



NÉMETH IVÁN

## A CSEH ÉS A LENGYEL ÁLLAMPAPÍRPIAC

A közép- és kelet-európai országokban erőteljes gazdasági változások zajlottak le a 90-es években, amelyek egyik legfőbb jellemzője a gazdaság számos területének, így az adósságkezelésnek a piaci alapokra történő helyezése volt. A három élenjáró tagjelölt országban – Csehországban, Lengyelországban és Magyarországon – a költségvetés finanszírozásának piaci alapokra helyezése, a belföldi állampapírpiac kiépítése ebben az időszakban ment végbe, s megállapíthatjuk, hogy a szóban forgó országok sikeresen birkóztak meg ezzel a feladattal: az állampapírpiac fejlődésének köszönhetően szinte a teljes finanszírozási igény állampapír-kibocsátással valósul meg, az adósságportfólió lejárat szerkezetének hosszabbodását elősegítette a bizalom erősödése az állampapírpiaccal szemben.

Az alábbi kétrészes tanulmányban a cseh és a lengyel állampapírpiacot és ehhez kapcsolódóan az elmúlt éveket jellemző hozamalakulást mutatjuk be. A cseh és a lengyel tapasztalatok, az adósságkezelés során alkalmazott megoldások és ennek hatásai hasznos tapasztalatokkal szolgálhatnak a hazai adósságkezelés számára – még akkor is, ha elismerjük, hogy nincsenek. egységes, általános szabályok Az országok között ugyanis jelentős eltérések vannak, például az államadósság nagyságát és az állampapírpiac kapitalizációját, illetőleg a külföldi befektetők részesedését tekintve.

A három ország közül Csehországban a legalacsonyabb a bruttó államadósság a GDP-hez viszonyítva, valamint a nominális konvergencia terén is előrébb tart, mint Lengyelország és Magyarország: az infláció alig haladja meg az EMU-ét, az állampapírhozamok pedig az euróhozamokkal vannak egy szinten. A cseh állampapírpiac sajátosságaként említhető, hogy a külföldi hitelek állományának leépítését a belföldi kötvénypiacról finanszírozták, így devizakötvény-kibocsátására egyáltalán nem került sor. Kiemelendő még a külföldi befektetők csekély részesedése az állampapírpiacra, ami az alacsony hozamszinttel, az euróhozamok feletti kisebb kockázati felárral magyarázható.

Lengyelország jóval nagyobb nominális adósságállománnyal rendelkezik, mint a másik két ország, és ez tükröződik az állampapírpiac nagyságában is: a 48,6 milliárd eurós kapitalizáció jóval meghaladja a cseh (8,4 Mrd) és a magyar (17,5 Mrd)

piacét. A nagyobb állampapíripiaci kapitalizáció nagyobb sorozatok kibocsátását teszi lehetővé, több lengyel kötvény állománya a 2 milliárd eurós nagyságot is eléri. A külföldi befektetők már aktívabban szerepet vállalnak az állampapíripiacon, mint Csehországban, bár részarányuk még így is alacsonyabb, mint Magyarországon. Ez az elmúlt évek kiugróan jó hozamszintjének fényében nem meglepő. A szigorú monetáris politika ugyanis egyedülállóan magas kamatprémiumot biztosított a külföldi befektetők számára, amit a zloty felértékelődése csak tovább erősített.

#### A CSEH ÁLLAMPAPÍRPIAC

##### ⇒ A központi költségvetés adóssága.

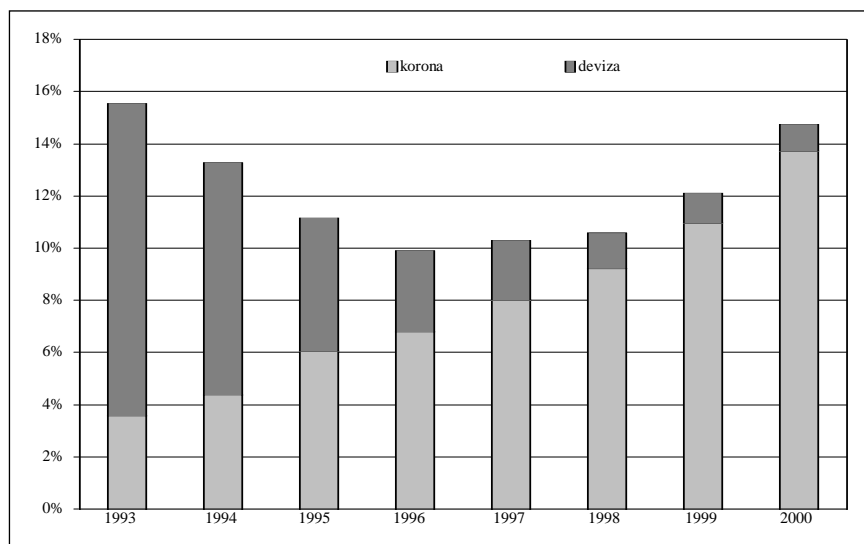
A cseh központi költségvetés adóssága 2001 decemberében 295 milliárd koronát (11 Mrd euró) tett ki. A GDP arányos államadósság 1996-ig csökkent, azóta azonban ismét emelkedik, és 2001-ben várhatóan eléri az 1993-as szintet. A legszembetűnőbb folyamat, hogy a bruttó

adósságon belül a devizaadósság állománya mind nominálisan, mind a GDP-hez viszonyítva a töredékére esett az elmúlt évtizedben: az 1993-ban még a bruttó adósság 77 százalékát kitevő devizaadósság 2000-re 3 százalékra zsugorodott (1. ábra).

Ez a belföldi állampapíripiac fejlesztésének volt a következménye. Az adósságot korábban szinte kizárólag a közvetlen

1. ábra

A cseh államadósság a GDP százalékában



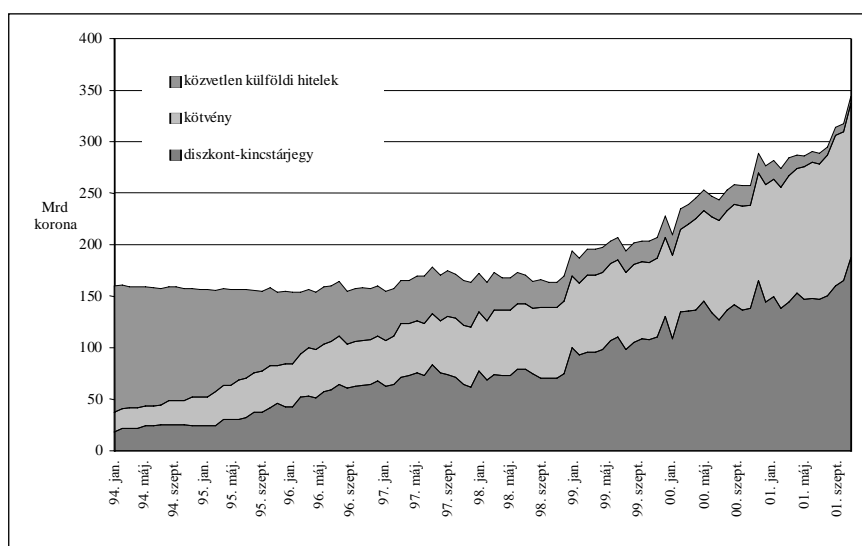
Forrás: Pénzügyminisztérium

külföldi hitelek adták, 1993 óta azonban folyamatosan áttértek az állampapírpiacon történő finanszírozásra. Mivel a cseh állam kizárólag belső piacon, koronában denominált állampapírokat bocsátott ki, a bruttó adósságon belül a piaci papírok ré-

szesedésének növekedésével a devizaadósság aránya is visszaszorult. Míg 1993 végén a központi költségvetés adósságának csak 23 százalékát adták az állampapírok, addig 2001 szeptemberében már majdnem 97 százalékát (2. ábra)

2. ábra

### A központi költségvetés adósságának szerkezete



Forrás: Pénzügyminisztérium

⇒ **Általános jellemzők.** A cseh állampapírpiacon a legkevésbé likvid a CEE-3 országok piaci közül. A piacon a buy-and-hold stratégia általános, a külföldi befektetők, elsősorban német intézményi befektetők lejáratig tartják a papírokat. A likviditás hiányát a diszkontkincstárjegypiacon fokozza a banki tartalékszabályozás.

