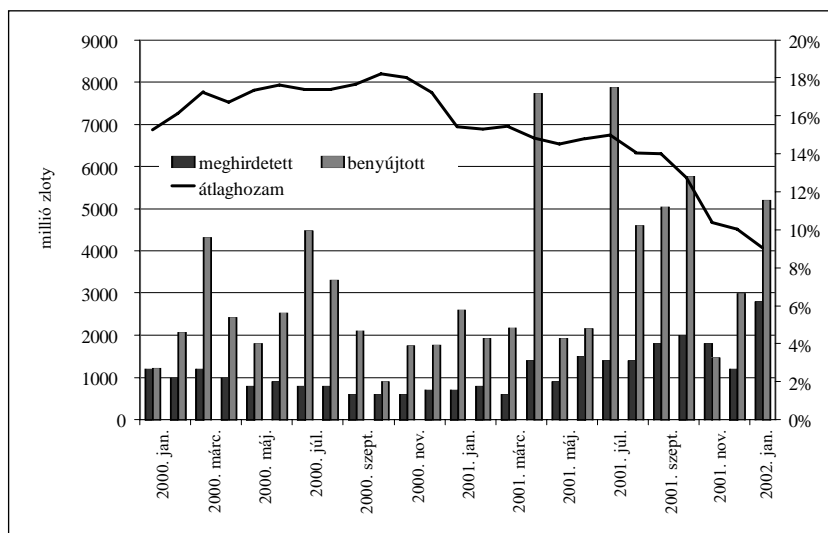


25. ábra

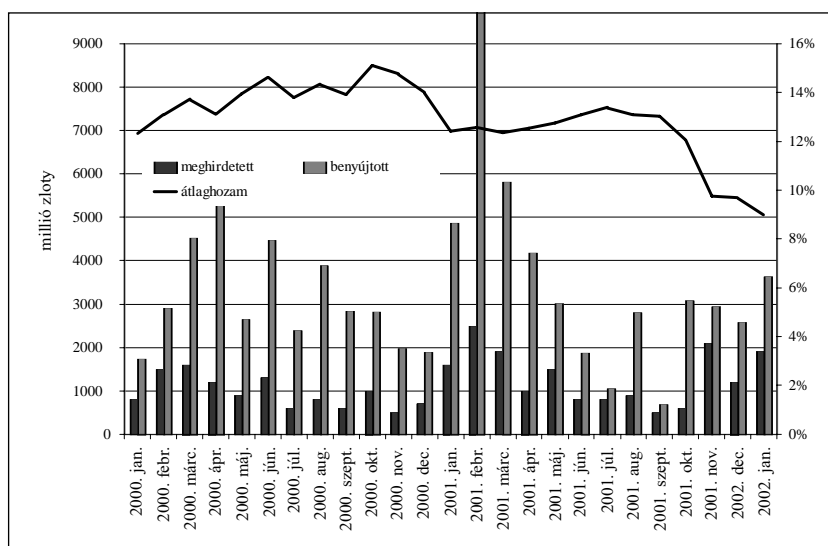
A 2 éves kötvény aukciói



Forrás: Pénzügyminisztérium

26. ábra

Az 5 éves kötvény aukciói



Forrás: Pénzügyminisztérium

A 2 és 5 éves kötvények aukciója ugyanazon a napon, havi rendszerességgel zajlik. Ugyanazt a sorozatot általában négy egymást követő aukción értékesítik, majd új sorozatot indítanak. A 10 éves fix és változó kötvények aukciói havonta váltják egymást, a sorozatokat hat egymást követő alkalommal értékesítik. 2001-ben az aukciókon meghirdetett mennyiség igen széles sávban mozgott, 500 millió zlotytól 2,5 milliárd zlotyig, a benyújtott ajánlatok lényegében mindig fedezték az értékesíteni kívánt mennyiséget. A fix kamatozású papírokból változatlan kuponnal történik a kibocsátás: az 5 éves papíré 8,5 százalék, a 10 évesé 6 százalék. Az elmúlt évek magas hozamszintjét figyelembe véve ez jóval a névérték alatti (70–90 százalékos, de akár 63 százalékos) kibocsátási árfolyamot eredményezett az aukciókon (25–26. ábra).

Diszkont kincstárjegyek. A Pénzügyminisztérium 13, 26 és 52 hetes kincstárjegyeket bocsát ki heti aukcióin. A kibocsátás zöme a 12 hónapos futamidővel történik, 2001-ben összesen 34 milliárd zloty értékben, az átlagos aukciós értékesítés 0,4–1,6 milliárd között mozgott. A 13 és 26 hetes kincstárjegyből már kisebb rendszerességgel tartanak aukciókat, ezeken azonban 100–400 millió zloty volt az eladott mennyiség, a bruttó kibocsátás 2001-ben 11 milliárd zloty körül alakult. 2000-ben a kibocsátások több mint egyharmadát a 8 hétnél rövidebb futamidejű papírok adták, 2001-ben azonban már csak egy-két ilyen kibocsátás történt.

