



A LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR-STRATÉGIA GAZDASÁGPOLITIKAI JELENTŐSÉGE

LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR-STRATÉGIA
A MEGTAKARÍTÁSI FOLYAMATOK ÉS
A FENNTARTHATÓ FELZÁRKÓZÁS TÜKRÉBEN



2021

TANULMÁNYKÖTET



A LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR-STRATÉGIA GAZDASÁGPOLITIKAI JELENTŐSÉGE

LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR-STRATÉGIA A MEGTAKARÍTÁSI FOLYAMATOK
ÉS A FENNTARTHATÓ FELZÁRKÓZÁS TÜKRÉBEN

2021

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

Tartalom

ELŐSZÓ	3
1. fejezet Hazai lakossági megtakarítási folyamatok	5
2. fejezet Megtakarítási és lakossági állampapír folyamatok nemzetközi összehasonlításban	11
3. fejezet A finanszírozási szerkezet és a fenntartható felzárkózás kapcsolata	16
4. fejezet Az önfinanszírozás és a stabil adósságfinanszírozás jelentősége	21
5. fejezet Lakossági állampapírok és a külső sérülékenység kapcsolata	28
6. fejezet A lakossági állampapír-stratégia fejlődése és mérföldkövei	32
7. fejezet A MÁP Plusz első egy éves értékesítésének tapasztalatai	36
8. fejezet A MÁP Plusz állomány alakulása a koronavírus válságban	43
9. fejezet Viták a MÁP Pluszal kapcsolatban – tények és tévhitek	49
10. fejezet A lakossági állampapír-stratégia jövője	58
Hivatkozások	62

ELŐSZÓ

Ha egy szóban kellene összefoglalni, hogy miről szól ez a kötet, az a *bizalom*. A ma ismert közgazdasági elméletekben Akerlof és Shiller¹ Nobel-díjas közgazdászok hívták fel a leghangsúlyosabban a figyelmet a *bizalom* jelentőségére. Könyvünkben példaként az Egyesült Államok összes gazdasági válságát a *bizalom* elvesztésével magyarázzák. Hangsúlyozzák, hogy a válság utáni talpra álláshoz és az újabb válságok elkerüléséhez olyan előrejelző rendszert kell építeni, amelyek a közgazdaságtan eredményei mellett nagy hangsúlyt fektetnek a pszichológiai tényezőkre.

A kötetünkben megjelenő témákat is a *bizalom* köti össze. Az ismertetett tanulmányok az önfinanszírozás és a lakossági állampapír-stratégia témaköreit járják körbe, illetve ezek kapcsolatát az egyensúlyi felzárkózási pálya elérésével. *Bizalom* nélkül nem valósulhatott volna meg a növekedési fordulat és a gazdaság egyensúlyi felzárkózási pályán való elindulása. 2010-től Magyarországon egy olyan gazdaságpolitikai fordulat valósult meg, amelynek köszönhetően hazánk – egy nemzetközi összevetésben is kivételesnek tekinthető – növekedési pályára állt, és ami a külső és belső egyensúly helyreállítása és megőrzése mellett valósult meg. Növekedés és egyensúly, ez volt a képlet.

Mindezekhez elengedhetetlen volt az önfinanszírozás és a belföldi megtakarítások fókuszba helyezése. *Bizalomra* volt szükség az MNB Önfinanszírozási programja és a lakossági állampapír-stratégiában megvalósított fordulathoz. Ezzel létrejött az államháztartás stabil finanszírozása, döntően belső forrásokra támaszkodva. *Bizalomra* volt szükség az állam részéről polgárai felé, és a magyar családok részéről az állam felé. Ez a *bizalom* pedig beérett: az állam külső és devizaadóssága és így külső sérülékenysége nagyban csökkent, a gazdasági stabilitás erősödött.

A 2020 elején váratlanul megjelenő, a társadalmat és a világgazdaságot egyaránt megrázó koronavírus-járvány újabb fordulóponthoz hozott, amely egyrészt visszatekintésre és a tanulságok levonására ösztönöz, másrészt megköveteli, hogy az új kihívásokra megfelelő eszközökkel reagáljunk. E visszatekintés jegyében megállapítható, hogy a 2012-ben bevezetett új lakossági állampapír-stratégiának kulcsszerepe volt a fenntartható felzárkózási pálya megteremtésében. A lakossági állampapír-stratégia 2019-es megújítása ennél is tovább megy. Mára bebizonyosodott, hogy a MÁP Plusz bevezetésének meghatározó szerepe volt abban, hogy a magyar gazdaság felkészülten várta a jelenlegi válságot, szemben a 2008-assal. Az új állampapír az állam számára megfelelő válságkezelési mozgásteret teremtett a kedvező külső sérülékenységi mutatók és stabil finanszírozás által. Mindez annak köszönhető, hogy a magyar családok *bíznak* ebben a megtakarítási formában, ami egyúttal azt is jelenti, hogy bíznak a magyar gazdaság hosszútávú, fenntartható növekedésében.

¹ Akerlof, G. A. – Shiller, R. J. (2009): *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press.

Ami pedig még fontosabb, hogy ez a *bizalom* a legnehezebb időszakban is fennmaradt: a koronavírus válság 2020 tavaszi mélypontján, amikor a globális befektetői hangulat jelentősen ingadozott és a lakosság tőzsdei befektetései mélyrepülésben voltak, a magyar lakosság akkor is stabil finanszírozást biztosított a magyar államnak a kedvező kamatozású és értékálló MÁP Pluszon keresztül. Ez a töretlen *bizalom* előretekintve is reményt ad: tapasztalatainkra alapozva joggal gondolhatjuk, hogy a korábban felhalmozott és az újonnan képződő, friss megtakarítások garantálják, hogy a nehéz időszakot követő kilábalás is fenntartható módon valósul majd meg.

A Magyar Nemzeti Bank szakmai műhelyei az elmúlt években intenzíven foglalkoztak a háztartási megtakarítási folyamatok alakulásával, a lakossági állampapír-stratégia fejlődésével és a MÁP Plusz bevezetésének tapasztalataival. Ezen munka eredményeként számos elemzés született, amelyek jelentős részét a közvélemény is megismerhette szakmai cikkek és cikksorozatok formájában. Jelen tanulmánykötet célja, hogy az évek során felhalmozott tudást és tapasztalatokat kiegészítse, szintetizálja és rendszerezze. Ennek jegyében a kutatások eredményeit jelen kiadvány 10 téma köré csoportosítva ismerteti.

Végül szeretném megköszönni az Olvasónak, hogy kezébe vette jelen kötetet és ezáltal *bizalmat* szavazott a Magyar Nemzeti Bank szakmai műhelyeiben zajló intenzív munkának. Bízunk abban, hogy sikerült egy hiánypótló kiadványt létrehoznunk és hogy az itt leírtak mind a gazdasági folyamatok iránt csak távolabbról érdeklődő olvasók, mind a szakmai közvélemény számára egyaránt hasznosak lesznek.

Matolcsy György

A Magyar Nemzeti Bank elnöke

1. FEJEZET

HAZAI LAKOSSÁGI MEGTAKARÍTÁSI FOLYAMATOK

A magyar lakosság 2008-as válság előtt látott növekvő eladósodását követően a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása 2009-től emelkedik, amelynek köszönhetően az elmúlt években stabilan a GDP 5-6 százaléka körül alakult. Ezt kezdetben az óvatosság erősödéséhez köthető magasabb megtakarítási hajlandóság és a hitelek törlesztése támogatta, majd – a 2016-tól újra növekvő hitelfelvétel mellett megvalósuló – rendkívül magas bruttó pénzügyi eszközfelhalmozásnak volt köszönhető, amit többek közt a reáljövedelmek gyors növekedése is támogatott. Mindezek eredményeként a háztartások nettó pénzügyi vagyona 2008 óta mintegy 38 ezer milliárd forinttal emelkedett és 2016-tól kezdve meghaladja az éves GDP értékét. Eközben a lakosság megtakarítási szerkezete is változott: a pénzügyi eszközökön belül jelentősen növekedett az állampapírok részaránya, és így emelkedett az államadósság lakossági finanszírozása is – amelyben kulcsfontosságú szerepe volt a lakossági állampapír-stratégia 2012-es bevezetésének, 2019-es megújításának és a MÁP Plusz megszületésének.

A 2008-as válságot követően az óvatossági megfontolások erősödésével párhuzamosan növekedett a lakosság megtakarítási hajlandósága

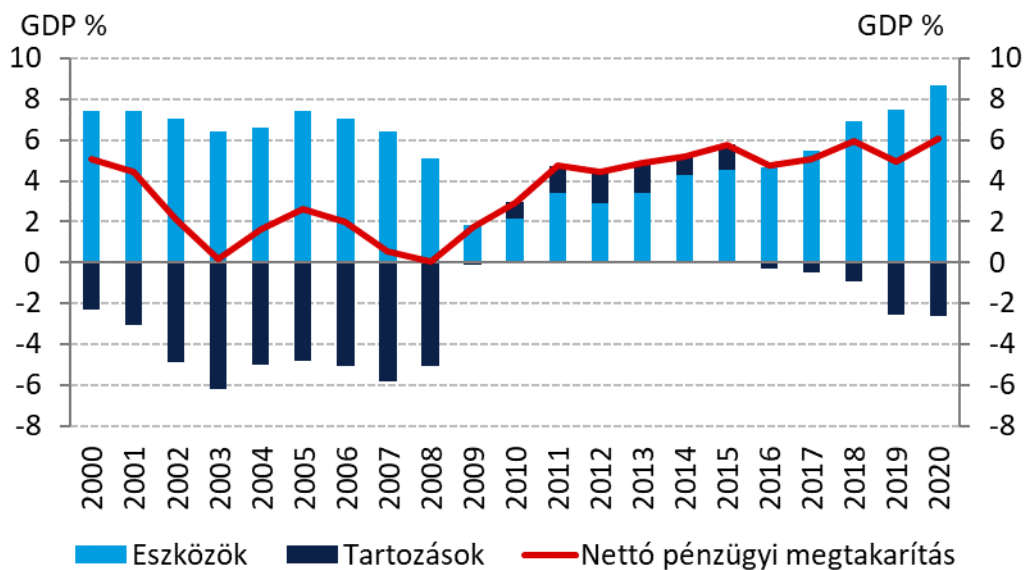
A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a 2008-as pénzügyi válság előtt a növekvő eladósodás hatására kritikusan alacsony szintre csökkent (1. ábra). A válságot megelőzően a költségvetés magas hiánya mellett nulla százalékra mérséklődő GDP arányos nettó lakossági megtakarítás miatt a gazdaság működését egyre nagyobb mértékben kellett külső forrásokból finanszírozni, ami világosan jelezte, hogy a magyar gazdaság fenntarthatatlan pályán halad. Az állami bérek adósságból finanszírozott emelése, majd az EU csatlakozás hatására túlzottan optimistává váló jövedelmi várakozások a lakosság gyorsuló fogyasztásához és a hitelezés felfutásához vezettek. Ráadásul a jelentős költségvetési hiány miatti kockázatok és az inflációs cél elérése érdekében magas hazai kamatszint miatt a lakosság is egyre inkább a devizahitelek felé fordult, az erős külső forrásbevonásra alapozva. Mindezekkel szemben egy fenntartható felzárkózási pályán haladó gazdaságban a lakosság jellemzően nettó finanszírozó, ezáltal hozzájárulva az egyéb szektorok forrásigényének kielégítéséhez. Mivel ez nem ennek megfelelően alakult, így végeredményben a külső sérülékenység nemcsak az elégtelen belföldi megtakarítások miatt növekvő külső adósság következtében emelkedett, hanem annak szerkezete is érdemben rontotta a magyar gazdaságról alkotott képet (részletesen lásd: 4. Fejezet).

A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása 2009 óta jelentősen meghaladja a válság előtti szintet, amihez a lakosság növekvő pénzügyi eszköz felhalmozása és hiteleinek törlesztése egyaránt hozzájárult. A válság után leértékelődő forint árfolyam hatására emelkedő devizahitel törlesztőrészesletek, a megugró munkanélküliség miatti bizonytalanság, a mérséklődő fogyasztás a hitelkeresleti oldalon, míg a külső források elapadása és a hitelportfólió gyors ütemű romlása hitelkínálati

oldalon egyaránt a hitelezés gyors csökkenéséhez vezetett. A pénzügyi eszközfelhalmozás ugyanakkor az óvatossági motívum előtérbe kerülésével, illetve a lakossági jövedelmek emelkedésével egyre magasabb szintet ért el. Fontos különbség, hogy 2008 előtt a magas pénzügyi eszközfelhalmozás részben a magas hitelfelvétellel összefüggésben a használt lakások eladásáért kapott összegekhez volt köthető, viszont a válság után jellemzően a visszafogott fogyasztás és az óvatosabb lakossági viselkedés állt a magas megtakarítási hajlandóság háttérében. Ezek mellett 2010-et követően több olyan gazdaságpolitikai intézkedés (többek között az egykulcsos személyi jövedelemadózás bevezetése, majd az adókulcs csökkentése, a nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetése, a devizahitelek elszámolása) is történt, amelyek hozzájárultak a lakosság pénzügyi megtakarításainak emelkedéséhez. A válság után nettó hiteltörlesztővé váló háztartások magas eszközfelhalmozása összességében azt eredményezte, hogy 2010-2015 között magasan, a GDP 5-6 százaléka között stabilizálódott a nettó pénzügyi megtakarítási ráta, szemben a válság előtti olykor 0 százalékos értékkel.

A háztartási hitelezésben bekövetkező trendforduló ellenére az elmúlt években is magasan, a GDP 5-6 százaléka körül stabilizálódott a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása. A háztartások hitelei 2016-tól újra fokozatos növekedésnek indultak (GDP arányosan évi 1-3 százalék), azonban ennek mértéke jelentősen elmarad a 2008-as pénzügyi válság előtt látottaktól (GDP arányosan évi 4-6 százalék). A tartozások kezdetben az önálló vállalkozóknak nyújtott – Növekedési Hitelprogramhoz és földvásárlásokhoz köthető – hitelek bővülése miatt emelkedtek, majd a lakáshitelek, illetve fogyasztási hitelek iránt mutatott magasabb kereslettel összefüggésben nőttek. A tartozások növekedésének ellenére a nettó pénzügyi megtakarítás magas szinten, a GDP 5 százaléka felett (jövedelemarányosan pedig 10 százalék körül) stabilizálódott, ami a rendkívül magas – 2020-ban 20 éves csúcsra emelkedő – bruttó pénzügyi eszközfelhalmozásra vezethető vissza. Ez utóbbi több tényezővel magyarázható: az emelkedő foglalkoztatottság és feszesedő munkaerőpiac következtében növekvő reálbérekkel, a használt lakásvásárlásra felvett hitelekkel, valamint a babaváró hitelek felfutásával. Érdeemes megjegyezni, hogy az ingatlanhitelek emelkedése az adósságfék szabályok és a hosszabb távra fixált hitelek arányának emelkedése mellett prudens módon ment végbe, ami így nem veszélyezteti a bankok működését, és ezen keresztül a gazdaság egyensúlyát sem.

1. ábra: A háztartási szektor nettó megtakarítása a GDP arányában



Forrás: MNB

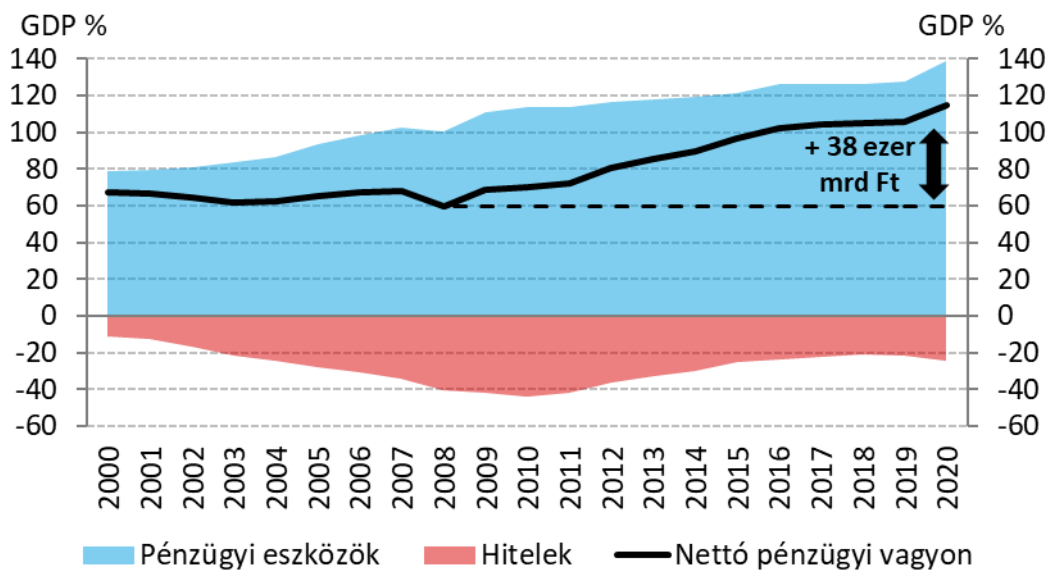
Megjegyzés: Alapfolyamatokat bemutató, a nyugdíjpénztári megtakarítással, végtörlesztéssel, reálhozam-kifizetéssel, a felszámolt takarékszövetkezeti kártalanítással és a forintosítás, elszámolás hatásával korrigált értékek.

A lakosság nettó pénzügyi vagyona napjainkra meghaladja a GDP 100 százalékát

A háztartások nettó pénzügyi vagyona 2016 óta meghaladja a GDP 100 százalékát, és 2020 végére **historikus csúcsra² emelkedett**. A lakosság nettó pénzügyi vagyona a válság előtt viszonylag egyenletesen alakult, mivel a különböző megtakarítási formákban megtestesülő pénzügyi eszközök állománya közel azonos ütemben emelkedett a tartozások állományával (2. ábra). Fontos azonban megjegyezni, hogy a megtakarítások és a hitelek jórészt nem ugyanazoknál a háztartásoknál voltak, ami növelte az adósságállománnyal kapcsolatos kockázatokat. A válság után a forint elsősorban svájci frankkal szembeni leértékelődése a háztartási szektor törlesztéseinek mértékét meghaladóan emelte a hitelek állományát, ezért a törlesztések eredményeként a hitelállomány csak 2011-ben indult mérséklődésnek. Bár 2016-tól újra növekedett a háztartások hiteleinek állománya, ezzel egyidőben a pénzügyi eszközök is bővültek, így a nettó pénzügyi vagyon – ugyan a 2009-2015 közöttől látottnál visszafogottabb mértékben, de – tovább emelkedett. Mindezek eredményeként a háztartások nettó pénzügyi vagyona a válság 2008-as mélypontja óta mintegy 38 ezer milliárd forinttal emelkedett és 2016-tól kezdve meghaladja az éves GDP értékét.

² Megbízható adatok 1995-től állnak rendelkezésre. 2020. negyedik negyedévre előzetes pénzügyi számla adatok alapján.

2. ábra: A háztartások nettó pénzügyi vagyona a GDP arányában



Forrás: MNB

A lakosság megtakarításain belül jelentősen növekedett az állampapírok részaránya

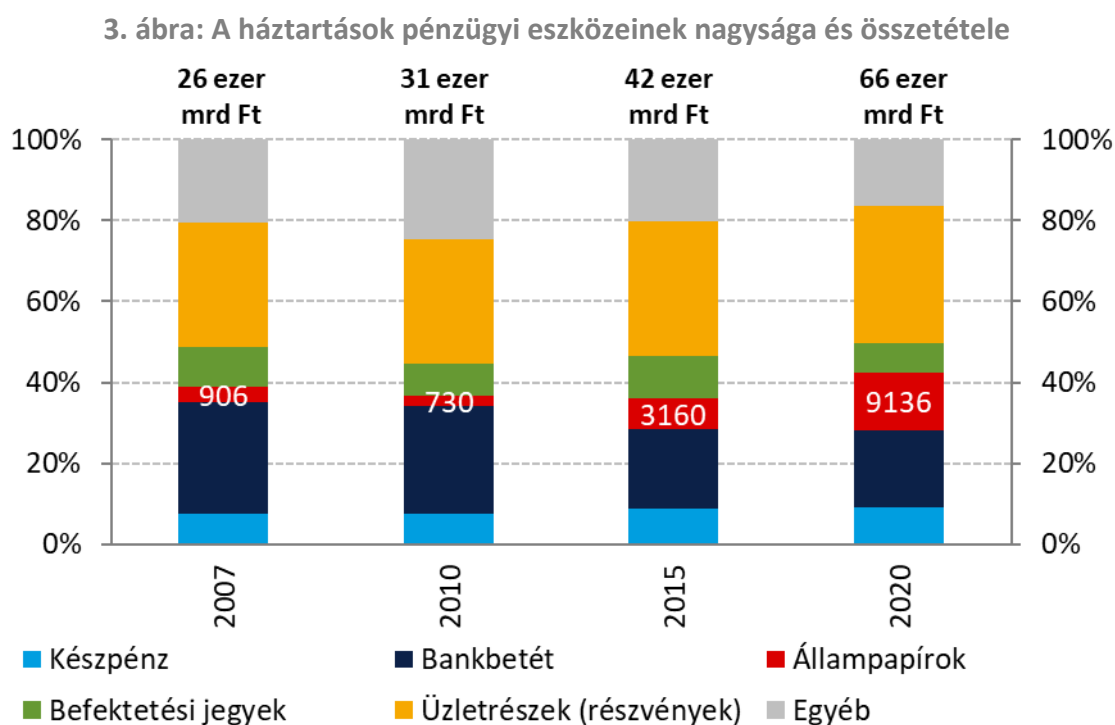
A hazai lakosság pénzügyi befektetéseit tekintve általánosan konzervatív, kockázatkerülő magatartást tanúsít: jellemzően a készpénzt, bankbetétet és állampapírt preferálja, miközben a nagyobb árfolyamváltozásoknak kitett részvényjellegű befektetések aránya alacsonyabb. A magyar lakosságnak ugyanakkor a pénzügyi eszközök könnyű hozzáférhetősége – likviditása – is igen fontos: a lekötött betétek között korábban is csak a rövidebb távú, éven belüli lekötések voltak a népszerűek, illetve az állampapírok között is kezdetben döntően az egyéves papírokat vásárolták, míg a hosszabb távú befektetések – életbiztosítások, nyugdíj-megtakarítások, részvények – nagysága viszonylag alacsony.

A háztartások pénzügyi megtakarításának szerkezete a 2008-as pénzügyi válságot követően jelentősen átalakult. A 2008-as pénzügyi válság előtt a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása alacsony szintet ért el, mivel a lakosság pénzügyi eszközfelhalmozása nagymértékű eladósodás mellett ment végbe. A válság kitörését követően azonban a lakosság óvatosabbá vált és jövedelmének egyre nagyobb részét takarította meg, melyet részben megemelkedett – többnyire deviza-hiteleinek – törlesztésére fordított, részben pedig bankbetétben helyezte el. Ezt követően 2012 végétől a csökkenő inflációval párhuzamosan mérséklődő hozamkörnyezet kettős hatást gyakorolt a lakosság pénzügyi megtakarításának összetételére. Egyrészt elindult a magasabb hozamot kínáló befektetési lehetőségek keresése, az úgynevezett „hozamvadászat”, másrészt élénkült a likvid pénzügyi eszközök (a készpénz és látra szóló betétek) iránti kereslet.

Az alacsony lekötött betéti kamatok miatt a háztartások 2012-től a könnyen hozzáférhető, likvid pénzügyi eszközök felé fordultak. A mérséklődő inflációs és kamatkörnyezet hatására egyre csökkent a látra szóló betétek és a készpénztartás lekötött betétekkel szembeni alternatívaköltsége, így

a csekély hozamprémium mellett a lakosságnak egyre kevésbé érte meg a megtakarítások lekötése. Emiatt az éven belül lejáró lekötött bankbetétek állománya 2012 végétől csökkenésnek indult, ezzel párhuzamosan pedig emelkedtek a lakosság látra szóló betétekben tartott követelése és élénkült a készpénzkereslet. Emellett a dinamikus gazdasági növekedéssel és a kiskereskedelmi forgalom élénkülésével párhuzamosan nőtt a gazdaság készpénzigénye is, illetve a szabályozási környezet változása (pl. tranzakciós illeték) is hozzájárulhatott a forgalomban lévő készpénzállomány emelkedéséhez. A likvid eszközök állományának növekedését a devizahitelek ügyét rendező, illetve a pénzügyi rendszert támogató gazdaságpolitikai intézkedések is elősegítették: a lejárt szerződésekre vonatkozó, tisztességtelen kamatemelés miatti elszámolás, valamint a brókerüggyel kapcsolatos kártérítések ugyanis részben készpénzben vagy folyószámlára történő utalással kerültek kifizetésre.

