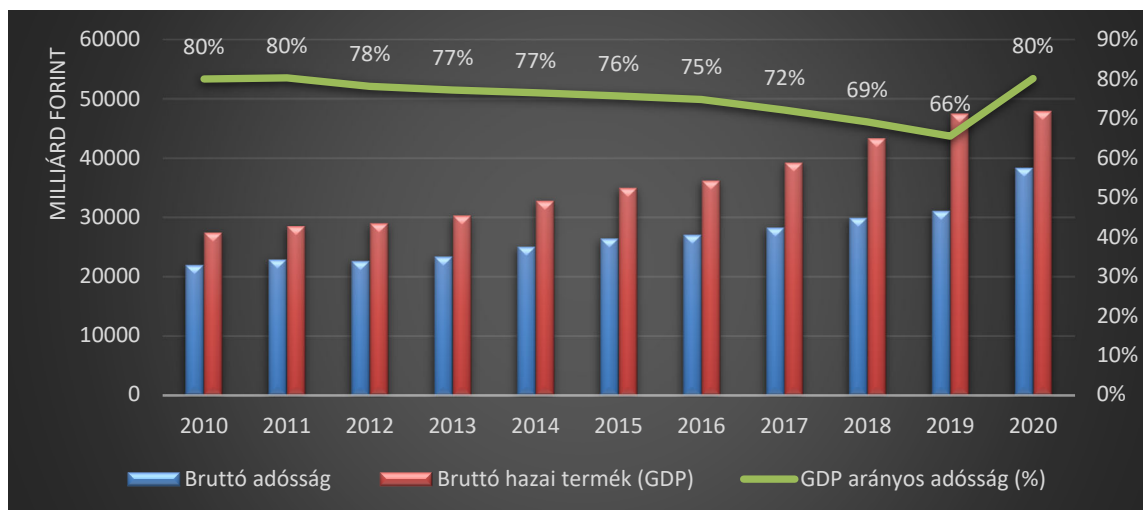
14. ábra GDP arányos költségvetési hiány 2011-2020 között

Forrás: KSH

Magyarországhoz hasonlóan a visegrádi országok is csökkenteni tudták a költségvetési hiány mértékét az utóbbi 10 évben. A négy ország közül a legmagasabb hiányt Szlovákia szenvedte el 2009-ben a GDP 8,1%-kával, de ezt a mutatót 2019-re sikerült lefaragni 1,3%-ra. A V4-ek legeredményesebb tagja fiskális politikai szempontból Csehország bizonyult, aki 2016-2019 között pozitívan zárta a büdztét.

A referencia hozamok dinamikusan csökkentek a régióban 2010 és 2020 között. Szlovákia 2019 második felétől nulla százalék körül tudta finanszírozni a hiányát.

Hazánk, mint exportorientált ország, a 2010-2020 közti a világgazdasági fellendülésből is részesedett. A hazai bruttó termék az adósságnál nagyobb mértékben emelkedett, ennek köszönhetően a GDP arányos államadósság csökkent az időszakban. A javuló tendenciát a 2020-ban elterjedő koronavírus okozta negatív gazdasági hatások törték meg.



15. ábra Államadósság alakulása a GDP arányában 2010-2020 között

Forrás: ÁKK

A globális konjunktúrán felül az Európai Unióból érkező támogatások is jelentős mértékben hozzájárultak a gazdaság bővüléséhez és a központi költségvetés likviditási helyzetéhez. 2004-2020 közt 55,2 milliárd euró beruházás valósult meg az európai strukturális és beruházási alapok segítségével. (Európai Bizottság, 2020) 2007-2015 között beáramló 14 ezer milliárd forint uniós forrás nélkül a magyar GDP, a beruházás és a fogyasztás csökkent volna ebben az időszakban a GKI Gazdaságkutató Zrt. elemzése alapján. (Vértés, 2017.03.23.) Az EU-s források jelentősen javították az ország külső (devizatartalék növelése) és belső stabilitását. Támogatások nélkül a hiány nagysága nagyobb lett volna mivel számos beruházás az EU-s forrásokból került finanszírozásra. 2014-2020 közötti uniós költségvetési ciklus harmada kohéziós politikai célokra fordult, aminek a célja a régiók közötti egyenlőtlenségek csökkentése. Erre az időszakra több mint 8 ezer milliárd forint támogatás érkezik<sup>4</sup> az országba, valamint a társfinanszírozásokkal együtt a végösszeg eléri a 12 ezer milliárd forintot. Az uniós források nélküli a GDP arányos államadósság magasabb értéket mutatna.

<sup>4</sup> A ciklus végét követő két évben a támogatások még elkölthetők

Az uniós támogatások alapvetően a központi költségvetésből kerülnek kifizetésre és a tervezett projektek megvalósítását követően számolhatóak el a kiadások az Európai Bizottsággal. Az uniós támogatások megelőlegezése és azok tényleges beérkezése között gyakran egy évnél hosszabb idő telik el, így a kiadások és a bevételek nem ugyanazon költségvetési év keretében realizálódnak, ami átmenetileg nagyobb hiányt eredményez a költségvetés számára, később viszont csökkenti azt. (Állami Számvevőszék, 2020)

#### **4.3. Az amerikai és az európai válságkezelés hatása a magyar adósságszolgálatra**

A 2008-as válság ugyancsak negatívan érintette az amerikai gazdaságot és az Európai Unió többi tagállamát is. A munkanélküliségi ráta mindenhol meredek emelkedésnek indult. Amerikában 2009 októberében érve el a csúcspontját 10%-os szinten (Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED, 2021.), az európai unió tagállamaiban pedig jóval később, 2013-ban volt a zenitén, meghaladva a 12%-ot (Eurostat, Unemployment statistics, 2021).

Az eurózóna munkanélküliségi rátája 2020 első negyedében érte el csak ismét a 2008 előtti szintet és eltérő mértékben alakult az unió tagállamaiban. Az észak-nyugati és kelet-közép európai országok fokozatosan növelni tudták a foglalkoztatottság szintjét, míg a dél-európai tagállamok komoly lemaradásban voltak. Görögországban, Spanyolországban és Olaszországban 2019-ben is 10% felett tartózkodott a munkanélküliek aránya.

A válságra válaszul a világ főbb jegybankjai azonnali kamatcsökkentésbe kezdtek.

A kamatvágás, mint monetáris eszköz hatására a hitelfelvételi kedv megnő az olcsóbb forrásköltség miatt, az olcsó pénz a gazdasági szereplőket fogyasztásra és beruházásra ösztönzi miközben a megtakarítási hajlandóság csökken az alacsonyabb kamatok miatt, így serkentve a gazdaságot és csökkentve a munkanélküliséget. A nagy jegybankok között az ECB az euróövezet központi bankja volt az első amelyik nulla százalékos alá csökkentette az egy napos betéti kamatot 2014-ben. (Schnabel, 2020.)



A kamatcsökkentéssel párhuzamosan a világ főbb jegybankjai köztük az amerikai központi bank szerepét betöltő FED (2008 november) és később az ECB (2015 március) soha nem látott mértékben kezdtek mennyiségi lazításba (Quantitative Easing).

A QE egy unortodox monetáris eszköz amikor a jegybank hosszú lejáratú állampapírokat és vállalati kötvényeket vásárol<sup>5</sup> a másodpiacról, hogy csökkentse a hosszú kamatozatokat és növelje a gazdasági körforgásban lévő pénz mennyiségét, valamint a költségvetés megugró finanszírozási igénye mellett is stabil maradjon az állampapírpiac (hozamgörbe kontroll). (Federal Reserve Bank of St. Louis, Quantitative Easing Explained, 2011.)

