
NEMESCSÓI ANDRÁS - MÁCSIK ZOLTÁN

Az EMU létrejöttének és az euró bevezetésének hatása az állampapírpiacra és az adósságkezelésre

(A dolgozat korábbi változata - mely a jelen tanulmány első fejezetének alapját képezi - a Bankszemle 1998/11-12. számában jelent meg.)

I. Fejezet

Az Európai Monetáris Unió hatása az európai állampapírpiac(ok)ra és az adósságkezelésre

1999. január 1-jén az Európai Monetáris Unió 11 EU-tag részvételével létező világgazdasági kategóriává vált, az 1999-es év első hétvégéjét követően az euró törvényes elszámolási pénz lett. (Az új valuta egyelőre tehát bankszámlapénzként funkcionál, három év múlva, azaz 2002. január 1-jétől válik törvényes fizetőeszközzé.) Mindez merőben új szituációt eredményez, amelyre a leendő EMU-tagoknak, az egyéb EU tagállamoknak, a közeljövőben az EU-hoz és az EMU-hoz csatlakozóknak, de az egész világgazdaságnak fel kell készülnie. Az EMU és az euró által teremtett új helyzet a tagállamoktól számos területen olyan nagyfokú akklimatizációt kíván, hogy azok szinte gazdaságpolitikai gondolkodásmódjuk megváltoztatására kényszerülnek. E szempontból az egyik legjelentősebb terület az állampapírpiac, illetve az ezzel szorosan összefüggő államadósság-kezelés.

1. Az EMU létrehozásának, illetve az euró bevezetésének állampapírpiaci és államadósság-kezelési következményei

Az EMU létrejötté, illetve az euró bevezetése mind nemzeti, mind világgazdasági szinten gyökeres változást hoz. Jelenlegi szerepkörében 11 európai valuta megszűnik, s az átmeneti kettősség után, 2002-től teljes mértékben átadja helyét a devizapiaci szempontból igen ütöképesnek ígérkező egységes, közös valutának. Ezek után három meghatározó valutája lesz a világnak: az euró, az amerikai dollár és a japán yen, így az OECD államok kibocsátóinak 90%-a biztosan ezek egyikében fogja denominálni értékpapírjait. E tény globális következményeit előre számba venni feltehetően lehetetlen. Az EMU-n belüli (a leendő tagállamokat érintő) változások tekintetében ezt kísérli

meg az ISDA (International Swaps and Derivatives Association) EMU Guidebook című kiadványa. A változás kétségkívül a "zónán belül" a legmarkánsabb, ugyanakkor általa minden "zónán kívüli" gazdaság is érintve van. Az EMU-tagok számára az új szituáció teljes gazdaságpolitika-váltással jár együtt, hiszen elvesztik önálló fiskális és monetáris politikájukat. Az egyes nemzeti törekvések és az ezekhez rendelt eszköztárak feláldozódnak a közös érdekek oltárán. Jelen tanulmány (az 1998. november 20-án azonos címmel megrendezett konferencián elhangzottak, valamint a témával foglalkozó - egyelőre nem túl bőséges - nemzetközi szakirodalom alapján) megkísérli számba venni ezen átalakulás állampapíripiaci és a piac jellegű államadósság kezelésével összefüggő következményeit.

Az EMU létrejöttének és az euró bevezetésének a tárgyterületekre kifejtett legáltalánosabb megfogalmazású hatása, hogy gyökeres módon formálja át az állampapíripiaci, illetve az államadósság-kezelési szemléletmódunkat. Mindaz, amit e területekről eddig gondoltunk, az 1999. évbe lépve meghaladottnak bizonyul.

Az állampapíripiaci (illetve általában az értékpapíripiaci) változás alapvetőnek nevezhető, mivel ezeket mostantól új rendező elvek és erőhatások uralják. Ahogy az euró, mint szupervaluta magába olvasztja az eddigi nemzeti valutákat, úgy kebelezi be az egységes EU állampapíripiac a korábbi nemzeti piacokat, létrehozva ezzel a világ eddigi legnagyobb állampapíripiacát. (1. számú melléklet)

Az egyes nemzeti állampapíripiacok helyébe egy egységes euró-bázisú piac lép, ahol az egyes papírok értéke márka, schilling, frank stb. helyett euróban van meghatározva. Mindez az alábbi jelentős változásokat vonja maga után:

- Az eddigi, "szeparált" állampapíripiacokra nézve egy általános *likviditás-megugrás* következik be. Az egyes nemzeti kibocsátású papírok a korábbi piaci terjedelem sokszorosán válnak egységesített formában hozzáférhetővé. Ez szükségképpen együtt jár az egy papírra jutó forgalmazók számának növekedésével, az eltérő állampapírtípusok száma viszont - a későbbiek során részletezett fókuszációs tendencia folytán - csökkenni fog. Egy állampapírra tehát az eddiginél több forgalmazó jut, ami kétségkívül a verseny kiéleződéséhez, a likviditás növekedéséhez vezet. E folyamat kisbefektetői szempontból mindenképp pozitívnak nevezhető „mellékhatása” a meghirdetett vételi és eladási árfolyamok közötti árrések (árfolyam-marzsok) szűkülése lesz. (A marzsok várható közeledésének másik okaként említhető meg, hogy az egységes EMU állampapíripiacra történő kereskedés kockázata az eddigieknél jóval alacsonyabb lesz.)

- Fontos változást jelent az állampapírok *kockázatának átalakulása* is. A külföldi befektetők esetén eddig nyilvánvalóan meghatározó devizakockázati

elem a zónán belüli befektetéseknél kiesik, míg a külső befektetőknek egységes euró-kockázattal kell a továbbiakban számolniuk. Az adott devizába vetett bizalom, mint alapvető kereslet-meghatározó tényező helyébe mostantól két olyan megfontolás lép, amelyeket a devizaközpontú megközelítés - tulajdonképpen rejtve - eddig is magában hordozott. Az egyik az adott állampapírcsoport likviditása (amelyet meghatározó tényezőkről a későbbiek során részletesen lesz szó). A másik ilyen megfontolás a kibocsátók ország-minősítése lesz, amely a kibocsátó nemzetgazdaság megbízhatóságát, stabilitását tükrözi vissza. A minősítés intézményesített formái feltehetően a továbbiakban is a Standard and Poor's és a Moody's, illetve minősítő listáik lesznek, fontos szerepet fog játszani ugyanakkor az ezekkel nyilvánvalóan összefüggő, de gyakran érzelmi elemeket is magában foglaló általános és egyedi befektetői vélekedés az egyes kibocsátókról. (2. számú melléklet)

Az eddigi devizakockázat tehát lényegében hitelkockázattá redukálódik az EMU állampapírpiacán. Ez nem más, mint egy absztrahált "vissza-nem-fizetési kockázat", amelynek lélektani összetevői feltehetően jelentősebbek a mögötte álló gazdasági megfontolásoknál. Csekély valószínűsége van ugyanis annak, hogy egy EMU-tag kibocsátó számára kifizethetlenné váljon lejáratkor egy államkötvénye, mégis egyfajta elvi esélye ennek minden tagállam vonatkozásában megállapítható. Ezen alacsony kockázati elem (amely egy esetleges világgazdasági válság során realizálódhatna) egyértelműen a legstabilabb gazdasággal bíró - és így a legjobb minősítést kapó - tagállamok esetében a legminimálisabb. Emiatt az ezek által kibocsátott papírokba vetett bizalom indokolható módon magasabb lesz.

- Harmadikként említendő a változások között a zónán belüli befektetők szinte korlátlan *portfólió-diverzifikációs* lehetősége, amely egyúttal komoly kihívás elé állítja a honi valuta védelmét elvesztő kibocsátókat. Az állampapíroknak egy olyan óriás piacon kell helytállniuk, ahol azonos keresleti oldal választhat az osztrák (netán a távolabbi jövőben magyar) illetve a német vagy francia állampapírok között. Megfordítva: az osztrák polgár mostantól ugyanolyan eséllyel és feltételekkel juthat német háttérű állampapírhoz, mint a hazai kibocsátásúakhoz. Az a biztos, minimális kockázatú értékpapírra vágyó, s a nemzeti pénznemben megbízó kisbefektető, aki eddig hazai állampapírt vásárolt, mostantól egységesített, azaz euróban denominált formában juthat hozzá a most már könnyen elérhető, és esetleg kedvezőbb kondíciójú külföldi kibocsátású papírokhoz is. A hangsúly tehát az eddigi különböző állampapír típusok közötti határokon belüli versenyről az EMU létrejötte után az állampapírok nemzetközi versenyére helyeződik át.

Ezen állampapírok bázisa azonos, a kézzel fogható eltérés lejárataikban és hozamaikban lesz felfedezhető. Fontos változás azonban, hogy a hozamalakulást is a korábbiaknál eltérő módon befolyásolják ezután a különböző erőhatások, s

ez egyben a negyedikként kiemelendő módosító hatása az 1999. január 1. után bekövetkező átalakulásnak.

- Az állampapírok hozamát alapvetően két tényező határozza meg: egyrészt a már említett, a nemzetgazdaságon belül is irányadó ország-kockázat, másrészt az infláció mértéke. E kettő közül kétségkívül meghatározóbb az infláció, ez az a körülmény, amely az egyes állampapírok árfolyamértékét is nagyban befolyásolja. (Az infláció növekedésével a piaci kamatszint - így a betéti kamat is - emelkedik, ami a fix kamatozású államkötvények illetve kamatozó kincstárjegyek árfolyamértékét értelemszerűen csökkenteni fogja és fordítva, a piaci kamatszint csökkenéssel a rögzített hozamú értékpapírok felértékelődnek. Érthető az is, hogy minél hosszabb futamidejű egy állampapír, a piaci hozamszint változás infláció- és árfolyam-befolyásoló hatása annál erőteljesebb.) Emiatt kulcskérdés állampapír vásárlásakor az inflációs várakozás (vö. alább: a hosszúlejáratú állampapír-kibocsátás gátjai.)

A különböző nemzetgazdaságok által kibocsátott értékpapírok eltérő hozamszintjét értelemszerűen az eltérő inflációs szintekkel magyarázhatjuk leginkább. A magasabb infláció magasabb lejáratú hozamot "kényszerít ki", ugyanakkor rosszabb ország-minősítést, tehát nagyobb hitelkockázatot implikál. Az EMU létrejöttével e jellemző hozamszint-eltérés is megszűnik. Mivel egyetlen valuta létezik a zónában, amelyhez szükségszerűen csak egyetlen inflációs érték tartozhat, a különböző országok kormányai által kibocsátott állampapírok hozamszintjeire egyetlen, egységes infláció gyakorol majd hatást. A korábban jellemzett ország-kockázati tényező megmarad ugyan, a tagállamok közötti eltérő infláció hozamszint-befolyásoló hatásának kiesése *hozamszint közzeledéshez* vezet majd a különböző állampapír csoportok között.

Az állampapírpiaccal szervesen összefüggő államadósság-kezelés szempontjából az EMU fő következménye az eddig élesen különváló "külső" illetve "belső" államadósság-kategória közötti határ elmosódása lesz. Egyszerűsítéssel élve külső államadósságnak nevezzük azon adósságelemeket, amelyek jellemzően külföldi jogosulttal szemben terhelnek egy államot. Ez - a hitel nyújtói alapján - lehet kormányadósság, külföldi kormányhitel esetén, illetve magánadósság, ahol külföldi bankok voltak a hitel nyújtói, s amely hitel mögött így az adott állam polgárainak megtakarítása áll. Belföldi adósságnak pedig a nemzeti állampapírok tulajdonosaival szemben fennálló kötelezettségeket tekintjük. Ezen adósságtípus "belső" jellegéből következik, hogy ez tipikusan (az EU tagállamok közötti kivételektől eltekintve) az adott nemzeti valutában fennálló kötelezettségeket jelent, amelyet megtestesítő állampapírokhoz az adott nemzetgazdaság értékpapírpiacain lehet hozzájutni. (Mindez természetesen nem jelenti azt, hogy deviza-külföldiek nem szerezhetnek ilyen értékpapírokat, azonban e téren eddig előfordultak korlátozások.)

A belföldi államadósság az EMU létrejötte után a zóna államai számára ily módon nem értelmezhető kategória, hiszen az állampapírok euró alapúak lesznek és az egységes EMU piacon terítődnek majd. A belső államadósság megjelölés csupán a magyar kincstári takarékjegynek megfelelő - tehát rövid lejáratú és inhomogén - állampapírok vonatkozásában marad fenn, amelyek továbbra is kizárólag a kibocsátó állam polgárai számára lesznek hozzáférhetők. (Az eddigi külföldi államadósságok értelmezése és kezelése is nagyban változik a következőkben, e tanulmány vizsgálódási területe azonban kizárólag a piacjellegű államadósságra szorítkozik.)

