

# **A letelepedési államkötvények szerepe a magyar állam finanszírozásában**

Korrupció és közpénzveszteség állami kivitelezésben 2013-2017. között

Írta: Romhányi Balázs, Költségvetési Felelősség Intézet Budapest  
Szerkesztette: Ligeti Miklós, Transparency International Magyarország Alapítvány

Budapest, 2018

## Tartalom

1. Vezetői összefoglaló .....	3
2. A letelepedési államkötvények értékesítésének sajátosságai .....	4
3. A letelepedési államkötvények kibocsátása, értékének alakulása és költsége .....	6
4. A letelepedési államkötvények szerepe az állam finanszírozásában .....	9
4.1. A teljes devizaadóssághoz viszonyítva .....	9
4.2. Az éves kibocsátási mennyiségekhez viszonyítva .....	10
5. A letelepedési államkötvényekből befolyt többletforrások szükségessége .....	11
5.1. Forintforrások .....	11
5.2. Devizaforrások .....	13
6. Új befektetői kör szükségessége .....	16
6.1. Olyan befektetők, akik válság idején sem tudják eladni a kötvényeiket .....	16
6.2. Olyan befektetők, akik nem ragaszkodnak a közbeszerzési eljáráshoz .....	16
7. Főbb megállapítások .....	20

## ***1. Vezetői összefoglaló***

A 2013 és 2017 között kibocsátott, összesen 1,844 milliárd euró névértékű letelepedési kötvényből az államnak mintegy 1,666 milliárd euró bevétele keletkezett. Az államnak a letelepedési kötvények kibocsátására nem volt szüksége sem a hiány finanszírozása, sem a lejáró – akár devizában, akár forintban denominált – adósság megújítása, sem a devizatartalék szintjének növelése, sem a kincstári egységes számla likviditásának fenntartása vagy simítása, sem esetleges pénzügyi válságok idején is nehezen elmenekülő befektetői kör bevonása céljából.

A letelepedési államkötvények, túl azon, hogy nem játszottak érdemi szerepet az állam finanszírozásában, kifejezetten drága forrásnak bizonyultak. A másodpiacon forgó, összehasonlítható (ötéves futamidejű) magyar devizakötvények hozamaival összevetve a letelepedési kötvények a letelepedési államkötvényprogram első két évében előnyösebbek voltak ugyan, de a program egészét tekintve közel 66 és fél millió euró, vagyis mai értéken számítva több mint 21 milliárd forint nettó relatív veszteséget eredményeztek.

A relatív veszteségről és a letelepedési kötvényprogram egészéről alkotott képet tovább árnyalja, hogy a letelepedési kötvények felfutásával azonos időben visszaszorult az Európai Beruházási Banktól (EIB) felvett hitelek állománya. A letelepedési kötvények mint finanszírozási források költségét ezért célszerűen nem egyedül az ötéves futamidejű magyar devizakötvények elvárt hozamához, hanem az EIB-hitelek kamatterhéhez is viszonyítjuk. Az EIB-hitelek több mint húsz éve fontos, 2013-ig növekvő szerepet játszottak az állami projektek finanszírozásában. Az EIB-hitelügyletek konkrét kamatozása üzleti titoknak minősül, ezért pontos számításokat nem tudunk végezni. Köztudott ugyanakkor, hogy az EIB-hitelek a piacon elérhető legolcsóbb források egyikének számítanak, vagyis kamatozás szempontjából a legkedvezőbb megoldások közé tartoznak, igaz, az EIB-től felvett hitelt kizárólag meghatározott beruházási célokra lehet fordítani. A zárszámadások tanúsága szerint a 2010-2017. közötti években az EIB-hitelek teljes állományra vetített átlagos kamatterhe folyamatosan legalább két százalékponttal kevesebb volt a devizakötvények hozamánál. Bár ez az előny nem maradhatott ilyen mértékű akkor, amikor az új kibocsátású deviza államkötvények elvárt hozama 2, majd 1 százalék alá csökkent, annyit mindenképpen feltételezhetünk, hogy az EIB-hitelek legalábbis versenyképesebbek lettek volna a letelepedési kötvényeknél. Ez a feltételezés mindenképpen helytálló a 2013-2014 közötti időszakra nézve, amikor a devizakötvények kibocsátása előnytelenebb volt, mint a letelepedési kötvényeké. Figyelembe véve ezt a szempontot, a letelepedési kötvények kibocsátásából származó teljes relatív veszteségének értéke még konzervatív feltételezések mellett is megközelíti a 30 milliárd forintot.

Alappal gyanítjuk, hogy a kormány mindenekelőtt azért bocsátotta ki a letelepedési kötvényeket, hogy az EIB helyett olyan befektetői kört vonjon be a finanszírozásba, amely nem támaszt semmilyen elvárást a pénz felhasználásával kapcsolatban. A kormány számára ez a letelepedési államkötvények vitathatatlan előnye volt. Magyarország azonban 30 milliárd forintot bukott azon, hogy a kormány tetszőleges célokra, tetszőleges kedvezményezetteket gazdagítva, és közbeszerzési eljárás mellőzésével elkölthető pénzhez jutott.

## 2. A letelepedési államkötvények értékesítésének sajátosságai

Az Orbán-kormány 2013-ban indította el azt a bevándorlási programot, amely az Európai Unión kívüli külföldieket célozta meg. A letelepedési államkötvény-programban azok vehettek részt, akik 300 ezer euro<sup>1</sup> értékű állampapírba fektetnek be öt évre. A lejárat után a pénzt visszakapják, de a letelepedési engedélyt nem kell visszaadni, azt életük végéig megtarthatják. A 2017. június 30-án lezárt programban 6.621 kötvényt jegyeztek le és családtagokkal együtt, 19.855 külföldi állampolgár kapott magyar letelepedési engedélyt, amellyel szabadon mozoghat a schengeni övezetben. Úgy is fogalmazhatnánk, hogy a migráció ellen az Alaptörvény módosításával is küzdő kormány közel húszszer főnyi idegen népességet telepített be Magyarországra és egyszermind Európába.

A letelepedési kötvényprogramban számos furcsaság volt tapasztalható. Az igazi csavar azonban az volt, hogy a letelepedési államkötvényeket nem jegyezheték le közvetlenül a külföldiek. A papírokat csak olyan közvetítő vállalkozásokon keresztül vehették meg, amelyek erre engedélyt kaptak az Országgyűlés Gazdasági Bizottságától. Egyetlen vállalkozás kivételével valamennyi közvetítőt off-shore szolgáltatásokat is kínáló országokban, a Kajmán-szigeteken, Liechtensteinben, Máltán, Szingapúrban, illetve Cipruson jegyezték be. Összesen nyolc ilyen közvetítő cég kapott kötvényjegyzési engedélyt a parlamenti testülettől.

### 1. táblázat: letelepedési államkötvényeket forgalmazó vállalkozások székhelye és működési területe

közvetítő vállalkozás neve	közvetítő vállalkozás székhelye	közvetítő vállalkozás működési területe
Hungary State Special Debt Fund	Kajmán-szigetek	Kína, Vietnám
Discus Holding Limited (engedélye visszavonva)	Málta	Dél-Afrika, Kenya, Nigéria, Indonézia
Innozone Holding Limited	Ciprus	Ciprus, India
Arton Capital Hungary Pénzügyi Tanácsadó Kft.	Magyarország	Egyesület Arab Emirátusok, Indonézia, Szingapúr, Nigéria
VolDan Investments Limited	Liechtenstein	Oroszország, szovjet utódállamok
S&Z Program Limited (engedélye visszavonva)	Liechtenstein	Észak-Afrika és Közél-kelet
Euro-Asia Investment Management Pte. Ltd. (engedélye visszavonva)	Szingapúr	Szingapúr
Migrat Immigration Asia Ltd.	Ciprus	Malajzia, Dél-Korea, Mongólia

Forrás: ÁKK<sup>2</sup>

<sup>1</sup> A letelepedési államkötvények névértéke 2014. december 31-éig 250 ezer euro volt

<sup>2</sup> <http://www.akk.hu/hu/oldal/allampapir-forgalmazas#letelepedesi-magyar-allamkotvenyek>

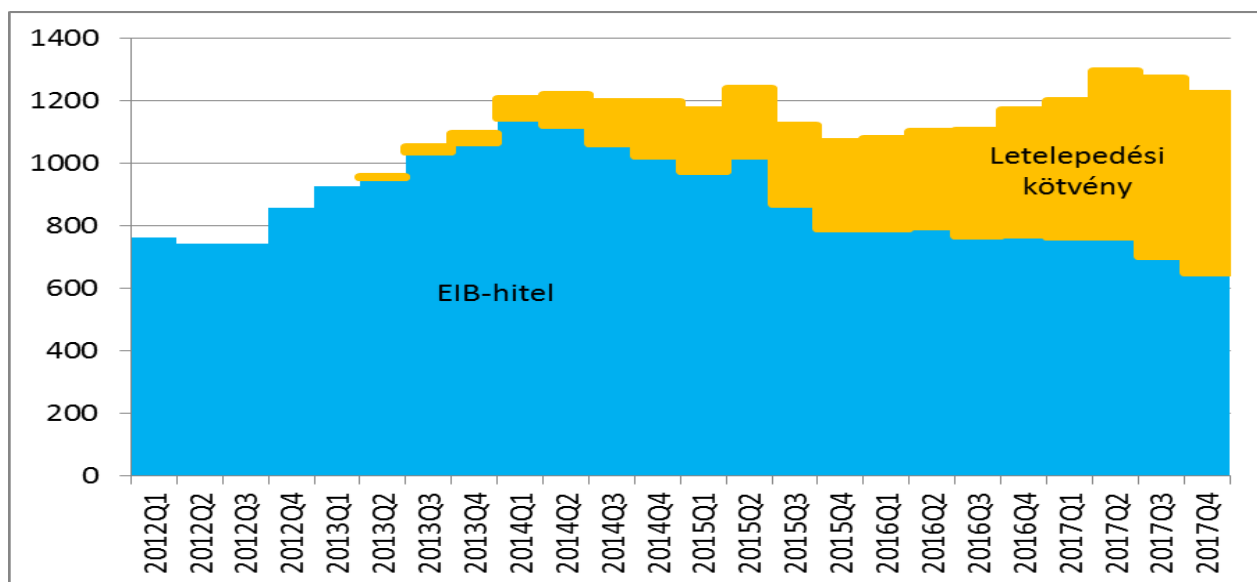
A gyakorlatban ez úgy nézett ki, hogy a külföldi átadta a 300 ezer eurót a közvetítő cégnek. A cég ebből jegyezte le az állampapírt, de nem 300 ezer eurót utalt át a magyar állam nevében eljáró Államadósság Kezelő Központnak (ÁKK), hanem csak körülbelül 271 ezret. A letelepedési kötvény diszkontpapír, ami azt jelenti, hogy az öt évre szóló kamatot az elején levonják a névértékből, majd lejáratkor az ÁKK a névértéket fizeti vissza. Ez kedvezett a közvetítő cégeknek, mert a kötvény hozamából származó profitot egyből zsebre tehetette.