A kincstárjegyek hivatalos forgalmi adatai havi 25–30 milliárdos zlotys másodpiaci forgalmat mutatnak. Valójában a keres-

kedés nagy részét a bankok közötti visszavásárlási megállapodások teszik ki: a bankok ezzel a kereskedési volument kívánják növelni, annak érdekében, hogy kereskedők maradhassanak a pénzpiacon. Másrészt a banki és nem banki befektetők a tartalékkövetelmény megkerülése miatt is használják a kincstárjegyeket, a tényleges forgalom tehát 10 milliárd zloty körül lehet. Elsősorban azok a kincstárjegyek tekinthetők likvidnek, amelyek lejáratát közel van a sztenderd futamidőkhöz (13, 26 hét).

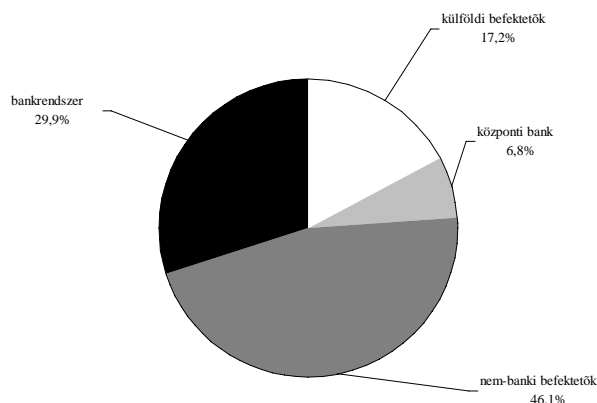
A diszkont kincstárjegyek mellett a lengyel jegybank is kibocsát egy 28 napos kötvényt, amely a monetáris politika fő likviditáskezelő eszköze.

⇒ **Az állampapírok tulajdonosi szerkezete.**² Az államkötvények tulajdonosi megoszlását tekintve a hazai, nem banki befektetők részesedése a legnagyobb (46 százalék), őket követi a bankszektor 30 százalékkal. A jegybank részesedése a 2000. decemberi 15 százalékról 2001 októberére 7,4 százalékra csökkent, ez tette lehetővé, hogy a bankszektor és a nem banki befektetők részesedése növekedjen (27. ábra) A külföldiek, zömmel német intézményi befektetők részaránya 17 százalék, legnagyobb arányban (63 százalék) az 5 éves kötvényeket tartják.

2 2001 novemberében a lengyel állam elötörlesztette a Brazíliával szemben fennálló devizaadósságát. A visszafizetés fedezetére 8,7 Mrd zloty értékben egy dollárban denominált, változó kamatozású kötvényt bocsátottak ki, amelyet a jegybank vásárolt meg. Ennek eredményeképpen a belföldi állampapír-állományon belül a jegybank részesedése az októberi 7,4 százalékról novemberre 13,3 százalékra nőtt. Ezzel a tételt a tulajdonosi megoszlás alakulásánál nem vettük figyelembe.

27. ábra

Az államkötvények tulajdonosi megoszlása (2001. november)*



Forrás: Pénzügyminisztérium

Mint már korábban szó volt róla, a kincstárjegyeket elsősorban a belföldi bankok és nem banki befektetők használják, és ezt jól tükrözi a tulajdonosi struktúra. A diszkont kincstárjegyek 49,7 százaléka a kereskedelmi bankok, 47,5 százalék pedig a nem banki befektetők tulajdonában van. A külföldiek részesedése az államkötvényekéhez viszonyítva alacsony, mindössze 3 százalékos (28–29. ábra).

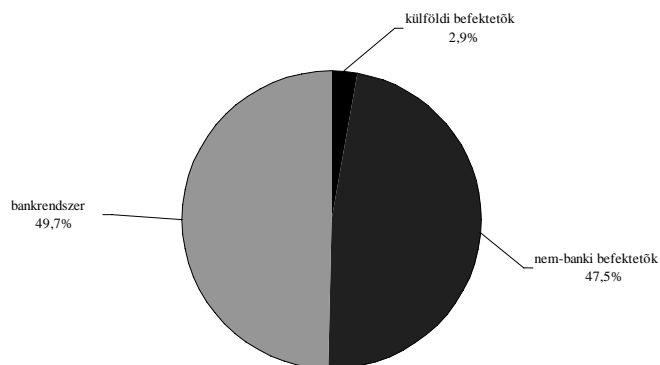
⇒ **Kötvénycsere-aukciók.** A lengyel pénzügyminisztérium 2001. novemberében tart kötvénycsere aukciókat. Ennek lényege, hogy visszavásárolnak egy kinnlevő sorozatot (source bond), amelyet egy benchmark kötvény (destination bond) kibocsátásával finanszíroznak. Mivel a két kötvényt cserélik, az ügylet során pénzmozgás nem történik.

