

Dunavölgyi Mária

A külső és a belső államadósság egységes kormányzati kezelésének nemzetközi tapasztalatai és magyarországi kezdetei

Az idei év elején a PM és az MNB között lezajlott adósságcseré lényegében azt eredményezte, hogy a nettó devizaadósság kezelése a jegybanktól a kormányzathoz került. Az új feladat ellátásához olyan kérdéseket kellett tisztázni, mint például a kormányzat kockázatviselő hajlandósága vagy a hazai, illetve a külföldi devizában kibocsátott adósság szerepének értékelése. E kérdések elemzése során vált nyilvánvalóvá, hogy az adósság kormányzati kezelésbe kerülésének előnye nemcsak a sokat említett jegybanki függetlenség megvalósulása, hanem az is, hogy az átvétellel egyrészt létrejött a külföldi és a hazai devizában fennálló adósság egységes, integrált kezelésének alapja, mely lehetővé teszi az egy szervezeten belül kidolgozott stratégia és taktika adta előnyök kihasználását. Másrészt a külföldi devizákban fennálló adósság átvételével létrejött a közvetlen és szerves kapcsolat az adófizetők forintjai és az adósságállomány devizái között. A korábbi közvetett – úgynevezett nullás állományon keresztül megvalósuló – kapcsolatot közvetlen, egyszerűen áttekinthető kapcsolat váltotta fel.*

A külső és a belső államadósságot egységesen kezelő intézményrendszer kialakulása Magyarországon

Magyarországon a külső és belső adósság kormányzati kezelésében a változás a nyolcvanas évek végén kezdődött. Az eddigiekben nagyrészt az élen járó országok fejlődése során kialakult fő áramlatokat követte, például amikor a jegybanki hitelforrásokat egyre inkább a belföldi pénz- és tőkepiaci finanszírozás váltotta fel, ami többéves fejlődés eredményeként elvezetett a standardizált papírok nagysorozatú értékesítéséhez. A nemzetközi tendenciáknak felel meg az is, hogy a piacok átláthatóságának növelése érdekében az állampapírok egyre nagyobb hányadát aukciókon értékesítjük, és létrejött a folyamatos másodpiaci árjegyzést biztosító elsődleges forgalmazói rendszer. A szervezeti rendszer fejlődése szempontjából mérföldkőnek számított – és az előzőekhez hasonlóan egybevág a nemzetközi fejlődés fő irányával – az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) létrehozása 1995-ben, ami által megvalósult a belföldi adósságkezeléssel kapcsolatos funkciók egy szervezetbe történő koncentrálása.

A legutóbbi változást – részben éppen a nemzetközi példák és elvek hatására – az hozta, hogy az 1997. évi költségvetéséről szóló törvény alapján az Magyar Nemzeti Bank könyveiben lévő, külföldi devizákban meglévő nettó adósság adósságcseré-ügylet

* A cikkben megfogalmazottak a szerző saját nézetei és nem feltétlenül egyeznek az Államadósság Kezelő Központ hivatalos álláspontjával.

keretében a Magyar Nemzeti Banktól lényegében a Pénzügyminisztériumhoz került. A külföldi adósság kibocsátását¹ legkésőbb 1999 elejétől szintén a PM fogja végezni. Az MNB mint a PM ügynöke segíti az ügyletek lebonyolítását.

A külföldi devizákban meglévő nettó adósság pénzügyminisztériumi kezelésbe kerülése technikai okok miatt közvetetten valósult meg, mert az eredeti szerződéseknek megfelelően a külföldi hitelnyújtók továbbra is az MNB-vel állnak szerződéses viszonyban, és az MNB fizeti a kamatokat és a törlesztéseket. Így a devizahitel az MNB által korábban kibocsátott 41 kötvény „tükréként” jött létre, kamatozása és devizaszerkezete megegyezett a kötvények kondícióival, azaz minden MNB általi külföldi kifizetést egy, a PM általi kifizetés előz meg.

Az adósságcserre keretében tehát a PM devizahitelre cserélte a korábbiakban az MNB által kibocsátott devizaadósság növekvő forintértéke miatti leértékelési veszteségként keletkező kamatments, lejárat nélküli úgynevezett nullás adósságot, illetve annak kicserélésére korábbi időszakokban kibocsátott kötvények egy részét. A törvény szerint e devizahitel összegének 1997. január 2-án meg kellett egyeznie az MNB nettó adósságállományával.

A bruttó devizaadósságot megtestesítő portfóliót úgy osztotta el a két intézmény egymás közt, hogy a rövid lejáratú kötvények és a hitelügyletek az MNB-nél maradtak, míg az 1999 elejétől lejáratú kötvények döntő többsége a PM-hez került. A kötvényekkel egy időben bizonyos kockázatok fedezetül szolgáló, az MNB által korábban kötött swap-állománynak megfelelő származékos (derivatív) értékpapír-állomány is „leképeződött” a két intézmény között. Az átvett portfólió kezelésének gazdája a továbbiakban a PM (Államkincstár, Államadósság-kezelő Központ), az MNB pedig ügynöki teendőket lát el.

Az adósságcserre eredményeként a központi költségvetés adósságállománya az *1. táblázatban* és *1. ábrán* láthatók szerint változott meg.