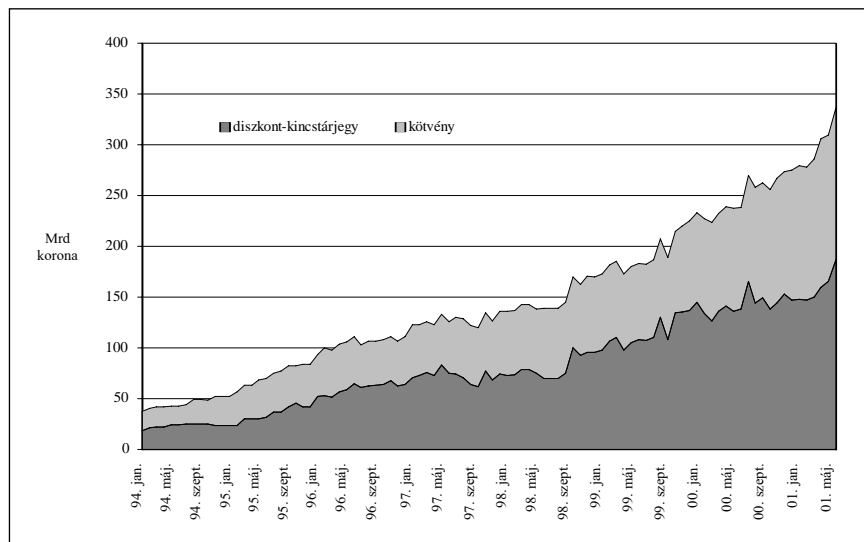
A cseh állampapírpiacon a kapitalizációja 1993 óta több mint tízszeresére nőtt, 2001. szeptember végén elérte a 286 milliárd koronát (8,4 milliárd euró). A len-

gyel piactól eltérően ugyanakkor a kinnlevő állomány több mint felét a diszkontkincstárjegyek teszik ki (150 milliárd korona), ami csak kicsit alacsonyabb, mint a magyar kincstárjegypiacon a kapitalizációja (3. és 4. ábra).

A cseh éven túli állampapírok zömmel fix kamatozásúak, változó kamatozású papírt utoljára 1997-ben bocsátottak ki az árvíz okozta károk finanszírozására. A cseh állam eddig nem bocsátott ki eurókötvényt, és ugyan tavaly ősszel felmerült egy 500–1000 millió eurós kötvénykib-

3. ábra

## A cseh állampapír-állomány megoszlása (Mrd CZK)



Forrás: Pénzügyminisztérium

csátás lehetősége, a korona felértékelődése miatt azonban ezt elhalasztották. A privatizációs bevételek következtében felértékelődő koronát – ami a cseh exportszektor versenyképességét rontja – a devizahitelből származó euró átváltása is erősítette volna.

#### ⇒ Fix kamatozású államkötvények.

A Pénzügyminisztérium<sup>1</sup> 3, 5, 7 és 10 éves lejáratú, fix kamatozású államkötvényeket bocsát ki, 2001-ben pedig – elsőként a régióban – sor került egy 15 éves sorozat aukciójára. A kötvények kuponját az aukciókon kialakult hozam alapján állapították meg. 2002 februárjában a kinn-

<sup>1</sup> Akárcsak Lengyelországban, Csehországban sincs külön adósságkezelő szervezet, az adósságkezelés a Pénzügyminisztériumhoz tartozik. Az aukciókat a minisztérium megbízásából a jegybank végzi.

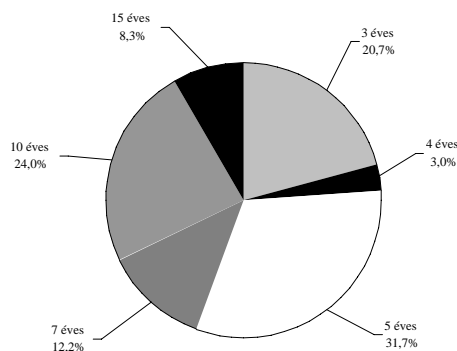
levő kötvényállomány 160 milliárd korona (5,2 milliárd euró) volt, ami az állampapírpiacon (kötvény és kincstárjegy) 42 százalékának felel meg.

A kötvénysorozat nagysága jelentősen szóródik (1–22 milliárd korona), elmondható azonban, hogy a legutóbbi kibocsátásoknál már a sorozatnagyságok növeledését lehetett tapasztalni. A hét legnagyobb kötvény együttes állománya meghaladja a 128 milliárd koronát (4 milliárd euró), a legnagyobb állományú kötvény kinnlevő mennyisége 694 millió euró (5. ábra).

Az államkötvények másodpiaci kereskedése az OTC piacon és a prágai tőzsdén zajlik, és akárcsak nálunk, az OTC piac adja a forgalom mintegy 95 százalékát. A másodpiacon az átlagos napi államkötvény-forgalom 4–5 milliárd korona (130–160 millió euró), az ügylet-

4. ábra

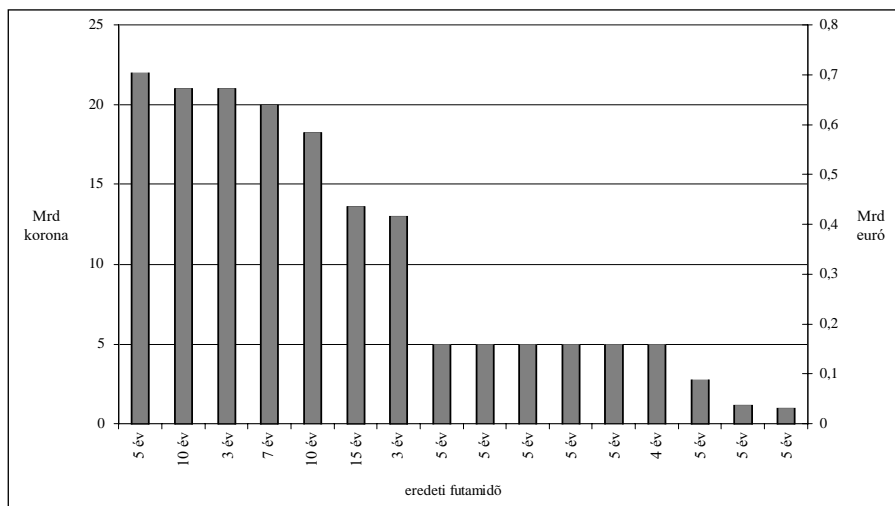
### A cseh államkötvények eredeti futamidő szerinti megoszlása (2002. február)



Forrás: Pénzügyminisztérium

5. ábra

### A cseh államkötvények kinnlevő állománya (2002. február)



Forrás: Pénzügyminisztérium

nagyságok 1,7–3,4 millió euró között szóródnak. A kötvények likviditása a lejáráthoz közeledéssel csökken, a leglikvidebb kötvények 2001. utolsó negyedévében a 10 és a 15 éves sorozatok

voltak. A leglikvidebb papíroknál a tipikus bid-offer spread az árra vetítve 30 bázispont körül alakul.