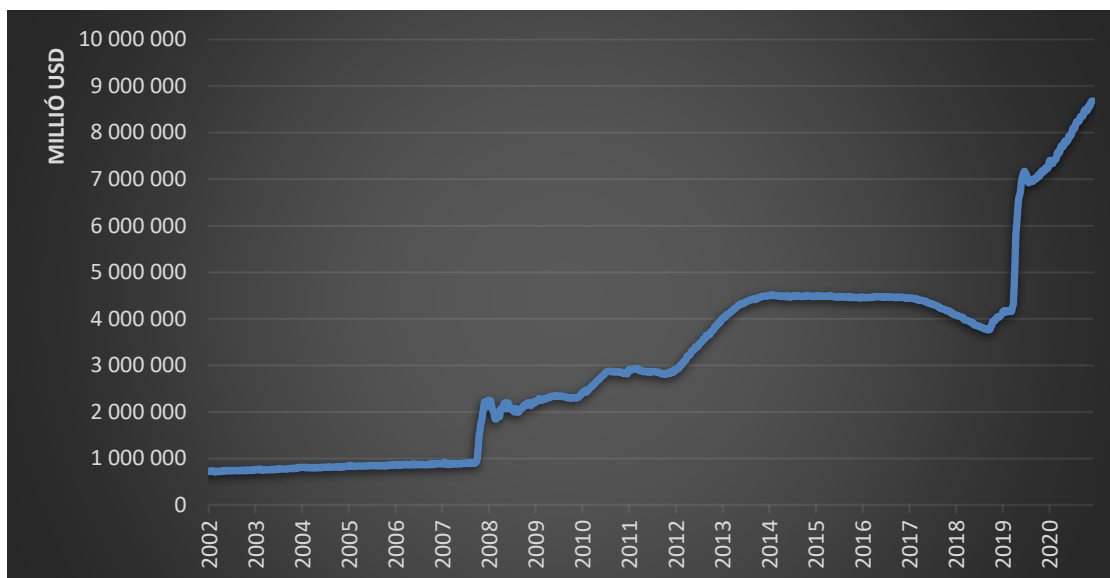
A mennyiségi lazításra akkor kerül sor, amikor az irányadó kamatok már eleve alacsony szinten tartózkodnak így a jegybankok számára limitált eszköz áll rendelkezésre a gazdaság további stimulálására. A kamatvágás a hozamgörbe rövid oldalát, az eszközvásárlás a hozamgörbe hosszú oldalát csökkenti.

Az adósság vásárlásával a jegybankok mérlegfőösszege felduzzad. A mérleg forrás oldalán megjelenik az elektronikus jegybankpénz, az eszköz oldalán pedig az állampapírok és vállalati kötvények. Az eszközvásárlási program kivezetésénél több értékpapír nem kerül megvételre, a mérlegben szereplő papírokat megtartják a lejáratig, majd lejáratkor a kötvénykibocsátó kifizeti a névértéket a jegybanknak, aki ezután a pénzt tulajdonképpen megsemmisíti ezzel kikerül a mérleg forrás oldaláról és csökkentve a pénzkínálatot.

A mennyiségi lazítást nem az amerikai vagy az európai jegybankok kezdték el először alkalmazni. A fejlett világ jegybankjai közül elsőként a japán jegybank indította el a kötvényvásárlási programját 2001 márciusában, hogy a defláció ellen harcoljon. (Shiratsuka, 2010.) (Iwata & Takenaka, 2012)

---

<sup>5</sup> Ritka esetekben még vállalati részvényeket is vásárolnak a QE során.



16. ábra FED mérlegfőösszege 2002-2021 között

Forrás: fred.stlouisfed.org

Az amerikai QE több fázisban zajlott le. (Federal Reserve Bank of New York, 2018)

Az első szakasz fókuszában (2008 november – 2010 március) a jelzálog-fedezetű értékpapírok vásárlása és az ingatlanpiac megsegítésére volt, a 2010 november és 2011 júniusa közötti második szakasz célja pedig a gazdaság talpra állítása és defláció elkerülése.

A QE3 néven elnevezett kötvényvásárlási program harmadik fázisának (2012 szeptember – 2013 december) keretében az állampapír vásárlásokon felül további 40 milliárd dollár értékben jelzálog-fedezetű értékpapír vásárlására került sor havi rendszerességgel amíg a munkaerőpiac helyzete érdemben nem javul. (Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve issues FOMC statement, 2012)

Az Európai Központi Bank 2015 márciusától 2016 márciusáig 60 milliárd euróért vásárolt kötvényeket a piacról. 2016 áprilisától, 80 milliárd euró összegre növelte a havonta megvásárlandó mennyiséget majd 2017 áprilisától fokozatosan csökkentette a kötvényvásárlás ütemét. 2018 októberétől a kezdeti mennyiség negyedéért (15 milliárd euró) vásárolt értékpapírokat. A 2008-as válság hatását mérséklő kötvényvásárlási program 2018 decemberében ért véget és egészen a koronavírus megjelenéséig szünetelt.

A kötvénycsúszási programok generálta hatalmas kereslet hatására az állampapírok hozama csökkent a fejlett világban. Az állampapírpiacra öntött pénz és a kamatcsökkentés okán az európai régió referencia papírjának számító 10 éves német államkötvényeket negatív hozamtartományban adták-vették a befektetők 2019 májusától. A negatív hozammal vásárolt, és lejáratig megtartott kötvényekkel kvázi a befektető fizet, hogy a kibocsátónak hitelt nyújtson, mivel az állampapírért fizetett összeg nagyobb, mint a lejáratig járó kamatok és a névérték összesége. Ennek ellenére sok intézményi befektető (biztosítótársaságok és nyugdíjalapok) a negatív hozam ellenére is köteles a portfólióban biztosnak bélyegzett adós által kibocsátott papírral rendelkeznie kockázatkezelési szempont miatt, emellett az államkötvény fedezetet nyújt a későbbi kötelezettségeinek. Negatív hozammal vásárolt állampapírok mellett szól az is, hogy az értékpapír kereskedők rövidtávon nyereségre tehetnek szert a másodpiacon, ha a papírok hozama tovább esik.

Az USA jegybankja olyannyira meghatározó állampapírpiaci szereplővé vált, hogy Ben Bernanke akkori FED elnök 2013 május 22-ei bejelentésének (S. Bernanke, 2013.) a hírére - amiben az eszközvásárlási program fokozatos kivezetését tervezi a jövőben – a 10 éves amerikai kötvény hozama a májusi 2%-ról 3%-ra emelkedett az év decemberére.

Az amerikai jegybank 3 körös eszközvásárlási programja során összesen több mint 1.700 milliárd dollár összegben vásárolt hosszú lejáratú amerikai állampapírokat.

2017 októberétől a FED Nyíltpiaci Bizottságának döntése alapján az erősödő makró adatokra hivatkozva elkezdődik a jegybank mérlegének normalizálása. Az ECB mérlegfőösszege az 500 milliárd eurós válság előestéjén lévő szintről csaknem 3300 milliárd euróra hizott 2019 szeptemberére. (Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve issues FOMC statement, 2017.)

A fejlett jegybankok eszközvásárlási programjának haszonélvezői nem kizárólag a megvásárolt értékpapírok kibocsátói voltak, hanem a globális hozamcsökkenés és az olcsó pénz közvetett módon, a tőlük való függés miatt a kisebb gazdaságok hozamszintjeire is hatással volt. A befektetők, látva a fejlett piacok csökkenő hozamait, kockázatvállalóbbak lettek a nagyobb hozam reményében a fejlődő piacokon.

A magyar állampapírok hozamait számos tényező meghatározza. Fontos szempont az ország gazdaságába fektetett bizalom, az állampapírpiaci kereslet-kínálat alakulása, a kül- és belpolitika alakulása, monetáris politika (jegybanki alapkamat, QE), az inflációs várakozások, a forintárfolyam, az ország kockázati besorolása, a külső eladósodottság mértéke, az ország adóstörténete és az állampapírpiaci hozamok alakulása más országokban.

A hazai befektetők elsősorban az infláció alakulását és a kamatkockázatot veszik figyelembe, a külföldi befektetők számára további fontos kritérium az ország fizetőképessége és a devizaárfolyam változása amennyiben forint befektetésről van szó. Ha a kockázatmentesnek számító amerikai vagy német államkötvényeken magas hozamot lehet elérni, akkor a fejlődő országok rizikósabb papírjaikra a kockázatmentes hozamnál is nagyobb hozamot kell fizetni, hogy az államadósság finanszírozása attraktívabb legyen a befektetőknek.

A devizában kibocsátott kötvények hozama valamilyen referenciahozam (pl. német, amerikai), a kibocsátó csődvalószínűsége és a kötvény likviditásának függvényében egy felárból (spread) tevődik össze.

Csökkenő vagy emelkedő globális hozamkörnyezet idején (*ceteris paribus*) az európai periférián levő államok forrásköltsége ezzel párhuzamosan lejjebb vagy feljebb csúszik.

Az alábbi táblázat Magyarország dollárkötvény kibocsátásait tartalmazza 2011-től. Megfigyelhető, hogy az adóminősítés és a referencia hozam feletti felár között kapcsolat áll fenn. Minél rosszabb a minősítés, annál nagyobb a kockázati felár. A hitelminősítőket érő kritikák ellenére, minthogy lassan reagálnak a piaci mozgásokra és a 2008-as válság előtt sok kockázatos pénzügyi terméket bélyegeztek kockázatmentesnek, számos befektetési és nyugdíjalap továbbra is a hitelminősítők besorolására építi a befektetési portfólió kialakítását.

