

*Kolozsi Pál Péter*

**Stabilitás és rugalmasság  
– stratégiai gondolkodás a magyar  
államadósság-kezelésben**

**Stability and Flexibility – Strategic Thinking in  
Hungarian Public Debt Management**



*Összefoglalás*

Az államadósság kérdése évtizedek óta kiemelt téma a magyar gazdaságpolitikai vitákban, és az államadósság mértéke mellett annak kezelésével kapcsolatban is rendszeresen napvilágot látnak sokszor egymásnak is ellentmondó vélemények. Ez indokoltta teszi az *államadósság-kezelés* kérdésének szakmai és tényszerű áttekintését. Az államadósságportfólió kialakítása, és annak kezelése nem csak a közpénzügyek egyik stratégiaileg legfontosabb feladata, hanem egyike a legösszetettebbeknek is. Ennek az írásnak az a célja, hogy ismertesse az államadósság hatékony kezelését lehetővé tevő stratégiai szemléletmód alapvetéseit, a stabilitás és a rugalmasság elvárásának egyaránt megfelelő optimális adósságkezelés keretrendszerét, valamint, hogy mindezek figyelembe vételével bemutassa az aktuális magyar adósságkezelési folyamatokat, külön rámutatva az inflációkövető papírok költségvetési hatásaira és a fix és változó kamatozású papírok arányával kapcsolatos tapasztalatokra, valamint az ezekből adódó kihívásokra.

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** H63, G51

**Kulcsszavak:** államadósság, finanszírozás, állampapír, pénzügypolitika

*Summary*

The issue of public debt has been a prominent topic in Hungarian economic policy debates for decades. Furthermore, in addition to the magnitude of public debt, often contradictory opinions are regularly expressed regarding its management. This justifies a professional and factual overview of the issue of public debt management. The formation of the public debt portfolio and its management represent not only one of the most strategically important tasks of public finances, but one of the most complex ones as well. The aim of this paper is to introduce the fundamentals of strategic thinking that enables effective public debt manage-

---

DR. HABIL KOLOZSI PÁL PÉTER PHD, Államadósság Kezelő Központ Zrt. általános vezérigazgató-helyettes, (Kolozsi.Pal@akk.hu)

ment, the optimal debt management framework that meets the expectations of both stability and flexibility, and to present the current Hungarian debt management processes in light of these considerations.

**Journal of Economic Literature (JEL) codes:** H63, G51

**Keywords:** public debt, financing, government securities, financial policy

---

## BEVEZETÉS

Az államadósság szintje és kezelése az egyik kiemelt gazdaságpolitikai terület világszerte és hazánkban is<sup>1</sup>. Magyarországon az idei év a lakossági állampapírállomány jelentős részét kitevő inflációkövető állampapírok átárazódása és a korábban nem látott mértékű lakossági kamatfizetések miatt különösképp ráirányította a figyelmet az adósságkezelésre. Számos cikk, elemzés és előrejelzés foglalkozott a kérdéssel, ez volt az egyik kiemelt téma a szakmai és a közéleti sajtóban is. A felfokozott figyelem egyrésztől üdvözlendő és előremutató, hiszen egy fontos kérdés került napirendre, másrésztől azonban épp a téma jelentősége miatt az is fontos, hogy annak tárgyalásakor tisztában legyünk az adósságkezelés alapvetéseivel, alapvető összefüggéseivel, hiszen az ezeket figyelembe nem vevő vélemények és értékelések könnyen téves és megtévesztő következtetésekre juthatnak. Jelen írás egyrésztől tisztázza az adósságkezelés alapvetéseit és alapfogalmait, bemutatja, hogy miképp helyezhetők el az adósságkezelési stratégia keretrendszerében az adósságkezeléssel kapcsolatos lépések, és ezek miképp illeszkednek az optimális adósságszerkezet kialakításához, majd ismerteti, hogy miképp került sor a magyar állam működésének finanszírozására 2025 első felében.

## ADÓSSÁGKEZELÉSI ALAPVETÉSEK

A mélyebb elemzés előtt érdemes néhány alapvetést és alapfogalmat tisztázni<sup>2</sup>. Az államadósság az állam által felvett források összessége, amely jellemzően kötvénykibocsátásokat jelent. Definíció szerint az államkötvény hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, ahol a kötvényt kibocsátó állam az adós és annak vásárlója a hitelező. Az adósság maga lehet belföldi vagy külföldi tulajdonosok kezében, hazai vagy külföldi devizában denominált. Mértéke, szerkezete és finanszírozása alapvetően befolyásolja az ország pénzügyi stabilitását, a befektetői bizalmat és a kormány gazdaságpolitikai mozgásterét, ezért fontos, hogy az államadósság egységes szemléletben és előre lefektetett, hosszú távú stratégia mentén legyen kezelve. Az utóbbi évek tapasztalatai ugyanakkor azt is megmutatták, hogy fokozódó állami aktivitással jellemezhető, komplex gazdasági-pénzügyi környezetben élünk, ami esetenként gyorsan változik, így az államadósság-kezelésnek mindig készen kell arra is állnia, hogy az aktuális helyzethez alkalmazkodva találja meg a helyes adósságkezelési válaszokat (Lentner, 2017; Jonasson-Papaioannou, 2018).

Az államadósság-kezelés számára mind az államadósság nagysága, mind pedig a költségvetés finanszírozási szükséglete alapvetően külső adottság (Czeti-Hoffmann, 2006). Éppen ezért jelen írás leginkább az államadósság-kezelésre mint tevékenységre (Molnár-Regős, 2019), illetve a magyar adósságmenedzsment stratégiai céljaira szorítkozik. A hatékony adósságkezelés segíti a gazdasági aktivitást és a növekedést, ezért minden ország arra törekszik, hogy adósságfinanszírozási stratégiája hosszú távon, diverzifikált befektetői bázison, széles eszköztáron alapuljon, így biztosítva a lejáró adósság visszafizethetőségét, mindezt pedig minél alacsonyabb költséggel és kockázattal.

Az adósságkezelési tevékenység<sup>3</sup> középpontjában világszerte az államadósság-kezelésért felelős intézmények állnak, amelyeknek az a feladatuk, hogy biztosítsák az államháztartás fenntartható és kiszámítható finanszírozását. Magyarországon ezt a feladatot az Államadósság Kezelő Központ Zrt. (ÁKK) látja el, amely a magyar állam nevében és javára végzi a központi költségvetés adósságának kezelését<sup>4</sup>. Az ÁKK jogállását és tevékenységét a Stabilitási törvény<sup>5</sup>, valamint a 100 százalékos állami tulajdonosi háttérrel rendelkező zártkörű részvénytársasági forma szabályozza. A szervezet szakmai autonómiával bír, ugyanakkor a költségvetést felügyelő miniszter irányítása alá tartozik. Az ÁKK stratégiai célja a költségvetés finanszírozásának biztosítása hosszú távon minél alacsonyabb költségekkel, úgy, hogy az adósság lejárat, kamatkockázati és devizakockázati szerkezete stabil maradjon. A stratégiai cél elérésének érdekében az ÁKK támogatja a pénzügyi piacok fejlődését, erősíti a befektetői bizalmat és hozzájárul a gazdasági stabilitáshoz.

