

Barta Árpád

## Hitelpapírok Magyarországon. Áttekintés

Árpád Barta: Credit papers in Hungary. An overview

### Summary

*The study focuses on the credit paper market's revival and its development after the change in the political system. The bond appeared as early as the beginning of the 80s in the years of socialism. Its basic mission was to rearrange the household savings, making them available for the corporate and municipal sphere. These investments were basically risk-free. The change in the political system reshaped this market fundamentally. The government papers became dominant and, in addition to bonds, treasury bills entered the market. Its main function, even today, is to finance the budget and pay the instalments and interests in relation with the already accumulated debts. In 2010 perhaps a new age started: two corporate bonds entered the market. Both of the two corporations have realised another issue since then and they seem to have followers as well. The economic slowdown and the low rate of bank crediting may help to boost this market.*

**Key words:** bond, treasury bill, government debt, reference yield, risk.

### ÖSSZEFOGLALÓ

A tanulmány első részében áttekinti a hitelpapírok legfontosabb jellemzőit, vázol konkrét termékeket. A második rész a hitelpapír piac hazai történetét mutatja be a rendszerváltástól. A múlt két szakaszra bontható. Az első közvetlenül a rendszerváltás előtt és után a piac újra alakulását jelenti, megjelennek a belföldi piacon a vállalati, önkormányzati, pénzügyi piaci papírok és külföldön az állampapírok. A 90-es évek közepétől az állampapírok dominanciája lesz a jellemző, a vállalati papírok piaca visszafejlődik, ez a múlt második szakasza. A jelen ambivalens. Jelek mutatkoztak a vállalati hitelpapír piac feltámadásáról, ezt a dolgozat a MOL és az E-STAR kötvény kibocsátásán keresztül mutatja be. Az eredmény felemás Mol siker E-STAR „bukás”. A jövő a magyar gazdaság jellemzői, az aktuális pénzügyi és monetáris politika következtében a vállalati hitelpapír megjelenése esetivé válik, a piacra újabb „Csipkerózsika” álom vár.

Kulcsszavak: hitel, államadósság, értékpapír, kötvény, kincstárjegy.

A vállalati fejlesztés, beruházás finanszírozásának egyik, de nem fő eleme a hitelpapír. (A kontinentális Európában egy vállalatnak előbb jut eszébe, ha forrásra van szüksége, a bank, mint az értékpapír.) A tanulmány célja ennek a hitelpapírnak hazai bemutatása, összekötve mintegy környezeti elemként a hitelpapírokat ugyancsak alkalmazó más szereplők (állam, önkormányzat, pénzügyi intézmények) jellemzőivel.

A pénzügyi piac alapvető feladata a megtakarítások összegyűjtése és átalakítása beruházási keresletté. Ez történhet közvetve, bank közbeiktatódásával és történhet közvetlen, például értékpapír ügyletként. A két leggyakoribb értékpapír a részvény és a kötvény. A dolgozat, hitelpapíron az általánosan ismert, gyűjtőnéven kötvénynek nevezett értékpapírt érti. Hazai példák alapján, íme, a legfontosabb jellemzők:

- A kötvény lehet materializálódott, azaz a jogot egy szigorú alaki kellékű papír testesíti meg (kincstári takarékjegy) vagy dematerializálódott, azaz számlakövetelés.(kamatozó kincstárjegy),

- A futamidő lehet kevesebb, mint egy év (kincstárjegy), illetve egy évnél hosszabb (kötvény).
- A papapír, lehet formailag nem kamatozó (diszkontkincstárjegy) és kamatozó (kötvény).
- A kamatozó papírok lehetnek:
  - kamatos kamatozásúak,
  - törleszthetnek a futamidő végén, de kamatot fizetnek a futamidő alatt,
  - lehetnek futamidő alatt törlesztő és kamatot fizető konstrukciók.
- A kötvény lehet szelvénytőlküli –zérókupon kötvény (diszkontkincstárjegy, kamatos kamatozású kötvény) és szelvényes (kamatozó kincstárjegy),
- A papír kibocsátója lehet:
  - a vállalat (kötvény),
  - az állam (kincstárjegy évnél nem hosszabb, kötvény évnél hosszabb futamidővel, illetve egy vagy két éves kincstári takarékjegy,
  - Pénzügyintézet (kamatozó és diszkont kötvény)
  - Önkormányzat (kötvény).
- A kötvény lehet forint vagy deviza alapú.

