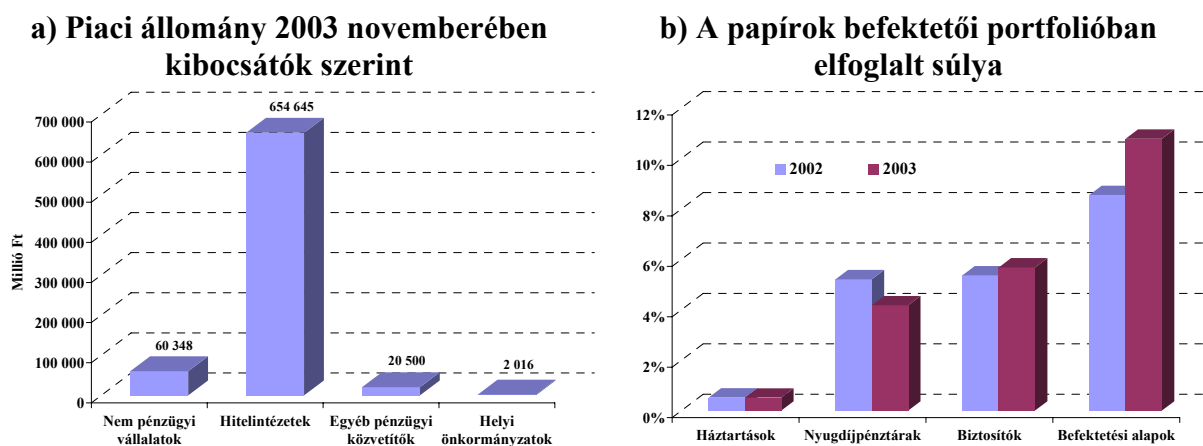


A NEM ÁLLAMI KIBOCSÁTÁSÚ HITELPAPÍROK PIACA MAGYARORSZÁGON

BÉT Elemzések, 2004. január 14.

A magyar kötvénypiac sajátossága az állampapírpiac túlsúlya. Az államkötvény és diszkont kincstárjegy kibocsátások volumenének kiszorítási hatása erősen érződik az egyéb hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok piacán. A vállalatfinanszírozásban az erős bankrendszer illetve a külföldi anyavállalat megoldotta a tőkebevonást hitelfinanszírozással, így eddig nem alakulhatott ki tényleges vállalati kötvénypiac sem. A világ fejlettebb régióiban nagy szerephez jutó jelzálogpapírok nálunk még gyerekcipőben járnak, két és fél évvel az első kibocsátás után azonban már látható, hogy hosszú távon komoly szerepet játszhatnak a piacon ezek a papírok is. Az önkormányzati kötvények, ha lehet ilyet mondani még az előző típusoknál is marginálisabb szerephez jutottak nagyrészt a fellépő finanszírozási igény elaprózottsága, illetve a már említett strukturális okok miatt.

1. sz. ábra: Nem állami kibocsátású hitelpapírok piaca 2003 végén



Forrás: MNB

2003 végére a piacon lévő állomány nem érte el a 750 milliárd forintot, ami elenyésző mennyiség az állampapírok közel 9000 milliárd forintos volumenéhez képest. A fenti ábrán is látható, hogy a tényleges vállalati kibocsátók súlya még ennél is sokkal alacsonyabb, a kötvények nagyobb részét kereskedelmi bankok dobták piacra.

A nem állami kibocsátású hitelpapírok, mint befektetési lehetőségek elterjedtségét jól példázta az 1/b. sz. ábra, ami ezen papíroknak a főbb befektetői szektorok portfóliójában elfoglalt súlyát mutatja. Egyedül a befektetési alapok esetében beszélhetünk számottevő szerepről, ám még az ő esetükben is csak a portfólió 10 százalékát adták a vállalati kötvények és a jelzáloglevelek. A biztosítók, nyugdíjalapok számára nem jelentenek komoly befektetési lehetőséget, míg a lakosság számára ezek a papírok gyakorlatilag még nem léteznek.