A letelepedésre jogosító államkötvények hozama a törvény szerint az ötéves futamidejű, euróban kibocsátott magyar állampapírok hozamánál 1,5 százalékkal alacsonyabb, de legalább 2 százalék volt. Az első két évben még nyert a költségvetés a programon, az utolsó két évben viszont veszített, méghozzá sokat. A négy év egyenlege negatív, vagyis Magyarország más forrásból olcsóbban finanszírozhatta volna az államadósságát.

A 2017. június 30-ig értékesített 6.621 darab letelepedési államkötvény után a közvetítő cégek 60 milliárd forint magyar közpénzből származó nyereséget könyvelhettek el. Tekintettel arra, hogy az egyetlen magyarországi bejegyzésű cég kivételével a közvetítő vállalkozásokat off-shore paradicsomokban regisztrálták, aligha feltételezhető, hogy ezek a cégek, tetemes bevételeik után, Magyarországon adót fizettek volna. Nem is beszélve arról, hogy az Alaptörvény értelmében közpénzt egyáltalán nem lenne szabad olyan szervezetre bízni, amelynek tulajdonosi szerkezete átláthatatlan.

A Transparency International Magyarország és a Költségvetési Felelősség Intézet Budapest minden oldalról megvizsgálta a letelepedési kötvények adósságfinanszírozásra gyakorolt hatását. A tanulmány nem foglalkozott a bevándorlás politikai és társadalmi aspektusaival, kizárólag a gazdasági hasznosság, vagyis a költségvetés szempontjából vizsgáltuk a programot. Megállapítottuk, hogy a kötvényprogram semmilyen szempontból nem játszott érdemi szerepet az államadósság finanszírozásában, a költségvetés stabilizálásában, sőt ezzel ellentétes hatást fejtett ki: közel 30 milliárd forintos veszteséget eredményezett a magyar adófizetőknek.

**1. ábra: Az EIB-hitelek és a letelepedési kötvények együttes negyedévvégi állománya (Mrd HUF)**



Forrás: ÁKK adatok alapján KFIB-beclsés

### 3. A letelepedési államkötvények kibocsátása, értékének alakulása és költsége

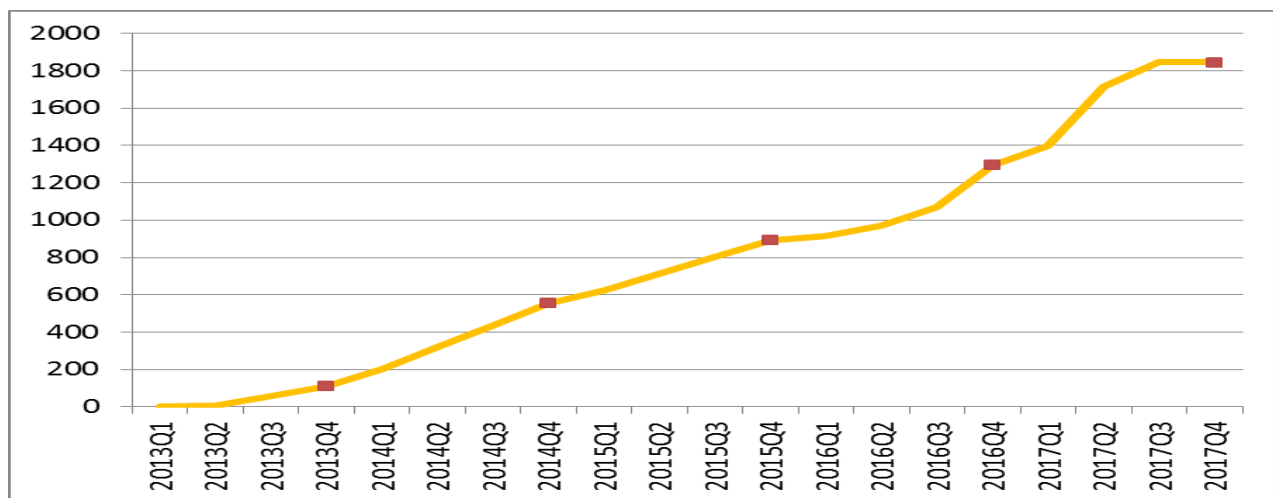
2. táblázat: A letelepedési kötvények hivatalos alapadatai

Megnevezés / Kódszám	Eredeti devizanem	Kibocsátás dátuma	Lejárat dátuma	Névleges futamidő (év)	Kamatozás módja	Hozam	Állomány az év végén (m EUR)				
							2013	2014	2015	2016	2017
2018/T	EUR	2013.06.19	2018.12.20	5	Zéró kupon	2,53%	107,5	107,5	107,5	107,5	107,5
2019/T	EUR	2014.01.15	2019.12.20	5	Zéró kupon	2,24%		445,8	445,5	445,5	445,5
2020/T	EUR	2015.01.14	2020.12.20	5	Zéró kupon	2,00%			336,6	336,6	336,1
2021/T	EUR	2016.01.13	2021.12.20	5	Zéró kupon	2,00%				9,0	9,0
2021/T1	EUR	2016.03.09	2021.03.27	5	Zéró kupon	2,00%				17,4	17,4
2021/T2	EUR	2016.04.06	2021.06.27	5	Zéró kupon	2,00%				60,3	60,3
2021/T3	EUR	2016.07.13	2021.09.27	5	Zéró kupon	2,00%				98,4	98,4
2021/T4	EUR	2016.10.05	2021.12.27	5	Zéró kupon	2,00%				218,1	218,1
2022/T1	EUR	2017.01.11	2022.03.27	5	Zéró kupon	2,00%					116,7
2022/T2	EUR	2017.04.12	2022.06.27	5	Zéró kupon	2,00%					349,2
2022/T3	EUR	2017.07.12	2022.09.27	5	Zéró kupon	2,00%					85,8
Total							107,5	553,3	889,6	1292,8	1844,0

Forrás: ÁKK

A letelepedési kötvényeket 2013 és 2017 között bocsátotta ki az ÁKK. Az egyes sorozatokat eleinte évente nyitotta meg az ÁKK, de 2016-ban és 2017-ben már negyedévente indultak új sorozatok. Minden időpontban csak a legújabb sorozatból lehetett vásárolni, tehát az új sorozat megjelenésével a korábbi sorozat kibocsátási időszaka lezárult. Mivel a lejárat mindegyik esetben több mint öt év, visszavásárlási lehetőség pedig nem volt, ezért a letelepedési kötvények 2017 végi állománya megegyezik azzal az állománnyal, amelyet az egyes sorozatokból a következő sorozat megjelenése előtt értékesítettek. Ezek alapján a fenti alapadatokból viszonylag jól becsülhető a kibocsátások névértéken számított összege negyedévente, ha feltételezzük, hogy a kibocsátási időszakon belül a kibocsátás üteme egyenletes volt.

2. ábra: A letelepedési kötvények becsült állománya névértéken a negyedév végén (mEUR)

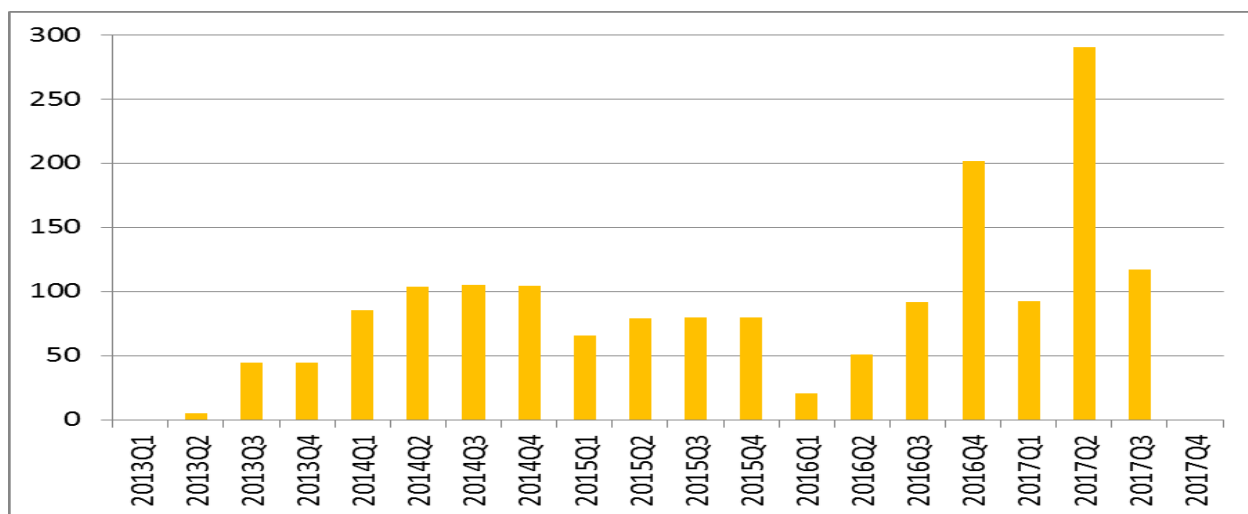


Forrás: ÁKK adatok alapján KFIB-beclsés

A letelepedési államkötvények forgalomban lévő állománya 2017. év végén névértéken elérte az 1,844 milliárd eurót. A letelepedési kötvények ún. zéró kupon kötvények, amelyek a futamidő

alatt nem fizetnek kamatot és lejáratkor is a névértéket törlesztik, ezért kibocsátáskor az eladási ár annyival alacsonyabb a névértéknél, amennyi éppen a meghirdetett hozamot eredményezi. Ötéves futamidő és kétszázalékos hozam mellett ez nagyságrendileg 90 százalékos kibocsátási árfolyamot jelent. Továbbra is feltételezve, hogy a kibocsátások üteme egyenletes volt, az alábbi ábra mutatja a letelepedési kötvényekből származó bevételeket.

