

## Kihívások előtt a gazdaságpolitika és az állampapírpiac

Nemescsói András<sup>1</sup> – Wermeser Zsolt<sup>2</sup>

*A Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) létrejötte, illetve az euró bevezetése mind nemzeti, mind világgazdasági szinten gyökeres változást hozott. E gazdasági és politikai jellegű átalakulás általános gazdaságpolitikai, illetve konkrét állampapír-piaci (államadósság-kezelési) hatásait, kihívásait tekintjük át az Európai Unió és az eurózóna felé igyekvő magyar gazdaság szemszögéből, a GMU-hoz történő csatlakozásunkig hátralévő időszakot gazdaságpolitikai szemszögéből három elméleti egységre bontva. Az első időszak az EU társulási szerződésünk megkötésével kezdődött és az unióhoz történő csatlakozásunk pillanatáig tart. A tanulmány második szakasznak az EU-hoz történő csatlakozásunkkal kezdődő és a monetáris unióba történő felvételünkig tartó, míg harmadiknak az azt követő korszakot tekinti.*

*Kulcsszavak: EMU, konvergencia, állampapírpiac, Balassa-Samuelson hatás, adósságkezelés*

### 1. Gazdaságpolitika – monetáris politika

A legelső időszakot a jogharmonizáció jellemzi. Hazánk vállalta, hogy már a csatlakozás előtt – az egyre csökkenő derogációs kérelemtől eltekintve – eleget tesz jogközelítési kötelezettségeinek. A közösség ebben az időszakban elsősorban jogszabályi és intézményrendszerbeli változtatásokat vár el Magyarországtól, amelyeknek minden jel szerint meg fogunk tudni felelni. A számos elismerő vélekedés mellett azonban megfogalmazódnak további lépéseket szorgalmazó észrevételek is. Tőkepiaci szempontból itt említhető meg például a felügyeleti munka függetlenségének és erősségének kérdése, amelyet többek között az IOSCO<sup>3</sup>, a Valutaalap, a Világbank és az uniós szervezetek is rendre fessegetnek. Ilyen probléma továbbá a Befektető-védelmi Alap által ügyfelenként garantált kifizetés mértéke is, amelyet az uniós szabályok értelmében 5 millió forintra kellene megemelnünk<sup>4</sup> a jelenlegi 1 millió forintos összegről, azonban az alapban – az utóbbi évek tőkepiaci eseményei-

---

<sup>1</sup> Dr. Nemescsói András, főosztályvezető-helyettes, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (Budapest)

<sup>2</sup> Wermeser Zsolt, főosztályvezető, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (Budapest)

<sup>3</sup> International Organization of Securities Commissions. E szervezetnek 1990 óta hazánk is tagja.

<sup>4</sup> A garantált kifizetés mértéke 2003 elején 2 millió Ft/fő. A szerk.

nek következtében – az 1 millió forintok esetleges kifizetésére sincs megfelelő fedezet.<sup>5</sup>

Mind jogi, mind gazdaságpolitikai szempontból fontos kiemelni, hogy ebben az időszakban nem jelent hazánk számára jogi kötelezettséget a maastrichti kritériumrendszernek történő megfelelés, annak pusztán gazdasági, illetve praktikus szempontokból van jelentősége. Nem jelenthető ki kategorikusan, hogy már ekkorra fel kell zárkóznunk az unió gazdaságához, a kérdés azonban – a továbbiakban kifejtettek miatt – e megnyugtató megállapítással sem intézhető el. Számos kimondott vagy ki nem mondott szempont alapján a mutatószámokhoz való viszonyunknak komoly gyakorlati jelentősége lehet. Szerződéses (jogi) szempontok alapján a jelenlegi és majdani EU-tagok közül kizárólag Nagy-Britanniának és Dániának van meg az a lehetősége, hogy hivatalosan is a Gazdasági és Monetáris Uniótól távolmaradó Európa-politikát folytasson, a többi tagállam köteles a kritériumokat mielőbb teljesíteni, a mielőbbi GMU-tagságra törekedni. Az EU-ba történő felvételünket követően (a második gazdaságpolitikai időszakban) a Monetáris Unióhoz történő csatlakozási szándékunk esetleges hiánya esetén is rá lennénk kényszerítve tehát a maastrichti feltételek teljesítésére, mivel azok – a szerződéses jellegből következően elsődleges jogként – az *acquis communautaire*<sup>6</sup> részévé váltak, és így harmonizációs kötelezettséget fogalmaznak meg. Ez egyértelműen oka annak is, hogy ha explicit módon nem is fogalmazódott meg csatlakozási feltételként a maastrichti szerződésnek megfelelő konvergencia, az unió kibővítéséről szóló döntések meghozatala során ez a szempont feltehetően kitüntetett figyelmet élvez majd. Érthető tehát, ha jelenlegi és jövőbeni gazdaságpolitikánk meghatározó kérdése az euróövezettel való gazdasági konvergencia elérése.

Az Európai Unió tehát már az első gazdaságpolitikai időszakban (jelenleg, az uniós csatlakozásunkat megelőzően) is jelentős hatással van mind fiskális, mind monetáris politikánkra, és ez a hatás az integrációs folyamat során, az EU-hoz, majd az EMU-hoz történő csatlakozásunkkal nagymértékben erősödni fog.

A konvergenciakérdést azonban nem szabad egyedülinek, abszolút elsőbbséget élvezőnek és önmagában elegendőnek tekinteni. Az EU-hoz, illetve hosszabb távon a GMU-hoz való csatlakozásunkra történő felkészülésünk középpontjába célszerű – bizonyos esetekben az adott mutatóknak történő feltétlen és minél előbbi megfeleléssel szemben – a teljes magyar gazdaság hatékonyságának javítását helyezni, mert e nélkül nem leszünk képesek az eurózónához úgy csatlakozni, hogy annak előnyeit ki tudjuk használni.

1998-ban exportunk 73 százaléka az unióba irányult, míg importunk 64 százaléka onnan származott, gyakorlati szempontból a magyar gazdaság integrálódása tehát már régen megkezdődött, amelytől sem fiskális, sem monetáris politikánk nem

<sup>5</sup> A kormány a 2000. december 5-ei ülésén jóváhagyta a Befektető-védelmi Alap hitelfelvételeihez nyújtandó állami garanciavállalást.

<sup>6</sup> A közösségi joganyag gyűjtőneve (magában foglalja mind a közösségi elsődleges, mind a másodlagos jogot).

függetlenítheti magát (Hetényi és szerzótársai 2000). A magyar gazdaságpolitika – figyelemmel EU-csatlakozási szándékunkra, illetve ezzel összefüggő kvázi GMU-csatlakozási kötelezettségünkre – célkitűzési függetlenségét máris elveszítette, hiszen a megvalósítandó célok és feladatok jórészét az unió felől készen kapjuk. Szabad mozgásterünk és önálló döntési kompetenciánk a módszerek megválasztásában, illetve az időtényezővel (gyors avagy lassú konvergencia) kapcsolatban van.

A közeledést gyakorlati szinten (fiskális politikai oldalról) főképp az adóreform, a társadalombiztosítás reformja, a nyugdíjbiztosítási reform, az állami támogatások rendszerének átalakítása jelenti. A monetáris politika területén az unió jogi és piaci elvárásait szem előtt tartva egyrészt törekedni kell az állandó inflációcsökkentésre, másrészt fontos a magyar export versenyképességének megőrzése és fokozása, amelyben az árfolyam-politikának van döntő szerepe. A monetáris politika értelemszerű célja a forint árfolyam-stabilitása, az infláció csökkenése (Hetényi és szerzótársai 2000).

*Stratégiai jelentőségű kérdés tehát, hogy hazánk gyors („eminens”) vagy lassú („just in time”) konvergenciára törekedjen.* Problémát jelent, hogy nem ismerjük sem az EU-hoz, még kevésbé a GMU-hoz történő csatlakozásunk időpontját, márpedig a stratégiai tervezés szempontjából ennek meghatározó jelentősége lenne. Ugyanakkor „mozgó célpontra lövünk”, hiszen a konvergencia-előírások egy része (nevezetesen az inflációra, illetve a hosszú távú kamatlábakra vonatkozó kritériumok) az adott mutató szempontjából a mindenkori legjobb eredményt felmutató három tagállam vonatkozó értékeinek számtani átlagából adódik. E téren jelentős negatív meglepetés feltehetően nem fogja érni a később csatlakozni szándékozók, mégis hat-nyolc éves távlatban a változó feltétel bizonytalansági tényezőként jelentkezik. Kapcsolódó kérdés az is, hogy a további tagfelvételek során a három „benchmark-ország” megjelölése szempontjából a monetáris unió kívül maradt EU-tagok egy tekintet alá esnek-e a GMU tagjaival, vagy immár kizárólag a monetáris unió tagállamaihoz kell a viszonyítást elvégezni (Horváth–Szalai 1998a).

*Mi szól hazánk eminens típusú konvergenciája mellett?* Kétségkívül jó eszköz az unió melletti elkötelezettségünk kifejezésre juttatására, de ennél döntőbb, gazdasági jellegű szempont, hogy – mivel az uniós tagfelvétel után a konvergálás azonnal jogi kötelezettséggé válik, – bővítési döntései során az unió nyilván vizsgálni fogja az adott tagjelölt állam rövid távú konvergálási esélyeit. E megfontolások tehát a minél gyorsabb megfelelést támasztják alá.