Eközben a magasabb hozamok elérése érdekében a háztartások pénzügyi megtakarításaik egyre nagyobb részét fektették értékpapírokba, legnagyobbbrészt állampapírokba. A lakosság a 2008-as válságot követően a magasabb banki kamatok és a kockázatkerülés miatt elsősorban bankbetétekben megtettesülő megtakarításait növelte, miközben az állampapírok és befektetési jegyek súlya mérséklődött (3. ábra). 2012 közepétől ugyanakkor a csökkenő kamatkörnyezetben a lakosság egyre nagyobb érdeklődést mutatott az attraktívabb hozamot kínáló, mégis biztonságosnak tekintett megtakarítási formák iránt, amelyet a 2012-ben bevezetett új lakossági állampapír-stratégia is támogatott (részletesen lásd: 6. Fejezet). Ezek eredményeként az új megtakarítások, illetve a bankbetétek egy része is értékpapírokba (állampapírba, befektetési jegyekbe) áramlott.

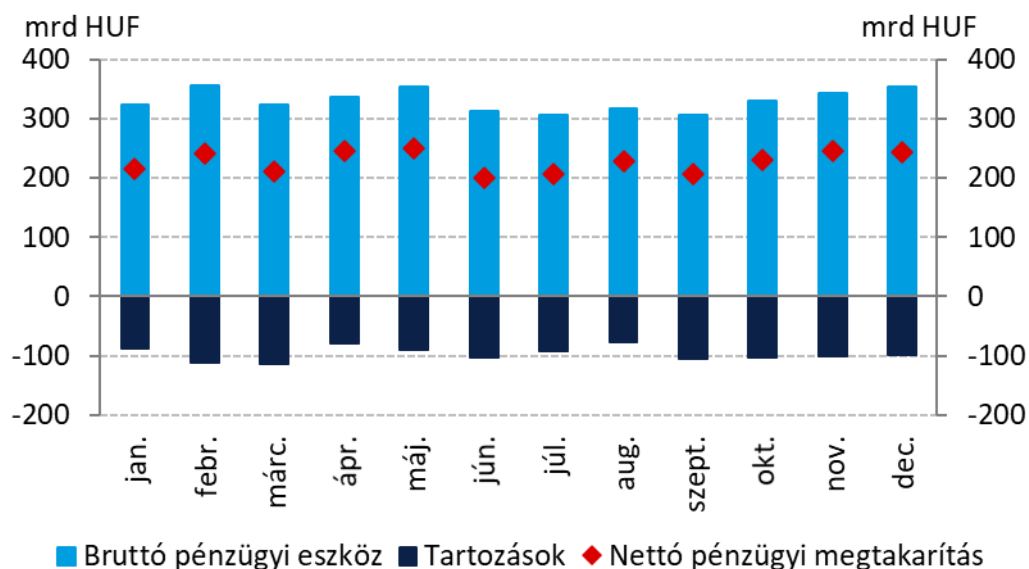


Forrás: MNB

Megjegyzés: a 2020-as adatok előzetes pénzügyi számla adatok alapján

A 2008-2009-es válság egyik fontos tanulsága volt, hogy a lakosság óvatossági megfontolásainak erősödésével nőtt a megtakarítási hajlandóság. Az eddig rendelkezésre álló 2020-as adatok is erre a jelenségre utalnak: 2020 során havi 300 milliárd forint feletti bruttó és 200 milliárd forint feletti nettó megtakarítás volt megfigyelhető a háztartások oldalán és ebben a vírus által érintett hónapokban sem történt szignifikáns változás (4. ábra). Ennek eredményeként 2020-ban 20 éves rekordra emelkedtek a lakosság bruttó és nettó pénzügyi megtakarításai. Tehát minden korábbi és friss tapasztalatunk abba az irányba mutat, hogy a háztartási szektor megtakarításainak alakulása szempontjából a vírus okozta gazdasági nehézségek hatását ellensúlyozhatja a lakosság megtakarítási hajlandóságának erősödése.

4. ábra: A háztartások szezonálisan igazított nettó pénzügyi megtakarítása 2020-ban



Forrás: MNB

A fejezet Csontos Orsolya – Sisak Balázs „Nem is gondolnád, milyen sokat tesznek félre a magyarok” és Boldizsár Anna – Koroknai Péter „Nem is gondolnád, mi mindent tettek félre a magyarok” című szakmai cikkeinek felhasználásával készült.

2. FEJEZET

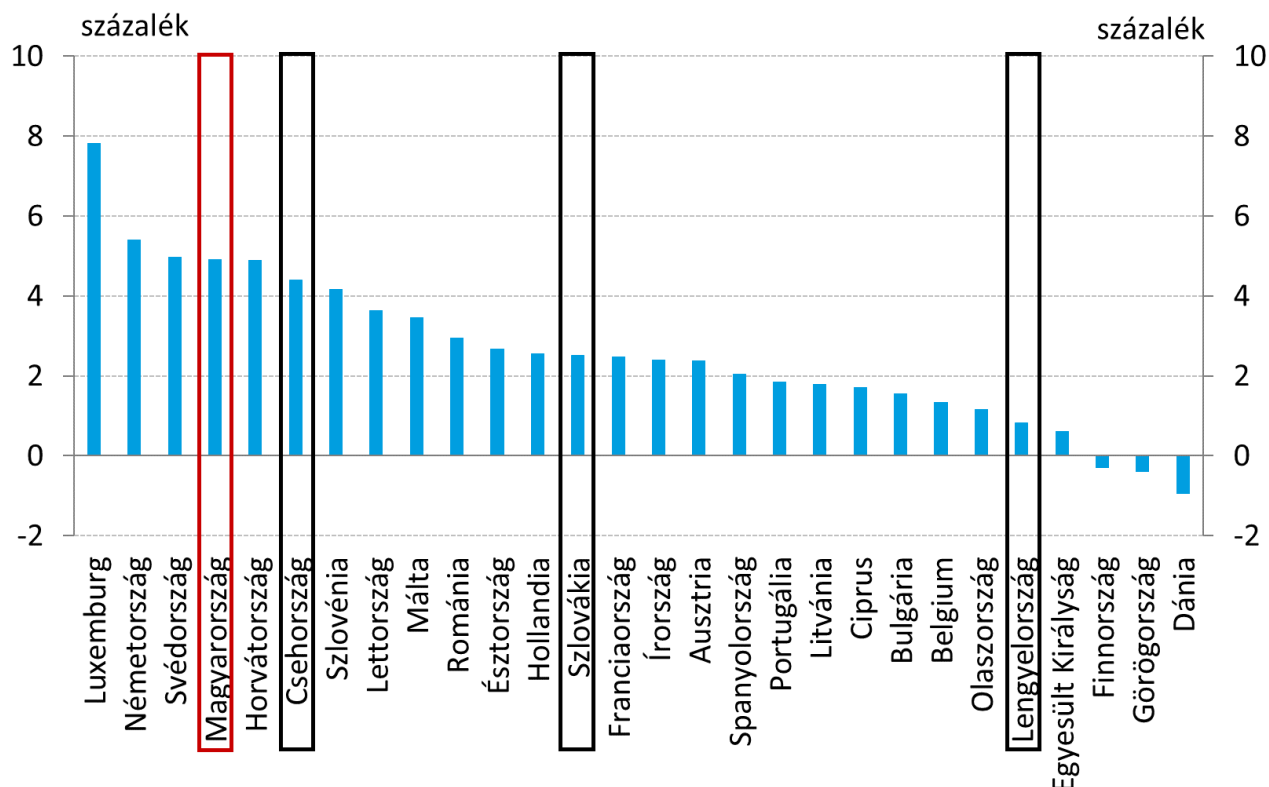
MEGTAKARÍTÁSI ÉS LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR FOLYAMATOK NEMZETKÖZI ÖSSZEHASONLÍTÁSBAN

Az elmúlt években Magyarország a külső sérülékenységi mutatókban nemcsak ledolgozta a régióval szembeni hátrányát, hanem számos mutatóban az élmezőnybe került. A folyamatosan növekvő hazai megtakarítási ráta régiós összevetésben a legmagasabbak közé tartozik, a háztartások nettó pénzügyi vagyona pedig a régió legmagasabb GDP-arányos értékét mutatja. A közvetlenül a lakosság tulajdonában lévő állampapír-állomány aránya dinamikusan növekszik, így mára ezen mutató hazánkban a legmagasabb az Európai Unió országai között.

A hosszútávú növekedési kilátások szempontjából kulcstényező a beruházások mértéke és szerkezete, a fenntarthatósághoz azonban szükség van a belső megtakarítások magas szintjére is. Egy nyitott gazdaságban, ha a belső megtakarítások szintje elmarad a beruházások mértékétől – ami leginkább a feltörekvő gazdaságokra jellemző –, a növekedéshez gyakran külső források bevonására van szükség. Azonban a sikeresen felzárkózó országok példái, illetve a 2008-as, a külső források hirtelen beszűkülésével járó válság tapasztalatai azt mutatják, hogy a fenntartható gazdasági növekedés szempontjából a belső forrásokra hangsúlyosabban támaszkodó felzárkózás kedvezőbb lehet (részletesen lásd: 3. Fejezet).

Magyarországon a válság előtt mutatott rendkívül alacsony megtakarítási szint 2008 után számottevően nőtt – ennek hatására a magyar megtakarítási ráta régiós, sőt európai szinten is az élmezőnybe került. A válságot követően a magyar GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítás – amelyre a továbbiakban megtakarítási rátaként utalunk – folyamatosan és jelentős mértékben emelkedett, amellyel konzisztensen meghaladta az ország erősödő beruházási igényét. Mindez azt eredményezte, hogy a korábban negatív folyó fizetési mérleg 2010-től többletbe váltott, amely Magyarország külső gazdasági kitettségének a mérséklődéséről tanúskodik. A megtakarításokat tekintve 2019-re Magyarország kedvező pozícióba került régiós, illetve nemzetközi összevetésben: a GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítása 5 százalék körüli, amely a V4 országok közül a legmagasabb mutatónak számít. Hazánk nemzetközi szinten is kiemelkedik, ugyanis az európai uniós országok közül 2019-ben Magyarország megtakarítási rátája a negyedik legmagasabb volt (5. ábra). A magyar lakosság megtakarítási hajlandóságának erősödését jelzi, hogy a mutató 2008-ban még az EU középmezőnyébe tartozott.

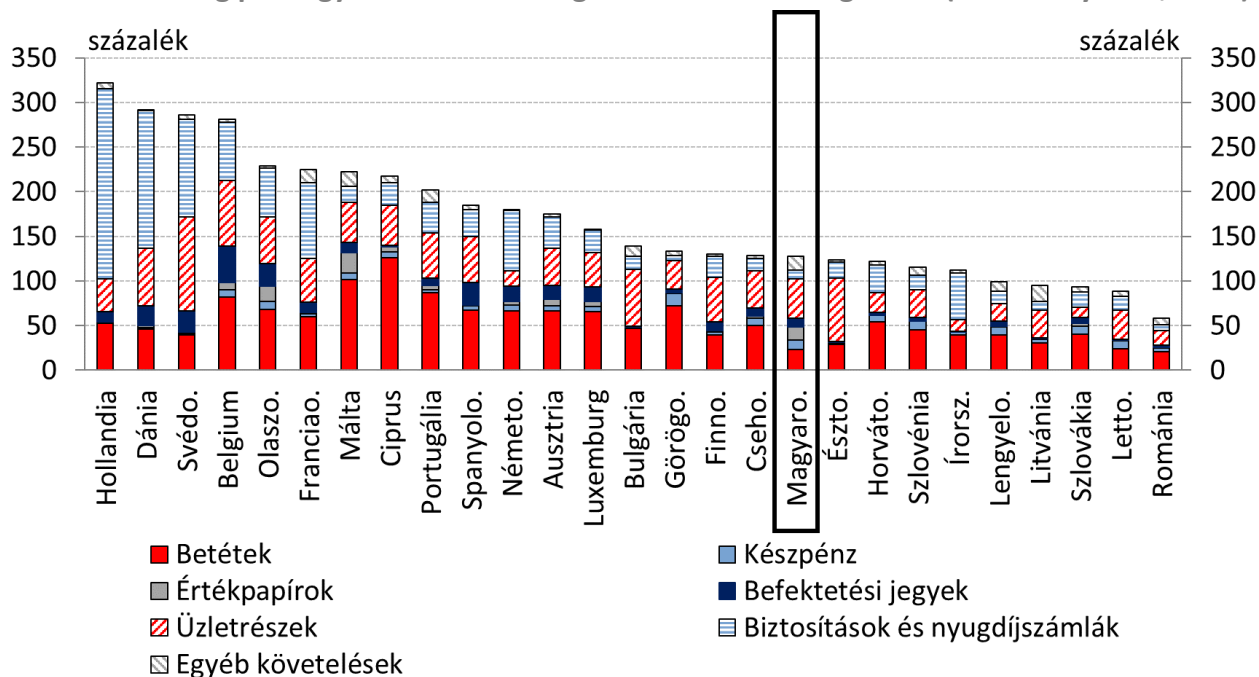
5. ábra: A háztartási szektor nettó pénzügyi megtakarítása az EU országokban
(GDP arányában, 2019)



Forrás: Eurostat

Nemzetközi összehasonlításban a magyar lakosság pénzügyi megtakarítása magasnak számít a régióban, ezen belül azonban relatíve magas a készpénzben tartott arány (6. ábra: A lakosság pénzügyi eszközeinek megoszlása az EU országokban (GDP arányában, 2018)). Magyarországhoz hasonlóan az EU többi országában is az üzletrészek és a bankbetétek teszik ki a pénzügyi eszközök legnagyobb részét. Ugyanakkor még ezzel együtt is, a bankbetétek az EU és a régió országaihoz viszonyítva egyaránt kisebb szerepet töltenek be a magyar lakosság vagyonában, a GDP-arányos készpénzállomány viszont az egyik legmagasabbnak mondható. Igaz az utóbbi tendencia kevésbé kedvező, azonban lehetőséget nyújt az egyéb megtakarítási formák felé történő fordulásra. Bár az uniós országokban jellemzően alacsony az értékpapírok szerepe, a magyar háztartások pénzügyi eszközei között viszonylag magas az értékpapír-megtakarítások aránya, ami a jelentős lakossági állampapír-megtakarításhoz kapcsolódik. A lakosság befektetési jegyekben lévő megtakarítása szintén relatíve magasnak tekinthető, ugyanakkor – a fejlettebb országoktól eltérően – alacsony a biztosításokban és nyugdíjszámlákon tartott vagyon, amiben az eltérő nyugdíjpénztári rendszer is közrejátszik.

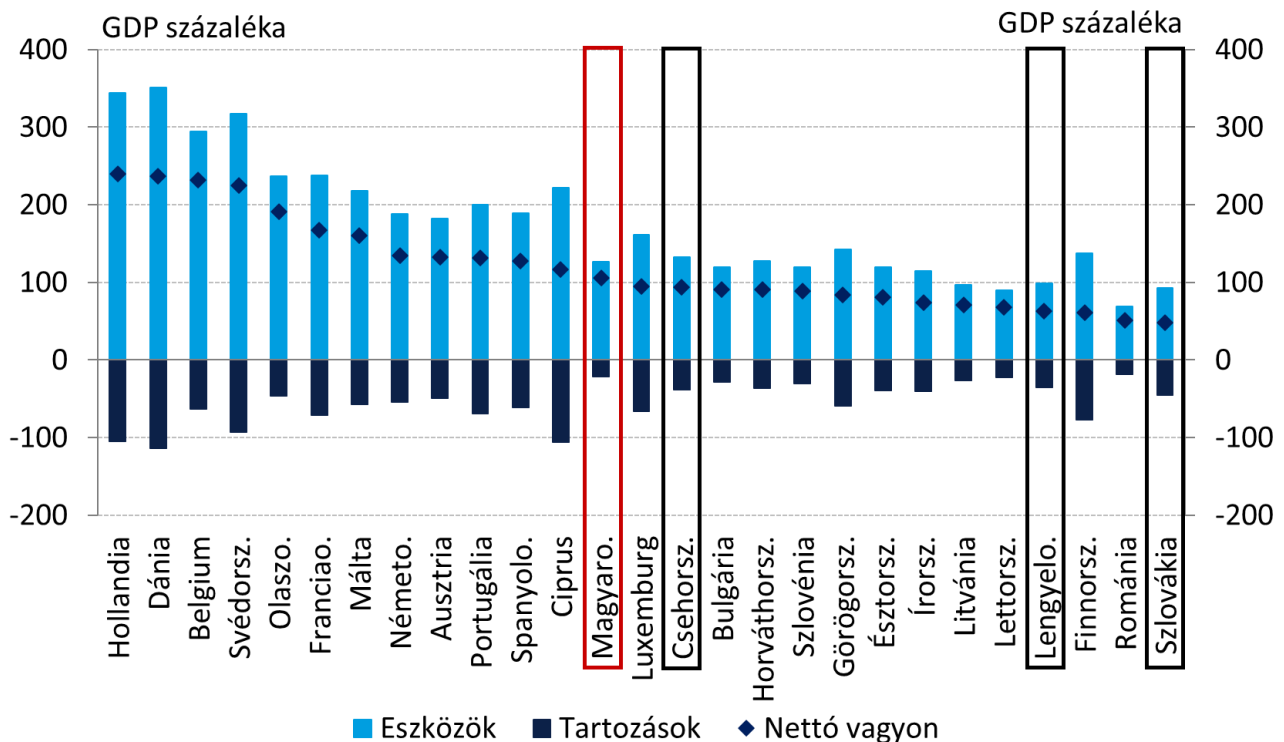
6. ábra: A lakosság pénzügyi eszközeinek megoszlása az EU országokban (GDP arányában, 2018)



Forrás: Eurostat, MNB

Magyarország lakosságának nettó GDP-arányos pénzügyi vagyona 2008 óta több, mint a kétszeresére nőtt, amellyel régiós szinten a legmagasabb arányt érte el 2019-re (7. ábra). A nyugat-európai országok – a magasabb jövedelem és fejlettebb pénzügyi intézményrendszer miatt – jellemzően magasabb pénzügyi eszköz- és hitelállománnyal rendelkeznek, mint a felzárkózó gazdaságok. Ez utóbbiak körében Magyarországon a GDP-arányos nettó pénzügyi vagyon a legmagasabb, amit az 1. Fejezetben részletezett folyamatok magyaráznak. A viszonylag magas és emelkedő nettó pénzügyi vagyon jelentősen javította a magyar gazdaság sokkellenálló-képességét, hozzájárulva egy új, hangsúlyosabban belső megtakarításokra építő növekedési modell megalapozásához.

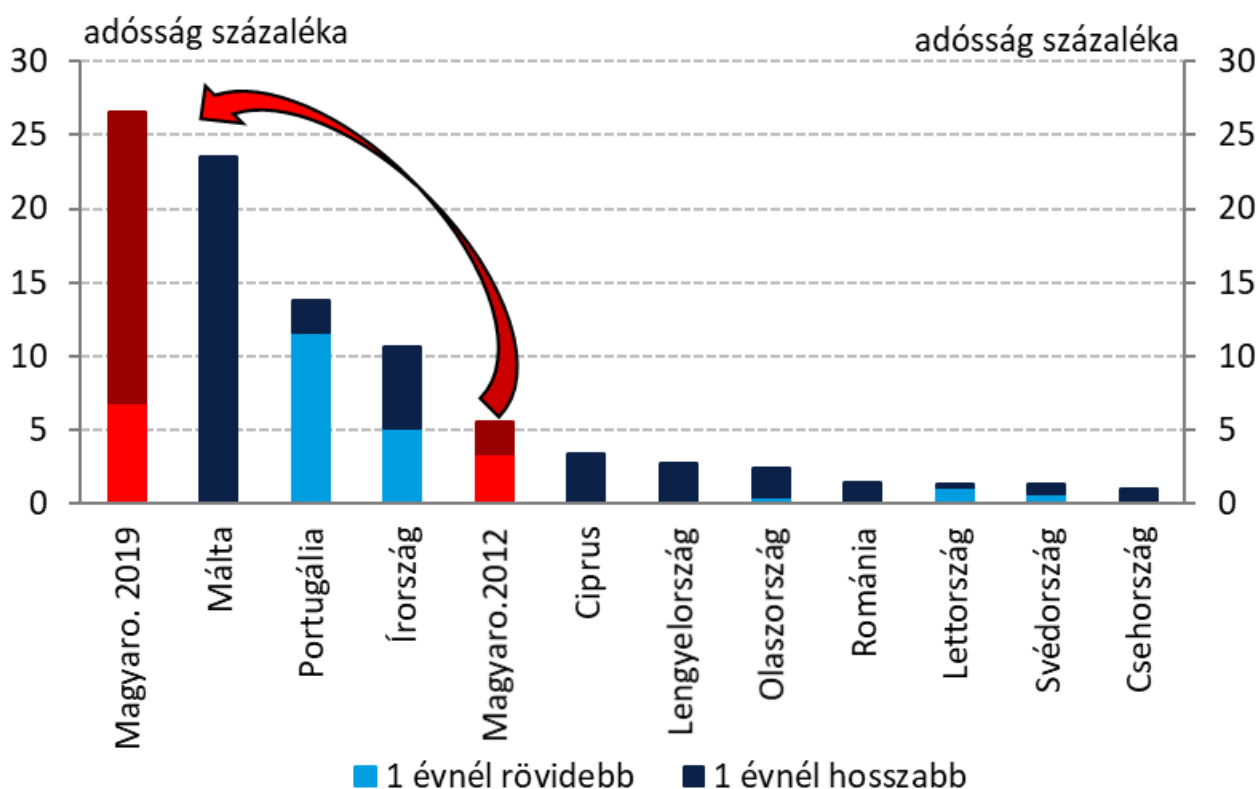
7. ábra: GDP-arányos bruttó és nettó pénzügyi vagyon, bruttó tartozások az EU országokban (2019)



Forrás: MNB, Eurostat

A belső források bevonását támogató adósságstratégiának köszönhetően az Európai Unió tagországai közül 2019-ben Magyarországon volt a legmagasabb a lakosság közvetlen tulajdonában lévő állampapír-állomány aránya, amely mintegy 27 százalékot tett ki (8. ábra). Az európai országokban általában alacsony a háztartások (és a lakosságot segítő nonprofit szervezetek) közvetlen részaránya az államadósságon belül. 2019-ben ez az arány a 10 százalékot csak Magyarországon, Máltán, Portugáliában és Írországban haladta meg, de a 2 százalékos részarányt is csak további három ország (Ciprus, Lengyelország és Olaszország), azaz összesen hét ország lépte át. A hazai megtakarításokra épülő adósságszerkezet eredményeképpen javultak Magyarország külső sérülékenységi mutatói és kedvezőbb lett a nemzetközi megítélése, ami megmutatkozik a hitelminősítői döntések indoklásában is.

8. ábra: Lakosság állampapír-állománya az államadósságon belül az EU országokban (2019)



Forrás: MNB, Eurostat

Megjegyzés: Csak azokat az országokat tüntettük fel, ahol a háztartások által birtokolt államadósság magasabb 1 százaléknál.

A fejezet Csontos Orsolya – Sisak Balázs „Nem is gondolnád, milyen sokat tesznek félre a magyarok”; Boldizsár Anna – Koroknai Péter „Nem is gondolnád, mi mindent tettek félre a magyarok”; Gerlaki Bence – Sisak Balázs „Megtakarításban már a régió élmezőnyéhez tartozunk” és Nyári Orsolya, Kuti Zsolt és Stenger Zsolt „A MÁP Plusz az élre repítette Magyarországot” című szakmai cikkeinek felhasználásával készült.