**3. ábra: A letelepedési kötvények kibocsátásából származó bevétel (mEUR)**



*Forrás: ÁKK adatok alapján KFIB-becslés*

Az öt év alatt kumulált bevétel 1,666 milliárd eurót, vagy 514 milliárd forintot<sup>3</sup> tett ki, amelynek fele a 2016. év második negyedéve és a 2017. év harmadik negyedéve közötti időszakban, tehát a letelepedési kötvényprogram utolsó másfél évében érkezett.

Az alábbi táblázatban összehasonlítottuk a letelepedési kötvények hozamát és a devizában denominált ötéves magyar államkötvények másodpiaci hozamát. Nem a névértéket, hanem a kibocsátáskor befolyt összeget tekintettük adottnak és a két eltérő kamatozás mellett kiszámítható végtörlesztési összeg különbségét tekintettük veszteségnek. Kötvénykibocsátáskor a kibocsátó (jelen esetben az ÁKK) jutalékot fizet a kibocsátást szervező bankoknak. Ezért a veszteség számításakor a devizakötvények hozamán felül egyszeri 20 bázispontos jutalékot is figyelembe vettünk. A jó közelítést eredményező számításunk pontosságát az alábbi tényező befolyásolta. Egyrészt az ötéves futamidejű devizakötvények – szemben a letelepedési kötvényekkel – nem zérókupon kötvények, ugyanis jellemzően félévente kamatot fizetnek. Másrészt a letelepedési kötvények kibocsátáskor hátralévő futamideje valamivel több, mint öt év volt, sőt, a legelső sorozatok esetében a futamidő megközelítette a hat évet. Harmadrészt a veszteségek a lejáratkor, tehát eltérő időpontokban realizálódnak, ezért szigorú értelemben nem lennének közvetlenül összeadhatók.

<sup>3</sup> Negyedéves záróárfolyamon átszámítva forintra az egyes negyedévekre becsült euró-bevételt.



**3. táblázat: a letelepedési kötvények kibocsátásának relatív költsége a „szokványos” devizakötvényekhez képest (mEUR)**

Kibocsátás kezdőnapja	Letelepedési kötvény		5 éves piaci hozam	Becsült veszteség
	Névérték	Hozam		
2013-06-19	107,5	2,53%	4,63%	-11,7
2014-01-15	445,5	2,24%	2,74%	-11,9
2015-01-14	336,1	2,00%	1,33%	10,3
2016-01-13	9,0	2,00%	0,98%	0,4
2016-03-09	17,4	2,00%	0,79%	1,0
2016-04-06	60,3	2,00%	0,61%	3,9
2016-07-13	98,4	2,00%	0,29%	7,8
2016-10-05	218,1	2,00%	0,17%	18,5
2017-01-11	116,7	2,00%	0,16%	9,9
2017-04-12	349,2	2,00%	0,10%	30,7
2017-07-12	85,8	2,00%	0,10%	7,5
<b>Összesen</b>	<b>1 844</b>			<b>66,4</b>

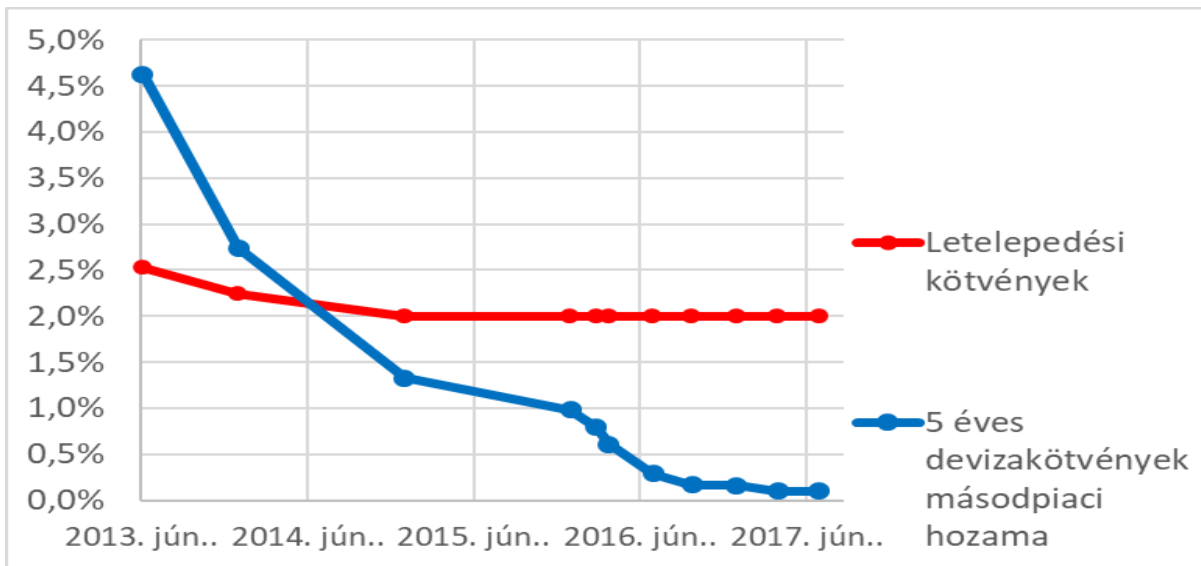
*Forrás: ÁKK és Bloomberg Finance*

Amint látható, 2013-ban és 2014-ban még kedvezőbb volt az állam számára a letelepedési kötvények után fizetendő hozam, ezért jobban járt, mintha ötéves futamidejű deviza államkötvényt bocsátott volna ki. A letelepedési kötvényeken mutatkozó előny 2015-től egyértelműen veszteségbe fordult át, és összesen majdnem 66 és fél millió euró, mai árfolyamon több mint 21 milliárd forint összegű nettó relatív veszteséget eredményezett.

Az alábbi 4. ábra szemlélteti a letelepedési államkötvények kibocsátási hozamának és a letelepedésre nem jogosító, „szokványos” deviza államkötvények másodpiaci hozamának az alakulását a letelepedési államkötvények kibocsátásának az időszakában. Egyértelmű, hogy a letelepedési államkötvények kereskedelme a 2014. évet követően ráfizetéses üzletté vált a magyar állam számára.