2011-ben kibocsátott 10 éves futamidejű kötvény hozama, amikor az ország besorolása éppen a befektetésre javasolt kategóriába tartozott, 310 bázisponttal volt a referenciának számító 10 éves államkötvény hozama felett. Ugyanezen érték 2013.02.19-ei kibocsátás idejében mikor a befektetésre nem ajánlott kategóriába tartozkodott a magyar állam mint

kibocsátó, már 345 bázispont volt. 2018 és 2019-ben, az adósság struktúrájában bekövetkezett változást és a GDP-hez mért csökkenést a hitelminősítők felminősítéssel jutalmazták. Ennek eredményeképpen az ország visszakerült a befektetésre szánt kategóriába és megelőzte háromból kettő hitelminősítőnél a 2011-es besorolást is. 2021.09.21-ei kibocsátás során a globális „hozaméhség” és a pozitívnak számító adóbsesorolás következtében a kockázati prémium rekordszintre csökkent. Az alábbi táblázatból továbbá leolvasható, hogy a másodpiaci hozamok mértékében bekövetkezett változást leköveti a kibocsátott papírra fizetendő kupon.

Kibocsátás dátuma	Futamidő (év)	Kupon (%)	Hozamfelár <sup>6</sup>	Magyarország hitelminősítése			Azonos futamidejű amerikai állampapír napi másodpiaci hozama (%)
				Fitch Ratings	Standard & Poor's	Moody's	
2011.03.29	10	6,375	310 bp <sup>7</sup>	BBB-	BBB-	Baa3	3,42
2011.03.29	30	7,625	330 bp	BBB-	BBB-	Baa3	4,48
2011.04.11	30	7,625	270 bp	BBB-	BBB-	Baa3	4,58
2013.02.19	5	4,125	335 bp	BB+	BB	Ba1	1,33
2013.02.19	10	5,375	345 bp	BB+	BB	Ba1	2,02
2013.11.22	10	5,75	325 bp	BB+	BB	Ba1	2,67
2014.03.25	5	4	260 bp	BB+	BB	Ba1	1,56
2014.03.25	10	5,375	287,5 bp	BB+	BB	Ba1	2,68
2021.09.21	10	2,125	100 bp	BBB	BBB	Baa3	1,28
2021.09.21	30	3,125	150 bp	BBB	BBB	Baa3	1,85

3. táblázat Dollárkötvények kibocsátások 2011 – 2021 között

Forrás: ÁKK, MNB, US Treasury

A magyar költségvetés nem elhanyagolható tétele az adósságra fizetett kamat. 2020-ban a központi költségvetés kiadásainak 5,8%-át fordította az állam a kamatok fizetésére.

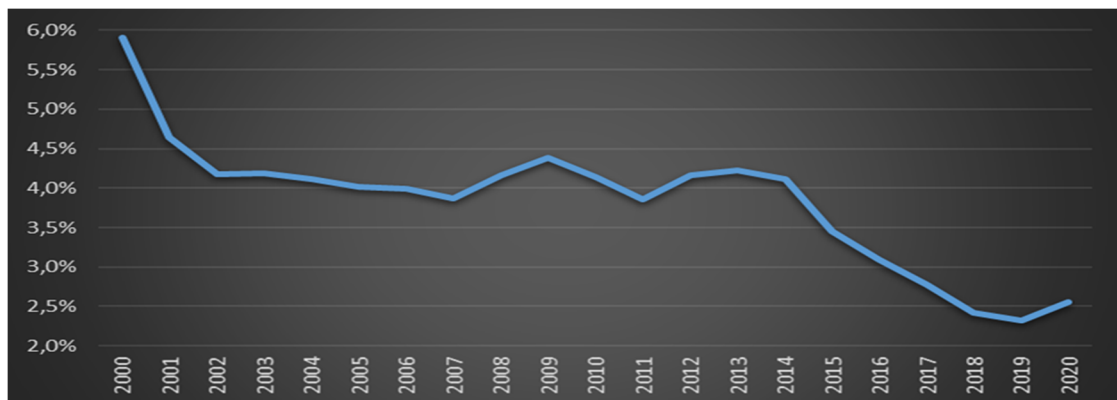
<sup>6</sup> Azonos futamidejű amerikai államkötvény feletti hozam

<sup>7</sup> bázispont

Közgazdász körökben (Zoltán, 2021) (Capo McCormick & Tanzi, 2021.) az utóbbi években elterjedt nézet szerint a bruttó hazai termékhez viszonyított kamatráfordítás nagysága jobban kifejezi az ország adóssághatékonyságát a mértékét, mint a GDP-hez viszonyított államadósság ráta.

Amíg a globális hozamkörnyezet alacsony és az infláció nem kiugró a fejlett és a fejlődő országokban, addig az adósságszolgálat olcsó marad. Az eurózónában a pénzromlás üteme<sup>8</sup> 2013-2021 között nem érte el a 2%-os szintet és az Egyesült Államokban 2011-es évet leszámítva (2009, 2010-es alacsony bázis miatt) az infláció 3 százalék alatt volt ezért a 2010-es években nem kellett tartani az adósság költségének drámai emelkedésétől.

A magyar adósságra fizetett bruttó kamatkidás GDP-hez mért százalékos aránya jelentősen csökkent a kétezres évek elejétől. 2000-ben a GDP közel 6%-át fizettük az államadósság kamatterheire. 2000-2002 majd 2014-2019 közti időszak nagymértékű visszaesésnek köszönhetően 2019-re a bruttó hazai termék mindössze 2,32%-kát költöttük adósságszolgálatra.



17. ábra Bruttó kamatkidás a GDP százalékában 2000-2020 között

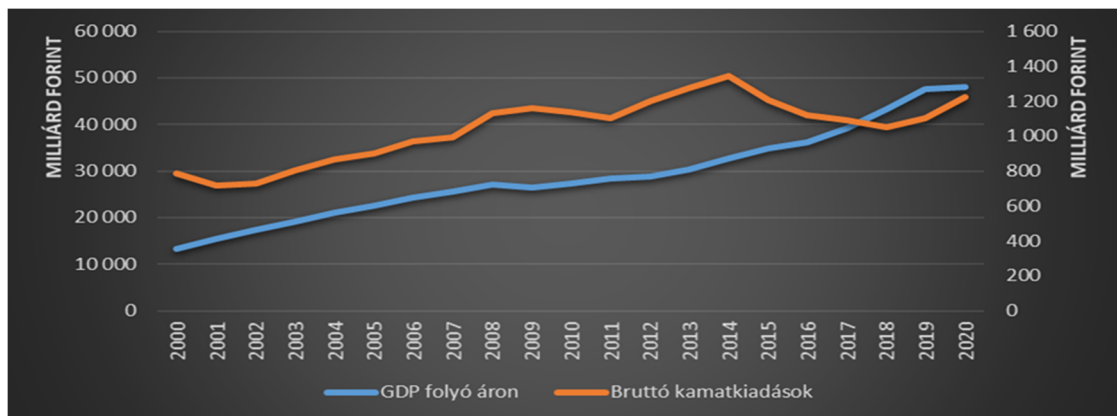
Forrás: ÁKK, KSH

Ha a 18. ábrán vizsgáljuk a GDP (bal tengely) és a bruttó kamatkidás (jobb tengely) nominális változását, megfigyelhető, hogy a kamatkidás mértéke és a GDP hasonló ütemben nőtt a 2002 és a 2014 között a 2008-as pénzügyi válság fázisát leszámítva. A

---

<sup>8</sup> Eurostat, HICP - annual data

GDP-hez viszonyított kamatszolgálat költsége 3,9% és 4,4% sávban mozgott ebben az időintervallumban. 2014 után a bruttó hazai termék értéke töretlenül növekedett tovább azonban a nemzetközi hozamkörnyezetben kialakult csökkenés, az MNB kamatsökkentési ciklusa (2009 év eleji 9,5%-ról, 0,6%-ra 2020 júliusára), valamint az országkockázat csökkenésével párhuzamosan a kötvényekre fizetett kamatok mérséklődtek.



18. ábra Bruttó kamatkiadás és a GDP nominális változása 2000-2020 között

Forrás: ÁKK, KSH

A GDP arányos kamatszint csökkenését a 2020-ban világszinten felbukkanó koronavírus fordította meg. A bruttó hazai termék csökkent, viszont a kamatkiadás emelkedett ebben az évben.