Az adósságcserre okaként és indokaként általában két tényezőt szoktak megjelölni. Ezek egyike az a maastrichti elvekben megfogalmazott követelmény, amely a nemzeti deviza értékállóságának egyik biztosítékát a költségvetési hiány közvetlen jegybanki finanszírozásának tilalmában határozza meg. A másik ok az a Magyar Nemzeti Bankon belül megfogalmazott igény, hogy a jegybank monetáris hatóság legyen, és célrendszerét ne zavarja más funkció és kötelezettség.

A külföldi devizákban meglévő adósság kezelésének a fenti módon leírt átadása során azonban más, az előzőekhez hasonlóan fontos előnyök váltak egyre világosabbá. Az átvétellel egyrészt kialakult a külföldi és a hazai pénzben fennálló adósság egységes, integrált kezelésének alapja, amely lehetővé teszi az egy szervezeten belül kidolgozott stratégia és taktika adta előnyök kihasználását, és a nemzetközi gyakorlatban kiforrott tapasztalatok hasznosítását e területen. Másrészt, a külföldi devizákban fennálló adósság pénzügyminisztériumi kezelésével létrejött a közvetlen, átlátható és szerves kapcsolat az adófizetők forintjai és az adósságállomány devizái között. A korábbi közvetett – úgynevezett nullás állományon keresztül megvalósuló – kapcsolatot közvetlen, egyszerűen áttekinthető kapcsolat váltotta fel.

¹ A kilencvenes évek elejétől a magyar államadósságot is egyre növekvő mértékben a pénz- és tőkepiacon kibocsátott állampapírok kibocsátásával finanszírozzák. E folyamat megnevezésére röviden az adósság-kibocsátás terminológiáját használjuk.

1. táblázat

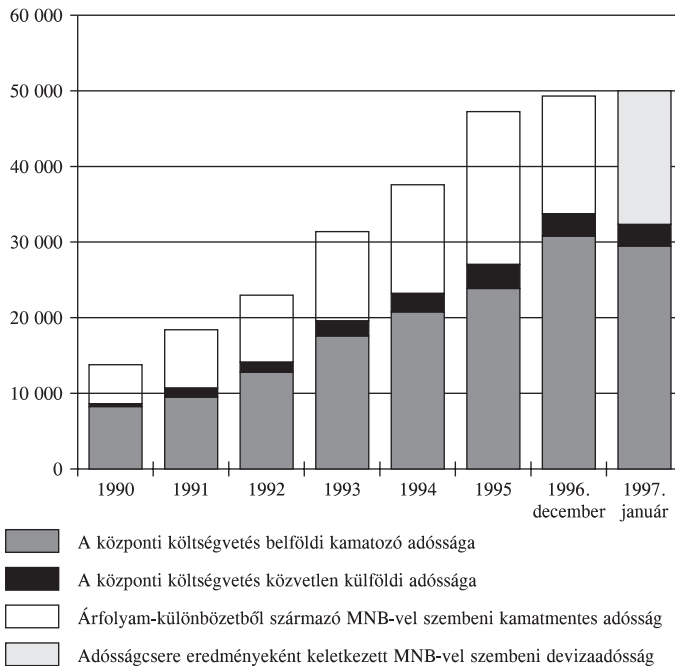
A központi költségvetés bruttó adósságállományának nagysága és összetevői
(milliárd forint)

Megnevezés	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996. december	1997. január
A központi költségvetés belföldi kamatozó adóssága	829,6	953,3	1282,3	1762,8	2075,0	2390,3	3076,6	2949,7
A központi költségvetés közvetlen külföldi adóssága	37,4	118,8	133,9	202,7	236,5	319,9	289,9	288,0
Árfolyam-különbözetből származó MNB-vel szembeni kamatmentes adósság	519,2	777,9	888,9	1182,0	1440,1	2023,3	1563,3	
Adósságcserére eredményeként keletkezett MNB-vel szembeni devizaadósság								1774,3
Összesen	1386,2	1850,0	2305,1	3147,4	3751,6	4733,5	4931,0	5012,1

Forrás: ÁKK.

1. ábra

Az adósságállomány összetétele
(milliárd forint)



Az külső és belső államadósság egységes kezelésének nemzetközi tendenciái és elméleti megfontolásai

A külső és belső adósság kezelése az OECD-országok többségében már hosszabb ideje egységes szemléletben, egy szervezeten belül történik. Ez a szervezet általában vagy a pénzügyminisztérium egy főosztálya (például Franciaországban, Kanadában, Németországban, Belgiumban), vagy pedig többé-kevésbé elkülönült adósságkezelő szervezet (például Svédországban, Írországban, Ausztriában, Új-Zélandon). A jegybankok sok országban látják el az adósságkezeléssel kapcsolatos ügynöki teendőket. Az egységes, integrált adósságkezelés egyes területein (például az adósság nagysága, a deviza összetétele, az árfolyamkockázat kezelése terén) már sok hasznos tapasztalat halmozódott fel, bár bizonyos kérdésekben (például a kamatkockázatok kezelése) a nemzetközi közgondolkodás is még inkább csak a kérdések megfogalmazásánál tart.

Az adósságállomány egészével kapcsolatos és a szűken értelmezett adósságkezelésen túl is mutató első alapvető kérdés ma számos országban az adósságállomány optimális nagyságának vizsgálata és az ideálisnak tartott szint kialakítása (ez általában csökkentést jelent).