#### 4. ábra: A letelepedési kötvények kibocsátási hozama és a „szokványos” deviza államkötvények másodpiaci hozama



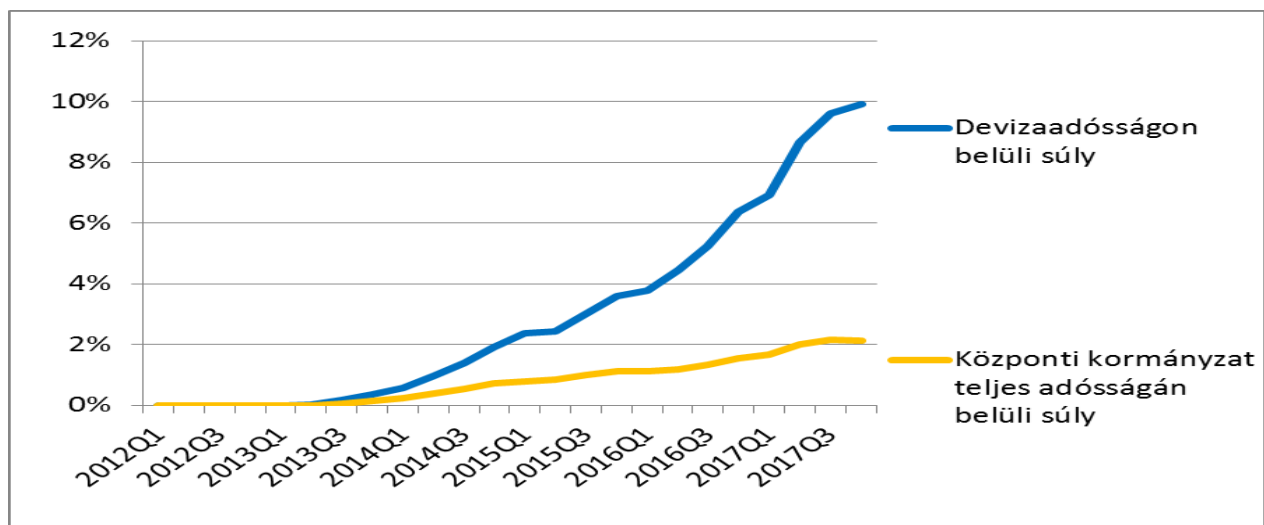
Forrás: ÁKK, és Bloomberg Finance

### 4. A letelepedési államkötvények szerepe az állam finanszírozásában

#### 4.1. A teljes devizaadóssághoz viszonyítva

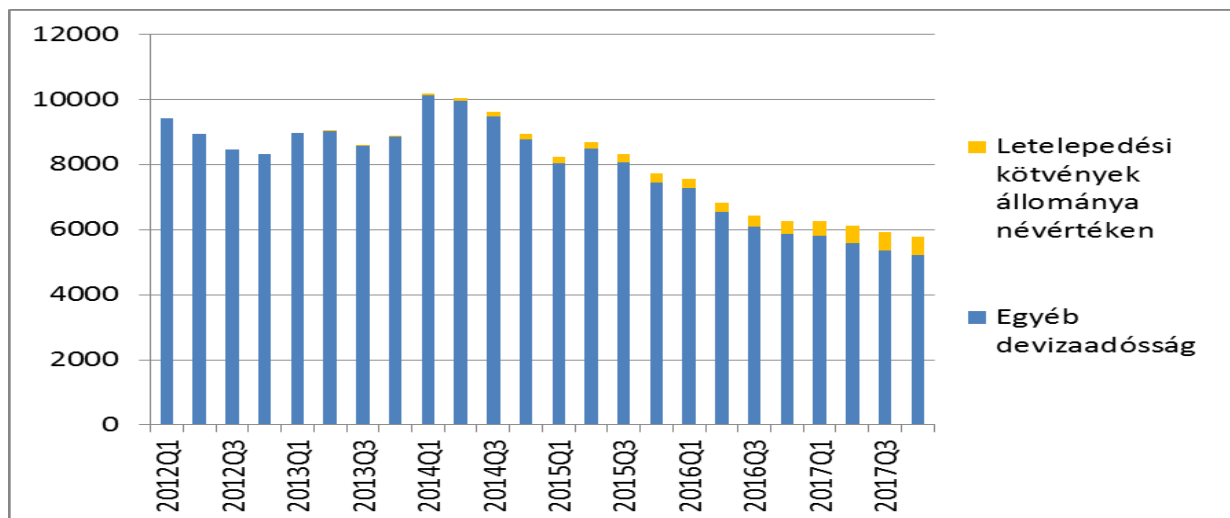
A letelepedési kötvények állománya még névértéken is alig érte el a központi kormányzat 25 ezer milliárd forint nagyságrendű adósságállományának a két százalékát.

#### 5. ábra: a letelepedési kötvények súlya az adósságon belül



Forrás: ÁKK adatok és KFIB-becslés

A letelepedési államkötvények devizaadósságon belüli súlya a 2017. év végére ugyan elérte a tíz százalékot, de ezt elsősorban a devizaadósság gyors ütemű és – a letelepedési kötvényeket leszámítva – tudatos leépítése magyarázza.

**6. ábra: a letelepedési kötvények súlya a devizaadósságon belül**


Forrás: ÁKK adatok és KFIB-becslés

Legfeljebb akkor lett volna jelentősége a letelepedési kötvényeknek, ha olyan időszakban segítettek volna fenntartani az adósságon belül a devizában denominált rész súlyát, amikor az állam egyéb csatornákon keresztül nehezen jutott devizaforrásokhoz. Amint lentebb bemutatjuk, egyrészt az ÁKK kifejezett törekvése volt a devizában denominált adósság csökkentése. Másrészt, ha éppen ellenkezőleg, a devizában denominált adósság növelése lett volna az állam célja, más csatornán keresztül akár olcsóbban is hozzájuthatott volna devizaforrásokhoz.

#### 4.2. Az éves kibocsátási mennyiségekhez viszonyítva

Az állam éves bruttó finanszírozási igénye a vizsgált években nagyságrendileg 4-6 ezer milliárd forintot tett ki. Ehhez képest a letelepedési kötvények kereskedelméből származó bevétel egyik évben sem haladta meg a 150 milliárd forintot, ami nagyjából kétszázalékos részesedésnek felel meg.

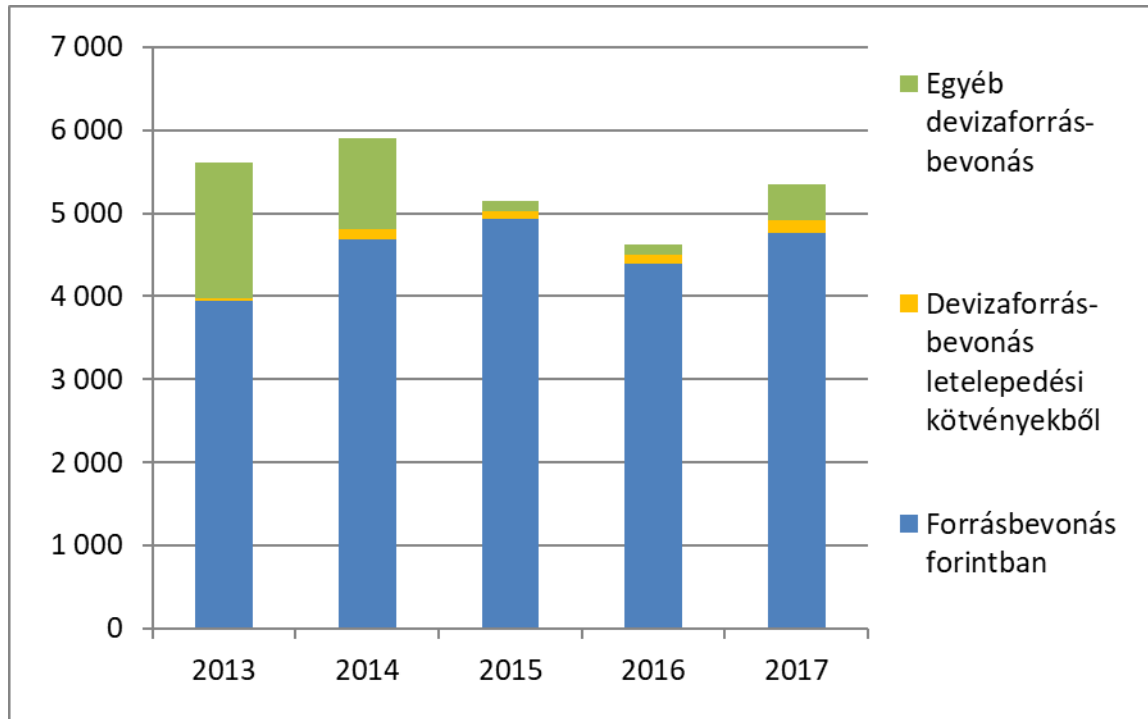
**4. táblázat: A letelepedési államkötvények részesedése a hiány finanszírozásában és az adósság megújításában**

	2013	2014	2015	2016	2017	2013-2017
Költségvetési hiány	937,3	825,7	1218,6	848,3	1973,5	5803,4
EU-források előfinanszírozása	296,6	40,7	-185,3	272,1	66,8	490,9
Éven túli adósságelemek törlesztése	4096,6	4711,3	3800,2	3817,8	3563,8	19989,7
Összesen	5330,5	5577,7	4833,5	4938,2	5604,1	26284,0
Bevétel letelepedési kötvényekből	28,2	122,5	94,7	114,0	154,9	514,3
Letelepedési kötvények részesedése	0,5%	2,2%	2,0%	2,3%	2,8%	2,0%

Forrás: ÁKK

A letelepedési államkötvények értékesítéséből befolyt bevétel súlya a devizaforrás-bevonáson belül elérte az 50 százalékot, de csak azért, mert az egyéb devizaforrás-bevonás értéke a 2012. évi 1600 milliárd forintról 2015-re 200 milliárd forintra zuhant.

**7. ábra: Teljes éves forrásbevonás (Mrd forint)**



*Forrás: ÁKK adatok és KFIB-becslés*

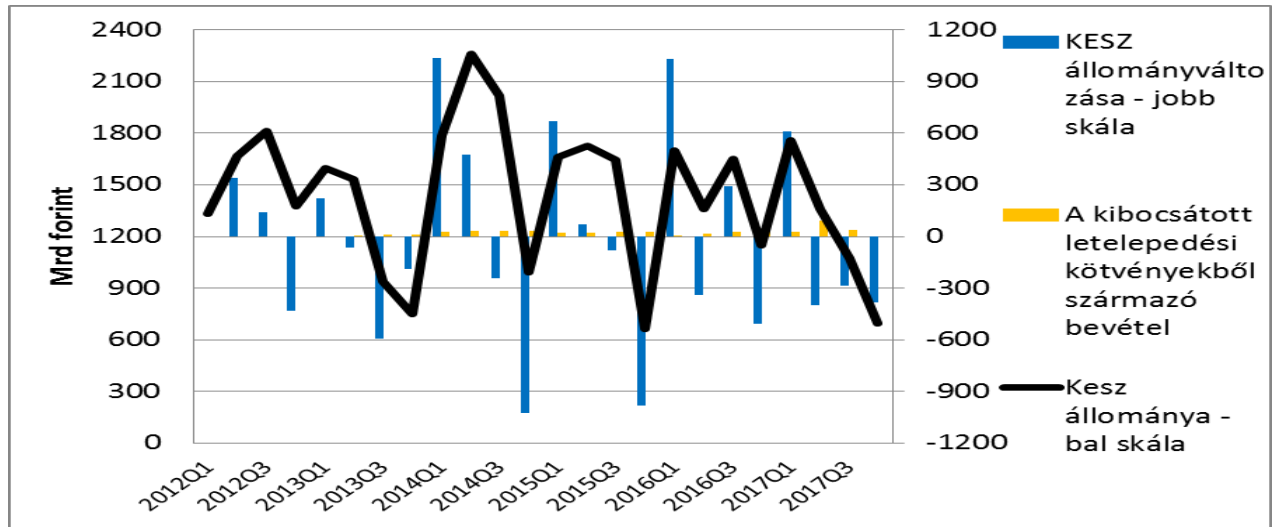
## **5. A letelepedési államkötvényekből befolyt többletforrások szükségessége**

### **5.1. Forintforrások**

#### ***A KESZ szintjének alakulása***

A KESZ átlagos negyedévvégi záró állománya a 2012-2017 közötti években 1.438 milliárd forintot tett ki, de ennek értéke negyedévről negyedévre több mint 400 milliárd forinttal ingadozott. A letelepedési kötvényekből negyedévente realizált 30 milliárd forint összegű bevétel érdemben nem csökkenthette az ingadozást.

