

HORVÁTH JÓZSEF–MOLNÁR LÁSZLÓ

## EUROFORINT- KÖTVÉNYKIBOCSÁTÁSOK

A devizáról szóló 1995. évi XCV. törvény végrehajtásáról szóló rendelet 2001. júniusi módosítása eredményeképpen lehetővé vált, hogy külföldi és belföldi adósok forintban denominált kötvényeket bocsássanak ki külföldön.

A cikkben elemezzük a 2001. június–2002. április közötti euroforint-kötvényki-bocsátások feltételeit, bemutatjuk azok kibocsátóit, befektetőit és a szervezésben érintett befektetési, illetőleg kereskedelmi bankokat. Megállapítható, hogy a kibocsátások volumene elmaradt az előzetes várakozásoktól, s a szóban forgó papírok futamideje is meglehetősen rövid, jellemzően két-három év. Az írás végén röviden bemutatunk néhány közép-európai eurokötvény-piacot. A tapasztalatok alapján valószínűsíthető, hogy az euroforint-piac előtt számottevő fejlődési lehetőség áll.

Az euroforint-kötvényki-bocsátások forintpiacra gyakorolt hatásának elemzéséből az derül ki, hogy azok a jelenlegi mérsékelt volumen következtében nem gyakorolnak érdemi hatást a forint árfolyamára. A szóban forgó kibocsátások ugyanakkor nagy húzóerőt jelentenek a közép- és hosszú lejáratú kamat- és devizaswap-piac fejlődése szempontjából. Bár rövid távon ilyen veszély nem látszik, egy likvid euroforint-kötvénypiac potenciálisan segítheti a forint elleni árfolyam-spekulációt. Éppen ezért folyamatosan figyelemmel kell kísérni a folyamatokat és azok hatásait.

### JOGSZABÁLYI FELTÉTELEK, DEFINÍCIÓ

A tőkepiacokon megkülönböztetünk belföldi és nemzetközi kibocsátásokat. A Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) definíciója szerint a kötvénypiacokon a következő kibocsátások minősülnek **nemzetközinek**: 1. külföldi adós kibocsátás belföldön; 2. külföldi adós kibocsátása külföldön; 3. belföldi adós kibo-

csátása külföldön. A nemzetközi kibocsátásokon belül a piaci szereplők a 2. és 3. pontban említett kibocsátásokat nevezik **eurokötvény-kibocsátásnak**.

A kérdéses ügyletek engedélyezésének és szabályozásának az alapját 2001 júniust megelőzően az 1995. évi XCV. törvény 35. §-a jelentette, amely részletesen rendelkezett az engedélyköteles tőkeműveletek köréről.

Az első eset (külföldi adós kibocsátása belföldön) a törvény 1995-ös elfogadásakor az engedélyköteles műveletek közé tartozott. A törvény szabta feltételek enyhítését jelentette, hogy 1998-ban elfogadtak egy olyan jogszabályt, amely az OECD székhellyel rendelkező devizakülföldi kibocsátók részére engedélyeztetési helyett mindössze bejelentési kötelezettséget írt elő az éven túli lejáratú forintban denominált hitelfelvetelek belföldi lebonyolítását megelőzően.

A második esetre vonatkozóan (devizakülföldi adós külföldön) az 1995-ös törvény nem rendelkezett ügyleti engedélyezésről. Devizakülföldiek által forintban külföldön lebonyolított tranzakciók tehát elvileg megvalósíthatók lehettek volna, de az MNB „bankdiplomáciai úton” jelezte a piaci szereplőknek, hogy az ilyen típusú ügyletek létrejöttét nem támogatja.

A harmadik esetben meghatározott ügyletet (devizabelföldi adós külföldön) csak devizahatósági engedély birtokában lehetett volna lebonyolítani. Az MNB ilyen engedélyt nem adott ki.

2001 júniusában a 88/2001. (VI. 15.) számú kormányrendelet módosította a devizáról szóló 1995. évi XCV. törvény végrehajtásáról szóló rendeletet. A devizakorlátozások megszüntetéséről, valamint egyes kapcsolódó törvények módosításáról szóló 2001. évi XCIII. törvény 2002. január 1-jei hatályba lépésével végleg hatályon kívül helyeződött az 1995. évi devizáról szóló törvény.

A törvénymódosítások eredményeképpen **devizakülföldiek engedély-, illetve bejelentési kötelezettség nélkül végezhetnek forintban denominált tőkepiaci**

**műveleteket belföldön**, valamint megnyílt a lehetőség a **devizabelföldiek** részére, hogy **devizahatósági engedély nélkül forintban denominált tőkepiaci ügyleteket végezzenek külföldön**. Ugyanakkor az MNB a törvény elfogadása után nem gördített akadályt az elé, hogy devizakülföldiek forintban denominált tőkepiaci műveleteket végezzenek külföldön.

A jogszabály-módosításokkal tehát lehetővé vált a forint Magyarországon kívüli kereskedelme, és a **forint is olyan devizanemmé vált, amelyben lehetőség van nemzetközi pénz-és tőkepiaci ügyletek megkötésére**.