Annak érdekében, hogy kontextusba tudjuk helyezni az adósságkezelési munka kereteit és jelentőségét, érdemes a vonatkozó makrogazdasági számokat megismerni. Magyarország bruttó államadóssága 2024 végén csaknem 60 ezer milliárd forintot tett ki, ami a bruttó hazai termék 73,5 százalékának felelt meg. Európai összehasonlításban az adósságráta nem tekinthető magasnak, hiszen az EU átlaga 82 százalék körül alakul<sup>6</sup>. A magyar érték ugyanakkor meghaladja a régiós átlagot, ami nagymértékben arra vezethető vissza, hogy a hazai rendszerváltáskori kiinduló érték is jóval a térségbeli államok rátája felett volt. Az adósságkezelésnek ezt a helyzetet kell kezelnie, figyelembe véve az évente lejáró adósságot, amit meg kell újítani, valamint, hogy az adott év költségvetési hiányának fedezetét is biztosítani kell.

## STRATÉGIAI SZEMLELET ÉS ÁLLAMADÓSSÁG-KEZELÉS

A sikeres adósságkezelés stratégiai gondolkodást igényel, ami egyszerre jelenti a stratégiai cél eléréséhez való következetes ragaszkodást és a rugalmas végrehajtást (World Bank and International Monetary Fund, 2009; International Monetary Fund, 2017). Desportes (2019) szemléletes példáját idézve, egy vitorlás is akkor tudja kihasználni a szelet és az áramlatokat, ha tudja, melyik kikötőbe tart, és csak akkor ér célba, ha él az adódó lehetőségekkel és elkerüli a veszélyeket. Így van ez az adósságkezeléssel is, aminek az operatív döntéseit annak kell alárendelnie, hogy elérje a biztonságos és fenntartható finanszírozást, az adósságszerkezetet<sup>7</sup> pedig mindig az adott helyzethez kell igazítani (Abbas et al., 2014). Az ÁKK küldetése a költségvetés biztonságos finanszírozása, hosszú távon alacsony költségek mellett, a kockázatok figyelembevételével, magas szakmai színvonalon, kifinomult módszerekkel. Ennek a célnak az

eléréséhez két kérdést szükséges folyamatosan vizsgálni: mit (mekkora összeget) kell finanszírozni és hogyan történjen a finanszírozás.

Az első kérdésre a válasz egyszerű: folyamatosan finanszírozni kell a hiányt (amennyivel az állam kiadásai meghaladják a bevételeit), továbbá a korábban felvett, lejáró adósság törlesztését. Az előbbi kategória a nettó finanszírozási igény, amihez a törlesztéseket is hozzáadva megkapjuk a bruttó finanszírozási igényt. A finanszírozási igény mértéke az ÁKK tevékenységének egyik legfontosabb peremfeltétele, ugyanakkor alapvetően külső adottság, a költségvetési törvényben rögzített érték. Kisebb mértékben persze befolyásolják a korábbi évek adósságkezelési döntései is a finanszírozási igényt, de ezzel együtt is elmondható, hogy sem az adott év hiánya, sem az egymást követő évek finanszírozása következtében halmozódó államadósság mértéke nem az ÁKK döntése.

A második kérdés kapcsán több szempontot is szem előtt kell tartani, kellően messziről nézve a szituáció emlékeztet arra, amikor egy magánszemély szeretne hitelt felvenni, vagyis el kell dönteni a következőket:

- Kitől és milyen formában kérjünk kölcsön? Az ÁKK esetében a kérdés úgy hangzik pontosabban, hogy mely piacokról (például belföldi vagy külföldi) próbáljon forrást bevonni, a forma pedig jellemzően hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok (államkötvények és kincstárjegyek, általánosan állampapírok) kibocsátását jelenti, kisebb mértékben hitelfelvételt.
- Milyen legyen a felvett „hitel” futamideje, kamatozása, devizaneme?

Az államadósság esetében ezek a döntések már valóban az ÁKK hatáskörébe tartoznak, de természetesen a küldetésben megfogalmazott elvek mentén. Nem szabad tehát kizárólag arra törekedni, hogy a legalacsonyabb kamatszint mellett jusson az állam hitelhez, mert egy ilyen stratégia — például rövid lejáratú vagy változó kamatozású instrumentumok túl magas arányával — komoly kockázatokkal járhat. Az ÁKK így a kamatköltség és a kockázatok közötti átváltásokat mérlegelve alakítja ki az adósságportfólió szerkezetét. A stratégiai irányvonalat hivatalos, évente aktualizált adósságkezelési stratégia rögzíti, amely megjelenik az ÁKK nyilvánosan elérhető Éves finanszírozási kiadvány című dokumentumában, így biztosítva az átláthatóságot és a piacok előzetes tájékoztatását.

A finanszírozási döntések meghozatalakor az ÁKK folyamatosan elemzi a piaci helyzetet, a befektetői keresletet és a költségvetési kilátásokat. Az, hogy pontosan mi az optimális kibocsátási stratégia, mindig azon múlik, hogy milyen kondíciók vannak az egyes részpiacokon, azaz, hogy melyik finanszírozási pillért használva lehet legjobban elérni a kitűzött célokat. Egyik piacot sem érdemes túlterhelni, minden piacot csak a teljesítőképességének megfelelően lehet használni – azaz amennyiben egy piacon jó lehetőségek adódnak, akkor azt az ÁKK-nak ki kell használnia, de óvatos megközelítést alkalmazva, hogy az egyes piacokra ne helyezzen túl nagy nyomást, mert az kedvezőtlenül hatna a további forrásbevonási lehetőségekre, illetve túlzottan koncentrálttá tenné az az adósságszerkezetet. A befektetői bázisnak jellemzően három pillére van: forint intézményi, lakossági és devizapiac, az ÁKK mindhárom piacot a lehetőségeihez mérten folyamatosan fejleszti.

A meglévő adósságállomány kezelése legalább olyan fontos, mint az új kibocsátások. Az ÁKK rendszeresen elemzi a portfólió főbb mutatóit, az átlagos hátralévő futamidőt, az átlagos átárazódási időt és a devizakitettséget. Ehhez kapcsolódóan az ÁKK munkáját komplex kockázatkezelési rendszer foglalja keretbe, amelyben az egyes kockázatok minimalizálása érdekében úgynevezett benchmarkok (referenciaértékek) kerültek kialakításra – ilyen például az adósság átlagos futamidejére vagy a devizaarányra vonatkozó benchmark. Ezek a referenciaértékek keretet adnak az adósságkezelésnek, de nem statikusak és mozdíthatatlanok – időről időre, ahogy a gazdasági-pénzügyi környezet változik, indokolt lehet a felülvizsgálatuk vagy átmeneti jelleggel a lazításuk, éppen annak érdekében, hogy a stratégiai cél, a lehetőségekkel élő és a kockázatokat kezelő optimális adósságszerkezet elérhető legyen.