*Miért lehet előnyös Magyarország számára egy lassú konvergencia-stratégia választása?* Köztudomású, hogy a maastrichti feltételek nagyon fontos gazdasági mutatókra reflektálnak, amelyek alapján azonban az általuk „megmért” gazdaságok nem hasonlíthatók össze. Fontos kiemelni, hogy a gazdasági növekedéssel kapcsolatban az unió nem fogalmazott meg konvergenciális elvárást, noha a maastrichti kritériumok kizárólag a GDP-mutatókkal együtt képesek egy nemzetgazdaságról használható információval szolgálni. Egyértelmű az is, hogy az államok közötti inflációeltérések is egészen más fénybe kerülnek, ha azokat teljes makrogazdasági

környezetük tükrében vizsgáljuk. Éppen ezért nem is a konvergencia-mutatókban kifejezett szintek elérése okozhat az egyes jelenlegi, illetve leendő GMU-tagjelöltek számára igazán problémát, hanem az adott gazdaságokkal (illetve azoknak valamilyen fiktív gazdasági átlagával) való valódi, tartalmi konvergencia megvalósítása. E cél már messze nem szorítható az 1992-es szerződés szűkre szabott feltételrendszerének keretei közé, e szempontból az egyes gazdaságok tényleges teljesítménye játszik döntő szerepet.

Mindezekre tekintettel állítják sokan, hogy Magyarországon jelenleg nincs stabil makrogazdasági háttér a gyors megfeleléshez. Kellő gondossággal alakított monetáris és fiskális politikával az öt mutató, ha nem is könnyen, de aránylag rövid idő alatt produkálható, esetleg anélkül is, hogy ez előrelépést jelentene gazdasági erőnk, növekedésünk, versenyképességünkkel szemben. Noha a szerződés e mutatókkal, tulajdonságokkal kapcsolatban rendelkezést nem tartalmaz, sem nekünk, sem az uniónak nem érdeke a formálisan konvergáló, de valójában gyenge lábakon álló nemzetgazdaságok beengedése az immár valóban egységes belső piacra.

Hosszabb távú versenyképességünk érdekében tehát először mindenképp a gazdasági növekedés fokozására és infrastrukturális beruházásokra van szükség, amelyek azonban rövid távon – többek között az infláció vonatkozásában – a formális konvergencia ellen hathatnak (a Magyar Nemzeti Bank szerzői Balassa-Samuelsont nevezte a folyamatot). Ellenérvként vehető fel a gyors konvergenciával szemben az is, hogy bár annak „költségei” kézzelfoghatóak, az EU-hoz történő csatlakozásunk pillanatáig nem mutatható ki egyértelműen az az előny, amit Magyarország eminens magatartása következtében a közösségtől nyer (Horváth–Szalai 1998b).

Mindezt figyelembe véve, jó forgatókönyvnek tűnik jelenlegi – azaz első szakaszos – gazdaságpolitikánk számára, hogy ésszerűen megjelölt inflációs és deficitkeretek között, elsődleges célként az ország gazdasági versenyképességének javítását, gazdasági növekedésének fokozását, infrastrukturájának fejlesztését tekinti, hogy ezt követően a gazdaság – szerves fejlődése nyomán – alkalmas legyen a konvergencia mutatók különösebb fiskális és monetáris bűvészkedések nélküli megvalósítására.

Az 1. táblázat azt mutatja, hogy miként állunk a gazdasági növekedés, illetve a konvergencia-mutatók terén jelenleg, illetve ezek a jelzőszámok miként alakultak hazánkban 1995 óta.

Az oszlopokban felfedezhető a korábban említett, Balassa-Samuelsont-effektus néven ismert összefüggés. Bár a táblázat tartalmazza a GDP-re vonatkozó adatokat is, mégis, mivel kizárólag százalékos formában, így képtelen önmagában értékelhető információval szolgálni. Éppen ezért mindezt ki kell egészíteni azon a – nemrégiben készített – számítás eredményével, amely szerint amennyiben a magyar gazdaság a továbbiakban évente 7 százalékkal, az EU tagállamai pedig átlagosan évente csupán 2,5 százalékkal növekednének, abban az esetben is legalább 10 évre lenne szükségünk ahhoz, hogy a – leggyengébb produktivitású – görög GDP nomi-

nális értékét elérhessük. Emiatt *kulcskérdés tehát gazdaságpolitikai (konvergencia) stratégiánk értékprioritása.*

Hasonlóan fontos kérdés az is: miként változik meg gazdaságpolitikai (fiskális és monetáris politikai) mozgásterünk az EU-hoz, illetve majd a GMU-hoz történő csatlakozásunk következményeként, azaz *mi fogja jellemezni a második, illetve harmadik gazdaságpolitikai időszakban fiskális és monetáris politikánkat?*

1. táblázat A GDP, illetve a maastrichti mutatók alakulása Magyarországon (1995-2000, százalék)

Mutató	1995	1996	1997	1998	1999	2000 <sup>1</sup>	Referencia (2000. 03.)
GDP növekedése	1,5	1,3	4,6	5,0	4,3	4,0-5,0	3,0-3,5
Infláció	28,2	23,6	18,3	14,3	10,0	9,0-10,0	2,4
Államadóság (GDP százalékában)	84,3	71,5	62,9	61,0	60,8	59,1	60,0
Költségvetési hiány (GDP százalékában)	6,4	3,0	4,8	4,8	3,9	3,5	3,0
Hosszú futamidejű ho- zamszint (százalék)	-	-	-	-	9,44	8,6	7,2

Megjegyzés: 1) Többnyire becsült, előzetes adatok.

Forrás: saját szerkesztés Hetényi és szerzőtársai (2000), valamint a KSH és az MNB adatai alapján.

A legfontosabb – gazdaságpolitikánkat közvetlenül érintő – változást az jelenti majd, hogy EU-csatlakozásunk után *jogi elvárássá válik a konvergencia-kritériumok teljesítése.* Ahogy erről korábban már esett szó, a jelenlegi és leendő EU-tagok közül kizárólag Angliának és Dániának van meg az a lehetősége, hogy a Gazdasági és Monetáris Uniótól idegenkedő Európa-politikát folytasson, a többi uniós tagállam köteles a kritériumokat a lehetőségekhez képest mielőbb teljesíteni. Ez annyit jelent, hogy a Monetáris Unióhoz történő csatlakozási szándékunk esetleges hiánya esetén is EU-csatlakozásunkat követően rá lennénk kényszerítve az *acquis communautaire* részévé vált maastrichti feltételek teljesítésére. A később kifejtett technikai okok miatt az is elmondható erről az időszakról, hogy a feltételrendszer ekkor bír a legerősebb, legegységesebb kötőerővel a tagállamokkal szemben. A második időszakban lévő államok gazdaságpolitikái célkitűzési függetlenségüket tehát már közösségi jogi szempontok alapján is elveszítik.

Az unióhoz történő csatlakozása után Magyarország azonnal szerepet kap a GMU-ban, ha nem is tagként. Uniós tagállamként részt vesz majd az EU gazdaságpolitikai koordinációs mechanizmusában (elsősorban a stabilitási és növekedési egyezmény alapján), és bekapcsolódik a Központi Bankok Európai Rendszerébe (amely a nemzeti jegybankokat, illetve az Európai Központi Bankot (EKB) foglalja magában). Nekünk is olyan ún. konvergencia-programot kell majd készítenünk,

amely a maastrichti kritériumok teljesítésének mértékére és ütemére, illetve a Gazdasági és Monetáris Unióhoz történő csatlakozásunkra koncentrál. Ezt követően a magyar árfolyam-politikát – lévén az a közös érdekű politikák egyike – az EU-val egyeztetett módon kell kialakítanunk, ami feltehetően a forint stabilitását fogja eredményezni. Lehetővé válik a közös valutarendszerhez való csatlakozásunk is, ami az ERM-II rendszerhez való kapcsolódás lehetőségét jelenti.

Szintén a második időszakban, tehát még az EMU-hoz történő csatlakozásunk előtt hazánk két stratégiai jelentőségű gazdaságpolitikai eszközét, az árfolyam-politikát és a devizasabályozást, lényegében elveszíti. Az árfolyam-politika segítségével a gazdaság külső versenyképességét a termelékenység tényleges javulása nélkül is fokozni lehet, míg a devizasabályozás egyrészt alkalmas a protekcionizmusra (gazdasági recesszió esetén megakadályozza a tőke elmenekülését), másrészt alkalmas a valuta árfolyamának védelmére. Az árfolyam-politika teljes elvonása ugyan a GMU keretein belül valósul meg, de a konvergencia-kritériumok értelmében alkalmazása már az EU-hoz történő csatlakozás után mellőzendő. A teljes devizaliberalizációt pedig már EU-tagságunkig meg kell valósítanunk. Ez olyan versenykihívás elé állítja az országot, amelynek csak tényleges és tartós gazdasági megerősödés esetén leszünk képesek megfelelni (Hetényi és szerzőtársai 2000).