1. A vállalati kötvénypiac

A vállalati kötvénypiacot nem szabad ugyanazon a szemüvegen keresztül nézni, mint a részvényt piacot, mert az itt forgalmazott értékpapírok illetve az irántuk érdeklődést mutató befektetők köre eltér a részvényt piacon megfigyeltektől. Emiatt a piac fejlettségének megítéléséhez először tudnunk kell, hogy is működik a vállalati kötvénypiac a világ fejlettebb régióiban.

A fejlett nyugati piacgazdaságokban a kötvényfinanszírozás már régen elfoglalta az öt megillető helyet a finanszírozási lehetőségek palettáján. A 90-es évek végén az ilyen típusú értékpapírok aránya a GDP-hez átlagosan 45 százalék volt, az összes adósságpapíron belül (az állampapírokat is figyelembe véve) pedig arányuk 38 százalékot tett ki. Külön érdemes beszélni az amerikai piacról, amely az összes közül a legfejlettebbnek tekinthető.

A kötvénypiac valamennyi fejlett ország tekintetében az alábbi alapvető ismérvekkel rendelkezik:

1. A kibocsátókon belül túlsúlyban vannak a pénzügyi intézmények az egyéb gazdasági szektorokkal szemben.
2. A befektetők legfőképpen intézményi befektetők, nem magánemberek.
3. A piacot az elsődleges kibocsátás dominálja, a másodlagos piacon csak a legnagyobb kibocsátók tudnak számottevő likviditást generálni.
4. A legtöbb esetben az állampapír piac fejlődése jelentősen megelőzte a vállalati kötvény piac fejlődését.

Számunkra a fentiek közül talán a legérdekesebb a 3. pont, miszerint a másodlagos piac még a fejlettebb országokban sem kimondottan likvid. Ennek alátámasztására álljon itt egyetlen adat: az Egyesült Államokban az összes vállalati kötvény sorozat (kb. 400 ezer féle papír) mindössze 4 százalékában volt egy év alatt legalább egy kötés, a többi „alvó papír” volt. Ennek a sajátosságnak keresleti és kínálati oldali okai egyaránt vannak. A vállalati kötvényekkel kapcsolatban alkalmazott befektetői stratégia legtöbbször a „buy and hold”. Az elsődleges piacon illetve közvetlenül a kibocsátás után megszerzett papírok általában teljes futamidőre a portfólióba kerülnek. Ez részben oka és következménye is a piaci illikviditásnak, hiszen a portfólió folyamatos frissítését, alakítását a vételi és eladási árak közti nagyobb különbség (a szélesebb bid-ask spread) következtében csak magas fajlagos költségek mellett lehet megtenni.

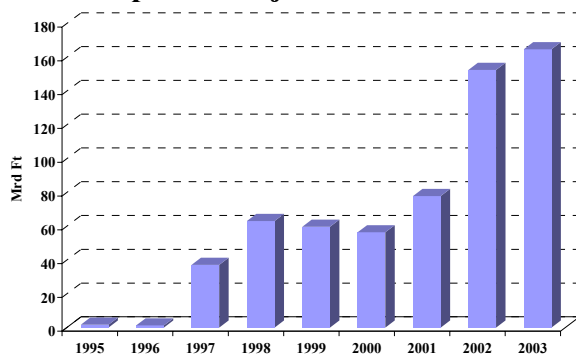
A kínálati oldalon a legfőbb probléma, hogy csak nagyon kevés kötvénysorozat éri el azt a kritikus volument, amely alapja lehet egy likvid másodpiacnak. Szokás két csoportba osztani a kibocsátókat szerepük és aktivitásuk szerint. Az első, kis csoportba tartoznak a meghatározó, nagy kibocsátók, melyek kötvényei általában a másodpiacon is megfelelő likviditással bírnak. Ezen kibocsátók stabil, nagyon jó (legtöbbször AAA) hitelbesorolású nagyvállalatok, melyek folyamatosan jelentkeznek finanszírozási szükségletükkel a piacon, és ez a folyamatos jelenlét segíti az aktív másodpiac kialakulását. Nagy volumenű, fix kamatozású, hosszú lejáratú kötvényekkel jönnek a piacra, általában ciklikusan. A legtöbb ilyen vállalat a közüzemi vagy infrastrukturális iparból illetve a nagyobb fejlesztési intézmények közül kerül ki.