Az ÁKK stratégiai céljai azt szolgálják, hogy az adósság a nemzetközi és hazai kockázatok egyensúlyozása mellett fenntartható pályán maradjon, biztosítva ezzel az ország pénzügyi stabilitását. Ebben a tekintetben kiemelten fontos, hogy az adósságot finanszírozók miképp értékelik a magyar közpénzügyek állapotát – ennek legjobb fokmérője, hogy milyen kereslet mutatkozik a magyar államkötvények iránt, hiszen az kötvénykibocsátási aukciókon megjelenő hazai és nemzetközi intézményi befektetők (például bankok), illetve a lakossági megtakarítók a pénzükkkel is állást foglalnak ebben a kérdésben. Az a tény, hogy a magyar adósságfinanszírozás zökkenőmentes, mindennél jobban mutatja, hogy a bizalom töretlen Magyarországra irányában. Ehhez kapcsolódóan fontos a nagy nemzetközi hitelminősítők értékítélete is, hiszen minél jobb az ország besorolása, annál kedvezőbb feltételek mellett tud hitelhez jutni.

### ÁLLAMADÓSSÁGKEZELÉSI RÉSZSTRATÉGIÁK

Hosszú távú stratégiánk fontos eleme a diverzifikáció, hiszen ez a stabilitás és a hatékonyság záloga. Ennek értelmében az adósságkezelő többféle piacról, többféle termékkel, többféle módon biztosítja a szükséges finanszírozást. Az ÁKK három fontos finanszírozási pillérré támaszkodik, és ezekre külön részstratégiákat alkot.

A finanszírozási pillérek közül a legnagyobb a belföldi intézményi piac, amely gyakorlatilag az államkötvények és diszkontkincstárjegyek nagybani kibocsátását takarja a bankok, illetve a külföldi és hazai befektetők felé. Ez a szegmens nagyjából az adósságfinanszírozás 50 százalékáért felel. A második nagy pillér a lakosság, ami jelenleg 20 százalékkal veszi ki a részét, illetve az ÁKK aktív és sikeres szereplője a nemzetközi tőkepiacoknak is, ami nagyságrendileg 30 százalékát adja a finanszírozásnak.

Hosszú távú stratégiai céljának elérése érdekében az ÁKK törekszik a befektetői bázis szélesítésére, a forint intézményi és lakossági állampapírpiac fejlesztésére, a devizában denominált állampapírpiaci pozíció fenntartására, valamint a zöld befektetések állományának bővítésére. Az ország hosszú távú finanszírozási képességének biztosítását szolgálja az ÁKK diverzifikációs törekvése, azaz, hogy a finanszírozás során ne egyetlen forrásra hagyatkozzon, hanem több lábon álljon az adósságkezelés.

*Intézményi állampapírpiac*

Az ÁKK 2024-ben feltérképezte az intézményi piac erősségeit, gyengeségeit, valamint felmérte, hogy milyen lehetőségeket lehet még a jövőben kiaknázni a piac hatékonyságának növelése érdekében. Az ÁKK stratégiai céljaként határozta meg a befektetői bázis további diverzifikálását, ezért folyamatosan vizsgálja, hogyan motiválhatók az intézményi forintkötvény-piac releváns szereplői és ennek megfelelően alkalmazza a hatáskörébe tartozó ösztönzőket.

A forint intézményi állampapírok (Magyar Államkötvények és Diszkont Kincstárjegyek) állománya 2025 nyarán nagyságrendileg 29 ezer milliárd forintot tett ki. A forint intézményi állampapírok súlya a központi költségvetés bruttó adósságán belül 2009-től 50 százalék körül alakul, 2025. augusztusában 49 százalékon állt ez az arány. Az állomány háromegyede fix kamatozású Magyar Államkötvény (MÁK), a változó kamatozású MÁK több mint 13 százalékot, a Diszkont Kincstárjegyek (DKJ) pedig valamivel több mint 10 százalékot tesznek ki. 2025 nyarán a forint kötvények átlagos hátralévő futamideje csaknem 5 év volt.

A forint intézményi állampapírpiac fejlesztése kapcsán az alábbiak kiemelése indokolt.

- A magyar aukciós rendszer átlátható, kiszámítható, megfelelően működik. A piaci szereplőkkel folyamatos az egyeztetés, a visszajelzések beépítésre kerülnek.
- A másodpiaci<sup>8</sup> likviditás javítását, egyben a piaci szűk keresztmetszetek kialakulásának csökkentését szolgálja a repózási lehetőségek további bővítése az Elsődleges forgalmazók (PD-k) számára.
- 2022-ben a másodpiaci likviditás támogatása és a PD-k árjegyzési kötelezettségeinek mérséklése érdekében az ÁKK a PD státusz mellett bevezette a piaci Árjegyzői státuszt, amelybe az ÁKK továbbra is várja az új jelentkezőket, ez ügyben több potenciális jelölttel is kapcsolatban van, és támogatja azok belépésre irányuló döntéshozatalát.
- A másodpiaci likviditás növelése érdekében a piacon lévő állampapír-sorozatok számának csökkentését az ÁKK már 2022-ben megkezdte. A DKJ piacon az aukciós naptár átalakításával 2024-ben nagymértékben sikerült csökkentenie a kinnlevő DKJ sorozatok számát.
- A piac szereplőinek megismerése, befektetési döntéseik mögötti motivációjuk megértése több szempontból is hozzájárul az adósságkezelés stabilitásának erősítéséhez. Ezek ismeretében ugyanis könnyebben modellezhető, tervezhető az adott szereplők/szektorok kereslete, képessége az adósságfinanszírozásban való részvétel iránt. Emiatt az ÁKK banki partnerek segítségével közvetlen befektetői találkozókat szervez a PD-kkel való folyamatos kommunikáció mellett, melyek célja a befektetők bevonása, a befektetői szempontok megismerése és a lehető legjobb minőségben történő tájékoztatás.<sup>9</sup>
- A piaci szereplők állampapírpiaci ismeretének bővítése érdekében az ÁKK szakmai cikkeken keresztül mutatja be az adósságkezelés keretrendszerét, működését. Az adósságkezelés ilyen irányú transzparenciája hozzájárulhat az intézményi piaci befektetők állampapír-keresletének növekedéséhez.<sup>10</sup>

Az intézményi piac tekintetében kiemelten fontos a másodpiaci likviditás<sup>11</sup>, aminek támogatása érdekében az ÁKK több támogató intézkedést is hozott az elmúlt időszakban. Ez azért fontos aspektus, mert a magas likviditású piacok hatékonyabbak és vonzóbbak a befektetők számára, mivel lehetővé teszik a gyors és alacsony költségű tranzakciókat (Fleming, 2003; Páles-Varga, 2008 és Sarr-Lybek, 2002), míg az alacsony likviditású piacokon a kereskedés lassabb és költségesebb lehet, ami növeli a befektetési és kiszállási kockázatot, valamint a piaci volatilitást. A likviditás nemcsak a befektetők számára fontos, hanem a pénzügyi rendszer egészére is jelentős hatással van. A likvid piacok hozzájárulnak a pénzügyi stabilitáshoz, mivel lehetővé teszik a gyors tőke be- és kiáramlást, csökkentve ezzel a piaci sokkok hatását. Emellett a központi bankok számára is kulcsfontosságú a likviditás, mivel befolyásolja a monetáris politika hatékonyságát és a gazdaság pénzügyi egészségét. Éppen ezért fontos az ÁKK számára a piac működésének és a piaci szereplők viselkedésének megértése, valamint a piac folyamatos fejlesztése, illetve ezen belül a befektetői bázis további diverzifikálása, a piac hatékonyságának és rugalmasságának növelése, a transzparencia erősítése a befektetők felé, illetve a másodpiaci likviditás támogatása.