Ezen alapvetőnek mondható állampapírpiaci és államadósság-kezelési következményekkel kell tehát minden érintettnek számolnia. Az új helyzet a befektetőknek a lehetőségek bővülését, a kibocsátók számára komoly kihívást jelent. Számos közös probléma és kérdés vethető fel az átállással kapcsolatban, amelyekre minden tagállam eltérő módon kíván válaszokat találni. A (még) nem tagállamok is kénytelenek némiképp az új szituációhoz igazodni.

A következőkben azon csatlakozáshoz szükséges és megoldásra váró közös problémák tárgyalása követezik, amelyek minden tagállam számára, mint állampapírpiaci, államadósság kezelési feladatok jelentek és jelennek meg. Ezután e feladatok tagállamonként eltérő megoldásainak, megoldási kísérleteinek áttekintésére kerül sor. Az alább számba vett teendők irányadóak a később csatlakozni kívánók számára is, az egyes megoldási módszerek így hazánknak mintaként szolgálhatnak.

2. Az EMU-hoz történő csatlakozás implikálta állami teendők az állampapírpiac illetve a piacjellegű államadósság kezelése körében

Az EMU egységes állampapírpiacán az egyes államok versenyképességét biztosító feladatok

Az előzőekben részletesen jellemzett új óriás állampapírpiacon a tagállamoknak az általuk kibocsátott államkötvények és kincstárjegyek versenyképességének érdekében három fő megvalósítandó célt kellett és kell szem előtt tartaniuk: a nemzeti kibocsátású portfólió *egyszerűsítését, likviditás-növelését*, illetve minél *átláthatóbbá tételét*. E célok megvalósíthatósága párhuzamos, sőt mint látható lesz, egymást segítő.

Az **EGYSZERŰSÍTÉS** termékszám redukciót jelent. Arra kell törekedni, hogy a sok eltérőként kibocsátott, de valójában kis differenciájú portfólió részeket néhány, minél kevesebb, nagy állampapír-csomaggá olvasszák össze. Ez

az un. *fókuszációs folyamat* nagyban javítja az egyes állampapírtípusok piaci versenyképességét (és likviditását), hiszen így az egy típushoz tartozó papíroknak legalább az adott kibocsátó által piacra dobott termékek között nem lesz alternatívája. Az egyes értékpapíroknak ugyanakkor nem csak az azonos kibocsátó hasonló jellegű termékei rontják versenyképességét. Az egységes állampapírpiaci kihívás lényege éppen az, hogy a különböző kormányok által piacra bocsátott értékpapírok egymással is versenyben állnak, egymás esélyeit rombolják. Emiatt lényeges minden tagállam számára versenypozíciójának reális felmérése és ehhez igazított *stratégiájának kialakítása*. Az egyes államok két program közül választhatnak:

- vagy beszállnak a benchmark pozícióért folytatott küzdelembe és hosszú lejáratú, kedvező kondíciójú - fix hozamú - állampapírokat bocsátanak ki (várhatóan ezt a stratégiát választja majd Franciaország, illetve Németország),
- vagy pedig - belátva ennek esélytelenségét - inkább a piaci résekre játszanak és speciális kondíciójú termékeket juttatnak a piacra (például Ausztria, Belgium számára ez tűnik a járható útnak).

A fent leírt fókuszációnak kiemelt jelentősége értelemszerűen a választott stratégia alapján leginkább nemzetközi piacra szánt állampapírok körében van.

A **LIKVIDITÁS-NÖVEDELÉS** elsődleges célnak tekinthető abban az értelemben, hogy közvetve ennek megvalósítását szolgálja a portfólió-egyszerűsítés, illetve az átláthatóvá tétel is. Ezek mellett három infrastrukturális tényező bír további jelentőséggel, amelyek a likviditás növelését közvetlen módon szolgálják. Ezek a következők:

- a kereskedési rendszer *teljes elektronizálása*, illetve egymással és a hírügynökségekkel való összekapcsolhatóvá tétele,
- (a kizárólag hazai befektetők részére szánt, kincstári takarékjegy jellegű állampapírokat leszámítva) az állomány teljes *dematerializációja*, továbbá
- az *elsődleges forgalmazói kör nemzetközivé tétele*, vagyis a forgalmazási jogosultság megadása piac szerte a vonatkozó kritériumoknak eleget tevő értékpapír forgalmazók számára.

A portfólió **ÁTVÁLTHATÓVÁ TÉTELE** kapcsán első állami feladatként említendő az *emissziós naptárak kiadása*, amelyek legalább negyedéves előrejelzéssel a kalkulálhatóságot biztosítják. A kibocsátási naptárak másik kulcsfunkciója a befektetők tájékoztatásán túl a kibocsátások összehangolhatóságának, vagyis egymásra tekintettel történő megvalósíthatóságának lehetővé tétele. Mivel semmiféle intézményesített

egyeztetési mechanizmus e téren nincs tervbe véve, emiatt ennek a piac általi spontán működtetése látszik szükségesnek. Az összehangolás ugyanis mindenképp lényeges: azonos időpontban, nagy volumenben piacra dobott, hasonló kondíciójú, de különböző kibocsátású állampapírcsomagok komoly likviditási zavarokhoz vezethetnek.

A második teendő az átláthatóság megteremtése érdekében az *aukcionális értékesítés* kizárólagossá tétele, harmadikként pedig a megfelelő *információ szolgáltat* biztosítása említendő. Versenyszempontok miatt meghatározó jelentőséggel bír az egyes értékpapíroknak az egész piaccal történő megismertetése, vagyis a befektetők könnyen hozzáférhető információkkal való ellátása. E feladat nagyrészt a nemzeti államkincstárakra hárul.

Az EMU állampapírpiacán történő megjelenés előfeltételei

Az előző részben felsorolt feladatokra a sikeres piaci szereplés érdekében minden tagállamnak valamilyen megoldást érdemes találnia. Vannak azonban olyan teendők (az EMU tagság elnyerhetőségének feltételét képező konvergencia-kritériumok kielégítésén túl is), amelyek megvalósítása elkerülhetetlen a tagállamok számára. E feladatokkal kapcsolatban az államoknak csak nagyon szűk körben van mérlegelési lehetősége a választott megoldási módszer tekintetében, mivel ezek olyan kritériumoknak tekinthetők, amelyek az EMU-hoz történő csatlakozás előfeltételeit képezik. A csatlakozásnak - e dolgozat tárgyával kapcsolatban - három ilyen elkerülhetetlen követelménye különböztethető meg.

Elsőként említendő az 1999. január 1. utáni kizárólagos *euróban denominált kibocsátás*. Ennek átmeneti alternatíváját jelentheti az un. párhuzamos vagy paralel rendszer, amely alkalmazásával a tagállam egy ideig a régi nemzeti, illetve az új egységes valutában is árfolyamot hirdet, a befektető az ez idő alatt lejáró értékpapírok kifizetésénél választhat a két valutánem közül. (E megoldás gyakorlati jelentősége elhanyagolható, hiszen 1999. január elsején rögzítették az euró és az egyes tagállamok nemzeti valutáinak átváltási árfolyamát.)

A második előfeltétel az 1999. január 1. előtt kibocsátott állampapír portfólió teljes euró bázisúvá alakítása, illetve *redenominációja* (átnevesítése). Tipikus az azonnali és automatikus redenomináció, de választható megoldás lehet a nagyon rövid idő alatti fokozatos átalakítás is. Jellemző tehát, hogy a tőkepiacok a reálszféránál hamarabb alkalmazkodnak az új helyzethez: míg 2002-re történik meg a teljes kereskedelmi valutacsere (ez alatt értendő: fizetőeszköz csere), addig január 4-e óta az EMU-zóna értéktőzsdéin már csaknem kizárólag euróban nevesített kereskedelem zajlik. (3-6. számú mellékletek)

A harmadik, szükség szerint kötelező állami teendő az *állampapír portfólió átstrukturálása*. Az EMU állampapír-piacán történő megjelenés mellőzhetetlen feltétele a hosszú távú, rögzített hozamú állampapírok kibocsátása. Amely gazdaság alkalmas ilyen kondíciójú értékpapírokat piacra juttatni, azzal a

gazdasággal szemben megjelenik a befektetői bizalom. (Ha az ilyen értékpapír-állomány elkel a piacon, akkor az adott állam hosszú távú, költségkímélő, így megnyugtató adósságkezelési megoldást talál.) Jó néhány leendő EMU-tag már régóta rendelkezik 20-30 éves lejáratú államkötvényekkel, de számos később csatlakozni kívánó tagállam számára ezen struktúra-átalakítás megvalósítása jelenti a legnagyobb kihívást az előkészületek során.

A hosszú lejáratú állampapír-kibocsátásnak két eltérő jellegű, mégis tipikusan együtt járó akadályát érdemes megkülönböztetni. Elsőként említendő a magas inflációs szint. Egy példával megvilágítva: ha egy kormány - egy jelenleg 15%-os inflációjú, átalakulóban lévő gazdaságban - hosszú távra 8%-os inflációt tervez, a befektetők inflációs várakozása könnyen lehet, hogy ennél magasabb lesz. Ezekben a szituációkban tehát a kormány (az állam, adott esetben állami kibocsátó) illetve a társadalom (a befektetők) eltérő hosszú távú inflációs várakozásai képezik a 20-30 éves futamidejű állampapírok piacra juttathatóságának elsődleges akadályát. Hiába bocsátana ki a kormány távlati elképzeléseinek megfelelő kondíciójú állampapírokat, 30 éves lejáratral, 8% körüli hozammal, ez biztosan nem kelne el a piacon. A befektetők egy stabilnak, beállottnak még nem nevezhető gazdasági helyzetben kockázati prémiumot kívánnak az ilyen hosszú távú államhitelezési tranzakcióikba beépíteni. (Logikusan az itt írottak a közép- és hosszú távú rögzített hozamok meghatározhatóságának is akadályát képezik.)

A hosszú lejáratú állami értékpapírok kibocsáthatóságának másik akadályát az adott értékpapírpiac fejletlen másodlagos piaca jelentheti. Az éven belüli, illetve néhány éves lejáratú állampapíroknál nincs komolyabb jelentősége a lejárat előtti pénzzé tehetőségnek, a befektetők túlnyomó többsége a lejárat hozamokra utazik. Alapvetően más a helyzet a hosszú lejáratú értékpapírok esetében, amikor a piacra dobhatóság is múlhat a másodlagos piac fejletlenségén. Így tehát a hosszú távú állampapírok kibocsátása az adott másodlagos piac fejlettségének is fokmérője.

Mivel a tanulmány tárgyát az államok piacjellegű adóssága képezi - amely a különböző állampapírokból testesül meg - az államadósság kezelése kapcsán felmerülő állami teendők az állampapírpiaci feladatokkal egybeesnek. Eltérés a megközelítés módjában van, az egyes feladatok az adósság kezelés felől közelítve más szempontokból bírnak jelentőséggel.

Államadósság-kezelési aspektusból az állami teendők két kategóriába sorolhatók:

1. Az első az államadósság *eurósítása*, amely a továbbiak során kizárólag euróban denominált kibocsátást, valamint az eddigi állomány redenominációját jelenti.
2. A másik feladatcsoport a *befektetői kör internacionalizációjával* összefüggő, amely magában foglal minden további állampapírpiaci teendőt (a fókuszálást,

a kereskedelem elektronizálását, a dematerializációt, az elsődleges forgalmazói kör internacionalizációját, az emissziós naptárakat, az aukcionalizálást, az információ szolgálatot, valamint a szükség szerinti átstrukturálást).

Az ismertetett, közösen felmerülő állami feladatok egyes nemzeti megoldásai

A leendő tagállamok számára közösen felmerülő kérdések után e cím alatt néhány, az EMU-t karakterizáló állam által az ezekre adott konkrét válaszok következnek.

A francia út

A franciák hisznek saját piacuk versenyképességében, céljuk az EMU egységes állampapírpiacán belüli benchmark pozíció megszerzése. Tény, hogy erre egyelőre kizárólag nekik, illetve a németeknek van reális esélye. A vezető, meghatározó piacért (értsd: irányadó kibocsátó) folytatott küzdelem várható élessége miatt különösen nagy hangsúlyt helyeztek a piacstratégia kialakítására. Igyekeztek a piaci igények, illetve saját lehetőségeik felmérése után a számukra legkedvezőbb piaci megjelenési módot megtalálni. Az átállást előkészítő tevékenységük az egyszerűsítés, a likviditás biztosítása és az átláthatóság, javítása triászával fémjelezhető.

A portfólió-egyszerűsítést termékredukcióval valósították meg. Állampapírjaik három lejáratú típusba sorolhatók. Az elsőbe a hosszú, 30 éves futamidejű (OAT), a másodikba a közép-lejáratú, 10 éves (BTAM), míg a harmadik típusba a rövid, legfeljebb egy éves lejáratú (BTF) állampapírok sorolhatóak. Az elmúlt tíz évben a francia állampapírpiacra tudatos átstrukturálást hajtottak végre, amely eredményeként a rövid lejáratú értékpapírok 90%-os arányát sikerült 10%-ra visszaszorítani. E három típus közül - mint vezető pozícióra törekvő piaci szegmens - az OAT-ot, tehát a 30 éves lejáratú, rögzített hozamú államkötvényt szánják igazán az EMU állampapírpiacára, sőt ezen értékpapír iránt jelentős zónán kívüli, elsősorban ázsiai (japán) keresletre is számítanak.