3. FEJEZET

A FINANSZÍROZÁSI SZERKEZET ÉS A FENNTARTHATÓ FELZÁRKÓZÁS KAPCSOLATA

A hazai gazdaságpolitika egyik legfontosabb célja a fenntartható felzárkózási pálya biztosítása, ami azt jelenti, hogy a növekedés és a felzárkózás makropénzügyi egyensúly mellett valósul meg. Mind a 2008-as pénzügyi válság tanulságai, mind a nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy azok a felzárkózási modellek lehetnek sikeresek, amelyek nagyban támaszkodnak a belső megtakarításokra, azon belül is a lakosság megtakarításaira. Ennek jegyében hazánk 2013-tól új növekedési modellre tért át, amelyben a növekedés fenntartható módon – magas belföldi megtakarításokra és beruházási rátára alapozva – valósult meg. Ennek köszönhetően hazánkban a 2019-ig tartó növekedési periódusban a gazdasági növekedés a makropénzügyi egyensúly megteremtése és fenntartása, azaz pozitív külső finanszírozási képesség mellett ment végbe.

A hazai gazdaságpolitika egyik legfontosabb célja a fenntartható felzárkózási pálya biztosítása.

Ahhoz, hogy Magyarország felzárkózási pályája tartósan sikeres legyen, egyszerre kell biztosítani a dinamikus gazdasági növekedést és a makropénzügyi egyensúlyt, amelyben – ahogy arra a 2008-as pénzügyi válság tapasztalatai rámutattak – meghatározó szerepet játszanak az alábbi tényezők:

- A gyors, de fogyasztás-vezérelt, nagyrészt külső forrásokból finanszírozott és eladósodáson alapuló gazdasági növekedés rendkívül sérülékennyé tehet egy gazdaságot. Ezzel szemben a nemzetközi és gazdaságtörténeti tapasztalatok alapján azok a felzárkózási modellek bizonyultak sikeresnek, amelyekben olyan, hosszú távú növekedést támogató **beruházások valósultak meg, amelyek döntően belső megtakarításokra támaszkodtak.**
- A külső forrásokból és hitelből finanszírozott, túlzott fogyasztás következményeként kialakuló nagymértékű, tartós folyó fizetési mérleg hiány a gazdaság működésének egyensúlytalanságát és a növekedés fenntarthatatlanságát jelzi. (Mindazonáltal egy kis, nyitott, fejlődő, tőkeállományban még relatíve szegény gazdaságban a rentábilis beruházások – szükség esetén – megvalósulhatnak külső forrásokból is.) Emiatt a folyó fizetési mérleg alakulásának egyre inkább meghatározó szerepe van a gazdaságok befektetői megítélésében és hitelminősítésében, ezért is **kulcsfontosságú a folyó fizetési mérleg egyensúlyának megőrzése (részletesen lásd: 4. Fejezet).**
- Mindezekkel összefüggésben a tisztán **külső forrásokra épülő finanszírozás számos kockázattal jár.** Például, ha az államháztartás finanszírozási igényének biztosítása jelentős részben támaszkodik külső forrásokra, releváns veszélyt jelent, hogy a külföldi intézményi befektetők hajlamosak koncentrált, gyors portfólióátrendezésre; ezzel szemben a belföldi szereplők nagyobb valószínűséggel tartják lejáratig állampapírjaikat, így stabilabb finanszírozási forrást jelentenek („home bias”), ezáltal erősítik a gazdaság sokkellenálló-képességét (részletesen lásd: 5. Fejezet).

A pénzügyi válság tanulságai és a nemzetközi tapasztalatok alapján azok a felzárkózási modellek voltak sikeresek, melyek nagyban támaszkodtak a belső megtakarításra

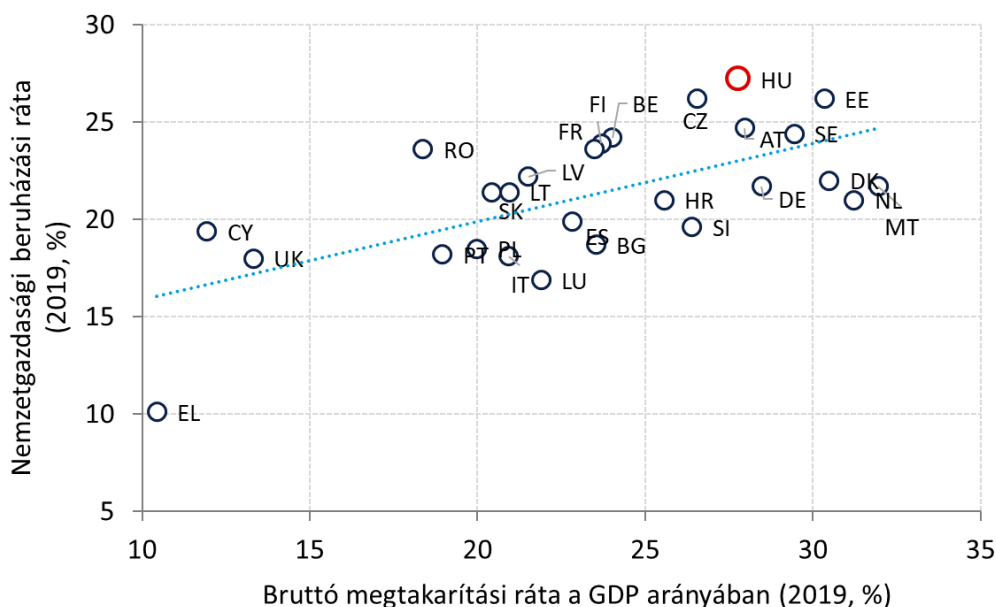
A pénzügyi válság tapasztalatai alapján a háztartások pénzügyi megtakarításának alakulása kiemelten fontos egy ország fenntartható növekedésének szempontjából. Jellemzően a belföldi lakosság pénzügyi megtakarításai jelentenek stabil forrást a hosszú távú növekedés biztosításához szükséges beruházások számára. A növekedés fenntarthatóságának szempontjából szerencsésebb, ha ezt a forrást belső, lakossági megtakarítás biztosítja, hiszen – mint azt a pénzügyi válság is megmutatta – a külső forrásokra támaszkodó növekedés a globális kockázati étvágycsökkenése esetén igen sérülékennyé teheti egy ország gazdaságát. A pénzügyi megtakarításokon belül makrogazdasági szinten az ún. nettó pénzügyi megtakarítás alakulása kap kiemelt figyelmet, hiszen végső soron a pénzügyi eszköz-felhalmozás (például betételhelyezés, állampapír-vásárlás) és a hitelfelvétel különbsége, azaz a nettó pénzügyi megtakarítás mutatja meg azt, hogy a lakosság mekkora forrást tud biztosítani a gazdaság többi szereplője számára.

A nemzetközi példák is azt mutatják, hogy a lakossági megtakarítások szerepe a felzárkózás folyamatában és a fenntartható növekedésben kulcsfontosságú. A közepesen fejlett státuszról kikerülő országok (middle income trap) sikerességének egyik kulcsa a magas belföldi megtakarítás. A lakosság pénzügyi megtakarítása ugyanis több tényezőn keresztül is támogatja a növekedést és az önfinanszírozást. A szakirodalom szerint és a nemzetközi példák alapján a beruházások szintje azokban a gazdaságokban magas, ahol magas a belföldi megtakarítási ráta (9. ábra) – a háztartások ugyanis (közvetlenül vagy közvetve a bankokon keresztül) forrást biztosítanak a vállalatoknak. A megtakarításokból megvalósuló beruházások³ pedig a termelékenység növekedésén keresztül növelhetik a potenciális kibocsátást⁴, ami gyorsabb felzárkózást eredményezhet. Emellett a belső megtakarítás különösen fontos magas államadósságszintnél, mivel a lakossági megtakarítás az állam finanszírozásának támogatása révén a külföldi forrásokra való ráutaltságot is mérsékli. Továbbá a lakosság pénzügyi vagyonának növekedése, az öngondoskodás erősödése lehetővé teszi a háztartások számára a fogyasztásimitást, ami különösen fontos a demográfiai változások korában, illetve válságperiódusokban. Vagyis összességében a belföldi megtakarítások kedvezően hatnak a gazdaságra és számos lehetőséget biztosítanak az ország (ön)finanszírozására.

³ Az egyik legismertebb empirikus tanulmány (Feldstein-Horioka, 1980) szerint a belföldi megtakarítások és belföldi beruházások között erős pozitív kapcsolat mutatkozik.

⁴ Erről részletesen lásd: MNB (2014) – Növekedési jelentés 3-1. keretes írás, illetve Gál (2007) – Gál Péter: Kedvezőtlen beruházások – növekedési kockázatok?, MNB Szemle

9. ábra: GDP arányos nemzetgazdasági beruházási és megtakarítási ráta (2019)



Forrás: KSH alapján MNB

Az elmúlt években hazánkban a gazdasági növekedés fenntartható módon, hazai forrásokra támaszkodva valósult meg

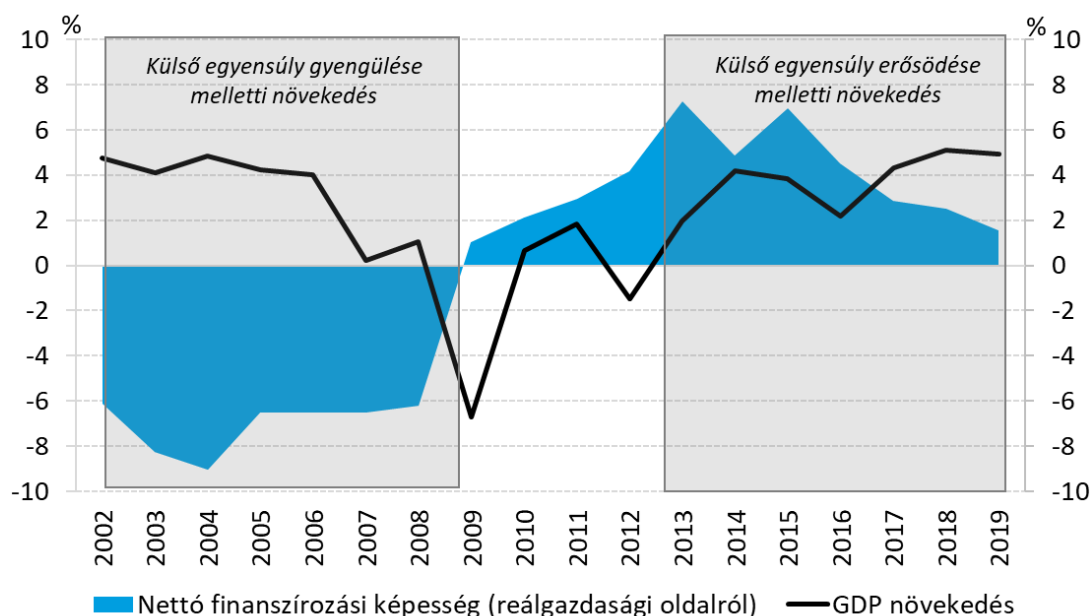
A magyar gazdaság az elmúlt években új növekedési modellre tért át, amelyben a magas megtakarítási és beruházási ráta lett a növekedés alapköve. Ha a fogyasztási kiadások relatív szintje tartósan meghaladja az ország relatív gazdasági fejlettségét, az sok esetben a növekedés fenntarthatóságát kérdőjelezi meg. Így volt ez Magyarországon például a 2002 és a 2007 közötti időszakban: a hazai végső fogyasztás jelentősen magasabb volt EU-s viszonylatban, mint az egy főre jutó GDP-ben mutatott relatív helyzetünk, ami később jelentős jóléti veszteségeket, mély gazdasági és társadalmi problémákat okozott a pénzügyi válság éveiben.

A jövedelmek és a jólét hosszú távú, fenntartható növekedését a beruházásoknak és az ezeket finanszírozó belföldi megtakarításoknak a megfelelő szintje biztosíthatja. A magyar gazdaságban az elmúlt évtizedben a fogyasztás fenntarthatatlan növekedése helyett a magas megtakarítási és beruházási ráta lett a növekedés új alapköve. Ezzel összhangban a fogyasztás növekedése mellett a beruházások is érdemben emelkedtek 2013 és 2019 között (egy átmeneti megtorpanástól eltekintve), így a nemzetgazdasági beruházási ráta 2019-re historikusan legmagasabb szintjére (27,2 százalék) emelkedett, amely Európa élmezőnyébe tartozik. Érdekes emellett kiemelni, hogy a 2010-es évek második felében a lakosság megtakarítási attitűdje jelentősen megváltozott és a GDP-arányos megtakarítási ráta is számottevően emelkedett (részletesen lásd: 1. Fejezet).

Mindezeknek köszönhetően a 2013-2019 közötti növekedési periódusban magyar gazdaságtörténeti sikernek lehettünk tanúi: a gazdasági növekedés pozitív külső finanszírozási képesség mellett valósult meg. A fentiekkel párhuzamosan a növekedés finanszírozási modellje is jelentősen

átalakult 2013-at követően. A korábbi növekedési periódusokban a növekedés forrását alapvetően a külföldi források adták, így a gazdasági bővülés magasabb külső tartozásmutatókkal, vagyis az ország külső sérülékenységének emelkedésével párosult. Mindazonáltal egy kis, nyitott, fejlődő, tőkeállományban még relatíve szegény gazdaságban *bizonyos mértékig* természetes folyamat, ha a gazdasági növekedés beindulásához szükséges rentábilis beruházások külső forrásokból valósulnak meg. Az adósságból finanszírozott növekedés azonban tartósan nem fenntartható: a külső egyensúlyi pozíció javulása később csak növekedési áldozat mellett következhetett be. A 2019-ig zajló növekedési periódusban a koronavírus megjelenéséig ezzel szemben a külső finanszírozási képesség pozitív volt és a külső adósságmutatók is számottevően korrigálódtak – annak köszönhetően, hogy a vizsgált felzárkózási időszakban a növekedés döntően belső, hazai forrásokon alapult (10. ábra).

10. ábra: A magyar gazdaság növekedési periódusai és a GDP arányos külső finanszírozási képesség (reálgazdasági oldalról)



Forrás: MNB

A magas megtakarítási ráta kulcsfontosságú a koronavírus-válságot követő kilábalás fenntartható módon való megvalósulásához, azonban a megtakarítások szerkezetében még van tér optimalizációra. Az elmúlt évek dinamikus növekedési periódusa a 2020-ban megjelenő koronavírus által okozott válság miatt megtorpant, így ezt követően az elsődleges feladat a növekedés helyreállítása. Előretekintve azonban kulcsfontosságú, hogy a felzárkózás ezúttal is a külső-belső, illetve a makro és pénzügyi egyensúly megőrzése mellett folytatódjon, amelyhez elengedhetetlen, hogy a háztartások pénzügyi megtakarítása magas szinten stabilizálódjon (*részletesen lásd: 1. Fejezet*). Mindazonáltal a megtakarítás szerkezetének optimalizációja további lehetőségeket rejt magában: az európai szinten magas készpénzállomány visszaszorításával felszabaduló források például hatékonyabban hasznosulhatnak a gazdasági vérkeringésbe visszakerülve. Az állam belső finanszírozásának erősödése vagy a vállalatok kedvezőbb forrásellátottsága ugyanis kedvezően hatna az ország megítélésére és a gazdasági növekedésre.

A fejezet Csontos Orsolya – Sisak Balázs „Nem is gondolnád, milyen sokat tesznek félre a magyarok”, Koroknai Péter „A fenntartható növekedés záloga: a lakossági megtakarítás”, Boldizsár Anna – Kékesi Zsuzsa „A külső egyensúlyi mutatókban a régió élmezőnyében” és Balatoni András – Rippel Géza „Fogyasztás helyett a megtakarítások és a beruházások a hosszú távú jólét alapjai” című szakmai cikkeinek felhasználásával készült.

4. FEJEZET

AZ ÖNFINANSZÍROZÁS JELENTŐSÉGE

A 2008-ban kirobbant pénzügyi válság sérülékeny állapotban érte a magyar gazdaságot, így 2010 után kiemelt gazdaságpolitikai célként jelent meg az ország külső sérülékenységeinek csökkentése, a külső pénzügyi függés mérséklése. Az elmúlt években az MNB Önfinszírozási programja és a lakossági állampapír-vásárlások felfutása jelentősen támogatta az állam külső és devizaadósságának mérséklődését, valamint az ország külső sérülékenységeinek csökkenését, amelyekkel párhuzamosan erősödött a gazdasági stabilitás. A külső sérülékenységi mutatók javulása a 2015 tavaszától emelkedő hitelminősítésekben is jelentős szerepet játszott. A koronavírus válság okozta piaci turbulencia idején a 2019-ben megújított lakossági állampapír-stratégia bizonyította a belső forrásokból történő finanszírozás szerepének felértékelődését, megfelelő mozgásteret nyújtva a válságkezelő lépések következtében hirtelen megugró finanszírozási igény biztosításához a nagybani forint- és devizakötvény piacon egyaránt.

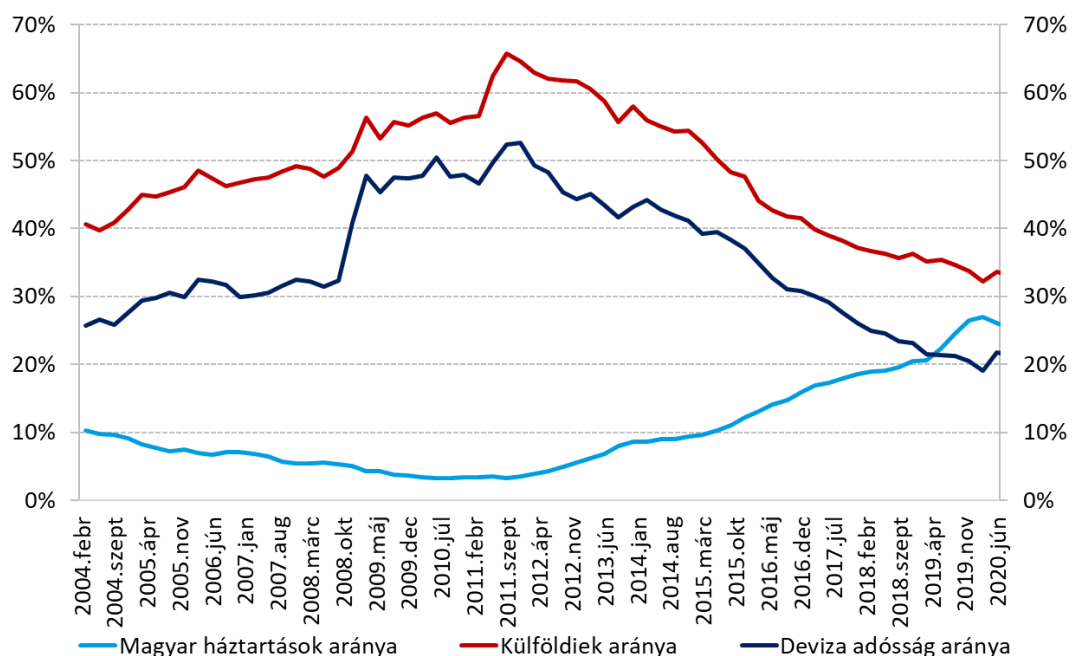
A 2008-2009-es pénzügyi válságtól az önfinszírozásig

A 2008-ban kirobbant globális pénzügyi válság a magas államadósság, valamint a külföldi és devizaforrásokra való túlzott ráutaltság miatt sérülékeny állapotban érte a magyar gazdaságot. A külső sérülékenység egyik fő forrása az volt, hogy a belföldi szektorok alacsony kockázatvállalási hajlandósága, az állampapírpiactól inkább távolmaradó hitelintézetek, illetve a háztartások jelentős eladósodottsága következtében visszaszorultak a hazai befektetők, a külföldiek pedig egyre erőteljesebb szerephez jutottak az állam finanszírozásában. A válság rámutatott a külső tartozás- és egyensúlyi mutatók fontosságára, valamint arra, hogy a meghatározó külföldi részarány komoly megújítási kockázatot hordoz, mind a forintban, mind a devizában fennálló külföldi adósságállomány esetében: a külföldi szereplők 2008 őszén a jelentős mértékű állampapír-állományuk gyors leépítésébe kezdtek, ami számottevően szűkítette az állam forrásszerzési lehetőségeit, a külső sérülékenység pedig államcsödközeli helyzetet eredményezett. A korábban is magas külső adósság és a devizaadósság aránya a válság éveiben tovább nőtt, ugyanis 2008 novemberétől 2009 végéig Magyarország összesen 14,4 milliárd euro összegű hitel lehívására kényszerült az IMF-EU által biztosított hitelkeretből.

A magyar gazdaság külső sérülékenységének csökkentése, a nemzetközi szervezetektől független adósságfinanszírozás és az ország külső pénzügyi függésének mérséklése kiemelt gazdaságpolitikai célként jelent meg a 2010 utáni időszakban. A magas külső forrásbevonást és az egészségtelen adósságstruktúrát a nemzetközi pénzügyi és hitelminősítő intézmények, valamint a befektetők is kiemelt kockázatként jelölték meg értékeléseikben. A külső eladósodottság csökkentése és a makrogazdasági kockázatok kezelése több gazdaságpolitikai programnak is céljává vált. A piaci alapú forrásbevonáshoz való visszatérés devizakötvény kibocsátásokkal kezdődött meg, majd a devizakitettség csökkentésének eléréséhez nagy forintkötvény-sorozatok meghirdetése indult. Ennek következtében azonban – a belső állampapír-

kereslet elégtelensége miatt – jelentős forint állampapír-állomány került nagy külföldi tulajdonosokhoz. Ezt a helyzetet felismerve a magyar gazdaságpolitika a hazai források erőteljesebb bevonását tűzte ki célul az államadósság finanszírozásában: az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) újonnan bevezetett, lakossági állampapír konstrukciói kedvezőbb feltételeket biztosítottak a lakossági befektetők számára, így elindulhatott a hazai háztartások állampapír-piaci jelenlétének növelése (részletesen lásd: 6. Fejezet), az MNB Önfinszírozási programja pedig a hazai bankok állampapír-keresletét növelte. E folyamatok következményeként fokozatosan lehetővé vált a nemzetközi szervezetektől felvett hitelek teljes törlesztése, a piaci finanszírozásra való átállás és a külső kitettséghez kapcsolódó finanszírozási kockázatok mérséklése.