A másik, jóval népesebb táborba tartoznak a kisebb kibocsátók, melyek szinte kizárólag az elsődleges piacra építenek, másodpiaci szerepük marginális. Ezek a cégek opportunisták kibocsátók, akik egy-egy alkalommal jelennek meg finanszírozási szükségletükkel, amelyek volumenükben sem versenyezhetnek a nagyobb kibocsátókkal. Kötvényeik jóval speciálisabbak, egyéni igényükhöz igazított, pénzügyi innovációkkal „felturbózott” értékpapírok, melyek így nem is tarthatnak igényt a befektetők széles körének érdeklődésére.

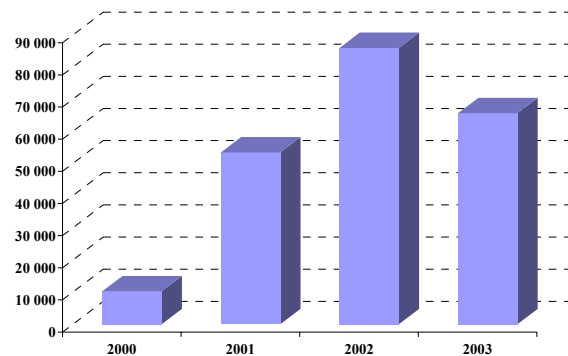
1.1 A magyar vállalati kötvénypiac

A magyar vállalati kötvénypiacot a tőkepiaci szabályozás a tőzsdére terelte egyrészt azzal, hogy a 200 millió forint feletti nyilvános kibocsátásokat 2001-ig tőzsdére kellett vezetni másrészt a tőzsdekényszer intézményén keresztül, ami előírja, hogy a tőzsdére bevezetett értékpapírokra vonatkozó megbízásokat a kereskedő cégeknek a tőzsdén kell teljesíteni (az állampapírok kivételével). A vállalati kötvények belföldi másodpiacát gyakorlatilag még ma is lefedi a tőzsdei vállalati kötvénypiac, melynek kapitalizációja mintegy 164 milliárd forint.* A 2/a. sz. ábrán látható, hogy a piaci volumen dinamikus növekedést mutatott az elmúlt három évben. 2000 óta a kapitalizáció háromszorosára emelkedett, ami elsősorban a 2002-ben megfigyelhető ugrásszerű növekedésnek volt köszönhető, amikor is duplájára emelkedett a piaci állomány. 2003-ban a növekedés üteme megtorpanni látszik, de ez nem elsősorban az új kibocsátások csökkenése, hanem a lejáratok megnövekedése miatt következett be. A jelenlegi piaci állomány ugyanakkor még nem összemérhető az állampapír piac kapitalizációjával. A Tőzsde teljes kapitalizációjából a vizsgált értékpapírok 1,8 százalékkal részesednek, az állampapírokhoz viszonyított arányuk pedig nem éri el a 3 százalékot.