Ha a magyar gazdaságpolitika csatlakozásunk utáni átalakulását vizsgáljuk, mindenképp tekintettel kell lennünk az Európai Unióban a GMU miatt bekövetkezett fiskális és monetáris politikai változásokra is, tehát a harmadik időszak gazdaságpolitikai hatásaira. Az Európai Unió – a GMU-val, illetve az európai egységes, közös valuta bevezetésével – olyan közösségi szinthez érkezett, ahol már elkerülhetetlen a tagállamok gazdaságpolitikáinak jelentős mértékű összehangolása. Az uniónak mint önálló nemzetközi jogalannak, van ugyan a tagállamokétól független költségvetése, azonban e költségvetés az operatív célokon túl, kizárólag korlátozott körű, kiegyenlítő feladatok ellátását szolgálja, emiatt GDP-hez viszonyított aránya nagyságrendekkel kisebb a tagállami költségvetéseknél. A tagállami költségvetések átlagosan a GDP 30-50 százalékát teszik ki, míg a közösségi költségvetés az EU aggregát GDP-jének mintegy 1,2 százaléka (Hetényi és szerzőtársai 2000).

A fiskális politikai hatáskör – többnyire a közösségi költségvetési politika korlátozott terjedelme miatt – továbbra is tagállami hatáskörben marad, ami alól csak a már kezdetektől közösségi hatáskörbe rendelt vám- és kereskedelempolitika képez kivétet. Köztudomású, hogy az unión belül a szubszidiaritás elve<sup>7</sup> meghatározó szerepet játszik szinte minden, közösséggel összefüggő kérdést illetően, érvényre kell juttatni a jogalkotás, az intézményrendszer kialakítása, illetve a közösségi és tagállami hatáskörök elosztásával kapcsolatban egyaránt. Ezen alapelv mentén született meg a maastrichti szerződés „nagy kompromisszuma”, miszerint a fiskális ha-

<sup>7</sup> A szubszidiaritás elve arról szól, hogy a döntések a lehető legalacsonyabb szinten születnek meg, tehát ha egy probléma elintézhető egy alacsonyabb döntési szinten, azt egy magasabb szint ne vonja magához.

táskör továbbra is a tagállamok kompetenciája marad. A GMU-tagállamok monetáris politikája viszont teljes mértékben kikerült hatáskörükből. A monetáris döntéshozó nemzeti jegybankok a központi, közösségi, EKB által meghatározott monetáris politika végrehajtó szervei lettek. A változás az egész EU-t érinti annyiban, hogy a monetáris unión kívül maradt államok ugyan továbbra is élhetnek néhány klasszikus eszközzel (például alkalmazhatnak önálló árfolyam-politikát), de monetáris mozgásterük konvergencia-kötelezettségük miatt meglehetősen behatárolttá és átmenetivé vált. Az állami költségvetési önállóság pedig, mind a GMU-tagok, mind a külső EU-tagok körében azon gazdaságpolitikai tény miatt szenved csorbát, hogy a monetáris politikától független, azzal esetleg ellentétes fiskális politika elképzelhetetlen, mivel működésképtelen. A gazdaság növekedése, a munkanélküliség csökkentése, az árstabilitás, a fizetési mérleg egyensúlya csak a két gazdaságpolitikai eszköztár egységes, egymással összehangolt alkalmazásával valósítható meg. A féktelen állami költségek hatásai a monetáris politika eszközeivel nem ellensúlyozhatók.

Mindez tehát azt jelenti, hogy kétségtelenül szükség van a tagállamok fiskális politikáinak összehangolására, illetve a közös monetáris politikával történő összeegyeztetésére is. (Ennek legfontosabb fóruma az ún. ECOFIN-tanács, amely a tagállamok gazdasági és pénzügyminisztereit foglalja magában. Az euróövezeten kívül ezt a feladatot a tagállamok a konvergencia-programjaikkal látják el, amely megsértése esetén az EKB szankcionálhat.) Tény ugyanakkor, hogy – a már említett szubszidiaritás elvéből kifolyólag – a költségvetési politika részleteinek kidolgozása a tagállamok szintjén történik, ami bizonyos mértékű eltérést biztosan fenntart a tagállami gazdaságpolitikákban.

Éppen ebből kiindulva, számos szakértő azt tartotta a legsúlyosabb hibának és veszélyforrásnak a monetáris unió kialakításának mikéntjével kapcsolatban, hogy a gazdaságpolitika szorosan összefüggő két szférája eltérő döntéshozatali szintre (közösségi, illetve tagállami) kerül. A gazdaságpolitikai egyeztetés, a fiskális és a monetáris politika céljainak összehangolása egy állam keretein belül is sokszor gondot okoz, sokan aggályosnak tartották, illetve tartják ma is ennek megoldhatóságát a GMU-n belül, ahol a tagállamok pénzügy- és gazdasági miniszterei, dacára a közöttük lévő nézetkülönbségeknek és esetleges fiskális érdeklentéteknek, azonos oldalon, és – ideális esetben – egységes álláspontot képviselve „kerülnek szembe” a központi bank elnökével. A stabilitási és növekedési paktum ugyan tartalmaz szankcionálható előírásokat a tagállamok költségvetési mozgásterével kapcsolatban, ez önmagában feltehetően kevés annak megakadályozására, hogy a költségvetési hiányok elszabaduljanak. Az eddigi tapasztalatok azonban ezen aggodalmakat nem támasztják alá, a költségvetési deficit mértéke eddig egyetlen GMU-tagállamban sem haladta meg a stabilitási program által a közös monetáris politika tarthatósága szempontjából meghatározott limitértékeket (Rácz 2000).<sup>8</sup>

<sup>8</sup> 2002-ben a költségvetési deficit mértéke két nagy tagországban, Németországban és Franciaországban meghaladta a GDP 3 százalékát kitevő maarstrichti küszöbértékeket. *A szerk.*

A stabilitási program Finnországban, Írországban és Luxemburgban irányzott elő szufficitet költségvetést 1999-re, a többi 8 GMU-tagállam deficittel számolható. A deficitet költségvetésű tagállamok, Ausztria kivételével, mind „túteljesítettek”, azaz a tervezettnél alacsonyabb hiányt produkáltak, Ausztria pedig éppen a programnak megfelelő 2 százalékos hiánnyal zárta az évet. A szufficit-terveket Finnországnak és Írországnak nem sikerült maradéktalanul megvalósítania, mivel mindkét tagállam egy ezrelékponttal alacsonyabb többletet produkált az előirányzottnál.

Megállapítható tehát, hogy a tagállamokban a GMU létrejöttével párhuzamosan hihetetlenül megszilárdult a költségvetési fegyelem. Amennyiben ez a tagállami költségvetési magatartás állandósul, akkor fiskális szempontokból a közösségi egységes monetáris politikának nyugodt háttere lesz. Annyi azonban biztosan megállapítható, hogy a monetáris unió olyan gazdasági integráció, amelyben fokozott szerepe van a gazdaságpolitika egyes elemeit ötvöző monetáris politikának. A jövő eldönti, hogy a jelenlegi EKB alkalmas-e ennek megvalósítására. A mostani 2,4 százalékos alatti inflációs szint nem készíti az Európai Központi Bankot különösebb aktivitásra.

A következő évekre azonban az eddigieknél jelentősebb növekedést prognosztizálnak – amire szükség is lenne az euró árfolyamának helyreállításához –, így feltehetően az infláció mértéke is a korábbinál magasabb lesz. Ebben az esetben módja lesz az EKB-nak bebizonyítani alkalmasságát. Amennyiben azonban a gyakorlat alapján a közösségi monetáris politika mégsem lenne zökkenőmentesen működőképes, akkor talán az sem elképzelhetetlen, hogy a későbbiekben a tagállamok fiskális önállósága is megkurtításra kerül.

## 2. Az állampapírpiac előtt álló kihívások

Az európai unió integrációs folyamat számos kihívást állít a magyar szabályozási és intézményi rendszer elé. Az általánosan megfogalmazott elméleti harmonizációs feladatok mellett érdemes részletesebben megvizsgálni egy konkrét részterületet, az állampapírpiacot, annak elméleti és gyakorlati problémáival együtt.

Az állampapírpiac olyan különleges részterület, amely minden maastrichti konvergencia-kritériummal közvetlen vagy közvetett kapcsolatban áll, jó néhány direktívával hozható összefüggésbe, és közös területet képvisel a monetáris, valamint a fiskális politikában (*Botos Katalin* terminológiáját felhasználva: az önkéntes és kötelező újraelosztási rendszerek határmezsgyéjén helyezkedik el). Nem hagyható figyelmen kívül, hogy az államadósság kezelése túlmutat a költségvetési forrásszerzés feladatán. Egyrészt az adósságkezelőket a költségek mellett más tényezők is befolyásolják, mint például a biztonságos finanszírozás, a lakossági megtakarítások növelése, a kockázatmentes befektetési lehetőség széleskörű biztosítása, vagy a referencia-hozamgörbe felállítása. Másrészt pedig az állampapírpiac komoly hatást gya-



korol más gazdasági szektorok működésére: a vállalati kötvények piacára, a jelzálog-hitelezésre vagy éppen a nyugdíjrendszerre.