11. ábra: Hazai háztartások és külföldi tulajdonosok, valamint a devizaadósság részaránya a teljes államadósságban



Forrás: MNB

Az önfinszírozási koncepció kezdetben a külső sérülékenység csökkentését célzó gazdaságpolitikai intézkedések, illetve az ehhez kapcsolódó jegybanki lépések egymást kiegészítő megvalósítását jelentette. Mivel a korábbi növekedési periódusokban a növekedés forrása alapvetően külföldi forrásokhoz kötődött, a gazdasági növekedés a külső tartozásmutatók (például külső adósság) és egyúttal az ország külső sérülékenységének emelkedésével párosult. Ezzel szemben a 2013 óta megfigyelhető dinamikus hazai növekedési periódusban már a folyó fizetési mérleg egyenlegének tartós többlete és a külső adósságműtatók számottevő korrekciója valósult meg azáltal, hogy a felzárkózási időszak döntően hazai forrásokra támaszkodott (részletesen lásd: 3. Fejezet). A külső sérülékenység mérséklésére irányuló intézkedéseket, amelyek különösen a belföldi forrásokból

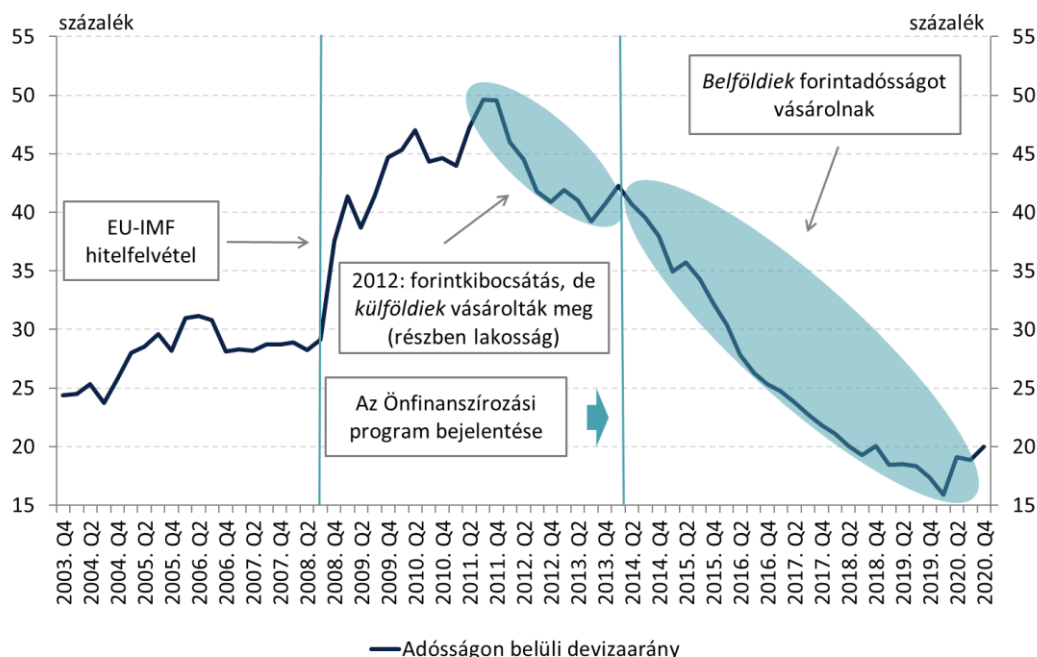
történő finanszírozás erősítését szolgálták, és amelyek a gazdasági szereplők tartós és kölcsönös együttműködése révén valósultak meg, összefoglaló néven önfinanszírozási koncepciónak nevezzük. Mindez a fenti folyamatok elindításával kezdődött, 2014-től pedig a jegybanki Önfinanszírozási program keretében ösztönzött, a külföldi és devizaadósság hazai forrásból történő megújítását lehetővé tevő bankrendszeri szerepvállalással vált teljessé. A jegybanki eszköztár átalakításával és megújításával az MNB kiszorította a bankszektor felesleges likviditását a jegybanki eszközökből és azt az elfogadható fedezeti értékpapírok, azon belül is főként az állampapírok piacára terelte. A program sikere MNB - ÁKK kooperációval valósulhatott meg, az adósságkezelő ugyanis a lejáró devizaadósságot megfelelő mennyiségű forint állampapír-kibocsátással finanszírozta, így a banki kereslet a jegybanki lépések révén igazodni tudott a kínálati oldal változásaihoz.

Az Önfinanszírozási program és a lakosság szerepe az adósságfinanszírozásban

Az önfinanszírozás deklarált célja a külső sérülékenység csökkentésének megvalósulása, amihez főként a bruttó külső adósság és az államadósság devizaarányának mérséklődése, valamint az államadósság tulajdonosi szerkezetének átalakulása járult hozzá.

Az Önfinanszírozási program révén érdemben mérséklődött a bruttó adósságon belüli devizaarány. A lejáró devizaadósság megemelt forint-állampapír kibocsátásból történt megújításának köszönhetően megváltozott az államadósság finanszírozási szerkezete, javult a devizaösszetétele, valamint csökkent a devizaárfolyamok változására való érzékenysége. 2014 közepétől a magyar államnak a nemzetközi hitelek törlesztéséhez, valamint a devizakötvény-lejáratok refinanszírozásához nem volt szüksége nettó értelemben devizaforrás bevonására, ennek köszönhetően *az ÁKK 2014 és 2016 között összesen mintegy 11 milliárd eurónyi devizaadósságot törlesztett forintforrásokból* anélkül, hogy jelentősebb összegű devizakötvény kibocsátásra került volna sor a nemzetközi piacokon. Az önkéntes banki alkalmazkodás nagyban hozzájárult ahhoz, hogy az államadósság finanszírozásán belül *2016 végére 25 százalékra*, a belföldi finanszírozás további erősödésével *2020. március végére 15,9 százalékra csökkent a központi költségvetés devizában fennálló adósságállománya* a 2014 I. negyedév végi 42,2 százalékos szintről. A devizaarány a 2020. tavaszi devizakibocsátást követően is csupán 20 százalék közelébe emelkedett, és a tavalyi év végén is ekörül alakult (12. ábra).

12. ábra: Központi költségvetésen belüli devizaarány alakulása



Forrás: MNB

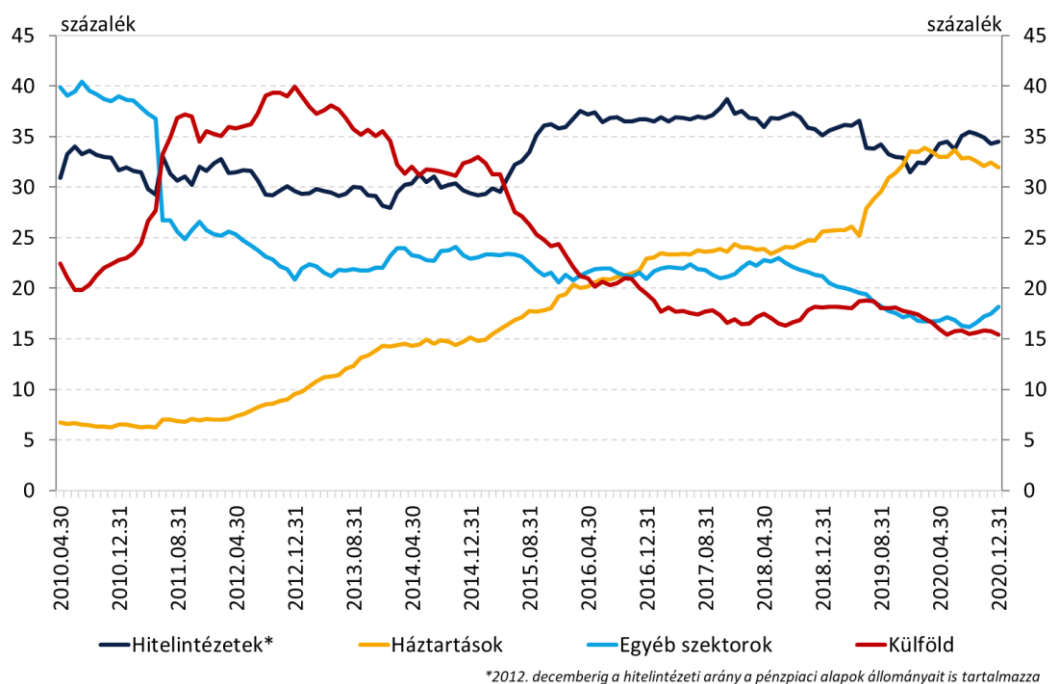
Az önfinszírozás révén felgyorsult az állam külső adósságának csökkenése és folytatódott a nemzetgazdaság bruttó külső adósságának mérséklődése. Összességében Magyarország GDP arányos bruttó külső adóssága több mint 35 százalékkal mérséklődött 2008 vége és 2020 szeptembere között, míg a GDP-arányos nettó külső adósságnál a csökkenés mértéke 42 százalék volt. Egy ország bruttó külső adóssága azt mutatja meg, hogy a gazdaság szereplői mennyi külföldi adósságot halmoztak fel. A mutató sérülékenységi szempontból azért fontos, mert külső sok esetén a külföldi források gyorsan elhagyhatják a gazdaságot, valamint a külföldi befektetők és hitelminősítők gazdasági folyamatokról kialakított képét is nagyban meghatározza. Túlzott mértéke tehát egyben megújítási kockázatot is jelent, ami pénzügyi feszültségekhez – a kockázati felárak emelkedésén keresztül hozamemelkedéshez, illetve a devizaárfolyam túlzott volatilitásához – vezethet. Fontos szerepe van a nettó külső adósságnak is, ami a tartozások mellett figyelembe veszi azt is, hogy mennyi külföldön befektetett adósság jellegű eszközzel rendelkeznek a gazdaság szereplői. Magyarországon a 2008-at követően kialakuló jelentős finanszírozási képesség az ország külső adósságának csökkenésében is tükröződött. A *nemzetgazdaság bruttó külső adóssága* az Önfinszírozási programot követően 70 százalék körüli GDP-arányos szintre csökkent, 2020. III. negyedév végén pedig 56 százalék körül alakult. Az *állam bruttó külső adóssága* 2015 folyamán indult erőteljes csökkenésnek: a 2014 eleji 50 százalék feletti szintről 2016 végére 38 százalékos GDP-arányos szintre csökkent, 2020. III. negyedév végéig pedig 33 százalékra mérséklődött. A bankszektor alkalmazkodása az önfinszírozáson túl is folytatódott, amelyben a *forintosítás* és a *makroprudenciális intézkedések* is szerepet játszottak.

Az Önfinszírozási program intézkedéseinek hatására az államadósságon belüli hazai tulajdonosi arány jelentősen növekedett. A jegybanki eszköztár átalakítása érdemben hozzájárult a hazai bankrendszer forint-állampapír keresletének növekedéséhez, aminek következtében jelentős mértékben átrendeződött a forint állampapírok tulajdonosi struktúrája (13. ábra). A hitelintézeti szektor forint állampapír állománya 2400 milliárd forinttal emelkedett a program kezdetétől 2016 végéig, a trend pedig ezt követően is folytatódott. A banki vásárlások jelentős része (közel 90 százaléka) a hosszabb futamidejű, fix kamatozású államkötvényekre irányult, a futamidő hosszabbodása miatti kamatkockázat mérséklésére a bankok jegybanki IRS-eszközt vehettek igénybe az aukcionált futamidőkhöz igazodó lejáratokon. Az ÁKK együttműködése révén a forintpiaci kibocsátási stratégia is támogatta az átlagos hátralevő futamidő hosszabbodását.

Mindezek hatására a bankok forint állampapírjainak átlagos lejáratig hátralevő futamideje 2,8 évről 2016 végére közel 4 évre emelkedett; a belföldi szektoroknál lévő állomány futamideje jelenleg 5 év körüli. A hitelintézetek részarányának 2018 ősze és 2019 vége közti időszakban bekövetkezett mérséklődéséhez a lakossági szereplők térnyerése, valamint az is hozzájárult, hogy az ÁKK a MÁP Plusz bevezetését követő hónapokban több mint 500 milliárd forint értékben vásárolt vissza lakossági állampapírokat a forgalmazók saját számlájáról, amelyet a korábban kibocsátott, intézményi szereplők számára nem megújítható lakossági állampapírok lejáratái is erősítettek.

Az elmúlt években a fiskális politika és az önfinszírozást támogató jegybanki programok segítségével a háztartások finanszírozásban betöltött szerepe érdemben erősödött. A belföldi források előtérbe kerülésében az is kulcsszerepet játszott, hogy az ÁKK 2012-től érdemben ösztönözte a lakossági állampapírból történő finanszírozást: egyrészt a megtakarítási formák egyre szélesebb kínálatát nyújtotta a háztartások számára, másrészt a lakossági papírok vonzerejének növekedését a piaci papírokhoz képesti kamatfelár emelkedésével igyekezett elérni *(részletesebben lásd: 6. Fejezet)*. A háztartások állampapír-állománya jelentősen bővült az elmúlt években, forintpiaci arányuk különösen a 2015-2016-os években emelkedett számottevően (13. ábra), majd az ezt követő lassulás időszakában a kedvező belföldi folyamatok folytatásához, különösen a lakossági vásárlások arányának emeléséhez a lakossági állampapír-stratégia újragondolására volt szükség. A 2019 elején meghirdetett stratégiai cél, azaz a lakossági állampapír-állomány öt éven belüli megduplázása, és az ezt követően bevezetésre került MÁP Plusz a kezdetektől aktívan támogatja az állami finanszírozás stabilitását, jelentősebben alakítva a főbb befektetői csoportok forintpiaci arányait: a háztartások részaránya 7 százalékkal 32 százalékra emelkedett, a hitelintézeteké némileg azonban mérséklődött, 35 százalék körül alakult 2020 végén. A MÁP Plusz nem csak tehermentesíti a piaci szereplők számára szervezett (ún. nagybani) kibocsátásokat, hanem a koronavírus járvány okozta bizonytalanság idején hozzájárult az állam finanszírozási igényének biztosításához, ami kiszámíthatóbb, stabilabb finanszírozást tesz lehetővé. A háztartások közvetlen tulajdonában mintegy 9000 milliárd forintnyi állampapír volt 2020. december végén.

13. ábra: Tulajdonosi szektorok aránya a forint állampapírok piacán



Forrás: MNB

**Megjegyzés: 2012. decemberig a hitelintézeti arány a pénzügyi alapok állományait is tartalmazza*

Az állam teljes értékpapír-adósságának több mint 70 százaléka belföldi tulajdonban van. A teljes, devizaadóssággal együtt (névértéken) számolt értékpapír-adósságon belül a belföld-külföld aránya a 2014 eleji 50-50 százalékos szintről 2016 végére 63-37 százalékra változott, előző év végén pedig 71-29 százalékot tett ki. A külföldiek egyharmad közeli forintpiaci részaránya az Önfinszírozási program alatt, de különösen 2015-től jelentős mérséklődésnek indult, majd 2018-ban elérte a 16 százalékot, ami a lakossági finanszírozás elmúlt egy évben történt térnyerésével ismét ezen a szinten stabilizálódott. A hitelintézeteken és háztartásokon felül az egyéb belföldi szektorok közé tartoznak többek között a biztosítók, a nyugdíjpénztárak, a befektetési alapok, az egyéb pénzügyi közvetítők, de az MNB is. Ezen intézmények aránya egy 20-25 százalék közötti szűk sávban ingadozott az Önfinszírozási program kezdetétől, fokozatos csökkenés azonban már 2018 közepétől megfigyelhető, ami a MÁP Plusz közvetett tulajdonosi struktúrára gyakorolt hatása miatt 2019 tavaszától felgyorsult, így 2020 nyarára 16 százalékos szintre süllyedt. A 2020 végére emelkedő trendet mutató egyéb szektorok aránya az MNB állampapír-vásárlásait tükrözik.

Az önfinszírozási folyamatoknak köszönhetően csökkent az ország külső sérülékenysége, erősödött a pénzügyi stabilitás és javult Magyarország nemzetközi megítélése. A hazai makrogazdasági környezet és a fiskális mutatók (pl. államadósság, költségvetési hiány) javulásában, valamint a külső sérülékenység jelentős csökkenésében (pl. nettó külső adósság, folyó fizetési mérleg) elért eredményeket a nemzetközi pénzügyi intézmények is elismerték: 2016-ban a három fő nemzetközi hitelminősítő Magyarország adósbesorolását a befektetésre ajánlott

kategóriába emelte vissza és a legutóbbi, 2019 február közepi Standard & Poor's általi felminősítésében is érdemi szerepet játszottak.

Az önfinanszírozás és a lakossági szerepvállalás a koronavírus okozta gazdasági sokk idején is bizonyították stabilizáló szerepüket. Az új típusú koronavírus megjelenése okozta piaci turbulencia több szempontból is tanulságos időszak az államadósság szerkezetével kapcsolatos törekvések tekintetében. Bebizonyosodott például, hogy a belső és azon belül is a lakossági befektetők stabilabb forrást jelenthetnek a külföldi szereplőknél, akik rövid időn belül többszáz milliárd forintos nagyságrendben szabadulhatnak állampapírjaiktól válsághelyzetben (részletesen lásd: 9. Fejezet). Ezen túl a lakossági állampapírállomány 2019-es és 2020 eleji felfutása jelentős mozgásteret teremtett a nagybani forint- és devizakötvény piacon ahhoz, hogy az új típusú koronavírus megjelenését követően a válságkezelő lépések következtében hirtelen megugró finanszírozási igényt az állam ezekről a piacokról gyorsan és a piac túlterhelése nélkül megvalósíthassa.

Felhasznált források:

„Az Önfinanszírozási program első két éve”, Tanulmánykötet, MNB 2016.

„A magyar út – Célzott jegybanki politika” 14. Fejezet: Önfinanszírozási program – jegybanki eszközökkel a külső sérülékenység csökkentéséért, MNB 2017.

„Magyar Nemzeti Bank Jelentés 2013–2019”. 3.D. Fejezet – Önfinanszírozás – intézkedések egy stabilabb gazdaságért,

Matolcsy György: Egyensúly és növekedés, 2020. Második, átdolgozott kiadás, valamint

Kuti Zsolt – Koroknai Péter „Egyszer már sikerült – hogyan duplázható meg a lakossági állampapír-állomány?”,

Boldizsár Anna – Kékesi Zsuzsa „A külső egyensúlyi mutatókban a régió élmezőnyében” és

Balogh – Ligeti – Szórfi „Pozitív kilátások – Milyen tényezőkön múlik a magyar hitelminősítés jövője?” című szakmai cikkek.

5. FEJEZET

LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍROK ÉS A KÜLSŐ SÉRÜLÉKENYSÉG KAPCSOLATA

A 2008-as pénzügyi válság hatására született meg a felismerés, hogy a belső forrásokra támaszkodó állami finanszírozás biztonságosabb és számos előnnyel jár, amelyek jelentősen mérsékelhetik az ország külső sérülékenységét. Az elmúlt években tapasztalt háztartási vagyonnövekedéssel megfelelő mozgástér nyílt a lakossági állampapír-stratégia megújítására, ami az önfinanszírozás újabb mérföldkövét jelentette. A lakossági állampapírok, de különösen a MÁP Plusz térnyerésének köszönhetően javult a magyar gazdaság ellenállóképessége, amely hozzájárult ahhoz, hogy a gazdaságot a 2008-ashoz képest jóval stabilabb helyzetben érte a koronavírus okozta piaci turbulencia. A lakosság irányába történő nyitással diverzifikáltabb finanszírozási szerkezet érhető el, ami egyrészt nagyobb stabilitást jelenthet, amikor eltérő sokkok érik a befektetői csoportokat, másrészt azért is előnyös, mert a szektorok eltérően reagálhatnak a turbulenciára. Harmadrészt a nagybani piaci befektetőkhez képest „elaprózottabb” lakossági befektetésekben is rejlik diverzifikációs hatás, ami miatt a lakossági befektetők egyedi döntései sokkal kisebb hatással vannak az állam finanszírozására, mint a nagy intézményi befektetők egyedi döntései.

A lakossági állampapír-stratégia közel egy évtizede támogatja az államháztartás stabil finanszírozását, ami az önfinanszírozás révén mérsékli a külső sérülékenységet. A 2011 végi kiélezett finanszírozási helyzetet követően a 2012-ben bevezetett állampapír-stratégia fordulópontot jelentett az államadósság szerkezetében és a háztartási megtakarítások aktivizálásában, ugyanis a háztartások állampapír-állományának növelése gazdaságpolitikai prioritássá vált. Ezen stratégia és az MNB 2014-ben elindított Önfinanszírozási programja sikerének következtében a csökkenő pályára álló államadósság szerkezete egyértelműen javult: mérséklődött a külföldiek és a deviza alapú finanszírozás részesedése az államadósság finanszírozásában, míg a lakosság részaránya emelkedett. A háztartási vagyon növekedése részben pénzügyi megtakarításokban testesült meg, így a háztartási megtakarítások egyre nagyobb részt képviseltek az államadósság finanszírozásában. 2012 és 2016 között a háztartások új megtakarításaiknak átlagosan felét állampapír-vásárlásra fordították, míg a lakossági állampapírok kedvező kondíciói a lakosság megtakarítási rátájának magas szintjéhez is hozzájárultak. 2018-ra a lakossági állampapír-vásárlás annak ellenére lelassult, hogy a jelentős béremelkedéssel összefüggésben a pénzügyi megtakarítások nominális bővülése historikus csúcsra emelkedett. Ennek nyomán 2019 júniusában megszületett a MÁP Plusz, amely új lendületet adott a lakossági állampapír-folyamatok és a lakossági megtakarítások erősödésének (részletesen lásd: 6. fejezet).

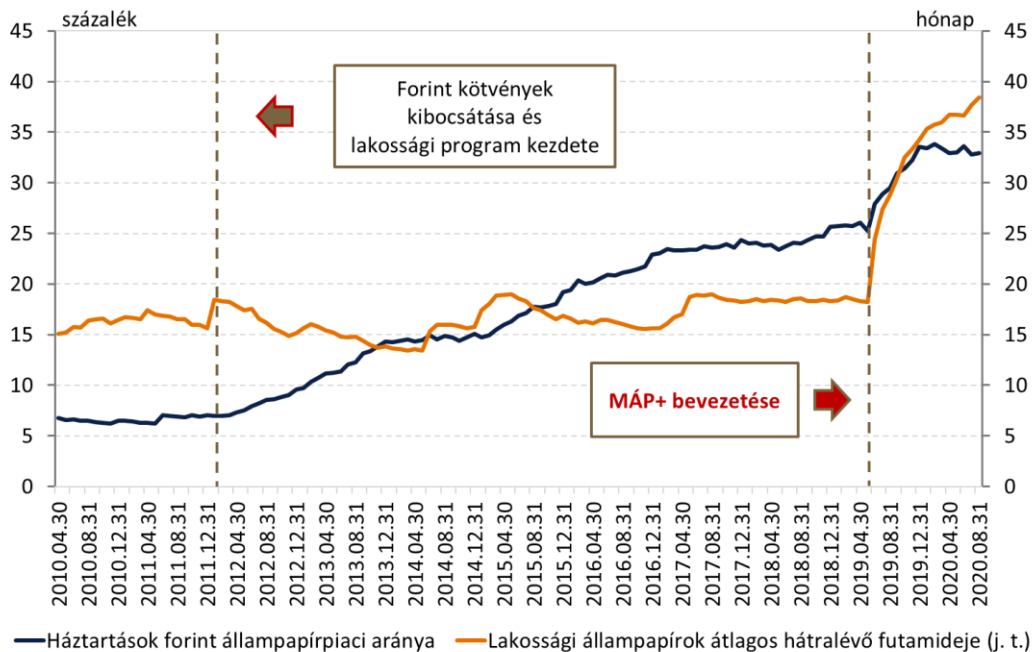
A lakosság aktív szerepvállalásával alacsonyabb külső finanszírozás, csökkenő devizaarány, valamint egészségesebb finanszírozási szerkezet érhető el. A diverzifikáltabb finanszírozási szerkezet azért előnyös, mert nagyobb stabilitást jelenthet olyan esetekben, amikor eltérő sokkok érik a külföldi befektetőket, a hazai intézményi szereplőket és a háztartásokat. Ehhez kapcsolódóan hatékonyabban kezelhetők a turbulens időszakok, mert az egyes szektorok eltérően reagálnak rájuk. A nagy külföldi befektetési alapok például az eddigi tapasztalatok szerint akkor is szabadulni kezhetnek magyar befektetéseiktől, ha egy Magyarországtól független esemény kapcsán romlik a régió, vagy általában a feltörekvő piacok kockázati megítélése, így befektetőik tőke kivonása miatt a magyar állampapírok eladására is rákényszerülhetnek. Ezzel szemben a hazai szektorok belső piacok iránti erősebb elköteleződését feltehetően nem rendíti meg egy távoli feltörekvő országról szóló negatív hír. Az államadósság tulajdonosi szerkezetét vizsgáló, nemzetközi szervezetek által jegyzett (pl. IMF, OECD stb.) tanulmányokban is leírt „home bias” jelenség szerint a hazai befektetők jelenléte hozam- és piacstabilizáló hatású, így válság esetén stabilabb befektetői bázist jelentenek⁵ (lásd még: 4. és 7. fejezet). Ilyen rezidens szereplőnek tekinthetők a háztartások, a hazai hitelintézetek és az egyéb intézményi befektetők. Utóbbi kategórián belül a befektetési alapok, a biztosítók és a nyugdíjpénztárak azt a tulajdonosi kört erősítik, akik jellemzően hosszú távú befektetésekben gondolkodnak, ami az államadósság lejárat szerkezetére és az állam hosszútávú finanszírozási lehetőségeire is kedvezően hat.