2/a. sz. ábra: A vállalati kötvények tőzsdei kapitalizációjának alakulása



2/b. sz. ábra: Új bevezetések az elmúlt négy évben

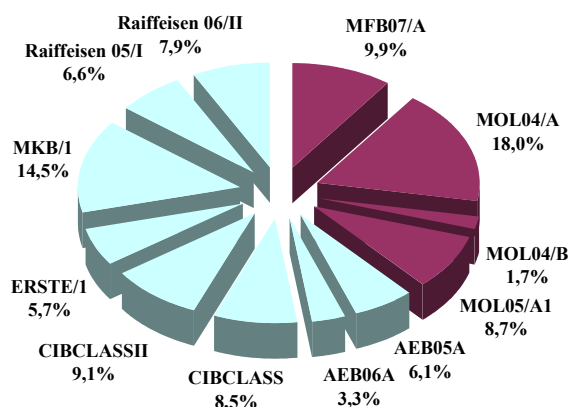


Forrás: BÉT

A 3. sz. ábrán az állomány megoszlása látható az egyes sorozatok között. A jelenleg bevezetett 12 kötvény mennyisége viszonylag egyenletes eloszlást mutat, a részvénytőzsdével ellentétben nincsenek kiugróan nagy kapitalizációjú papírok a piacon, egyedül a MOL 2004-ben lejárató diszkontkötvénye emelkedik ki 18 százalékos súlyával, miközben 6 papír aránya is meghaladja a 8 százalékot.

* A Diákhitel Központ Rt. által kibocsátott kötvényeket a vállalati kötvények között nem vettük figyelembe, mert ezek inkább közelebb állnak az állami kibocsátású értékpapírokhoz, lévén a kötvényekhez állami kézfizető kezesség kapcsolódik a kibocsátás pedig az Államadósság Kezelő Központ vezetésével valósult meg.

3. sz. ábra: A vállalati kötvények kapitalizációjának megoszlása az egyes sorozatok között



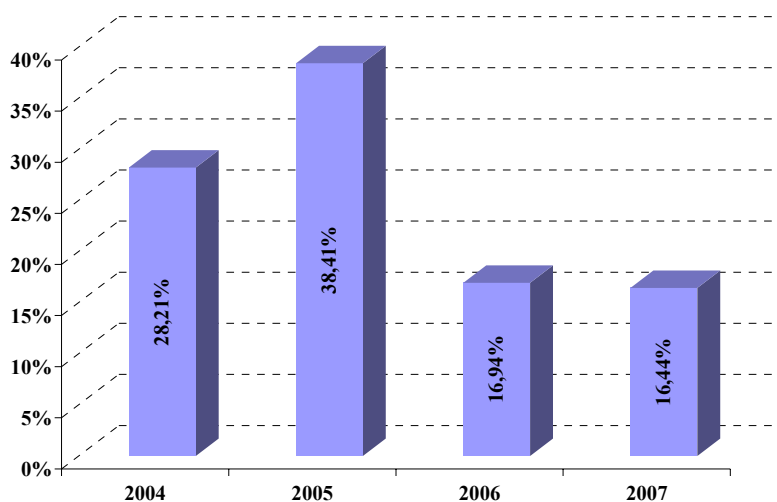
Forrás: BÉT

A sötét színnel jelölt sorozatok fix kamatozásúak

Az ábráról leolvasható a piac összetétele a kibocsátók illetve a kötvény típusok tekintetében is. Eszerint a kapitalizáció több mint 60 százalékát változó kamatozású papírok adják, melyek másodpiaci forgalomban még a nagyobb volumenű állampapíroknál sem igazán aktívak. A kibocsátók nagyobb része a pénzügyi szférából kerül ki, a szigorúan vett vállalati kötvénysorozatok száma 3, ami azonban csak egy kibocsátót, a MOL-t jelent. Az előző évben még 15 százalékos súllyal piacon lévő MATÁV kötvényei mára kifutottak, a cég új kibocsátásokkal nem jelentkezett.

Érdekes képet mutat a kötvények lejárat szerkezete is. A jelenleg bevezetett sorozatok között nincsen olyan papír, amelynek hátralévő futamideje meghaladná a 4 évet, és a kibocsátáskori futamidejük sem haladta meg jellemzően az 5 évet. Emellett a legnagyobb súllyal szereplő MOL 2004-es kötvény sorozat diszkontpapír, azaz nem is igazán tekinthető a szó legszorosabb értelmében véve kötvénynek. A vállalati kötvények piaca ez alapján alapvetően még a rövidebb futamidejű papírok piaca.