Megjegyezzük ugyanakkor, hogy a devizahatósági bejelentési és engedélyezési kötelezettség megszűnése az egyéb – az instrumentumok kibocsátásával kapcsolatos – szabályok és esetleges engedélyek körét (számviteli, adó-, tőkepiaci felügyeleti) nem érintette.

#### EUROFORINT-KÖTVÉNYKIBOCSÁTÁSOK

Az első külföldön kibocsátott, forintban denominált nyilvános kötvénykibocsátásokat már a kormányhatározat hatályba lépése előtt bejelentették, de a valutana-pokat 2002. június 15-ét követő időpontra időzítették. A nyilvános kötvénykibocsátásokat megelőzte egy forintban denominált, de a fizetéseket euróban lebonyolító zártkörű kibocsátás, amely ezért inkább szintetikus euroforint-kibocsátásnak tekinthető. A 2 éves futamidejű, 2 milliárd összegű kibocsátást a WestLB a leányvállalata (WestLB Curacao) részére szervezte. Mint említettük, az ilyen típusú ügyle-

teket korábban sem tiltotta semmi, csak az MNB nem támogatta azokat.

⇒ **Kibocsátási összegek.** Euroforint-kötvénykibocsátásokra 2001. június–2002. április között 22 alkalommal, 253,5 milliárd forint összesített névértékben került sor. A kibocsátások átlagos összege tehát 11,5 milliárd forint. Az eurokibocsátások telje volumene – a kibocsátások valutanapján érvényes árfolyamon számolva – 1,037 milliárd eurónak felel meg. A piac kis méretét mutatja, hogy a nemzetközi piacokon – a befektetők likviditásvárásai miatt – egyetlen tranzakció gyakran egymilliárd euró névértékű.

Az euroforint-piac a belföldi állampapírhoz viszonyítva is **nagyságrendileg kisebb** volumenű, hiszen 2001-ben 3 350 milliárd forint összegben bocsátottak ki állampapírokat.

Az euroforint-kötvénypiac méretét a környező országok devizáiban denominált eurokötvény-piacokkal összehasonlítva azt találjuk, hogy a vizsgált időszakban a lengyel zlotyban (1,3 milliárd euró) és a cseh koronában (1,2 milliárd euró) denominált eurokötvény-kibocsátások összege a forintban denomináltéhoz hasonlóan alakult, miközben a szlovákkorona-kibocsátások összege (425 millió euró) lényegesen kisebb volt. Miközben a forintkibocsátások átlagos összege euróban kifejezve 47 millió, addig a másik három piacon ugyanebben a periódusban az átlagösszeg 30 millió euró körül alakult.

Az euroforint-kötvénypiac létrejötté óta eltelt 8 hónapos időszakot összehasonlítva az egy évvel korábbi azonos időszakkal megállapíthatjuk, hogy a zlotyki-

bocsátások összege az egy évvel korábbi 36 százaléka, a csehkorona-kibocsátások összege az egy évvel előbbi 69 százaléka esett vissza, a lényegesen kisebb szlovákkorona-piac azonban 19 százalékkal bővült. A zloty- és a koronapiac szűküléséhez a forintpiac elszívó hatása valószínűleg csak kismértékben járult hozzá, a csökkenés mögött – különösen a lengyel esetben – belső gazdasági problémák állhatnak.

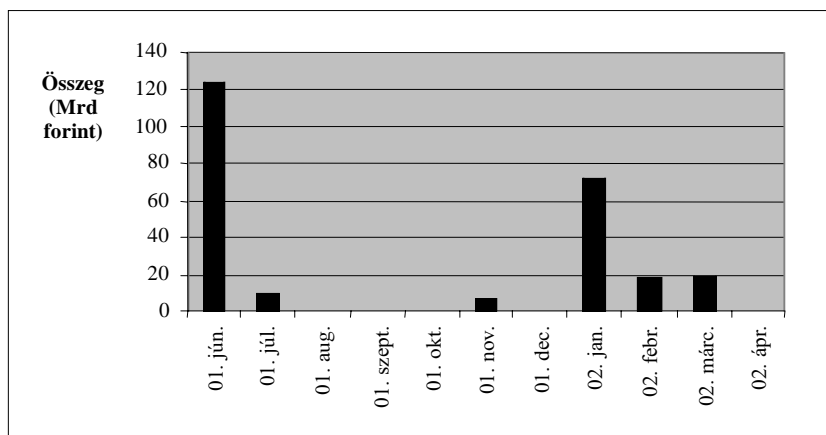
Az eddigi euroforint kibocsátások felét a piacnyitást követő első hónapban, 2001 júniusában és júliusában hozták piacra (1. ábra). Ezt követően csak 2002 januárjában élénkült meg a piac (7 kibocsátás), majd februárban és márciusban összesen 3 ügylet lebonyolítására került sor.