A magyar és nemzetközi szakirodalmat kutatva gyakran találkozhatunk az Európai Unióval kapcsolatosan az egységesülés fogalmával. Ugyanez a kifejezés megtalálható az állampapírpiacok vonatkozásában, ami azonban nem keverendő azzal a ténnyel, hogy az adósságkezelés – megannyi európai döntéshozatali folyamattal szemben – tagállami szinten marad. Az egységesülés sokkal inkább vonatkozik a környezeti változók harmonizációjára, így a sok apró, szétszórt, országokon belül is megosztott piaci szegmensekből egységes szerkezetű állampapírpiac jöhet létre. Hasonló állampapír-piaci instrumentumokat bocsátanak ki az uniós tagállamok, hasonló konvenciókat alakítottak ki az értékpapír-piaci számításokra, és harmonizálták az elszámolási feltételeket. Ezek az egységesítő lépések nemcsak az eurózóna országait érintették, hiszen például a komoly hagyományokkal bíró angol pénzügyi rendszer is felkészült párhuzamos üzemmel arra, hogy akár másnaptól az euronormák szerint működtesse pénzügyi életét. A tagjelölt országokkal szemben pedig kimondott-kimondatlan elvárás, hogy igazodjanak a kitűzött európai sztenderdekhez.

Az egyes nemzeti állampapírpiacok helyébe a GMU létrejöttével egy *egyes euróbázisú piac* lépett, ahol az egyes papírok értéke márka, schilling, frank stb. helyett euróban van meghatározva. Az új helyzet, amely a befektetőknek lehetőségbővülést, a kibocsátók számára komoly kihívást jelent, az alábbi alapvető piaci változásokat vonja maga után.

Az eddigi „szeparált” állampapírpiacokra nézve egy *általános likviditásemelkedés* következik be. Az egyes nemzeti kibocsátású papírok a korábbi piaci terjedelem sokszorosán válnak egységesített formában hozzáférhetővé, ami kétségkívül a verseny kiéleződéséhez, a likviditás növekedéséhez vezet. E folyamat befektetői szempontból mindenképp pozitívnak nevezhető „mellékhatása” a meghirdetett vételi és eladási árfolyamok közötti árrekes – árfolyammarzások – szűkülése.

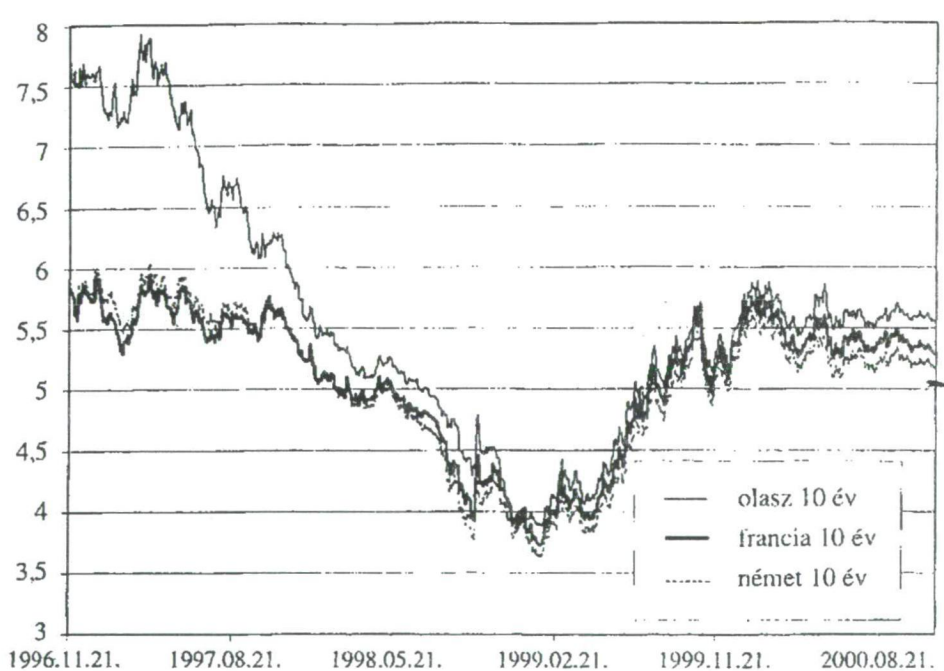
Fontos változást jelent az *állampapírok kockázatának átalakulása* is. A külföldi befektetők esetén eddig nyilvánvalóan meghatározó devizakockázati elem a zónán belüli befektetéseknél kiesett, míg a külső befektetők egységes eurókockázattal számolnak. Az adott deviza megbízhatósága, stabilitása, illetve az abba vetett bizalom, mint alapvető kereslet-meghatározó tényező, helyébe egyes vélemények szerint két olyan megfontolás lépett, amelyeket a devizaközpontú megközelítés tulajdonképpen rejtve eddig is magában hordozott. Az egyik az *adott állampapírcsoport likviditása*, míg a másik a *kibocsátók országekockázata*, országminősítése, amely a kibocsátó nemzetgazdaság megbízhatóságát, stabilitását tükrözi. (Feltehetően szerepet játszik a gazdasági megfontolásokat nélkülöző, érzelmi elemeket visszatükröző általános és egyedi befektetői vélekedés is az egyes kibocsátókról.)

Az országekockázati szempontot hangsúlyozó nézetek szerint az eddigi devizakockázat lényegében hitelkockázattá redukálódott a GMU állampapírpiacán, habár elismerik, hogy e kockázat lélektani összetevői jelentősebbek a mögötte álló gazda-

sági megfontolásoknál. Nagyon kicsi a valószínűsége ugyanis annak, hogy egy GMU-tag kibocsátó számára problémássá váljon lejáratkor egy államkötvényének visszafizetése.

Ezen elméleti jellegű véleménnyel szemben azonban az eddigi gyakorlati (piaci) tapasztalatok alapján az az álláspont tűnik megalapozottabbnak, amely szerint a monetáris unió egységes piacán jelenlévő állampapírok tekintetében az „országminőség” mint kockázati elem, illetve mint keresletbefolyásoló tényező elhanyagolható, meghatározó tényező ugyanakkor az adott részpiac terjedelme, valamint az adott állampapírok likviditása. Ez a magyarázata annak is, hogy az egységes piacon az olasz állampapírok bizonyos futamidók esetében alacsonyabb hozamokkal szerepelnek például a németeknél. Ez elsősorban a fejlett olasz állampapír-piaci infrastruktúrának köszönhető (1. ábra).

1. ábra A 10 éves futamidejű állampapír hozama a német, a francia és az olasz piacon (1996. november 21 - 2000. augusztus 21., százalék)



Megjegyzés: PL: Lengyelország, H: Magyarország, GR: Görögország, CZ: Cseh Köztársaság, P: Portugália, IR: Írország.

Forrás: saját szerkesztés a Bloomberg hírügynökség adatai alapján.

A változások között harmadikként említendő a zónán belüli befektetők elvileg (jogilag) korlátlan állampapír-hozzáférési lehetősége, amely egyúttal komoly kihívás elé állítja a honi valuta védelmét elvesztő kibocsátókat. A GMU-s állampapírok-

nak egy olyan óriási piacon kell helytállniuk, ahol azonos kereslet, azonos hozzáférési feltételek mellett választhat az osztrák (a távolabbi jövőben magyar), illetve a német vagy francia állampapírok között. A biztos, minimális kockázatú értékpapírra vágyó, s a nemzeti pénznemben megbízó kisbefektető, aki korábban biztosan hazai állampapírt vásárolt, immár a honi valutát felváltó közös pénznemben denominált formában juthat hozzá az azonos módon elérhető és esetleg kedvezőbb kondíciójú külföldi kibocsátású papírokhoz. A GMU-n belül tehát a hangsúly egyértelműen az állampapírok nemzetközi versenyére helyeződik át.

A kapcsolódó uniós elvárásokat csoportosíthatjuk elméleti és gyakorlati aspektusból, illetve – ahogy a továbbiakból kiderül – az állampapír-piaci szereplők (kibocsátó, közvetítőrendszer, befektetők) szemszögéből. A következőkben konkrét példákat, gyakorlati kihívásokat tekintünk át az előttünk álló integrációs folyamattal kapcsolatosan.

### 3. Kihívások a kibocsátó szemszögéből

A magyar állam 2000 őszén még a térség egyik legnagyobb, meghatározó kibocsátója, az európai uniós és a monetáris uniós csatlakozás közeledtével azonban számos pozitív és negatív változással kell szembenéznie. Legelőször is a politikai elkötelezettség nyomán meg kell felelnie mindazon elvárásoknak, amelyeket a közös európai normák támasztanak a tagjelölt országokkal szemben.

*A magyar adósságkezelő szempontjából a legfontosabb változás, hogy megszűnik kibocsátói monopolhelyzete.* Amíg a magyar állam az önálló, forintalapú magyar gazdaságban meghatározó ár- és piacalakító tényező, addig az eurózónához közeledve egyre inkább árelfogadó piaci szereplővé válik. A monopolhelyzet elvesztésével a magyar kibocsátónak fel kell készülnie a versenyképes kibocsátásokra. A versenytársak az unióban nemcsak más állami adósságkezelők lesznek, hanem számtalan közepes és nagy költségvetéssel rendelkező vállalati kibocsátó is elorozhatja a magyar állampapíroktól a potenciális befektetőket.