További kedvező fejlemény volt, hogy a MÁP Plusz révén az egyre nagyobb súlyú lakossági állampapírok körében is lendületet kapott az átlagos hátralévő futamidő emelkedése. A háztartások állampapír-állománya jelentősen bővült az elmúlt években, forintpiaci arányuk különösen a 2012-es lakossági program meghirdetésével, és 2015-2016-ban emelkedett számottevően (7-ről 15 százalék közelébe, majd 23 százalékra, 14. ábra). A 2018-as átmeneti lassulást követően a MÁP Plusz bevezetése alakította át jelentősebben a forintadósság befektetői szerkezetét: a háztartások részaránya az indulást követő egy évben 26 százalékról 33-34 százalékra emelkedett 2020 nyarára. Ezzel párhuzamosan a többi lakossági papírnál hosszabb lejáratú MÁP Plusz a PMÁP konstrukciót is megelőzve a lakossági állampapírpiac vezető termékévé vált, arra ösztönözve a lakosságot, hogy az alacsonyabb kamatozású és jellemzően rövidebb futamidejű lakossági állampapír befektetéseit (pl. 1MÁP) lecserélje, vagy MÁP Pluszban újítsa meg. Szintén kedvezően hatott a külső sérülékenységre, hogy a MÁP Plusz megjelenésével párhuzamosan a háztartások által finanszírozott államadósság átlagos hátralévő futamideje 2019 júniusától dinamikus emelkedni kezdett, és a korábban jellemző 18 hónapos szintről egy év alatt 38 hónapra nőtt (14. ábra). Ez rendkívül kedvező az államadósság lejárat szerkezetének szempontjából, hiszen a hosszabb futamidejű és hazai pénznemben finanszírozott államadósság biztonságosabb finanszírozási forrást jelent.

⁵ Jochen R. Andritzky: Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter? WP/12/158 IMF Working Paper, 2012;

OECD Sovereign Borrowing Outlook 2013; Maria Demertzis, David Pichler and Bruegel: Whose (fiscal) debt is it anyway? Blog post, 2019

14. ábra: A lakossági befektetők szerepének változása a finanszírozásban



Forrás: MNB

Az államadósság hazai tulajdonba kerülése mellett az állami kamatkiadások „ittthon tartásával” javul az ország jövedelemegyenlege, így a folyó fizetési mérleg egyenlege, valamint mérséklődik a külső adósság. A háztartások magas – a GDP 5 százalékát kitevő – nettó pénzügyi megtakarítása nemcsak önmagában támogatja a külső egyensúly megőrzését, hanem azáltal is, hogy az államadósság hazai tulajdonba kerülésével a magyar lakosságnak kifizetett kamatok is belföldi szereplőknél maradnak, amelyből hazai adóbevétel keletkezik a kamatjövedelem elköltéskor. A többletjövedelem egy részének, vagy egészének újrabefektetése (például a MÁP Plusz esetén) természetesen későbbre tolja ennek az adóbevételnek a realizálását, ez azonban csökkenti az államadósság megújítási kockázatát, és támogatja kiszámíthatóságot az átlagos hátralévő futamidő emelkedésével.

A finanszírozási kockázatokat tekintve a lakossági szektor kiszámíthatóbb befektetői bázist jelent a külföldi intézményi befektetőkénél. Ugyanis ami sorozatonként nézve szétaprózott, likvid befektetések sokaságát jelenti, az aggregált szinten hosszútávú és stabil forrást jelent az államnak. Az állam szempontjából a valódi kérdés ugyanis nem az, hogy az egyedi befektetőknek milyen lehetőségeik vannak, hanem hogy rendszerszinten a háztartási szektor egésze hogyan viselkedik. A tapasztalatok szerint a külföldi nagybefektetők piaci megingás esetén koncentrált eladásokba kezdhetnek, ami tovagyrúzó hatásain keresztül nagyobb hozamugrást eredményezhet, illetve a piac kiszáradásához is vezethet. Ezzel szemben a diverzifikációs hatás miatt a lakossági befektetők egyedi döntései sokkal kisebb hatással vannak az állam finanszírozására. A MÁP Plusz lépcsősen

emelkedő kamatának köszönhetően pedig aki egyszer MÁP Pluszt vásárolt, annak egyre erősödő ösztönzője van arra, hogy minél tovább tartsa a papírt (részletesen lásd: 9. Fejezet).

A fejezet Kuti Zsolt – Horváth Dániel „Valóban kiszorít bármilyen eszközt a piacról a szuperállampapír?”, Kuti Zsolt – Nyári Orsolya – Stenger Zsolt „A MÁP Plusz élre repítette Magyarországot”, Csom-Bíró Gabriella – Nyári Orsolya „Egy éves a szuperállampapír! – itt az idő az ünneplésre!”, Csom-Bíró Gabriella – Horváth Dániel – Kicsák Gergely „A biztonság ára – Nem csak a lakosságnak, az államnak is jó befektetés a MÁP+” című szakmai cikkeinek felhasználásával készült.

6. FEJEZET

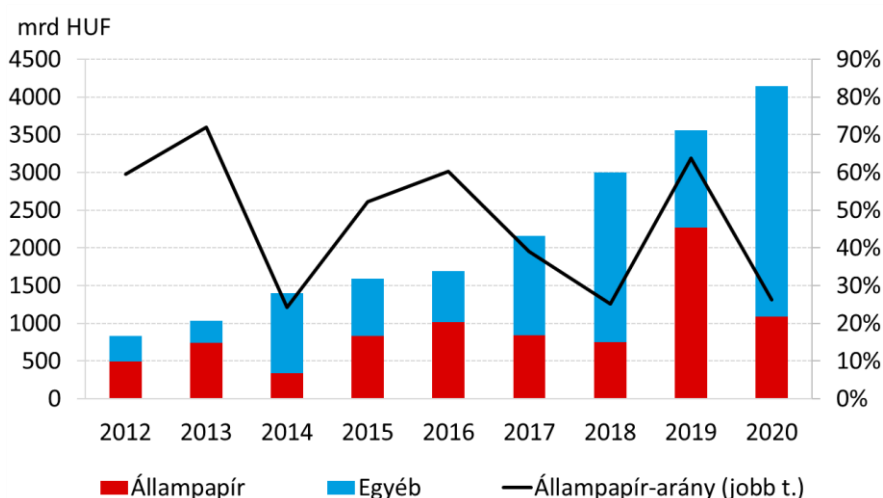
A LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR-STRATÉGIA FEJLŐDÉSE ÉS MÉRFÖLDKÖVEI

A 2011 végén tapasztalt kiélezett finanszírozási helyzetet követően a lakossági állampapír-stratégia 2012-es bevezetése és az MNB Önfinszírozási programja fordulópontot jelentett: napjainkra bebizonyosodott, hogy az államháztartás stabil finanszírozása lehetséges belső forrásokra támaszkodva is. Az állampapír-stratégia megújításának és a MÁP Plusz 2019-es megszületésének célja a háztartások tulajdonában lévő állampapír-állomány megduplázása. A 2019-es lépéseknek köszönhetően tovább erősödött a lakosság szerepe az államadósság finanszírozásában. Ennek eredményeként a közvetlenül lakosság tulajdonában lévő állampapír-állomány másfél év alatt másfélszeresére nőtt, így az államadósság szerkezete is kedvező irányba változott.

2012 – fordulópont az állampapír-stratégiában

A 2012-ben bevezetett új állampapír-stratégia fordulópontot jelentett az államadósság szerkezetében és a háztartási megtakarítások aktivizálásában. 2012-ben a lakossági állampapír stratégia kialakítása kiélezett finanszírozási helyzetben történt. Ez a nehéz finanszírozási környezet új megközelítést és kreatív megoldásokat követelt – a háztartások állampapír-állományának növelése gazdaságpolitikai prioritássá vált, amelynek jegyében megszületett az új állampapír-stratégia. Az idő igazolta ezen stratégia és az Önfinszírozási program sikerét, hiszen a csökkenő pályára álló államadósság szerkezete egyértelműen javult. Emellett az új stratégiának köszönhetően 2012 és 2016 között a háztartások új megtakarításaiknak átlagosan felét állampapír-vásárlásra fordították, illetve önmagát erősítő kedvező folyamatként a lakossági állampapírok kedvező kondíciói a lakosság megtakarítási rátájának magas szintjéhez is hozzájárultak (15. ábra).

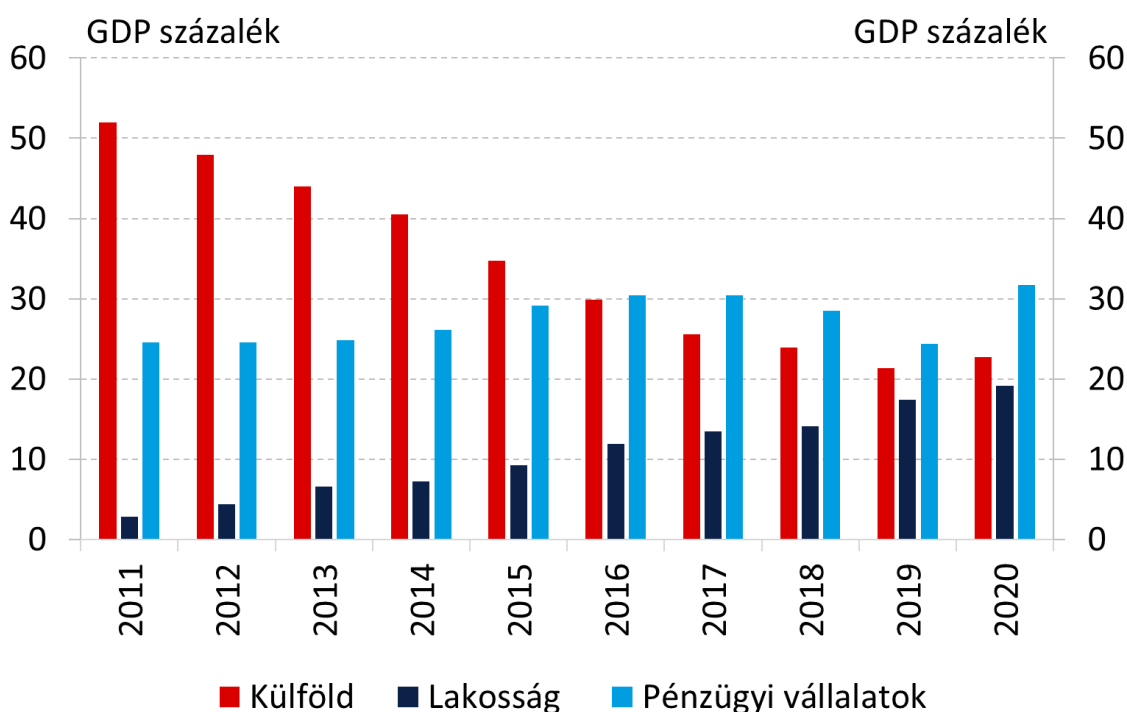
15. ábra A lakosság bruttó pénzügyi megtakarítása és az állampapír-résarány alakulása



Forrás: MNB

A lakossági finanszírozás növekedése az adósság szerkezetének alakulásán keresztül csökkentette a külföldiek és a deviza részarányát az államadósságban. Az új állampapír-stratégia jelentősen megváltoztatta a közvetlen lakossági finanszírozás növekedési ütemét is. Ennek hatására a korábban elenyésző lakossági finanszírozás rövid idő alatt nagymértékben bővült, és ezzel mára a háztartási szektor közel 20 százalékot, vagyis jelentős szerepet tölt be az államadósság finanszírozásában (16. ábra **Hiba! A hivatkozási forrás nem található.**). A lakossági finanszírozás növekedésének számos kedvező hatása volt az adósság szerkezetének alakulására, mivel csökkentette a külföldiek és a deviza részarányát az államadósságban (részletesen lásd: 4. és 5. Fejezet). A külföldi és deviza kitétségek mérséklődése a sérülékenység csökkenéséhez vezetett, aminek további javulásához a stratégia megújítására volt szükség.

16. ábra Egyes szektorok által finanszírozott államadósság



Forrás: MNB

A lakossági állampapír-állomány bővülésének szakaszai

A lakossági állampapír-állomány bővülésének folyamata több szakaszra bontható. Az új stratégia bevezetése utáni első két évben a lakossági állampapír-állomány dinamikus emelkedése elsősorban az egyéb eszközökben tartott megtakarítások átcsoportosításához volt köthető, mint a készpénz, bankbetét, vagy a befektetési jegyek. 2014-ben egy átmeneti megtorpanást tapasztalhatunk, amikor a lakossági állampapír-felárak szűkülésének hatására csökkent a háztartások kereslete. Azonban a felárak újbóli emelkedésével 2015-16-ban ismét dinamikusan növekedett a lakossági állampapír-állomány. 2017-18-ban a korábbi lendület egyre inkább megtört, a háztartások nettó állampapír-vásárlása mind arányaiban, mind nominálisan csökkenni kezdett (15. ábra).

A háztartások állampapír-vásárlása 2018-ban annak ellenére lelassult, hogy a jelentős béremelkedéssel összefüggésben a pénzügyi megtakarítás korábban nem látott 3000 milliárd forintos szintre emelkedett.

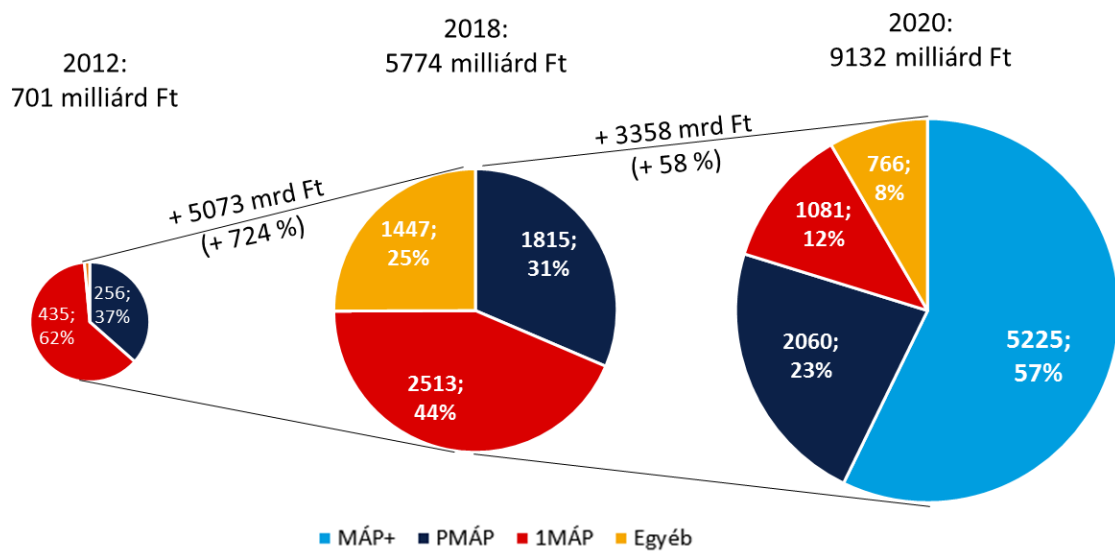
2019 - A háztartások állampapír-állományának megduplázása a cél

A 2019 elején meghirdetett új lakossági állampapír-stratégia célkitűzése a háztartások állampapír-állományának öt éven belüli megduplázása. A 2017-2018 során látott lassuló tendencia és a külső sérülékenységi mutatók további javításának igénye az állampapír-stratégia megújítását tette szükségessé. 2019 elején megfogalmazódott a lakossági állampapír-stratégia célkitűzése: a háztartásoknál lévő állampapír-állomány 2023-ig való megduplázása, azaz 11 ezer milliárd forintra növelése (a célkitűzés a bejelentéskor ismert utolsó elérhető tényadathoz⁶ képest lett meghatározva). Ennek jegyében 2019 júniusában megszületett a MÁP Plusz, ami a korábban elérhető állampapíroknál kedvezőbb feltételeket kínált. Az új állampapír az 5 éves futamidőn keresztül előre meghatározott, lépcsőzetesen emelkedő hozamot biztosít: az első félévben évi 3,5, a második félévben évi 4 százalék a kamat, amelyet követően évente 50 bázisponttal emelkedve az ötödik év végén 6 százalék lesz az éves kamat. Az állampapír befektetések egyszerűsítésének irányába hat, hogy a fizetett kamat automatikusan újrabefektetésre kerül (az eredeti állampapírsorozatba). Tovább növeli az új papír előnyeit, hogy a kamatfizetéseket követő 5 munkanapon belül az állampapír költségmentesen visszaváltható – azaz a befektetők visszaváltási veszteség nélkül értékesíthetik papírjaikat.

Mindezek eredményeként 2019 közepétől újra erőre kapott lakossági finanszírozás. A háztartások állampapír-állománya 2020 végére megközelítette a 9100 milliárd forintot. Ebben meghatározó szerepet játszott a MÁP Plusz, amelyből fél év leforgása alatt több, mint 3100 milliárd forintot, 2020 végére pedig közel 5000 milliárd forintot vásárolt a lakosság (részletesen lásd: 7. Fejezet). A MÁP Plusz megjelenése jelentősen átalakította a lakosság állampapír-portfólióját: az új papír a lakosságnál lévő állampapír állomány felét teszi ki napjainkra, miközben a PMÁP, az 1MÁP és az egyéb papírok aránya megfeleződött (17. ábra).

⁶ A háztartásoknál lévő állampapír-állomány 2018. szeptemberben megközelítette az 5500 milliárd forintot.

17. ábra A háztartásoknál lévő állampapír-állomány alakulása



A fejezet Kuti Zsolt – Koroknai Péter „Egyszer már sikerült – hogyan duplázható meg a lakossági állampapír-állomány?”, Kuti Zsolt – Nyári Orsolya – Stenger Zsolt Ervin „A MÁP Plusz élre repítette Magyarországot” című szakmai cikkeinek felhasználásával készült.

7. FEJEZET

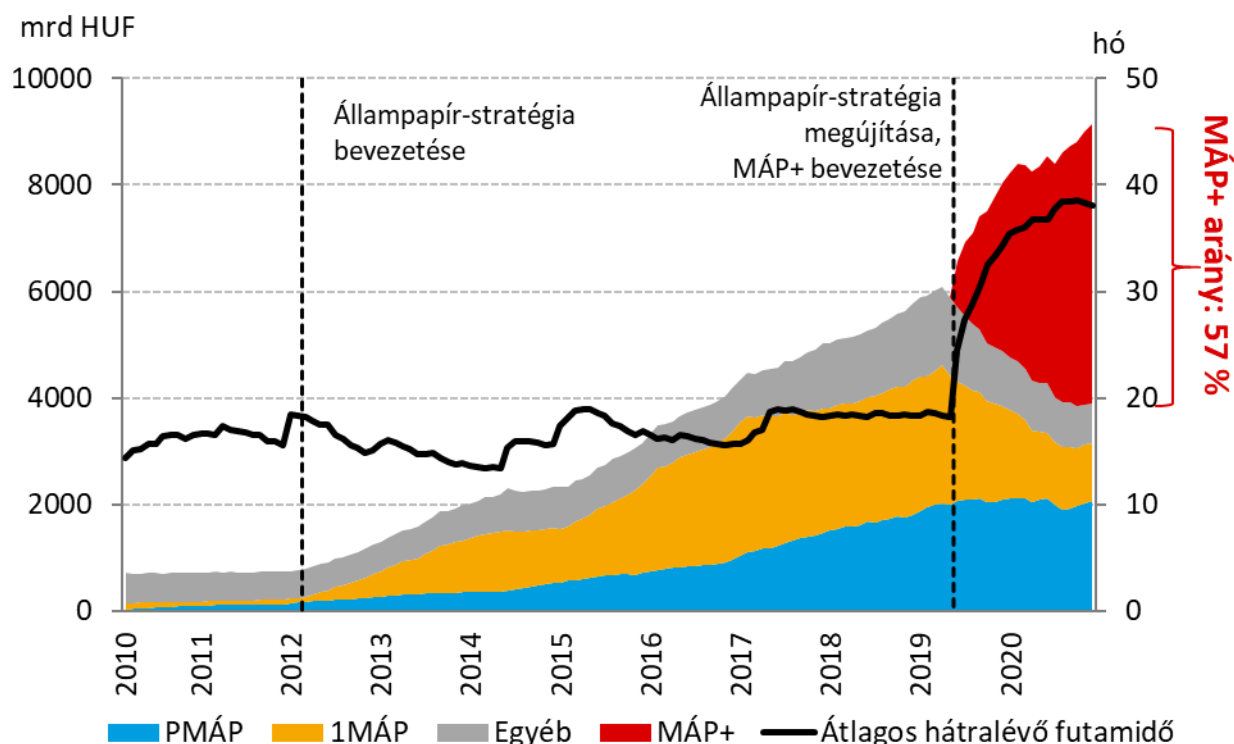
A MÁP PLUSZ ELSŐ EGY ÉVES ÉRTÉKESÍTÉSÉNEK TAPASZTALATAI

A MÁP Plusz egy év leforgása alatt a legnépszerűbb lakossági állampapírrá vált: ezt bizonyítja, hogy napjainkra a háztartásoknál lévő állampapír-állomány több mint felét ez a papír teszi ki. Becslésünk szerint az első évben a MÁP Plusz vásárlások mintegy fele az állam számára új forrásból származott, tehát a papír képes az esetlegesen nem hatékonyan kezelt megtakarítások, illetve az újonnan keletkező jövedelmek megtakarítási piacra való becsatornázására. Ezt támogatja a nyomdai MÁP Plusz is, amelynek célja a készpénzben tartott megtakarítások állampapír-piacra terelése és a megtakarítások földrajzi diverzifikációjának növelése. Erre azért van szükség, mert a kezdeti tapasztalatok alapján – a korábbi megtakarítási trendekkel összhangban – a dematerializált MÁP Plusz vásárlások egyelőre Budapestre és Pest megyére koncentrálnak és bankokon keresztül történnek. Ebben az is szerepet játszhat, hogy az állampapír-vásárlás során még mindig a személyes ügyintézés a legelterjedtebb forma, amely azzal állhat összefüggésben, hogy az indulás időszakában több bank még nem rendelkezett korszerű digitális értékesítési csatornákkal. A Magyar Államkincstár e tekintetben kezdettől a többi értékesítési csatorna előtt jár. Jelen fejezetben a MÁP Plusz indulását követő egy éves időszak tapasztalataira fókuszálunk, míg a koronavírus hatásaira és a 2020-as folyamatokra a 9. fejezetben térünk majd ki részletesen.