Az 2001. június–júliusi **kibocsátási hullám** nyilvánvaló oka az, hogy az új piaci szegmensben mind a kibocsátók, mind a főszervezők idejében pozicionálni kívánták magukat, miközben a devizaliberalizáció a befektetők érdeklődését is felerősítette. A kezdeti dömping után, 2001 végéig már csak egyetlen új ügylet jött létre. Az új év, mint minden kötvénypiacon, itt is fellendülést hozott. A kibocsátók és a főszervezők az egyes évek elején általában nagyon aktívak. A befektetési alapok portfóliójukat újrarendezik, diverzifikálják. 2002 januárjában több új kibocsátásra is lezajlott. 2002 januárját követően már csak 3, erősen testre szabott ügyletre került sor (első lebegő kamatozás, első 10 éves futamidő, első magyar kibocsátó).

Az egyes kibocsátások összege 5–20 milliárd forint (kivéve az első, szintetikus, zártkörű kibocsátást) közé esett. Figye-

1. ábra

## Euroforint-kibocsátások havi bontásban



lemreméltó, hogy míg a piacnyitást követő időszakban több 20 milliárdos ügyletre került sor, később a jellemző összeg inkább 10 milliárd forint körül alakult.

⇒ **Futamidő.** A nemzetközi gyakorlatban az 5 év alatti futamidőket minősítik rövid, 5-10 között közép-, míg 10 évtől hosszú lejáratúnak. Az euroforint-kötvények elsősorban **rövid futamidejűek**, az átlagos futamidő mindössze 3,05 év.

A 2. ábrából látható, hogy az ügyletek mintegy felét 1-2 éves futamidőben bonyolították le, miközben 5 év fölött mindössze 2 kibocsátásra került sor. A 2002 márciusában piacra vitt 7 éves lebegő kamatozású papír (floating rate note, FRN) mellett piac szempontjából nagy jelentőségű volt az első 10 éves futamidejű kibocsátás. Kérdéses azonban, hogy az árfolyamok és swap-piac alakulása lehetővé tesz-e ennél hosszabb futamidőt a közeljövőben.

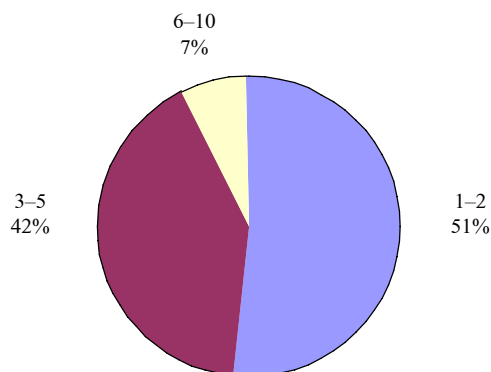
Összehasonlításképpen: 2001-ben a Magyar Állam által kibocsátott állampapírok 65 százaléka 1 év vagy az alatti, 20,5 százaléka 2-3 év, 14 százaléka 5 év vagy annál hosszabb futamidejű volt.

⇒ **Árazás.** A kötvények árazását befektetői oldalról a magyar állampapírhoz mért hozamelvárások, kibocsátói oldalról pedig a közvetlenül euróban, illetve dollárban megvalósítható forrásbevonási költségekhez mért – azaz a devizaswap-költségek figyelembevételével számolt – all-in költség határozza meg. Az ügylet csak akkor jön létre, ha ezt a két elvárást a pénzügyi közvetítő párosítani tudja. A tranzakciók kis számának, összegének, időzítésének, illetve ciklikusságának részben ez a magyarázata.

A kötvények árát a **magyar államkötvényhez viszonyítva** szabják meg. A hozamkülönbség azonban csak a befektető számára érdekes, a kibocsátók a magyar államkötvényhez viszonyított spread vonatkozásában érzéketlenek. Ebből adódóan a kibocsátók és a főszerzők ál-

2. ábra

## Euroforint-kibocsátások futamidő szerint (év)



talában nem publikálják a hozamkülönbséget.

⇒ **Jutalék.** Az eddigi euroforint-kötvénykibocsátások esetében a nettó jutalék mértéke 1–2 éves futamidőre 10–17,5 bázispont, 3–5 éves futamidőre 22,5–25 bázispont volt, míg a legnagyobb, 32,5 bázispontos jutalék érhetően az egyetlen 10 éves kibocsátást terhelte. Ezek a mértékek a hasonló hitelminősítési és futamidejű kibocsátások esetében magasabbak, mint az európiacon. Az összehasonlítás ugyanakkor az eltérő piaci körülmények miatt nehezen értelmezhető.

A nemzetközi tendenciákkal ellentétesen az euroforint-kötvénypiacon a **bruttó jutalékstruktúra** lett az általános. Ez azt jelenti, hogy a kibocsátási és a reoffer ár mellett a bruttó (szervezési, eladási, jegyzési) jutalékot publikálják, a tényleges nettó (reoffer) jutalékot ezekből lehet kiszámolni. Ennek oka az lehet, hogy a kibocsátók, a befektetők és a főszervezők között is jelentős az ezt a rendszert korábban általánosan alkalmazó németek aránya.