Az adósságállomány optimális nagyságának meghatározása

Az egyik sokat tárgyalt kérdés, hogy az eladósodás képes-e egyenletesebbé tenni az adóztatást. A fenntarthatóság gondolatának térnyerésével ugyanis mára egyértelművé vált, hogy az eladósodás súlyos veszélyeket rejt magában. Az eladósodásból finanszírozott jóléti intézkedések generációk közötti, az utódok számára hátrányos jövedelemát csoportosítással járnak. Országok hosszú sorának példája igazolja, hogy tartóssá váló gazdaságszerkezeti problémákat sem lehet valós intézkedések nélkül, átmenetinek szánt eladósodással kezelni. Az állam – infrastrukturális fejlesztésén kívüli – beruházásainak létjogosultságai sem igazolódtak. Az állami eladósodás számos hátránya vált egyértelművé a kiszorító hatástól kezdve a szélsőséges esetekben kirobbanó napi adósságkezelési nehézségekig.

A maastrichti kritériumok – az adósságállomány fenntarthatóságának biztosítása, azaz az adósságspirál elkerülése érdekében – a GDP 60 százalékában maximálják az adósságállomány nagyságát. Számos ország közelmúltbeli történelme mutatja, hogy az adósságállomány csökkentése megvalósítható cél, amelyek közül talán a Magyarország számára legbiztosabb két példa a méreteikben is hasonló Írország és Új-Zéland. Ezek az országok Magyarországhoz hasonlóan általános egyensúlytalansági problémákkal küszködtek, majd egyensúlyjavító programokkal stabilizálták gazdaságukat, és csökkentették eladósodottságukat.

Magyarország számára is célkitűzés, hogy az adósságállomány GDP-n belüli arányát tendenciájában a csökkenés jellemezze. E teljes adósságra vonatkozó stratégiai cél a változás fő irányát jelöli ki, megengedi azonban az adósságállomány időnkénti, átmeneti emelkedését. Az átmeneti emelkedés más országokban is előfordul, például strukturális reformok végrehajtása során (például a hárompilléres nyugdíjrendszerre történő áttérés-kor), amikor korábbi rejtett adósságok nyílttá válnak, egy-egy nagyobb törlesztési időszak előtt vagy a külföldi devizában meglévő adóssággal kapcsolatban, amikor azt a tartalék szintjének szükséges emelése indokolja.

Az adósságállomány nagyságára vonatkozó célok mellett a másik alapvető kérdés, amit az államadósságok kezelőinek tisztázniuk kell: a *kockázatvállalási hajlandóság*, azaz annak eldöntése, hogy milyen mértékű és milyen típusú kockázatokat hajlandók vállalni, és milyeneket nem.

2. táblázat

A bruttó államadósság a GDP százalékában

Ország	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Új-Zéland	62	60,5	63,8	63,3	56,5	51,6	46,4
Írország	92,1	89,7	87,6	87,7	83,9	78,2	73,3

Az államadósság-kezelők kockázatvállalási hajlandósága

A kockázatvállalási hajlandóság tisztázása számos, alapvető kérdéssel kapcsolatos döntés meghozatalához szükséges. Ezek közül az első a külső és belső adósság arányára vonatkozó döntés, ami ugyan nem azonos, de összefügg az adósság devizaszerkezetére vonatkozó döntéssel is. A különböző kockázati elemek mérlegelése elengedhetetlen mind az adósság lejárat szerkezetére vonatkozó irányelvek kialakításához, mind a fix és változó kamatozású adósság arányának meghatározásához.

A nemzetközi gyakorlatban az államadósság-kezelőket a fenti kérdésben a kockázatkerülő magatartás jellemzi. Ennek elméleti alapjai a következők.

Az első megfontolás azt vizsgálja, hogy az adósságkezelő adófizetőktől „kapott” felhatalmazása mire terjed ki. Tekintve, hogy a csökkenő hozadék törvényének alapján az adófizetők zömének hasznossági görbéje degresszív, azaz csökkenő meredekségű – amit az is bizonyít, hogy a befektetők zöme befektetései allokációjakor kockázatkerülő magatartást tanúsít –, nincs ok azt feltételezni, hogy az adójukból visszafizetendő adósságállomány kezelése során kockázatvállaló magatartásra hatalmaznak fel az adósság kezelőjét.

Egyszerűen szólva, még ha a kockázati nyereség és veszteség valószínűsége egyaránt 50-50 százalék, akkor is igaz, hogy nyereség esetén a haszon kevesebb, mint veszteség esetén az elszenvedett veszteség, ugyanis a csökkenő hozadék miatt a nyereség és a veszteség hasznosságának várható értékei eltérnek egymástól. Mindennapi tapasztalatlunk, hogy jobban fáj, ha elvesztünk egy x nagyságú összeget, mint amennyire annak örülünk, ha váratlan ajándékként hozzájutunk ugyanehhez az x összeghez. A kockázati nyereség és veszteség hasonló ehhez, hiszen veszteség esetén több adóra lesz szükség, míg nyereség esetén elegendő kevesebb adót beszédni.

Természetesen a fentiek jól megférnek azzal, hogy egyes, kisebbségben lévő befektetők kifejezetten kockázatkereső magatartást tanúsítanak. A befektetések világában azonban elkülönült intézmények és eszközök szolgálják az ilyen típusú keresletet, azaz határozottan kinyilvánított preferencia keretében – nem pedig valamilyen vélelmezett általános felhatalmazásra hivatkozva – kerül sor a kockázatvállalásra.