Az állampapírpiac likviditására is komoly hangsúlyt fektettek az előkészítés során. Ennek jegyében az elsődleges forgalmazói körbe magánvállalkozások is bekerülhettek. Az ideális likviditás instrumentális feltételeinek biztosításán túl a nagy koncentrátságú piacot (a három lejáratú típusba tizenöt állampapírfajta tartozik, amelyek együttesen 15 milliárd euró feletti értéket képviselnek) jó termék átcserélhetőség is jellemzi (a nem becserélhető portfólió részeket a redenominációval együtt alakítják azzá). Mindezek eredményeképp az EMU

előtti francia állampapírpiacot az amerikai piac utáni második leglikvidebb piacként tartották számon.

Az átláthatóságot a kizárólagos aukcionális értékesítés, az ehhez kapcsolódó havi rendszerességgel előre meghirdetett aukciók, valamint a kincstár rendszeres és kimerítő információ szolgálata biztosítja. Ez az információ a Reuters oldalakon szintén hozzáférhető.

Az EMU létrejöttével az eddigi portfólió tekintetében azonnali és automatikus redenominációt hajtottak végre, majd rövid időn belül teljes dematerializációt valósítanak meg.

A német megoldás

Németország a másik komoly esélyes az EMU-n belüli "meghatározó állam" pozíciójának elérésére, egyúttal az EMU jelentette átalakulás legnagyobb vesztese. Az új pénzügyi-gazdasági zóna létrejöttével a német márka, amely vitathatatlanul Európa legjelentősebb valutája volt, felolvad az euróban. E tény a német gazdaság számára kétségkívül előnyvesztést eredményez. Noha az EMU a közös célokról és érdekekről szól, a gazdasági befolyásért folytatott küzdelem biztonnal folytatódik, illetve bizonyos értelemben újra indul az újfajta unió létrejötte után. E versenyben pedig Németország eddigi pozíciójának megtartására fog törekedni. Állampapírpiaci stratégiáját tekintve ez a benchmark pozíció megcélozását jelenti.

Németország a következő állampapírpiaci, államadósság-kezelési lépéseket tette és teszi az EMU-csatlakozás jegyében:

- A tavalyi év a csatlakozáshoz szükséges jogharmonizáció jegyében telt.
- Állomány-koncentrációt hajtottak végre, amely során négy állampapír-csoportot alakítottak ki: a Bubills 6 hónapos, a Schätze 2 éves, a Bobls 5 éves, illetve a Bunds 10-30 éves lejáratú államkötvények. (7. számú melléklet) Hasonlóan a francia elképzelésekhez, a németek is a 30 éves (Bunds) kötvényeket szánják leginkább az egységesített állampapírpiacra. Az egyes értékpapírtípusokon belül a kínálati portfólió egyszerűsítése érdekében piaci igények felmérése után, ezekhez igazítva, további fókuszálást terveznek végrehajtani.
- Likviditás-fokozási megfontolásból kereskedési rendszerüket teljes mértékben elektronizálták, az egységes piacon történő kereskedésre felkészítették.
- Az elsődleges forgalmazói kör összetételével kapcsolatban jelenleg is még komoly viták folynak. Elképzelhető, hogy ez a kör megmarad a központosított bankrendszer keretén belül, de a könnyű hozzáférhetőséget mindenképp szem előtt fogják tartani a végleges megoldás kiválasztásánál.

- Teljes aukcionalitást valósítottak meg az elsődleges forgalomba hozatal során.
- A hitelkockázat egyszerű felmérhetősége érdekében a szövetségi kormány minden egyes külön alapja egy név alatt, egy rendszer tagjaként bocsát ki a továbbiakban állampapírokat. (A német rendszerben eddig mód volt a külön kibocsátásra is.)
- Az átláthatóság és kalkulálhatóság érdekében emissziós naptárakat tesznek közzé. (8. számú melléklet)
- Természetesen 1999. január 20. után kizárólag euróban denominált állami értékpapírokat juttatnak piacra, míg az 1999. január 20. után lejáró korábbi állampapír portfóliót - egy euró-centes (azaz két tizedes jegy) pontossággal - redenominálják.

A belga változat

Belgium - mivel államadosságának több, mint 90%-a belső, piac jellegű adósságállomány - jellemzően adósságkezelési oldalról közelíti meg teendőit. A kérdéskör ezen vonatkozásait kiemelve fő feladata adósságának eurósítása, majd a befektetői kör internacionalizálása.

Mindez első lépésben a belga állampapír-állomány teljes és automatikus redenominációjával realizálódik.

Az elsődleges piacon az EMU jegyében végrehajtott további változtatásként nagyban kiterjesztették az elsődleges forgalmazói kört: a zónán belül (a belga pénzügyminisztérium jóváhagyása után) bárki elsődleges forgalomba hozhatja a belga állampapírokat, aki az egységes kritériumrendszer előírásainak megfelel. Második ilyen előrelépésként említendő az aukcionalitás és az ezzel összefüggő információszolgáltatás hatékonnyabbá tétele.

Belgiumban is jelentős sorozatszám csökkentést (fókuszálást) hajtottak végre, amely a kamatfizetési dátumok egységesítésével párosult.

Végül megemlítendő, hogy jelenleg is zajlik az állampapír portfólió struktúrájának átalakítása, hosszú távúvá tétele.

A másodlagos piaci likviditás növelése érdekében Belgium létrehozta a ROEM (Regulated Off-Exchange Market) intézményét, amely a tőzsdén kívüli (OTC) kereskedelem jogi keretét képezi. E jogintézményen belül a piacfelügyelet (Comite du Fonds des Rentes) a következő tevékenységeket végzi:

- megteremti és felügyeli a másodpiaci áttekinthetőséget,
- ellenőrzi a piaci szabályok és előírások betartását,
- szükség esetén ezek megsértését szankcionálja, valamint
- befektető-védelmi tevékenységet is ellát.

A ROEM-tagoknak a piacfelügyelet iránymutatását feltétlenül követniük kell. A kincstár fő feladata e körben pedig a belga kibocsátású állampapírpiaci termékek nemzetközi beruházókkal történő megismertetése.

A kiemelt három állam közös vonása, hogy 1999. január 1-jével mindhárman az Európai Monetáris Unió tagjává váltak. Érdekes azonban megvizsgálni azon EU- államok "EMU reakcióit" is, amelyek belépése későbbi illetve esetleges. A következőkben tehát az angol és a görög csatlakozási álláspontokról, valamint az EMU és az euró jegyében ezen államok által végrehajtott előzetes gazdasági változtatásokról lesz szó.

Az angol álláspont

Az EMU-val kapcsolatos angol álláspont egyelőre tartózkodó, ódzkodónak is nevezhető. Nincs (publikus) hivatalos angol álláspont arra vonatkozóan, hogy mikor akarnak csatlakozni, illetve szándékukban áll-e valaha az EMU tagjává válni. Valószínűnek látszik, hogy Anglia erről még valóban nem döntött. Egyes álláspontok szerint az angolok óvatossági okokból halogatják belépésüket: megvárják az első néhány évet, és ha már bizonyos, hogy a közösség ezen új formája valóban beválik, akkor bejelentik csatlakozási szándékukat. Ezen álláspontot támasztja alá az a tény, hogy a brit gazdaságpolitikusok gyakran adnak hangot az EMU működőképességével, működtethetőségével kapcsolatos aggályaiknak.

Egy másik ugyancsak megalapozottnak tűnő változat szerint az angolok távolmaradása nem gazdasági megfontolások alapján, hanem kizárólag politikai okokkal magyarázható. (A félhivatalos angol álláspont is ezen magyarázathoz áll közel.) Unió-történeti tény, hogy Angliának a féltve őrzött függetlenség fokozatos feladása minden egyes közösségi állomás előtt problémaként vetődött fel. Tény az is, hogy az EMU minden eddigi harmonizációs szinthez képest minőséginek nevezhető többletet jelent. Mindazonáltal valószínűsíthető, hogy a későbbiek során egy valóban sikeres pénzügyi unióhoz - az ezzel kapcsolatban kiírt referendum pozitív eredménye esetén - csatlakozni kívánnak majd. Az angol állampapírpiac az EMU létrejötte után is a világ negyedik legnagyobb piaca lesz, s mint ilyen magát egy további (külső) diverzifikációs alternatívának tekinti. (1. számú melléklet)

Az angol gazdaság egyelőre nem konvergál a kontinentális gazdaságokkal, a teljes konvergenciát - jelenlegi pénzügy-politikai attitűdjük miatt - az elmúlt években nem is tekintették mindenáron megvalósítandó célnak. Az állampapírpiacra számos, a többi államhoz hasonló harmonizációs lépést tettek (például decimalizációt hajtottak végre), a feltétel nélküli és teljes harmonizációt egyelőre azonban e téren sem tervezik. Ahol a harmonizálás megítélésük szerint aránytalan költségteherrel járna, vagy ahol egyéb szempontból a hasonulás nem

éri meg számukra, ott nem alkalmazkodnak. (Erre példa a féléves kamatfizetési periódus melletti kitartás.)

Ilyen megfontolásokból - és mivel Anglia nem tartozik az első hullámos EMU-államok közé - nem hajtanak végre teljes redenominációt, de a paralel kötvénykibocsátás technikáját jó néhány termék esetében alkalmazzák majd (a brit értékpapír-kereskedelem valutáneme az esetleges csatlakozásig továbbra is a font marad, de 1999 januárjától a leglikvidebb papírok kereskedelmében a font ajánlati könyv mellett euró ajánlati könyvet is alkalmaznak). Hangsúlyozzák, hogy vannak az EMU-tagsághoz szükséges olyan intézkedések, amelyek megtétele a csatlakozás esetleges elmaradása esetén is kívánatos lenne. Mindenképp ilyennek minősítik a konvergencia kritériumoknak történő megfelelést (a kamatláb-előírások kivételével) amely önmagában is stabil gazdaságot feltételez, valamint az angol álláspont szerint ilyen minden infrastrukturális fejlesztés.

A görög célok

Görögország nincs ugyan az 1999. január elsejével a pénzügyi unió tagjává vált EU-államok között, azonban későbbi előre meghatározott időpontban, pontosan 2001-ben kíván csatlakozni. Az ehhez szükséges előkészítő munkát Görögországban az un. Euró Előkészítő Bizottság koordinálja. Mostani belépésük akadálya gazdasági jellegű, nem tudnak megfelelni az EMU tagság belépőjét jelentő kritérium-rendszernek. Értelemszerűen elsődleges céljuk tehát ezen feltételek teljesítése, de emellett figyelmet kell fordítaniuk a leendő tagságuk szempontjából szintén lényeges egyéb teendőikre is. Ezek vonatkozásában az alábbi eredményeket tudják eddig felmutatni:

- A görög piac áttekinthetőbbé vált a kizárólagos aukcionális értékesítéssel.
- Az elsődleges és másodlagos piacot jogszabályi úton közelítik egymáshoz, az elsődleges forgalmazói kör jutalékainak maximalizálásával. Nagy hangsúlyt fektetnek az állampapírokhoz való hozzájutás költségminimalizálására.
- Folyamatos, 2001-ig lezáródó dematerializációt hajtanak végre.
- Inflációs okok miatt egyelőre állampapír-állományuk átstrukturálása - hosszú lejáratúvá, fix hozamúvá alakítása - nehézséget jelent a görög nemzetgazdaság számára. 30 éves államkötvény kibocsátásra nincs módjuk, de a 3, 7, 10 éves lejáratú kötvények mellett piacra dobtak 15 éves futamidejű állampapírokat is. Ezen értékpapírok a nemzetközi befektetők érdeklődését is felkeltették. (Itt említendő az a kitűzött cél is, miszerint a 10 éves görög államkötvények hozama nem haladhatja meg 100 bázispontnál nagyobb mértékben a vezető országok hasonló futamidejű papíjainak hozamát.)
- Emissziós kalendáriumokat tesznek közzé, amelyek a kiszámíthatóságot kívánják szolgálni. A kielégítő információ-ellátás érdekében azonban további

lépéseket kell tenniük. (Jelenleg az egyes állampapírokra vonatkozó teljes adathalmazhoz a kibocsátás előtt két nappal lehet hozzáférni.)

Fontos további teendőjükként tartják számon:

- az elektronikus forgalmazási rendszer kiépítésének befejezését, illetve ennek a főbb hírügynökségekhez (Reuters, Bloomberg) kapcsolását,
- a repo műveleteket sújtó 15%-os adó mérséklését,
- a származékos és határidős állampapírpiac megnyitását,
- 20 illetve 30 éves lejáratú kötvények kibocsátását, valamint
- legkésőbb 2001-ig a teljes redenomináció végrehajtását.