⇒ **Dokumentáció, tőzsdei bevezetés.**

Az ügyletek dokumentációs munkái során az eurokötvények esetében általánosan alkalmazott angol jog mellett a német kibocsátók szinte kizárólag saját jogukat fogadtatták el irányadónak. Esetileg felbukkan a New York-i és luxemburgi jogrendszer használata is. A kibocsátott kötvénymennyiség kétharmadát a luxembourgi, a többit a londoni tőzsdére vezették be.

**KIBOCSÁTÓK, BEFEKTETŐK  
ÉS SZERVEZŐK**

⇒ **A kibocsátók országa.** Euroforint-kötvényeket eddig – egy kivételtől eltekintve – nem magyarországi székhelyű kibocsátók dobtak piacra.

A külföldi kibocsátók többsége kizárólag akkor bocsát ki kötvényeket forintban, ha a devizaswap és az esetleges kamatswap után annak költségei a közvetlenül euróban vagy amerikai dollárban megvalósítható forrásbevonás összköltsége alatt marad. Legfeljebb néhány olyan nemzet-

közi pénzügyi intézményeknél fordul elő, hogy kötvényadósságának egy részét forintban meghagyja, amelyik forintban hitelezési tevékenységet folytat.

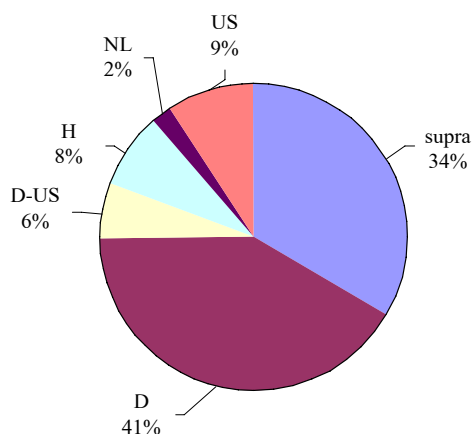
A magyarországi székhelyű kibocsátóknak az euroforintban megvalósuló kibocsátás az összes költség szempontjából ma még nem túlságosan vonzó, a belföldi finanszírozás olcsóbb. Eddig egyedül az Magyar Külkereskedelmi Bank (MKB)

lépett piacra. Ugyanakkor nemzetközi forintkibocsátással hosszabb futamidő érhető el, ezért a jövőben több más magyar kibocsátó is megjelenhet, bár arányuk aligha lesz meghatározó.

A 3. ábrából látható, hogy az eddig kibocsátott kötvények megközelítőleg felét német bankok és vállalatok dobták piacra, a második legnagyobb csoportot a nemzetközi pénzügyi intézmények jelentik.

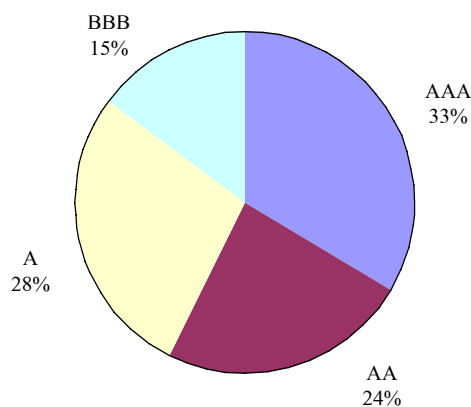
3. ábra

**Euroforint-kötvénykibocsátások a kibocsátó országa szerint**



4. ábra

**Euroforint-kibocsátók hitelminősítés szerint**



Ezek mellett egy-egy amerikai, amerikai-német, holland, illetve magyar kibocsátó is piacra lépett.

⇒ **A kibocsátók hitelminősítése.** Az euroforint-kötvénypiacon ez ideig kizárólag befektetésre ajánlott kategóriába sorolt kibocsátók jelentek meg (4. ábra).

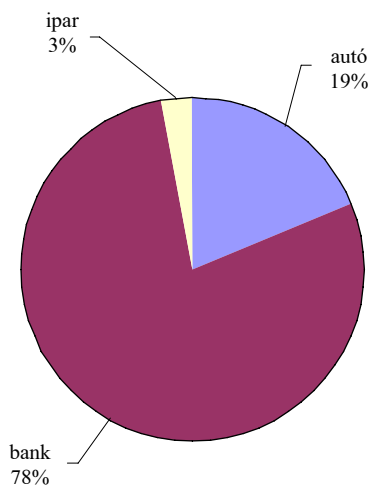
Az AAA hitelminősítésű kibocsátókat a nemzetközi pénzügyi intézmények képviselik. Az előbbieik 33 százalékos részesedése mellett az AA/A hitelminősítésű kibocsátók aránya 52 százalék. Néhány split ratinggel (A/BBB) rendelkező autóiipari cég esetében az alacsonyabb minősítést vettük figyelembe a 4. ábra elkészítésénél.