#### *Lakossági állampapírpia*

A lakossági stratégia alapvetése, hogy az ÁKK számára a lakossági állampapírral rendelkező ügyfelek fontos finanszírozási pillért jelentenek. A lakossági állampapír-tulajdonosok köre megfelelő alapot biztosít ehhez, hiszen jelenleg Magyarországon több mint 1 millió ember rendelkezik értékpapírszámlán nyilvántartott vagy fizikai formában meglévő állampapírral, a háztartások likvid eszközállományán belül pedig stabilan 20-25 százalék az állampapírok részesedése. A lakossági állampapír egy kiszámítható és biztonságos befektetés, a program pedig továbbra is megbízható pillére a hazai adósságfinanszírozási keretrendszernek.

Az ÁKK folyamatosan keresi, hogy hogyan tud olyan terméket kínálni, ami a lakoságnak is optimális, és az optimális adósságfinanszírozás szempontjából is megfelelő. Erre stabil alapot biztosítanak a lakossági állampapírok, hiszen bár elképzelhető olyan befektetés, amelyik nagyobb hozamot ígér, de ilyenkor a kockázat is magasabb, vagy a pénzre válthatóság korlátozottabb. A hozam-likviditás-kockázat hármasa alapján a lakossági állampapírok pozíciója nagyon erős. Kockázatmentes, nagyon magas likviditású és bőven az infláció feletti kamatot kínál, így jogosan az egyik kiemelt termék a magyar megtakarítási piacon.

A lakossági piac tekintetében az ÁKK többek között az alábbi területekre fókuszál.

- Kiemelten fontos a termékszerkezet folyamatos fejlesztése. Ha csak az utóbbi pár év legfontosabb fejlesztésére koncentrálnunk, ennek keretében került bevezetésre a Fix Magyar Állampapír 2024. januárjában, ami rövid idő alatt az egyik legnépszerűbb lakossági állampapírrá vált. Ugyancsak ennek keretében került szüneteltetésre, illetve megszüntetésre az Egyéves Magyar Állampapír 2024 nyarán, valamint finomhangolásra a visszavásárlási árfolyam módosításával a Magyar Állampapír Plusz (MÁP+), amely 2024 júniusától más kamatozással, adagolt módon és a dematerializált verzió esetében féléves kamatperiódus nélkül kerül kibocsátásra, havi egy sorozat keretében. A 2022-2024 között kiemelkedően népszerű Prémium Magyar Állampapír (PMÁP) 2022. szept-

tember óta 1 Ft-os alapcímmel érhető el, illetve ekkortól a papír első kamatperiódus piaci kamatozástól függően fix kamatozása. Ugyancsak 2022 szeptemberétől visszavezetésre került a Bónusz Magyar Állampapír (BMÁP), 3 éves futamidővel, 3 havi DKJ átlaghozam indexáltsággal és 3 havi kamatfizetéssel. A PMÁP és a hosszabb BMÁP sorozat futamidejük utolsó éveiben magasabb kamatprémiumot fizetnek. 2025 első félévében további változtatások történtek annak érdekében, hogy az ÁKK a lakossági befektetőknek még tartósabb és kiszámíthatóbb befektetéseket tegyen elérhetővé. Ennek keretében a legfontosabb papíroknál a futamidő hosszabbításra került, a Fix MÁP-nál a 3 éves papír mellett bevezetésre került az 5 éves konstrukció. A BMÁP-nál a 3 és 5 éves helyett 4 és 6 éves papírok kerültek kibocsátásra, az inflációkövető állampapír pedig 8 éves helyett 10 évéssé vált.

- Fontos célkitűzés a vagyoni koncentráció mérséklése, kordában tartása. A koncentráció okozta kockázat mérséklése érdekében az ÁKK 2023 januárja óta korlátozza az egy befektető által megvásárolható lakossági állampapírok mennyiségét, forgalmazókra vonatkozó értékesítési korlátok bevezetésével. Jelenleg minden dematerializált lakossági állampapírra érvényben van értékesítési korlát.
- Fontos eredményeket sikerült elérni abban a tekintetben is, hogy a Magyar Államkincstárban elérhető szolgáltatások köre bővüljön, a számlanyitás egyszerűbbé váljon, az ügyfélélmény pedig javuljon új befektetők bevonása érdekében. Ezen célok elérése érdekében 2023 decemberétől elérhető az azonnali, „egy kattintásos” számlanyitás Ügyfélkapun keresztül, továbbá a WebKincstár és MobilKincstár online értékesítési felületek ügyfélélménye javításra került. 2024 februártól nyitható nyugdíj-előtakarékossági számla a Magyar Államkincstárban is, illetve 2024 júliusától a kincstári ügyfeleknek lehetőségük van rendszeres megtakarítási megbízást adni, mely alapján a rendelkezésre álló pénzeszköz erejéig automatikusan az előre meghatározott állampapír megvásárlásra kerül.
- Előretekintve a lakossági állampapírok tekintetében is fontos cél a célcsoport fiatalítása, azaz a közel 60 éves befektetői átlagéletkorhoz képest a 25-40 éves korosztály megszőlítése, és ennek érdekében az online hirdetések médiamixen belüli arányának növelése is. A hagyományos banner hirdetések megnövelése mellett az ÁKK elindította hírlevél szolgáltatását, új animációs filmekkel bővítette a YouTube csatorna edukációs kínálatát.
- Az ÁKK átalakította a forgalmazók díjazását is, és egy olyan díjszámítási modellt vezetett be, amely nettó értékesítésre és ügyfélszám növelésre ösztönzi a forgalmazókat. A 2025 első hónapjait jellemző jelentős átárazódások kezelése részeként az ÁKK stratégiai megállapodást kötött a Bankszövetséggel annak érdekében, hogy a bevezetésre kerülő állampapírcsere-program révén emelkedhessen a banki forgalmazók értékesítése.

### *Nemzetközi devizapiac*

A nemzetközi devizakibocsátások az adósság valamivel kevesebb mint harmadát fedezik – ez nagy részben a több mint 14 ezer milliárd forintnyi nemzetközi devizakötvényből és a csaknem 3500 milliárd forintnyi devizahitelből adódik. Az idei évben három sikeres magyar

devizakötvény-kibocsátás történt (2025 januárjában 2,5 milliárd euro, júniusban 4 milliárd dollár, illetve júliusban 5 milliárd renminbi értékben), ami újra megerősítette, hogy továbbra is erős a nemzetközi piac bizalma Magyarországra iránt, hiszen a kötvények többszörös túljegyzés mellett keltek el.