II. Fejezet

A magyar állampapírpiac helyzete az Európai Monetáris Unió tükrében

Az uniós csatlakozás mellőzést nem tűrő követelményei

A dolgozat II. fejezetének elsődleges tárgya a magyar állampapírpiac helyzetének felmérése az Európai Monetáris Unió tükrében. A konvergencia kritériumok teljesítése Magyarország Monetáris Unió csatlakozásának elengedhetetlen feltétele. Az egyes kritériumok vonatkozásában már felmutatott eredmények, illetve ezekkel kapcsolatban Magyarország előtt álló további komoly teendők tárgyalása azonban egy külön tanulmány tárgyát képezik.

A konvergencia-kritériumokon túl számos követelményt kell teljesítenie a tagságot elnyerni kívánó országnak. Ezek között szerepel a már meglévő állampapírok euróban történő redenominációja, és az új kibocsátású állampapírok euróban denominálása. Ehhez szükséges az állampapír-portfólió átalakítása.

Az állampapírok euróban történő denominálása és redenominálása

Magyarország Európai Uniói tagsága a legoptimistább nézetek szerint is legkorábban a 2002-es évben várható. A Monetáris Unióba való belépés még későbbre tehető (legalább további 3-4 év). A 2005-6 körül esedékes Monetáris Unióhoz történő csatlakozással egy időben Magyarország köteles minden kibocsátott állampapírt euróban denominálni.

A redenomináció a korábban kibocsátott papírokra vonatkozik. Ez a jelenleg már kibocsátott értékpapírok közül kizárólag a 10 éves lejáratú államkötvényt érinti (mivel a 7 éves futamidejű államkötvény lejáratú ideje a várható csatlakozási időpont előtt esedékes, így *a jelenlegi portfóliót még kevésbé érinti a redenomináció*). Az Európai Unióba való belépés előtti esetleges euró alapú kibocsátás idegen deviza alapú kibocsátásnak minősülne (hasonló lenne a korábbi márka alapú kibocsátásokhoz), de mindenképpen szükséges a fokozatos átmenet biztosítása érdekében a Monetáris Unióba való belépés előkészületi fázisában. A redenomináció érinti azonban azokat az állampapírokat, melyeket EMU- tagország valutájában bocsátottak ki (például német márkában). Ezen papíroknál a kamat fizetése euróban történik, de a redenomináció elmaradt (élve a kibocsátó azon jogával, hogy dönthet a redenominációról). A redenomináció során felmerülő jelentős adminisztrációs költségek miatt ettől eltekintettek.

Struktúra átalakítás

A Monetáris Unióba való belépés után szükséges az állampapír-portfólió rögzített hozamúvá alakítása és futamidejének növelése. E követelmény elsősorban az államkötvényt érinti. A futamidő növelése és a csökkenő, de jelenleg magas infláció között kompromisszumot teremtő változó kamatozású és tőkeindexált államkötvény mellett szükséges a minél hosszabb futamidejű fix kamatozású állampapírok kibocsátása. Erről bővebben az állampapírok rendszerét bemutató fejezetben lesz szó. A struktúra átalakítás adósságkezelési szempontból elsősorban az adósságállomány-szerkezet felépítésének a változásait jelenti.

Az adósságállomány-szerkezet változásai

Az adósságállomány szerkezetének egyik alapkérdése az adósság devizaneme. Számos fejlődő ország hosszú ideig idegen devizában vette fel hiteleinek jelentős részét. Az idegen deviza veszélye - a függőség mellett - a pénzügyi válságok nehezebb kivédése. A fejlett országok igyekeznek a külföldi hitelezőket is rábírní a hazai devizában történő befektetésekre. Az OECD országok többségében csökken az idegen deviza-adósság (például Belgium adósságállományának 9/10-e hazai devizában denominált, bár a piac jelentős része Londonban zajlik). A forint-alapú adósságnak számos előnye van. Ilyen a természetes fedezet (a Magyar Állam bocsátja ki), az árfolyamkockázat mérsékeltebb (inflációt a Magyar Állam határozza meg), valamint a saját, belföldi piachoz fűződő jobb informáltság. Az arányában kevesebb idegen deviza adósság kedvezően hat a hitelminősítésre. Az állampapírpiacra bevont külföldi tőke könnyebben bevonható a gazdaságba. A „külső” államadósság külföldi devizában való felvételére egyedül a piac fejletlensége esetén kerülhet sor, azonban ez - tekintettel mind az elsődleges, mind a másodlagos piac fejlettségére - Magyarországon egyre inkább elkerülhető. Magyarországon jelenleg a külföldi adósság aránya 40% körül van, de ez az arány fokozatosan javul a hazai deviza javára. A magyar államadósság struktúráját is jelentősen módosítani fogja a majdani belépés. A Monetáris Uniós tagság elérésekor az idegen devizaadósság egy része belföldivé válik, megszűnik az addigi forint-euró árfolyamkockázat.

A központi költségvetés GDP-arányos adósságállománya 1990 és 1993 között emelkedő tendenciát mutatott. Ennek okai között a rendszerváltás terhei említhetők, mint például a bankkonszolidáció. 1993-tól az adósságállomány fokozatos csökkenése tapasztalható, elsősorban a privatizáció és a restriktív politika, majd 1997-től a gazdasági növekedés révén. Az állampapír iránti kereslet mind a külföldi, mind a hazai befektetők körében növekszik.

Az idegen deviza alapú és a forint alapú kibocsátás előnyei és hátrányai	
Idegen deviza alapú kibocsátás	Forint alapú kibocsátás
Előnyök	
Hosszabb lejárat elérése	Kedvezőbb hitelminősítés
További befektetések becsalogatása	
Választási lehetőség a valuták között	Árfolyamkockázat mérsékeltebb
Hátrányok	
Kiszolgáltató az idegen devizával szemben	Szükséges bizonyos infrastrukturális fejlettség

Egyéb teendők

Az előző fejezetben tárgyalt követelmények teljesítéséhez számos feladatot kell teljesíteni. Ilyen az állampapír-portfolió egyszerűsítése, a likviditás növelése és az állampapírpiac áttekinthetőségének növelése.

A portfolió egyszerűsítése

A magyar állampapírpiac Unión belüli versenyképességének alapja a megfelelő piaci stratégia kialakítása. Már a belépés előtt szükséges a portfolió egyszerűsítése, a fókuszáció. A fejezet utolsó részében bemutatásra kerül az állampapírok jelenlegi rendszere és valószínűsíthető fejlődése.

Fókuszáció

A fókuszáció célja a hasonló jellegű értékpapírok összeolvasztása nagyobb portfóliókká. Az egyes kibocsátó államok igyekeznek az állampapírokat nagy kevesebb számú, de nagyobb volumenű sorozatokban (továbbiakban nagy sorozat) kibocsátani. A fókuszáció célja a portfólió egyszerűsítése. A nagyobb volumenű kibocsátás veszélye azonban a nagyobb megújítási kockázat. A lejárat adósság megújításának és az új adósságok finanszírozásának kockázata szélsőséges esetben a kibocsátó fizetéképtelenségét jelentheti. Ez természetesen nem valószínű egy EMU-tagországnál, ahol a többi tagország ellensúlyozhatja egy ilyen szituáció kialakulását, de a dél-kelet ázsiai válság jó példa arra, hogy akár egy tőkeerős, erőteljes duzzadó gazdaság is kerülhet ilyen helyzetbe. Ha egy időpontban túl nagy összeg jár le és nincs megfelelő kereslet, az adósságot csak magasabb kamat fejében lehet megújítani. Ezt a kibocsátó a lejárat széthúzásával, valamint az állampapírok idő előtti visszavásárlásával kerülheti el. Megújítási problémák Magyarországon az orosz válság hatására 1998 őszén jelentkeztek, amikor például a diszkont kincstárjegy aukción a felkínált mennyiségnek csak töredékét sikerült értékesíteni. Ekkor törölték el a hozamkorlátot a diszkont kincstárjegy aukciókon.

A fókuszáció négy szinten történhet: első az egy értékpapír kibocsátáson belüli, második az egy értékpapírfajtán belüli, harmadik a több különböző értékpapírfajta közötti, végül az utolsó szint, amikor több ország értékpapírja között történik.

Az első szinten a magyar állampapírpiac igyekszik megfelelni az elvárásoknak. Az egy alkalommal értékesített (aukció, vagy kivételes esetben jegyzés) általában egy, azonos sorozatból történik.

A második szintű fókuszációra jó példa a 3 illetve 6 hónapos diszkont kincstárjegy helyettesítése. Az újramegnyitások rendszeréről bővebben az emissziós naptárnál lesz szó.

A harmadik esetben több értékpapírt vonnak össze. E területen inkább a diverzifikáció jellemző. 1998-ban jelent meg a legújabb állampapírfajta a kincstári takarékkötvény. A későbbiekben elméletileg lehetséges, feltehetően szükséges is bizonyos értékpapírok egyesítése, például a kamatozó kincstárjegy és kincstári takarékkötvény összevonása. *Azonban a lakossági és az intézményi értékpapírok összevonása nem valószínű.*

A negyedik szint Magyarországot csak akkor fogja érinteni, ha belépett a Monetáris Unióba.

	Első szint	Második szint	Harmadik szint	Negyedik szint
Fókuszáció szintje	Egy sorozat	Egy értékpapírfajta	Egy kibocsátó	Egy régió
Esedékesség	Kibocsátáskor, jelenleg alkalmazza a MÁK	Kibocsátáskor, jelenleg alkalmazza a MÁK	Rendkívüli intézkedés, az elmúlt években többször is előfordult	A tagság elnyerésekor válik esedékessé

A magyar állampapírpiac lehetséges stratégiái az Európai Monetáris Unióval kapcsolatban

Magyarország előtt jelenleg két lehetséges út áll: az első, a csatlakozás előtt alkalmazható stratégia alapja az Európai **Monetáris Unió** állampapírpiaca **melletti** részi szerep betöltése. A konvergencia-kritériumok kötöttségei (pl. infláció / reálkamat korlátozás) miatt „megmerevedett” állampapírpiacokon olyan értékpapírok piacra bocsátása, amelyek kedvezőbb feltételekkel elcsalogatják a befektetőket az EMU-tag kibocsátótól. E stratégiát követi, és többek között ezért is nem csatlakozik a Monetáris Unióhoz jelenleg Nagy-Britannia. A Monetáris Unió tagországaival szembeni versenyképesség egy lehetséges garanciája a magyar államkötvény számára, ha euróban denominálják, Hosszú lejáratú (20-30 éves) fix kamatozású kötvényt egyelőre nem lehet forintban kibocsátani a magas infláció miatt. Az euróhoz rögzített kamatok kiiktatnák a csökkenő infláció által okozott többletkiadást, mivel a

futamidő végén esedékes kamat csak az euró és a forint közötti inflációs különbséggel nagyobb a lejáratkor érvényes forint inflációhoz viszonyítva. A két infláció együttese még mindig kevesebb, mint a kibocsátáskori forint infláció (ez azonban idegen deviza adósság lenne). Ezt a stratégiát csak a belépésig lehet követni, mert utána köt a konvergencia kritérium.

A magyar állampapírpiacra mindig is jellemző volt a harmonizáció, a főbb intézményeket (aukció, elsődleges forgalmazói rendszer) nyugati minták szerint építették ki.

A második stratégia a **Monetáris Unió belül** válik aktuálissá. Az EMU tagság elnyerése után Magyarország előtt ugyanaz a két alternatíva áll, mint amellyel a már tag országok is konfrontálódtak: benchmark pozíció elérése vagy az unión belüli piaci rések megtalálása. Ez a választási lehetőség azonban csak elméleti. Olyan gazdaságok mellett mint a német vagy a franca, kizárólag csak részi szerepet tölthet be, de egy ilyen szerepben már most is versenyképes olyan országokkal szemben mint Görögország. Azonban Görögországhoz hasonlóan Magyarország is nehezen tud hosszú lejáratú (pl. 20 éves) fix kamatozású államkötvényt kibocsátani.