A MÁP Plusz gyorsan a legnépszerűbb lakossági megtakarítási terméké vált

A MÁP Plusz rámutatott, hogy a lakossági megtakarítások kiemelkedő szerepet képesek betölteni az államadósság finanszírozásában. A 2019. júniusi indulást követő első hat heti értékesítés meghaladta az 1200 milliárd forintot, amivel a MÁP Plusz rövid idő alatt a harmadik legnagyobb állománnyal rendelkező lakossági állampapírrá vált. A MÁP Plusz értékesítéseket az első hat hét eredményeit követően is erős kereslet jellemezte, így az állomány 2019. októberre már a PMÁP és az 1MÁP mennyiségét is lehaladta. Összességében pedig elegendő volt egy év, hogy a lakosságnál lévő állampapír-állomány felét az új papír tegye ki: a 2020. júniusi adatok szerint a lakosságnál lévő mintegy 8500 milliárd forint állampapírból több, mint 4200 milliárd forint MÁP Plusz volt. (18. ábra)

18. ábra: A háztartásoknál lévő állampapír-állomány és az átlagos hátralévő futamidő alakulása

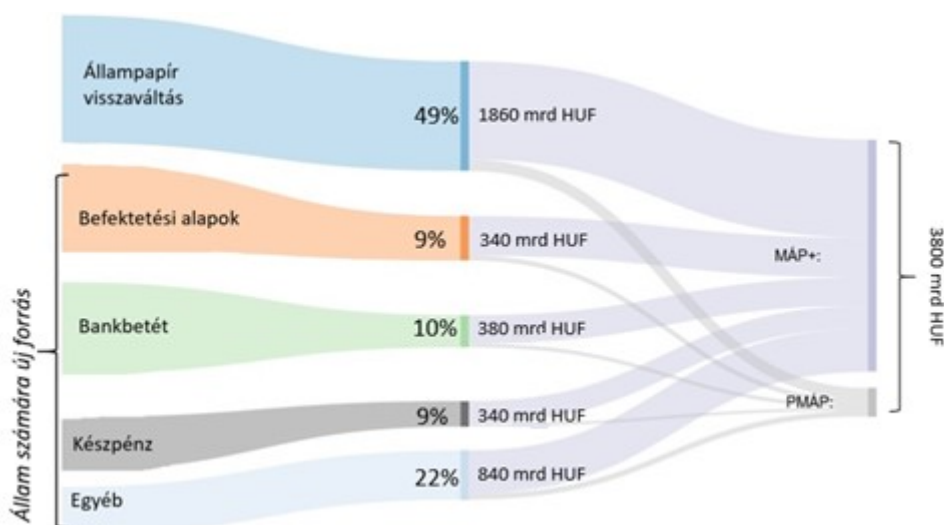


Forrás: MNB

A MÁP Plusz friss megtakarításokat vonz az állampapír-piacra

A MÁP Plusz nem szorít ki érdemben egyéb befektetési termékeket a piacról, míg a vásárlások mintegy fele az állam számára új forrásból származik. Fontos kérdés az is, hogy a magas kereslet mögött milyen arányban áll korábbi állampapírok visszaváltása és mennyire jellemző az új megtakarítások becsatornázása, illetve ez mit okoz más megtakarítási termékek piacain. Becsléseink alapján a koronavírus által okozott turbulenciák megjelenéséig a MÁP Plusz vásárlások mintegy fele meglévő állampapír megtakarítások átcsoportosításából, fele pedig az állam számára új forrásból származott (19. ábra). Emellett egyaránt 10 százalék körüli mértékben állt a vásárlások mögött befektetési jegy eladás, bankbetét, illetve készpénz. A befektetési alapokból történő kiáramlás 2019. októberig tartott, az összesített nettó eszközértékük azonban már 2020 elejére a kiindulási szint fölé emelkedett. Hasonló a helyzet a továbbra is historikus csúcson lévő bankbetétek esetében is, így összességében nem beszélhetünk a MÁP Plusz tartós kiszorító hatásáról.

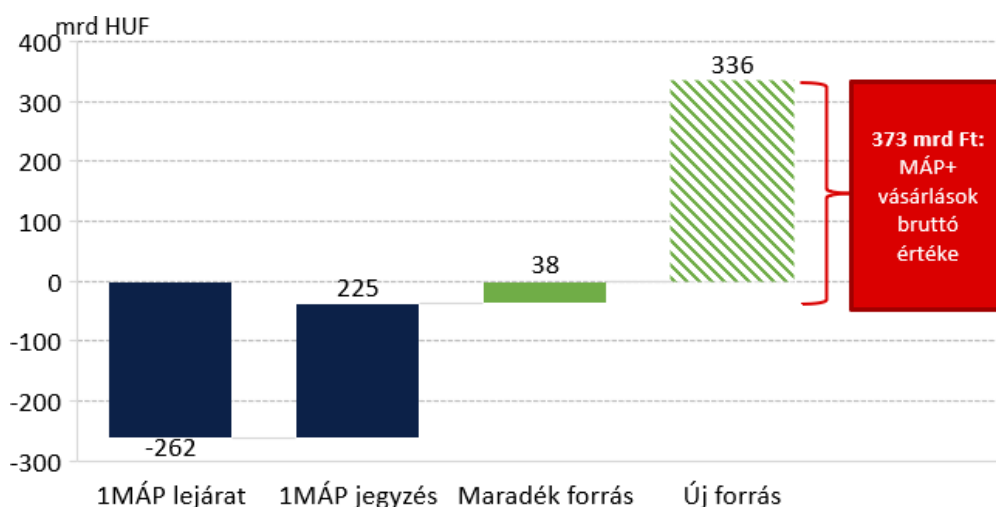
19. ábra: MÁP Plusz vásárlások forrásaira vonatkozó becslés a koronavírus-válságig (2020. februárig)



Forrás: MNB

A koronavírus első hullámát követő időszakra is igaz, hogy a MÁP Plusz vásárlások jelentős része újonnan képződő megtakarításokból lett finanszírozva. A koronavírus által okozott bizonytalanság jelentősen megmozgatta a lakosság pénzügyi megtakarításait, ami miatt ebben az időszakban nem adható megbízható becslés az állampapír-vásárlások forrásaira. Azonban a stabilizációval párhuzamosan, május-június során újra havi nettó 100 milliárd forintot meghaladó mértékben emelkedett a lakosság állampapír állománya, amely egyúttal azt is jelenti, hogy a vásárlások forrásául messze nem csupán az állampapír-lejáratok szolgáltak. Erről az időszakról elmondható, hogy a háztartásoknál lévő, lejáró 1MÁP állomány csaknem teljes egészében megújításra került, így a két hónap során látott mintegy 370 milliárd bruttó MÁP Plusz vásárlás nagy része újonnan képződő megtakarításból, az állam számára új forrásból valósulhatott meg (20. ábra).

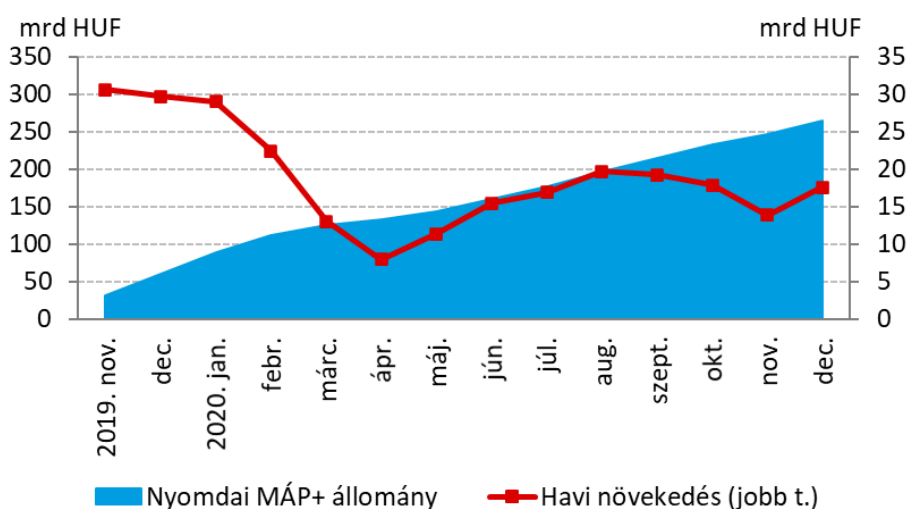
20. ábra: 1MÁP és MÁP Plusz tranzakciók 2020. május-június során



Forrás: MNB

A nyomdai MÁP Plusz megjelenése támogatja a készpénzben lévő megtakarítások becsatornázását és a megtakarítások földrajzi diverzifikációját (21. ábra). Az eddigiekből látható, hogy a MÁP Plusz vásárlások megállítani nem, csak lassítani tudták a készpénzállomány növekedését. E tanulságok is motiválták a MÁP Plusz papír alapú változatának elindítását, amely 2019. november 4-től érhető el a Magyar Posta hálózatában, a dematerializált papíréval azonos kamatkondíciók mellett. A nyomdai MÁP Pluszból a megjelenést követő első három hónapban havi 30 milliárd forintot vásároltak, majd tavasszal – feltételezhetően a kijárási korlátozásokhoz is köthetően – átmenetileg visszaesett a kereslet. Azt követően a nyár folyamán újra élénkültek a vásárlások, és a nyomdai papír állománya augusztus végére megközelítette a 200 milliárd forintot.

21. ábra: A nyomdai MÁP Plusz havi értékesítése és kintlévő állománya

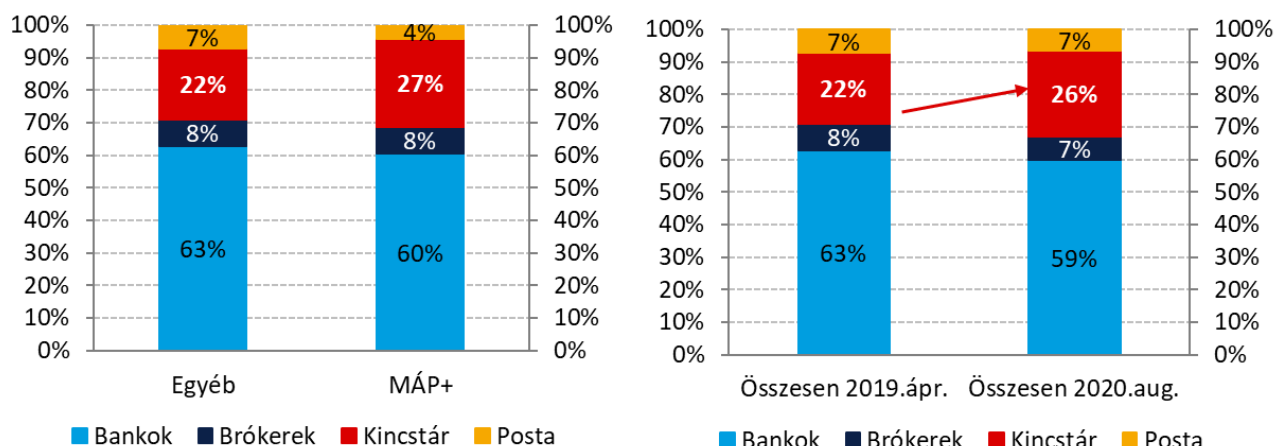


Forrás: MNB

A MÁP Plusz támogathatja az állami értékesítési csatornák térnyerését, ami mind a lakosság, mind az állam számára előnyösebb

A MÁP Plusz megjelenésével növekedett az államkincstári értékpapírszámlák népszerűsége. Mind a MÁP Plusz, mind a további papírok esetében elmondható, hogy a lakosság legnagyobb részében (60-63 százalék) a bankokon keresztül vásárol állampapírt. Ugyanakkor a kinnlevő MÁP Plusz állomány mintegy 27 százalékát kincstári számlán tartja lakosság, miközben a további papírok esetében ez csak az állomány 22 százalékáról mondható el (22. ábra, bal panel) Érdekeség, hogy az egyéb papírok esetében sem egységes a Kincstár népszerűsége: míg az 1MÁP-ot tartók kevesebb, mint 10 százaléka van a Kincstárnál, addig a kinnlevő PMÁP több mint 30 százalékát a Kincstárnál tartják. Összességében azonban elmondható, hogy a MÁP Plusz megjelenésével párhuzamosan növekedett a Kincstár népszerűsége: míg 2019. májusban a háztartások állampapír-állományának csupán 22 százaléka volt a Kincstárnál, addig ez a szám 2020. augusztusra 26 százalékra emelkedett (22. ábra, jobb panel).

22. ábra: A MÁP Plusz és a további állampapírok letétkezelő szerinti megoszlása (2020.aug.) (bal) és a háztartások állampapír-állományának letétkezelő szerinti megoszlása (jobb)



Forrás: MNB

A banki értékesítés mind a lakosságnak, mind az államnak jól számszerűsíthető költségekkel jár. Az állam a bankokat a nagybani piaci kötvényekénél magasabb forgalmazói jutalékkal ösztönzi a lakossági állampapírok értékesítésének növelésére. Emellett a banki értékesítés nemcsak az államnak jelent többletköltséget, hanem annak során a lakosság is számos különféle díjtétellel szembe-sülhet: a számlavezetési díj, az értékpapír-számlán megtakarított állományon alapuló díj, a tranzakciós díj és egyéb díjak (pl. számlanyitási díj, vásárlások utáni díjak) is felmerülnek költségként. Ezek közül a legnagyobb tételt az állampapír-állományon alapuló állományi díj jelenti, amelynek értéke a jelentősebb banki forgalmazóknál évi 0,1-0,6 százalék között szóródik és átlagosan évi 0,21

százalék körül alakul (ez egy átlagos befektető számára 20 ezer forint körüli költséget jelent) – ezt a Kincstárnál történő számlavezetés esetén teljes egészében meg lehetne spórolni.

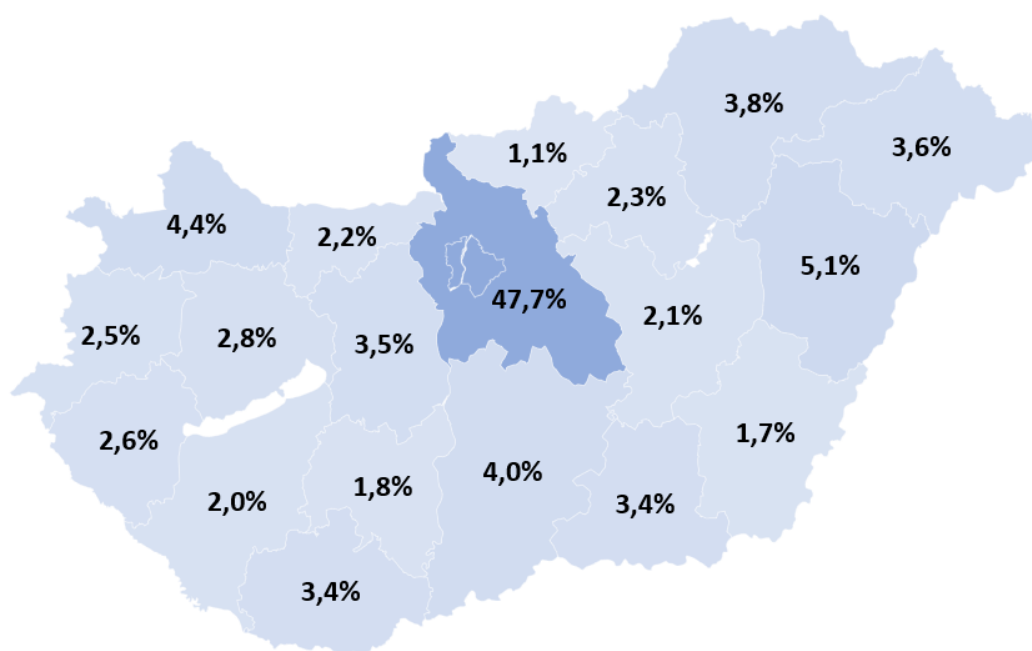
A Magyar Államkincstárnál való állampapír-vásárlásnak és számlavezetésnek számos előnye van.

A legfontosabb, hogy a Kincstárnál az értékpapírszámla-vezetés ingyenes, amely mellett a jegyzés, az adás-vétel, az újrabefektetés, a kamat- és törlesztésfizetés is díjmentes. Továbbá célszerű azt is szem előtt tartani, hogy készpénzfelvételi díj és pénzügyi tranzakciós illetékfizetési kötelezettség sincs, amellyel a lakosság további költségek alól mentesülhet. Mindezek mellett érdemes megemlíteni a Webkincstár – a Kincstár internetes forgalmazási rendszere – által nyújtott előnyöket is: ennek segítségével bárhol és bármikor kezdeményezhetők állampapírokkal kapcsolatos műveletek (vétel, eladás), lekérhető az aktuális egyenleg, módosítható a befektetések jövőbeli esedékesség-fizetéseinek módja (azaz például egyszerűen dönthetünk a kamatok újrabefektetésének módjáról), stb. – mindezt teljesen ingyenesen.

A MÁP Plusz értékesítés Budapestre összpontosul, amelyben szerepet játszhat a digitális értékesítési formák korlátozott elterjedtsége

A MÁP Plusz értékesítés Budapestre összpontosul. A Magyar Államkincstár adatai szerint a MÁP Plusz indulását követő hónapokban a papír értékesítése Pest megyében és Budapesten koncentrált (23. ábra). Ezt a Magyar Államkincstár ügyfélszolgálatainál és értékesítési pontjain kialakult – az értékpapír nyilvántartási-számla nyitáshoz szükséges időpontfoglalással mért – átlagos várakozási idő is alátámasztotta: míg Budapesten és Pest megyében sok esetben csak egy hónapra előre lehetett időpontot foglalni, addig ez a többi megyeszékhelyen található ügyfélponton akár már másnapra lehetséges volt. A banki értékesítésről pontos adatok nem állnak rendelkezésre, azonban forgalmazói információk alapján a banki értékesítés is Pest megyében koncentrált. Hasonló a kép a nyomdai MÁP Plusz postai értékesítésének esetében is: ennek részaránya is az említett régióban a legmagasabb, ez esetben azonban az ország észak-keleti megyéiben volt még relatíve magas az érdeklődés.

23. ábra: Államkincstári MÁP Plusz értékesítések területi megoszlása



Forrás: Magyar Államkincstár, 2019. szeptember

Az értékesítési formák tekintetében a személyes jegyzés a legelterjedtebb. A forgalmazóktól származó információk alapján kezdetben a MÁP Plusz értékesítése során a személyesen, ügyfélszolgálatokon lebonyolított jegyzés volt a legelterjedtebb. Ebben az is szerepet játszhatott, hogy voltak olyan bankok, ahol nem volt más jegyzési lehetőség. Mindazonáltal a Kincstár információi alapján van igény a digitalizált jegyzési formákra: a Kincstárnál a MÁP Plusz első félévében a jegyzések 40 százaléka történt Webkincstáron vagy Telekincstáron keresztül. Az, hogy a digitális értékesítési formák kezdetben korlátozottan voltak elérhetőek, több hátulütővel is járt. Egyrészt ez szerepet játszhat abban, hogy az értékesítés azokon a helyeken összpontosul, ahol több ügyfélszolgálat, bankfiók található (Budapest és környéke) – ennek fényében a digitális értékesítési formák népszerűsítésével javítható az állampapír-vásárlások földrajzi diverzifikációja és a nem közép-magyarországi lakosság megtakarításainak becsatornázása. Másrészt, a koronavírus megjelenését és a kijárási korlátozások bevezetését követően visszaesés történt a MÁP Plusz jegyzésekben, amelyben közre játszhatott, hogy a bankok esetében a személyes ügyintézésnek volt meghatározó szerepe és az online értékesítési formák kevésbé terjedtek el. Az őszi második hullám kevésbé okozott ilyen típusú fennakadást, mivel a tavaszi tapasztalatok nyomán a bankok nagyobb hangsúlyt fektetnek a digitális értékesítési csatornák fejlesztésére (részletesen lásd: 9. Fejezet).

A fejezet Csom-Bíró Gabriella – Nyári Orsolya „Egy éves a szuperállampapír! – itt az idő az ünneplésre!”, és Nagy Márton „Mennyibe kerül a lakossági állampapírok banki értékesítése?” című szakmai cikkeinek felhasználásával készült.

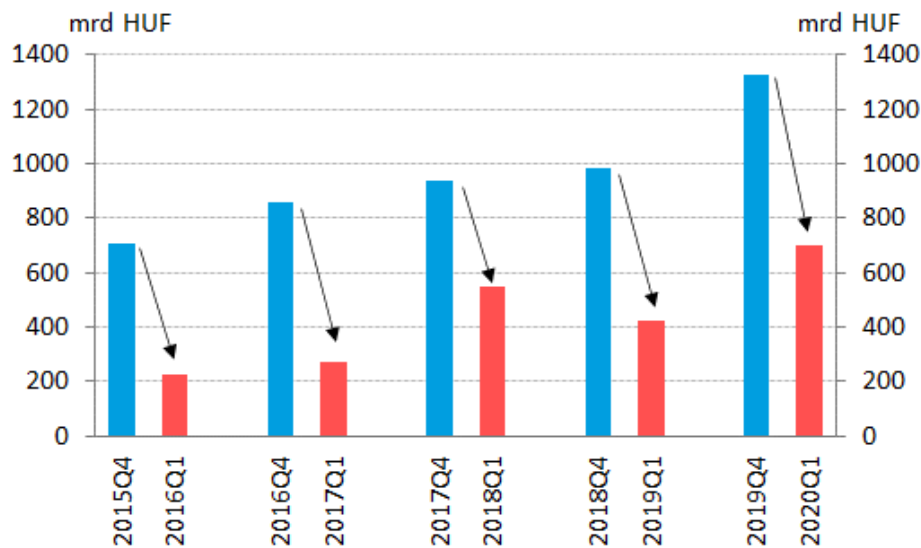
8. FEJEZET

A MÁP PLUSZ ÁLLOMÁNY ALAKULÁSA A KORONAVÍRUS VÁLSÁGBAN

Az államadósság belső forrásokra támaszkodó finanszírozása, valamint a MÁP Plusz kulcsszerepet játszott abban, hogy az állampapír-piac a koronavírus okozta bizonytalan időszakban is ellenállónak bizonyult. Bár a koronavírus által okozott bizonytalanságok erősödésével párhuzamosan a MÁP Plusz iránti érdeklődés mérséklődött, a lakossági állampapír-állomány csökkent és a fizikai értékesítés lehetőségei is beszűkültek, mindez csupán átmeneti volt. A járvány kezdetét követő fél évben a MÁP Plusz állomány 20 százalékkal emelkedett, miközben a külföldi befektetők állománya jelentősen ingadozott. A 2020. március-áprilisi periódusban a MÁP Plusz visszaváltások némileg emelkedtek, de tömeges visszaváltás nem volt jellemző. A vírus által okozott bizonytalanság és a kijárási korlátozások enyhülésével párhuzamosan májustól 30-40 milliárd forintos szinten stabilizálódott a heti értékesítés, amely mellett mind az áprilisi, mind a júliusi PMÁP lejárata jelentős része MÁP Pluszban lett megújítva. A szuperállampapír stabil pozitív hozamot garantált a lakosság számára a kritikus időszakban is. Emellett az állam számára érdemi válságkezelési mozgásteret teremtettek a kedvező sérülékenységi mutatók és a nagybani piaconál stabilabb finanszírozás.

A MÁP Plusz értékesítés 2020 elejétől a vártak megfelelően – a szezonális trendekkel összhangban – külső hatás nélkül lassult. A MÁP Plusz bevezetését követő hat hétben kiemelkedő mértékű, 1200 milliárd forintnyi állomány épült fel az új papírból, majd az erős indulás után is jelentős kereslet jellemezte 2019-et: az augusztusi-decemberi heti vásárlás jellemzően 70-100 milliárd forint között, átlagosan 85 milliárd forint körül alakult. 2020. januártól a szezonális hatásokkal összhangban a heti értékesítés 55-80 milliárd forintra mérséklődött, ami azzal magyarázható, hogy a háztartások bruttó pénzügyi megtakarításaira visszafogottabb növekedés jellemző az első negyedévekben (24. ábra). Ez alól 2020 első negyedéve sem volt kivétel: bár a bruttó megtakarítás szintje a MÁP Plusznak köszönhetően a korábbi évekhez képest jóval magasabb volt, az előző év végéhez viszonyítva jelentős visszaesés látszik.

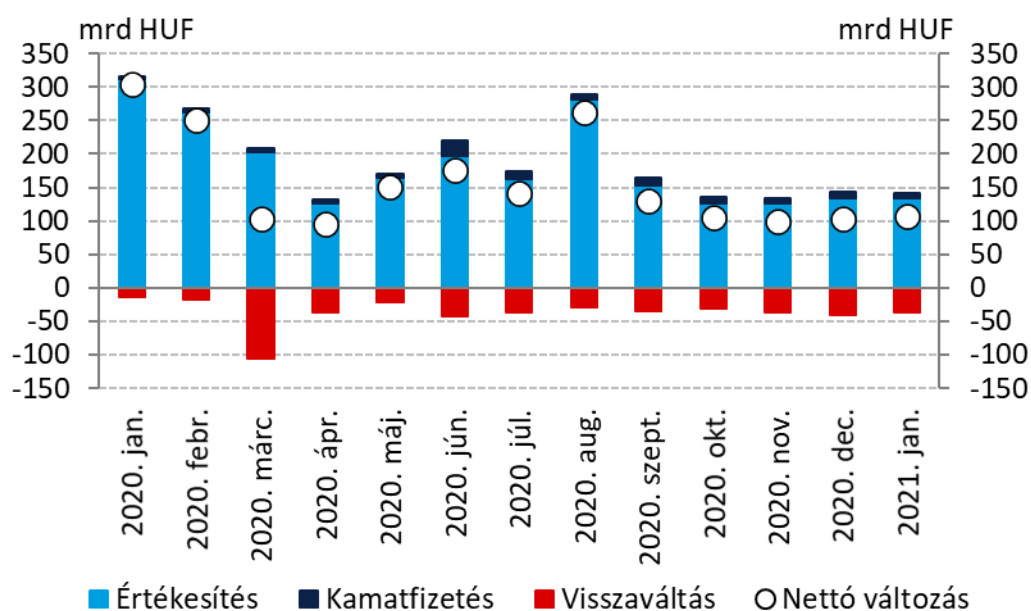
24. ábra: A háztartások bruttó pénzügyi megtakarítása az évek utolsó és a következő évek első negyedében



Forrás: MNB

Bár a koronavírus által okozott bizonytalanságok erősödésével párhuzamosan a MÁP Plusz iránti érdeklődés mérséklődött, ez átmenetinek bizonyult. A heti MÁP Plusz jegyzés 2020. február utolsó hetében csökkent először 50 milliárd forint alá (ehhez az említett szezonális hatások is hozzájárultak), majd március végétől heti 20-30 milliárd forint közötti vásárlások voltak jellemzőek. Ezzel párhuzamosan a visszaváltások fokozatosan erősödtek, egészen március harmadik hetéig. Az első negyedév ezzel együtt is erős volt a szokásos szezonális hatást figyelembe véve, különösen az év első két hónapjának köszönhetően: a heti átlagos értékesítés 66 milliárd forint volt, ami 250-300 milliárd forint körüli havi bővülésnek felelt meg, emellett a nyomdai értékesítés is megközelítette az 50 milliárd forintot 2020. január-februárban (25. ábra).