A versenyképességi kérdések kettéoszthatók egyrészt *az adósság portfólió-szerkezetéhez kapcsolódó*, másrészt az állampapírpiac tágabb környezetéhez, *az infrastruktúrához kapcsolódó* kihívásokra. A portfólió-szerkezet három fő témakört érint: a kibocsátások devizanemét, az adósságelemek futamidejét, valamint a finanszírozás hozamszintjét. Ezek részletes megvizsgálását megelőzően azonban érdemes áttekinteni néhány, szintén az adósság-portfólióhoz kapcsolódó általános kérdést.

#### 3.1. Az adósság-portfólióhoz kapcsolódó általános kérdések

A gyakorlat eldöntötte azt a stratégiai kérdést, hogy az adósságkezelő szervezetnek milyen típusú (fix vagy változó kamatozású) nemzeti állampapírokra érdemes a finanszírozást alapoznia. A piaci tapasztalat azt mutatja, hogy a hangsúlyt a fix kamatozású állampapírok kibocsátására kell helyezni.

Egy kisebb, periférikus gazdaság kibocsátójának stratégiát kell választania. A lehetőségekhez képest meg kell próbálnia a futamidőket megnövelni, de ez nem feltétlenül az egyetlen lehetséges eszköz a versenyképesség fokozására. A piaci (befektetői) igények megfelelő felméréseivel esetleg található olyan, az általánostól, a tipikustól eltérő befektetői igény, amely speciálisabb, a benchmarkoktól eltérő kondíciójú állampapírokat keres. Ha egy kellőképpen nagy és tőkeerős befektetői kör tekintetében ez az igény állandó, akkor megfontolandó a kibocsátó számára, hogy erre a piaci részre játsszon.

Ilyen piaci részt kívánt betölteni a tőkeindexált (inflációval folyamatosan igazított tőkekövetelésű, garantált reálhozamú) államkötvény is, amelynek kibocsátásával szinte minden fejlett tőkepiacon próbálkoztak már – 1998-ban hazánkban is. Általánosan elmondható azonban, hogy az elméleti előkészítés ígéreteit nem igazolták vissza gyakorlati sikerek. A világ fejlett és fejlődő piacainak befektetői kultúrája általában kevésbé tartja fontosnak a reálhozam garanciáját, sokkal inkább érdekelt a minél magasabb nominális kamatok realizálásában, és jobban értékeli a likvid másodlagos piacot. Ezt pedig kétségkívül a fix kamatozású kötvények képesek a legjobban biztosítani.

Stratégiai megfontolások vezérlik azokat is, akik szerint érdemes lenne elgondolkodni egy esetleges összekapcsolt, netán regionális kibocsátáson. A felvetés – adottságaiból és állampapír-piaci paramétereiből kifolyólag – a későbbiek során hazánkat is érintheti.

Mivel a GMU állampapírpiacán a befektetői döntéseket (valutakockázati, országkockázati stb. megfontolások helyett) szinte kizárólag az adott állampapír likviditása befolyásolja, ebből a szempontból a kis piacú, alacsony állományú kibocsátók hátrányban vannak a nagy és tőkeerős államokkal szemben. A monetáris unió állampapírpiacán a kis államok (mint kis kibocsátók) komoly kihívással néznek szembe, mert kénytelenek beszállni a befektetőkért vívott, az eddigieknél jóval kiélezettebb versenybe. A probléma tehát az, hogy a kis (rész)piacok állampapírjainak nincs likviditása. Egyértelműen megfigyelhető tény, hogy – az előzetes várakozásokkal ellentétben – az országkockázati elem (besorolás) nem játszik számottevő szerepet a GMU piacán jelenlévő befektetők döntéshozatala során. A közös valuta bevezetése miatt a zónán belül magától értetődően kiesett a devizakockázat, mint befektetésmotiváló tényező. Az eddigi tapasztalatok alapján azonban a különböző országminősítések sem kapnak állampapír-vásárláskor hangsúlyt, a szinte egyetlen meghatározó tényező az adott portfólió likviditása. Ez két tényezővel is magyarázható. *Egyrészt* egy államcsőd reális esélye a GMU-tagok körében gyakorlatilag zárt, *másrészt*, ha ez mégis előfordulna, akkor a tagállamok minden bizonnyal a bajba jutott ország kisegítése mellett döntenének. Pusztán gazdasági, racionális megfontolások alapján nem is igen tehetnének mást, hiszen az EKB a közösségi szabályok értelmében erre nem jogosult, a csődbe jutott tagállam viszont az egész monetáris unió működésének biztonságát, a közös valuta árfolyamának stabilitását veszélyezteti.

Éppen e likviditáshiányból származó hátrány leküzdését szolgálhatja a már említett *regionális kibocsátás*, amelynek lényege abban áll, hogy a nagyjából hasonló gazdasági háttérrel rendelkező, GMU-piaci léptékkal mérve külön-külön szerény adósságállományú országok állampapírjaik likviditásának biztosítása végett közös kibocsátásokat végezhetnének. Ezzel olyan közös, likvid állampapír-portfóliókat hozhatnánk létre, amelyek piaci versenyeselei jobbak, mint a szegregáltan kibocsátott nemzeti portfólióké.

### 3.2. *Deviza-denomináció*

Hazánk uniós csatlakozás előtti állampapír-piaci stratégiája szempontjából alapvető jelentőségű kérdés a *kibocsátások devizaneme*. A kérdést valójában két devizanem, a forint és az euró közötti választásra, illetve azok valamilyen kombinációjára lehet leegyszerűsíteni, mivel más devizanemben történő kibocsátáshoz nehezen kaphatna felhatalmazást az adósságkezelő. Ne feledkezzünk meg arról, hogy a kibocsátás történhet más devizanemben is, hiszen a nemzetközi pénzpiacon származékos üzletekkel ez a devizakockázat átalakítható eurókockázattá. Az euró melletti érvek között meg kell említeni, hogy a magas forintinfláció – elsősorban a befektetők hivatalos elképzelésektől esetlegesen eltérő inflációs várakozásai, illetve a tehetetlenségi infláció miatt – akadályozza a hosszú távú (10 év feletti) forintban denominált államkötvények kibocsátását.

Az euró kibocsátás ugyanakkor komoly devizakockázattal bír a hazai kibocsátó szempontjából, hiszen a forint jelentős mértékű leértékelése számottevően növelheti az adott portfólió költségigényét, az államadósság forintértéke ezzel újabb kibocsátások nélkül is folyamatosan emelkedhet. A kibocsátó szemszögéből tehát jelenleg egyértelműen az euró jelent devizakockázatot, mivel a magyar költségvetés forinotalapon tervezi és működteti költségvetésének bevételi és kiadási oldalát.

A devizaalapú kibocsátások azonban a befektetői bázis növelésére mindenképpen hasznosak. Amennyiben a magyar kibocsátó hosszú ideig távol tartja magát a nemzetközi kötvénypiacról, akkor a későbbi kibocsátások során nehezebb dolga lesz. A forgalmazók és a befektetők jobban szeretik a rendszeres kibocsátói aktivitást: hosszabb „kihagyás” után magasabb felárral és tartózkodóbb keresleti oldallal kell számolni.

A legkézenfekvőbb megoldásnak az tűnik, ha a magyar kibocsátó egyaránt támaszkodik belső és külső finanszírozásra, azokat megfelelő rendszerességgel és kiszámíthatósággal bonyolítja le, továbbá összehangolásukat elsősorban más portfólió-szerkezeti kérdésekre, például a futamidő növelésére alapozza.

### 3.3. *Futamidő*

Minden állami kibocsátó célja, hogy elfogadható költségszint mellett, rövid és hosszú távon egyaránt biztonságos módon legyen képes a költségvetés számára szükséges forrásokat előteremteni. A forintban denominált magyar adósság rövid fu-

tamidejű instrumentumokra koncentrálnak: 2000 elején a belföldi adósság 40 százaléka egy éven belüli lejáratúval rendelkezett, további 15 százalék lejáratú pedig 2001-re esett. Nem meglepő tehát, ha a magyar belföldi adósság duration mutatója ugyanekkor 1,11 év, szemben az OECD-országok 3-7 éves sávban található értékeivel.

A magyar kibocsátó célja értelemszerűen a *futamidő* – és ezzel a duration – *hosszabbítása*. Ez egyrészt piaci, versenyképességi követelmény, másrészt a hosszabb futamidejű állampapírok kibocsátása a biztonságos államadósság-kezelés szempontjából is kívánatos. 1999 eleje óta a 10 éves államkötvény a leghosszabb futamidejű fix kamatozású termék. Önmagában nem lehet további jelentős eredményeket elérni a hosszabb futamidejű, 5-10 éves kötvények kibocsátott mennyiségének fokozatos emelésével. Érdemi és megfelelő változást az jelenthet, ha a kibocsátásokban egyúttal szerkezeti változások is bekövetkeznek. Célszerű lenne az éven belüli lejáratú kincstárjegyek és a kétéves futamidejű kötvények rovására a 3-10 éves futamidejű kötvények arányát növelni. A portfólió hosszítása során figyelembe kell venni, hogy a lejáratok egyenletes eloszlásúak legyenek, az esedékességek ne okozhassanak túlzott mértékű finanszírozási kockázatokat, nagy kitettséget a költségvetésnek.