Az állampapírok rendszere

Az állampapír-portfolió alakulása, tendenciák

Az államadósság finanszírozásának piaci mechanizmusokkal való kezelése a nyolcvanas évek végén vált szükségessé. 1987-1988-ban vezették be a ma is alkalmazott állampapírformák jelentős részét. A magyar állampapírpiac portfólió-szerkezete jelentősen eltér az EMU-tagországokétól, mivel a futamidők - különösen a vezető piacokhoz képest - rövidebbek. Az egyes állampapírokon belül pedig jelentős a rövid - egy évnél rövidebb - futamidejű papírok aránya. A hosszú lejáratú állampapírok futamideje is viszonylag rövid (5 éves fix, 7 éves változó kamatozású/tőkeindexált), de általános tendencia a futamidők növekedése. A legújabb államkötvény 10 éves fix kamatozású. A kötvényre az alacsony hozam ellenére is (az inverz hozamgörbe miatt) komoly kereslet mutatkozik. Ez részben az infláció csökkenésének, részben a gazdasági stabilitásnak, ezáltal a befektetői bizalom növekedésének köszönhető. A csökkenő, de még mindig magas infláció azonban akadályozza a hosszú lejáratú (20-30 éves) fix kamatozású értékpapírok kibocsátását, mivel a kiadás időpontjában érvényes magasabb infláció a papír futamidejének végére komoly terhet ró a kibocsátóra. A hosszabb lejáratú állampapírra azonban szükség van, így bevezetésre került a tőkeindexált államkötvény. De a tőkeindexált államkötvény csak minimális többletnyereség-lehetőséget jelent a több, rövid lejáratú államkötvény mellett, ráadásul nehezebb értékesíteni a másodlagos piacon. Az infláció stabilan alacsony szintje mellett a magyar állampapírpiac

kiegészítője lehet az Európai Monetáris Unió piacainak (külső portfólió-diverzifikációs alternatíva), ezáltal vetélytársa a kisebb Monetáris Unió-tagoknak, amelyeket már kötnek a konvergencia kritériumok. A futamidő növekedéséhez kapcsolható, de más okokra vezethető vissza az egyhónapos diszkont kincstárjegy megszüntetése. Az ok a másodlagos piac megfelelő fejlettsége, ezáltal a hosszabb lejáratú diszkont kincstárjegyek megfelelő likviditása.

Magyarországnak számos teendője van még a portfólió kialakításánál. A versenyképesség szempontjából ilyen a futamidők hossza, amely az infláció csökkenésével párhuzamosan növelhető. A II. fejezetben sorra vett teendők közül a legnagyobb nehézséget Magyarország számára is ez jelenti, az I. fejezetnek az európai állampapírpiac történetéről szóló részében írottak miatt. (A struktúra átalakulása szorosan kötődik az inflációra vonatkozó konvergencia-kritérium kielégíthetőségéhez is.) Az aukciós értékesítési rendszer kizárólagos használata szintén alapfeltétel. A Monetáris Unió által támasztott követelmények alól egyetlen állampapírfajta jelent kivételt. Azok az országok, melyek már beléptek a Monetáris Unióba, fenntartották maguknak a jogot, hogy a nálunk kincstári takarékjegynek nevezett értékpapírhoz hasonló állampapírokat bocsáthassanak ki. Ezek az állami kibocsátású értékpapírok kizárólag a kisbefektetők számára készülnek, folyamatosan kerülnek forgalomba, és fizikailag is léteznek, így tőzsdei kereskedelmük eleve kizárt. Az egyes állampapírok összefoglaló táblázata a 9. számú mellékletben található.

Államkötvény

Az elsőnek bevezetett állampapír. Jelenleg ötféle futamidejű államkötvény van forgalomban: 2, 3, 5, 7 és 10 éves futamidővel. A 2, 3, 5 valamint 10 éves futamidejű államkötvény fix kamatozású. Az 1997-98-as évben fokozatosan megjelentek a magyar állampapírpiacra a változó kamatozású államkötvények is, melyek a hosszú lejárat és a csökkenő infláció közötti ellentétet oldják fel. Magas inflációval rendelkező országok csak magas kamat mellett jutnak hitelhez. A helyzetük még nehezebb, ha az infláció csökken, mivel a hosszú lejáratú fix kamatozású értékpapír a korábbi pénzügyi politika hagyatékát terheli rá a későbbi kormányzatokra. A hosszú lejáratú államkötvények azonban szükségesek a befektetői bizalom fenntartásához, közvetve hozzájárulnak a kedvezőbb hitelminősítés elnyeréséhez. A probléma megoldására egy lehetőség a változó kamatozású, illetve a tőkeindexált értékpapírok bevezetése. A változó kamatozású értékpapír kamat megállapítási módjának alapja a hat hónapos lejáratú diszkont kincstárjegy átlaghozama, illetve az infláció. A tőkeindexált államkötvény hozama az éves fogyasztói árindexből és az előre meghatározott reálkamatból tevődik össze. A tőkeindexált államkötvény komoly vetélytárs lehet a Monetáris Unióba belépett, de gyengébb pénzügyi eredményeket elért

gazdaságokkal szemben, így Magyarország komoly „réspiaccá” válhat az EMU- tagországok befektetői számára. A változó kamatozású államkötvényre azonban kisebb a kereslet, mivel hozama nem tér el jelentősen több, egymás után vásárolt rövidebb lejáratú fix kamatozású értékpapírtól. Ráadásul kevésbé likvid, mert nehezebben értékesíthető a másodlagos piacon. Ezért került sor 1999-ben a 10 éves fix kamatozású államkötvény kibocsátására.

A 90-es évek első felében gyakori zárt kibocsátás - mint a bankkonszolidációs kötvény - manapság már ritka. Jelenleg elsősorban nyílt kibocsátású állampapír kerül forgalomba, bár bankkonszolidációs célból adtak ki nemrég - a Posta Bank számára - zárt kibocsátás keretében államkötvényt.

Az államkötvény részben immobilizált állampapír, melyet tulajdonosa fizikailag is magához vehet a névérték 2%-áért, melyet az értékpapír fizikai előállításáért kér a kibocsátó.

Mind az elsődleges, mind a másodlagos piac nyitva áll devizakülföldi befektetők előtt, növelve ezzel az államkötvény keresletét, s ezáltal közvetve a likviditását is. Az EMU-tagság elérésével azonban szükséges lesz valamennyi területen a devizakülföldiek egyenrangú kezelése, így az elsődleges forgalmazói jogosítvány megszerzésében (bővebben az elsődleges forgalmazói kör nemzetköziesítése) is.

Az értékesítés jelenleg aukciós formában zajlik. A jegyzési rendszer megszűnt, így a Monetáris Unió követelményeinek megfelelően az államkötvény értékesítése terén.

Diszkont kincstárjegy

Az 1988-ban bevezetett diszkont kincstárjegy sajátossága, hogy nincs hagyományos értelemben vett kamat, hanem diszkont áron adják el, majd piaci értéken vásárolják vissza. A forgalmazói jutalék levonása után a diszkont ár és a névérték különbsége a befektető haszna.

A diszkont kincstárjegy 3, 6 és 12 hónapos lejáratral kerül forgalomba az elsődleges piacon, de szinte bármikor értékesíthető a másodlagos piacon. Akár magasabb hozammal is, mint a névérték és a diszkont ár közti különbség időarányos része, tekintettel a csökkenő inflációs rátára és irányadó kamatlábakra. Elsősorban az egyszerűbb másodpiaci értékesítés bizonyítéka, hogy az 1 hónapos diszkont kincstárjegy 1998-ban fokozatosan eltűnt a forgalomból.

Diszkont kincstárjegyet kizárólag devizabelföldi természetes és jogi személy, valamint jogi személyiséggel nem rendelkező gazdasági társaság vásárolhat. Az EMU tagsághoz azonban szükséges mind az elsődleges piac, mind az elsődleges forgalmazói kör megnyitása a külföldiek előtt. A devizakülföldiek kizárása jelenleg a futamidőhöz van kötve (1 évnél rövidebb futamidejű állampapírt nem vásárolhat devizakülföldi személy). Devizakülföldi

jelenleg 1 évnél rövidebb lejáratú értékpapírt csak másodpiacon vásárolhat, de az is csak államkötvény lehet.

Teljesen immobilizált értékpapír, nincs mód a fizikai kikérésére. A diszkont kincstárjegy kibocsátására előre meghatározott időzítés alapján kerül sor. Az újramegnyitások értékesítési rendszer ismertetése az emissziós naptár ismertetésénél található.

Kamatozó kincstárjegy

A kamatozó kincstárjegy 1 éves futamidővel kerül forgalomba, havonta egyszer, egy kéthetes jegyzési időszak keretében. Kamatfizetésre kizárólag a futamidő végén kerül sor. A jegyzési időszak elején diszkont áron, a végén névértéken lehet hozzá jutni.

A vásárlói kör a lakossági állampapíroknál szokásos korlátozás szerint van meghatározva: devizabelföldi természetes és jogi személy, valamint jogi személyiséggel nem rendelkező gazdasági társaság.

Az elsődleges piacon a Magyar Államkincstár fiókjai, és a hálózatos forgalmazók jogosultak forgalomba hozni. A másodpiaci forgalmat is az elsődleges forgalmazók bonyolítják le, melyhez vételi árfolyamot jegyeznek, a diszkont kincstárjegy hozamszintjét alapul véve.

Kincstári takarékjegy

A Kincstári takarékjegy futamideje egy, illetve két év. Három hónapon belül csak a kamat elvesztésével lehet visszaváltani. A kamat mértékét befolyásolja a vásárlástól eltelt idő: a futamidő végére elért maximális kamat az egész futamidőre vonatkozik (sávos kamatozású). A legtöbb EMU-tag ország fenntartotta a jogot, hogy a kincstári takarékjegyhez hasonló (hazai kisbefektetők részére, folyamatosan értékesített) értékpapírok vásárlói továbbra is kizárólag devizabelföldiek lehessenek.

1995 óta van forgalomban, bemutatóra szóló, átruházható értékpapír, melyet kizárólag devizabelföldi magánszemélyek vásárolhatnak, 2600 postahivatalban.

Kincstári takarékkötvény

A legújabb állampapírtípus bevezetésének célja az államkötvény jegyzés megszűnésével a kisbefektetők szükségletek kielégítése. A kincstári takarékjegyhez hasonló, de hosszabb futamidővel, A futamidő a 3 év és 2 hónap, melyből az első két hónap jegyzési időszak. A szervezett másodpiacot a visszaválthatóság pótolja. Lépcsőzetes kamatozású, tehát a lejárat idején érvényes kamat visszamenőlegesen érvényes.

Likviditásnövelés

Az állampapírpiac fontos jellemzője a likviditás. A befektetők az EMU egységes rendszerében (a konvergencia kritériumok által „egymáshoz láncolt” gazdaságok hasonló feltételek mellett adnak ki állampapírokat) a hozam mellett talán a legnagyobb jelentőséget a likviditásnak szánják. A befektetők a kevésbé likvid piacra csak kamatprémium ellenében hajlandók befektetni, ezért fontos az állampapírok lejárat előtti értékesíthetőségének a biztosítása a másodlagos piacon. A másodlagos piacnak nagy szerepe van a portfólió-fókuszáció elősegítésében is (pl.: diszkont kincstárjegy). Az értékesítés teljes elektronizációja lehetővé teszi a közvetlen vásárlást az Unió többi országának a befektetői részére, ehhez azonban szükséges a piac (elsősorban az elsődleges forgalmazók körének) megnyitása a külföldi piaci résztvevők előtt, valamint az értékpapírok teljes dematerializációja.

Elektronizálás

Az elsődleges piacon az aukció lebonyolításában eddig is számítógépeket használtak (például az ajánlatok sorba rendezésénél) de a jövőben várható a teljes automatizáció. Egy lehetséges alternatíva az aukciók lebonyolításának a tőzsdén keresztül történő megvalósítása, de ez egyelőre nem valószínű. A jegyzéssel értékesítési rendszer nem gépesíthető teljes egészében, de az unióban a jegyzéssel értékesítés nem is alkalmazható.

A másodlagos piac nagy előnye a tőzsdei kereskedés, mely a legközelebb áll a teljes elektronizáltsághoz. A napi tőzsdei kereskedés időbeni növelésével a teljes másodlagos piac átkerülhet a tőzsde állampapír-szekciójára. A kereskedés teljes számítógépesítésével lehetőség nyílik az összekapcsolódásra más európai tőzsdékkel.

Számos elemző a tőzsdei elektronikus kereskedés hátrányára írja a túl nagy spekulációs lehetőséget. A tőzsde „túl jól informált”, a kibocsátó nem teljesen ura a piacnak, bár spekuláció a jelenlegi rendszerrel is előfordul. A telefonos rendszer komoly hátránya, hogy elég, ha a másik fél egyszerűen nem reagál a megkeresésre (értsd: nem veszi fel a telefont). Azokban az országokban, ahol az állampapírpiac külön piacon folyik (például Nagy-Britannia), a piac elég nagy egy külön hálózat kiépítésére. A tőzsdei kereskedés (lévén az egyetlen szervezett elektronikus piac) a magyar piac méretei mellett valószínűleg sokkal gazdaságosabb lenne.