A devizafinanszírozás egyik előnye, hogy egy-egy művelet nagyobb összegű forrásbevonást is lehetővé tesz, szemben a gyakoribb, de kisebb volumenű belföldi kötvényaukciókkal. Ezen túl, a nemzetközi piacokon szélesebb a befektetői bázis, így a nagyobb kereslet és likviditás miatt a devizakötvények kamata alacsonyabb lehet, ami csökkenti az állam kamatkidadásait. A devizapiacokon emellett fontos a diverzifikáció, tehát végeredményben az adósságkezelés biztonsága szempontjából is. Jelenleg az államadósságon belül az ÁKK által optimálisnak ítélt devizaarány 30 százalék körüli szinten van.

Az optimális adósságszerkezet mindig az adott geopolitikai, makrogazdasági és piaci környezet függvénye. Magyarországon 2020-ban 15 százalék körül volt a devizaarány, jelenleg pedig 30 százalék körüli – és mind a kettő az adott közegben optimális arányszámot jelentett. Az utóbbi öt évben az ÁKK nagyságrendileg 30 milliárd eurónak megfelelő devizakötvényt bocsátott ki, mert a nemzetközi piacokon adódtak olyan lehetőségek, amiket ki lehetett és ki kellett használni az optimális adósságkezelés elérése érdekében<sup>12</sup>. A devizafinanszírozás kereteinek meghatározása fontos, a devizakibocsátásokra való túlzott támaszkodás kerülendő – ebben Magyarországnak vannak rossz tapasztalatai 2010 előttről (Baksay et al., 2013) –, de ha mindezt figyelembe vesszük, akkor adott helyzetben a devizakötvények is jelenthetik az optimális megoldást.

A devizafinanszírozás esetében mindig alapos mérlegelésre van szükség. Egyrésztől ugyanis ez a devizaösszetétel<sup>13</sup> függvényében jellemzően külföldi befektetői bázist és árfolyamkockázatot<sup>14</sup> jelent, de másrésztől ezekben a kibocsátásokban óriási potenciál található, mivel a globális piacokon óriási mennyiségben van olyan likviditás, ami csak arra vár, hogy befektetőket találjon. Ezekben a piacokon ezen kívül nagy mennyiségben és gyorsan lehet forrást bevonni, ami bizonytalan helyzetekben ugyancsak fontos. Adódhat tehát olyan helyzet, amikor a devizakötvények használata javasolt, és van, amikor kevésbé, azaz indokolt, hogy időnként revízió alá kerüljön a devizaarány. Mindig az adott piaci helyzetben optimális stratégiát kell megvalósítani, a maihoz hasonló, volatilis és gyorsan változó világban pedig rugalmasságra és alkalmazkodó képességre is kiemelt szükség van.

#### *Fenntarthatóság és államadósságkezelés*

Az ÁKK törekszik arra, hogy serkentsen a zöld befektetéseket. A környezettudatos finanszírozás révén tovább szélesíthető a befektetői bázis, továbbá kifejezetten hosszú lejáratú, stabil finanszírozás biztosítható megfelelő hozamszint mellett. Az ÁKK 2020 óta rendszeres zöld kötvény kibocsátó mind a hazai (forint), illetve nemzetközi piacokon (euró, japán jen, kínai jüan). 2025 nyarán a kint lévő zöld kötvény állomány meghaladta a 2800 milliárd forintot, ami a teljes államadósság megközelítőleg 5 százaléka. A forintban denominált, 2032/G és 2051/G kötvénysorozat kinnlevő állománya meghaladja az 550 milliárd forintot, amely a tel-

jes zöld állampapírállomány közel ötöde, a fennmaradó négyötöd rész a devizakötvényekből adódik össze.

A 2020-ban bemutatott Klíma- és Természetvédelmi Akcióterv részeként az ÁKK az International Capital Market Association (ICMA) Zöld Kötvény Irányelvekkel (ICMA Green Bond Principles) összhangban megalkotta a Magyar Állam első Zöld Kötvény Keretprogramját (Magyarország Zöld kötvény Keretprogramja, 2020), amely Magyarország környezeti kötelezettségvállalásainak teljesítéséhez szükséges források egy szeletének finanszírozását volt hivatott fedezni. A szuverén keretprogram egyúttal válasz volt a külföldi befektetők zöld kötvények iránt megnövekedett keresletére, valamint hozzájárult Magyarország befektetői körének szélesítéséhez is.

A 2023 júliusában közzétett, megújult keretprogram biztosítja, hogy a jövőbeni zöld kötvény-kibocsátások vagy rábocsátások összhangban legyenek az aktuális legjobb piaci gyakorlattal és a befektetők szigorodó elvárásaival (Green Bond Framework of Hungary, 2023). Kialakításánál fontos szempontot jelentettek az EU Taxonómia<sup>15</sup> előírásai, valamint a jövőben hatályba lépő uniós zöld kötvény-szabvány<sup>16</sup> is. A Keretprogram emellett épít a japán és a kínai irányelvekre is. Az ESG finanszírozás révén tovább szélesíthető az adósságfinanszírozás befektetői bázisa, továbbá kifejezetten hosszú lejáratú, stabil finanszírozás biztosítható megfelelő hozamszint mellett, így a lehetőségekhez mérten javasolt tovább növelni a jelenléte a piacon, mind külföldön, mind belföldön. Ennek a zöld kötvények esetén határt szab a költségvetésben szereplő zöld kiadások volumene.

Az ESG befektetők mellett már a hagyományos befektetők is egyre gyakrabban érdeklődnek a magyarországi klímapolitika és karbonsemleges gazdaságra történő átállás finanszírozási háttéréről. A befektetők részéről igény van arra, hogy a kibocsátó az ESG profiljáról is adatot közöljön a zöld kötvény forrás felhasználás mellett. Az ÁKK ennek okán folyamatosan kommunikál a befektetőkkel, illetve elősegíti a befektetők és minisztériumok közötti információáramlást. Továbbá a nagyobb átláthatóság biztosítása érdekében készítette el Magyarország ESG profilját (ÁKK, 2025).

Igény mutatkozik az EU Taxonómiához igazodó kiadások finanszírozásában, így cél a finanszírozott tételek minél szigorúbb összhangja az EU Taxonómiával, illetve az EU Taxonómiához igazodó kiadások arányának további növelése. Az Európai Unióban egyre több zöld kötvényt kibocsátó szuverén próbál igazodni lehetőség szerint az EU Taxonómiához, illetve az EU Zöld Kötvény Sztenderdhez. Az EU Taxonómiával kapcsolatban a 2024-ben megjelenő Integrált Jelentésben jelentős fejlesztéseket hajtott végre az ÁKK is, például a zöld kiadások közül az EU Taxonómiához igazítható kiadások kiválasztásra, illetve a taxonómia kritériumai szerint elemzésre kerültek<sup>17</sup>.