Államkötvény-aukciókat havonta tartanak, a meghirdetett mennyiség 2001-

ben 3–5 milliárd korona körül alakult, 2002-ben azonban 7–8 milliárdra nő az aukciókon felajánlott mennyiség (1. táblázat és 6. ábra). A kötvényaukciók amerikai típusúak, azaz a jegybank az elérni kívánt hozamot célozza meg, és ennek

függvényében határozza meg az értékesítendő mennyiséget.

⇒ **Tőkeindexált kötvények.** 1997 augusztusában az árvíz költségek fedezésére a Pénzügyminisztérium három válto-

1. táblázat

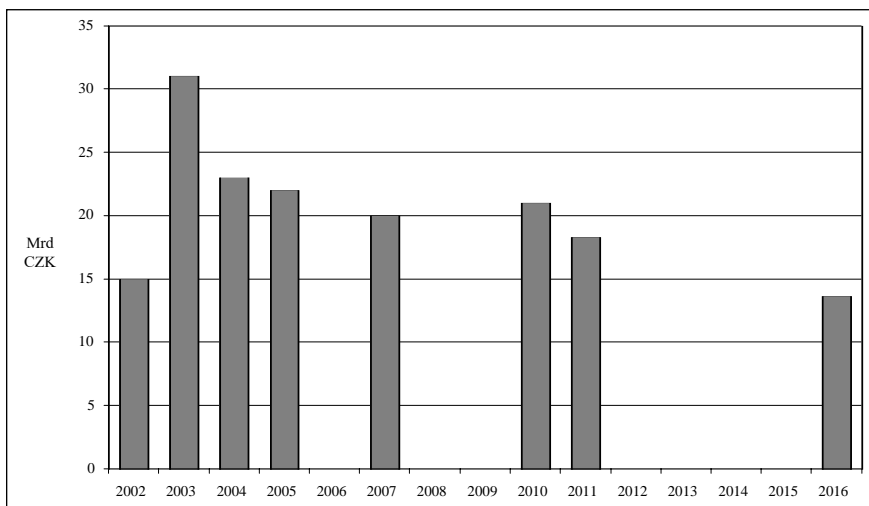
### Kibocsátási terv 2002. I. félévében

Aukció	Sorozat	Meghirdetett mennyiség	
		milliárd korona	millió euró
2002. január 1.	2001–2004	8	250
2002. február 1.	2001–2011	8	250
2002. március 1.	2001–2006	7	220
2002. április 1.	2001–2016	4	125
2002. május 1.	2001–2004	8	250
2002. június 1.	2001–2011	8	250

Forrás: Pénzügyminisztérium

6. ábra

### Az államkötvények lejárat szerkezete (2002. február)



Forrás: Pénzügyminisztérium

zó kamatozású kötvényt bocsátott ki. A 2002 augusztusában lejáró kötvények kuponja a megelőző év inflációjához van kötve. Ezek a kötvények azonban a fix kamatozású papírokhoz viszonyítva illikvidnek tekinthetők.

⇒ **Diszkont kincstárjegyek.** 2002 februárjában 21 kincstárjegysorozat volt a másodpiacon, a sorozatnagyság 8-30 milliárd korona között szóródott, a teljes kinnlevő állomány 248 milliárd korona körül volt. A kincstárjegyeket 3, 6, 9 és 12 hónapos lejáráttal bocsátják ki. Bár a külföldi befektetők korlátozás nélkül vásárolhatnak kincstárjegyet, ezt a piaci szegmenseket mégis a belföldi befektetők dominálják, akik lejáratig tartják a papírt. Ennek oka az, hogy a kereskedelmi bankok tartalékaik egy részét kötelesek kincstárjegyben tartani. A kincstárjegyek likviditása röviddel a kibocsátást követően erősen lecsökken, a másodpiacon 5-6 bank vesz részt aktívan a kereskedésben. Kincstárjegy-aukciókra havi 2-4 alkalommal kerül sor, a felajánlott mennyiség átlagosan 8 Mrd korona körül alakul. Az aukció holland módszer szerint zajlik, azaz a jegybank az értékesíteni kívánt mennyiség alapján határoz meg egy aukciós árat, és ezen az árat fizetik a jegyzés résztvevői. A kincstárjegyek likviditásának hiánya miatt a cseh éven belüli benchmark-hozamok megállapításánál a bankközi kamatokat használják (PRIBOR).

A kincstárjegyek mellett a jegybank likviditáskezelési céllal 3 és 6 hónapos kötvényeket bocsát ki.

⇒ **Elsődleges piac.** A cseh állampapír-aukciókat a cseh jegybank bonyolítja le a

Pénzügyminisztérium megbízásából. Az aukciókon az elsődleges forgalmazók vehetnek részt, akik aktív kereskedésre és árjegyzésre kötelezettek, elsődleges forgalmazó csak az országban bejegyzett bank vagy értékpapír-kereskedő lehet.

⇒ **Repopiac.** A cseh állampapír-piac a legkevésbé likvid a CEE3 országok között. Mint már szó volt róla, a diszkontkincstárjegy-piac a banki tartalékszabályozás, illetőleg a befektetők buy-and-hold stratégiája miatt illikvid. Az állampapírpiaci forgalom zömét az elsődleges forgalmazók és egyéb helyi bankok adják, a külföldi aktivitás igen alacsony, és nagyrészt német befektetők uralkodnak.

A repopiac úgyszintén nem likvid az állampapírpiac alacsony likviditása és kis mérete következtében. A leglikvidebb sorozatok a 2010-ben és a 2016-ban lejáró kötvények, a repokamat akár 3 százalékkal a pénzpiaci hozamok alá eshet. A repopiac gyakorlatilag a kereskedelmi bankok és a jegybank közötti tranzakciókat fedi. A központi bank napi rendszerességgel használja a kéthetes repót likviditáskezelési célból. Emellett azonban 1 hetes és 3 hónapos repora is van lehetőség.

⇒ **Swappiac.** Csehországban aktív swappiac van, a devizaswap azonban relatíve fejlettebb a kamatswapokhoz képest, amit az állampapírok alacsony kinnlevő mennyisége korlátoz. A változó kamat meghatározásához általában a 6 hónapos PRIBOR-t használják; a kamatswap-megállapodások általában 10 évig terjednek, bár a teljes spektrum 15 évig tart.

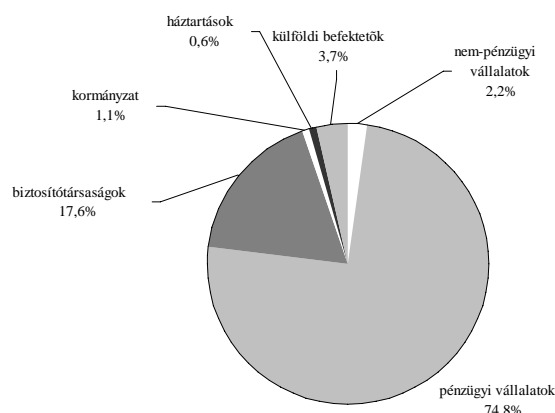


⇒ **Az állampapírok tulajdonosi szerkezete.** A cseh állampapírok tulajdonosi szerkezete igen erős koncentrációt mutat: a teljes állampapír-állomány mintegy 73 százaléka a pénzügyi vállalatok tulajdonában van, a második helyen a biztosítótársaságok állnak 18 százalékkal, a külföldi befektetők 4 százalékot birtokolnak. A külföldi állomány jellemzője, hogy a külhoni befek-

tetők nem tartanak diszkont kincstárjegyeket, kizárólag kötvényeket. Míg tehát a teljes állományon belül a külföld részesedése 4,1 százalék, addig a kötvények esetében ennél magasabb, 9 százalék körüli. A külföldiek hiánya a kincstárjegyek piacán elsősorban azzal magyarázható, hogy ezt a piaci szegmest a bankok uralják a tartalékképzési szabályozás miatt (7. és 8. ábra).