8. ábra: A letelepedési kötvényekből származó bevétel a KESZ ingadozásához viszonyítva



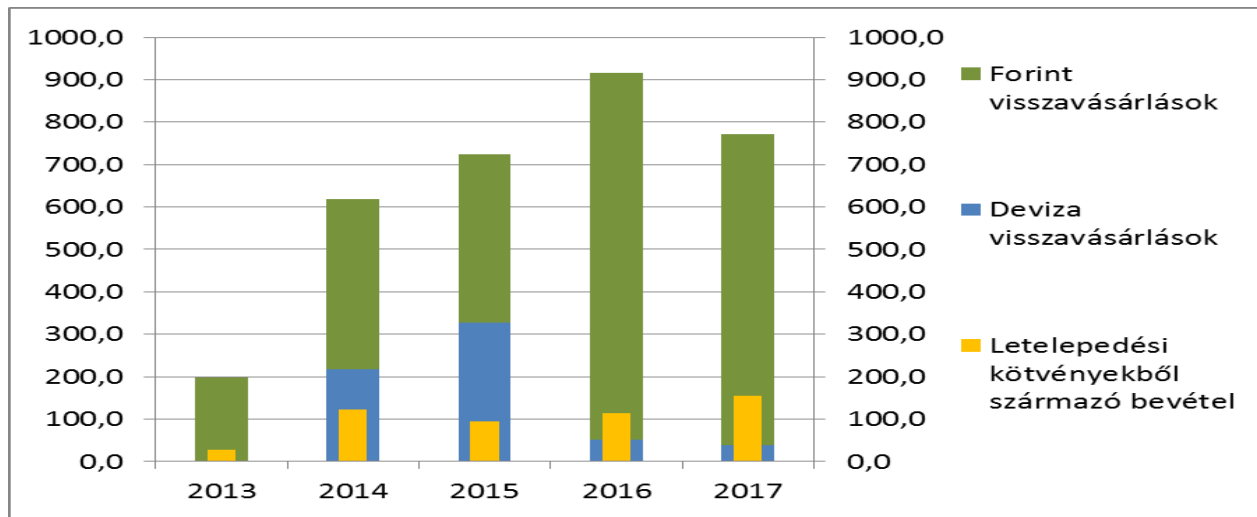
Forrás: MNB, ÁKK és KFIB-becslés

#### ***Az adott éven túl lejárt kötvények visszavásárlása***

Ha az állam finanszírozásához valóban szükség lett volna a letelepedési kötvényekből származó forrásokra, akkor nyilvánvaló, hogy az ÁKK minden más, ennél egyszerűbb és olcsóbb forrást is igénybe vett volna. A letelepedési államkötvények ugyanis nemcsak pénzben kifejezve képeztek az állam számára drága forrást, hanem még letelepedési lehetőséget is adtak a befektetőknek. Ezzel szemben az állapítható meg, hogy az ÁKK 2013-2017. évekre vonatkozó beszámolói<sup>4</sup> rendre rendkívül kedvező likviditási helyzetről és a terveket jelentősen meghaladó kötvényvisszavásárlásokról adnak számot, még hozzá olyan kötvények visszavásárlásáról, amelyek még csak nem is a visszavásárlás évében, hanem későbbi években jártak volna le.

<sup>4</sup> Megtalálhatók a <http://www.akk.hu/hu/oldal/kiadvanyok> linken az „Éves beszámolók” szekcióban.

**9. ábra: A letelepedési kötvényekből származó bevétel és az éven túl lejáró kötvények visszavásárlására fordított források (Mrd forint)**



Forrás: ÁKK adatok és KFIB-becslés

Amint látható, az ÁKK még a finanszírozás szempontjából kritikusabbnak tekinthető 2013-2015 közötti időszakban is a letelepedési kötvényekből befolyó bevételek sokszorosát fordította olyan kötvények visszavásárlására, amelyek csak későbbi években jártak volna le, tehát előtörlesztésük egyértelműen növelte az adott évi finanszírozási igényt. Alappal tehető fel, hogy ha az ÁKK likviditási problémáktól tartott volna, nem indít ilyen volumenű visszavásárlási programokat.

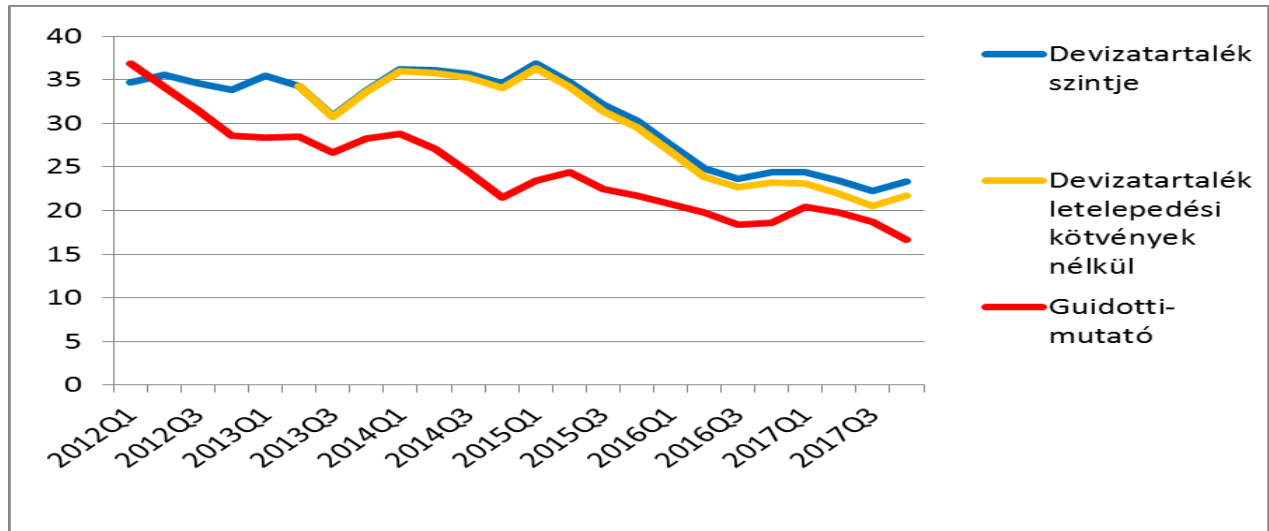
## 5.2. Devizaforrások

### *A minimálisan elvárt devizatartalékra vonatkozó ún. Guidotti-szabály*

A nemzetközi sztenderdek szerint a befektetők azt az országot tekintik magas kockázatúnak, amelyikben a jegybanki devizatartalékok nem fedezik az ország (tehát nem csak az állam) rövid lejáratú kötelezettségeit. Ezt az ún. Guidotti-szabályt az MNB is rendszeresen figyeli és a vonatkozó adatokat közzéteszi a jelentéseiben.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Például itt (20. oldal) <https://www.mnb.hu/letoltes/fizetesi-merleg-hu-2018-julius-20180703.pdf>

10. ábra: A devizatartalék a Guidotti-szabály tükrében (Mrd EUR)



Forrás: MNB, ÁKK adatok és KFIB-bebecslés

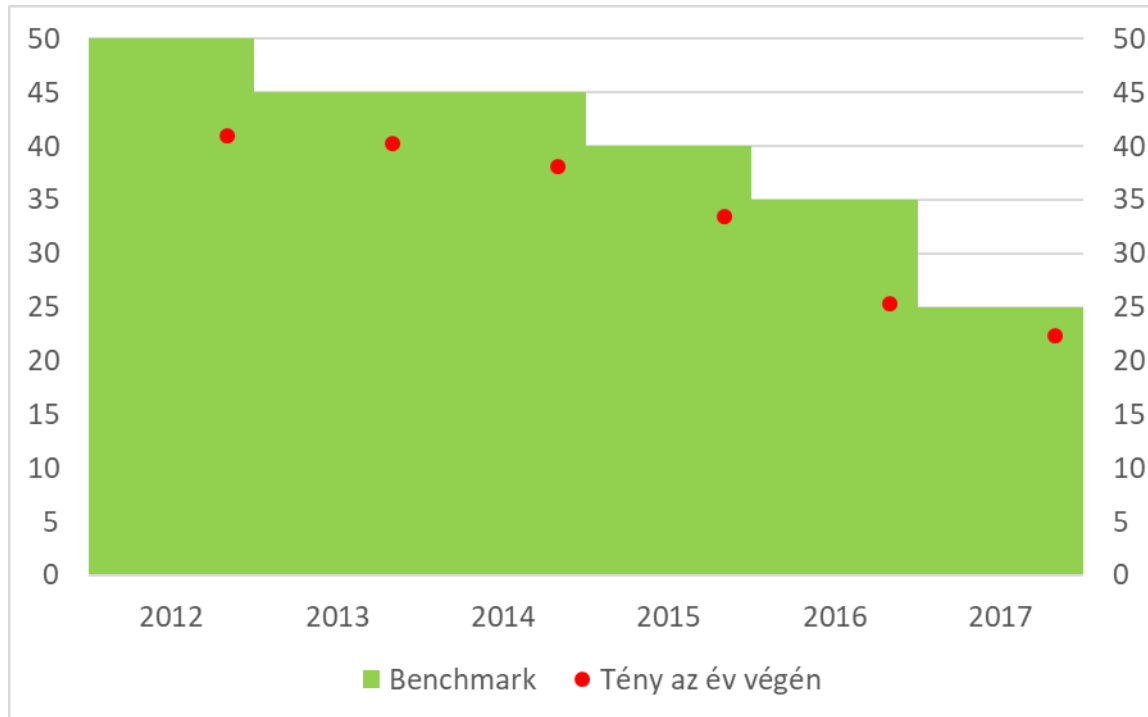
Amint látható, Magyarországon a devizatartalékok a 2012-2017. években akkor is fedezték volna az ország rövid lejáratú kötelezettségeit, ha nem keletkezett volna egyáltalán bevétel letelepedési kötvényekből.