Elengedhetetlen a megfelelő intézményi, jogszabályi háttér kialakítása, amelynek része lehet a zöld költségvetés. Számos befektető is jelezte a korábbi évek során az ÁKK-nak a hazai zöld költségvetés kialakítására vonatkozó igényét. A zöld költségvetés bevezetése növeli a transzparenciát, hiszen költségvetési adatokkal támasztja alá az ország klímacélok melletti elköteleződését, pozitívan befolyásolhatja az ország nemzetközi megítélését (hiszen transzparenciát biztosít), hozzájárulva a kedvezőbb adósságfinanszírozáshoz, illetve a zöld kötvény kibocsátások pontosabb tervezettségéhez. Magyarországon kormányhatározat<sup>18</sup> rendelkezik

a zöld költségvetés bevezetéséről és a módszertanának a kidolgozásáról. Az ÁKK részt vesz az Nemzetgazdasági Minisztérium által alakított munkacsoport munkájában és a hazai zöld költségvetés módszertanának kialakításában.

## 2025: MIT MUTATNAK A SZÁMOK?

A 2025-ös évkezdetet meghatározta, hogy az inflációkövető lakossági állampapírok nagy tömegének átárazódása miatt a korábbi években tapasztaltnál is nagyobb figyelem összpontosult a lakossági piacra. Bár sokan csak a nominális kamatok csökkenését látták az átárazódásban, de az mindenekelőtt egy kifejezetten pozitív fejleménynek, a hazai infláció drasztikus és gyors csökkenésének volt a következménye – márpedig alacsonyabb infláció mellett alacsonyabb kamatszinttel is megőrizhető a pénzünk reálértéke. Ezzel együtt az átárazódások a megtakarítások hazai piacán egyértelműen új helyzetet teremtettek. Hogy érzékeljük ennek nagyságrendjét: a 2025-ös év egészének viszonylatában a lakossági állampapírokkal kapcsolatban nagyságrendileg 10 ezer milliárd forintnyi megtakarításról kell döntenie a hazai kisbefektetőknek. Ebből 7000 milliárd forint az inflációkövető papírok átárazódásából adódik, miközben az idej lejáratok összesen 2000 milliárd forintot tesznek ki és 1700 milliárd forintnyi kamat is kifizetésre kerül.

Az első hat hónap adatai alapján kijelenthető, hogy a számok az ÁKK nyugodt hozzáállását igazolták, és rácaféltak a masszív lakossági kiáramlást vizionáló előrejelzésekre. Időarányosan nagyon kedvezően alakult a központi költségvetés finanszírozása, hiszen az első félévben az egész évre tervezett nettó forrásbevonás 96 százaléka teljesült. Az állam működésének pénzügyi feltételei megfelelően biztosítottak, az államadósság finanszírozásának egésze és egyes pillérei is stabilak. A központi költségvetés adósságának átlagos hátralévő futamideje 5,6 év, ezen belül a forintadósságé 4,1 év, a devizaadósságé pedig 9 év.

Az intézményi forintpiacon erős kereslet mellett a nettó forint intézményi finanszírozási terv 75 százaléka, míg a bruttó aukciós kibocsátási terv 50 százaléka teljesült 2025 első félévben. Az intézményi forint állampapírok állományán belül a devizakülföldiek aránya 19,6 százalék, ami 2 százalékpontos emelkedést jelent a 2024. év végi értékhez képest. Fontos visszajelzés a piaci bizalom tekintetében, hogy 2025 első hat hónapja során erős keresletet tapasztalt az ÁKK a forint államkötvény aukciókon. Az első félévben az ÁKK átlagosan 2,04-szoros fedezettség mellett tudott a nem-kompetitív tenderekkel együtt több mint 2 ezer milliárd forintnyi államkötvényt kibocsátani.

A lakossági állampapírok és a lakossági tulajdonú intézményi állampapírok becsült együttes állománya félév végére 13 ezer milliárd forint fölé emelkedett, ami mintegy 400 milliárd forinttal haladta meg a december végi értéket. Ez azt jelenti, hogy az első és második negyedév tapasztalatai azt mutatják, hogy a PMÁP jelentős mértékű átárazódása ellenére a lakossági kézből lévő állampapír állomány növekedett is, ami bizonyítja, hogy a befektetők bizalma töretlen az állampapírok iránt. A lakosság oldalán tehát nem volt kiáramlás az állampapírokból, az változott csupán, hogy milyen állampapírt tartanak a magyar háztartások. Az állampapírok közötti választás lehetősége stratégiánk egyik legfontosabb jellegzetessége, így a papírok közötti átcsoportosítás egyáltalán nem ellentétes az ÁKK érdekeivel. Épp azért van

ilyen sokféle, a lakosság számára elérhető állampapírunk, hogy mindenki a jövedelmi- és élet-helyzetének, valamint a pénzügyi terveinek megfelelően tudja kiválasztani azt az állampapírt, amit a legalkalmasabbnak tart a megtakarításai számára. A Fix Magyar Állampapír és a Bónusz Magyar Állampapír volt a legnépszerűbb lakossági termék, a féléves bruttó értékesítésük együttesen 2676 milliárd forintot tett ki, ami magasabb, mint a teljes PMÁP állomány 2529 milliárd forintos csökkenése.

A költségvetés pénzforgalmi szemléletű hiányának júniusi felülvizsgálatához igazodva az ÁKK módosította finanszírozási tervét, és a többlet finanszírozási igényt nemzetközi devizakötvény kibocsátással fedezte, amivel a nettó devizafinanszírozási terv 148 százaléka teljesült. Az első félévben két alkalommal került sor devizakötvénykibocsátásra. Januárban az ÁKK többszörös túljegyzés mellett 2,5 milliárd euró értékben adott el devizakötvényeket, melyből 1 milliárd euró zöld kötvény volt. Ezt követően júniusban - a pénzforgalmi szemléletű hiány megemelését követően -, az ÁKK 4 milliárd dollár értékű kötvénykibocsátást hajtott végre, szintén többszörös túljegyzés mellett. A sikeres júniusi devizakötvény kibocsátás az emelkedő finanszírozási igény mellett likviditási tartalékot is jelent az év további részében egy bizonytalan nemzetközi gazdasági környezetben. Az ECP (Euro Commercial Paper) program keretében áprilisban kibocsátott devizaértékpapírok összege 180,1 milliárd forint (500 millió dollár) volt. Júliusban Magyarország jelentős kereslet és kedvező árazás mellett bocsátott ki 3 és 5 éves futamidejű, kínai renminbiben denominált kötvény-sorozatot. A sikeres tranzakció keretében összesen 5 milliárd RMB értékben kelttek el a magyar szuverén devizakötvények. Ez volt a valaha volt legnagyobb volumenű és leghosszabb futamidejű szuverén kötvénykibocsátás a kínai belföldi (onshore) piacon. A kibocsátás biztosította Magyarország jelenlétét a világ egyik legnagyobb tőkepiacán és erősítette az együttműködést Kínával.