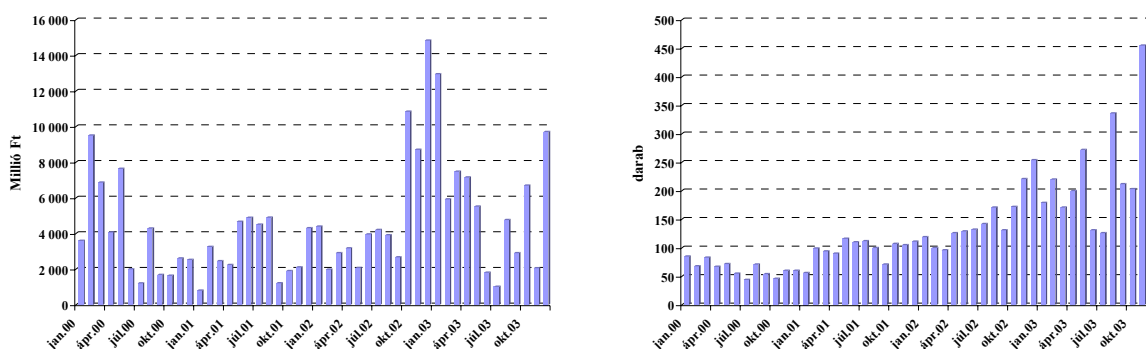
4. sz. ábra: A vállalati kötvények lejárat szerkezete



Forrás: BÉT

A kapitalizáció nagysága alapvetően determinálja a kötvények likviditását, ezért nem várható el, hogy a vállalati kötvények forgalma összemérhető legyen a részvénytőzsdén forgalmával. 2003-ban 68 milliárd forint értékű forgalmat bonyolítottak ezen a piacon, ami 7 százalékkal haladja meg az előző év forgalmát (63 milliárd forint). A kötésszám ezzel szemben másfélszeresére emelkedett. A vállalati kötvények összességében a 2003. év teljes tőzsdéi forgalmának 3 százalékát adták (az állampapírok forgalma ennek 2,8-szorosa volt).

5. sz. ábra: A vállalati kötvények havi forgalma a Budapesti Értéktőzsdén 2000-2003
a) árfolyamérték **b) kötésszám**



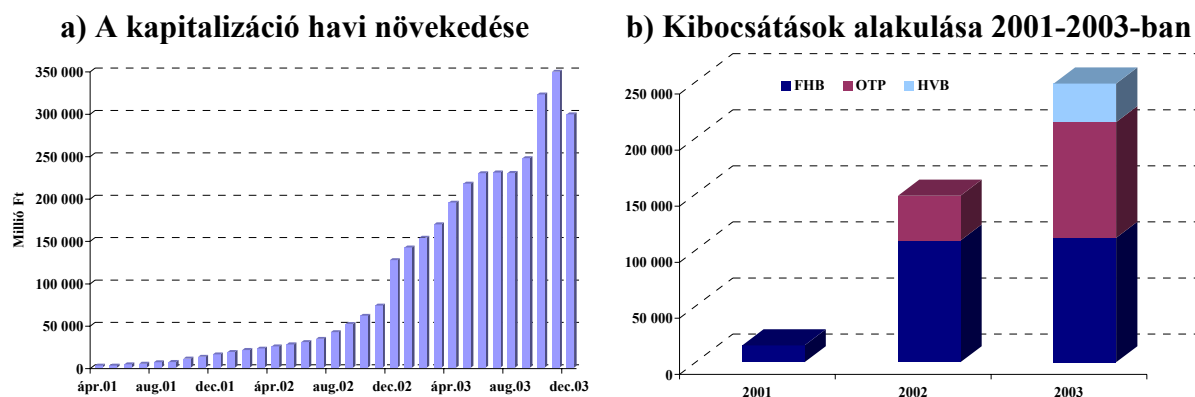
Forrás: BÉT

A piac likviditását leginkább a kapitalizáció forgási sebességével lehet megragadni, ami a piaci állományhoz viszonyítja a forgalmat. Ez a vállalati kötvények esetében 2003-ban 41 százalék volt, azaz közelítőleg két és fél évente fordul meg a teljes kapitalizáció a tőzsdén. Ez a szám elmarad ugyan a részvénytőzsdén kalkulált 53 százaléktól, de a különbség mértéke nem igazolja a vállalati kötvénypiac illikviditására vonatkozó kritikákat.