A kamatkiadás megugrását az adósságállomány növekedése és nem a fennálló adósságállomány átlagos költségében bekövetkezett emelkedés okozta. 2020-ban több nagyobb volumenű, magas kamatozású devizakötvény lejárat és visszavásárlás történt, a devizaadósság növelése pedig alacsony kamatú kötvények kibocsátásával valósult meg. A meglévő devizaadósság kamatköltsége csökkent és átárazódott az alacsony kamatkörnyezetet kihasználva.

Az intézményi állampapírpiacon nem volt hozamemelkedés tapasztalható. A 10 éves államkötvény aukción a kötvények kibocsátási költsége folyamatosan csökkent 2012 óta, és 2020-ban az átlagos hozam már a 1,92% és 2,67% közötti tartományban mozgott. A kibocsátási költség csökkenő trendje figyelhető meg más futamidejű aukciónált kötvényeknél is.



19. ábra 10 éves államkötvény aukciós átlag hozama<sup>9</sup> 2010-2020 között

Forrás: ÁKK

Egyedül a lakossági piacon tapasztalható költségnövekedés az utóbbi években. Ennek oka a 2019 júniusában debütált MÁP Plusz megjelenése, ami relatív magas hozamot kínál a lakossági befektetőknek. A megjelenést követően gyorsan népszerűvé vált és a lakossági papírok között és egyhamar átvette a legnagyobb volumenben értékesített termék szerepét. Az állomány növekedésével a lakossági papírok átlagos költsége 2020-ban meghaladta a 2019-es szintet.

#### 4.4. Trendforduló előtt állunk?

2020-ban a pandémia nagymértékben befolyásolta a költségvetési hiány nagyságát és annak finanszírozását. A járvány elleni védekezésre hatalmas összeget fordított a kormányzat, aminek eredményeképpen jelentősen megnőtt a GDP arányos államadósság 2020 végére (az előző évi 66%-ról 80%-ra). 2019 decemberben kiadott finanszírozási terv az államháztartás központi alrendszerének hiányát 2020-ban 367 milliárd forintra prognosztizálta, végül a költségvetés 5548,6 milliárd forintos hiánnyal zárta az évet. (Pénzügyminisztérium, 2021). Az Európai Unió az államháztartási hiányra vonatkozó

---

<sup>9</sup> 2020.03.12-ei sikertelen aukció nélkül



szabályozását (az éves költségvetési hiány nem haladhatja meg a GDP 3%-át) a koronavírus járvány okozta válság miatt 2020 márciusában felfüggesztette, hogy a kormányoknak nagyobb teret adjon a válság kezelésére. A megnövekedett kiadásra válaszul a korábban jóváhagyott tervet 2020 során többször módosítani kellett. A felülvizsgált finanszírozási terv kevesebb lakossági értékesítéssel és több intézményi aukcióval számolt (a korábbi kéthetes fix kötvény aukciókról áttért a heti rendszerességű fix kamatozású kötvény aukciókra), valamint a korábbi 1 milliárd euró értékű devizakötvény kibocsátást 4,6 milliárd euró nagyságú kibocsátásra változtatta a koronavírus válság következtében megnőtt nettó finanszírozási igény és a 2021 elején esedékes devizalejáratok előfinanszírozására kibocsátott kötvények miatt. (ÁKK, 2021.)

A megnövekedett finanszírozási igényre válaszul a Magyar Nemzeti bank elindította a saját eszközvásárlási programját, hogy az intézményi piacot „előntő” államkötvény kínálatot az MNB támasztotta kereslettel egyensúlyba tudja hozni. A jegybank állampapír vásárlási programja 2020 május 4-én indult és a forintban denominált, fix kamatozású, legalább 3 éves futamidejű magyar állampapírokra, valamint jelzáloglevelekre és vállalati kötvényekre terjedt ki.

Az eszközvásárlási program kezdetén az egyes sorozatok legfeljebb 33%-át vásárolta meg, később ezt a limitet 50%-ra emelte. (Portfolio, 2020.) 2021 augusztus végén az MNB birtokolta a forintban denominált állampapírok 10%-át a járványt megelőző 0,2%-ról. A jegybank beavatkozása nélkül a hozamemelkedés sokkal erőteljesebb lett volna a magyar piacon és hosszú távon több százmilliárd forintos megtakarítást jelenthet az államnak a csökkenő kamatkiadásokon keresztül.

A mennyiségi lazítás alkalmazása rendkívül effektív rövid távon viszont hosszabb távon komoly inflációs kockázatot jelenthet a gazdaságba pumpált pénz mennyisége.

A pandémia miatti kényszerű lezárások következtében a gyárak leálltak vagy kisebb kapacitással működtek így csökkent a világ termelése. Az olajkibocsátás szintén alacsonyabb fokozatra kapcsolott mivel kisebb kereslet mutatkozott a repülőgéptársaságok és a többi közlekedő részéről. Az újranyitást követően az elhalasztott fogyasztást és a megtakarítások felélését nem tudta kiszolgálni a kínálat, ami árfelhajtó hatású volt. Az

ellátási láncok akadozása, az energiaárak növekedése és az egyes alkatrészek hiánya mind felfelé nyomta a fogyasztói árakat.

A fejlett világban régen nem tapasztalt szinten mozog az infláció mértéke és a korábbi tapasztalatok azt mutatják, hogy ha egyszer felgyorsul a pénzromlás üteme, akkor a lakosság és vállalati inflációs kilátások (ár-bér spirál) következtében nehéz azt megállítani. Amerikában az év/év alapú infláció 6,2% volt 2021 októberében, amire 1990 novemberétől nem volt példa. Az eurózóna inflációja 4,9%-kal nagyobb 2020 novemberében, mint egy évvel korábban, ami a legnagyobb emelkedésnek számít a mérések kezdete óta (Hannon, 2021), a magyar inflációs ráta 7,4%-os novemberi értékével bekerült a 10 leggyorsabban infláló pénznem közé Európában. A magyar infláció mértéke a pandémia kitörését megelőzően is a jegybanki toleranciasáv felett tartózkodott (2020 januárban 4,7%) az alacsony kamatszinttel, hitelprogramokkal, a forint folyamatos leértékelődésével, a kormány szinte alig korlátozott költekezésével fűtött gazdaság és az utóbbi években jelentkezett szakképzett munkaerőhiány okozta jelentős bérnövekedés hatására. A belső tényezők által fűtött infláció emelkedését a pandémia miatti lezárások feloldását követő gazdasági fellendülés csak felgyorsította.

Az inflációs kockázatok, az MNB kamatemelései és csökkentett államkötvény vásárlásai miatt az intézményi államkötvény hozamok 5 éves futamidőn 1,5 százalékponttal, 10 éves futamidőn 1,1 százalékponttal 4% fölé emelkedtek lényegesen drágábbá téve a forintpiaci finanszírozást. Emellett az MNB tervezi az állampapírprogramja gyorsított kivezetését 2022 második negyedév végével az infláció felgyorsulására reagálva.

A jegybankárok között a fejlett és a fejlődő világban jelenleg nincsen konszenzus abban a tekintetben, hogy a magas infláció csak ideiglenesen jelent meg és a kereslet-kínálat helyreállításával alábbhagy vagy hosszabb távon is számolni kell vele a gazdaságba öntött pénzmenyiség miatt.

Jelenleg az infláció újbóli felerősödése, a koronavírus folyamatos mutálódása és a magas adósságállományok finanszírozása megnehezíti a kormányok, a jegybankárok és az adósság-kezelők munkáját egyaránt. (Kowsmann, 2015.) (Federal Reserve Bank of St. Louis, The FRED Blog, 2021.)

## 5. MAGYAR ÁLLAMADÓSSÁG-KEZELÉSI SZEMPONTOK

Az államadósságkezelés stratégiai alapelve a költségvetés finanszírozásának hosszútávú megvalósítása a megfelelő kockázatok vállalása mellett minimális költséggel. (ÁKK, Céljai, tevékenysége, jogi alapja, 2019.) A szempontok között prioritást élvez a finanszírozás biztosítása. Ezt követően kell számításba venni a kibocsátásból eredő kockázatokat és a költségeket így az egyes finanszírozási döntéseknél e két tényezőt kell mérlegelni. A kockázat csökkentése rendszerint nagyobb költséggel jár és a költségek minimalizálása pedig nagyobb kockázattal.