### 1.ÚJJÁSZÜLETÉS

A hitelpapírok újkori története még a szocializmusban, a 80-as évek elején kezdődött. Ekkor tettek kísérletet arra, hogy a kötvények kibocsátásával teremtse új lehetőséget a forrásbevonási módszerek területén. Eleinte csak a vállalatoknak volt erre lehetősége zárt körben, majd az önkormányzatoknak is, s ettől kezdve a lakosság is beletartozott a megcélzott vevői körbe. A lakosság megtakarításával tehát finanszírozhatta az önkormányzatot és a vállalati szférát is. A terjedést nagyban segítette, hogy egyrészt a visszafizetésekre állami garancia volt, másrészt a kedvező hozamlehetőség. A takarékbetétek 2-6 %-os hozama helyett itt 10-11 % volt a kamat. Volt olyan konstrukció is, hogy a kamat nem volt magas, de a vevőnek valamilyen többletszolgáltatást nyújtott, mint például a telefonkötvény.

A befektetők számára teljesen érdektelen volt a kibocsátó személye és nem kellett hosszadalmasabb elemzéseket készíteni arról, hogy vajon az adós képes lesz-e a kamatokat, vagy a törlesztő részeket fizetni. A főbb jellemzőket az 1. táblázat mutatja be.

Kibocsátás éve	Tanács	Pénzügyintézet	Vállalat	Összesen
1983.	2,8	6,1	91,1	100,0
1984.	1,4	-	98,6	100,0
1985.	3,6	23,8	72,6	100,0
1986.	8,3	10,4	81,3	100,0
1987.	11,0	54,3	34,7	100,0

1. táblázat  
Magyarországi kötvénykibocsátók  
(1983-1987)  
[Losonczi Cs.- Magyar G. Pénzügyek a gazdaságban,  
Budapest, 1995. Juvent, 158. oldal.]

1987-ben a 142 kötvény kibocsátásból 121 volt a lakossági, ez 12,7 milliárd forint volt, a lejegyezhető összeg 73,4 %.

Az állam is jelen van a kötvény piacon, de csak a nemzetközi pénzügyi piacon bocsát ki kötvényeket, ami nem befolyásolja a belföldi folyamatokat.

A 80-as évek végén már lecsengeni látszik a fellendülés:

- egyre nagyobb lesz a kínálat a kötvénypiacon,
- az infláció emelkedése nem kedvez a fix kamatú papíroknak,
- újabb termékek jelennek meg a pénzügyi piacon, például a részvény.

A 90-es évek rendszerváltása ezt a folyamatot megerősíti:

- még nagyobb lett az infláció mértéke, meghaladta a 30 %-ot,
- vállalatok egyszerűen megszűntek, vagy privatizációra kerültek és az új tulajdonosoknak más volt a finanszírozási stratégiája,
- beindul a tőzsde,
- az állam megjelenik a belföldi piacon és magas hozam ajánlataival, a relatíve

legkisebb hazai kockázattal elszívja a forrásokat a vállalati szféra elől.

91-93 között már csak 22 kötvénykibocsátásra kerül sor, ebből 5 önkormányzati és 17 vállalati, a kamat mindenütt több mint 20 %, de volt 30 feletti is.

## 2. AZ ÁLLAMPAPÍR PIAC TÉRNYERÉSE

1994-ben már nem jutottak szerephez a kereskedelmi kötvények, hiszen a kockázatmentes államkötvények vásárlásával elérhető hozam igen magas. A költségek megnövekedtek, így csak azok a cégek tudtak megjelenni a piacon, melyeknek folyamatosan nagyobb összegre volt szüksége a piacról. A kisebb cégek a bankokhoz fordultak kölcsönért, a leányvállalatok finanszírozási problémái pedig az anyavállalat kezébe került. A költségvetés finanszírozási igénye miatt a helyzet rögzült.