A második megfontolás közel áll a tradicionális banki, intézményi befektetői szemlélethez, ugyanis a bevételek és kötelezettségek pénzfolyamait és jellemzőit veti egybe. Abból a tényből például, hogy a pénzügyminisztériumok adóbevételei a nemzeti valutákban (Magyarországon forintban) keletkeznek, az a következtetés adódik, hogy az adósságot is célszerű a nemzeti valutában felvenni, illetve a külföldi devizában fennálló kötelezettségeiket is célszerű semleges (neutrális) szerkezetben, azaz a nemzeti valuta árfolyam-alakulásához képesti legkisebb kockázatot rejtő devizaszerkezetben meghatározni.

Ugyanennek a gondolatmenetnek állományi szemléletű megfogalmazása arra a kérdésre ad választ, hogy vajon milyen eszközök állíthatók a kötelezettségekkel szemben a kormányzatok mérlegeiben. A tényleges állami vagyonon túl elfogadhatjuk azt az eszközt, ami Új-Zélandon például tényleges mérlegtételként szerepel, azaz az úgynevezett adóztató képességet. Az adóztató képesség mérlegben szerepeltethető értéke a várható

adóbevételek jelenértékével becsülhető. A kockázatviselő hajlandóság és képesség szempontjából ez alapján még egy következtetés bizonyosan levonható, mégpedig az, hogy Magyarország esetében az adóztató képesség valószínűleg elérte a lehetőségek határát, azaz az adók már nem növelhetők érdemben tovább, ami szintén a kockázatkerülő magatartás mellett szól.

A fenti megfontolások alapján az integrált adósságkezelés első nagy kérdése a külföldi és belföldi devizákban fennálló adósság optimális aránya, azaz annak mérlegelése, hogy az egyes komponensek milyen előnyöket és kockázatokat rejtenek magukban, illetve milyen finanszírozási költségeket okoznak.

A külföldi és belföldi devizában megtestesülő adósság optimális aránya

Minden adósság lejáratának, illetve visszafizetésének megállapításakor az adósságállomány szerkezetét érintő döntés születik. Tekintve, hogy sok esetben a visszafizetendő forrás részleges vagy teljes megújítása szükséges, a megújítás módja változtatható az eredeti adósságszerkezeten. A kérdés tehát úgy vetődik fel, hogy hazai vagy idegen pénznemben célszerű-e a megújítást végrehajtani, azaz a teljes adósságon belül a belföldi vagy a külföldi valutában fennálló adósság részesedése növekedjen-e.

E döntést illetően markánsan kirajzolódó nemzetközi tendencia, hogy a fejlett országok fokozatosan a belföldi valutájú finanszírozásra helyezik a forrásbevonás súlypontját, és a külföldi befektetőket is saját pénznemben kibocsátott állampapírjaik megvásárlására ösztönzik. Az OECD-országok közül sokban már csak a közelmúlthoz fűződő emlék a jelentősebb külföldi valutában kibocsátott adósságállomány. Angliában például a tartalékok szintje meghaladja a külföldi valutában kibocsátott adósság állományát, Új-Zélandon nemrég érték el a semleges nettó pozíciót. Franciaország ugyan kibocsát ECU-kötvényeket, de ezek szerepe elenyésző a finanszírozásban. A külföldi devizában kibocsátott adósságállomány Belgiumban is csupán 10 százaléka az összes adósságnak, ami pedig a GDP 130 százaléka ráugr. Írországban ugyanez arány 35 százalék volt 1996-ban és folyamatosan csökken. A legmagasabb érték Finnországot jellemzi, azonban az elfogadott adósságkezelési stratégiával összhangban aránya szintén csökkenő.

Az egyik legfőbb érv a hazai pénznemben történő eladósodás mellett a kockázatvállalási hajlandósággal kapcsolatban már tárgyalt azon megfontolás, hogy a bevételek és kiadások közötti természetes fedezet valósul meg. Bár az egyszerű költség-haszon elemzés könnyen vezethet arra az eredményre, hogy a külföldi devizában történő eladósodás olcsóbb, és így arányát érdemes növelni a finanszírozásban, számos más indok is a külföldi devizában történő adósság részarányának csökkentését támasztja alá. Ilyenek például a belpiaci kapcsolatos jobb informáltság, az a tény, hogy a belföldi devizában fennálló adósságállomány hitelminősítése általában kedvezőbb, valamint a belföldi eladósodás tőkepiaci hatásaihoz fűződő pozitív externáliák és a finanszírozás biztonságának növelése.

Az állam mint kibocsátó más szerepet tölt be akkor, ha külföldi devizában bocsát ki értékpapírokat, és más szerepet akkor, ha ezt saját valutájában teszi. A nemzetközi piacokon még a nagy adóssággal rendelkező országok is csupán a piac egy szereplőjének számítanak, míg saját belföldi piacukon meghatározó tényezők. Így a befektető számára – a nemfizetési kockázat mérlegelésekor – nagyobb biztonságot jelent, ha a kibocsátó saját valutájában vásárol állampapírt, különösen, hogy a kibocsátó bevételeinek döntő hányada saját fizetési eszközében realizálódik. Ez tükröződik a nemzetközi értékelő ügynökségek gyakorlatában, amely szerint a saját pénznemben fennálló adósság kedvezőbb minősítést élvez, mint az idegen valutában fennálló tartozások (Magyarország esetében Standard and Poor's adósságminősítő ügynökség a forinttartozásoknak A-, a külföldieknek BBB- fokozatot ítél).