Dematerializáció

Az állampapírok dematerializációja az Európai Monetáris Unióhoz való csatlakozás egyik fontos feltétele, de a csatlakozási szándéktól függetlenül is minden pénzügyi piac, amely komolyan számít a külföldi befektetőkre kénytelen előbb utóbb bevezetni az állampapírok teljes dematerializációját. A Magyarországon 1997-ben életbe lépett Értékpapírtörvény határozta meg először a dematerializált értékpapír fogalmát. Az 1997/265-ös kormányrendelet kötelezte a forgalmazókat, hogy 1998. április 30.-ig készítsenek szabályzatot a dematerializált értékpapírra vonatkozó tevékenységeikre.

A dematerializációval kapcsolatban az alábbi fogalmakat kell megkülönböztetni:

- Dematerializált értékpapír: fizikailag nem létező, a központi értékpapírszámlán (KELER) illetőleg a befektetési szolgáltatók által vezetett értékpapírszámlákon elektronikus jelként nyilvántartott alanyi jogosultság. Fontos a biztonság szempontjából, és a tulajdoni viszonyok egyértelműsége szempontjából is.
- Teljesen immobilizált értékpapír: fizikailag összevont címletben létező, egyedileg ki nem adható, a KELER Rt.-nél letétbe helyezett értékpapírforma.
- Részben immobilizált értékpapír: fizikailag összevont címletben létező, a KELER Rt.-nél letétbe helyezett értékpapírforma, mely kérésre, meghatározott díj (a névérték 2 %-a) ellenében egyedileg is kikérhető.
- Nem immobilizált értékpapír: nyomdai úton előállított, fizikailag minden esetben létező, fizikai birtokbavétellel átruházható értékpapírforma.

Az állampapírok többsége már részben vagy teljesen immobilizált, vagyis fizikailag csupán egyetlen értékpapír-címletet adnak ki a kibocsátás során, így annak fizikai kikérése nem lehetséges. A címlet fizikai tárolását a KELER Rt. végzi.

1998. július 1.-től az Államadósság Kezelő Központ az államkötvényt, a diszkont kincstárjegyet és a kamatozó kincstárjegyet kizárólag részben vagy teljesen immobilizált értékpapírként hozza forgalomba. Megjegyzendő, hogy a fizikai kikérés ezen időpont előtt is meglehetősen ritkán fordult elő. A teljesen immobilizált értékpapír és a dematerializált értékpapír közötti eltérés gyakorlati szempontból nem jelentős. Az átállás a dematerializált értékpapír használatára nem jelent különösebb nehézséget.

Továbbra is kivétel marad a kincstári takarékjegy, melynek funkciójához tartozik a fizikai – nyomtatásban történő - megjelenés.

	Dematerializált	Teljesen immobilizált	Részben immobilizált	Nem immobilizált
Fizikailag létezik	Nem	Igen, összevont címletekben	Igen, összevont címletben és egyedileg is	Igen, minden esetben egyedileg
Kikérhető	Nem	Nem	Külön kérésre igen	Minden esetben kiadásra kerül
Tárolás helye	Nem létezik fizikailag	KELER Rt.	KELER Rt., befektető	A befektető
EMU-konform	Igen	Nem	Nem	Nem (kivéve a kincstári takarékjegy)

Elsődleges forgalmazói kör internacionalizációja

Bár a magyar értékpapírpiac legnagyobb résztvevői között számos olyan magyar (és devizabelföldi) cég van, melyek tulajdonosai külföldi pénzügyesek, bankok (például a Creditanstalt - Bank Austria és a CAIB brókerház), devizakülföldi cégek nem lehetnek elsődleges forgalmazók, és nem válhatnak tőzsdetaggá. A Monetáris Unióba való belépés után elkerülhetetlen az elsődleges forgalmazói kör szélesítése, mely lehetővé tenné a nem rezidens cégek számára a tőzsdei, vagy az elsődleges forgalmazói tagságot.

E terület liberalizációját megköveteli az egyenlő nemzeti elbánás elve is, Magyarország ezzel is védeni kívánja a hazai forgalmazókat, valamint a magyar állampapírrendszer kiépítésében komoly segítséget nyújtó külföldi eredetű, de hazai pénzügyi vállalkozásokat.

Az elsődleges forgalmazói kör nemzetközivé válása új távlatokat nyithat meg a magyar állampapírpiac előtt. Az új forgalmazók magukkal hozzák saját klientúrájukat, így jelentős forrásbevonás történhet.

Piac-liberalizálás: az elsődleges és a másodlagos piac megnyitása a devizakülföldiek számára

Már az OECD tagság is megköveteli, de a korlátok leépítésével a kibocsátó nem sietett, mivel e korlátozás komoly védelmet jelenthet a gazdasági válságok begyűrűzése ellen.

Az elsődleges piacon devizakülföldiek kizárólag államkötvényt vásárolhatnak, elsődleges forgalmazókon keresztül. A korlátozás alapja egy rendelkezés, mely a devizakülföldi személyek vásárlásait a futamidőhöz köti: csak 1 évnél hosszabb futamidejű állampapírt vásárolhatnak, így megbízóként is

ki vannak zárva a diszkont kincstárjegy aukciókról. A kamatozó kincstárjegyet, kincstári takarékjegyet, valamint a kincstári takarékkötvényt a kibocsátó (az Államadósság Kezelő Központ) korlátozása alapján nem vásárolhatnak külföldiek.

A piac liberalizálása az EMU tagság alapfeltétele, így nem kerülhető el. Az egyetlen kivétel, mely a jelenlegi tagországokban is él a kincstári takarékjegyhez hasonló állampapír, amelyet elsősorban a belföldi kisbefektetőknek szánják. Valószínű, hogy a szükséges külföldi hálózat kiépítése többbe kerülne, mint a nyereség a terjeszkedésen. Még ha meg is állapodnának egymás hálózatának alkalmazásában, a szükséges hirdetési költség akkor is tetemes lenne.

A devizakülföldiekre vonatkozó korlátozás alapja az **1995. évi XCV. törvény a devizáról** 35. paragrafusának (5-6) bekezdése:

„(5) Devizahatósági engedéllyel idegenítheti el a devizabelföldi devizakülföldinek devizabelföldi által a, kibocsátott olyan kötvényt, más hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt, továbbá pénzügyi eszközt, amelynek a kibocsátáskori lejárat ideje rövidebb, mint 365 nap,

...

(6) Az (5) bekezdés szerinti engedélyt a devizahatóság – a devizakülföldi által kibocsátáskori megszerzésre vagy devizakülföldre történő átruházásra – összevontan, illetve az egy kibocsátásból származó értékpapírok teljes vagy meghatározott mennyiségére is kiadhatja.”

A fenti jogszabály által a jogalkotó csökkenteni akarta a külföldi, rövid távú, spekulatív tőke jelenlétét, ezért a kibocsátáskori futamidő alapján korlátozza a devizakülföldiek állampapír vásárlását.

Azonban nem kívánja megvonni a kibocsátótól a lehetőséget külföldi tőke bevonására a fenti területre, így devizahatósági engedélyhez köti, melyet akár kollektíven egy egész kibocsátásra is meg lehet adni. Ilyen engedélyre került sor például 1996-ban, de csak kivételesen.

Az 1980-as évek végén adtak ki engedélyt hosszabb távra külföldieknek, de ezek már lejártak. Ebben az esetben devizakülföldiek magyar letétkezelőn keresztül szerezhettek tulajdont diszkont kincstárjegyen.

Az 1 év feletti futamidejű lakossági állampapíroknál a kibocsátó élt azon jogával, mely szerint korlátozhatja az állampapírok vásárlókörét, így devizakülföldi azokat nem vásárolhatja.

Átláthatóság

A likviditás mellett a pénzügyi piacok egyik legfontosabb jellemzője az átláthatóság. Ha kevésbé kiszámítható egy értékpapír hozama, vagy a piaci ár mesterséges, külső (kibocsátói) befolyásolásának lehetőségét vélik felfedezni a befektetők, csak kamatkockázati prémium (tehát magasabb hozam) fejében hajlandók egy piacon megjelenni. Egy ilyen beavatkozáson történő nyereség a későbbi presztízs- és forrásvesztés mellett eltörlődik. A hozamoknak és a további befektetési lehetőségeknek előre megtervezhetőnek kell lennie. Ezt a célt szolgálják a kibocsátási (emissziós) naptárak, valamint a minél átláthatóbb kibocsátási rendszer.

Emissziós Naptár

Az egységes európai állampapírpiac működésének előfeltétele az előre kiszámíthatóság. A tagok legalább egy negyedévre (de inkább egy évre) előre megadják a kibocsátások időpontját és a kibocsátott állampapírok fontosabb adatait. A magyar állampapírpiac is rendelkezik egy hasonló rendszerrel, azonban sokkal rövidebb időtartamra. A naptár alapja az egy hétre meghatározott kibocsátás-ütemezés. Az elsődleges piac átláthatóbbá tétele és a befektetési lehetőségek előre tervezhetősége érdekében az állampapír-kibocsátásokat összehangolták. Ezáltal a kibocsátó létrehozott egy egységes, kiszámítható rendszert, mely tartalmazza az állampapírok értékesítési és lejáratú időpontját. A diszkont kincstárjegy és az államkötvény különböző időpontban kerül forgalomba, de még hiányzik a teljes, legalább egy negyedévre előre minden adatot tartalmazó emissziós naptár.

Diszkont kincstárjegy

A három hónapos diszkont kincstárjegy minden páros és páratlan héten kétszer kerül forgalomba. A 6 hónapos lejáratú diszkont kincstárjegy minden páros héten szerdán, a 12 hónapos minden páratlan héten csütörtökön. A fizetési határidő az aukciót követő hét szerda, és a lejárat is ehhez igazodik - ennek megfelelően a három hónapos 91, a hat hónapos 182, a 12 hónapos 364 napos lejáratúak, - így a lejárat is szerdára esik. A lejárat időpontja független az esedékességkor kifizetendő összeg nagyságától (nincs előrehozott visszavásárlás).

Az értékesítés az úgynevezett újramegnyitások módszerrel zajlik, a nagyobb összegű sorozatok létrehozása érdekében. A nagyobb sorozat a portfólió-egyszerűsítést szolgálja. Diszkont kincstárjegyből csupán kétféle állítanak elő:

három és tizenkét hónaposat. A 12 hónapos diszkont kincstárjegyet a kibocsátó 6 hónap múlva 6 hónapos, illetve 9 hónap múlva három hónaposként értékesíti. 3 hónapos diszkont kincstárjegy értékesítése csak azon a héten szükséges, amikor nincs 12 hónaposra aukció (minden páratlan hét).

Államkötvény

Minden páratlan hét csütörtökön kerül forgalomba, de 2 különböző portfólióban: az egyik 2,5, illetve 10 éves fix kamatozású, a másik 3 éves fix, illetve egy változó kamatozású. A fizetési határidő az aukciót követő hét csütörtök. A lejárat mindig a hónap 12-e, illetve 24-e.

Értékesítési naptár					
	Hétfő	Kedd	Szerda	Csütörtök	Péntek
Páratlan hét		3 hónapos diszkont kincstárjegy		2, illetve 5 éves fix kamatozású államkötvény	
Páros hét		3 hónapos diszkont kincstárjegy	6 hónapos diszkont kincstárjegy	12 hónapos diszkont kincstárjegy	
Páratlan hét		3 hónapos diszkont kincstárjegy		3 éves fix, illetve egy változó kamatozású (vagy a 10 éves fix kamatozású) államkötvény	
Páros hét		3 hónapos diszkont kincstárjegy	6 hónapos diszkont kincstárjegy	12 hónapos diszkont kincstárjegy	

Általános tendencia az állampapírok értékesítésénél a sorozatok számának csökkentése és nagyobb sorozatok kialakítása, ezáltal a portfólió egyszerűsítése (fókuszáció). A fókuszációval azonban együtt jár a nagyobb megújítási kockázat, mivel egyszerre nagyobb összeg válhat esedékessé. A koreai válság figyelmeztet arra, hogy akár egy jó eredményt mutató, tőkeerős gazdaság is fizetőképtelenné válhat, ha nem ütemezi megfelelően a lejáratokat. Fontos szerep jut a másodlagos piacnak a lejárat „torlódások” feloldásában. A kibocsátó a lejárat előtt kisebb részletekben megvásárolja a piaci szereplőktől az állampapírokat, csökkentve ezzel a visszafizetési kockázatot.

Az államkötvények piacán 1998. január 19-e óta működik az a rendszer, melyben az állam elsődleges forgalmazók részvételével a lejáratot megelőzően (1-4 hónappal) visszavásárolja az államkötvényeket. A fenti eljárás az aukcióhoz hasonló (negatív aukció). Az Államadósság Kezelő Központ előzetesen tájékoztatja az elsődleges forgalmazókat a visszavonásra kerülő állampapírok azonosító adatairól, a visszavonás és a teljesítés időpontjáról. Az ajánlatokat az

elsődleges forgalmazók a visszavásárlás napján adhatják le. Eredményhirdetés a visszavásárlás napján. Az Államadósság Kezelő Központ azonban fenntartja a jogot, hogy ha nincs nem megfelelő ajánlat, egyet sem fogad el.