1994-től végül is a vállalati papírok kifutnak a piacon és nincs újabb kibocsátás, csak az önkormányzatok, az állam bocsát ki kötvényt és néha a pénzügyi piacra. Megjelennek a kincstárjegyek diszkont, illetve kamatozó formában.

Ebben az időszakban kialakulnak és rögzülnek az állampapír piac működési keretei, mechanizmusai. (Állam Kincstár, Államadósság Kezelő Központ)

Az állampapír kibocsátás fő célját és feladatait az alábbiakban lehet összefoglalni:

- a költségvetési hiány finanszírozása (a hiányt a Magyar Nemzeti Bank közvetlenül hitellel nem finanszírozhatja!)
- a kibocsátásokkal, visszavásárlásokkal a pénzügyi piac szabályozása (monetáris politika)
- az állampapír hozamai, a referencia hozamok, alapjai lesznek a befektetések hozam-kockázat elemzésének. A belföldi befektető hozam-kockázat elemzésének alapja az alábbi összefüggés:

Elvárt hozam = referenciahozam + kockázati prémium.

A külföldi pénzügyi befektető számára ez az összefüggés a Fischer egyenlet

( $i_h = r_h + \pi$ ) alapján valamint figyelembe véve, hogy Magyarország kis nyitott gazdaság

( $r_h = r_n + \rho$ ), így írható fel:

$i_h = i_n + \rho + (\pi_h - \pi_n)$

(ahol "i" a nominál, "r" a reálkamatláb, "π" az infláció, "ρ" a kamatprémium, "h" a hazai és "n" a nemzetközi vagy regionális jellemző.)

- az állampapír piac a külföldi befektetők révén a forint árfolyamára is áttételesen hatással van, (befektetéskor a gyenge hozam, fizetéskor és felszámolásakor az erős forint a kedvező; időnként érvényesül a kamatparitás elve is!)

Az állampapírok kibocsátása önálló stratégiával rendelkezik, melynek fő kérdései:

- költségvetés finanszírozási igénye alapján, az állampapír adósság tömege, illetve annak változása (növekedés, csökken)
- az adósság - tömeg összetétele (hazai és külföldi)
- a külföldi adósság deviza szerkezete
- a különböző adósságok hátralévő átlagos futamideje
- az aktuális törlesztések és kamatfizetések nagysága, devizája

Az előbbieket szemléltetésére néhány aktuális jellemzőt mutatnánk be:

Év	régi	új
2010	81,8	80,8
2011	82,2	81,0
2012	79,9	78,5
2013	79,4	77,3

2. táblázat

Az államadósság alakulása a GDP %-ban [HVG, 2014. október 4. (Átszámolt hazai össztermék, az ESA 2010 kódnevű új elszámolási rendszer alapján)]

Megnevezés	%-ban
Forint kincstárjegy	18
Forint hitel	3
Forint kötvény	40
Deviza állampapír	27
Deviza hitel	12

3. táblázat

Az államadósság finanszírozási szerkezete,

2014. 09. 30

[Államadósság Kezelő Központ]

Futamidő	2011.év	2014.év
3 hónap	5,73	1,52
6 hónap	5,73	1,50
1 év	5,70	1,75
3 év	6,28	3,22
5 év	7,03	3,56
10 év	7,33	4,46
15 év	7,33	4,74

4. táblázat

Állampapírok referencia hozamai  
Magyarországon 2011 és 2014 szeptemberében  
(kamatláb %-ban)  
[Erste Bankelemzés]

A táblázatok igazolják, hogy a közelmúltban az államadósság a legnagyobb jóindulattal is stagnál és magas szintű, 82 %-a finanszírozódik hitelpapírral. A referencia hozamok szemléltetik a kamatláb csökkenését, ami elvileg teher csökkenést jelez, de rontja ezt a képet, hogy főleg deviza alapú értékpapír kibocsátásoknál ez mégis kamatfelárat jelent. CDS felárak 2014.szeptember1-én a magyar 165,20 mellett, a cseh csak 46,95 , a lengyel 63,09, de a román is csak 135,85 (Reuters)

10 éves kötvények hozama a magyar 4,46 %-kal szemben, az USA-ban 2,34 %, Németországban 0,88 %, Olaszországban 2,42%.