25. ábra: Havi MÁP Plusz tranzakciók

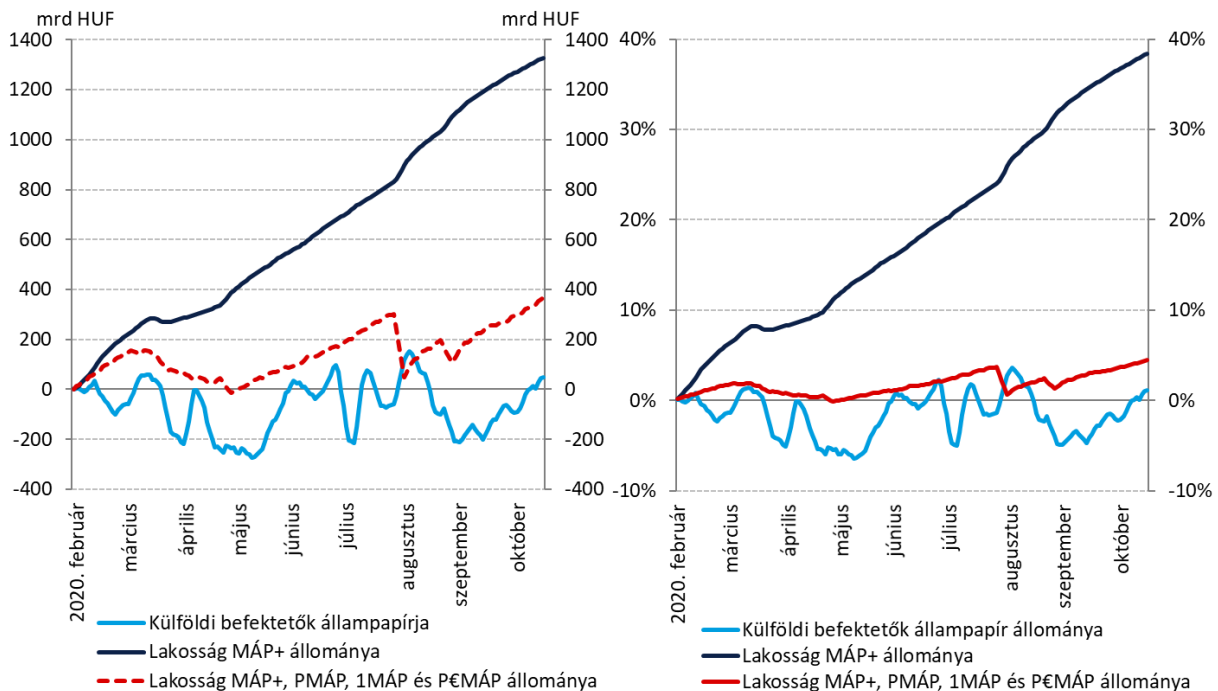


Forrás: MNB

**Megjegyzés: A havi tranzakciók értékelésekor érdemes figyelembe venni, hogy az adott hónapban négy, vagy öt kibocsátási értéknapp (hétfő) van. Például a június havi magasabb értékesítésben közrejátszott, hogy öt hét adatai jelennek meg.*

Az államadósság belső forrásokra támaszkodó finanszírozása, valamint a MÁP Plusz kulcsszerepet játszott abban, hogy az állampapírpiacon a koronavírus okozta bizonytalan időszakban is ellenállónak bizonyult. Az önfinanszírozásnak és a stabil forrást jelentő lakossági befektetőknek köszönhetően mérséklődött a külföldiek finanszírozásban betöltött szerepe és az államadósság devizaaránya, így az ország kitétsége – a külső finanszírozási képesség tartósan pozitív szintje mellett – jelentősen csökkent 2019-ig. Az elért eredményeknek köszönhetően a 2008-as pénzügyi válsághoz képest jóval stabilabb helyzetben érte a gazdaságot a koronavírus és a válságkezelő lépések következtében hirtelen megugró finanszírozási igény. A 2020 január végétől július végéig tartó időszakban a MÁP Plusz állomány több, mint 20 százalékkal emelkedett, míg a külföldiek jelentős volatilitás mellett állampapír-eladásba kezdtek, ami egy magasabb nem-rezidens részarány mellett komoly problémákhoz vezethetett volna (26. ábra). Amellett, hogy a piaci állampapír-aukciókban márciusban fennakadások voltak (március harmadik hetében el is maradtak az aukciók), a külföldi befektetők a hónap második felében mintegy 300 milliárd forinttal (több mint 7 százalékkal) csökkentették magyar állampapír állományukat (ami a nyár végére sem érte el a január végi szintet.). A piaci bizonytalanság és a külföldi tulajdonosok közti átrendeződés következtében a hosszú hozamok néhány nap alatt 150 bázisponttal emelkedtek. Ezzel szemben a MÁP Plusz turbulens helyzetben is jól vizsgázott, hiszen a szétagrozódott, diverzifikáltabb lakossági tulajdonosi kör még a portfólió-átrendezés közepette is stabilabb finanszírozási forrásnak bizonyult.

26. ábra: Lakossági és külföldi tulajdonban lévő állampapír-állomány nominális, valamint kumulált százalékos megváltozása



Forrás: MNB

2020. március-áprilisban a MÁP Plusz visszaváltások némileg emelkedtek, de a kedvező visszaváltási feltételek nem jelentett többletkockázatot a finanszírozásban. Az említett két hónapban egy adott héten ingyenesen visszaváltható sorozatokból jellemzően az állomány 2-4 százalékát váltották vissza a befektetők, ami csak kismértékű emelkedést jelentett a december és február vége közötti kamatfizetési periódusokat követő, nyugodtabb időszakhoz képest. Az ingyenes visszaváltások mértéke március elejéig sorozatonként átlagosan 1,6 százalék körül alakult, az automatikusan tőkésített kamatfizetések értéke pedig meghaladta a visszaváltott mennyiségeket, így az állomány a kamatfizetést követő napokban még emelkedett is. Márciustól a visszaváltások kisebb része (mintegy 25 százaléka) történt az ingyenes visszaváltási időszakban, és az eladás napi értéke jellemzően 1-4 milliárd forint között alakult, március harmadik hetét leszámítva. A kedvezőtlenebb visszaváltási feltételekkel és kisebb állománnyal rendelkező 1MÁP napi visszaváltása is ehhez hasonló mértékű, átlagosan napi 2 milliárd forint volt, ami arra utal, hogy a MÁP Plusz kedvező visszaváltási konstrukciója nem jelentett számottevő többletkockázatot a finanszírozásban.

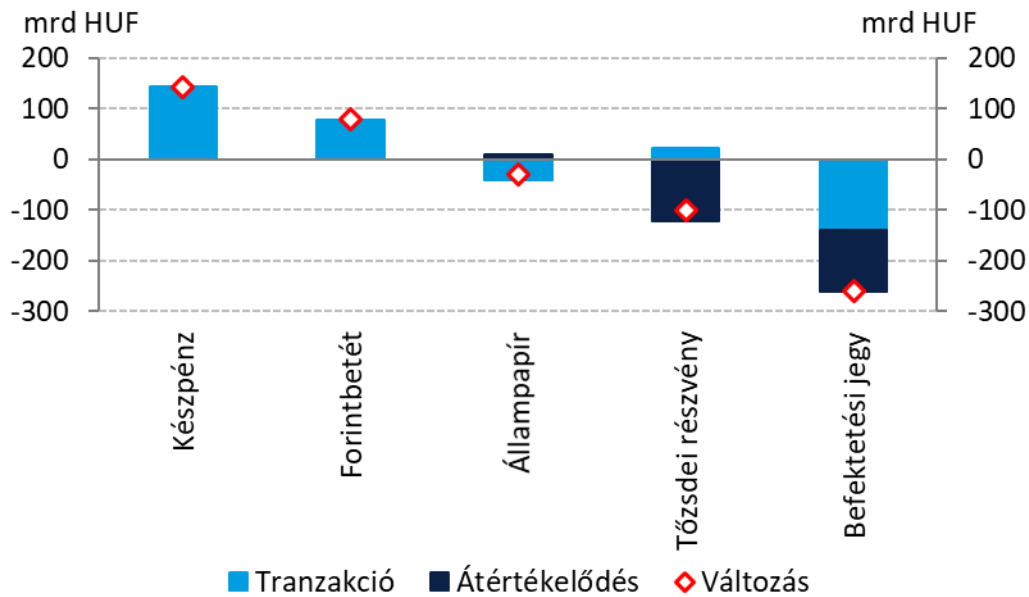
A MÁP Plusz havi nettó értékesítése a márciusi-áprilisi átmeneti megtorpanást követően 2020. május és november között újra dinamikusán bővült. A heti nettó MÁP Plusz értékesítés a koronavírus okozta bizonytalanság közepette csupán egy héten volt negatív, és körülbelül egy hónapig a „megszokottnál” alacsonyabb – de pozitív – szinten stagnált. Ebben a kijárási korlátozás számottevő szerepet játszott, mivel a bankok oldalán az online értékesítési csatornák kiépítettsége kevésbé volt jellemző, így a MÁP Plusz vásárlások során a személyes ügyintézésnek volt meghatározó

szerepe (részletesen lásd: 7. fejezet). A jövőben ugyanakkor a bankok a korábbiaknál nagyobb hangsúlyt fektethetnek a digitális értékesítési csatornák fejlesztésére, ami csökkenti a személyes ügyintézés korlátozásából fakadó kockázatokat. A vírus által okozott bizonytalanság és a kijárási korlátozások enyhülésével párhuzamosan májustól 30-40 milliárd forintos szinten stabilizálódott a heti értékesítés, amely mellett mind az áprilisi, mind a júliusi PMÁP lejárata jelentős része MÁP Pluszban lett megújítva. A nyári hónapokban ismét erősödött az értékesítés, amit a második negyedéves pénzügyi számla adatok alapján a magas lakossági megtakarítás is támogatott.

Bár a koronavírus megjelenése 2020 tavaszán átmenetileg a háztartási megtakarítások szintjét és megoszlását is kedvezőtlenül érintette, a lakosság portfólió-átrendezésének mértékét a stabil MÁP Plusz állomány valamelyest mérsékelte. A koronavírus által okozott helyzet hatására a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása 2020 márciusában mérséklődött februárhoz képest, továbbá a pénzügyi eszközök bővülése is elmaradt az előző évek azonos időszakában tapasztalt mértéktől (miközben az év első két hónapjában meghaladta azt). A MÁP Plusz vásárlások azonban nem csak közvetlenül hatnak pozitívan a lakosság pénzügyi megtakarítására: míg több más eszközön jelentős vagyonszértést lehetett elszenvedni, addig a MÁP Plusz állomány stabil pozitív hozamot garantált ebben az időszakban is. Mindezekkel párhuzamosan március során a háztartások jelentős átrendeződést hajtottak végre pénzügyi eszközeikben: a hosszabb távú befektetések jellemzően csökkentek, míg a likvidebbek emelkedtek.

- A háztartások mintegy **140 milliárd forinttal csökkentették a befektetési jegyekben** tartott megtakarításuk állományát, amelyhez hasonlóra csak a MÁP Plusz bevezetésének időszakában volt példa. A 140 milliárd forintos tranzakció mellett az ártértékelődés pedig további 120 milliárd forinttal csökkentette a lakosság befektetési jegyben tartott megtakarításait.
- A **lakosság állampapír állománya** ennél kisebb mértékben, **mintegy 40 milliárd forinttal csökkent**, amely úgy alakult ki, hogy a MÁP Plusz állomány – a korábban jellemzőnél lassabban, de továbbra is – bővült (több mint 100 milliárd forinttal), míg elsősorban az 1MÁP állomány csökkent.
- A lakosság **tőzsdei részvényeinek** állománya 20 milliárd forinttal nőtt a tranzakciók nyomán – miközben az árfolyamesés hatására mintegy 120 milliárd forintos csökkenés történt.
- A **likvidebb eszközökben tartott megtakarítások (forint- és devizabetét, készpénz) márciusban mind emelkedtek** (27. ábra).

27. ábra: A lakosság pénzügyi eszközeinek megváltozása 2020. márciusában



Forrás: MNB

Az év egészét tekintve – a koronavírus okozta tavaszi, a megtakarítások szintjét és szerkezetét érintő átmeneti átrendeződés ellenére – 2020-ban is nőtt a megtakarítási hajlandóság. Ahogy az első fejezetben is utaltunk rá, a háztartási szektor megtakarításainak alakulása szempontjából a vírus okozta gazdasági nehézségek hatását ellensúlyozza a lakosság megtakarítási hajlandóságának erősödése, ami 2020-ra historikus rekordot jelenthet a lakosság bruttó és nettó pénzügyi megtakarításaiban.

A fejezet Horváth Dániel – Nyári Orsolya „Átesett a tűzkeresztségen a szuperállampapír – ütésálló-nak bizonyult!” című szakmai cikk felhasználásával készült.

9. FEJEZET

VITÁK A MÁP PLUSZAL KAPCSOLATBAN – TÉNYEK ÉS TÉVHITEK

Már a MÁP Plusz indulásakor megfogalmazott támogató és elutasító szakmai vélemények számszága is mutatta, hogy a konstrukció megjelenése valódi fordulatot jelent az adósságkezelésben. A MÁP Plusz céljait és bevezetése melletti érveket más fejezetekben tárgyaltuk, itt főként a kritikákra fókuszálunk. A papírral szemben megfogalmazott vélemények elsősorban a kedvező kamatozást és a visszaváltási feltételeket, a pénzügyi tudatosság gyengítését, a nagybani piac torzítását, illetve általánosságban a kiszorító hatást emelték ki. E véleményeket két szempontból is érdemes górcső alá venni: egyrészt a szakmai megalapozottság, másrészt a tapasztalatok szempontjából. A MÁP Plusz első másfél éve ugyanis számos tanulsággal szolgált, ami segíthet mérlegelni e kritikák jogosságát. Elemzésünk alapján a MÁP Plusz előnyei felülmúlják az esetleges hátrányokat, amit a koronavírus válság 2020 tavaszi első hullámának tapasztalatai is megerősítettek.

Megéri-e az államnak a többlet kamatkiadás?

Egy ország gazdaságának sérülékenységét meghatározó adósságszerkezeti kérdés a tulajdonosi struktúra. Nem véletlen, hogy egy ország sérülékenységének megítélésekor a devizatartalék megfelelő szintjének meghatározásában már a válság előtt is kiemelt szerepe volt a külső adósságnak. A válságtapasztalatok alapján a tulajdonosi szerkezet jelentősége tovább erősödött egy ország kockázati megítélésében (részletesen lásd: 5. Fejezet). E megfontolásokból az államnak a tulajdonosi szerkezet menedzselése érdekében is megérheti bizonyos mértékű prémiumot fizetnie.

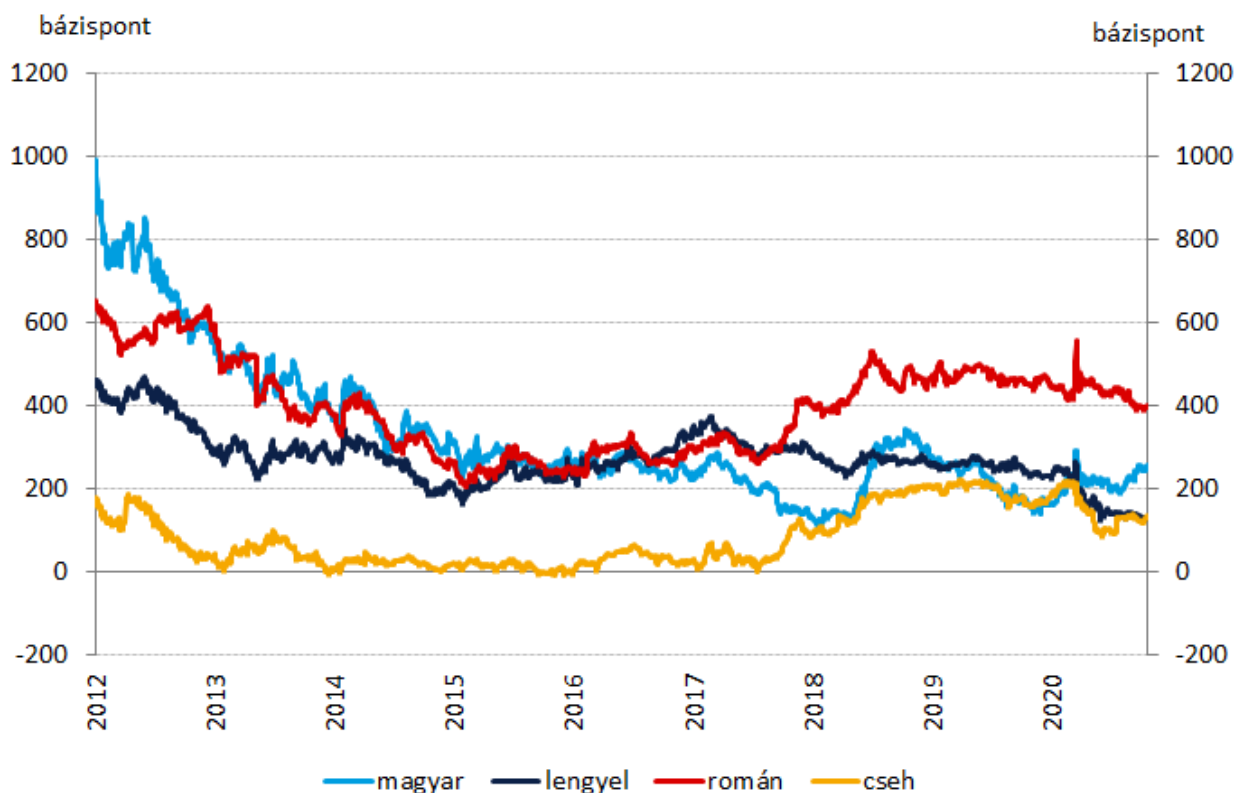
A MÁP Plusz értékesítését támogató kedvező kamatozás többletköltséget jelent a piaci kötvénykibocsátáshoz és a többi lakossági papírhoz képest. Becslésünk szerint 1100 milliárdos többletkibocsátás (az állampapír-stratégia céljának eléréséhez éves átlagban ekkora nettó kibocsátás szükséges) esetén a MÁP Pluszhoz kapcsolódó kamatfelár és a jutalékok közvetlenül évi 27 milliárd forintos többletkiadást jelentenek az államnak, ami az éves költségvetési kiadások 0,12, a GDP 0,05 százaléka. Érdemes kiemelni, hogy az értékesítés költségei mérsékelhetők az értékesítés Államkincstárba terelésével: amennyiben a lakosság az ingyenes állami értékesítési csatornák irányába mozdul el, az a forgalmazói jutalékokon az állam számára, a banki költségeken pedig a lakosság számára is érdemi megtakarítást jelentene (részletesen lásd: 7. Fejezet).

A költségek megítélésekor az alábbi mérséklő tényezőket is érdemes figyelembe venni:

1. **Intézményi piac tehermentesítése:** a lakossági állampapírok állományának növelése egyben azt is jelenti, hogy csökkenhet az ÁKK aukciós kibocsátása az állampapírok intézményi piacán. Korábbi aukciós eredmények elemzése alapján, becslésünk szerint 100 milliárd forinttal

alacsonyabb kibocsátás 10 bázisponttal alacsonyabb állampapír hozamszintet eredményezhet. Ez a becslés természetesen nem vetíthető ki lineárisan a több ezer milliárd forintos lakossági állampapír kibocsátásra, valamint azt is fontos kiemelni, hogy valódi megtakarítás csak abban az esetben képződik, ha a lakossági állampapír kibocsátás ténylegesen intézményi kibocsátást vált ki. Ebből a szempontból tehát csak az olyan addicionális – nettó állománynövekedést eredményező – forrásbevonásra vetíthető a fenti becslés, amelyet az állam nem egyéb célokra (pl. más lakossági papírok törlesztésére, vagy devizakötvény visszavásárlásra) fordít. Ez a hatás mindenesetre felhívja a figyelmet arra, hogy az elmúlt években látott relatív magyar hozamcsökkenésben (28. ábra) a monetáris politikai hatás és a kockázati megítélés javulása mellett az is közrejátszott, hogy az ÁKK-nak több ezer milliárd forinttal alacsonyabb mennyiséget kellett az intézményi piacra „öntenie”. A fentiek figyelembevételével nehéz pontos becslést adni arra, hogy a MÁP Plusz mekkora megtakarítást eredményez az intézményi piacon. Az ugyanakkor hüvelykujjszabályként elmondható, hogy a 14 ezer milliárdos piaci állampapír-állományra vetítve a hozamcsökkenés 10 bázispontonként évi 14 milliárd forintos megtakarítást jelenthet az államnak, amely hatás fokozatosan, az állomány átárazódásának ütemében jelentkezik (átlagosan 5 év alatt).

28. ábra: Régiós 5 éves állampapírok felára a német benchmark felett



Forrás: Bloomberg

2. **A magyar lakosságnak kifizetett kamatjövedelemből hazai adóbevétel keletkezik:** A lakossági állampapírokból és így a MÁP Pluszból származó jövedelmek elköltése utáni adó-fizetés részben ellentételezi a kifizetett magasabb kamatokat, ami természetesen csak időben eltolódva,

a jövedelem elköltésekor jelentkeznek. A kifizetett kamatjövedelem elköltése után az államnak fogyasztási adóbevétele keletkezik, ellentétben azzal, ha ezt az állampapír-állományt nem a lakosság, hanem külföldi befektetők vagy hazai bankok vásárolták volna meg. A potenciális adóbevétel a külföldieknek kifizetett kamat esetén a legalacsonyabb, vagyis a megtakarítás a külföldre történő kamatfizetéshez képest a legnagyobb. Ha hazai bankok vásároltak volna piaci állampapírokat, akkor szintén keletkezik adófizetési kötelezettség (pl. társasági adó), de alacsonyabb, mint a lakossági vásárlás esetében. Becslésünk szerint a többlet kamatjövedelem teljes elköltése esetén a jövedelem mintegy negyede növeli az állami fogyasztási adó-bevételeket⁷. Ez 1100 milliárd forintos növekményre évi 19 milliárd forintos többletjövedelem esetén 4,75 milliárd forintos adóbevételt jelent. A többletjövedelem egy részének vagy egészének újrabefektetése természetesen későbbre tolja ennek az adóbevételnek a realizálását, azonban egyúttal csökkenti az államadósság megújítási igényét.