Aukcionális értékesítés

Aukció

Az aukciós értékesítési rendszert először 1988-ban alkalmazták a diszkont kincstárjegy forgalomba hozatalánál. Általános alkalmazása az államkötvényeknél 1996-óta létezik. Jelenleg a legbiztonságosabb és legkevésbé befolyásolható kibocsátási rendszer az aukció, mivel itt érvényesülnek a piaci viszonyok a legintenzívebben, az államnak itt van a legkevesebb befolyásolási és a résztvevőknek a legnagyobb ellenőrzési lehetősége. Az egyetlen problémát az jelentheti, ha a résztvevők kijátsszák a kötelező titkos ajánlattételt, és egymás között próbálnak egy közös ajánlattételi árban megállapodni. Egy ilyen megállapodásnak azonban határt szabott a hozamsáv, mely meghatározta a legkisebb, illetve a legnagyobb ajánlattételt. A piaci ártól elrugaskodó hozamsáv azonban ellehetetleníti az aukciót, így azt 1998 őszén megszüntették. Mivel a kibocsátónak jogában áll visszautasítani a vételi ajánlatokat, a hozamsáv szerepe, mint árfolyamvédelmi eszköz kevésbé jelentős. Az aukció egyszerűségéből adódóan olcsó, és a titkos ajánlattétel biztosítja a felek egyenlőségét. Rugalmassága és a versenyre épülő rendszere lehetővé teszi a gyors reagálást és a piachoz való alkalmazkodást.

A magyar aukciós rendszer ajánlati áras, vagyis minden ajánlattevő az általa ajánlott áron jut állampapírhoz (kivétel pont az elfogadott határon lévő ajánlat: itt a *kártyaleosztásos módszer* érvényesül). Az aukción kizárólag az elsődleges forgalmazók vehetnek részt, befektetők csak az elsődleges forgalmazókon keresztül, megbízás útján. A legkisebb megtehető ajánlat 1 millió Ft. Mennyiségi korlátot a legnagyobb ajánlatra csak a kínálat jelenthet. Ha túlkereslet alakul ki az aukción, egy ajánlat nem lehet nagyobb, mint a meghirdetett mennyiség 50%-a. Az ajánlattevőknek módjukban áll úgynevezett nem kompetitív ajánlatot is tenni, mely az összes ajánlat legfeljebb 10%-a lehet. A nem kompetitív ajánlatnak nem kell tartalmaznia az árfolyam-, illetve hozammegjelölést, a vételár az aukció átlagára lesz. A legkisebb ajánlati árat a kibocsátó az aukciót megelőző héten teszi közzé.

Az alábbiakban az egyes állampapírok aukciójának a sajátosságai kerülnek bemutatásra.

Diszkont kincstárjegy

A diszkont kincstárjegy-aukción az ajánlatoknak tartalmazniuk kell az elvárt hozamot, melyet régebben a kibocsátó által meghatározott hozamsáv korlátozott. Az aukción csak a hozamsávon belüli ajánlat volt érvényes. A korlátok alapja az előző aukció átlaghozama volt. (A hozamkorlát ehhez képest +1, illetve -2%-os eltérést engedett meg.) Az aukcióval kapcsolatos információkat az aukció előtti hét csütörtökén hirdetik ki a Magyar Hírlapban. Ilyen információ például az aukció időpontja, a kibocsátásra kerülő értékpapír össznévértéke vagy a lejárat napja.

A diszkont kincstárjegy aukciójával kapcsolatos általános tudnivalókat külön ismertetőben adják közre.

Államkötvény

Államkötvény aukcióra minden páratlan hét csütörtökén kerül sor, melyen felváltva kerül kibocsátásra a 2 és 5 éves fix kamatozású, illetve a 3 éves fix kamatozású, egy hosszú lejáratú államkötvénnyel párosítva. Az ajánlatoknak csak a legalacsonyabb nettó vételi árat kell tartalmaznia. Az államkötvénynek nincs a diszkont kincstárjegynél korábban alkalmazott vételár-korlátozása. Egyedül az alsó korlát rögzített. A befektetők tájékoztatására minden aukciót megelőző hét péntekén közzéteszik az államkötvények fontosabb adatait –a kötvény össznévértékét és jellemzőit - a Magyar Tőkepiacban, illetve a Magyar Hírlapban.

A diszkont kincstárjegyhez hasonlóan az államkötvény aukcióval kapcsolatos általános tudnivalókat is külön ismertetőben adják közre.

Jegyzés

Jelenleg kizárólag kamatozó kincstárjegyhez lehet jegyzéssel hozzájutni. Az államkötvény jegyzési lehetőségét megszüntették. A jegyzés értékpapír vásárlására tett feltétlen és visszavonhatatlan nyilatkozat, melyben a befektető kötelezettséget vállal az ellenszolgáltatás teljesítésére. A befektető az ajánlatra választ csak a jegyzési időszak után kap. Általában nincs túljegyzés (előre megbecsülhető a kereslet). Csak kivételes esetben, általában intézményi befektetők részéről, jelentős és hirtelen hozamszint emelkedés esetén idézhetnek elő túljegyzést. A kisbefektetőket külön védelem illeti meg a Kamatozó Kincstárjegy esetén.

Az alábbiakban a Kamatozó kincstárjegy és az Államkötvény jegyzése külön kerül ismertetésre.

Kamatozó kincstárjegy

Minden hónapban 2 hétig tart a jegyzés, mely időszak alatt az elsődleges cél a kisbefektetők igényeinek kielégítése, ezért ők bizonyos privilégiumokat élveznek a jegyzés során. A devizabelföldi kisbefektetők (magánszemély) 5 millió Ft-ot nem meghaladó jegyzéseit a többi jegyzés rovására is teljesítik, amennyiben azok nem haladják meg a teljes felkínált összeget. A fennmaradó összegben a többi igényes osztozik kártyaleosztásos elven. A jegyzés allokációs rendszer keretében folyik. Diszkont jegyzés esetén a kéthetes időszak első hetében és a második hét első két napján a kincstárjegyet névérték alatt, diszkont áron lehet jegyezni, míg az utolsó három napon névértéken. A jegyzés időpontját az Államadósság Kezelő Központ határozza meg, de mindig úgy, hogy a jegyzés időszakára essen az éppen esedékes kincstárjegy lejáratára. Szintén az Államadósság Kezelő Központ határozza meg a piacra bocsátandó mennyiséget. Az adatokat a Magyar Tőkepiacban és a Magyar Hírlapban teszi közzé. Jegyezni lehet az elsődleges forgalmazóknál, valamint a Magyar Államkincstár fiókjaiban.

Államkötvény

Az Államkötvény-jegyzés célja a kisbefektetők közvetlen hozzáféréseinek garantálása volt. Korábban az Államadósság Kezelő Központ az aukcióhoz igazította kiegészítő jellegű jegyzéses értékesítést. Az államkötvény-jegyzést 1998-ban az európai elvárásoknak megfelelően megszüntették. Helyette a Kincstári Takarékkötvényt vezették be.

Folyamatos értékesítés

A kincstári takarékjegy folyamatosan értékesítés keretében kerül forgalomba. Az értékesítés helye a Magyar Posta 2600 fiókja. A kincstári takarékjegy konstrukciója várhatóan a belépés után is fenn fog maradni.

Információs rendszer

Elsődleges piac

Az EMU csatlakozás feltétele a teljes, legalább egy negyedévre előre az összes lényeges információt tartalmazó emissziós naptár. E területen jelentős elmaradásban van a magyar állampapírpia. Az értékesítési tartalmazza a kibocsátások heti időzítését, azonban a kibocsátandó értékpapír mennyisége és fontos adatai (például hozam) csak a kibocsátási hét előtti héten kerülnek

nyilvánosságra. Az egyes Monetáris Unió-tagországok az emissziós naptár alapján tudják összehangolni kibocsátásaikat. Azonban a magyar értékesítési naptár csak irányelv, melytől az Államadósság Kezelő Központ eltérhet. Az Államadósság Kezelő Központ az aukciót illetve a jegyzést megelőző héten teszi közzé a nyilvános ajánlattételt (ez tartalmaz minden adatot). Az adatokat a Magyar Tőkepiacban és a Magyar Hírlapban, valamint a Reuters oldalain teszik közzé.

Az értékesítési eredményeket 12:00-kor, közvetlenül az aukció után teszi közzé az Államadósság Kezelő Központ. A hirdetmény tartalmazza a felajánlott mennyiséget, a benyújtott és elfogadott ajánlatok számát és legkisebb, legnagyobb, illetve az átlagárat. Az információk elérhetők az aukció helyszínén, telefonon, faxon, valamint a Reuters, illetve a Telerate oldalain. Az információk a közzététel után megjelennek a Magyar Televízió teletext oldalain.

Az aukciót követő héten, kedden megjelennek a Magyar Tőkepiacban, valamint a Magyar Hírlapban is.

Információ közzétételének ideje	Információ jellege	Információ közzétételének helye
Egy évre előre megbecsülhető	Emissziós naptár Az értékesítések időzítése	
Kibocsátás előtti hét szerda	Kamatkozó kincstárjegy jegyzésének nyilvános ajánlattétele (papír neve, mennyisége, lejárat ideje, kibocsátás időpontja) Új elem az emissziós naptárhoz képest a kibocsátandó mennyiség, mely 30, illetve 25%-al módosítható	Magyar tőkepiac, Magyar Hírlap, Reuters információs oldalain
Kibocsátás előtti hét csütörtök	Az adott héten tartott diszkont kincstárjegy aukciók összevont hirdetménye	Magyar Tőkepiac, Magyar Hírlap Reuters információs oldalain
Kibocsátás előtti hét péntek	Államkötény nyilvános ajánlattétele Kincstári takarékkötvény hirdetménye	Magyar Tőkepiac, Magyar Hírlap Reuters információs oldalain
Aukció után 12:00	Eredményhirdetés	Helyszínen, Telefon, fax, Reuters, Telerate információs oldalain Kis késéssel a Magyar Televízió Teletext oldalain
Aukciót követő hét kedd		Magyar Tőkepiac, Magyar Hírlap, Reuters, Telerate információs oldalain

A másodlagos piac információs rendszere

A másodlagos piac áttekinthetősége és kiszámíthatósága a likviditás egyik legfontosabb feltétele. Ha egy kötvény értékesítése - különösen a hosszú lejáratú kötvények esetében - csak nehezen megoldható, a külföldi befektetők távol maradnak a piactól. A magyar állampapírok másodlagos piaca egy olyan rendszert követ, mely még a nyugati országokban sem került mindenhol bevezetésre. A tőzsdeképes magyar állampapírokat a tőzsdén is értékesíteni lehet. Ez elsősorban az államkötvényt és a diszkont kincstárjegyet érinti.

A tőzsdén kívüli másodpiaci kereskedelem alapja az elsődleges forgalmazók kétoldalú árjegyzése, melyet a Reuters információs oldalain tesznek közzé. A legjobb vételi ajánlatokat mind a Reuters, mind a Magyar Televízió teletext oldalain közzéteszik. Ez utóbbit inkább tájékoztató jelleggel. A teletextnél jelentősen nagyobb késéssel közlik egyes napilapokban. Kérésre az elsődleges forgalmazó köteles vételi és eladási ajánlatot adni. A bankközi (interdealer) brókerek árjegyzéseit a Reuters oldalakon teszik közzé.

Az Államadósság Kezelő Központ folyamatosan referenciahozamokat ad meg a Reuters és a Teletext oldalain, valamint a sajtó útján. A referenciahozamok alapja, hat elsődleges forgalmazótól bekért ajánlata.

A másodlagos állampapírpiac hőmérője a MAX index, mely az 1 év feletti hozamú államkötvények indexe. Az index alapja a (jelenleg 12) leglikvidebb államkötvény, melyre az elsődleges forgalmazók szűk árfolyam-különbözettel jegyeznek árat, így könnyű az értékesítésük. Megemlítendő még a DWIX index, mely a Diszkont Kincstárjegy (3-12 hónaposig súlyozott arányban) aukciós átlaghozamának időbeli súlyozott átlaga.

Az elsődleges forgalmazókat jelentési kötelezettség terheli, mely hetente esedékes. Az OTC kereskedelem egyik jelentős információs forrása a KELER Rt. A Magyar Távirati Iroda a napilapok számára szolgáltat információkat az állampapírpiac eseményeiről.