⇒ **A kibocsátók sektora.** Az euroforint-piacon – a többi feltörekvő eurokötvény-piachoz hasonlóan – olyan kibocsátók jelentek meg, amelyek ezeket a piacokat alternatív forrásbevonási céllal, esetileg, a költség szempontok maximális figyelembevételével veszik igénybe. Ezek a kibocsátók képesek és hajlandók származékos ügyletek megkötésére, a nagybankok pedig üzleti partnerként elfogadják őket ezen a területen is.

A pénzintézetek részaránya csaknem 80 százalék. A vállalati szektorból szinte kizárólag az aktív treasurytevékenységet folytató nagy autóiipari társaságok jelentek meg. Egyetlen nem autóiipari vállalként egy német iparvállalat bocsátott ki forint-

5. ábra

**Euroforint-kibocsátók szektorok szerint**



kötvényeket. Az euroforint-kötvények külföldi kibocsátói a térség többi eurokötvény-piacon is gyakran jelennek meg adósként.

A kibocsátásról szóló döntésnél a bank vagy vállalat esetleges magyarországi

jelenléte tudomásunk szerint nem kap szerepet.

⇒ **Befektetők.** Az euroforint-kötvények befektetői körét a főszervezők bi-

zalmasan kezelik. Az euróban denominált nagyobb összegű kibocsátásokkal szemben, az euroforint kibocsátások esetében a szakajtóban nem jelennek meg a befektetők földrajzi és intézményi megoszlására vonatkozó statisztikai adatok.

A piaci partnerektől kapott információk alapján az euroforint-kötvények befektetői elsősorban európai intézményi befektetők. Közülük a legfontosabbak a nagybankok érdekkörébe tartozó konvergencia-kötvényalapok. Ezek az alapok az euroforint-kötvénypiac megnyitásáig gyakorlatilag kizárólag magyar államkötvényeket vettek, ha forintban kívántak befektetni. Ezért a kibocsátók közötti diverzifikálás céljából vásárolnak euroforint-kötvényeket. Néhány európai bank, kisebb összegben, közvetlenül is vásárol a kötvényekből.

Földrajzilag a befektetők zöme németországi és nagy-britanniai, de esetenként más EU országokban is lehet kisebb összegeket teríteni.

⇒ **Főszervezők.** A piac megnyitása után azonnal megindult verseny a kötvényszervezésben érdekelt értékpapírházak és kereskedelmi bankok között. Az első nyilvános kibocsátást az Európai Beruházási Bank (EIB) részére a Dresdner KW jelentette be.

Az 1. táblázatból látható, hogy a két piacvezető a globális házként számon tartott Deutsche Bank és a feltörekvő piacokra specializálódó Toronto Dominion Securities lett, ketten együtt az összes kötvény körülbelül 60 százalékát jegyezték le. E két ház mellett csupán a WestLB

1. táblázat

#### Kibocsátások főszervezői

Főszervező	Összeg (milliárd forint)	Részesedés (százalék)	Darab
Deutsche Bank	78,0	33,77	6,5
Toronto Dominion Securities	72,5	28,60	5,5
WestLB	22,0	8,68	3,5
Dresdner Kleinwort Wasserstein	20,0	7,89	1,0
Morgan Stanley Dean Witter	20,0	7,89	1,0
Commerzbank	11,0	4,34	1,5
Hypovereinsbank Bank Austria	10,0	3,94	1,0
Bayerische Landesbank	10,0	3,94	0,5
CABOTO	10,0	3,94	1,5



vett részt főszervezőként kettőnél több kibocsátásban. A többi főszervező csak egy-két esetben, többnyire a piacnyitást követő periódusban jutott megbízáshoz, elsősorban azért, hogy pozícionálja magát ezen az új piacon.

A kicsi kibocsátási összegek miatt általában egyedi főszervezés keretében dobták piacra a kötvényeket. A 23 kibocsátásból mindössze 3 esetben volt közös főszervezés.

#### AZ EUROFORINT-KÖTVÉNYEK MÁSODPIACA

Az euroforint-kötvények másodpiacát a befektetői kör összetételéből és a kis összegű kibocsátási volumenből adódóan csak mérsékelt likviditás jellemzi. A fontosabb főszervezők és néhány más pénzintézet ugyan vételi és eladási árakat jegyez, de csak néhányan adnak olyan összegindikációt, amelyre vonatkozóan ténylegesen üzletet kötnének. Információink szerint a másodpiaci üzleteket 50–200 millió forintos csomagokban kötik, ami szintén a másodpiac kis volumenét és illikvid voltát mutatja.

A másodpiaci árakat a swap hozamgörbéhez viszonyítva állapítják meg, a magyar államkötvényhez mért hozamkülönbséget csak tájékoztató jelleggel közlik. A bid/offer spread – az egyébként szintén illikvidnek tekinthető a Magyar Állam eurókötvényeihez viszonyítva is – igen tág (hozamalapon mintegy 20–30 bázispont). A hátralévő futamidő növekedésével a vételi és az eladási hozam különbsége kis mértékben szűkül. A hosszabb fu-

tamidejű kötvények kibocsátása óta eltelt idő rövidebb, ezért likviditásuk nagyobb.