2. Jelzálogpapírok

A jelzáloglevelek nem tekinthetnek vissza komoly múltra, lévén első kibocsátásukra és tőzsdéi bevezetésükre csak 2001 áprilisában került sor. Az azóta eltelt idő alatt a papírok állománya dinamikus növekedést mutatott. Az induló 2,5 milliárd forintról 2001 végére 15,6 milliárd forintra, majd 2002 végéig több mint 127 milliárd forintra emelkedett a bevezetett mennyiség. A kibocsátók körének bővülése ezután újabb lendületet adott a piacnak, így 2003 decemberére az állomány megközelítette a 300 milliárd forintot.

6. sz. ábra: A jelzálogpapírok tőzsdéi kapitalizációja

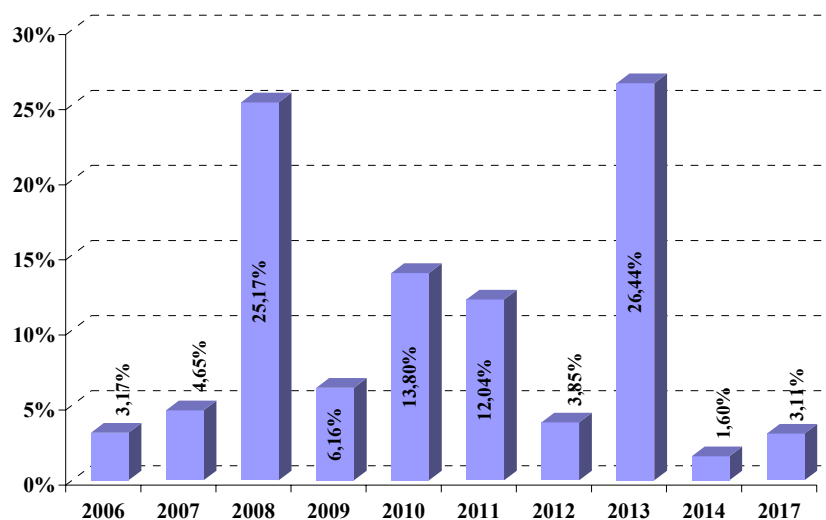


Forrás: BÉT

A korábban egyedüli kibocsátóként megjelenő FHB után előbb 2002-ben az OTP, majd 2003-ban a HVB is piacra lépett saját papírjaival, tovább színesítve így a termékpalettát. A meghatározó szereplő azonban továbbra is az FHB maradt, a teljes tőzsdei állomány 62 százalékával, de az éves kibocsátott mennyiség tekintetében 2003-ban az OTP Jelzálogbank is felzárkózott mellé.

A piacon lévő állományt vizsgálva a vállalati kötvényeknél megfigyeltekhez képest eltérő képet kapunk. A sorozatok között túlnyomó többségben vannak a fix kamatozásúak, melyek a teljes volumen 91 százalékát adják. Még látványosabb különbség mutatkozik a lejárat szerkezetek összevetése során. Míg a vállalati kötvények alapvetően rövid lejáratú papírokat takarnak, addig a jelzáloglevelek kifejezetten hosszú 10-15 éves kötvényeket jelentenek (igaz az OTP az elmúlt évben jelentős, éven belül lejáró diszkont kötvénnyel is piacra lépett). A jelenleg piacon lévő állomány 60 százaléka 2010 utáni lejáratú rendelkezik. Mindez természetesen következik a jelzálogpiac természetéből is, hiszen a papírok mögötti fedezetet jelentő jelzáloghitelek is hasonló futamidővel rendelkeznek.