A hosszú lejáratú állampapírok kibocsátásának *akadálya lehet a viszonylag magas inflációs szint*. Márpedig egy átalakuló, fejlődő és nagy ütemben növekedő gazdaságban az infláció nagyon alacsony szinten nem tartható. Eddig meglehetősen kevés példa akadt a világban arra, hogy egyszerre sikerült volna megvalósítani legalább középtávon a gazdasági növekedést és az inflációcsökkentést. A befektetők egy stabilnak még nem nevezhető gazdasági helyzetben a hosszú távú államhitelezési tranzakcióikba kockázati prémiumot kívánnak beépíteni. Egy esetleges magasabb hozamszint rögzítése viszont adott esetben (például a tehetetlenségi infláció miatt) veszélyeztetheti az állami célok elérhetőségét. A kulcskérdés tehát, hogy *sikerül-e megtalálni azt a futamidőt, illetve hozamszintet, amely megnyeri a befektetők bizalmát, de ugyanakkor megfelelő az állami célkitűzések szempontjából is*.

A hosszú lejáratú állami értékpapírok kibocsáthatóságának *másik akadályát a fejletlen másodlagos piac jelentheti*. Minél hosszabb futamidejű egy állampapír, ez a probléma annál markánsabban jelentkezik, annál inkább múlhat az adott állampapír piacképessége a másodlagos piac fejletlenségén. Így tehát a hosszú távú állampapírok kibocsátása az adott másodlagos piac fejlettségének is fokmérője.

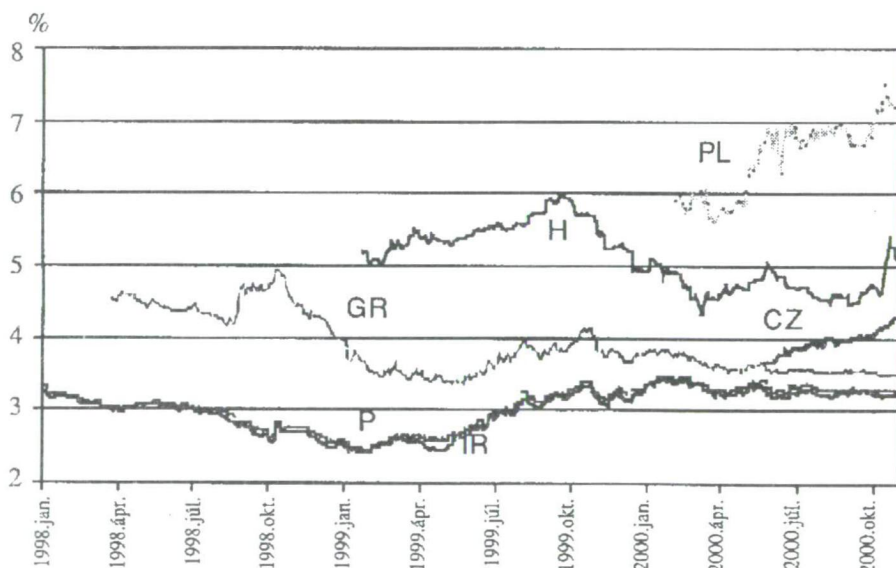
A portfólió futamidejének hosszabbítását két externális tényező is támogatja. Ezek alapján még hosszabb futamidejű terméket, például egy 15 vagy 20 éves instrumentumot kellene a piacon megjelentetni, mivel az jótékonyan hatna a 10 éves kötvény likviditására. Ez nemcsak pszichológiai kérdés, de a gyakorlati tapasztalat azt mutatja, hogy komoly mértékű spekulációt indíthat meg a két hosszú futamidejű termék piaci megítélése. Szintén pozitív externáliát jelentenek a hosszú futamidejű papírok likviditására a hosszú lejáratú származékos kontraktusok és mindazok a tőkepiaci eszközök, amelyekkel spekulációs vagy kockázatfedezési műveleteket lehet végrehajtani (kölcsönzés, repó, swap). A fejlett tőkepiacokon már évekkel ezelőtt

megfordult az ok-okozati összefüggés, és egyre nagyobb volumenben kereskednek határidős termékekkel, mint az alapterméket képező állampapírokkal.

### 3.4. Hozam

A kötvénybefektetések kockázatainak átalakulása miatt – ahogy azt korábban taglaltuk – az országgkockázat helyett egyértelműen a likviditás határozza meg a szükséges felár mértékét az egységesülő európai állampapírpiacra. Az eurózónához való közelítés során a magyar állampapírok esetében is a likviditási helyzethez viszonyítottan lehet meghatározni a hozam szükség szerű mértékét. Természetesen az euró magyarországi bevezetéséig még gyengébb országminősítésünk<sup>9</sup> miatt – a likviditási feláron túl is – némi többlethozamot várnak el a nemzetközi befektetők a magyar állampapíroktól, de ez a tényező az integrációval párhuzamosan folyamatosan jelentőségét veszti (2. ábra). A magyar adósságkezelő szervezet számonkérése esetén *akkor lehetünk elégedettek tehát, ha a magyar állampapírok felára a lehető legközelebb van ahhoz a szinthez, amit adósságunk és egyes sorozataink mérete a gyengébb likviditás formájában indokol* (Nemescsói 1998).

2. ábra 10 éves futamidejű, hazai devizában denominált államkötvények hozama (1998. január - 2000. október, százalék)



Megjegyzés: PL = Lengyelország, H = Magyarország, GR = Görögország, CZ = Cseh Köztársaság, P = Portugália, IR = Írország

Forrás: saját szerkesztés a Bloomberg hírgyűjtemény adatai alapján.

<sup>9</sup> A Moody's 2000. november 14-én javította A3 szintre külső adósságunk minőségét.

#### 4. Feladatok a közvetítőrendszer aspektusából

Az EU-tagországok adósságkezelői, a magyar kibocsátóhoz hasonlóan, a befektetőket az e célra specializálódott intézményi közvetítő közege, elsődleges forgalmazáson keresztül éri el, akik bizonyos kiváltságok fejében kötelezettségeket vállalnak. Így biztosítható például a kibocsátó számára az aukciókon való aktív részvétel vagy a másodlagos piaci árjegyzés.

A magyar kibocsátó jelenleg 13 elsődleges forgalmazóval tart szerződéses kapcsolatot. Az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) az előttünk álló néhány évben e területen jelentős változásokra számíthat, amelyek három tényezőre is visszavezethetők.

1. Hazánkban mostanában pezsdült fel igazán az a folyamat, melyet az 1997-ben bevezetett hitelintézeti és értékpapírtörvényben megfogalmazott univerzális banktevékenység biztosít a magyar bankoknak. Azaz várhatóan egyre több bank olvasztja be magába korábban létrehozott brókercélgét, és befektetési szolgáltatási tevékenységet is végző (univerzális) bankként működik tovább mind a pénz-, mind a tőkepiacon, akár elsődleges állampapír-forgalmazóként. Itt említendő meg az a tény is, hogy a magyar piacra is komoly hatással lesz a világ nagy bankjainak, befektetési házainak fúziós hulláma.

2. A globalizálódó tőkepiacon a nemzetközi tőkepiaci szereplők külföldi központjaikból irányítják az egyes részpiacok tevékenységét. Amennyiben a magyar szabályozás megengedi, akkor könnyen elképzelhető, hogy londoni vagy frankfurti bank- és brókerközpontok tesznek közvetlenül aukciós ajánlatokat, jegyzik majd az elsődleges forgalmazói árakat, vagy kereskednek a tőzsdén, akár mint a Budapesti Értéktőzsde tagjai.

3. A közvetítőrendszert nagyban befolyásolja az információtechnológia fejlődése, hiszen például az internet is egyszerűbbé, gyorsabbá és olcsóbbá teheti az értékpapírok közvetítését.

Az információs forradalom hatásának következtében felmerül a kérdés, hogy szükséges-e tovább fenntartani intézményesített közvetítő közeget, mivel a business-to-business kommunikáció az internet korában lehetővé teszi, hogy a piaci kereslet és kínálat ármeghatározó folyamata mentén közvetlenül a befektetőkhez kerüljenek az állampapírok. Az e-business legnagyobb sikereit többek között éppen az aukciós értékesítések jelentik. A világ értékpapír-piaci működésének ugyanakkor nem fordíthat háttérrel a magyar állami kibocsátó, így túl azon, hogy az új értékesítési csatorna igen komoly informatikai fejlesztést kívánna, meg kell várni, míg a világ tőkepiacán általánosabbá válik az internet szerepvállalása. Ráadásul, mint minden elsődleges forgalmazói rendszerben, a kibocsátó Magyarországon is még jó néhány évig rászorul a primary dealerek egyéb „szolgáltatására”. A forgalmazók nemcsak másodlagos piaci likviditást biztosítanak árjegyzésük révén, de érdemi kockázatot vállalnak át az



ÁKK-tól a kibocsátások sikerességét illetően. A kibocsátónak ugyanakkor folyamatosan meg kell követelnie a forgalmazói körben a versenypiacot, nehogy a koncentráció összejátszási lehetőséget biztosítson a forgalmazóknak. A szereplők számát tekintve nem indokolt olyan intézkedéseket hozni, amelyek jelentősen csökkenthetik a forgalmazói kör létszámát, ugyanakkor folyamatosan szigorodó tőkeelvárásokkal fokozatosan el kell érni, hogy az uniós csatlakozáskor a magyarországi forgalmazók felkészülve várják a nyugati versenytársaikat.