#### A teljes államadósság deviza összetétele

Az ÁKK éves beszámolója az alábbi megállapításokat tartalmazza:

ÁKK 2013. évi beszámolója így fogalmaz: „A 2013-ban érvényes teljesítménymutató szerint a bruttó devizaadósság aránya nem haladhatta meg a teljes adósság 45 százalékát, ami csökkenést jelentett a 2012-re meghatározott 50 százalékos arányhoz képest. Ezen sáv mellett fontos célja az államadósság-kezelésnek a devizaadósság arány fokozatos csökkentése a 2008 előtti devizaadósság arány felé, aminek érdekében az ÁKK a devizaadósság megújítását elsősorban deviza-kibocsátásokkal, a lejárató forintadósságot és a költségvetési hiányt (nettó finanszírozási igényt) forintkibocsátásokkal kívánta fedezni. Amennyiben a belföldi piaci kereslet lehetővé teszi az ennél nagyobb mértékű forintértékesítést, akkor a lejárató devizaadósság egy része is finanszírozható a belföldi piacon a devizaadósság arányának gyorsabb csökkentése érdekében. 2013-ban a devizaadósság aránya 41 százalékról 40,3 százalékra csökkent, ami megfelelt a teljesítménymutatónak.” A későbbi évek beszámolóiban<sup>6</sup> nagyrészt ezek a szövegek ismétlődnek, miközben mind a benchmark, mind a tényadat folyamatosan és érdemben csökken.

<sup>6</sup> Az ÁKK éves beszámolója megtalálható itt: <http://akk.hu/hu/oldal/kiadvanyok#eves-jelentesek>. A kiadványokban a megfelelő oldalszámok: 2013-ban 9. oldal, 2014-2017 között 13. oldal.

**11. ábra: A devizaadósság részaránya az államadósságon belül (%)**


*Forrás: ÁKK*

Amint látható, az ÁKK a lehető leggyorsabb ütemben igyekezett csökkenteni a devizaadósság részarányát az államadósságon belül. Semmi jel nem utal arra, hogy e cél elérése érdekében szüksége lett volna a letelepedési kötvényekből származó devizára. Sőt, a letelepedési államkötvények értékesítése az ÁKK deklarált és megvalósított céljaival kifejezetten ellentétes hatást váltott ki, hiszen devizaforrás bevonását eredményezte, miközben az ÁKK a devizaforrások súlyát gyors ütemben csökkenteni akarta.

### ***A KESZ likviditásának simítása***

A letelepedési kötvényeket esetleg lehetett volna arra használni, hogy az adósság lejáratának éven belüli ütemezésével segítse a likviditási helyzet simítását. A KESZ-re jellemző az éven belüli szezonális: márciusban például rendre magas szokott lenni a KESZ-állomány, októberben viszont alacsony, a legalacsonyabb értéket már évek óta december végén szokta elérni. Nyílt titok, hogy ilyenkor a kincstár és az ÁKK egyesült erővel szokott mindent megtenni annak érdekében, hogy leszorítsa a december 31-re kimutatott bruttó adósságszintet, amely törekvés egyik eleme a KESZ-állomány mesterséges leszorítása és a „feleslegesnek” nyilvánított összeg adósságtörlesztésre fordítása. Megtehetette volna tehát az ÁKK, hogy a letelepedési kötvények lejáratát minden évben márciusra időzíti, hogy akkor kelljen fizetni, amikor általában pénzbőség tapasztalható. De nem ez történt: a letelepedési államkötvények lejáratára 2018-ban, 2019-ben és 2020-ban egyaránt december 20-ára esett (esik). Vagyis a likviditás simításánál fontosabbnak bizonyult, hogy a letelepedési államkötvények lejáratára ne akadályozza a bruttó adósságszint mesterséges év végi minimalizálását, ami kifejezetten azt bizonyítja, hogy nem volt szükség a letelepedési államkötvényekből származó forrásra a finanszírozáshoz.

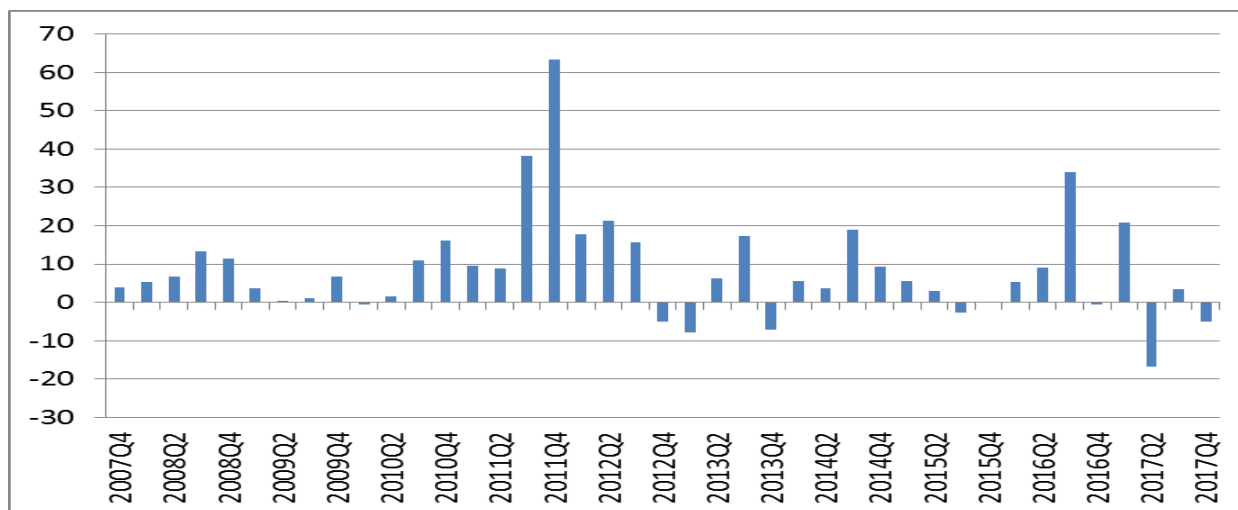


## 6. Új befektetői kör szükségessége

### 6.1. Olyan befektetők, akik válság idején sem tudják eladni a kötvényeiket

2011-2012 fordulójának egyik tanulsága az volt, hogy ha meginog a bizalom, akkor a magyar befektetők is elkezdhetik kivinni a pénzüket az országból. Amint az alábbi ábra mutatja, a lakosság a 2011. év végén egyetlen negyedév alatt több mint 60 milliárd forintot menekített külföldi betétbe.

**12. ábra: A háztartások külföldi devizabetéteinek tranzakciókból eredő állományváltozása (Mrd forint)**



Forrás: MNB

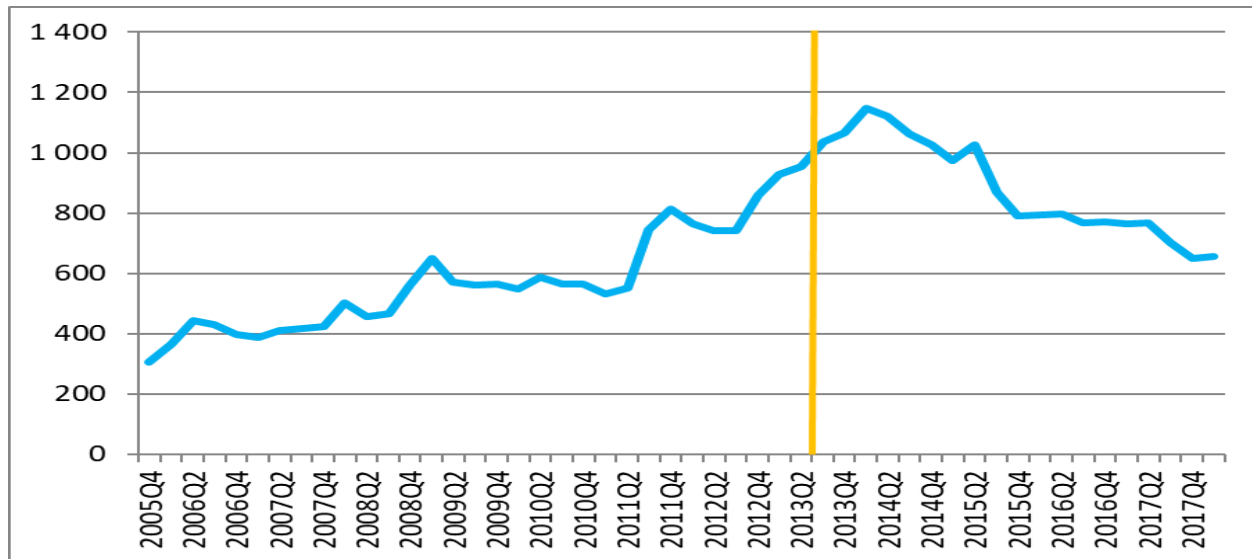
Az ÁKK a letelepedési kötvények előnyeként értelmezhetette azt a tényt, hogy ennek az állampapírnak nincs másodpiaca, ezért a kötvénytulajdonosok nemcsak visszaváltani nem tudják a papírokat – erre eleve csak akkor lenne módjuk, ha az ÁKK visszavásárlási aukciót hirdetne –, hanem az sem fordulhat elő, hogy az esetleges elsődleges kibocsátás sikerét veszélyeztesse a másodpiacon megjelenő, olcsóbb alternatíva. Ugyanakkor látni kell, hogy a tőkemenekülés elleni védelemnek ennél van ésszerűbb módja: ha az állam nem értékpapír, hanem hosszú lejáratú hitel formájában adósodik el.