### 5.1. Rövid versus hosszú

Normál alakú hozamgörbe esetében, minél hosszabb annál drágább finanszírozásra kell felkészülni. Ehhez lehet hétköznapi példaként felhozni a jelzáloghitelek kamatperiódusát, ami a kamat változatlanságát mutatja a futamidő alatt. Minél rövidebb a kamatperiódus hossza annál alacsonyabb a kezdő törlesztőrészlet. Azonban a referenciakamat változásával nőhet – de akár csökkenhet is – az adós havi kiadása a kamatfordulót követően. A lakásvásárlók dönthetnek róla, hogy előnyben részesítik a kiszámíthatóságot és a kockázatok mérséklését a költségekkel szemben. Hasonló kompromisszumot kell meghozni egy ország adósságkezelésében is.

Felfelé irányuló inflációt és hozamemelkedést várva észszerű az aukciókon a hosszabb futamidejű kötvényekből többet kibocsátani, ezzel fedezve a várható emelkedés hatását a hosszú időre rögzített a kamatokkal. Hozamcsökkenést esetén pedig a rövidebb lejáratú kötvényeket értékesíteni, hogy a lejáratkor kisebb kamattal lehessen megújítani az adósságot.

A hosszabb, fix kamatozású államadósság biztonságosabb, de ezzel együtt általában valamivel magasabb költséggel jár viszont minél hosszabb az adósság-futamideje, annál később kell szembesülni a megváltozott refinanszírozási költséggel. A kötvények átlagos kibocsátási költségét a hozamemelkedés mellett a hosszabb futamidő felé történő elmozdulás növeli. A rövidebb futamidőn való finanszírozás olcsóbb, viszont nagyobb kamatkockázattal, adott esetben megújítási vagy akár finanszírozási kockázattal járhat. A legrövidebb futamidővel bíró diszkont-kincstárjegyek költsége jelentősen elmarad a többi

forint instrumentum költségétől, azonban a rendkívül rövid futamidejük miatt nem célja az adósság-kezelőnek a finanszírozásban való szerepük tartós növelése, inkább likviditáskezelési szerepük van.

## 5.2. Forint versus deviza

Az adósságkezelés szempontjából a belföldi devizában történő hosszú fix kamatozású kötvénykibocsátás a legjobb eszköz az finanszírozás stabilizálására. Az árfolyamkockázat eliminálásán túl még kedvezőbb, ha a belföldi megtakarítók birtokolják az adósságot a külföldiekkel szemben.

Azonban a fejlődő országok esetében belföldi megtakarítások elégtelenek, és a külföldi megtakarítók olykor nem hajlandók belföldi devizában finanszírozni az adott országot.

A külföldiek magasabb állampapírpiaci aránya nyugodt periódusokban alacsonyabb hozamszinteket eredményezhet, és így kedvezően hat a finanszírozási költségekre, turbulens időszakokban és válsághelyzetben azonban nagyobb volatilitást okoz, és a kevésbé stabil kereslet révén külső finanszírozási kockázatot jelenthet. A devizaadósság nem szükségképpen rossz, fontos szerepe van a futamidő növelésben, vagy a kamatkiadások féken tartásában, valamint fontos, hogy a befektetők lássák, hogy jelen vagyunk a nemzetközi piacon és a belföldi vállalatoknak is kell a deviza benchmark hozamgörbe a saját kibocsátásaik árazásához.

Az adósságkezelés számára a devizaadósság legáltalánosabb kockázata az árfolyamkockázat. A devizaárfolyamok mozgása az adósság nagyságának forintban kifejezett értékét módosítja. Minél nagyobb a devizaadósság aránya, annál jelentősebb az árfolyammozgás hatása.

Normál körülmények között, a hiányt, illetve az adósságot elsősorban a forintpiacról érdemes finanszírozni, arra törekedve, hogy az államadósság szerkezete a költségek és a vállalt kamat- és árfolyamkockázat összefüggésében optimális legyen. A hiány finanszírozására hosszú távon nem ideális devizát használni. Az ÁKK álláspontja alapján négy százalék körüli vagy az alatti hiánynál nincs szükség devizára a költségvetési hiány finanszírozásában. (Világgazdaság, 2021) A magas devizaarány miatt a monetáris

politika hatékonysága csökken mivel az árfolyammozgásokat a jegybank kevésbé tolerálja és a rövid távú kamatok a jegybank ennek rendelheti alá.

### **5.3. Kockázatcsökkentés adósságportfólió kialakításával**

Ahogy a lakáshiteleknél releváns bankközi kamatok jövőbeli alakulását nem lehet pontosan megjósolni, úgy az állampapírhozamok rövidebb végére ható alapkamat irányát és a hozamok hosszabbik végét befolyásoló inflációt sem. Az ÁKK a finanszírozási terv elkészítését megelőzően hozamprognózist végez, amiben az állampapír-piaci hozamok várható alakulását elemzi több forgatókönyv szerint. Készül előrejelzés alap-, optimista- és pesszimista scenárióra. A három eset közül az aktuális ismereteket felhasználva és a kilátásokat mérlegelve dönt a finanszírozási bizottság a legnagyobb valószínűséggel bekövetkező prognózis jóváhagyásáról és számításba veszi a finanszírozási terv elkészítésénél. Azonban az éves finanszírozási terv jóváhagyásakor a döntéshozók nem lehetnek teljes mértékben biztosak az adott évi és főként az azt követő évek hozamainak alakulásáról, mivel arra csak különböző feltevéseken alapuló várakozások lehetnek.

Ahogy egy befektető diverzifikálja a portfólióját a különböző eszközosztályokba való fektetéssel a kockázat csökkentése érdekében, úgy az adósság-kezelő is különböző devizájú, lejáratú és tulajdonosi szerkezetű adósságportfóliót alakít ki. Az adósságszerkezet megfelelő alakítása igen összetett feladat. A különböző adósságelemeknek (forint-deviza, rövid-hosszú) különböző szerepük van a finanszírozásban.

Az adósságkezelés költségeit és kockázatait hosszú időtávra és a teljes portfólióra vonatkozóan kell megítélni. A diverzifikáció miatt egyes piacok drágábbnak, míg mások olcsóbbnak tűnnek. A nominálisan magas kamatot fizető lakossági állampapírok – amelyek jelenleg az adósságportfólió 25%-át képviselik – szélesítik a befektetői bázist, ami által a finanszírozás stabilabbá válik. Nélkülük a szükséges forrást az intézményi piacról kellene bevonni magasabb hozammal vagy devizából finanszírozni a hiányt, ezzel növelve a devizaarányt.

A jövőt övező bizonytalanságból kiindulva, valamint a stratégiai szempontokat figyelembe véve az ÁKK egy optimális adósságportfólió modellen alapulva végzi a

finanszírozást és az adósság megújítását. A modell lényege, hogy a finanszírozás biztonságát, a költségeket és a kockázatokat egyszerre becsülje és optimalizálja.

A modell bizonyos időközönként felülvizsgálatra kerül a gazdasági környezet változása miatt és a különböző gazdaságpolitikai célok is beépítésre kerülhetnek.

#### **5.4. Benchmarkok (kiemelt teljesítménymutatók)**

Az adósságszerkezet kialakításakor a költségek minimalizálása mellett szükséges bizonyos kiemelt teljesítménymutatókat („benchmarkokat”) is figyelembe venni és a finanszírozást, az adósság szerkezetének alakítását ezen értékeknek megfelelően megvalósítani. Az optimális adósságportfólió modell által meghatározott szempontokat az éves finanszírozási terv elkészítése során szem előtt kell tartani. Amennyiben a célértékektől mégis eltávolodik az adósságportfólió szerkezete, az ÁKK olyan ügyleteket köt, illetve úgy módosítja a finanszírozást, hogy a portfólió ismét megfeleljen a követelményeknek.

Az ÁKK államadósság-kezelési stratégiája jelenleg hét referenciamutatót nevesít az adósságportfólióban rejlő kockázatok kezelése érdekében. Zárójelben az érvényben lévő értékek, illetve sávok láthatók.

- Devizaösszetétel (10-20%): az összes adósságon belül a devizaadósság aránya;
- Devizaportfólió devizaösszetétele (100%): euró aránya a devizaadósságon belül a deviza-keresztárfolyamok mozgásából eredő kockázatok csökkentése érdekében;
- Kamatösszetétel: a forint- (70-90%) és a devizaadósságon (70-90%) belül a fix kamatozású adósság aránya;
- Átlagos átárazódásig hátralévő idő ( $\geq 4$  év): A forintadósság átlagos átárazódási ideje. A kamatköltség-kockázat csökkentésének követelményével összhangban a teljesítménymutató egy minimumértéket határoz meg;
- Átlagos hátralévő futamidő ( $\geq 4,5$  év): A forintadósság átlagos hátralévő futamidejére vonatkozóan, a megújítási kockázat korlátozása érdekében;
- Likviditás: a Kincstári Egységes Számla (KESZ) egyenlegének a minimális szintje.