A kötvénycsere-aukcióval az állampapírciklikviditásának növelése mellett a refinanszírozási és a kamatkockázat csökkentése a cél. Ezen kívül, mivel a befektetők benchmark kötvényt kapnak, a benchmark sorozatok növelését is célul tűzték ki. Ennek során rövid hátralévő futamidejű, és ezért illikvid papírokat cserélnék 5 éves, fix kamatozású kötvényekre. Az aukciókon az elfogadott mennyiségek jelentősen ingadoznak: az első, novemberi aukción a benyújtott ajánlatok összege 979 millió zloty volt, ebből azonban csak 10 milliót fogadtak el. Azóta azonban az elfogadott mennyiségek emelkedtek (30. ábra).

Kamatswapok. Lengyelországban a swappiac az elmúlt években dinamikus fejlődésen ment keresztül: a napi forgalom az 1999-es 125–500 millió zlotyról (30–120 millió euró) 2000-ben 300–800 millióra (75–200 millió euró), 2001-ben 2–2,5 milliárdra (550–680 millió euró) nőtt. A piacot elsősorban a hozamkonvergenciára spekuláló külföldi befektetők

28. ábra

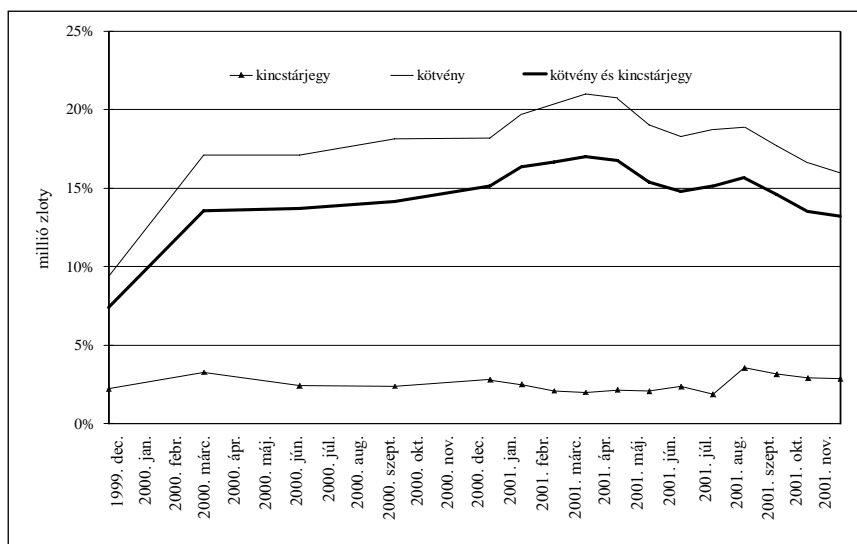
A kincstárjegyek tulajdonosi szerkezete (2001. november)



Forrás: Pénzügyminisztérium

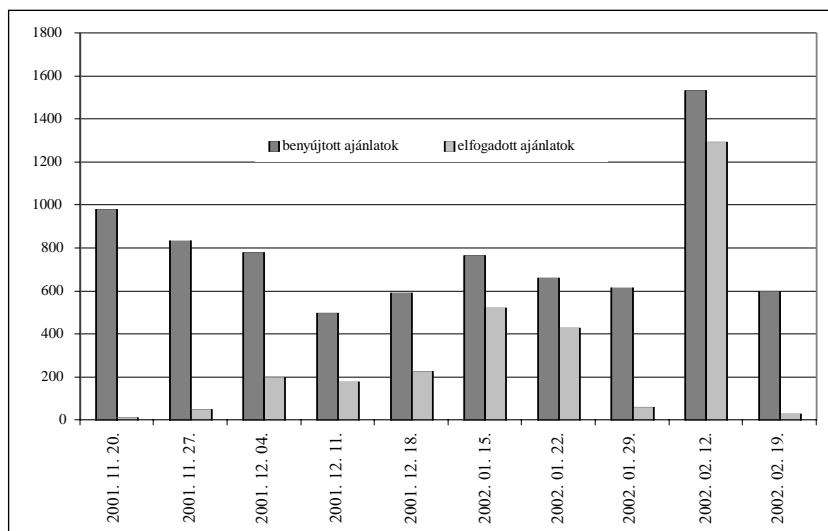
29. ábra

A külföldiek állampapír-állománya a teljes állomány százalékában



Forrás: Pénzügyminisztérium

A kötvénycsere-aukciók jellemzői



Forrás: Pénzügyminisztérium

dominálják, a hozamemelkedés következtében azonban a belföldi befektetők is kezdik felfedezni ezt a piaci szegmenst.