### 6.2. Olyan befektetők, akik nem ragaszkodnak a közbeszerzési eljáráshoz

A fenti elemzési szempontok nem csak egyenként, de még összességükben sem magyarázzák meg a letelepedési kötvények bevezetését és főleg a 2015. évet követően tapasztalható felfutását. További magyarázatként felmerülhet, hogy a kormány olyan befektetőket keresett, akik mindenfajta megkötés nélkül hajlandók hitelezni. Ez a megfontolás nem az ország, hanem a kormány szempontjából ad értelmet a letelepedési államkötvények kibocsátásának. Azok a nemzetközi szervezetek – például az IMF, az EU, az EIB, stb. – amelyektől Magyarország korábban is vett már fel hitelt, jellemzően szigorú feltételekhez kötik az általuk rendelkezésre bocsátott források felhasználását. Ilyen feltételek vonatkozhattak például a pénz felhasználásának procedúrájára, a kapcsolódó közbeszerzési eljárásra, vagy az előzetesen megkövetelt költség-háson számításokra, netán a környezeti hatásvizsgálatra. A letelepedési kötvények esetében sem

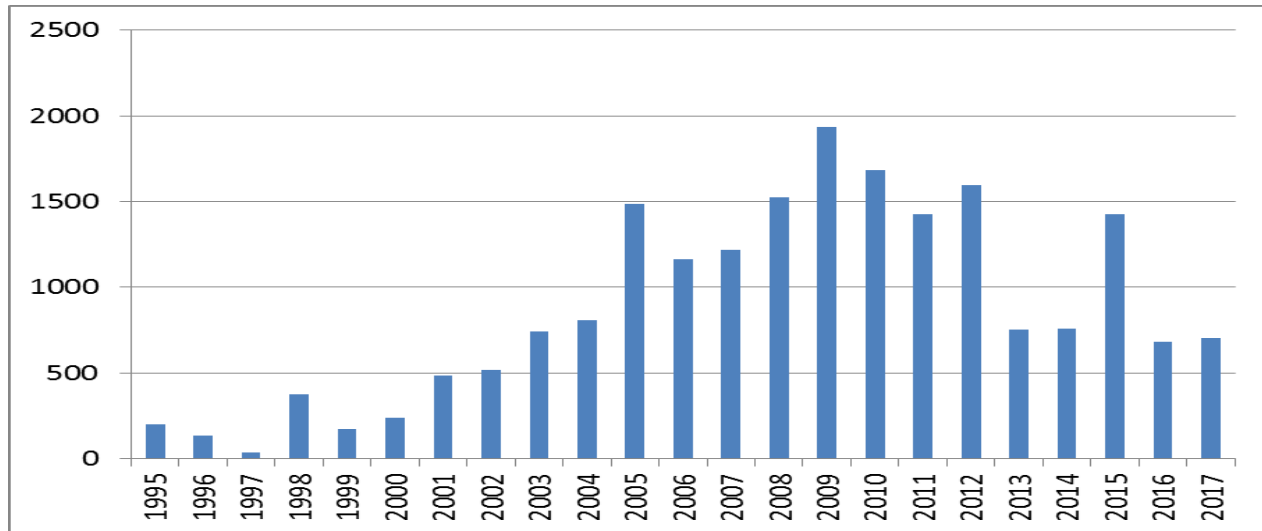
a letelepedési engedélyért folyamodó magánszemélyek, sem a közvetítő cégek nem támaszthatnak semmilyen feltételt. A kormány ezért a letelepedési államkötvények kibocsátásával szerzett forrásokat megszorítások nélkül használhatja fel. Nagy publicitást kapott a médiában, amikor Magyarország kifizette előbb az IMF-fel, majd az EU-val szemben fennálló tartozásait. Azzal kapcsolatban viszont nem jelentek meg hírek, hogy mindeközben az EIB-vel régóta jól működő kapcsolatban is alapvető változás állott be.

**13. ábra: Magyarország EIB-vel szemben fennálló hiteltartozása (Mrd forint)**



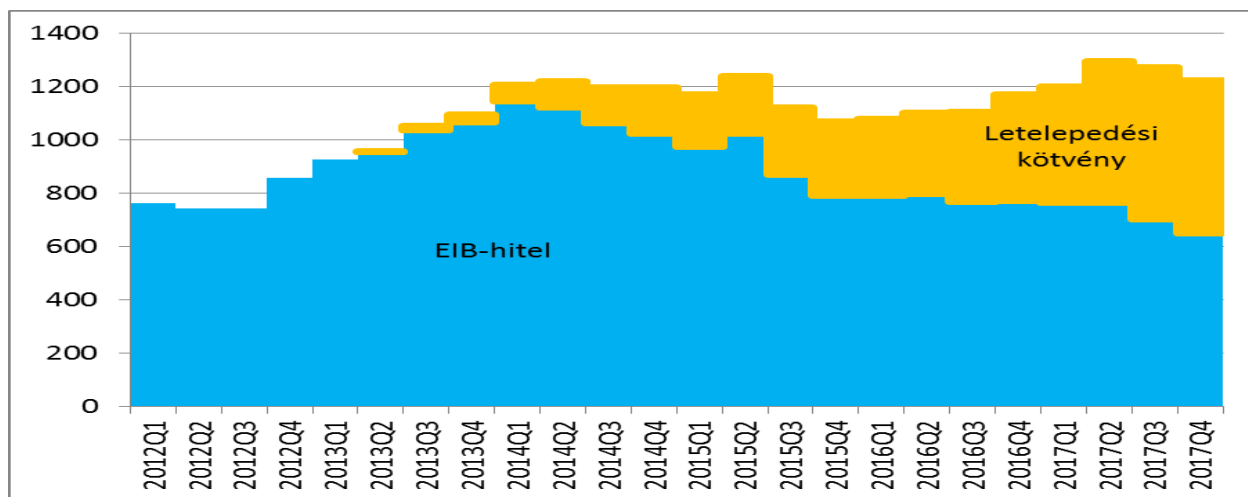
Forrás: ÁKK

Nem sokkal azt követően, hogy a letelepedési kötvények megjelentek a piacon, jelentősen visszaesett az EIB-től Magyarország által felvett hitelek állománya. Míg a 2008-2012. közötti időszakban évente átlagosan 1.5 milliárd euró értékben állapodott meg az állam az EIB-vel rendkívül olcsó projekthitelekről, addig a 2013. év közepétől gyakorlatilag a felére zsugorodott az EIB-vel megállapodott hitelkeretek összege.

**14. ábra: Az EIB-vel aláírt hitel megállapodások értéke (mEUR)**


Forrás: EIB<sup>7</sup>

Ha a két finanszírozási forrás együttes összegét nézzük, akkor még nyilvánvalóbbá válik a helyzet.

**15. ábra: Az EIB-hitelek és a letelepedési kötvények együttes negyedévi állománya (Mrd HUF)**


Forrás: ÁKK és KFIB becslés

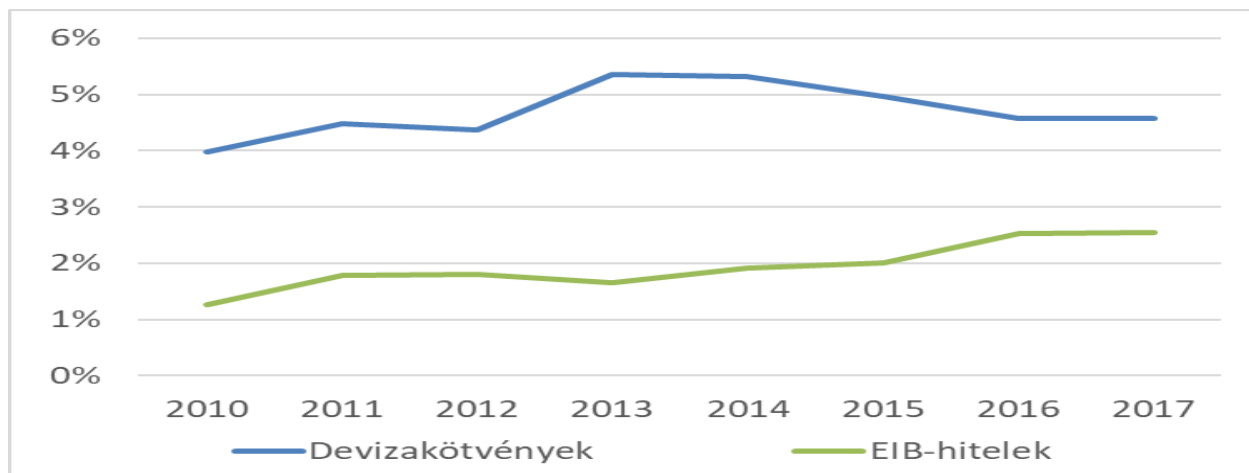
Az ÁKK évről évre hivatalosan is bejelentette, hogy a lejáró devizaforrásokat devizában kívánja megújítani, a forintforrásokat és a költségvetési hiányt viszont forintforrásból kívánja finanszírozni. A 13-15. számú ábrákon látható számítások fényében ezt azzal érdemes kiegészíteni, hogy bár az ÁKK a devizában denominált EIB-forrásokat tényleg devizaforrással cserélte le, ezek forrását már nem újabb EIB-hitelek, hanem a letelepedési kötvények képezték.

<sup>7</sup> <http://www.eib.org/en/projects/loan/list/?region=1&country=HU>

Ez egyszeresmind azzal a következménnyel is jár, hogy a letelepedési kötvények, mint finanszírozási források költségességének megítélésekor nem egyedül az ötéves magyar devizakötvények elvárt hozama a megfelelő viszonyítási pont, hanem az EIB-hitelek kamata is. Mivel az EIB-hitelek pontos kamatozása üzleti titok, ezért csak hozzávetőlegesen, becsléssel állapítható meg, hogy mennyivel lett volna kedvezőbb Magyarország számára az, ha a kormány nem engedte visszaszorulni az EIB-hitelek állományát.