A másodpiaci hozamfelárak összehasonlítására ez egyéves hátralévő futamidejű kötvények árjegyzését vehetjük alapul, mert ezen a lejáraton található meg valamennyi hitelkockázat. A nemzetközi pénzügyi intézmények által kibocsátott, AAA minősítésű kötvények mid-hozamát jelenleg 30 bázisponttal a swaprata, azaz 15 bázisponttal a magyar államkötvényhozam alatt jegyzik. Az AA besorolású kibocsátások hozama az államkötvény szintje körüli, tehát 15 bázisponttal van a swaprata alatt. Az A hitelminősítésű kibocsátások hozamfelára az állampapírhoz képest 65, a swap felett 50 bázispont.

#### A KIBOCSÁTÁSOK HATÁSA A FORINTPIACRA

Ahogy azt a korábbiakban említettük, a kibocsátók döntő része akkor jelenik meg az euroforint-piacon, ha olcsóbb forrást tud szerezni, mint a közvetlen euró vagy dollár denominációjú tranzakcióval. A kibocsátó a kívánt kamat- és devizaszerkezetet a forintforrásra épülő származékos ügyletekkel érheti el. A piaci partnerek a derivatív tranzakcióknak számos fajtáját alkalmazhatják. A következőkben talán a leggyakrabban használt egymásra épülő származékos ügyletsoportot kívánjuk bemutatni.

A kibocsátó a kötvénykibocsátás lezárása után fix kamatozású forintforráshoz jut. A forrásbevonó jellemzően a kibocsátás főszervezőjével **cross currency swap** megállapodást köt, amelynek eredményeképpen a kibocsátó euró- vagy dollárfor-

ráshoz jut változó (EURIBOR, LIBOR) kamatozás mellett, míg a főszervező fix kamatozású forintot kap. Ha az így szerzett euró- vagy dollárforrás költsége kedvezőbb a kibocsátó számára, mint a közvetlen euró- vagy dollárforrás-szerzés, a tranzakció meghozta részére a kívánt eredményt.

A származékos ügyletek folytatásaként a forintforrást szerző főszervező (cross currency swap partner) a forint forrás fix kamatozását **kamatswap** keretében 6 hónapos BUBOR alapú változó kamatozásúra cseréli.

A főszervező piaci kockázatának teljes fedezése érdekében újabb származékos ügyletet, úgynevezett **bázis swapot** köt. Ez olyan devizaswap, melynek során a BUBOR alapú változó kamatozást EURIBOR vagy LIBOR kamatozásává alakítja át. Ez akkor lehetséges leginkább, ha a piacon talál devizaforrást forintforrásra cserélni kívánó partnert, például devizahitelt felvett magyarországi hitelintézetet vagy vállalatot. (Elképzelhető, hogy a bázis swap és a kamatswap egy üzlet keretében, egy partnerrel is megköthető.)

Ha a piacon nem talál megfelelő partnert a bázis swap kötésére, akkor az euroforint kibocsátójától a vele kötött swap keretében kapott forintforrást kihelyezi magyarországi hitelfelvevőknek BUBOR plusz néhány bázispont feláron, vagy rövid futamidejű állampapírt vásárol, melynek a kamata magasabb, mint az általa fizetendő 6 hónapos BUBOR. A főszervező hasznát mindkét esetben a BUBOR feletti kamatfelár jelenti.

Piaci partnerektől kapott információk alapján a főszervező a kamatswapok dön-

tő többségét nem magyarországi, a bázis swapok döntő többségét ugyanakkor magyarországi partnerrel köti meg.

A származékos ügyletkötéseknek más, az említettektől eltérő változata, illetve láncolata is lehetséges, hiszen a kibocsátónak egyéb, átlagostól eltérő szempontjai is lehetnek a forrásszerzés során.

**A forintkötvények kibocsátásának és a forintforrásra épülő származékos ügyletek megkötésének két mozzanata** lehet hatással a belföldi piacra. Egyrészt a devizaalapú befektetők a kötvény lejegyzéséhez forintot vásárolnak, másrészt a származékos ügyletek megkötése után a főszervező – kedvező feltételek esetén – befekteti a kibocsátott összeget.

Az eddigi euroforint-kibocsátások többsége két időszakra esett. 2001. június 6. és július 5. között 135 milliárd forint, 2001. január 3–31. között pedig 72,5 milliárd forint összegben dobtak piacra ilyen kötvényeket. A magyarországi hitelintézetek 2001 júniusában 14 ezer 431,7 milliárd, 2002 januárjában pedig 10 ezer 228,5 milliárd forint összértékben kötöttek devizaügyleteket. A forgalmi adatok ismeretében valószínűsíthető, hogy az euroforint-kibocsátások **érdemi hatást nem gyakoroltak a forint árfolyamára**. A hatás inkább fordított lehetett: piacnyitás, illetve az év eleji várakozások erősítették a forintot, ami lehetőséget teremtett arra, hogy a devizaswap-fedezet előkészítése után az euroforint- kibocsátásokra egyáltalán sor kerülhessen.