#### KITEKINTÉS

Az adósságkezelés során az ÁKK egyszerre törekszik a finanszírozás stabilitása mellett a költségek minimalizálására és a kockázatok észszerű kezelésére, miközben figyelemmel van a piacok dinamikájára, a befektetői bizalom fenntartására és a hosszú távú pénzügyi fenntarthatóságra. Az államadósság-kezelésnek számos, olykor egymás ellen dolgozó körülmény és folyamatot kell rendszerszinten figyelembe vennie, és így kialakítania az éppen aktuálisan legjobbnak tekinthető finanszírozási stratégiát. A forrásbevonás diverzifikálása, a lakossági és intézményi állampapírpiac fejlesztése, valamint a zöld finanszírozási eszközök bővülése mind azt mutatják, hogy a magyar államadósság-kezelés képes alkalmazkodni a globális kihívásokhoz és a belső gazdasági célokhoz egyaránt. Az ÁKK tevékenysége így nemcsak a napi pénzügyi működés biztosítója, hanem az ország gazdasági stabilitásának és hitelességének egyik sarokköve is.

Az adósságkezelés célja az optimális adósságportfólió kialakítása. Ennek kiemelten fontos terepe a lakossági piac, ahol az ármeghatározó ÁKK-nak nem csak annak az elvárásnak kell megfelelnie, hogy a lakossági befektetők igényeit kielégítse és számukra a legjobb termékportfóliót állítsa össze, hanem az adósságszerkezetet is optimalizálnia kell annak érdekében, hogy az adósságkezelés ne terhelje az indokoltnál nagyobb mértékben a fiskális politikát, azaz

költséghatékonyan lehessen finanszírozni a költségvetést. Az idei év első felének tapasztalatai folyamatosan épülnek be az adósságkezelési lépésekbe. Ezek közül kiemelendő, hogy miközben a lakossági piac továbbra is a magyar adósságkezelés kiemelten fontos pillére, az inflációkövető lakossági papírok árazása nagymértékben emelte a költségvetés kamatkiadásait, ráadásul egy olyan időszakban, amikor a külső környezet miatt egyébként is érdemi kockázatokkal szembesül a költségvetés és az adósságfinanszírozás. Az inflációkövető papíroknak ez a fiskális mozgásteret szűkítő „proclikussága” olyan jelenség, amit érdemes figyelembe venni a termékfejlesztés során.

Ma már egyértelmű, hogy a lakossági állampapírok kamatkadásainak 2023-24-es megugrása érdemben megterhelte a költségvetést és érezhetően szűkítette a fiskális mozgásteret. Azóta az inflációs nyomás enyhült, ugyanakkor a fix és a változó kamatozású papírok aránya eltolódott a változó papírok irányába a lakossági tulajdonon belül, ami nem felel meg az optimális összetételnek. Az inflációkövető állampapírok részesedése már csökkenni kezdett a közelmúltban, a tapasztalatokkal kapcsolatban ugyanakkor érdemes levonni a tanulságokat és esetlegesen megtenni a szükséges lépéseket az optimális adósságszerkezet elérése érdekében.

Ugyanezzel a stratégiai szemlélettel indokolt a devizaadósság kérdését is kezelni, figyelembe véve, hogy az optimális devizaarány egy olyan változó, amit az adósságfinanszírozási környezethez kell igazítani és leginkább a kapcsolódó közép-és hosszútávú trendeket, hangsúlyokat érdemes figyelni. Mindez azt jelenti, hogy bár a devizafinanszírozásból adódó kockázatokra mindig figyelni szükséges, de egy bizonytalan nemzetközi-geopolitikai környezetben a nemzetközi piaci jelenlét pozitív hozadéka felértékelődhetnek.

Magyarország egy komplex intézményrendszer felel a költségvetésért. Az ÁKK ebből egy szelettel, a hiány és az adósság finanszírozásával foglalkozik. Ennek megfelelően az ÁKK minden körülmények között biztosítja azokat a forrásokat, amelyek szükségesek a költségvetés végrehajtásához, sőt, mindezt úgy teszi meg, hogy a saját stratégiai céljait is elérje, azaz az adósságkezelést a leghatékonyabb, az adott környezethez legjobban illeszkedő módon hajtsa végre. Célunk, hogy az adósságfinanszírozás úgy maradjon stabil, hogy az a lehető legkisebb mértékben terhelje a költségvetést, azaz végső soron a magyar adófizetők pénztárcáját. Ehhez elengedhetetlen, hogy a munkánkat egyszerre jellemezze stabilitás és biztonság a finanszírozásban, valamint rugalmasság és költséghatékonyág a végrehajtásban, hogy ezáltal végérvényesen teret nyerjen a stratégiai gondolkodás a magyar államadósság-kezelésben.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

- Abbas, Ali S. M. – Laura Blattner – Mark De Broeck – Asmaa El-Ganainy – Malin Hu (2014): *Sovereign Debt Composition in Advanced Economies: A Historical Perspective*, IMF Working Paper 14/162 (Washington: International Monetary Fund).
- ÁKK (2024): *Integrated Report on the Allocation and Environmental Impact of Hungary's Green Bond Proceeds*, 2023. December 2024. Link: <https://akk.hu/download?path=a56872ef-4db3-4ecb-9e16-e616ab313ecc.pdf>
- ÁKK (2025): *HUNGARY - ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE PROFILE*. July 2025. Link: <https://www.akk.hu/download?path=5416831e-5ce8-4da4-aec6-c1772008a272.pdf>
- Arnone, Marco – Ugolini, Piero (2005): *Primary Dealers in Government Securities*. International Monetary Fund. Link: <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2005/pdgs/pdgs.pdf>