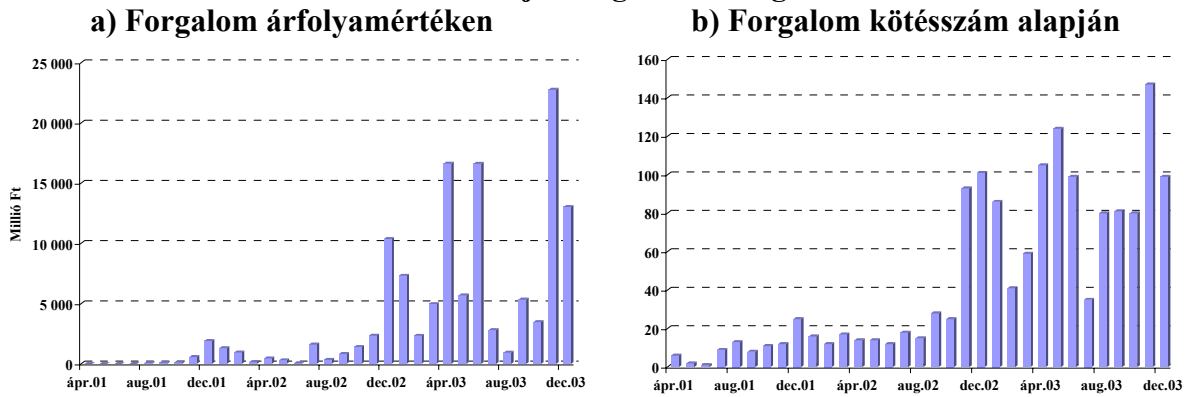
7. sz. ábra: A jelzáloglevelek lejárat szerkezete



Forrás: BÉT

A piac jellegzetessége az állomány elaprózottsága. 2003 végén az állomány összesen 27 sorozat között oszlott meg, az átlagos sorozatnagyság így alig haladja meg a 11 milliárd forintot. Ez természetesen jó a kibocsátónak, mert ezáltal sokkal jobban tudja illeszteni a papírok lejárat szerkezetét a saját hitelfortfoliójának szerkezetéhez. Nem jó ugyanakkor a másodpiac számára, mert az aprózottság a tényleges likviditás gátjává vált. Szintén a másodlagos kereskedés ellen hat az is, hogy a folyamatosan piacra kerülő mennyiség jelentős része gyorsan eltűnik a hosszú távra befektető biztosítók és nyugdíjpénztárak portfoliójában.

8. sz. ábra: A jelzáloglevelek forgalma



Forrás: BÉT

A forgalom 2001-ben 5,6 milliárd forintot tett, igaz ennek közel 90 százaléka a két utolsó hónapban realizálódott. 2002-ben a piac lendülete megtört, a kereskedés nem bővült tovább az előző évben megfigyelt ütemben, sőt az év középső időszakában a havi átlagforgalom egymilliárd forint alá süllyedt. Az újabb fellendülésre az év második feléig várni kellett, azon belül is különösen az utolsó negyedévben ugrott meg az érdeklődés a papírok iránt. Ekkor a teljes éves forgalom – 40 milliárd forint – 70 százalékat bonyolították. 2003-ban továbbra is jelentős hektikusság jellemezte a forgalom alakulását, de eközben egyértelmű növekedési tendencia is látható, ami 2003 végére ötszörösére emelte a kereskedett volument az előző évhez képest. Mindezzel együtt a jelzálogpapírok a teljes tőzsde forgalom 4,5 százalékát adják. A nemzetközi tapasztalatokat figyelembe véve a piac növekedési potenciálja nagy, a dinamikus állománynövekedés és az idővel várhatóan megnövekedő külföldi érdeklődés a fejlődés motorja lehet.

3. Az önkormányzati kötvények

Az önkormányzati kötvények szerepe a magyar kötvénypiacon még a többi, nem állam által kibocsátott kötvényhez képest is csekély. Az eddig lezajlott kis számú kibocsátás többnyire zárt körű, mérete pár százmillió forintos. Ezek a papírok méretüknél és zárt kibocsátásuknál fogva gyorsan eltűnnek a piacról valamely biztosító vagy bank portfóliójában, így másodpiacról gyakorlatilag nem beszélhetünk.