Ha a befektetők a kockázattal nem tartották arányosnak a hozamot, előfordultak zavarok az aukciókban, vagy részben sikerült csak eladni a kívánt mennyiséget, vagy teljesen sikertelen volt. Pl. 2011. szeptember-október, 2014. október.

Összességében megerősítette Magyarország "BB/B" szintű adóssztaályzatait szeptemberben a Standard & Poor's, az eddigi stabil kilátással.

### 3. MOL ÉS AZ E-STAR

2010-től úgy tűnt, hogy új szakasz kezdődött el a hitelpapír piacok történetében 2010 őszén, ugyanis megjelent a piacon két vállalati kötvény. A MOL, Magyarország legnagyobb vállalata és egy viszonylag új, középvállalat a Regionális Fejlesztési, Beruházó, Termelő és Szolgáltató Nyilvános-részvénytársaság / RFV/, bocsátott ki kötvényt.

A kibocsátások érdekessége, hogy a MOL sajáttőkéje akkor 1 974,5 milliárd forint volt, míg az RFV-é 2,57 milliárd, 41 %-os eladósodottsági mutatóval, ami 74% lett a kibocsátás után (Netfilio.hu 2011.03.07).

Mind két vállalat kibocsátásának sikerét jelzi, hogy 2011 tavaszán, mindkettő újabb kötvényt bocsátott ki, közel hasonló feltételekkel.

A Mol első kibocsátása a tervezett 2 milliárd forint helyett több mint 5 milliárd lett. Ennek futamideje 18 hónap, fix kamata pedig 6 %. Az új papírnál ez 7 %, a futamidő pedig 3 év. A hozamok jól jelzik, hogy ez a kibocsátás nagyjából az állampapírok hozamát adja, azaz inkább annak versenytársa, mint a hitelpiacnak. A kibocsátási összeg és a vállalati mérleg adatok összevetése jelzi, hogy ez a forrás elenyésző eleme a vállalati forrásoknak így visszafizetési kockázata valójában kicsi.

A MOL a térség ismert vállalata, szemben a második kibocsátóval az RFV-vel, ez a közepes méretű vállalat is, amelynek profilja a fűtészerszerűsítés, szintén multi, mert tevékenységének zöme Romániában zajlik.

Az első kibocsátás 3,5 év futamidejű és 10,44 %-os fix kamatot ígért, de az árfolyam névérték alá süllyedése miatt ez valójában 14,5 %. A kibocsátási értéke 2,5 milliárd forint. ( Hasonló feltételekkel itt is beindult a következő kibocsátás!) Látható, hogy ez a forrás a cég saját tőkéjének több mint fele. A MOL-énál magasabb kamat jelzi a kockázati többletet, amit úgy tűnik a piac „vállalható kockázat”-ként értékelt.

A magasabb kamat valójában a kibocsátó szemszögéből is elfogadható, mivel jelenleg a nagyvállalati hitelek esetében átlagosan 1-2 százalékpontos, míg a kis-közép vállalati szférában 4-8 százalékos a kockázati felár, ami forinthitelek esetében 7-8, illetve 10-12 százalékos átlagos kamatterhet jelent.

Az RFV, 2011 őszén - új nevén: E-Start Alternatív Energiaszolgáltató – ismét kibocsátott két kötvényt. A két új kötvény hozama 9 % körüli, amely jelzi a cég kockázati besorolásának javulását. A cég idei első félévi, 2 milliárd forint körüli nyeresége négyszer nagyobb az egy évvel

korábban, aminek eredményeként a saját tőkéje mintegy két és félszeresére nőtt.

A lengyel EETEK energetikai csoport megvásárlásától további félmilliárdos nyereségnövekedést vártak az elemzők.

Már megjelent az első követő is, a Business Telecom Távközlési Zártkörű- részvénytársaság is értékesített kötvényeket, s ugyan erre készül a BÉT-en jegyzett Nordtelekom Távközlési Szolgáltató Nyilvános -részvénytársaság és az Alteo Energiaszolgáltató Nyrt.

Esetünkben éppen a válság lett a segítség. A válság ugyanis a bankok hitel kínálatát beszűkítette, ezért azok a gazdálkodó szervezetek, amelyeknek volt értelme beruházni, mert volt megrendelésük. új forrás után kellett nézniük.