Potenciálisan az euroforint-kibocsátások alkalmasak lehetnek forint elleni spekulatív rövid pozíciók felvételére (a felvett forintot egyszerűen idegen devizára

konvertálják). Ehhez azonban jelenleg sem a fundamentális háttér nincs meg (a forint nem irreálisan túlértékelt), sem a technikai feltételek nem adóttak (az euroforintkötvény-piac és a kapcsolódó derivatív piac kicsi).

#### AZ EUROFORINT-KÖTVÉNYPIAC JÖVŐJE

Az euroforint-kötvénypiacon a közeljövőben sem várható számottevő bővülés. A cikk végén vázolt nemzetközi tapasztalatok alapján a növekedésnek középtávon van realitása. Ugyanakkor Magyarországon EMU csatlakozásával a piac meg fog szűnni.

A külföldi kibocsátók részéről továbbra is a kedvező swaplehetőségek függvényében időszakonként kibocsátási dömpinggel számolhatunk. A kibocsátási öszszegek jelentős emelkedése nem várható, míg a swappiac erősödésével a kibocsátások átlagos futamideje valószínűleg hosszabbodni fog.

A belföldi kibocsátók a Magyar Külkereskedelmi Bankon kívül még nem jelentek meg a piacon. Az euroforint-kötvény-piac ugyanakkor a belföldi piachoz képest alternatív forrásszerző piacként szerepelhet a magyar banki, vállalati, illetve önkormányzati kör számára. A belföldi **ban-**

**ki befektetők limitjeinek telítődése, a befektetési alapokra vonatkozó korlátok** miatt a kibocsátóknak szélesíteniük kell befektetői körüket, amelyek az euroforint-kibocsátások külföldi befektetői lehetnek. Az euroforint-kötvénypiac mellett szólhat az is, hogy itt a belföldi kibocsátásoknál **hosszabb futamidejű forrásszerzésre** is lehetőség van. A külföldi piacra történő kilépésnek azonban számos feltétele (nemzetközi hitelminősítés, szakmai háttér stb.) van, melyeket ma Magyarországon csak szűk kibocsátói kör tud teljesíteni.

A befektetők kereslete a magyar forintban denominált instrumentumok iránt várhatóan a jövőben is tartós lesz. Ha Magyarország meg kíván felelni a konvergenciakritériumoknak, akkor csökkentenie kell az államháztartási hiányt. Az apadó deficit kevesebb állampapír-kibocsátással finanszírozható. A csökkenő mértékű állampapír-kibocsátás a befektetők érdeklődését az egyéb forintban denominált papírok felé terelheti. Általában is elmondható, hogy a kockázatok terítése céljából a befektetők – az állampapír befektetések mellett – egyébként is más, elfogadható és megfelelő hozamfelárat kínáló forintban denominált instrumentumokat keresnek. Az ilyen termékekre specializálódó alapok a jövőben is keresletet támaszthatnak az euroforint-kötvények iránt.

## MELLÉKLET

**RÖVID KÖZÉP-EURÓPAI KITEKINTÉS**

⇒ **Lengyel zloty.** Lengyelország 1996-ban teremtette meg a lehetőséget arra, hogy saját devizájában nemzetközi kibocsátásokat hajtsanak végre belföldi és külföldi kibocsátók. 1996 óta 233 kibocsátást végeztek eurozlotyban. A piacon levő állomány 125 kibocsátás keretében 27,57 milliárd zloty (7,6 milliárd euró). A fennálló kibocsátások átlagos összege tehát 220 millió zloty (61 millió euró).

A kibocsátók többsége pénzügyi szolgáltatást nyújtó intézmény és aktív treasurytevékenységet folytató iparvállalat. Speciális sajátosságként néhány SPV (special purpose vehicles) is kibocsátóként lépett fel. A befektetői kör az euroforintéhoz hasonló, miközben a főszervezők között – a Deutsche Bank és a Toronto Dominion erőteljes jelenléte mellett – több angolszász befektetési bankot is találunk, és az európai házak köre is szélesebb.

A magas államháztartási hiány következtében erős az állam finanszírozási igénye, melyet elsősorban a 3–5 éves futamidejű papírokkal oldanak meg. Ezért több eurozloty-kibocsátó elmozdult a 7–10 éves szektor felé.

⇒ **Cseh korona.** Csehország 1995-ban hozta meg a megfelelő szabályokat a saját devizájában folyó nemzetközi kibocsátásokhoz. Azóta 269 kibocsátást hajtottak végre, eurokoronában. A jelenleg piacon levő állomány 123 kibocsátás keretében

116,4 milliárd cseh korona (3,8 milliárd euró). A fennálló kibocsátások átlagos összege tehát 950 millió cseh korona (31 millió euró).