Az állampapírok kiszorítási hatása erősen érezhető az önkormányzati kötvények iránti szerény érdeklődésben. A kötvénypiac egésze nem működhet egy stabil állampapír-piaci háttér nélkül, de Magyarországon az államkötvények elsődleges és másodlagos piaca is nagyon jól felépített, az árak ingadozása pedig a kockázatvállalóbb szereplők és a kereskedők számára is biztosítja a jövedelmezőséget. Emiatt a szereplők nem kényszerülnek alternatív befektetési formák felé, de ha mégis, a vállalati kötvények és jelzáloglevelek felszívják a keresletet.

A keresleti oldal hiánya egyelőre kevésbé akadályozza a piac kibontakozását, mert egyelőre a kínálati oldal olyan szűk, hogy a kibocsátott papírok nyom nélkül eltűnnek a vásárlók portfóliójában. Kötvénykibocsátásra vállalkozott eddig pl. Esztergom, Újpest, Pécs – több-kevesebb sikerrel. Egy-egy önkormányzatnál (még a nagyobbaknál sem) pár százmillió forintnál nagyobb finanszírozási igény nem lép fel, nem is léphet fel (törvény szabja meg, hogy éves adósságszolgálat mekkora lehet). Kivételt jelenthet ez alól talán a főváros, amelynek egy-egy

nagyobb fejlesztési projekthez milliárdos tőkére lenne szüksége. A százmilliós nagyságrend esetében viszont a hitelből történő finanszírozás reális alternatívája a kötvénykibocsátásnak..

A tőzsdei bevezetés sem jelent előnyt az önkormányzatoknak, inkább csak a hátrányokat érzékelik. Ezek között is kiemelkedik a folyamatos tájékoztatási kötelezettség, amit túl nagy terheknek érznek. Kis sorozat esetében a tőzsde likviditást sem tud biztosítani az adott papírnak, mint az látható a hitelpapír szekcióban szereplő kötvények példáján is. A tőzsdei jegyzés marketingértéke pedig semmit sem mond az önkormányzatoknak.

4. A kötvénypiac fejlődési lehetőségei

A fejlett piacokon a kötvénypiac kialakulása és fejlődése több évtizedes (évszázados) szerves folyamat. A fejlődő piacokon – ahova ebből a szempontból Magyarország is tartozik – ezek a lépések nagyon gyorsan és általában párhuzamosan történnek meg, gyakran komoly külső ráhatás segítségével (pl. kormányzati szerepvállalás). Emiatt a kialakuló rendszer kevésbé lesz stabil, és számos torzulást szenvedhet.

Egy piac potenciális méretét természetesen leginkább a lehetséges kibocsátók száma és nagysága határozza meg. Lehet bármilyen fejlett jogszabályi és infrastrukturális háttér, ha az adott piacon nem működnek olyan nagy cégek, amelyek megfelelnek a korábban már kifejtett követelményeknek, akkor a piac létrehozása csak ábránd lehet. Természetesen ez a kijelentés elsősorban a másodlagos piacra vonatkozik, hiszen az elsődleges piac ettől függetlenül is virágzásnak indulhat. Magyarország ebben a tekintetben nem a korlátlan lehetőségek hazája, hiszen ilyen kibocsátóként csak egy-két óriás vállalat léphet fel (MOL, MATÁV stb.). Szóba jöhetnének még a közszolgáltatók – áram és gázszolgáltatók – is, de ezek, lévén külföldi tulajdonban vannak, finanszírozásukat belső csatornákon keresztül oldják meg. Potenciális kibocsátók lehetnek még az állami tulajdonban lévő nagyvállalatok (pl. MÁV), ám ezek működése még elég távol áll a piaci alapoktól. A jelzálogbankok ígéretes szereplői a piacnak, ám jelenlegi kibocsátási politikájuk, a sorozatok elaprózása megnehezíti a másodpiac kialakulását.

Készítette: Tóth Attila