Az alábbi ábrán a zárszámadások, tehát pénzforgalmi adatok alapján mutatjuk be a devizakötvények és az EIB-hitelek átlagos kamatlábát. A zárszámadásokból ugyanis kiolvasható, hogy az adott évben mennyi kamatot fizetett ki ténylegesen az állam a különféle instrumentum-típusokra. Ezeket az éves kamatfizetési értékeket osztottuk el az év eleji állomány értékével.<sup>8</sup>

**16. ábra: Az 1999-től kibocsátott devizakötvények és az EIB-vel szemben fennálló hitelek év eleji állományának átlagos kamata pénzforgalmi szemléletben**



Forrás: ÁKK, zárszámadások

Amint látható, a vizsgált időszakban az EIB-hitelek után folyamatosan legalább két százalékkal alacsonyabb kamatot kellett fizetni, mint az – egyébként átlagosan 4-5 éves lejáratú – devizakötvények után. Fontos hangsúlyozni, hogy ezek az adatok nem csak az új kibocsátásokra, hanem az adott évben még futó instrumentumokra összesen vonatkoznak, tehát tartalmazzák az esetleg öt-tíz évvel korábban kibocsátott kötvényeket / felvett hiteleket is.

Nem tételezhetjük fel, hogy a 2015-2017. közötti években, amikor már az új kibocsátású ötéves devizakötvények elvárt hozama kevesebb volt, mint két százalék, akkor az EIB-től negatív kamatláb mellett tudott volna Magyarország hitelt felvenni. Az azonban valószínűsíthető, hogy 2013-ban és 2014-ben, amikor még a letelepedési kötvények hozama volt alacsonyabb, mint az államkötvényeké, ugyanez nem lett volna elmondható az EIB-hitelekről. Vagyis azt feltételezzük, hogy a letelepedési kötvények hozama 2013-ban és 2014-ben magasabb volt, mint az EIB-hitelek kamatlába. Amint a 3. táblázatból kiolvasható, 2013-ban 11 millió euró, 2014-ben pedig 11,5 millió euró, vagyis ebben a két évben összesen 22,5 millió euró volt a letelepedési kötvények

<sup>8</sup> A számításhoz először az állományokat év végi árfolyamon, a kamatfizetéseket pedig éves átlagos árfolyamon átszámítottuk euróra.

kibocsátásából származó, becsült nyereség ahhoz képest, mintha az ÁKK ötéves futamidejű, „szokványos” devizakötvényt bocsátott volna ki, piaci hozam mellett. A 3. táblázatból és a 4. ábrából azonban az is egyértelműen megállapítható, hogy 2015-től kezdődően a letelepedési államkötvények egyértelműen és jelentősen drágábbak voltak, mint az ötéves futamidejű „szokványos” devizakötvények, olyannyira, hogy összességében közel 66 és fél millió euró relatív veszteséget eredményeztek. Ha viszont nem a „szokványos” devizakötvényeket tekintjük alternatívának, hanem az EIB-hiteleket, akkor nemcsak a letelepedési államkötvények kezdeti relatív nyeresége tűnik el, de a letelepedési államkötvényprogram egészének relatív vesztesége további legalább 22,5 millió euróval emelkedik, és megközelíti a 90 millió eurót, ami mai árfolyamon számolva eléri 30 milliárd forintot.

## **7. Főbb megállapítások**

Az államnak a letelepedési kötvények kibocsátására nem volt szüksége sem a hiány finanszírozása, sem a lejáró – akár devizában, akár forintban denominált – adósság megújítása, sem a devizatartalék szintjének növelése, sem a kincstári egységes számla likviditásának fenntartása vagy simítása, sem esetleges pénzügyi válságok idején is nehezen elmenekülő befektetői kör bevonása céljából. A letelepedési államkötvényprogram sem az államadósság finanszírozásában, sem a költségvetés stabilizálásában nem játszott érdemi szerepet, sőt ezzel ellentétes hatást fejtett ki.

1. A letelepedési magyar államkötvények forgalomban lévő állománya 2017. év végén névértéken elérte az 1,844 milliárd eurót, az állam bevétele azonban csak 1,666 milliárd eurót tett ki. Ennek az az oka, hogy a letelepedési kötvények ún. zéró kupon kötvények, amelyek a futamidő alatt nem fizetnek kamatot, lejáratkor pedig a névértéket törlesztik, ezért kibocsátáskor az eladási ár annyival alacsonyabb a névértéknél, amennyi éppen a meghirdetett hozamot eredményezi.
2. A letelepedési kötvények nem játszottak érdemi szerepet sem az adósság állományában, sem az éves forrásbevonásokban, sem az MNB által vezetett Kincstári Egységes Számla stabilizálásában.
3. Összehasonlítva a vizsgált időszakban másodpiacon forgalomban lévő magyar devizakötvények elvárt hozamával, több mint 21 milliárd forint az a relatív veszteség, amelyet az adófizetők azért szenvedtek el, mert az állam „szokványos” devizakötvények helyett letelepedési kötvényeket bocsátott ki.
4. A letelepedési kötvények 4 év alatt kibocsátott teljes állománya még névértéken is alig érte el a központi kormányzat teljes adósságállományának 2 százalékát. A letelepedési kötvények devizaadósságon belüli súlya ugyan elérte a 2017. év végére a 10 százalékot, de ez elsősorban a devizaadósság gyors ütemű és – a letelepedési kötvényeket leszámítva – tudatos leépítésének volt a következménye.
5. Az állam éves bruttó finanszírozási igénye a vizsgált években nagyságrendileg 4-6 ezer milliárd forint volt. Az évente 100-150 milliárd forint bevételt eredményező letelepedési kötvények ennek alig a 2 százalékát fedezték. A devizaforrás-bevonáson belül a letelepedési államkötvények súlya elérte az 50 százalékot, de csak azért, mert az egyéb devizaforrás-bevonás értéke több mint 85 százalékkal csökkent.

6. A KESZ átlagos negyedév végi záró állománya a 2012-2017 közötti években 1.438 milliárd forintot tett ki, de ennek értéke negyedévről negyedévre több mint 400 milliárd forinttal ingadozott, amihez képest a letelepedési kötvények negyedévenként 30 milliárd forintos összege gyakorlatilag elhanyagolható.
7. A letelepedési kötvények nem csak hogy érdemi szerepet nem játszottak a teljes adósságon belül, de valójában szükség sem volt rájuk sem a likviditási szint, sem a devizatartalékok szintjének, sem az adósságon belüli devizaaránynak a fenntartásához.
8. Az ÁKK 2013-2016 közötti évekre vonatkozó beszámolóí rendre rendkívül kedvező likviditási helyzetről adnak számot. Az ÁKK még a valamivel kritikusabb években (2013 és 2015 között) is a letelepedési kötvényekből befolyó bevételek sokszorosát fordította olyan kötvények visszavásárlására, amelyek csak későbbi években jártak volna le. Ha likviditási problémáktól tartott volna az ÁKK, akkor nyilván nem indít ilyen volumenű visszavásárlási programokat.
9. A nemzetközi sztenderdek szerint a befektetők azt az országot tekintik magas kockázatúnak, amelyekben a jegybanki devizatartalékok nem fedezik az ország (tehát nem csak az állam) rövid lejáratú kötelezettségeit. Magyarországon a devizatartalékok a 2012-2017 közötti években akkor is fedezték volna az ország rövid lejáratú kötelezettségeit, ha nem keletkezett volna egyáltalán bevétel letelepedési kötvényekből.
10. Az ÁKK éves beszámolóí szerint az adósságkezelés kifejezett célja a devizaarány minél gyorsabb csökkentése volt, miközben a letelepedési államkötvények értékesítése e deklarált és az ÁKK által megvalósított céllal kifejezetten ellentétes hatást váltott ki, hiszen devizaforrás bevonását eredményezte.
11. A letelepedési államkötvények mellett szóló érv lehetett volna az olyan instrumentumok súlyának a növelése, amelyekből a befektetők válság idején sem tudnak kimenekülni, de a tőkemenekülés elleni védelemnek ennél van ésszerűbb módja: ha például az állam nem értékpapír, hanem hosszú lejáratú hitel formájában adósodik el.
12. Ezzel szemben az állam nem csak a Nemzetközi Valutaalaptól és az Európai Uniótól a 2008. év végén felvett hitelt törlesztette határidő előtt, hanem az Európai Beruházási Banktól felvett, kifejezetten olcsó hitelek állománya is jelentősen csökkent, az évente aláírt új hitelkeret-megállapodások összege gyakorlatilag megfelelődött.
13. A letelepedési államkötvények kamata 2014 után magasabb volt, mint a devizakötvények kamata, ezért az állam és az adófizetők a letelepedési kötvényprogram egészét tekintve legalább 21 milliárd forint relatív veszteséget szenvedtek el. Nem egyedi ügyletek szintjén, hanem az állományok egészére átlagolva a devizakötvények kamata legalább 2 százalékponttal magasabb volt, mint az EIB-hitelek kamata. Ebből az következik, hogy a letelepedési államkötvények, az EIB-hitelekkel összevetve még nagyobb, közel 30 milliárd forint relatív veszteséget eredményeztek Magyarországnak.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> Az EIB-hitelek és a letelepedési államkötvények összevetésére vonatkozó részletes számításokat a tanulmány függeléke tartalmazza.

14. Az EIB-hitelek letelepedési kötvényekkel való lecserélése a kormány szempontjából abban az esetben tekinthető racionális lépésnek, ha olyan hitelezők keresése volt a cél, akik mindenfajta (gazdaságpolitikai, közbeszerzési, költség-haszonelemzési, stb.) megkötés nélkül hajlandók hitelezni. Az ország egésze azonban rosszul járt a kormány hitelezési szabadságharcával, ugyanis a letelepedési kötvényekből eredő relatív veszteség, az EIB-hitelek kamatát is figyelembe véve, megközelítette a 30 milliárd forintot.