A belföldi pénz- és tőkepiacon az állami kibocsátó előnyt élvez, hiszen itt bővebben állnak rendelkezésére információk, mint a devizapiacokon. A piacon versengő befektetőknek viszont potenciális hatékonyságelőnyük van az árfolyamkockázat fedezésében. A belföldi valutában történő eladósodás azt jelenti, hogy a belföldi fizetőeszköz árfolyamkockázatát a befektető viseli, ezért a külföldi devizában kibocsátott értékpapírok hozamánál némileg magasabb szint az alacsonyabb kibocsátói kockázat miatt – azaz a kockázatsökkenés költségeként – az egyszerű költség–haszon elemzési kereten belül is elfogadható.

A belföldi eladósodáshoz fűződő pozitív externália (közvetett hatás) a tőkepiac méretének, kultúrájának és infrastruktúrájának fejlődése. E tényezők társadalmi haszna nem mutatható ki egyszerű költség–haszon elemzéssel, azonban a kibocsátó számára is növelik a finanszírozás biztonságát. Az üzleti szektor számára is fontos a minél megalapozottabb és minél hosszabb állampapír-hozamgörbe megléte, amelynek jelentős orientáló szerepe van a hitelpiac egészére nézve. Ezzel szemben áll természetesen a kiszorító hatás kedvezőtlen volta, de e probléma érdemben csak az adósságállomány egészének csökkentésével orvosolható.

Ha az állam mégis külföldi források bevonása mellett dönt, annak oka általában a devizatartalékok szükséges szinten tartása, vagy az ország megítélésében bekövetkezett kedvező változás piaci demonstrálása, amely kedvező hatású az ország más kibocsátói számára. További ok lehet – főként fejlődő országok esetében – a belföldi piac fejletlensége (például a lejárat szerkezet javítása csak külföldi hitellel oldható meg), de ilyenkor az a veszély, hogy a gyógymód konzerválhatja a bajt. Az átmeneti makrogazdasági ingadozások kivédése is érvként szolgálhat még, például a kibocsátás vagy az exportárak ingadozása, csak hogy általában nagyon nehéz az átmeneti és a tartós hatásokat biztonságosan megkülönböztetni egymástól.

A külső adósság kibocsátása egyes értelmezések szerint felfogható úgy is, mint gazdaságpolitikai jelzés (*policy signal*), amely azt bizonyítja, hogy a kormány nem fog inflációval adósságot csökkenteni, ez azonban inflációhoz kötött kamatozású kötvényekkel is elérhető. A külföldinél magasabb hazai infláció esetén is vonzó lehet a külföldi devizában történő eladósodás, mert a kamatkidadások alig magasabbak a reálkamatnál, és az infláció hatása csak a lejáratkor, az adósságállomány hazai devizában kifejezett megnövekedett nagyságának törlesztésekor jelentkezik. E „halasztó” hatáson túl további csábító tényező, hogy a költségvetési hiány nemzetközileg elfogadott számítási módja szerint míg a kamatfizetések növelik a költségvetési hiányt, addig a törlesztések összegei a hiány nagyságát nem befolyásoló, ún. finanszírozási tételek. Az előzőekhez hasonlóan azonban itt is igaz, hogy ugyanez a cél elérhető belföldi pénznemben kibocsátott, tőke-újraértékelést megvalósító indexált (*indexed-linked*) kötvények kibocsátásával is.

A fenti okfejtések érvényessége országonként némileg eltérő lehet, annak függvényében, hogy milyen esélyt adunk az Európai Monetáris Unió (EMU) tényleges megvalósulásának, és hogy az egyes országok mely időpontban csatlakozhatnak. Azok számára, akik csatlakoznak, a viszonyítási rendszer változni fog. Az EMU megalakulásának állampapír-piaci hatásait övező találgatások egy része úgy véli, hogy a nagy belföldi befektetői bázissal rendelkező tagországok elveszíthetik befektetőik egy részét, hiszen az árfolyamkockázattól való félelem és a hazai devizához kötődő hűség értelmüket veszti. Ez a veszély úgy kerülhető el, ha az állampapírok befektetői között külföldiek is képviselve vannak már jóval a csatlakozás előtt, hisz így az ország rugalmasabb alkalmazkodásra képes. Ez azonban nemcsak idegen devizában kibocsátott kötvényekkel érhető el, hanem azzal is, ha a belföldi devizában történő kibocsátásokat könnyen hozzáférhetővé teszük külföldi befektetők számára is.

A belföldi valutára koncentrált adósságkezelés nem jelent kizárólag belföldi befektetői bázist. Az a kormányzati törekvés, hogy külföldiek számára vonzóvá váljanak a belföldi

papírok, számos ország (például az Egyesült Államok, Anglia, Németország, Franciaország vagy Írország) esetében megfigyelhető. A külföldi befektetők részvétele a belföldi állampapírokkal történő finanszírozásban egyes országokban a 20-30 százalékot is eléri. A külföldi befektetők „becsalogatásának” eszközei a piaci átláthatóság növelése, az instrumentumok, deviza- és adószabályok egyszerűsége, a másodpiaci likviditás növelése és esetenként némi közvetlen marketingtevékenység.