A sztenderd lebegő kamat a 6 hónapos WIBOR, de esetenként a rövidebb, 3 hónapos bankközi kamatlábat is alkalmazzák a változó láb meghatározására. Swapokat 15 éves lejáratra is jegyeznek, a leglikvidebb azonban a 2 és az 5 éves futamidejű swap, ahol a bid-ask spread 7–15 bázispont körül alakul, az egyes ügyletnagyságok pedig 5–20 millió euró között szóródnak.

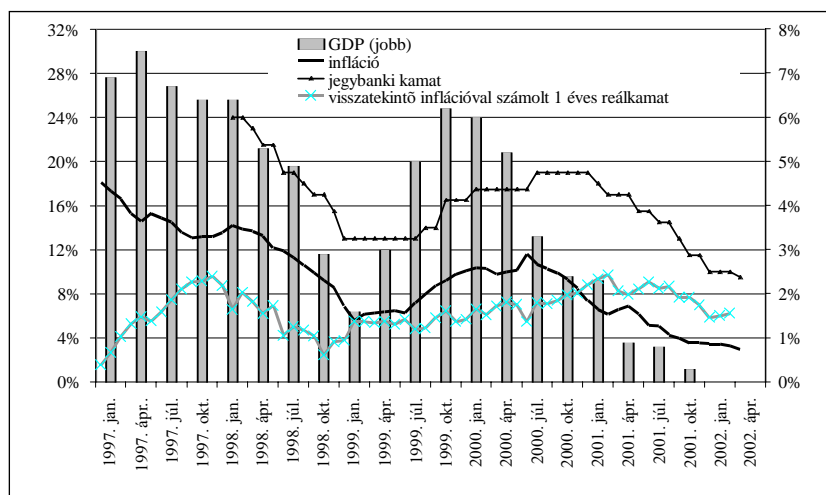
Repopiac. Lengyelországban mind a külföldi, mind a belföldi befektetők köthetnek repoügyleteket, ennek ellenére a repopiac illikvid, ritkán történik kötés. Az ügyletek szinte kizárólag a 2 és 5 éves benchmarkokra korlátozódnak. A forgalmat elsősorban a jegybank és a kereske-

delmi bankok közötti repoügyletek adják, amelynek során a jegybank 28 napos repoval csökkenti a túlzott likviditást.

⇒ **Hozamalakulás és árfolyam.** 1997 és 2000 között a lengyel gazdaságot az erőteljes növekedési ütem (esetenként 6-7 százalék) és az ingadozó infláció jellemezte, továbbá a régióban – a cseh és a magyar gazdasághoz viszonyítva – kiemelkedően magas reálkamatok (31. ábra). A relatíve nagy infláció és a dinamikus növekedés magas reál- és nominális hozamokat eredményezett a lengyel állampapírpiacra. A jegybank restriktív monetáris politikája is a magasabb kamatszint fenntartását segítette elő: a központi bank a jegybanki kamatot átlagosan 8 százalékponttal tartotta az infláció felett. Az elmúlt öt évben az egyéves, visszatekintő

31. ábra

A lengyel infláció, GDP reel- és jegybanki kamat



Forrás: Lengyel Nemzeti Bank, Bloomberg

inflációval számított reálkamat igen széles, 5–10 százalékos közötti sávban mozgott, miközben a jegybank erősen anticiklikus monetáris politikát folytatott.

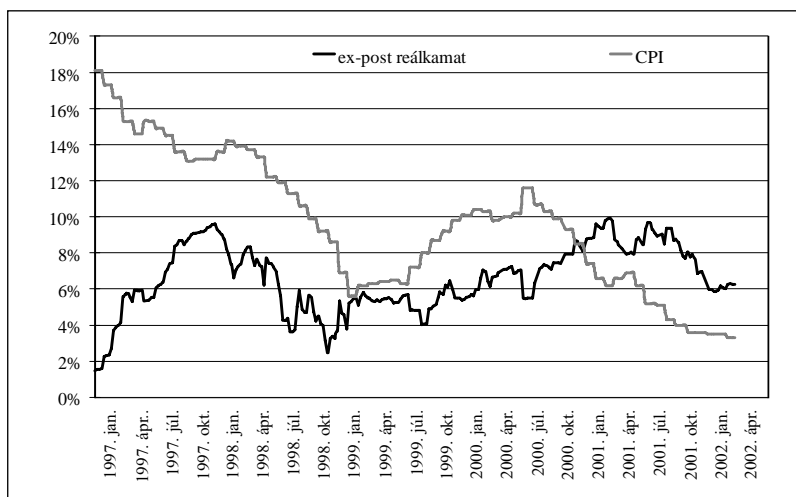
Az 1997-ben kezdődött gazdasági lassulást az orosz válság exportszektorra kifejtett hatásai tovább mélyítették. A jegybank a lassulásra a kamatok csökkentésével reagált, amire az infláció esése is lehetőséget adott. A reálkamatok ennek hatására a korábbi 9 százalékról 4 százalékra csökkentek (32. ábra). Az ismét beinduló gazdasági növekedés és az infláció emelkedése 1999-ben a monetáris politika szigorítására kényszerítette a jegybankot. Ennek eredményeképpen a gazdaságot 2000–2001-ben ismét lassuló trend jellemezte. Az infláció esése és az erőteljes lassulás ellenére a jegybank csak mérsékelten vágott a kamatokon, ezáltal viszonylag hosszabb ideig fenntartva a 6–8 százalékos

reálkamat szintet, ami miatt több kritika is érte a jegybankot, és egyre jobban elmérgesedő vitához vezetett a kormánnyal.