7. ábra

### A teljes állampapír-állomány tulajdonosi megoszlása (2001. szeptember)



Forrás: Pénzügyminisztérium

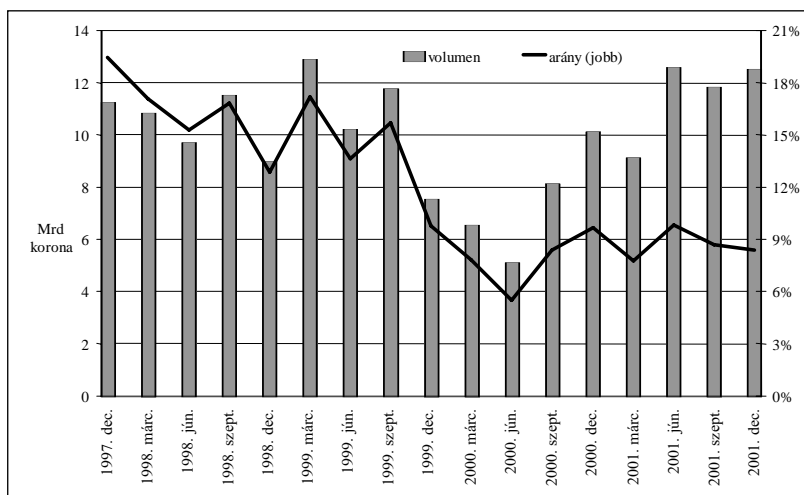
⇒ **Hozamalakulás és árfolyam.** A cseh gazdaságot az alacsony infláció, az euróhozamokhoz közeli hozamszint és mérsékelt reálkamatok jellemzik. A nominális konvergencia terén tehát Csehország jóval előrébb tart, mint a magyar és a lengyel gazdaság. A nominális konvergencia előrehaladottságához nem kis részben járult hozzá az 1997-99-es recesszió (9. ábra).

Csehországban 1996 folyamán az erőteljes tőkebeáramlás eredményeként 8-9

százalékkal értékelődött fel az árfolyam. A korona erősödése azonban a külső egyensúly romlásához és végül 1997 tavaszán valutaválsághoz vezetett, aminek következtében az árfolyam egy-két hónapon belül több mint 10 százalékkal értékelődött le. A korona gyengülése miatt a jegybank az addigi  $\pm 7,5$  százalékos sávós árfolyamrendszer feladására kényszerült, és áttért a szabad lebegtetésre. A leértékelődés, amellyel, hogy javította a külső po-

8. ábra

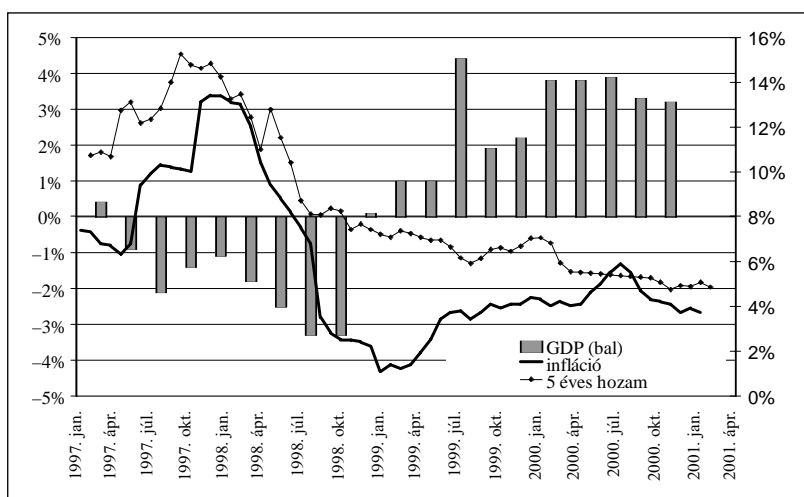
## Az államkötvények külföldi állományának alakulása



Forrás: Pénzügyminisztérium

9. ábra

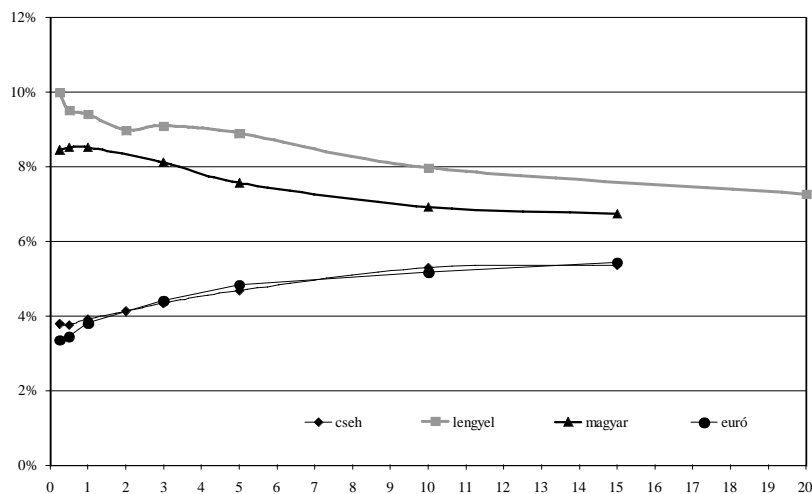
## A cseh infláció és GDP



Forrás: Pénzügyminisztérium, Cseh Nemzeti Bank, Bloomberg

10. ábra

## Hozamgörbék (2002. május 10.)



Forrás: Bloomberg

ziciót, az infláció megugrásához vezetett, és 13-14 százalékra emelkedett az áremelkedés üteme. A válság a reálgazdaságra is átterjedt, kiegészülve az orosz válság hatásaival, így az 1997–1999-es időszakban recesszióba került a gazdaság. Az egyszeri inflációemelő hatások (leértékelődés, hatósági áremelés) kiesésével az infláció is csökkenni kezdett, ehhez járult még az, hogy a belső folyamatok, a belső kereslet összehúzódása szintén a deflációt segítették elő, s ezeket a hatásokat nemzetközi tényezők (élelmiszerárak, üzemanyag) is erősítették. Az infláció csökkenése kedvezően hatott az állampapírpiacon, s a régióban Csehországban lett a legalacsonyabb az áremelkedés üteme és a nominális hozamszint. A gazdasági növekedés 1999. második felében indult be újra, ez azonban nem vezetett az

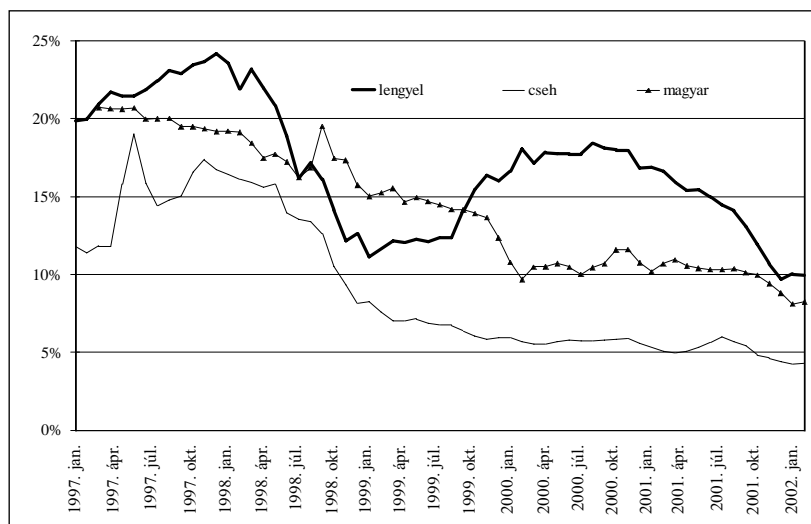
áremelkedéséhez, az infláció erősödő árfolyam mellett továbbra is 4 százalék körül maradt.