Ahogy erről már szó volt, az eddigi, „szeparált” állampapírpiacon nézve általános likviditás-emelkedés következik be, mivel az egyes nemzeti kibocsátású papírok a korábbi piaci terjedelem sokszorosán válhatnak egységesített formában hozzáférhetővé. A kibocsátott állampapír-sorozatok száma a koncentráció miatt csökken, ugyanakkor a forgalmazói kör a nemzetközi közvetítőrendszer miatt kitágul. Ennek eredményeként egy állampapírra az eddiginél több forgalmazó jut, ami kétségkívül a verseny kiéleződéséhez, a likviditás növekedéséhez vezet. E folyamat kisbefektetői szempontból mindenképpen pozitívnak nevezhető „mellékhatása” a meghirdetett vételi és eladási árfolyamok közötti árrések – árfolyammarzsok – szűkülése, ami értelemszerűen a közvetítői közeg szempontjából haszonkiesést eredményez.

A kibocsátás módja is változhat, annak ellenére, hogy az aukció létjogosultsága mind gazdaságossági mind átláthatósági szempontból vitán felül áll. A konzorciális kibocsátás ugyanakkor teljesen elfogadott értékesítési módszer az idegen devizanemekben történő vagy globális kibocsátások során. Természetesen ilyen esetekben a konzorcium kiválasztása is versenyeztetésen keresztül valósul meg. Az elsődleges forgalmazók a kibocsátásban való aktív részvételen kívül más feladatokat is ellátnak, ezért a kibocsátóknak szüksége van egy stabil elsődleges forgalmazói körre. Megtartásuk érdekében érdemes kombinálni a két kibocsátási módot, például oly módon, hogy legelső alkalommal egy konzorcium értékesíti a kibocsátás első nagyobb tételét, amit több alkalommal aukciós „rábocsátások” követhetnek. Így már az első alkalommal megfelelő likvid tétel kerülhet a piacra, a konzorcium tagjait pedig díjjal lehet jutalmazni, illetve ösztönözni az aktívabb részvétellel.

##### 5. A befektetői magatartás megváltozása

A magyar állampapírok iránt megnyilvánuló befektetői attitűd jelentősen megváltozhat hazánk integrációs folyamatának különböző szakaszaiban. Az 1957-es Római Szerződésben megfogalmazott negyedik alapszabadság, a szabad tőkeáramlás megvalósíthatósága még jó néhány devizaliberalizációs lépést igényel Magyarországon. Ennek egyenes következménye, hogy a jelenlegi helyzethez képest *változnak majd a külföldiek magyarországi értékpapír-vásárlási lehetőségei és szokásai, de a magyar lakossági és intézményi megtakarítók is szabad utat kapnak határon túli befektetéseik során.*

Megfigyelhető, hogy a magyar állampapírok keresleteként egyre nagyobb mértékű külföldi tőke jelenik meg. E folyamatnak nagy lökést adott 1999-ben a monetáris unió létrejötte. Számos nemzetközi intézményi befektetőnél ugyanis megszűnt a különféle devizákban befektetett portfóliók devizánkénti széttagoltsága, és új devizanemeket próbáltak keresni a kockázatok diverzifikálásra. Bár néhány fejlett európai gazdaság nem az eurót használja elszámolási eszközként, az európai devizanemek száma egy csapásra jelentősen csökkent. Éppen emiatt, a kockázati diverzifikációra jó eszköznek tűnnek az uniós tagjelölt országok állampapírjai. Az európai értékpapírokba fektető nagy befektetési alapok és nyugdíjpénztárak előszeretettel válogatnak közép-európai papírokat is befektetéseik közé, mivel az euró súlyának csökkentése érdekében újabb pénznemekkel diverzifikálhatják portfóliójuk devizaszerkezetét. A diverzifikálás mellett természetesen egyre erősebb lesz a konvergencia-stratégia hatása hazánk állampapírpiajára, azaz az arra való spekulálás, hogy a magyar hozamoknak el kell érniük az uniós hozamszintet.

A befektetői magatartás megváltozásának eshetőségét elemezve visszanyerünk a kibocsátók versenyhelyzetéhez, ahogy az egységesülő európai állampapírpiaot kibocsátói aspektusból az előbbiekből már vizsgáltunk. Mindezt igazából a befektetők szabad választási lehetőségei, azaz a rugalmasan (rugalmasabban) idomuló keresleti oldal és a versenyző kibocsátókból álló kínálati oldal teheti hatékonyabb piaccá. A befektetők megtakarításaikat természetesen ott kívánják elhelyezni, ahol kényelmüknek megfelelően, a kockázatokkal összhangban álló legmagasabb hozamokat tudják realizálni. A kockázatok tekintetében éppen a befektetői döntések okozzák azt, hogy a monetáris unió tagjaival szemben nem értelmeznek országhozamkülönbségeket, sőt az eurózónán kívül maradó EU-tagállamok tekintetében sem differenciálnak ezen az alapon. A hozamkülönbségek okai sokkal inkább a másodpiaci likviditásnál és az általános állampapírpia infrastrukturájánál keresendők. A kérdés tehát az, hogy a befektetők egy állampapírból milyen könnyen tudnak tetszőleges időpillanatban adni-venni kisebb és nagyobb mennyiségeket a másodlagos piacon, az ügyletek milyen költségű és biztonságú elszámolási rendszerben teljesülhetnek, illetve a piac szereplői mennyire folytatnák átlátható és kiszámítható tevékenységet.

A kényelmi okok magyarázzák ugyanakkor, hogy a befektetők minimális többletjövedelemért nem rúgják fel már bevált üzleti kapcsolataikat, ragaszkodnak a korábban megismert termékekhez. Különösen a kisbefektetők ragaszkodása jellemző, ezért a jövőbeli liberalizált magyar tőkepiacok között a kisbefektetőket lesz legnehezebb elcsábítani a magyar állampapíroktól. Az intézményi befektetők – akiknek érzelmeik nincsenek, csak érdekeik – sokkal könnyebben mozdulnak majd más piacok irányába. Ez nemcsak a többlethozamok miatt lehet így, hiszen könnyen elképzelhető olyan forgatókönyv, miszerint az európai integráció velejárója lesz a hazánkban lévő külföldi leánybankok bankfiókká alakítása, így azok treasury- és a vagyonkezelési tevékenységével kapcsolatos döntések is az európai pénzügyi központokban fognak megszületni.

A magyar kibocsátónak azonban nem kell aggódnia az esetleges sikertelen aukciók miatt, mivel éppen a szabad tőkeáramlás és a rugalmas befektetői magatartás garantálja a rendszerben, hogy az állampapírok mindig lejegyzésre kerülnek, ha magasabb egyensúlyi hozamszint mellett is. Ez a fajta biztonság már a ma működő kibocsátási rendszerben is megtalálható, de egy egységes európai piacon sokkal stabilabbá válik nemcsak az aukciós kereslet, hanem a másodlagos piac keresleti és kínálati oldala is.

Mindemellett a befektetők a szélesebb választási lehetőségek mellett, az alacsonyabb tranzakciós költségek miatt is jobban járnak az európai állampapírpiacra. A kibocsátók és forgalmazók erősödő versenyhelyezete ugyanis egyértelmű előnyöket okoz a befektetői oldal részére, gondoljunk mindjárt a szűkülő árfolyammarzsra.

## 6. Infrastrukturális kihívások

A magyar állampapírpiac európai uniós felzárkóztatása során, számos olyan tennivaló van, amely általános, piaci *infrastrukturához kapcsolódó* feladatot jelent. Az elvárások nem mindig jelentenek leírt, direktívában megtalálható feltételeket, sokszor arról van szó: hazánknak elemi érdeke követni az uniós sztenderdeket azért, hogy megtartsuk vagy megszerezzük a befektetői érdeklődést, bizalmat. A feladatok egy része lényegében már megoldott, legfeljebb csak finomításra szorul, más feladatok pedig szándékot, majd döntést igényelnek, és néhány hónapos (éves) kemény munkával elvégezhetők. A következőkben a teljesség igénye nélkül igyekeztünk felvonultatni a főbb teendőket.

*Harmonizálni kell statisztikai rendszerünket:* hazánknak is fel kell készülnie a makrogazdasági adatok új, ESA-95 rendszerben történő számbavételi rendjére, melynek bevezetésével Európa fejlett államai is éppen most küszködnek. Az átállás sok szempontból nehézkes, ráadásul az eredmények különbségeket mutathatnak a korábbi SNA, illetve GFS számbavételi rendhez képest. A konvergencia-kritériumokat (az éves konvergencia-jelentésekben) az új statisztikai rendszer szerint kell majd kimutatnunk.