- Árvai Zsófia – Heenan, Geoffrey (2008): *A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities*. IMF Working Paper 14/39 (Washington: International Monetary Fund).
- AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS (EU) 2020/852 RENDELETE (2020. június 18.) a fenntartható befektetések előmozdítását célzó keret létrehozásáról, valamint az (EU) 2019/2088 rendelet módosításáról. Link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>
- AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS (EU) 2023/2631 RENDELETE (2023. november 22.) az európai zöldkötvényekről és a környezeti szempontból fenntarthatóként forgalmazott kötvényekre és a fenntarthatósághoz kapcsolódó kötvényekre vonatkozó opcionális közzétételekről. Link: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=OJ:L\\_202302631](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302631)
- Baksay Gergely – Berki Tamás – Csaba Iván – Hudák Emese – Kiss Tamás – Lakos Gergely – Lovas Zsolt – P. Kiss Gábor (2013): Developments in public debt in Hungary between 1998 and 2012: trends, reasons and effects. *MNB Bulletin Special issue*, 2013. October. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-szemle-2013-oct-spec-eng.pdf#page=16>
- Barcza György (2015): Az államadósság szerepének változása a közgazdaságtanban és a magyar adósságkezelés alapelvei. *Pénzügyi Szemle* 2015/4
- Benczes István – Kutasi Gábor (2010): *Költségvetési pénzügyek*. Akadémiai Kiadó, Budapest
- Bolder, David Jamieson (2005): *Measuring and Managing Foreign Currency Risk in a Sovereign Liability Portfolio*,” (IMF). Link: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2018/074/article-A001-en.xml>
- Currie, Elizabeth – Dethier, Jean-Jacques – Togo, Eriko (2003): Institutional Arrangements for Public Debt Management, *Working Paper 3021* (Washington: The World Bank)
- Czeti Tamás – Hoffmann Mihály (2006): *A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk*, MNB-tanulmány, 2006. január
- Desportes, Vincent (2019): *Entrer en stratégie. Editions Robert Laffont, S. A. S.*, Paris 2019. ISBN 978-2-221-22196-9
- Fleming, M. J. (2001): *Measuring treasury market liquidity*. FRB of New York Staff Report, (133).
- Green Bond Framework of Hungary (2023): Link: <https://www.akk.hu/download?path=94683575-7419-40d8-9172-9366c4c17478.pdf>
- Hoffmann Mihály (2011): *Az eladósodott állam: Kockázatok és mellékhatások*. MNB Pénzügyi Elemzések. Link: <https://docplayer.hu/7026229-Az-eladosodott-allam-kockazatok-es-mellekhatasok-1-hoffmann-mihaly-2.html>
- ICMA Green Bond Principles (é.n.) Link: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>
- International Monetary Fund (2017): *The Medium-Term Debt Management Strategy: An Assessment of Recent Capacity Building*,” Policy Paper, July (Washington: International Monetary Fund).
- Jonasson, Thordur – Papaioannou, Michael G. (2018): *A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks*, IMF Working Papers 2018, 074 (2018), accessed August 11, 2025
- Lentner Csaba (2017): Az állampénzügyi kockázatok mérséklésének egyes jogi és gazdasági aspektusai. *JURA* 23 : 2 pp. 109-117., 9 p. 2017
- Magyarország Zöld kötvény Keretprogramja (2020). Link: <https://akk.hu/download?path=c87e9ab9-5bf2-460e-a5a0-a94cbde8a390.pdf>
- Meleky, Martin (2007): “Choosing the Currency Structure for Sovereign Debt: A Review of Current Approaches,” Working Paper, Banking and Debt Management Department (Washington: The World Bank).
- Molnár Dániel – Regős Gábor (2019) Az államadósság-kezelés átalakulása a visegrádi országokban. *Polgári Szemle*, 15. évf. 1–3. szám, 2019, 158–176., DOI: 10.24307/psz.2019.0910
- Sarr, Abdourahmane; Lybek, Tonny. (2002). *Measuring liquidity in financial markets*. IMF Working Paper, WP/02/232. International Monetary Fund.
- Varga Lóránt – Páles Judit (2008): *A magyar pénzügyi piacok likviditásának alakulása - mit mutat az MNB új aggregált piaci likviditási indexe?* Magyar Nemzeti Bank.
- World Bank and International Monetary Fund (2009): *Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS) – Guidance Note for Country Authorities*” (Washington: World Bank and IMF).

## JEGYZETEK

- <sup>1</sup> Az államadósság és a gazdaságpolitika közötti kapcsolatáról, illetve az államadósság alakulását meghatározó főbb tényezőkről lásd: Hoffmann (2011)
- <sup>2</sup> Részletesebben lásd Benczes–Kutasi (2010)
- <sup>3</sup> Az adósságkezelés kockázati keretrendszeréről lásd Jonasson-Papaioannou (2018)
- <sup>4</sup> Az adósságkezelés intézményi lehetőségeit mutatja be Currie-Dethier-Togo (2003)
- <sup>5</sup> Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló 2011. évi CXCV. törvény
- <sup>6</sup> Eurostat: Government debt at 88.0% of GDP in euro area. Press release. 2025. 07. 25. Link: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-euro-indicators/w/2-21072025-ap>
- <sup>7</sup> Az adósság összetételének jelentőségéről lásd: Abbas et al (2014)
- <sup>8</sup> Az elsődleges forgalmazói rendszerekről ad összefoglalást Arnone-Ugolini (2005)
- <sup>9</sup> A kommunikációs csatornák hatékonyságának javítása érdekében az ÁKK intézményesítette ezt a feladatot, a megfelelő keretek biztosítására egy erre dedikált új, befektetői kapcsolatokkal (investor relations) foglalkozó területet hozott létre.
- <sup>10</sup> Hasonló célt szolgálhat, ha az adósságkezelő a területtel foglalkozó elemzőknek szakmai eseményeket szervez annak érdekében, hogy a piaci szereplők ezáltal is pontosabb képet kapjanak az adósságkezelés működéséről és céljairól.
- <sup>11</sup> A likviditás fogalma több szempontból is értelmezhető. A piaci szereplők akkor tekintenek likvidnek egy pénzügyi eszközt, ha alacsony tranzakciós költséggel, rövid időn belül likvidálható egy pozíció anélkül, hogy az jelentősen befolyásolná az eszköz árát. A likvid pénzügyi eszközöket tehát az alábbiak jellemzik: alacsony tranzakciós költségek; könnyű kereskedés és gyors elszámolás; valamint a nagy volumenű tranzakciók is csak minimális hatással vannak a piaci árra.
- <sup>12</sup> Ez alatt azt értve, hogy a 15 százalékos devizaarány-szint fenntartása túlságosan nagy leterheltséget jelentett volna a hazai piacokra és nem használta volna ki azokat az előnyöket, amelyek a devizapiacban rejlenek.
- <sup>13</sup> Az adósság devizaösszetételével kapcsolatban lásd: Melecky (2007)
- <sup>14</sup> Az árfolyamkockázat kezelhető, ennek lehetséges eszközeit foglalja össze Bolder (2005)
- <sup>15</sup> A környezetbarát befektetések ösztönzése érdekében az EU szabályokat vezetett be annak meghatározására, hogy mi minősül zöld vagy fenntartható tevékenységnek. Lásd: AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS (EU) 2020/852 RENDELETE (2020. június 18.)
- <sup>16</sup> Lásd: AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS (EU) 2023/2631 RENDELETE (2023. november 22.)
- <sup>17</sup> Befektetői elvárás a transzparencia növelése és a támogatott tételek hatásainak minél részletesebb kidomborítása, valamint a megfelelő minőségű zöld kiadások finanszírozása. Az ÁKK mindezt figyelembe véve évről-évre fejleszti a zöld kötvény integrált jelentést. Például a 2024-ben megjelent jelentés már kizárólag a villamosított vasúti infrastruktúrához és a villanymozdonnyal történő vasúti személyszállításához kapcsolódó költségtérítés refinanszírozását tartalmazza. A 2025-ben publikálandó jelentésben az ÁKK további fejlesztéseket eszközöl, hogy minél inkább megfeleljen a szigorodó elvárásoknak, illetve az EU Zöld Kötvény Sztenderdnek: folytatjuk az EU taxonómia elemzés gyakorlatát, a környezeti hatás mellett törekszünk a társadalmi hatások, a gazdasági-társadalmi hatások kimutatására, valamint az ország ESG profiljának bemutatására.
- <sup>18</sup> 1023/2025. (II. 18.) Korm. határozat a központi költségvetés környezet- és klímabarát szempontú értékeléséről