A **belföldi hozamok alakulását** tehát alapvetően az **inflációs folyamatok** és az ahhoz kapcsolódó várakozások határozták meg: az 1997-es nagy leértékelődés utáni periódusban az áremelkedés ütemével párhuzamosan a hozamok is nőttek, majd az 1998-99-es deflációs folyamat idején meredeken csökkentek. A vizsgált időszakban az átlagosan alacsonyabb infláció miatt a cseh hozamok 5-8 százalékkal maradtak el a magyar és a lengyel hozamoktól.

A lengyel folyamatokkal ellentétben (amire a cikk második felében térünk ki) a cseh egyéves reálkamatok – akárcsak a nominális hozamok – nem írtak le hullámmozgást, jóval stabilabbnak mutat-

11. ábra

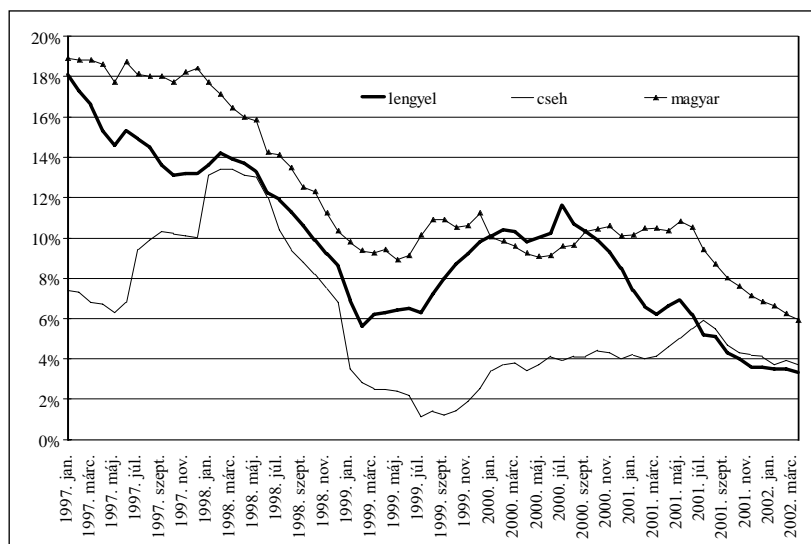
## Egyéves hozamok



Forrás: Cseh Nemzeti Bank, Lengyel Nemzeti Bank, Államadósság Kezelő Központ, Bloomberg

12. ábra

## Inflációs ráták



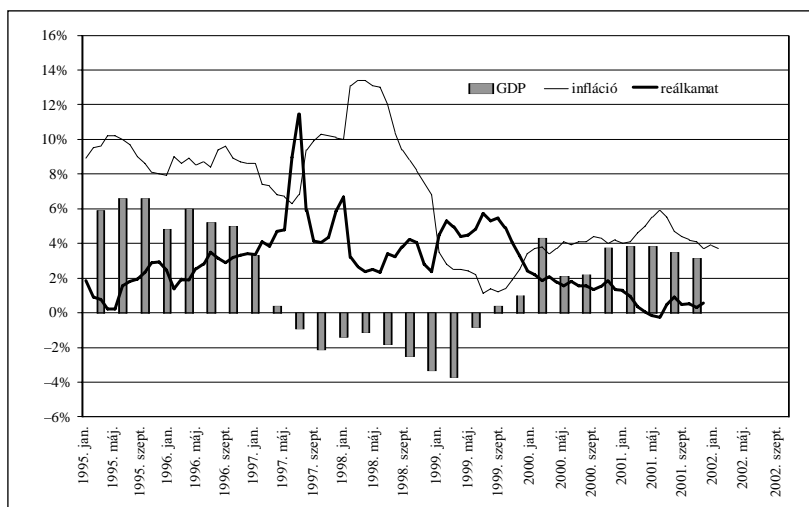
Forrás: Cseh Nemzeti Bank, Lengyel Nemzeti Bank, Magyar Nemzeti Bank, Bloomberg

koztak, és egy-két átmeneti időszaktól eltekintve az 1996–2002-es periódusban végig 5 százalék alatt maradtak. A reálkamat az 1997–1999-es időszakban relatíve magasabb szinten, átlagosan 4 százalék körül alakult, ez feltehetően a válság utá-

ni bizonytalanságokkal és az orosz válság átgyűrűző hatásaival volt kapcsolatban. 2000 elejétől azonban stabilizálódott a külgazdasági helyzet, és Csehország is kedvezőbb megítélés alá esett, ami a reálkamatok eséséhez vezetett.

13. ábra

### GDP, infláció és egyéves visszatekintő inflációval számolt reálkamat

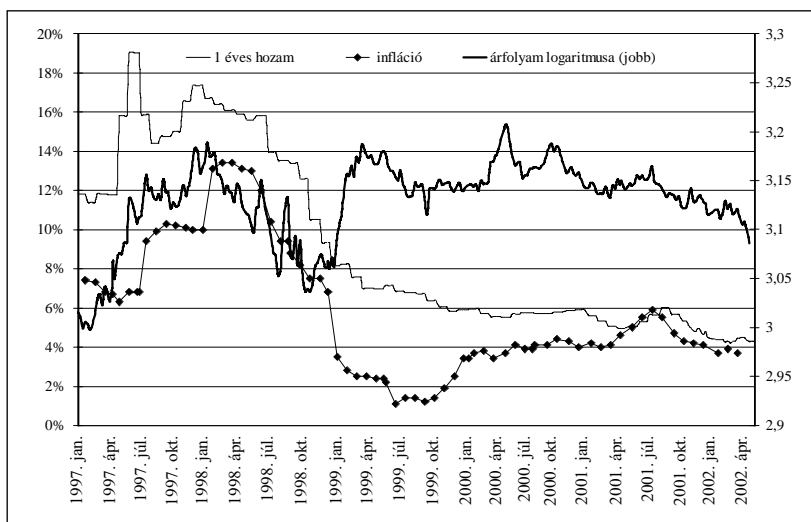


Forrás: Pénzügyminisztérium, Cseh Nemzeti Bank, Bloomberg

A cseh hozamokat alapvetően a belső, inflációs folyamatok határozták meg, a külföldi befektetőknek és az árfolyam alakulásának a legutóbbi időkig kisebb szerep jutott. A külföldi befektetők aktivitása – mint arról szó volt – a cseh állampapírpiacon jóval kisebb, mint a lengyel vagy a magyar piacon, a külföldi állomány csekély – 12 milliárd korona (350 millió euró). A korona árfolyama és a hozamok az 1997–98-as időszakban szorosan együttmozogtak, az árfolyam ekkor az

infláció és az inflációs várakozások alakulásán keresztül hatott a hozamszintre. 1997-ben a pénzügyi válság idején az árfolyam leértékelődött, ezzel párhuzamosan mind az infláció, mind a hozamok emelkedtek. Az ezt követő felértékelődés a hozamok esése közepette következett be. A külföldi állomány adatai azonban nem támasztják alá, hogy ez a kapcsolat a külföldi befektetők állampapír-vásárlásainak következménye volt, ebben az időszakban ugyanis a külföldi állomány nem

A cseh hozam, infláció és árfolyam



Forrás: Cseh Nemzeti Bank, Bloomberg

emelkedett, tehát inkább az infláció esése tette lehetővé a hozamok csökkenését. A hozamemelkedést pedig az infláció emelkedésével kapcsolatos várakozások alakították (10–13. ábrák).