Az államadósság szerkezetre vonatkozó benchmarkok esetében a rövidtávú hatások kiszűrésre kerülnek átlagolás használatával. Az adósságkezelés háromhavi mozgóátlag alakulását veszi figyelembe annak érdekében, hogy az egyedi, átmeneti hatással bíró piaci mozgások ne befolyásolják az adósságkezelőt hosszú távon indokolatlan döntések meghozatalára. A 90 napos átlagok használata illeszkedik az ÁKK reagálási képességéhez és szándékához, így minden adósságra vonatkozó referenciamutató azok napi értékeinek elmúlt 90 napos átlagában kerül meghatározásra (a KESZ-szel kapcsolatos benchmarkra ez az átlagolás nem vonatkozik). A benchmarkok meghatározása során továbbá nem kerülnek figyelembevételre a rövidtávon jelentősen ingadozó állományú Mark-to-Market betétek, repók és az FX ügyletek. Az adósságportfólió deviza-összetétele esetében a bruttó devizaarányt forintra átkonvertálva arányosítjuk a teljes adóssághoz, így az forint/euró árfolyam változása esetén változik a deviza részarány nagysága, függetlenül attól, hogy a devizaadósság euróban kifejezve változatlan maradt.

A likviditás menedzselése a jegybanknál vezetett KESZ számláról történik. A költségvetés valamennyi pénzmozgása ezen a számlán keresztül valósul meg. Ide folyik be minden bevétel az adóktól és illetékektől kezdve a kamatbevételeken át a kötvényeladásokból vagy az uniós forrásokból származó pénzösszegig és innen fizetik ki az állami kiadásokat, mint például a nyugdíjakat vagy a közszféra alkalmazottainak (tanárok, rendőrök stb.) bérét. Az államháztartási törvény rendelkezése alapján az ÁKK és a Kincstár a költségvetés végrehajtásának pénzügyi lebonyolítását és a finanszírozással összefüggő feladatokat együttesen látja el. (Jogtár, 2011)

A Kincstár feladata az állam napi pénzigényének előrejelzése, tekintettel a várható bevételekre, költségvetési kiadásokra és az összesített egyenleg alakulására, míg az ÁKK felel a KESZ napi pénzkészletének egy optimális tartásához szükséges pénzpiaci műveletekért. Az optimális szint meghatározása a finanszírozási kockázatok és a biztonsági tartalék figyelembevételével történik. Amennyiben a Kincstár előrejelzése alapján a nap végi várható pénzkészlet meghaladná a kihelyezési küszöbértéket, az ÁKK kihelyezi a felesleges állományt, ha kevesebb, akkor rövid futamidejű pénzpiaci műveletekkel biztosítja a szükséges többletforrást.

Ha nem elégséges vagy éppen bőséges pénzállomány áll rendelkezésre a KESZ számlán akkor likviditási repo ügyletekkel kezelik a kilengéseket.

Pénzszűke esetén forrást von be az ÁKK a pénzügyi szereplőktől állampapír eladással (passzív repó), míg pénzbőség esetén kihelyezzük a pénzt a bankoknak állampapír vásárlások útján (aktív repó). A repók időtartama maximálisan 1 hét és az ügylet során repo kamat kerül felszámításra. A válságos időkben és a nemzetközi piaci kockázatok miatt az ÁKK magasabb összegű likviditási tartalék képzését tartja indokoltnak, hogy az aluljegyzett aukciók esetén is biztosított legyen a finanszírozás.

Az ÁKK mint a likviditás menedzsmentért felelős szervezet feladata, hogy mindig legyen elég pénz az állam számláján a kiadásokra és aktívan gazdálkodjon az állam átmenetileg szabad pénzeszközeivel. A repoügyletek célja nem a nyereség elérése, hanem a likviditáskezelés.

### **5.5. Csere ügyletek alkalmazása a kockázatkezelésben**

Két fél között létrejövő megállapodás egy meghatározott időszakra vonatkozó pénzáramok cseréjéről. Az adósság-kezelésben használt típusai szerint megkülönböztetünk deviza-csereügyletet (cross-currency swap) és kamatláb-csereügyletet (interest rate swap).

A devizaadósságon belüli devizanem, valamint a devizatartozás fix-változó kamatozás szerinti arányának a teljesítménymutatóknak való megfelelés érdekében az ÁKK csere ügyleteket köt.

Az ÁKK stratégiai célja, hogy csökkenjen az államadósság devizaaránya, ugyanakkor amennyiben devizakötvény kibocsátásra kerül sor, fő kritérium az euróban való 100%-os kitettség. Az euróban történő eladósodás védi a kibocsátót a keresztárfolyam változásból származó kockázattól, de az euro árfolyamkockázata megmarad.

A devizaadósság devizaszerkezetére vonatkozó cél a 2000-es évektől 100% euró. Az euró szerepe meghatározó az ország gazdaságában mert nagy kereskedelmi kitettséggel rendelkezünk az euróövezeti tagállamokkal szemben. A Magyar Nemzeti Bank árfolyampolitikájában szintén központi helyet tölt be továbbá egy fontosabb külföldi



deviza árfolyam-ingadozását jobban képes kontroll alatt tartani, mint több devizanemet egyidejűleg.

A devizakötvények rendszerint fix kamatozással kerülnek forgalomba a nagyobb nemzetközi érdeklődés miatt. Hogyha a fix kamatozású papírok aránya meghaladja a benchmark sáv felső szélét, a fix kamatozású kötvények változó kamatozásra kerülnek cserélésre swap ügyletek keretében.

Kötvénykibocsátást követően – feltéve ha szükséges swap ügyletet kötni - swap tender kerül kiírásra a forrásbevonás pontos paramétereivel, mint a névérték, kupon és a lejárat. A tenderre érkező ajánlatok közül a legalacsonyabb kamatot kérő partnerrel köt az ÁKK kontraktust. A swap értéke a kötés pillanatában nulla, vagyis a két pénzáramlás nettó jelenértékének a különbsége nulla, hiszen csak ekkor racionális az ügyletkötés mindkét fél részéről. A deviza swap ügylet folyamán a partner kamatot fizet az alapkövetelést jelentő kötvény devizanemétől (amerikai dollár, japán jen, kínai jüan stb.) és a kupontól függően, mialatt az ÁKK fizeti a partnernek a tenderben elfogadott kamatokat euróban. Kamatláb swap esetén az egyik partner fix kamatfizetési kötelezettséget vállal a másik fél pedig változó kamatot fizet ugyanazon időszak alatt. Az ügylet során a diszkontfaktorra ható hozamgörbe változás, illetve a devizaswap esetén az euró árfolyam mozgása miatt a swap értéke módosulhat.

A deviza és kamatswap ügyletek piaci értéke (Mark to Market) napi szinten kerül kiértékelésre. A piaci érték meghatározása az ügylet két (fizető és kapó) lábából származó jövőbeni pénzáramok diszkontált értékeinek összemérése.

Amennyiben a partneri pénzáramok jelenértéke meghaladja az ÁKK jövőbeni kamatfizetések és - devizaswap ügyletnél - a tőke a jelenértékét, a partnernek fedezetet kell elhelyezni a különbözet mértékének megfelelően. Ellenkező esetben az ÁKK az elhelyező fél. A fedezet elhelyezése az ügylet partnerkockázatát csökkenti.

Az ÁKK-nál elhelyezésre kerülő fedezeti összegek (az ún. mark-to-market betétek) az egyéb kötelezettség soron az adósságállomány részét képezik. Az adósságba csak az ÁKK-hoz elhelyezett fedezetet számítjuk be, nem kerül nettósításra az ÁKK által elhelyezett összegekkel

## 6. ÖSSZEFOGLALÓ

A dolgozatban kifejtésre került az államok növekvő funkciója, az állampapírpiac hatalmas mérete és az államadósságok nélkülözhetetlen szerepe a modern gazdaság számára. Az olvasó megismerte miért alakultak ki kezdetben az államok adósságai és milyen hosszú utat járt be az államkötvény az olasz városállamoktól a világ tőzsdéin kereskedett dematerializált formájáig. Képet kaptunk a magyar adósság finanszírozás forrásairól és azok aspektusairól és egy fiktív példán keresztül végigkísértük egy devizakötvény kibocsátás folyamatát az előkészületektől a csereügylet megkötéséig az eljárás jobb megértése végett.