A továbbiakban a külföldi devizákban fennálló adósság kezelésének kérdéseire koncentrálok, mert e téma a hazai szakirodalomban viszonylag feltáratlan területnek számít, míg a belföldi valutában fennálló adósság kezelésének kérdéseit több cikk is tárgyalta már.² A nemzetközi szakirodalom sem bővelkedik igazán a szuverén adósok külső adóssága kezelésének kérdéseivel. Hiánypótlónak tekinthető az Euromoney által a közelmúltban kiadott könyv,³ ami a nehezen hozzáférhető konferenciadokumentumok⁴ mellett végre nyilvánosan tárgyalja a kérdés elvi és gyakorlati oldalát. Ráadásul bizonyos kérdések élesebben vetődnek fel külföldi devizák esetén.

A külföldi devizákban meglévő adósság kezelésének elvei és gyakorlata

Az a cél, hogy az adósságállomány finanszírozása hosszabb időhorizonton a lehető legolcsóbban történjen meg, a biztonság, illetve kockázatok egy előre megállapított szintje mellett. A devizaadósság-kezelés esetében ez azt jelenti, hogy a külföldi devizában fennálló adósság forintban kifejezett költségeit kell minimalizálni.

A kockázati szint meghatározásakor a széles körű konszenzus jelentősége nagy, mert a költségek és a kockázati szint csak együtt vizsgálható, hiszen a biztonság pénzbe kerül. A kockázatok köre a külföldideviza-adósság esetében a belföldi adósságtól eltérő elemeket is tartalmaz, mert a kockázatok a külföldi valuták esetében sokrétűbbek és a kibocsátó számára közvetlenül nehezebben befolyásolhatók (például: keresztárfolyam- és partnerkockázat). A költség-haszon elemzést ebben az esetben az bonyolítja, hogy a konkrét költségekkel szemben a haszonoldalon kockázati valószínűségek, veszteségek várható értékei állnak. Utólag még az is kiderülhet, hogy egy nagy árfolyamkockázat vállalása nem okozott volna bajt, sőt nyereséget is hozott volna, de a döntést előzetesen kell meghozni, s a kockázatok kerülését valló stratégia nem vállalhat a kétes kimenetel miatt előzetesen nagy rizikót.

A biztonsági szempontok és költségek mérlegelésével a döntéshozóknak minden országban meg kell állapítaniuk azt a biztonsági szintet, amelynek elérését az adósságportfólió kezelői számára követelményként előírják. E széles körű konszenzust testesíti meg az úgynevezett benchmark, azaz a viszonyítási (vagy referencia-) portfólió, amely a fő kockázati elemekre vonatkozó vállalható kockázatok fajtáit és szintjét fejezi ki. Az üzleti cégektől eltérően az államadósság-kezelésben a referenciaportfólió szerepe elsősorban nem a teljesítménymérés, hanem a portfólió szerkezetének meghatározása, amelytől csak kevéssé és főként technikai okokból, átmenetileg, vagy egy bizonyos nem túl nagy mértékben, a kockázat tudatában és vállalásával lehet eltérni. A viszonyítási portfólió ily módon történő definiálása az államadósság-kezelés területén a fejlett országokban egy-két kivételtől eltekintve általánosnak tekinthető.

Az adósságállomány és a hozzá kapcsolódó fedezeti ügyletek együtteséből alkotott portfólió értéke egyenlő a portfólióban szereplő pénzáramlások diszkontált értékeinek

² Többek között: *Kissné* [1992], *Kondrát* [1996] és *Dunavölgyi* [1996].

³ *Excellence ...* [1997].

⁴ *Conference ...* [1996].

forintra átszámított összegével. Az érték változását előidézheti devizaárfolyam- és kamatlábváltozás, valamint a portfólióban szereplő fedezeti ügyletek piaci értékének változása. A referenciaportfólió meghatározása alapvetően két kockázati elem, az árfolyam- és a kamatkockázat kezelésére vonatkozóan nyújt iránymutatást. A többi kockázat (a partnertől vagy szerződőféltől függő, nagy koncentrációból adódó stb.) kezelésének szabályozása limitek, valamint a derivatív ügyletekben elfogadott partnerek minimális hitelképességi szintjének előírásával történik.

A vállalható árfolyamkockázat meghatározása

A nemzetközi gyakorlatban kialakult, általánosan elfogadott államadósság-kezelési elvekben a hangsúly az elmúlt két évtized tapasztalatai alapján a kockázatmentes portfólió kialakítására került. Ez a cél úgy érhető el, ha a külföldi adósságot abban a devizában tartják, amelyhez az ország belföldi valutájának árfolyamát kötik. Ez a deviza sok ország esetében a dollár (például Latin-Amerika) vagy a német márka (például Dánia, Belgium), illetve az ECU összetevőiben ölt formát (például Svédország és részben Finnország).

Az árfolyamkockázat vállalható szintjének meghatározásakor – a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően – három tényezőt célszerű figyelembe venni. Az első szempont a már említett, adófizetőktől „kapott” korlátozott felhatalmazás szerint tehát a minimális és csupán a csúszó leértékelés miatt elkerülhetetlen árfolyamkockázatot rejtő portfólió: a forint árfolyamát meghatározó valutakosár – amelynek összetétele 70 százalék márka és 30 százalék dollár. A második, szintén már említett megfontolás szerint, mivel a Pénzügyminisztérium bevételei forintban keletkeznek, a külföldi devizában fennálló kötelezettségeit célszerű neutrális szerkezetben, azaz a forint árfolyamának meghatározásához használt valutakosár összetételében tartani.