Az egyéves cseh kamatfelár 1997-től mindvégig jóval a magyar és a lengyel kamatprémiumok alatt volt: az eurohozamok feletti kamatfelár az 1997-ben még 1000–1200 bázispontos szintről 2000-re 200 bázispont alá esett, ma a kétszámjegyű sávban van.

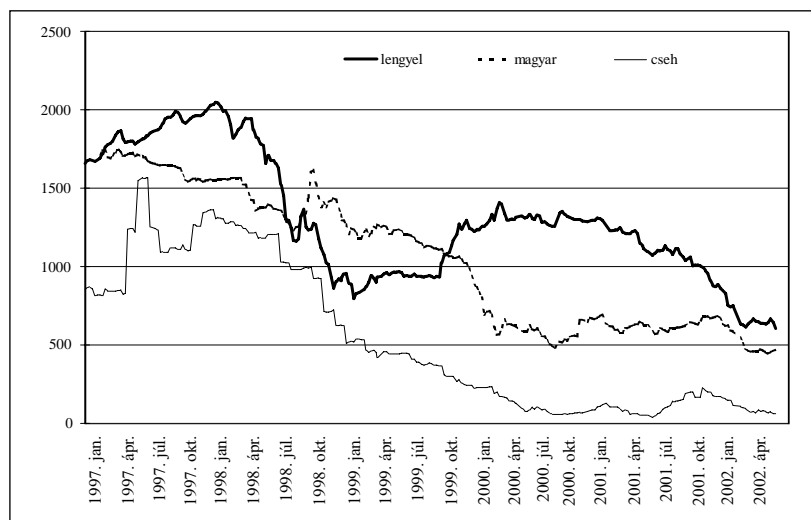
A hozamok konvergenciája a cseh gazdaságban gyakorlatilag befejeződött, a hozamok lényegében egy szinten vannak az eurohozamokkal. Ez a különbség a lengyel és a magyar tízéves hozamoknál 200 bázispont felett van. A cseh állampapírpiacon kisebb likviditásán túl az alacsonyabb felárral magyarázható az, hogy a **külföldi be-**

**fektetők aktivitása elmaradt a lengyel és a magyar piacon tapasztalttól.** A külföldi állomány a teljes állampapír-állományhoz viszonyítva az 1998–99-es 10–12 százalékos szintről 8–9 százalékra esett vissza, tehát az árfolyam mozgását nem az állampapír-piaci folyamatok határozták meg.

Az árfolyamot 1999 óta – a privatizációs bevételeknek köszönhető dinamikus tőkebeáramlás, illetve az ezzel kapcsolatos várakozások következtében – a stabil nominális felértékelődés jellemzi: a korona 2001-ben 10 százalékkal erősödött az euróval szemben. Az árfolyam felértékelődése miatt 2000 eleje óta az állampapírokon elérhető hozam euróban számítva évi 17 százalék volt, ami meghaladta a magyar állampapírokon elérhető hozamot, ugyanakkor a lengyelnél jóval alacsonyabb volt. (Az összehasonlításnál az EFFAS és a

15. ábra

## Közép-európai egyéves hozamfelárak



Forrás: Bloomberg

Bloomberg által generált indexeket használtuk.) Míg az index a lengyel piachoz viszonyított kisebb emelkedése az alacsonyabb kamatszinttel és a kisebb kamateséssel magyarázható, addig a magyar piacéhoz képest jobb teljesítmény a korona forinthez viszonyított relatív felértékelődéséből adódott. Ezt bizonyítja, hogy a korábban számított hozam a magyarénál is alacsonyabb volt, 1999 óta éves szinten 10 százalék körül alakult.

Jelenleg a **felértékelődő árfolyam a kormányzat egyik központi problémája**, mivel ez rontja a hazai vállalatok versenyképességét, ami a növekedés visszaeséséhez vezethet. Emiatt a jegybank az utóbbi hónapokban több eszközzel is megpróbálta megállítani a további felértékelődést. A jegybank több alkalommal interveniált az árfolyam gyengítése érdeké-

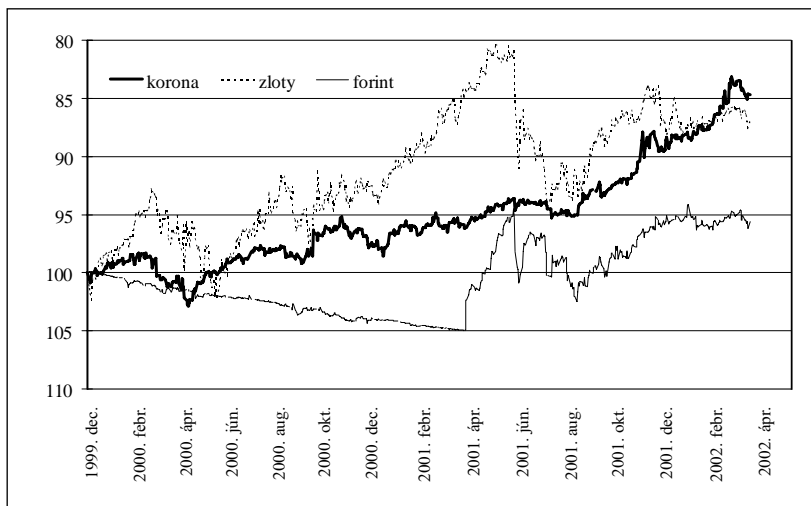
ben, valamint a jegybanki kamatot a 2001. októberi 5,25 százalékról 3,75 százalékra csökkentette 2002-ben. A lépések azonban (eddig) nem érték el a kívánt hatást, az árfolyam tovább erősödött. Mivel a **hozamkonvergencia már jobbra befejeződött az állampapírpiacon**, további jelentősebb hozamcsökkenési potenciál már nincs a cseh hozamok terén, és ez gátat szab annak a törekvésnek, hogy a kamatpolitika legyen az árfolyam felértékelődése elleni eszköz (14–18. ábrák).

## A LENGYEL ÁLLAMPAPÍRPIAC

⇒ **A központi költségvetés adóssága.** 2001 novemberében a lengyel bruttó államadósság nagysága 288,3 milliárd zloty volt (79 Mrd euró), ami a GDP mintegy 40 szá-