A zloty árfolyama és a hozamok között a szűk sávú árfolyamrendszer idején nem fedezhető fel egyértelmű kapcsolat. Az árfolyam az inflációra kifejtett hatásán keresztül közvetetten befolyásolta a hozamszintet. A jegybank 1997 tavaszáig erőteljesen beavatkozott a zloty árfolyamának alakulásába, megakadályozva a felértékelődését (33. ábra). 1998 elejétől azonban a jegybank feladta az intervenciós politikát, és ezzel párhuzamosan kiszélesítette a sávot. Az árfolyam fokozatos nominális felértékelődése az infláció csökkenését segítette, és ennek következtében süllyedt a belföldi hozamszint.

32. ábra

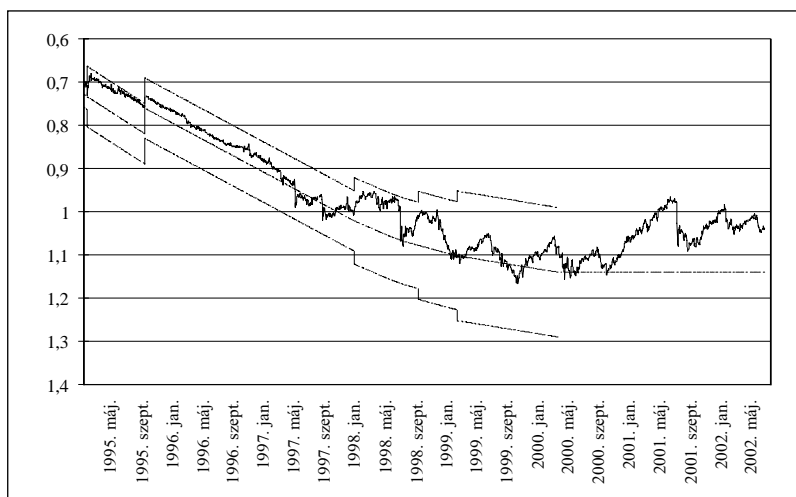
Ex-post egyéves reálkamat és az infláció



Forrás: Lengyel Nemzeti Bank, Bloomberg

33. ábra

A zloty árfolyamának logaritmususa



Forrás: Lengyel Nemzeti Bank, Bloomberg

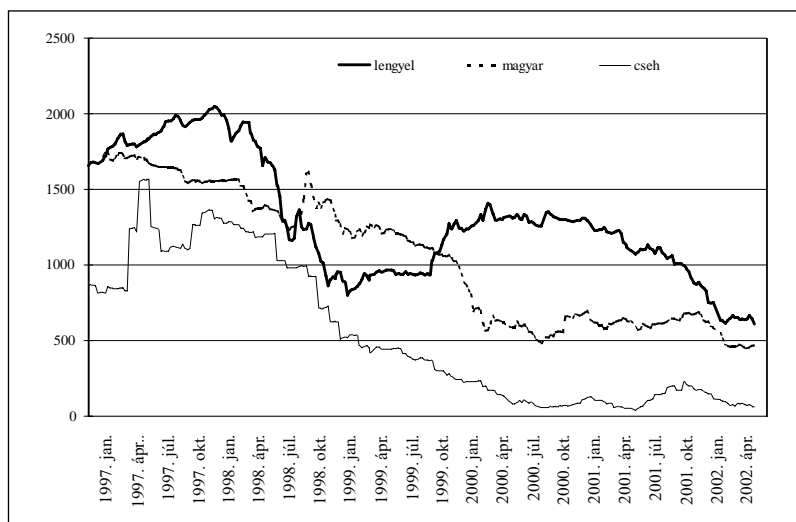
2000 tavaszán a jegybank feladta a sáv-
 vos árfolyamrendszert, és áttért a **szabad
 lebegésre**. Ezt követően a hozamok és az
 árfolyam között szorosabb együttmozgás
 fedezhető fel. A magasan tartott kamatok
 a külföldi tőkebeáramlás ösztönzése ré-
 vén hozzájárultak a zloty nominális erő-
 södéséhez. A **reálkamathoz hasonlóan** a
 külföldiek számára elérhető, az **euro-
 hozamok feletti felár is magas volt** az
 elmúlt időszakban: a lengyel hozamok
 kamatprémiuma 1997-ben még 15–20
 százalék körül volt, ez később ugyan
 csökkent, de a 8–12 százalékos prémium
 még így is jóval meghaladta a cseh és a
 magyar felárakat (34. ábra). A nominális
 kamatok magas felártartalma vonzotta a
 külföldi befektetőket, a külföldiek kezé-
 ben lévő állampapír-állomány az 1999 de-

cemberi 7,2 milliárd zlotyról 2001 áprili-
 sáig mintegy háromszorosára, 22 milliárd
 zlotyra nőtt. Ez a növekedés szinte kizá-
 rólag a kötvényállomány bővüléséből
 adódott (34. ábra).