Figyelembe kell venni a kifizetések tervezhetőségét is. A valutakosár összetételében megvalósuló pénzáramlás ebből a szempontból is a ideális, mert a portfólióköteg forintértéke csak az általános leértékelés függvényében változik, más ingadozást kevéssé mutat.

A fentieknek megfelelően az ÁKK, miután átvette a nettó adósságállományt megtestesítő portfóliót, swap-ügyletek sorozatával a valutakosár szerkezetével egyező összetételű állományt hozott létre. A referenciaportfóliótól való lehetséges maximális eltérést a – hagyományos példákat követve – 5 százalékban határozták meg.

A jövőben felvételre kerülő hitelek esetében, amennyiben nem a valutakosár-szerkezetnek megfelelő összetételűek, mindig ki kell állniuk azt a próbát, hogy a szükséges fedezeti ügyletek költségeinek figyelembevételével sem drágábbak, mintha a kosárnak megfelelő hitelről lenne szó.

A forint leértékelésének kockázata ugyan nem kerülhető el, bár elvileg erre is köthető fedezeti ügylet a belföldi határidős devizapiacra (gyakorlatilag azonban ehhez valószínűleg nem elég likvid), mélyebb elemzés nélkül is talán megkockáztatható az az állítás, hogy váratlan nagymértékű leértékelések következtében nemcsak a devizakövetelések nőnek meg, hanem az infláció és az adóbevételek nominálértéke is. Ha ez igaz, akkor természetes fedezettség valósul meg.

A kamatkockázat kezelése

Míg a deviza-összetétel kialakítására vonatkozóan a nemzetközi gyakorlat és egyes elméleti megfontolások egyértelmű iránymutatással szolgálnak, addig a kamatkockázat keze-

lésének területén csak bizonyos hüvelykujjszabályok és tradíciók követése kínál cseppet sem egyértelmű fogódzót.

Még azoknak az országoknak a többségében sem teljesen elégedettek az alkalmazott módszerekkel, ahol világos irányelvek vannak a kamatkockázat kezelésére. Napjainkban vizsgálják felül azokat. Ilyen országok Belgium, Ausztrália, Finnország és Kolumbia. A felülvizsgálat módszerei az egyszerű átlag-szórás elemzéstől a legkorszerűbb VAR (*value at risk*) módszerig, illetve szimulációs modellekig terjed. Számos ország erre a célra nemzetközi befektetési bankok tanácsait is igénybe veszi (UBS, J. P. Morgan, Salomon Brothers).

Az említett országok körében általában inkább az adósságállomány fix és mozgó kamatozású komponenseinek arányára vonatkozó irányelvek a jellemzők, nem pedig a hátralévő átlagos futamidőre, a durációra⁵ vonatkozó célok. A lejárat szerkezet alakítása elkülönült megfontolások alapján, általában az egyenletesség elvét követve történik. A kamatkockázat kezelésében kiemelt fontosságú szempontnak tekintik a kifizetések (*cash flow*-k) stabilitását, így a mozgó kamatozású komponens referenciaportfólióban vagy irányelvekben megfogalmazott maximálisan megengedett aránya az említett országokban 15 és 30 százalék között mozog (például: Finnországban és Írországban maximum 15 százalék, míg Kolumbiában 25 százalék).

Svédország az a kivétel, ahol a módosított duráció szerepel a referenciaportfólióban, s értéke az 1,5–2,5 százalékos intervallumban mozoghat. A célkitűzés konkrét megvalósítása azonban úgy történik, hogy az adósságállomány egyik fele mozgó, a másik fele pedig 10 éves fix kamatozású adósságban testesül meg (átlagos lejárat 5 év körüli), azaz gyakorlatilag itt is az összetétel szabályt követik, egyedülállóan magas mozgó kamatozású komponenssel, 50-50 százalékos megoszlással.

Megállapítható tehát, hogy az a duráción alapuló, pénzügyintézeteknél, befektetési alapkornál követett megközelítés, mely szerint a forrás- és eszközoldal egyensúlyára kell törekedni, az államadósság esetében csak nagyon korlátozottan értelmezhető, mert az „adóztató képesség” nevű eszköz durációja például nehezen meghatározható. Célszerű a durációt tehát komponenseire, azaz a lejárat szerkezetre és a fix és mozgó kamatozású papírok arányára bontani, és úgy elemezni tovább.

A megújítási kockázat csökkentése érdekében érdemes a lejárat szerkezetet egyenletessé tenni. Ez a fentebb ismertetett nemzetközi példákban is megfogalmazódó cél. Hasonló megfontolásokból a lejárat szerkezet 10 évig történő hosszabbítása is általános gyakorlat. A magyar adósságállomány szerkezete ebből a szempontból sokat javult az utóbbi esztendőben.

A fix és változó kamatozású adósságelemek arányának meghatározásánál feltétlenül érdemes figyelembe venni a kiadások tervezhetőségének szempontját, ami finanszírozási költségek megtakarítását teszi lehetővé. E feltételnek a fix kamatozás felel meg jobban, hiszen a kamatfizetések devizaösszege előre ismert. Hátránya, hogy a kibocsátó nem élvezzi az esetleges kamatcsökkenések előnyeit, valamint hogy a piaci áron mért adósságállomány értéke (*mark to market value*) jelentős ingadozásokat mutathat a kamatlábak ingadozásának hatására. Ez a szempont azonban a kormányzati kibocsátó számára nem olyan jelentős, mint más piaci szereplők esetében, hiszen a lejárat előtti visszavásárlás viszonylag ritkább, az adósság általában lejáratkor, névértéken kerül visszafizetésre.