16. ábra

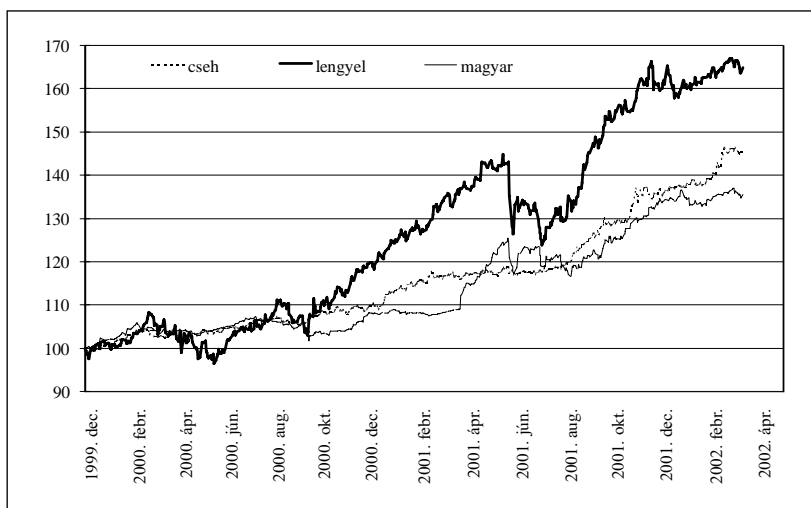
## Közép-európai devizák



Forrás: Bloomberg

17. ábra

## EFFAS állampapír-indexek euróban

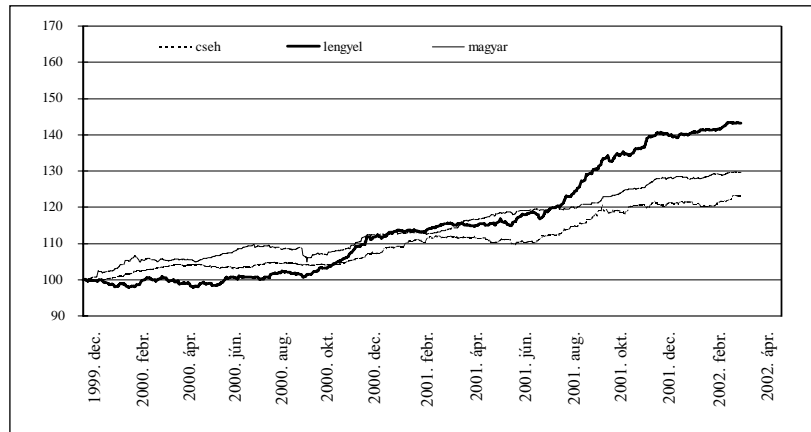


Forrás: Bloomberg



18. ábra

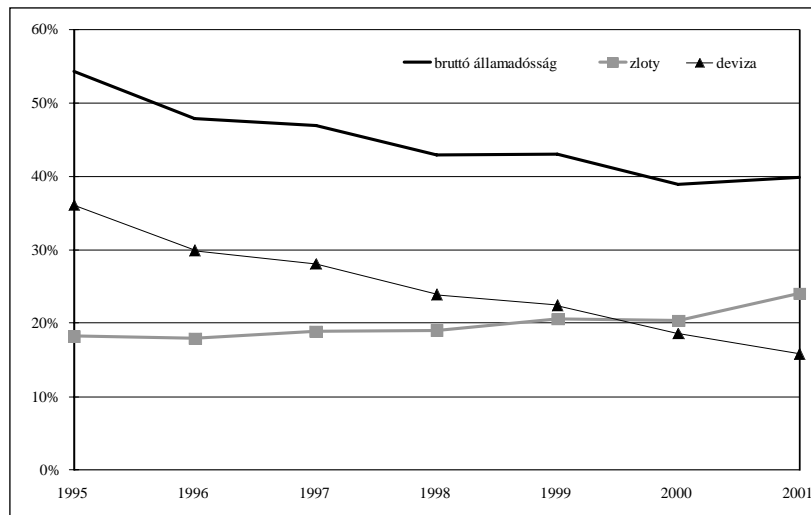
## EFFAS állampapír-indexek belföldi devizában



Forrás: Bloomberg

19. ábra

## A központi költségvetés adóssága a GDP százalékában



Forrás: Pénzügyminisztérium

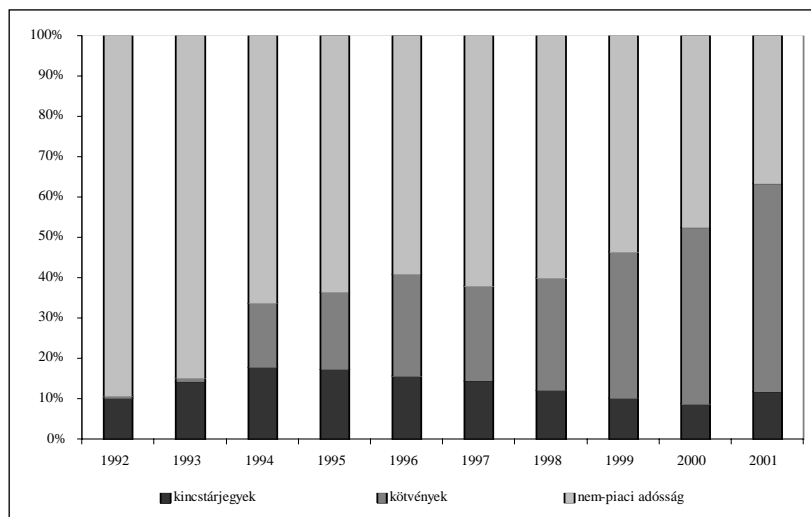
zalékát tette ki (19. ábra). A devizaadósság részaránya a bruttó államadósságon belül 1995-ös 60 százalékról 2001-re 35 százalékra csökkent, ami azt jelzi, hogy az állam a belföldi piacról történő finanszírozást részesítette előnyben. A devizaadósság zömét, 66 százalékát a Párizsi Klubbal szemben felhalmozott tartozások adják, a nemzetközi kötvényeken belül pedig az úgynevezett Brady bondok részesedése jelentős (71 százalék). A külső adósság aránya magasabb a devizaadósság arányánál: 2001 végén a bruttó államadósság 41,4 százalékát adta Ennek két oka van: egyrészt a zlotyban denominált állampapírok mintegy

14 százaléka külföldi befektetők tulajdonában van, másrészt a belföldi piacon is léteznek dollárban denominált kötvények – igaz, ezek nem piacképes papírok.

A 90-es évek elején a lengyel államadósság megközelítőleg 90 százalékát a nem piaci állomány tette ki, 2001-re ez az arány 40 százalék alá csökkent. A nem piaci adósság zömét a Párizsi Klubbal szemben fennálló hitelek adják. A nem piaci állományt fokozatosan váltották fel a piaci papírok, elsősorban a belföldi, zlotyban denominált államkötvények. Az adósságon belül a kincstárjegyek aránya 1994 óta mérsékelten csökkent.

20. ábra

A központi költségvetés adósságának szerkezete\*



Forrás: Pénzügyminisztérium

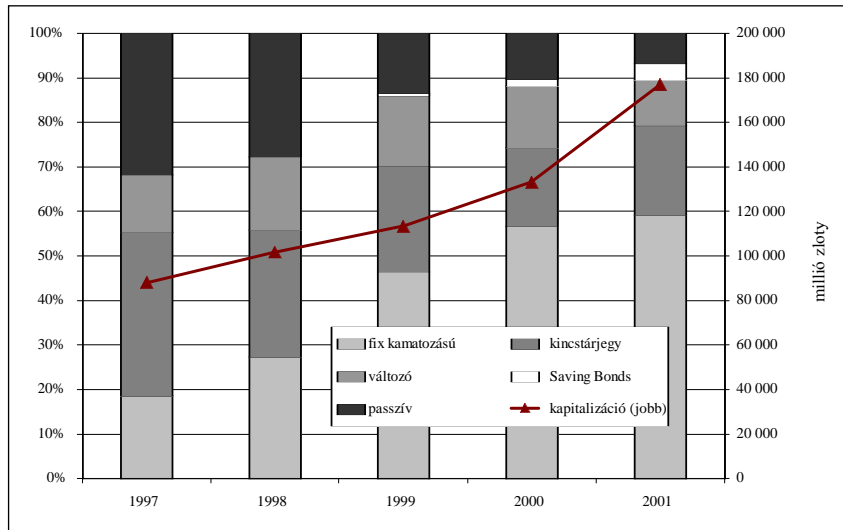
⇒ **Általános jellemzők.** A belföldi állampapír-állomány 2001 novemberében 177 milliárd zloty (48,6 Mrd euró, a GDP 24,5 százaléka) volt, amelyek 59 száza-

lékát a fix kamatozású államkötvények tették ki (20–21. ábra).