A külföldi befektetők tehát állampapír-
 vásárlásaikkal vettek részt az árfolyam
 erősödésében. A zloty árfolyama ebben
 az időszakban, 1999 végétől 2001 áprili-
 sáig – kisebb korrekciókkal ugyan –
 csaknem 20 százalékkal értékelődött fel.
 A külföldi állomány növekvő trendje
 2001 áprilisában megállt, feltehetően a
 költségvetési deficit alakulása miatt fel-
 lépő bizonytalanság és a csökkenő ka-
 matfelárak együttesen riasztották el a
 külföldi befektetőket a további kötvény-
 vásárlásoktól, amely július elején végül
 az árfolyam 10 százalékos gyengüléséhez

34. ábra

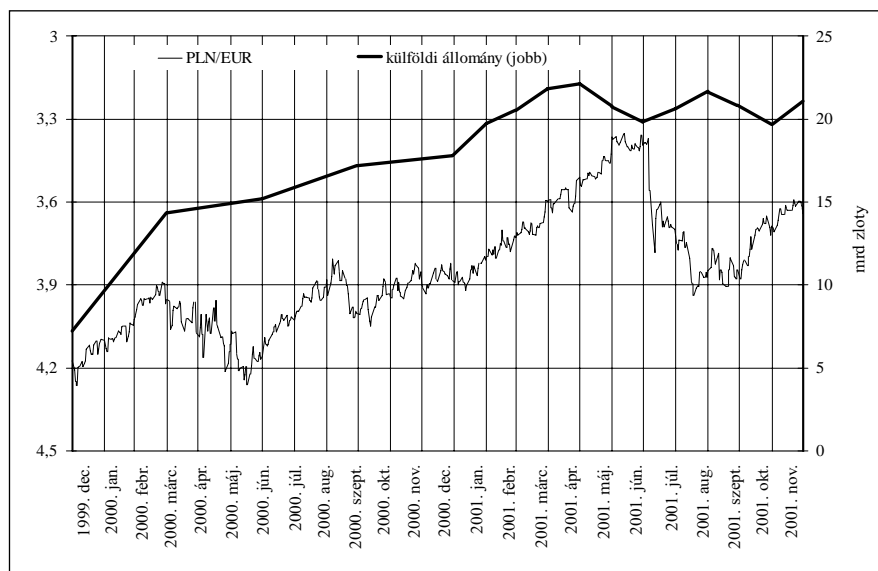
Egyéves kamatfelárak



Forrás: Lengyel Nemzeti Bank, Bloomberg

35. ábra

A külföldiek állampapír-állománya és a zloty árfolyama



Forrás: Pénzügyminisztérium, Bloomberg

vezetett. Az év hátralevő részében a külföldiek állománya 20–23 milliárd zloty között mozgott (35. ábra).

A kockázati felár esése 2001 őszén gyorsult fel, ehhez azonban a jegybank kamatsökkentései mellett nemzetközi folyamatok is hozzájárultak: a romló világgazdasági kilátások miatt az EM (emerging market – feltörekvő) országok a fejlett régióhoz képest relatíve felértékelődtek, az EMBI spread ebben az időszakban mintegy 300 bázisponttal csökkent. Így tehát nemcsak a lengyel tényleges kamatfelár, hanem a külföldi befektetők által elvárt felár is mérséklődött. Kisebb visszaesés után így a külföldiek állampapír-piaci aktivitása ismét megéledt. A belső (dezinflációs folyamatok) és a külső (az EM régió felértékelődése a fej-