#### 4. A JELEN ÉS A JÖVŐ

- A Központi Költségvetés adóssága 2014.09.30-án 24 472,5 Mrd forint (ÁKK adat)
- A kormány stratégiai célként kezeli, hogy az állampapírok kibocsátásakor a lakossági vásárlások növekedjenek. Azaz a hazai megtakarítások, ami amúgy is kevés – döntő mértékben az államot finanszírozzák. Az állam tehát forrást von el a reálszféra elől.
- A MOL papír helyzete, alapvetően korrelációban van az állampapírok helyzetével. A piac eddigi is ezután pedig még inkább azonosan értékeli azokkal. A MOL fő tulajdonosa a Magyar állam lett! A tőzsdére bevezetett részvények 24,6 %-át birtokolja.(A pappír 2014 áprilisában kifutott.)

- Az E-Star helyzete a jellemzőbb. Az amúgy is alacsony sajáttőkével rendelkező vállalat helyzete a piaci recesszió miatt ingatagga vált. Bár a saját tőkéje 11,1 %-kal nőtt, de a kötelezettségei megduplázódtak. A 2011.évet a cég veszteséggel zárta részvényeinek árfolyama a 2011.09.19-i 7000 forintról, 2012.09.127-re 471 forintra csökkent. Az esedékes kötvénykamat fizetés és törlesztés kétségessé vált. Az E-Star kereskedését felfüggesztették, átmenetileg a csődvédelem alá menekült.
- A BÉT hitelpapír szekciójában a hitelpapírok száma jelenleg 100 feletti. A kibocsátókból négy a nem pénzügyi vállalatok száma, papírjaik között az E-Star papír (Megváltoztatta nevét az E-Star Alternatív Energiaszolgáltató Nyrt., a társaság új elnevezése: ENEFI Energiahatékonysági Nyrt) is. A banki kamatozó és diszkontkincstárjegyek kibocsátói a CIB, az FHD jelzalog, az MKB, a Diákhitel Központ, az Erste bank és az OTP.
- A jövőben is, úgy, ahogy napjainkban is a vállalatok fő fejlesztési forrása az EU-s pályázati pénz. Ennek önrésze alapvetően banki hitel, illetve az MNB növekedési hitel programja biztosítja, ami más fejlesztéseket is tud finanszírozni. Mindezek nem sarkalják a vállalatokat más finanszírozási csatornák keresésére.
- A vállalat kötvény kibocsátáskor versenytára az államnak és a banknak, de míg a kötvénykibocsátás nyílt színpadon zajlik, addig például a bankhitel üzleti titok.

A kötvény kibocsátás továbbra is esetleges. „Csipkerózsika, ha nem is szenderült vissza az állomba, de ezen a területen igen csak ásítozik.”

#### FELHASZNÁLT IRODALOM:

- [1.] Barta Árpád (2007): Az „Euro rendszer” és Magyarország monetáris politikájának néhány kérdése, Kitekintés, Tudományos és Kulturális folyóirat XI. évfolyam 12. szám, Békéscsaba - Arad- Banská Bystrica
- [2.] Csabai Károly (2011): Papírmagjuk, HVG 2011.október 29.
- [3.] HVG 2009.október 24, 2011.október 8, 2012.szeptember 22., 2012.október 6. és 2014.október 4. i szám. Pénz és tőkepiacok

- [4.] Horváth Balázs (2010): Élénkül a hazai kötvénypiac, Napi Gazdaság, 2010.09.28.
- [5.] Horváth Balázs (2010): Hitel híján, Népszabadság 2011.10.1
- [6.] Jaksity György (2004): A pénz természete, Alinea Kiadó Budapest
- [7.] Kohn, Meir (2007): Bank- és Pénzügyek, Pénzügyi piacok, Osiris Kiadó Budapest
- [8.] Losonczy Csaba – Magyar Gábor (1995): Pénzügyek a gazdaságban, Juvent Kiadó Budapest,
- [9.] Magyar Gábor (2007): Pénzügyi navigátor, Budapest
- [10.] E-Star Alternatív Energiaszolgáltató Nyrt. éves beszámolója 2011. december 31.