Az elmúlt évek adósságkezelésének két legjellemzőbb trendje a **piaci finan-**

21. ábra

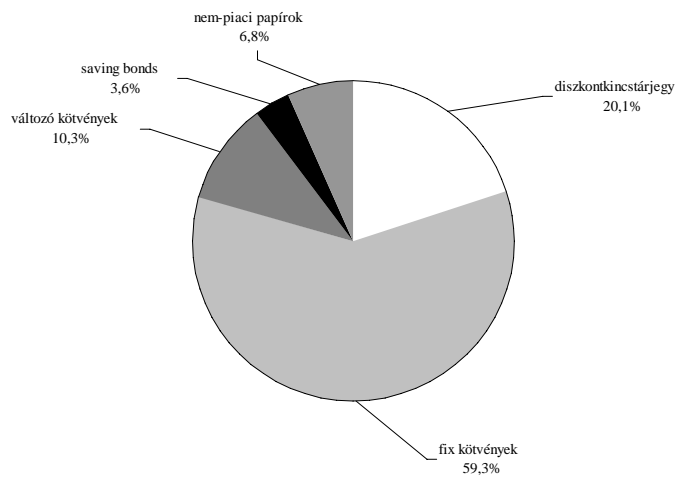
**A lengyel állampapír-állomány szerkezetének alakulása, 1997–2001**



Forrás: Pénzügyminisztérium

22. ábra

**A lengyel állampapír-állomány szerkezete (2001. november)\***



\* Nem tartalmazza a 2001 novemberében Brazíliával szemben fennálló tartozás előtörlesztésére kibocsátott USD kötvényt.

Forrás: Pénzügyminisztérium

**szírozás felé történő elmozdulás, illetve a lejárat szerkezet hosszabbodása** volt. Az állampapír-állományon belül az 1997-es 68,4 százalékról 2001 végére 93,2 százalékra nőtt a piacképes papírok (fix, változó és kincstárjegyek) aránya, emellett a fix kamatozású államkötvények kiszorították a diszkont kincstárjegyeket: az 1997-es 54-27 százalékról 2001-re 21-64 százalékra nőtt a kötvények súlya. 1999-ben az állampapírpiaccon megjelentek a lakossági papírok is (savings, vagy retail bonds), amelyek 3,6 százalékos körüli arányuk ellenére számottevő szerephez jutottak a nettó finanszírozásban: 2000-ben a nettó finanszírozási igény több mint felét, 2001-ben több mint egyharmadát adták a lakossági papírok. A nem piacképes (passzív) papírok – ezeket speciális céllal, például bankkonszolidáció miatt bocsátottak ki – ará-

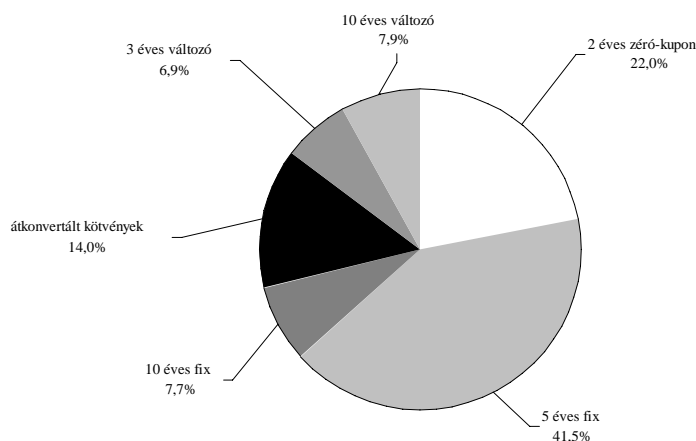
nya az állampapír-állományon belül az 1997-es 31,6 százalékról 6,8 százalékra csökkent 2001-re (22. ábra).

⇒ **Államkötvények.** A Pénzügyminisztérium fix és változó kamatozású kötvényeket bocsát ki. A fix kamatozású kötvények futamideje 5 és 10 év, emellett 2 éves zéró kupon kötvények kibocsátására is sor kerül. A 10 éves futamidővel változó kamatozású kötvényt is kibocsátanak. 1999 decemberéig a 3 éves változó kötvényt a hálózatos értékesítés mellett aukcionálták is, ezt követően azonban az alacsony érdeklődés miatt megszüntették az aukciós értékesítést. 2002 áprilisában sor került egy 20 éves lejáratú kötvény kibocsátására, amely így a leghosszabb futamidejű instrumentum az állampapírpiaccon.

A fix kamatozású kötvények 16 százalékat olyan zéró kupon papírok alkotják,

23. ábra

A lengyel államkötvények megoszlása (2001. november)



Forrás: Pénzügyminisztérium

amelyek a költségvetés jegybankkal szemben fennálló tartozásának konvertálásából származnak. A központi bank ezeket a kötvényeket nyíltpiaci műveletek keretében likviditáskezelési céllal használja. A konverziós kötvények hozama ugyanakkor a hasonló futamidejű állampapírok hozama fölött van, mivel ezeket a papírokat csak rezidensek vásárolhatják, ezért likviditásuk alacsonyabb.

2001 novemberében a fix kamatozású papírok (beleértve a zéró kupon és konverziós kötvényeket is) az államkötvény-állomány csaknem 85 százalékát tették ki (23. ábra).

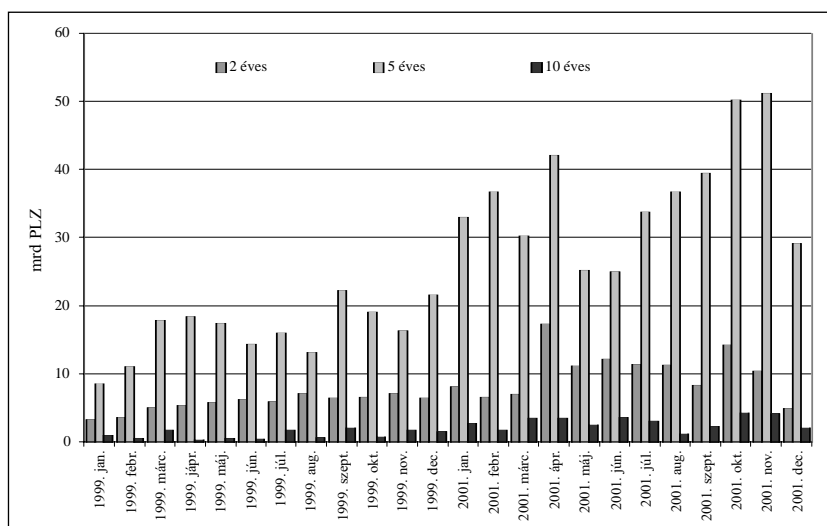
A leglikvidebb 5 éves papíroknál az átlagos kinnlevő állomány 3,8–5,5 milliárd zloty (1–1,5 milliárd euró), a 2 éves kötvényeknél 5,2-6,7 milliárd zloty (1,4–1,8

milliárd euró) volt. A másodpiacon az ügyletek átlagos volumene az 5 éves papírokból 15-30 millió zloty (4–8 millió euró), a havi forgalom átlagosan 36 milliárd zlotyot tett ki 2001-ben. A 2 éves papírokból az átlagos ügyletnagyság 20 millió zloty (5,5 millió euró), az átlagos havi forgalom 10 milliárd zloty körül alakult tavaly (24. ábra).

A 10 éves papírok likviditása alacsonyabb, nem utolsósorban azért, mivel ezeket a papírokat elsősorban nyugdíjalapok vásárolják. 1999 óta három sorozat került kibocsátásra – általában évente egy – egyre növekvő nagyságban. A legutolsó, 2010-ben lejáró papír állománya 6,3 milliárd zloty (1,7 milliárd euró). A nagyobb állomány feltehetően ezen a lejáratú szegmensen is növelni fogja a likviditást.

24. ábra

#### A fix kamatozású állampapírok havi forgalmi adatai, 2000–2001



Forrás: Pénzügyminisztérium