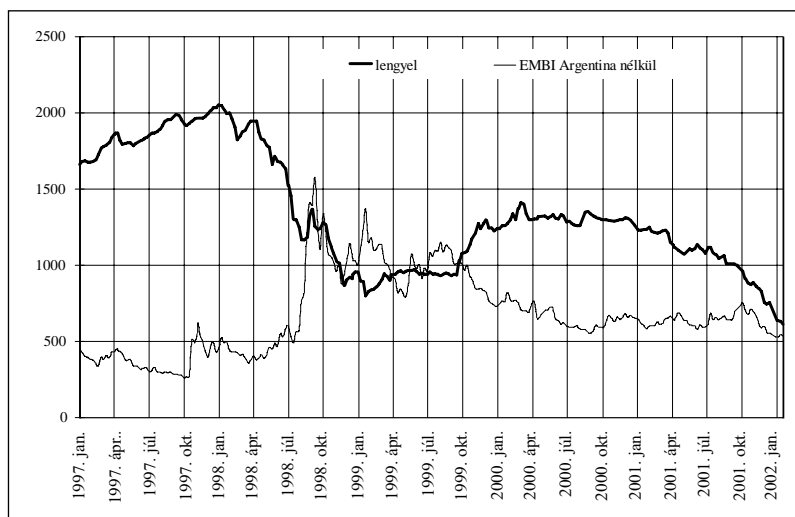
lett piacokat uraló bizonytalanabb kilátások idején) hatások együttesen segítették a lengyel felárak csökkenését. A nemzetközi hatások erősségét mutatja, hogy a zloty ebben az időszakban is erősödött.

A lengyel, cseh és magyar állampapírok teljesítményét összehasonlítva megállapítható,³ hogy a **lengyel papírokon hazai devizában számolva jóval magasabb hozamot lehetett elérni**: az elmúlt két és fél évben átlagosan 16,6 százalékot, szemben a cseh 9,3 százalékkal és a magyar 11,6 százalékkal. A teljesítmények közötti különbség oka egyrészt az, hogy a lengyel állampapírpiacra ebben az időszakban – az infláció erőteljes csökkené-

3 Ehhez az EFFAS indexeket használtuk.

36. ábra

A lengyel kamattfelár és az EMBI spread



Forrás: Lengyel Nemzeti Bank, Bloomberg

sének köszönhetően – jóval nagyobb nominális kamatsökkenési potenciál volt, másrészt a reálkamattartalom is nagyobb volt, mint a másik két országban. A 37. ábrán jól látható, hogy az indexek teljesítménye 2001 őszén, a hozamesés felgyorsulásakor vált el igazán egymástól.

A külföldi befektetők nyereségét a zloty felértékelődése is növelte, a vizsgált időszakban euróban számítva átlagosan 23,7 százalékos hozamot lehetett elérni. Az euróban számolt lengyel index azonban már 2000 őszétől jobban teljesített, mint a másik két országé, ugyanis a zloty felértékelődése ekkor kezdődött el. Ugyanakkor az euróban számított index volatilitása az árfolyam ingadozása miatt jóval nagyobb volt, és 2001 nyarán jelentős veszteséget könyvelhettek el a külföldi befektetők, miután a zloty az argentin

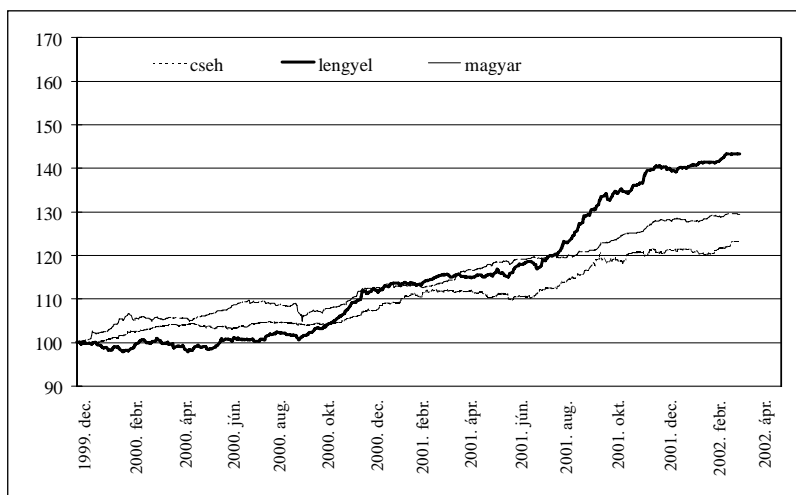
válság és a hazai makrogazdasági feszültségek következtében több mint 10 százalékkal leértékelődött.

A nominális hozamok esése tehát jelentős hasznot hozott mind a belföldi, mind a külföldi befektetőknek, ez utóbbiak ráadásul az árfolyam erősödéséből is profitáltak (36–38. ábra)

A 2001 őszén kezdődött erőteljes hozamesés és a zloty erősödése az év eleje óta kifulladásra látszik. A jelenlegi makrogazdasági fundamentumok alapján a további hozamesés valószínűsége csökkent: az áremelkedés üteme márciusban 3,3 százalék volt, további inflációcsökkenés tehát – ami az elmúlt időszakban mutakozó hozamesés egyik meghatározó eleme volt – nem várható. Ugyanakkor a külgazdasági fejlemények (olajár, a világgazdasági konjunktúra beindulása) és bel-