Bemutatásra kerültek az utóbbi 15 év magyar adósságkezelésének főbb irányvonalai és változásai és a fordulatok mögött meghúzódó érdekek is kifejtésre kerültek. Megismerhettük a fejlett országok válságkezelési stratégiáját, módszereit és azok hatásait a magyar állampapírpiacra és adósságszolgálatra. Kiderült milyen logika és összefüggés rejlik az állampapírpiaci kereslet-kínálat mögött és milyen tényezők mozgatják a felárak mértékét.

A dolgozat betekintést nyújtott az adósságszerkezet kialakításánál figyelembe vett szempontokra és a portfóliót meghatározó teljesítménymutatók körébe és az olvasó bepillantást kapott a kockázatkezelési eszközök típusaiba és megismerte azok alkalmazását.

A deficit önmagában nem tekinthető rossznak, amennyiben a költségvetés hiánya hosszabb távon segíti az egész gazdaság növekedését, a közjó érdekében merül fel, recesszió idejében tompítja a visszaesés mértékét és a hiány finanszírozható, azaz van elég megtakarító, aki tud és hajlandó hitelt nyújtani az államnak.

Az államadósság-kezelésre vonatkozóan kitűzött stratégiai célok, mint a lakossági állampapír értékesítés ösztönzése, az államadósság devizahányadának alacsony szinten tartása és a futamidő növelésén felül fontos szempont az Alaptörvényben foglalt elvárás miszerint az államadósság rátának a GDP 50%-a alatt kell lennie. (A közpénzek; 36. cikk; (5), 2011) Amíg a ráta ezt az értéket meghaladja, csak olyan költségvetés fogadható el, ami alapján csökken minden évben az adósságráta. A jelenlegi vírussal terhelt időszakban

az Alaptörvény lehetőséget ad az adósságráta átmeneti növelésére és az előrejelzések alapján (2021: -7,1, 2022: -5,7, 2023: -3,8%-os GDP arányos költségvetési hiány) a koronavírus megjelenését követően csak lassan tér vissza költségvetés hiánya a 3%-os szint alá. (Bloomberg, 2021.)

A költségvetés kialakításánál további szempontnak kell lennie az állam allokációs, redistribúciós és stabilizációs funkcióinak teljesítésén felül, a közpénzek prudens felhasználása. (Csaba, 1994) A gazdaság ciklikus természeténél fogva a fellendülést visszaesés követi így bölcs megfontolás a 7 bő esztendőben tartalékolni a 7 szűk esztendőre. Expanzió idején a korábban felhalmozott adósság leépítésének kell a fókuszban lennie a növekvő adóbevételekből, hogy a zsugorodás időszakában fiskális stimulussal lehessen növelni a keresletet és csökkenteni a munkanélküliséget. Ezt nevezik anticiklikus gazdaságpolitikának. (Estevez & THE INVESTOPEDIA TEAM, 2021)

Sajnos a közgazdasági racionalitás olykor háttérbe szorul és felülírják a rövidtávú politikai érdekek. Az adósságkezelők feladata, hogy a mindenkori kormányt szolgálva, a keletkező hiányt finanszírozza és a már meglévő adósságot a legmagasabb szakmai színvonal mellett aktívan menedzselje, minimalizálva az adósságszolgálat költségét és elkerülve a nem-fizetés kockázatát.

## **IRODALOMJEGYZÉK**

1. Bod, P. (2002). Gazdaságpolitika. Intézmények, Döntések, Következmények. Budapest: AULA kiadó.
2. Bognár, Z., & M. László, F. (2008.. december 18.). Hiába van hitelünk ha nincs bizalom. Magyar Narancs, old.: 10-13.
3. Bojtár B., E., & Bundula, I. (2008.. december 11.). Nem adunk ingyen pénzt a bankoknak. Magyar Narancs, old.: 8-11.
4. Csaba, L. (1994). Tépett Vitorlák. Az államháztartásról közgazdasági és jogi szempontból. Budapest: AULA kiadó.
5. Dunai, M. (2008.. október 30.). 2008.10.30 XX. évfolyam 44. szám, Borotvaélen. Magyar Narancs, old.: 12-14.
6. Ferguson, N. (2021). A pénz felemelkedése. Budapest: Scolar kiadó.
7. Világgazdaság. (2021. november 15.). Frissítheti jövőre a lakossági értékesítési stratégiát az ÁKK. Világgazdaság, old.: 9.
8. Zoltán, F. (2021. április 8). Kiengedett fékek. HVG hetilap.

## **Elektronikus hivatkozások**

1. ÁKK. (2019. március 1.). ÁKK. Letöltés dátuma: 2021.. november 26., forrás: Tájékoztató a magyar állampapírok elsődleges forgalmazói rendszerhez való csatlakozás jelentkezési feltételiről: <https://www.akk.hu/download?path=c4fe0ae2-f3df-4380-9931-d355c806850b.pdf>
2. ÁKK. (2019.. október 18.). Céljai, tevékenysége, jogi alapja. Letöltés dátuma: 2021.. november 3., forrás: Célok és tevékenység: <https://www.akk.hu/content/path=celok-tevekenyseg>
3. ÁKK. (2020.. december). Letöltés dátuma: 2021.. november 18., forrás: Éves finanszírozási kiadvány 2021: <https://www.akk.hu/download?path=7485c50d-cc85-4026-9f7e-2d511ddbb018.pdf>
4. ÁKK. (2020.. március 10.). Lakossági forgalmazók. Letöltés dátuma: 2021.. október 13., forrás: Lakossági forgalmazás: <https://www.akk.hu/allampapir-forgalmazas/lakossagi-forgalmazok>

5. ÁKK. (2020.. október 1.). Szervezeti felépítés. Letöltés dátuma: 2021.. december 1., forrás: Az ÁKK Zrt. hatályos Szervezeti és Működési Szabályzata szerinti szervezeti felépítése: <https://www.akk.hu/content/path=hatalyos-szervezeti-mukodesi-szabalyzatszerinti-szervezeti-felepitese>
6. ÁKK. (2021.. szeptember 6.). Letöltés dátuma: 2021.. október 25., forrás: Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2020.: <https://www.akk.hu/download?path=4b47adae-6e89-4d0a-b999-2e0e6d127640.pdf>
7. Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020.. július 2.). ÁKK. Letöltés dátuma: 2021. november 10., forrás: Hungarian Government Bond (MÁK): <https://akk.hu/content/path=hg-bond>
8. Állami Számvevőszék. (2020). Az uniós támogatások államadósságra és hiányra gyakorolt hatása. Állami Számvevőszék. Forrás: [https://www.asz.hu/storage/files/files/elemlzesek/2020/az\\_unios\\_tamogatasok\\_allam\\_adossagra\\_es\\_hianyra\\_gyakorolt\\_hatasa\\_20200423.pdf?ctid=1296](https://www.asz.hu/storage/files/files/elemlzesek/2020/az_unios_tamogatasok_allam_adossagra_es_hianyra_gyakorolt_hatasa_20200423.pdf?ctid=1296)
9. Beke, K. (2016.. április 5.). Portfolio. Letöltés dátuma: 2021.. november 15., forrás: Hatalmas tehertől szabadulunk meg - Mire költöttük az IMF-hitelt?: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20160405/hatalmas-tehertol-szabadulunk-meg-mire-koltottuk-az-imf-hitelt-229691>
10. Beke, K. (2021.. szeptember 20.). Portdolio. Letöltés dátuma: 2021.. november 22., forrás: Miért vett fel hatalmas devizaadósságot Magyarország?: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20210920/miert-vett-fel-hatalmas-devizaadossagot-magyarorszag-501104>
11. Bloomberg. (2021.)
12. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2012. szeptember 13.). Letöltés dátuma: 2021.. november 1., forrás: Federal Reserve issues FOMC statement: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120913a.htm>
13. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2012. december 12.). Letöltés dátuma: 2021.. december 1., forrás: Federal Reserve issues FOMC statement: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20121212a.htm>
14. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2017.. szeptember 20.). Letöltés dátuma: 2021.. november 4., forrás: Federal Reserve issues FOMC statement: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170920a.htm>