Noha az általános ajánlások szerint a referenciaportfóliónak (*benchmark*) robusztusnak kell lennie, azaz nem célszerű aktuális piaci várakozásokat magában foglalnia, az 1997. eleji piaci helyzet azonban annyira egyértelmű volt, hogy egyértelművé tette legalábbis a rövid távú preferenciákat is. Mivel a kamatlábak a nemzetközi piacokon törté-

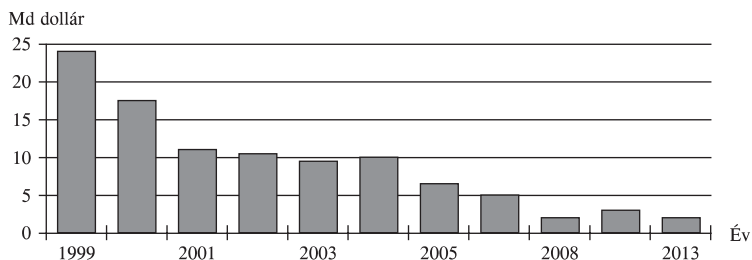
⁵ Az egyes kifizetésekig (kamat + törlesztés) hátralévő időtartamok súlyozott átlaga.

3. táblázat
Az MNB-től átvett devizaadósság lejárat szerkezete
(1997. márciusi állapot)

Évszám	Tőke (milliárd dollár)	Megoszlás (százalék)
1999	2405,9	23,78
2000	1766,1	17,45
2001	1089,5	10,77
2002	1045,9	10,34
2003	952,1	9,41
2004	998,1	9,86
2005	648,4	6,41
2007	486,3	4,81
2008	202,6	2,00
2011	324,2	3,20
2013	200,0	1,98
Összesen	10119,2	100,00

Forrás: ÁKK.

2. ábra
A devizaadósság lejárat szerkezete
(milliárd dollár)



nelmi mélypontra voltak, egyértelmű volt, hogy a devizafedezeti ügyletek során az eredetileg is zömmel fix kamatozású adósság átalakítása során továbbra is a fix kamatozást részesítettük előnyben. A vezérlő elv az volt, hogy a fix kamatozású adósság aránya ne csökkenjen 80 százalék alá.

Kibocsátási politika

A külső adósság átvételekor kötött szerződés szerint a Pénzügyminisztérium legkésőbb 1999 elejétől kezdi meg kibocsátói tevékenységét. Mivel e tevékenység még nem kezdődött meg, e területen nem számolhatunk be hazai tapasztalatokról.

A nemzetközi gyakorlatban a kibocsátókat alkalmoszerű/opportunista vagy stratégiai jelzővel szokás illetni. Az alkalomhoz igazodó kibocsátót a rövid távú előnyök követése, az éppen elérhető legkedvezőbb kondíciók kihasználása jellemzi. Nem foglalkozik a papírok másodpiaci hozamának alakulásával és a befektetők későbbi elégedettségével sem.

Dánia például jellemzően ilyen hitelfelvevő ország, amely kizárólag az adott ügylet lehető legalacsonyabb költségének elérésére törekszik.

A stratégiai kibocsátót ezzel szemben a kockázatok kerülése és a befektetők jövőbeli elégedettsége is motiválja. Referenciaportfólió-kibocsátásokkal biztosítja a megfelelő másodpiaci likviditást, az árazásban pedig nem csupán a pillanatnyi ár, de a hosszabb távú áralakulási kilátások is szerepet játszanak. A valóságban a stratégiai kibocsátók is követnek alkalomtól függő gyakorlatot.

Arra a kérdésre, hogy mely stratégia a célszerűbb, az időhorizont és a finanszírozási szükséglet jellege szerint lehet válaszolni. Rövid távon az alkalomszerű/opportunista hitelfelvétel az olcsóbb, hiszen ez a stratégia lényege. Ha azonban hosszabb távú piaci jelenlétre és nagyobb tömegű forrásbevonásra van szükség, akkor a biztonságra törekvő, a befektetők hosszabb távú megtartásával is törődő stratégia tűnik célravezetőnek. A gyakorlat is ezt mutatja, mert a szuverén kibocsátók, azaz a legtöbb állam általában inkább stratégiai jellegű kibocsátásokkal finanszírozza magát, amelyeket időnként opportunista akciókkal egészítenek ki.

Hivatkozások

- CONFERENCE... [1996]: Conference on Sovereign Assets and Liabilities Management. Hongkong, 1996. november 25–27.
- DUNAVÖLGYI MÁRIA [1996]: Az állampapír-értékesítési módszerek nemzetközi tapasztalatai. *Külgazdaság*, 6. sz.
- KISSNÉ LADÁNYI ÉVA [1992]: Aukciós kibocsátási technikák elemzése. *Bankvilág*, szeptember.
- KONDRÁT ZSOLT [1996]: Az aukciós módszer hatása a kincstár bevételeire. *Közgazdasági Szemle*, 6. sz.
- EXCELLENCE ... [1997]: Excellence in Debt Management. (Szerk.: *Kari Nars*) Euromoney book.