Irodalom

I. fejezet

1."Az EMU létrejöttének és az euró bevezetésének hatása az állampapírpiacra és az adósságkezelésre" című konferencián elhangzott előadások közül:

- Mr. Emmanuel Moulin, a Francia Kincstári Igazgatóság igazgatóhelyettesének előadása
- Mr. Rolf Hermann, a Deutsche Bundesbank főtanácsosának előadása
- Mr. Jean-Luc Steylaers, a Belga Államkincstár főtanácsosának előadása
- Mr. Paul Mills, a Brit Államadósság Kezelő Központ kibocsátási főosztályvezetőjének előadása
- Mr. Nick Sikiarides, a Görög Pénzügyminisztérium miniszteri tanácsadójának előadása

2. Az ISDA (International Swaps and Derivatives Association) EMU Guidebook című kiadványa

3. Ádám Zsigmond közgazdász december 7-én a Napi Gazdaságban „Az EMU létrejöttének, és az euró bevezetésének hatásai” címen megjelent írása, valamint konzulensi tevékenysége

4. Nemescsói András: Az EMU létrejötte és az euró bevezetése. = Bankszemle 1998. 11-12. sz. p. 70-78.

II. fejezet

1. Befektetői Tájékoztató 1998 (Államadósság Kezelő Központ)

2. Dunavölgyi Mária: Nincs ingyen ebéd. – In: Bankról, Pénzről, Tőzsdéről (szerk. Bácskai Tamás)

3. Ádám Zsigmond közgazdász konzulensi tevékenysége

Mellékletek

1. melléklet

Állampapírpiazi részesedés			
Jelenlegi globális részesedés		Jövőbeli globális részesedés	
Ország	Részesedés %-a	Ország / Régió	Részesedés %-a
Németország	7,7	Japán	27,4
Franciaország	7	Egyesült Királyság	5,7
Egyesült Királyság	5,7	USA	28,4
Hollandia	2,6	EMU	32,2
Ausztria	0,9	Egyébb országok	6,4
Belgium	2,6		
Dánia	1,3		
Svédország	1,2		
Írország	0,3		
Olaszország	7,4		
Spanyolország	2,4		
Finnország	0,9		
Portugália	0,4		
Japán	27,4		
Új-Zéland	0,2		
Norvégia	0,2		
Svájc	0,4		
USA	28,4		
Ausztrália	0,7		
Kanada	2,5		

2. sz. melléklet

Országkockázati besorolás

	Standard & Poors	Moody's
Németország	AAA	Aaa
Franciaország	AAA	Aaa
Egyesült Királyság	AAA	Aaa
Hollandia	AAA	Aaa
Ausztria	AAA	Aaa
Belgium	AA+	Aa1
Dánia	AA+	Aa1
Svédország	AA+	Aa3
Írország	AA	Aa2
Olaszország	AA	Aa3
Spanyolország	AA	Aa2
Finnország	AA-	Aa2
Portugália	AA-	A1
Görögország	BB-	Baa3

Forrás: United Kingdom Debt Management Office

3. számú melléklet

	Szándékozik az adott tagország redenominálni a külső adósságát ?	Redenominálják az egyes tételeket ?	Mikorra lesznek a kintlévőségek törvény szerint redenominálva
Belgium	Igen	Dematerializált tartozás	1999. január 2.
Dánia	Nem vesz részt a 3. Fázisban		
Németország	Igen	Kereskedelmi forgalomban megjelent kötvénytartozás	1999. január 1.
Franciaország	Igen	Kereskedelmi forgalomban megjelent tartozás	
Olaszország	Igen	Kereskedelmi forgalomban megjelent tartozás	1999. január 2.
Ausztria	Igen	A bankokkal egyetértésben kiválasztott likvid kötvény tételek	1999. január 2.
Hollandia	Igen	Kereskedelmi forgalomban megjelent kötvény	1999. január 2.
Egyesült Királyság	Igen	Minden fontsterlingben denominált állampapír	A harmadik fázisba történő belépéskor
Finnország	Igen	Minden dematerializált kötvény és számla	1999. január 2.
Svédország	Igen	Minden dematerializált tartozás	A harmadik fázisba történő belépéskor
Spanyolország	Igen	Kereskedelmi forgalomban megjelent tartozás	
Portugália	Igen	Kereskedelmi forgalomban megjelent tartozás (kivéve kötvények, melyek esedékessé válnak 1999.12.31-ig)	1999. január 2.
Luxembourg	Igen	Csak dematerializált kötvények	
Írország	Igen	Kereskedelmi forgalomban megjelent tartozás	1999. január 2.
Görögország	Igen	Kereskedelmi forgalomban megjelent tartozás	A harmadik fázisba történő belépéskor

Forrás: EMU Guidebook

4. sz. melléklet

	A redenomináció szintje	Pontosság szintje (euró / euró cent)
Belgium	Azonos tulajdonos azonos állampapírból álló portfoliója	Euró cent
Dánia	-	
Németország	Azonos tulajdonos azonos állampapírból álló portfoliója	Euró cent
Franciaország	Azonos tulajdonos azonos állampapírból álló portfoliója	Euró
Olaszország	Kötvények szintjén, a minimális kibocsátási érték alapján	Euró cent
Ausztria	Kötvények szintjén, a össznévérték alapján	Euró cent
Hollandia	Azonos tulajdonos azonos állampapírból álló portfoliója	Euró
Anglia	Azonos tulajdonos azonos állampapírból álló portfoliója	Euró cent
Finnország	Azonos tulajdonos azonos állampapírból álló portfoliója	Euró cent
Svédország	Valószínűleg kötvényi	Euró cent
Spanyolország	Azonos tulajdonos azonos állampapírból álló portfoliója	Euró cent
Portugália	Azonos tulajdonos azonos állampapírból álló portfoliója	Euró cent
Luxemburg	Azonos tulajdonos azonos állampapírból álló portfoliója	Euró cent
Írország	Azonos tulajdonos azonos állampapírból álló portfoliója	Euró cent
Görögország	Azonos tulajdonos azonos állampapírból álló portfoliója	Euró cent

Forrás: Bloomberg

5. sz. melléklet

Jogi szabályozás	Szükséges-e módosítás törvényhozói, vagy végrehajtói szinten	A jogi szabályozás előre haladottsága*	Új értékpapírnak minősül-e a redenominált követelés
Belgium	Igen	Jogszabály tervezet	Nem
Dánia	---	---	-----
Németország	Igen	Jogszabály tervezet	Nem
Franciaország	Igen	Jogszabály tervezet	Nem
Olaszország	Igen	Hatályba lépett	Nem
Ausztria	Igen	Jogszabály tervezet	Nem
Hollandia	Igen	Jogszabály tervezet	Nem
Anglia	Igen	-----	Nem
Finnország	Igen	Jogszabály tervezet	Nem
Svédország	Igen / kormány hatáskörében	-----	Valószínűleg nem
Spanyolország	Igen	Jogszabály tervezet	Nem
Portugália	Igen	Jogszabály tervezet	Nem
Luxemburg	Igen	Hatályba lépett	Nem
Írország	Igen	Jogszabály tervezet	Nem
Görögország	Igen	Előkészítés alatt	Nem

* Az EMU Guidebook kiadásának idején. Megjegyzendő: feltételezhetően mostanra az összes EMU-tagnál hatályba lépett
 Forrás: EMU Guidebook

6. sz. melléklet

A központi költségvetés nemzeti valutában nevesített adósságának redenominálhatósága

	Piacképes nemzeti valutában fennálló adósság aránya az összes nemzeti valutában fennálló adóssághoz képest. (%)	Redenominált piacképes nemzeti valutában fennálló adósság aránya az összes piacképes nemzeti valutában fennálló adóssághoz képest. (%)	Nem piacképes nemzeti valutában fennálló adósság aránya az összes nemzeti valutában fennálló adóssághoz képest. (%)	Redenominált nem piacképes nemzeti valutában fennálló adósság aránya az összes nem piacképes nemzeti valutában fennálló adóssághoz képest. (%)
Belgium	95,6	81,3	4,4	0
Dánia	100	-----	0	----
Németország	86	97	14	0
Franciaország	89	100	11	Még nem eldöntött
Olaszország	88	100	12	0
Ausztria	73,5	34	26,5	0
Hollandia	91	95	9	0
Anglia	79	99	21	0
Finnország	95	77	5	0
Svédország	96	96	4	30
Spanyolország	94	100	6	0
Portugália	72,5	86,2	27,5	0
Luxemburg	100	89,9	0	0
Írország	83	100	17	0
Görögország	80	100	20	0

Forrás: EMU Guidebook

7. sz. melléklet

Németország állampapír rendszere		
Termék	Futamidő	Jellemzők
Bubills (Unverzinsliche Schatzanweisungen)	6 hónap	Tőzsdén nem jegyzett
Schätze (Bundesschatzanweisungen)	2 év	Tőzsdén jegyzett
Bobls (Bundesobligationen)	5 év	Tőzsdén jegyzett
Bunds (Bundesanleihen)	10-30 év	Tőzsdén jegyzett
Finanzierungsschätze (Treasury financing paper, nagyjából megfelel a kincstári takarékjegynek)	1,2 év	Tőzsdén nem jegyzett
Bundesschatzbriefe (Federal saving bonds)	6,7, év	Tőzsdén nem jegyzett
Schuldscheindarlehen (borrowers' note loans)	Inhomogén	Tőzsdén nem jegyzett
Money market loans	Rövid távú	Tőzsdén nem jegyzett

8. sz. melléklet

Németország 1998-as kibocsátási naptára (Auktionsfahrplan)														
Értékpapírfajta	Futamidő	Kibocsátási össznévérték	Jan	Feb	Márc	Ápr	Máj	Jún	Júl	Aug	Szept	Okt	Nov	Dec
Bubills	6 hónap	Kb. 10 mrd DM	X			X			X			X		
Bobls	5 év	Kb 8 mrd DM		X			X			X			X	
Schätze	2 év	Kb 8 mrd DM			X			X			X			X
Bunds	10-30 év	Kb 10 mrd DM	Évente 4 kibocsátási alkalom											

További részletes adatok a negyedéves kibocsátási naptárakban

Forrás: Deutsche Bundesbank

9. sz. melléklet

A magyar állampapírok rendszere *					
	Diszkont kincstárjegy	Kamatozó kincstárjegy	Kincstári takarékjegy	Kincstári Takarékkötvény	Államkötvény
Kibocsátáskori futamidő	3, 6, 12 hónap	1 év	1, 2 év	3 év két hónap	2, 3, 5, 7, 10 év
Kamatolás		Fix kamatozású	Fix, lépcsőzetes kamatozású	Fix, lépcsőzetes kamatozású	Fix kamatozású (2, 3, 5, 10 éves) Változó kamatozású (5 éves) Tőkeindexált (7 éves)
Kamatfizetési gyakoriság		Lejáratkor, a törlesztéssel, egy összegben	Visszaváltáskor, a törlesztéssel egy összegben	Visszaváltáskor, egy összegben	Félévente / évente
Értékesítési mód	Aukció	Jegyzés	Folyamatos értékesítés	Jegyzés	Aukció / aukciót követő jegyzés
Megjelenési forma	Immobilizált	Részben immobilizált	Nyomatott	Részben immobilizált	Részben immobilizált
Címlet	10 E Ft. Alapcímlet 500 M Ft. Összevont címlet	10 E Ft. Alapcímlet 100 és 500 E Ft, 1,10 és 500 MFt. Összevont címlet	10, 50, 100 és 500 E Ft, 1 M Ft-os címlet	10.E Ft. Alapcímlet	10 E Ft. Alapcímlet 100, 500 E Ft, 1, 10 és 500 M Ft. Összevont címlet
Befektetők köre	Devizabelföldi: Természetes személyek Jogi személyek Jogi személyiség nélküli szervezetek Devizakülföldi: Jelenleg nem vásárolhatják	Devizabelföldi: Természetes személyek Jogi személyek Jogi személyiség nélküli szervezetek Devizakülföldi: Jelenleg nem vásárolhatják	Devizabelföldi: Magánszemélyek Devizakülföldi: Jelenleg nem vásárolhatják külföldiek a kibocsátó korlátozása szerint	Devizabelföldi: Természetes személyek Jogi személyek Jogi személyiség nélküli szervezetek Devizakülföldi: Jelenleg nem vásárolhatják	Devizabelföldi: Természetes személyek Jogi személyek Jogi személyiség nélküli szervezetek Devizakülföldi: A hatályos devizajogszabályok szerint
Tőzsdei bevezetés	Fizetési határidő, vagy a jóváírás utáni munkanapon	Jóváírás utáni munkanapon	Nincs szervezett másodlagos piac	Nincs szervezett másodlagos piac	A pénzügyi teljesítés, vagy a jóváírás utáni munkanapon
Érékesítési csatornák	Aukció Az elsődleges forgalmazóknak adott megbízások révén Másodpiac - Magyar Államkincstár - Elsődleges forgalmazók	Jegyzés Az elsődleges forgalmazóknál, és a Magyar Államkincstár értékesítési hálózatán keresztül	Folyamatos értékesítés 2600 postahivatalban	Jegyzés Az elsődleges forgalmazóknál, és a Magyar Államkincstár értékesítési hálózatán keresztül	Aukció Az elsődleges forgalmazóknak adott megbízások révén Jegyzés 1998-ban megszűnt

* **Forrás:** Befektetői Tájékoztató 1998 (Államadósság Kezelő Központ)