A kibocsátók ez esetben is főképpen pénzügyi szolgáltatást nyújtó intézmények és aktív treasurytevékenységet folytató iparvállalatok. A kibocsátók egy része gyakran igénybe veszi az eurokoronapiacot. A főszervezők között erős a német dominancia, az angolszász házak közül a Morgan Stanley DW pozíciói jók.

Az államháztartási hiány a kezdetekben a legalacsonyabb volt a térségben, ezért az állampapír-kibocsátások mérsékelt volumene nem elégítette ki a cseh koronában megjelent befektetői keresletet. A kibocsátások száma ugyan növekedett, de annak ellenére sem fedezi a befektetői igényeket, hogy időközben a nagyobb deficit miatt az állampapír-kibocsátások összege is megnőtt.

⇒ **Szlovák korona.** Szlovákiában 1996-ban fogadták el a szükséges szabályokat. Az elmúlt években 43 kibocsátást hajtottak végre eurokoronában. A jelenleg piacon levő állomány 26 kibocsátás keretében 38 milliárd szlovák korona (900 millió euró). A fennálló kibocsátások átlagos összege tehát 1,46 milliárd szlovák korona (21 millió euró).

A kibocsátók többsége a másik két országhoz hasonló. A főszervezők között a Deutsche Bank és a HVB mellett a Morgan Stanley DW pozíciói erősek.

**Euroforint-kötvénykibocsátások  
2001. június–2002. április**

Kibocsátó	Kibocsátás dátuma	Valutanap	Kamat (%)	Összeg (milliárd Ft)	Lejárat	Futamidő (év)	Főszervező(k)	Nettó jutalék
West LB Curacao	2001. jún. 6.	2001. jún. 13.	8,150	2	2003. jún. 13.	2,0	WestLB	n.a.
EIB	2001. jún. 7.	2001. jún. 27.	9,125	20	2003. jún. 27.	2,0	Dresdner KW	0,250%
EBRD	2001. jún. 7.	2001. júl. 5.	9,250	20	2002. júl. 5.	1,0	Morgan Stanley DW	0,000%
Deutsche Fin BV	2001. jún. 8.	2001. júl. 5.	8,000	20	2006. júl. 5.	5,0	Deutsche Bank	0,250%
HVB Fin	2001. jún. 11.	2001. júl. 6.	9,000	10	2004. júl. 6.	3,0	Bank Austria, HVB	n.a.
DePfa	2001. jún. 12.	2001. júl. 6.	9,000	20	2003. júl. 6.	2,0	Toronto Dominion	0,125%
SNS Bank	2001. jún. 13.	2001. júl. 5.	8,000	6	2006. júl. 5.	5,0	Commerzbank	0,250%
IADB	2001. jún. 15.	2001. júl. 5.	9,500	10	2002. júl. 5.	1,0	CABOTO, WestLB	0,125%
IBRD	2001. jún. 25.	2001. júl. 5.	9,250	10	2002. júl. 5.	1,0	Commerzbank, TD	0,100%
Linde Fin BV	2001. jún. 25.	2001. júl. 13.	9,000	7	2004. júl. 13.	3,0	Deutsche Bank	0,250%
DaimlerCrysler NA	2001. júl. 5.	2001. júl. 18.	9,750	10	2003. júl. 18.	2,0	WestLB	0,150%
GMAC	2001. nov. 16.	2001. nov. 26.	9,750	8	2003. nov. 26.	2,0	Deutsche Bank	0,175%
EIB	2002. jan. 3.	2002. jan. 16.	7,750	10	2004. jan. 16.	2,0	Deutsche Bank	0,125%
IBRD	2002. jan. 3.	2002. jan. 17.	7,750	10	2003. júl. 18.	1,5	Toronto Dominion	0,100%
DaimlerCrysler UK	2002. jan. 4.	2002. jan. 14.	8,875	5	2004. jan. 14.	2,0	WestLB	0,125%
Bank Austria	2002. jan. 14.	2002. jan. 29.	7,000	17,5	2007. jan. 29.	5,0	Toronto Dominion	0,250%
VW Int. Fin.	2002. jan. 29.	2002. febr. 15.	7,000	10	2005. febr. 15.	3,0	Toronto Dominion	0,225%
EIB	2002. jan. 29.	2002. febr. 19.	7,500	5	2003. febr. 19.	1,0	CABOTO	0,100%
GMAC Australia	2002. jan. 31.	2002. febr. 11.	8,250	15	2005. ápr. 12.	3,2	Deutsche Bank	0,250%
Norddeutsche LB	2002. febr. 12.	2002. márc. 4.	0,000	8	2009. márc. 4.	7,0	Deutsche Bank	0,250%
DePfa	2002. febr. 20.	2002. márc. 6.	6,500	10	2012. márc. 6.	10,0	Toronto Dominion	0,325%
MKB	2002. márc. 8.	2002. márc. 21.	7,750	20	2005. márc. 21.	3,0	Bayerische LB, DB	0,250%