37. ábra

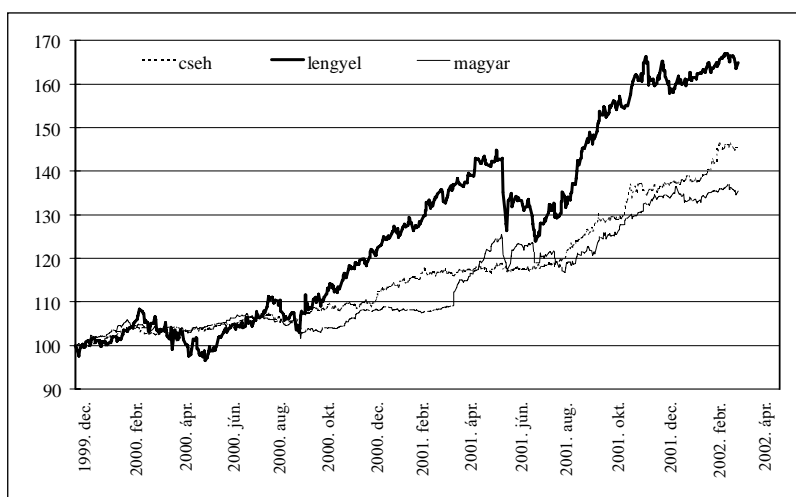
Az EFFAS állampapírindex beföldi devizában



Forrás: Lengyel Nemzeti Bank, Bloomberg

38. ábra

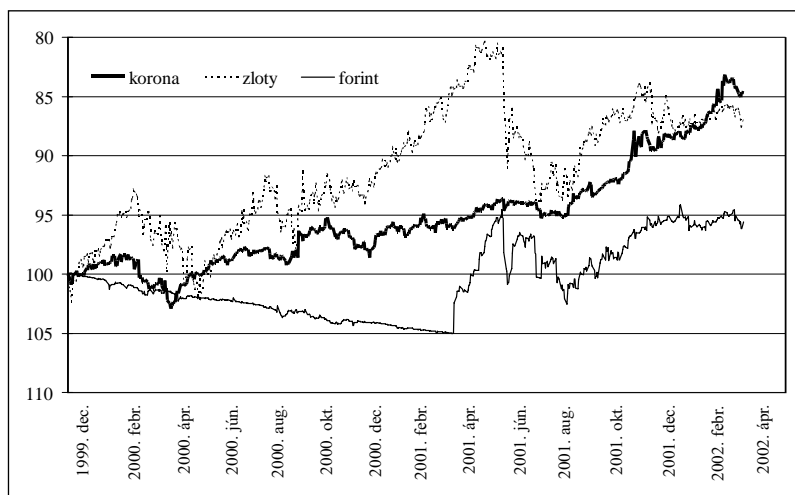
EFFAS állampapír indexek euróban (1999. december 31. = 100)



Forrás: Lengyel Nemzeti Bank, Bloomberg

39. ábra

Közép-európai devizák teljesítménye



Forrás: Lengyel Nemzeti Bank, Bloomberg

ső folyamatok (több mint 5 százalékos költségvetési hiány) inkább az infláció emelkedésének irányába hatnak, ami változatlan reálkamatszint mellett akár hozamemelkedéshez is vezethet. A további hozamesés ellen szólhat az az érv is, hogy a fejlett piacok élénkülésével a befektetők elfordulnak az EM országoktól, így a lengyel papírok iránti nemzetközi kereslet is mérséklődik, vagy rosszabb esetben megfordul. A fejlődő piacok tavalyi kiemelkedő teljesítményét ugyanis többen azzal magyarázzák, hogy a fejlett országok de-

konjunktúrája miatt az EM országok tőkepiacai relatíve vonzóbbá váltak, és ennek volt köszönhető az EM felárak esése.

Amennyiben a reálkamat tartósan lecsökken Lengyelországban, az ellensúlyozhatja az előbb említett hatásokat, és **mérsékelt hozamcsökkenési potenciált** rejthet magában. Árnyalja a képet, hogy a jegybanktörvény módosításán keresztül a kormányának a korábbiaknál nagyobb beleszólása lesz a monetáris politikába. Ez pedig mind a nominális, mind reálkamatok eséséhez vezethet.

FORRÁSOK

Cseh Pénzügyminisztérium (www.mfcr.cz)
 Cseh Nemzeti Bank (www.cnb.cz)
 Local Currency Fixed Income Guide, *Commerzbank*, 2001.
 Czech Republic – Local Currency Manual, *Credit Suisse First Boston*, 2001. december
 Polish Treasury Securities – Annual Report, *Ministry of Finance*, 2000.

Lengyel Pénzügyminisztérium (www.mf.gov.pl)
 Lengyel Nemzeti Bank (www.nbp.pl)
 Local Currency Fixed Income Guide, *Commerzbank*, 2001.
 Poland – Local Currency Manual, *Credit Suisse First Boston*, 2001. december