15. Capo McCormick, L., & Tanzi, A. (2021.. március 3.). Yields Have a Long Way to Go Before They Sting Yellen's Treasury.
16. DATALAB. (2021). DATALAB. Letöltés dátuma: 2021. november 10., forrás: Federal Deficit Trends Over Time: <https://datalab.usaspending.gov/americas-finance-guide/deficit/trends/>
17. Dr. Wekerle, S. (1917. november 12). Jegyzett-e már hadikölcsönt? Pest-Pilis-Solt-Kiskun Vármegye Hivatalos Lapja, old.: 484. Forrás: <http://pestmegye100eve.blogspot.com/2014/11/jegyzett-e-mar-hadikolcsont.html>
18. Estevez, E., & THE INVESTOPEDIA TEAM. (2021. május 29). Investopedia. Letöltés dátuma: 2021. szeptember 21, forrás: Economic Cycle: <https://www.investopedia.com/terms/e/economic-cycle.asp>
19. Európai Bizottság. (2020). EC. Letöltés dátuma: 2021.. november 10., forrás: GROWING TOGETHER: EU SUPPORT TO HUNGARY SINCE 2004: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/factsheet\\_growing-together\\_hu\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/factsheet_growing-together_hu_en.pdf)
20. Eurostat. (2021. Január 10). Letöltés dátuma: 2021. November 29, forrás: Unemployment statistics: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Unemployment\\_statistics](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Unemployment_statistics)
21. Eurostat. (2021. október 22). Eurostat. Letöltés dátuma: 2021. december 1., forrás: Government deficit/surplus, debt and associated data: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV\\_10DD\\_EDPT1\\_\\_custom\\_1463952/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10DD_EDPT1__custom_1463952/default/table?lang=en)
22. Federal Reserve Bank of New York. (2018). Letöltés dátuma: 2021.. november 10., forrás: Large-Scale Asset Purchases: <https://www.newyorkfed.org/markets/programs-archive/large-scale-asset-purchases>
23. Federal Reserve Bank of St. Louis. (2011.. április). Letöltés dátuma: 2021.. november 2., forrás: Quantitative Easing Explained: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/pageone-economics/uploads/newsletter/2011/201104.pdf>
24. Federal Reserve Bank of St. Louis. (2021.. december 3.). FRED. Letöltés dátuma: 2021.. december 5., forrás: Unemployment Rate: <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>

25. Federal Reserve Bank of St. Louis. (2021.. augusztus 30.). The FRED Blog. Letöltés dátuma: 2021.. november 29., forrás: No taper tantrum this time?: <https://fredblog.stlouisfed.org/2021/08/no-taper-tantrum-this-time/>
26. Hannon, P. (2021. november 30.). Wall Street Journal. Letöltés dátuma: 2021.. december 2., forrás: As Omicron, Supply-Chain Problems Loom, Eurozone Inflation Hits Record: <https://www.wsj.com/articles/as-omicron-supply-chain-problems-loom-eurozone-inflation-hits-record-11638275205?page=1>
27. Iwata, K., & Takenaka, S. (2012. október). BIS. Letöltés dátuma: 2021.. december 3., forrás: Central bank balance sheet expansion: Japan's experience: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap66g.pdf>
28. Jogtár. (2010.. december 21.). Jogtár. Letöltés dátuma: 2021.. november 23., forrás: 2010. évi CLIV. törvény: <https://mkogy.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a1000154.TV>
29. Jogtár. (2011). Letöltés dátuma: 2021.. november 10., forrás: 2011. évi CXCV. törvény 75 §: <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a1100195.tv>
30. Kowsmann, P. (2015.. november 3.). The Wall Street Journal. Letöltés dátuma: 2021.. december 2., forrás: Negative Bond Yields Recede in Europe: <https://www.wsj.com/articles/negative-bond-yields-recede-in-europe-11635932524?page=1>
31. M. Salsman, R. (2017. február 24). Elgaronline. Letöltés dátuma: 2021. november 20, forrás: Chapter 1: A brief history of public debt: <https://www.elgaronline.com/view/9781785363375/chapter01.xhtml>
32. Magyar Államkincstár. (2021). Magyar Államkincstár. Letöltés dátuma: 2021. október 25., forrás: Központi alrendszer: <http://www.allamkincstar.gov.hu/hu/koltsegvetesi-informaciok/kozponti-alrendszer>
33. Magyar Állampapír. (2021.). Magyar Állampapír. Letöltés dátuma: 2021.. október 27., forrás: Fogalomtár: <https://www.allampapir.hu/fogalomtar/>
34. Magyarország Alaptörvénye. (2011. április 25).
35. Mihók, S. (2021. 4. szám). honvedelem.hu. (S. t. Mihók, Szerkesztő:) Letöltés dátuma: 2021. november 10, forrás: Honvédségi Szemle -A hadikölcsön magyarországon az első világháború idején: <https://honvedelem.hu/images/media/5f58bf9ccc39b722880226.pdf>

36. Mohai, Á. (2018.. december 2.). ÁKK. Letöltés dátuma: 2021.. október 27., forrás: Az államadósság kamatkockázatának mérésére szolgáló mutatószámok: <https://www.akk.hu/download?path=96c859c0-28c4-4490-86ff-8d5dac1eaf66.pdf>
37. Mosolygó, Z. (2008. november). ÁKK. Letöltés dátuma: 2021. november 11., forrás: Eredendő bűnök – Magyarország és a pénzügyi válság: <https://www.akk.hu/download?path=1579a310-12f6-428d-81ed-a1a64168d85e.pdf>
38. Pénzügyminisztérium. (2021. január 22.). Letöltés dátuma: 2021.. november 6., forrás: PM: 5548,6 milliárd forint volt a költségvetés hiánya 2020-ban: <https://koronavirus.gov.hu/cikkek/pm-55486-milliard-forint-volt-koltsegvetes-hiany-a-2020-ban>
39. Portfolio. (2013.. február 12.). Portfolio. Letöltés dátuma: 2021.. december 1., forrás: Itt vannak a végleges adatok a dollárkötvényről!: <https://www.portfolio.hu/deviza/20130212/itt-vannak-a-vegleges-adatok-a-dollarkotvenyrol-179627>
40. Portfolio. (2020.. december 1.). Letöltés dátuma: 2021.. december 2., forrás: Megint vett 40 milliárdnyi állampapírt az MNB, de lassan falba ütközik: <https://www.portfolio.hu/befektetes/20201201/megint-vett-40-milliardnyi-allampapirt-az-mnb-de-lassan-falba-utkozik-459840>
41. Portfolio. (2021.. szeptember 14.). Letöltés dátuma: 2021.. október 12., forrás: Máris elindult a magyar dollárkötvények kibocsátása!: <https://www.portfolio.hu/deviza/20210914/maris-elindult-a-magyar-dollarkotvenyek-kibocsatasa-500568>
42. S. Bernanke, B. (2013.. május 12.). Federal Reserve System. Letöltés dátuma: 2021.. december 2., forrás: The Economic Outlook: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20130522a.htm>
43. Schnabel, I. (2020.. augusztus 26.). ECB. Letöltés dátuma: 2021.. november 12., forrás: Going negative: the ECB's experience: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200826~77ce66626c.en.html>
44. Shiratsuka, S. (2010.. november). IMES. Letöltés dátuma: 2021.. november 20., forrás: Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's



Experience of the Quantitative Easing Policy:

<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/me28-6.pdf>

45. Tran, D. (2021. november 22.). ÁKK. Letöltés dátuma: 2021. december 5., forrás:

Túlárzottak-e a csereaukciós papírok?:

<https://www.akk.hu/download?path=19bc109e-0fe0-496d-8ea4-f0512451686a.pdf>

46. Vértes, A. (2017.03.23.). Konferencia a 2017. évi országjelentésről. Budapest: GKI

Zrt.

## **TARTALMI KIVONAT**

Az államadósságok kialakulása az első állampapír kibocsátástól a jelenkorig bezárólag. Az adósság finanszírozásának módjai Magyarország esetében kitérve az egyes források előnyeire és a hátrányaira. A magyar adósság szerkezetének alakulása a 2008-as pénzügyi válság előtt és után, illetve az amerikai és az európai válságkezelés hatása a magyar adósságszolgálatra. Az adósság kibocsátásokat megelőző szempontok vizsgálata és az adósság-kezelésben használatos kockázatkezelési eszközök alkalmazása.

## **SUMMARY**

Cause of public debt and their emerge from the first debt issuance to the current global sovereign debt market. The sources of public debt in Hungary and their advantages and disadvantages. Debt structure changes of Hungary before and after the global financial crisis and the impact of the United States and European countries crisis management on the domestic debt service. Factors that are considered before issuing debt and risk management tools in debt management and their usage.