*Az állami kibocsátóknak mindent meg kell tenniük annak érdekében, hogy termékeik a befektetők számára valóban a legmagasabb biztonságú befektetést jelentsék.* A magyar állampapírok befektetői kevésbé vannak tudatában annak, hogy a befektetési szolgáltatókon keresztül vásárolt és nyilvántartott állampapírjuk kockázati szintje az állam adóskockázatán felül a közvetítő kockázatát is tartalmazza. A brókerbotrányok ugyan felszínre hozták a közvetítőrendszer és a letétkezelési szabályozás problémáit, ám komoly rendszerbeli változtatásokra a mai napig nem került sor. Amíg az elszámolást és a nyilvántartást más fejlett és fejlődő tőkepiacon is a kereskedést végző brókercégtől független letétkezelő (bank) végzi, addig hazánkban mindkét tevékenység egyazon brókercégnél található, ami visszaélésre ad lehetőséget. Az állampapírok kamatfizetésekor és törlesztésekor a kibocsátó hiába teljesíti

ígéretét, azaz kifizeti a befektető járandóságát, ám a jóváírások a bróker cég számláján történnek meg, tehát az rendelkezik felette. Mint ahogy minden láncban a leggyengébb láncszem határozza meg az erősséget, ebben a folyamatban is az állampapír-befektetés kockázatát jelentősen befolyásolhatja a közvetítő bróker cég. Az állampapír-befektetés garanciájának növelése érdekében esetleg célszerű lenne, ha az ÁKK egyrészt indítványozná a központi elszámolóházban (KELER-ben) lévő befektetői regisztrációs rendszer bevezetését, másrészt az ÁKK még aktívabban támogatná marketingeszközökkel az elsődleges forgalmazókat, amelyek prudens tevékenységéről a forgalmazói szerződés alapján akár helyszíni vizsgálatok alapján is jogosult meggyőződni.

*Az ÁKK-nak további lépéseket kell tennie az állampapírpiac átláthatóságának növelése érdekében.* Bár a 2000 tavaszán a Valutaalap és a Világbank által végzett közös felmérés megerősítette az elsődleges piac átláthatóságának magas szintjét, a másodlagos piac transzparenciáját közepesnek és tovább fokozandónak minősítették. Ezen a fronton a kibocsátó – a felügyeleti hatósággal együttműködve – sűrűbbé tehetné a jelenleg hetente utólagosan begyűjtött adatszolgáltatást, illetve gyakoribb helyszíni ellenőrzéseket tarthatna az adatszolgáltatás valóságtartalmának megvizsgálása céljából. Meg kell jegyeznünk, hogy az állampapírok OTC-forgalmazását szinte minden tőkepiacon bizonyos szintig homály fedi. Különösen így van ez kisebb állampapírpiacokon, ahol néhány intézményi befektető rendelkezik komoly befolyással. Mindez azzal magyarázható, hogy a piaci szereplők – többek között a nagy üzleti volumenek miatt is – igénylik a nyilvánosság korlátozottságát, a nagyobb átláthatóság visszavetné a tőzsdén kívüli piac likviditását.

A számviteli nyilvántartások jelentősen befolyásolják a fennálló államadósság mérését. A kincstári tevékenységhez félig-meddig integrálódott ÁKK ugyanis pénzforgalmi szemléletben könyveli az adósságkezelési tevékenységet, amely szemlélet nem ismeri a kamatok időbeli elhatárolásának lehetőségét. Ezáltal komoly különbségek alakulnak ki a számvitelileg nyilvántartott és a pénzügyileg egyébként kimutatható állami tartozásokkal kapcsolatban. A makrogazdasági mutatók ESA-95 rendszer szerinti nyilvántartására történő átállás mellett figyelemmel kell lenni a pénzforgalmi szemléletből fakadó problémák leküzdésére, és az olyan igényeknek való megfelelésre is, amelynek során a piaci árfolyamváltozásból származó átértékelések módosítanak a tőketartozás és az adósság mértékét is.

Az állampapírpiac fejlesztésével kapcsolatosan az uniós tagjelölteknek számos *operatív intézkedést* is meg kell tenniük.

1. Kibocsátási naptárat kell létrehozni, illetve átlátható és más uniós kibocsátókkal egyeztetett kibocsátási tevékenységet kell folytatni. Az ÁKK már 1996 óta egyre nagyobb figyelmet fordít arra, hogy átlátható és a befektetők által kiszámítható kibocsátási politikát folytasson, ezért rendszeres aukciókat tart, és egész évre vonatkozó kibocsátási naptárat tesz közzé, amely a kibocsátási (aukciós) időpontokat, illetve a felajánlásra szánt instrumentumokat tartalmazza. Jelenleg azonban az ÁKK még

fenntartja a jogot, hogy csupán az aukció előtti héten tegye közzé felajánlását, amit az aukció folyamán 25 százalékkal módosíthat. A rövid távú piaci keresleti viszonyokhoz igazodva még az instrumentumokban is válogathat, a piaci helyzetre érzékenyen reagáló 10 éves fix kamatozású kötvényt például a forrasszerzés sikere érdekében változó kamatozású kötvényre cserélheti az aukciót megelőző héten. Az uniós elvárások szerint ugyanakkor a kibocsátóknak minden negyedévre pontos, kibocsátási mennyiség szerint is részletezett kibocsátási naptárt kell közzétennie, ezért a magyar kibocsátóra e téren is további fejlesztés vár (Wermeser 1999).

2. Az uniós normák mintájára egységesíteni kell az állampapírpiazi konvenciókat:

- Az állampapír-piaci elszámolás az eurózónában T+3 napos, azaz a kötés napját követő harmadik munkanapon történik meg. Ez természetesen csak az intézményesített kereskedési tevékenységekre (tőzsdei forgalom, tőzsdén kívüli árjegyzési kötelezettség, aukció) vonatkozik, az eladó és a vevő az egyes ügyletek során ettől eltérően is rugalmasan megállapodhat. Magyarországon már 1998-ban sikerült az általános T+5 napos tőzsdei elszámolást T+2 napra csökkenteni az állampapír-szekcióban, hosszabb elszámolási időszak jelenleg már csak az aukciókhoz (tehát az elsődleges piachoz) kapcsolódik (T+4 – T+6 nap). Ennek csökkentése már csak azért is ajánlott, mert a közvetítő elsődleges forgalmazók – illetve a mögöttük álló befektetési szolgáltatók – működésében jelentős mértékű kockázatnak kitett pozíciót képvisel az ügyfelek által adott aukciós megbízások fedezetlen hányada.
- Az állampapírok kamatfizetését az eurozóna kötvénypiacán kialakult sztenderdnek megfelelően éves gyakoriságra szükséges módosítani. Magyarországon az 1990-es évek közepén kialakult magas, 30 százalék feletti nominális kamatszint tette indokolttá azt, hogy a kifizetendő kamatok lehetőleg egyenletesebben, két részletben terheljék a költségvetést, ráadásul a piaci likviditásra is jótékony hatással volt, hogy a kamatfizetés okozta likviditásbőség éven belül megosztva jelentkezett. A kamatszint nagymértékű csökkenése miatt ezek az érvek már kevésbé aktuálisak, ezért új kötvény-sorozatainál a magyar kibocsátó is könnyebben igazodhat az éves kamatfizetési gyakorisághoz.
- Meg kell változtatni a belföldi piacon a hozam- és kamatszámítási konvenciót, igazodva a közös európai ún. „napszámítási” sztenderdhez (aktuális/aktuális). A fix kamatozású értékpapírok esetében mind a felhalmozott és kifizetendő kamat, mind a hozammutató éves szintre történő arányosítása (annualizálása) során az eltelt napok a ténylegesen eltelt naptári napokat jelentik, míg a viszonyítási alapot (bázisév) az adott évben lévő naptári napok adják. A magyar befektetőkel az 1990-es évek elejétől kezdve sikerült elfogadtatni azt a ma is működő rendszert, miszerint a magyar kibocsátó a február 29-i értéknapi nem fizet kamatot, és a szökőnaptól függetlenül mindig 365 napos bázisévhez viszonyítva annualizálunk.

- Az eurózónába érkezve újra kell majd denominálni (euró alapon) a korábban kibocsátott magyar állampapírokat (redenomináció).
- A kibocsátónak meg kell szüntetnie az anonim befektetések lehetőségét. Erre az igényre reagálva az ÁKK 2000 folyamán meghirdette, hogy névre szólóvá kívánja átalakítani a Magyarországon legszélesebb értékesítési hálózattal rendelkező anonim befektetést, a Kincstári Takarékjegyet.<sup>10</sup> A további biztonsági lépések között kell említeni a dematerializációt, amely ugyan nem közösségi szintű jogszabályi előírás, ám magas szintű biztonsági formát jelent értékpapír-befektetés esetén.

#### Felhasznált irodalom

- Horváth Á. – Szalai Z. 1998a: A monetáris politika eszköztára az európai Gazdasági és Monetáris Unióban. *Külgazdaság*, 12, 4-23. o.
- Horváth Á. – Szalai Z. 1998b: *Gazdasági és Monetáris Unió*. MNB Műhelytanulmányok, MNB, Budapest.
- Hetényi G. – Hünlich Cs. – Mocsáry P. 2000: *Az Európai Unió pénzügyi rendszere*. Változó Világ sorozat, 35. Útmutató, Budapest.
- Nemescsói A. 1998: Az EMU létrejötte - hatása az állampapírpiacra és az adósságkezelésre. *Bankszemle*, 11-12, 6-12. o.
- Rácz M. 2000: Az euró első éve és a rövid távon várható változások. *Közgazdasági Szemle*, 10, 843-856. o.
- Wermeser Zs. 1999: *Amit a hazai állampapírokról tudni kell*. ETK-füzetek. Dinasztia Kiadó, Budapest.

<sup>10</sup> 2002-ben a bankszámlák és értékpapírok esetében is megszűnt az anonimitás. A szerk.