3. **Kockázati prémium csökkenés:** Az alacsonyabb külső finanszírozás, a csökkenő devizaarány, az egészségesebb és diverzifikáltabb finanszírozási szerkezet, valamint a „home bias” jelenség (hazai szektorok belső piacok iránti erősebb elköteleződése) miatt a lakosság részarányának növekedése az államadósság finanszírozásában már önmagában javítja az ország kockázati megítélését. A Magyarországról megjelent hitelminősítői értékelések⁸ ezt a szempontot külön is kiemelik és a MÁP Plusz elindítását az adósságszerkezet tekintetében jellemzően kedvezően értékelik. Ez nem meglepő, hiszen a szuverén hitelminősítői módszertanokban⁹ a tulajdonosi- és devizaszerkezethez kapcsolódó szempontok kiemelt hangsúlyt kapnak.
4. **Csökkenő devizatartalék-igény:** A külső adósság csökkenése a kockázati prémium mérséklődése mellett azt is jelenti, hogy a jegybanknak ceteris paribus alacsonyabb devizatartalékot kell tartania. Bár a devizatartalék nettó közgazdasági költségei nehezen számszerűsíthetők¹⁰, a tartalék tartásának közvetlen, azaz finanszírozási és kezelési költsége¹¹ általában meghaladja a tartalékportfólió hozamát, így csökkenő külső adósság és devizatartalék mellett ezen költségek mérséklődnek.
5. **Készpénz állomány becsatornázása:** A lakossági állampapír-stratégia megújításának egyik célja a lakoságnál lévő jelentős összegű, vélhetően megtakarítási célú készpénzállomány mozgósítása. A 2020 végére már 7000 milliárd forintot közelítő készpénzállomány jelentős társadalmi költségeit¹² mérsékelheti, ha ezt sikerül legalább részben az állampapír-piacra terelni. Ebben kiemelt szerepe van az értékesítési csatornák – azon belül is a postai és a papíralapú értékesítés – továbbfejlesztésének, hiszen a tapasztalatok azt mutatják, hogy a készpénzállomány földrajzi megoszlása sokkal inkább kiegyenlített, mint a korábban felépült lakossági állampapír állományé¹³. Bár a készpénzállomány növekedése természetes jelenségnek is

⁷ Az Eurostat által közölt mintegy 31 százalékos implicit adórata esetén az elköltött jövedelem adótartalma közel 25 százalék.

⁸ <https://www.fitchratings.com/site/pr/10080125>

⁹ <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/1-ligeti-szorfi.pdf>

¹⁰ <https://www.mnb.hu/letoltes/antal-gereben.pdf>

¹¹ <https://www.mnb.hu/letoltes/csavas-csaba-teremi-marton-a-devizatartalekok-elvart-szintje-jobol-is-megart-a-sok.pdf>

¹² <https://www.mnb.hu/letoltes/kajdi-laszlo-varga-lorant-keszpenzmentes-tarsadalom-1-cikk.pdf>

¹³ <https://www.mnb.hu/letoltes/briglevics-kocsis-szoboszlai-az-ertekesitesi-csatornak-szerepe-vegso.pdf>

tekinthető (főként magas rendszerszintű likviditás mellett), adataink szerint a MÁP Plusz elindulása képes volt lassítani a készpénzállomány növekedési ütemét.

Bár e tényezőkre vonatkozóan – közvetett jellegükből adódóan – csak igen nagy bizonytalanság mellett adható becslés, a fenti egyszerű számításainkból látszik, hogy már önmagában a nagybani piac tehermentesítése és a többlet-adóbevételek figyelembevétele lefedheti a MÁP Pluszhoz kapcsolódó közvetlen többletköltségek egy jelentős részét.

A többletkiadások a magyar gazdaság stabilitását és finanszírozását hosszú távon biztosító befektetésnek tekinthetők.

A MÁP Plusz magasabb hozama tehát a közvetlen kamatkiadásokban növekedést jelent az állam számára, még ha ezt a fent tárgyalt tényezők jelentősen csökkentik is. De minden kiadást érdemes azzal az értékkel összevetni, amelyet a pénzünkért kapunk. A MÁP Plusz esetében természetesen ez kevésbé kézzelfogható, mint például egy beruházás esetében, de mégis jól körülírható. A megújított lakossági állampapír-stratégia céljait és várható kedvező hatásait más fejezetek már tárgyalják (részletesebben lásd pl.: 5. Fejezet), ehelyütt csak egy rövid összefoglalót adunk:

- **Az ország külső kitettségének, sérülékenységének mérséklése,** az államadósság stabilabb finanszírozási hátterének biztosítása, válságállóbbá tétele, a lakossági állampapír-állomány átlagos futamidejének emelése.
- **Az állami kamatkiadások „ittthon tartása”** az államadósság hazai tulajdonba kerülése révén, aminek nyomán javul az ország jövedelemegyenlege, így a folyó fizetési mérleg egyenlege, valamint mérséklődik a GDP és GNI között fennálló különbség és a külső adósság.
- **A lakossági megtakarítási ráta magas szinten történő stabilizálása.** Ez a szempont a makrogazdasági (folyó fizetési mérleg) egyensúly megőrzése mellett azért is fontos lehet, mert egy fogyasztás-vezérelt növekedési pálya helyett fenntartható, beruházás-vezérelt felzárkózási pályán tartja a gazdaságot. Elmondható továbbá, hogy a lakosság jövedelmeinek a megtakarítások irányába terelése erősíti a háztartások pénzügyi stabilitását, korlátozza a bérdinamika inflációba gyűrűzését és gátolja az ingatlanpiaci buborékok kialakulását.
- Sokszor alábecsült, hosszútávon azonban kulcsfontosságú szempont **a lakosság pénzügyi tudatosságának növelése**¹⁴. Adataink azt mutatják, hogy a MÁP Plusz indulása óta növekedésnek indult a lakossági értékpapírszámlák száma, ami arra utal, hogy a MÁP Plusz megjelenése és az ahhoz kapcsolódó kommunikáció támogathatja a lakosság pénzügyi tudatosságának erősítését és megtakarítási preferenciáinak fejlődését. (Erre a szempontra még visszatérünk a fejezet végén.)

¹⁴ <https://penziranytu.hu/magyar-lakossag-penzugyi-kulturaja>

A stratégia sikeres végrehajtásához és az említett előnyök eléréséhez fontos felmérni, nyomon követni és kezelni a megnövekvő lakossági állampapír-állomány jelentette új típusú kockázatokat is, a következőkben ezekkel foglalkozunk.

Közvetlen lakossági finanszírozás: likviditási kockázat vagy diverzifikált befektetői bázis?

Az állam számára új típusú kockázatot jelenthet a lakossági állampapírok visszaváltási lehetősége, hiszen a nagybani piactól eltérően a lakossági állampapírok – bizonyos költség mellett – visszaválthatók, így hirtelen nagymértékű finanszírozási igényt keletkeztethetnek. E kockázat kiemelt figyelmet érdemel az állam részéről. Ugyanakkor több érv is szól amellett, hogy finanszírozási szempontból a MÁP Plusz turbulens helyzetben is relatíve kedvezőbben viselkedhet, mint az alternatív finanszírozási csatornák:

- ahogy a **korábbi hazai példák** (lásd 2008-2009) is bizonyítják, a másodpiaci turbulenciák egy pillanat alatt az elsődleges piac lefagyásához vezethetnek, így fennakadásokat okozhatnak az állam finanszírozásában. Félrevezető tehát az az érvelés, mely szerint a MÁP Pluszhoz képest stabilabb a nagybani piaci finanszírozás;
- a **lakossági tulajdonosi kör sokkal inkább szétaprózott, diverzifikáltabbnak tekinthető**, mint például a külföldi tulajdonosi kör, ráadásul a „home bias” jelenség is abba az irányba mutat, hogy a belföldi lakossági befektetők stabilabbak. Egy-egy kis lakossági szereplő egyedi döntése sokkal kisebb eséllyel indít el negatív folyamatokat, mint a nagy külföldi befektetők koncentrált eladásai. Ez a diverzifikáció egyrészt nagyobb stabilitást jelenthet olyan esetekben, amikor eltérő sokkok érik a külföldi befektetőket, a hazai intézményei szereplőket és a belföldi háztartásokat. Másrészt azért is előnyös, mert a szektorok máshogy reagálnak a sokkokra. A nagy külföldi befektetési alapok például a tapasztalatok szerint akkor is magyar befektetéseik likvidálásába foghatnak, ha egy Magyarországtól független esemény kapcsán romlik a régió, vagy a feltörekvő piacok kockázati megítélése, így befektetőik tőkekivonása miatt a magyar állampapírok eladására is rákényszerülnek. Ezzel szemben egy magyar háztartás hazai állampapír befektetése iránti bizalmat feltehetően nem rendíti meg egy távoli feltörekvő országról szóló negatív hír;
- változó környezetben a **MÁP Plusz minden valószínűség szerint relatív értelemben a legvonzóbb hazai termék marad**, hiszen minden ilyen esemény hatna az alternatív befektetésekre is.

Megítélésünk szerint a koronavírus válság 2020 tavaszi „első hulláma” igazolta a fenti érveket:

- a **nagybani piaci állampapír aukciókban már március második hetében fennakadások voltak**, a piaci turbulenciák miatt március harmadik hetében pedig elmaradtak;
- **külföldi befektetők március második felében mintegy 300 milliárd forinttal csökkentették magyar állampapír-állományukat**, ami magába foglal egy egyetlen nap alatt bekövetkezett, 150 milliárdos csökkenést. Ráadásul a jelek arra utalnak, hogy a külföldi tulajdonosok közt enél is nagyobb volt az átrendeződés („forró krumpli” effektus, azaz egyes nagy külföldi eladók

helyére más külföldiek szálltak be). A vételi oldalon beszálló külföldi tulajdonosok ugyanakkor csak magasabb hozam mellett vásároltak, ami pár nap alatt 150 bázispontot meghaladó ugrást eredményezett a hosszú hozamok esetében. Ezzel szemben a MÁP Plusz egy sokkal stabilabb finanszírozási forrásnak bizonyult, és a megfigyelt átmeneti és kismértékű visszaváltás (lásd 8. Fejezet) természetesen nem okozott hozamemelkedést, vagy más tovaggyűrűző hatást;

- **a lakosság a portfólió átrendezése közepette is viszonylag stabilan tartotta**, sőt növelte MÁP Plusz állományát, miközben más portfólió-elemekben jelentős átrendeződés ment végbe (részletesen lásd: 8. Fejezet).

Nem érzékelhető a MÁP Plusz tartós „kiszorító hatása”

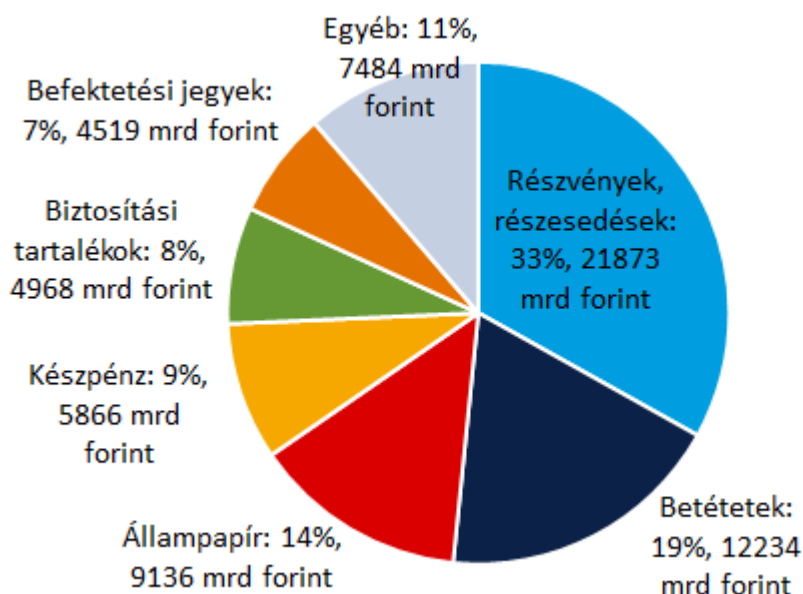
Kiszorítási hatás akkor jelentkezne, ha a MÁP Plusz bevezetése miatt veszélybe kerülne más lakossági befektetési termékek piaca, vagy a bankbetétek kivonása veszélyeztetné a pénzügyi rendszer stabilitását. A hazai lakossági megtakarítási folyamatok nagyságrendjét és trendjeit, valamint a bankrendszer helyzetét figyelembe véve könnyen látható, hogy ez nem jelent kiemelt kockázatot, sőt, a MÁP Plusz inkább hozzájárul a magas megtakarítási ráta fennmaradásához. Ebből a szempontból három egyszerű tényrt érdemes figyelembe venni:

1. **A lakossági állampapír-stratégia célja évi átlagosan 1100 milliárd forint lakossági megtakarítás becsatornázása 5 éven át.** Ez az MNB által a következő években is várt évi 3000 milliárd forint feletti új lakossági megtakarítás harmada. A fennmaradó összeg így magasabb, mint az új lakossági megtakarítások teljes éves összege a 2017 előtti időszakban. A lakossági állampapír-stratégia megvalósítása mellett is van tehát tér nem csak az alternatív befektetési termékek volumenének megtartására, de azok jelentős növekedésére is. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy ne történhetne egészséges átrendeződés egyes részpiacokon. Bár az eddigi tapasztalatok szerint a MÁP Plusz megjelenése egyes eszközosztályokban (például egyes befektetési alapok) kiáramláshoz vezetett, ez az átrendeződés a befektetési alapok összállományát tekintve és rendszerszinten nem jelent kockázatot. A befektetési alapok tekintetében érdemes még kiemelni, hogy a feltehetően a MÁP Pluszhoz köthető kiáramlások – az első intenzív hetek után – 2019 augusztusától jelentős mértékben lassultak és az összesített nettó eszközérték ezt követően újra növekedésnek indult. Az ingatlanalapok estében látható kiáramlásban a szabályozás változása is szerepet játszhatott. Az is elmondható, hogy az ingatlanpiac esetében ez valószínűleg inkább a kockázatokat mérséklő tényező: a MÁP Plusz képes fékezni a befektetési célú ingatlanvásárlások áremelő hatását.
2. **2020 végére vonatkozó adatok alapján a lakosság tulajdonában lévő pénzügyi eszközök állománya elérte a 66 ezer milliárd forintot, amelyből mintegy 9000 milliárd forintot tettek ki az állampapírok** (lásd 1. Fejezet). Ennek 11 ezer milliárd forintra növelése 2023-ig nem jelent drasztikus átrendeződést a lakosság pénzügyi eszközeiben, különös tekintettel az évente 3000 milliárd forint feletti mértékben növekvő „megtakarítási tortára” (29. ábra). Szintén megemlíthető, hogy becslésünk szerint a lakosság készpénzállományából 5800

milliárd forintot meghaladó rész megtakarításként funkcionál, aminek legalább részleges becsatornázása is olyan forrása lehet a MÁP Plusz vásárlásoknak, ami nem hat az alternatív befektetésekre és a bankrendszerre.

3. **Miközben a lakosság bankbetétállománya meghaladja a 12 ezer milliárd forintot, a MÁP Plusz indulásához kapcsolódó betétkiáramlás becsléseink szerint 240 milliárd forint körül alakult** és 2019 augusztusától rendszerszinten már nem látható további szignifikáns kiáramlás. Ez a nagyságrendi különbség önmagában is beszédes, de emellett is érdemes kiemelni, hogy a bankrendszer likviditásfedezeti mutatója bőven a szabályozói elvárások felett helyezkedik el¹⁵, míg a hitel/betét arány továbbra is stabilan 80 százalék alatt alakul.

29. ábra: A magyar háztartások pénzügyi eszközeinek megoszlása



Forrás: MNB, 2020. december 31.

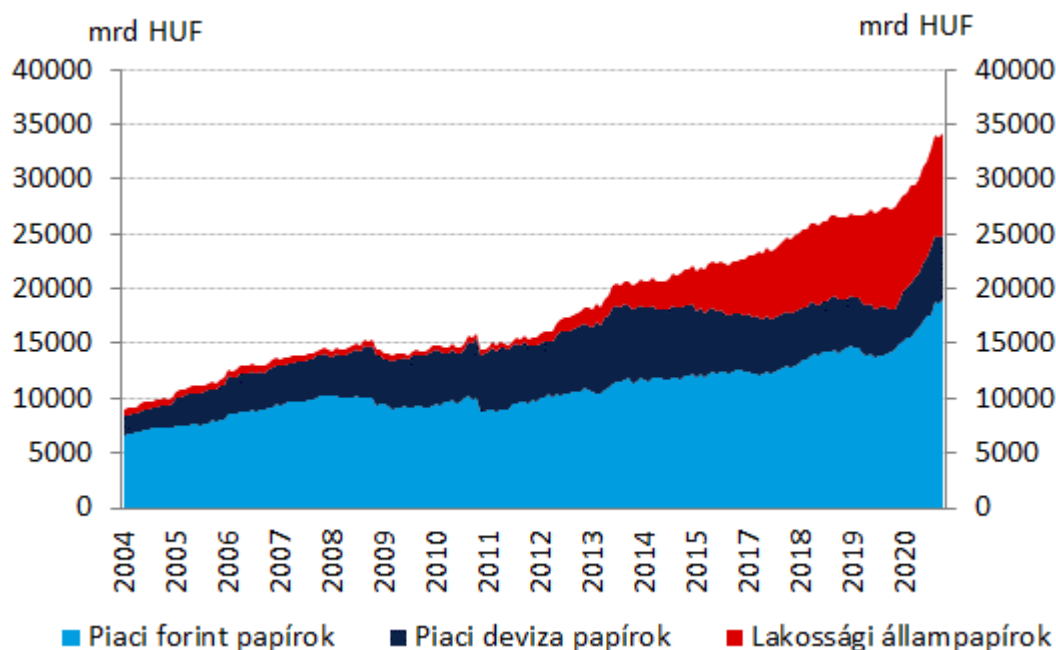
A MÁP Plusz nem rombolja az intézményi piacot

A koronavírus válságban kifejezetten jól jött az a mozgástér, amit a lakossági állampapírok teremtetek meg. Felmerült olyan kritika is, mely szerint a MÁP Plusz a nagybani piaci kínálat csökkentésével „visszafordíthatatlan torzulásokat” okoz az intézményi piacon. Fontos kiemelni, hogy a lakossági állampapír stratégia az évek során növekvő, mostanra 9000 milliárd forint feletti állománya komoly terhet vett le a nagybani piacról. A tapasztalat azonban azt mutatja, hogy ez nem okozott kárt az intézményi piacon: a nagybani forint állampapír-állomány fokozatosan növekvő pályája kisebb megingások mellett folyamatosan fennmaradt az elmúlt években (30. ábra). Ezzel szemben feltehető, hogy inkább az okozott volna torzulást, ha a nemzetközi összehasonlításban továbbra is viszonylag magas magyar államadósságot az állam egyetlen piacra terhelte volna. A lakossági

¹⁵ <https://www.mnb.hu/letoltes/penzugyi-stabilitasi-jelentes-2019-majus.pdf>

állampapír-állomány növekedése tehát az elmúlt években fokozatosan kiegészítette a forint és deviza intézményi piaci finanszírozást és így kiegyensúlyozottabb finanszírozási szerkezetet eredményezett. Ez kulcsfontosságú volt amikor 2020 tavaszától a koronavírus okozta egészségügyi és gazdasági válság kezelése érdekében nagy összegű, koncentrált forrásbevonásra volt szükség, akkor a nagybani forint- és devizapiacra megfelelő mozgástér állt az állam rendelkezésére a megemelt kibocsátásokhoz.

30. ábra: Állampapírok mennyiségének alakulása



Forrás: ÁKK

A MÁP Plusz inkább támogatja, mint rombolja a pénzügyi tudatosságot. A szakmai közvéleményben megjelent még egy további, nehezebben megfogható kockázat a MÁP Pluszsal kapcsolatban: a kritikák szerint a 4,95 százalékos átlaghozam arra „nevelheti” a lakosságot, hogy kockázat nélkül is magas hozam érhető el, ami rombolja a pénzügyi tudatosságot. E kritika érvényessége azonban erősen függ az adott ország „induló paramétereitől”. Feltehető, hogy a hazai viszonyok közt a MÁP Plusz épp a lakosság pénzügyi tudatosságának fejlesztéséhez szükséges első lépést, a pénzügyi tartalékok megképzését, illetve a készpénznél és bankbetétnél szofisztikáltabb formában történő alokációját ösztönzi. Az érdemi megtakarítással nem rendelkező háztartások magas aránya sérülékennyé teszi az egész gazdaságot és nehezíti a fenntartható fejlődéshez szükséges egészséges szintű megtakarítási ráta fenntartását. Ha a MÁP Plusz hatására ezek a háztartások is egyre inkább megtakarítók válnak, illetve a feleslegesen készpénzben és bankbetétben parkoltatott megtakarítások egy része is megmozdul, az már önmagában egy sikeres kezdő lépést jelenthet a magyar lakosság pénzügyi kultúrájának fejlesztésében. Ebben a tekintetben a kockázatmentes eszközön túli hozam/kockázat preferenciák kialakulása és a megtakarítások diverzifikációja (például a vállalati kötvénypiac felé) már egy következő lépést jelenthet. Nehéz lenne amellet érvelni, hogy egy

eddig készpénzben megtakarító, semmilyen pénzügyi tapasztalattal nem rendelkező háztartásnak rögtön a részvénytőzsdén kellene megjelennie.

Tapasztalataink inkább abba az irányba mutatnak, hogy a MÁP Plusz megjelenése és az ahhoz kapcsolódó kommunikációs kampány támogathatja a lakosság pénzügyi tudatosságának erősítését. Adataink azt mutatják, hogy a MÁP Plusz indulása óta növekedésnek indult a lakossági értékpapírszámlák száma. Ez arra utal, hogy a MÁP Plusz hatására nőtt a lakossági érdeklődés a megtakarítások iránt, a téma bekerült a közbeszédbe, ami segíthet a jelenlegi magas megtakarítási ráta fenntartásában.

A fejezet Csom-Bíró Gabriella - Horváth Dániel - Kicsák Gergely „A biztonság ára – Nem csak a lakosságnak, az államnak is jó befektetés a MÁP+”, Horváth Dániel – Kuti Zsolt „Valóban kizorít bármilyen eszközt a piacról a szuperállampapír?”, Csontos Orsolya – Horváth Dániel – Kuti Zsolt „Szuper nagy tévedés lenne visszavonulót fújni a MÁP Plusz stratégiában” és Horváth Dániel – Kurtucz Csaba – Kuti Zsolt „A lakossági állampapírok továbbra is erős támaszt jelentenek az államadósság finanszírozásában” című szakmai cikkeinek felhasználásával készült.

10. FEJEZET

A LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR-STRATÉGIA JÖVŐJE

A koronavírus válság több szempontból is tanulságos volt az államadósság szerkezetével kapcsolatos törekvések tekintetében. Egyrészt bebizonyosodott, hogy a lakossági állampapírok és kiemelten a MÁP Plusz a kedvező visszaváltási feltételek ellenére is stabilabb forrást jelentenek válsághelyzetben, mint a külföldi finanszírozás. Másrészt a válságkezelő lépések következtében hirtelen megnőtt a finanszírozási igény biztosításához szükség volt arra a mozgástérre, amit épp a lakossági állampapír-stratégia teremtett meg a nagybani forint- és devizakötvény piacon. Harmadrészt pedig a lakossági állampapírok – a hazai szereplők által vásárolt nagybani piaci kötvények mellett – kulcsszerepet tölthettek be az állam 2020. évi finanszírozási igényének biztosításában. E tanulságok az eredeti stratégiával összhangban a lakossági állampapírok szerepének további erősítése felé mutatnak.

A lakossági állampapír trendekben csak átmeneti megingás történt a koronavírus válság első hulláma alatt

Kisebb megingás után, 2020. májustól ismét stabilan növekvő pályán a lakossági állampapír állomány. Míg március közepéig a MÁP Plusz indulása óta jellemző erős bővülésnek lehettünk tanúi a lakossági állampapír-állományban, a koronavírus válság kezdetével ez a trend megtört. Bár a MÁP Plusz állományban csak pár napig tartott a megingás, az egyéb papírok – elsősorban az 1MÁP – állománya érezhetően csökkent, így a teljes állományt tekintve egészen április közepéig fokozatos csökkenés volt jellemző. Májustól azonban már ismét egyenletesen növekvő pályára állt a lakossági állampapír állomány, ami éles kontrasztban áll az ebben az időszakban igen változékonyságban alakuló külföldi tulajdonú állampapír-állománnyal (részletesen lásd: 8. Fejezet).

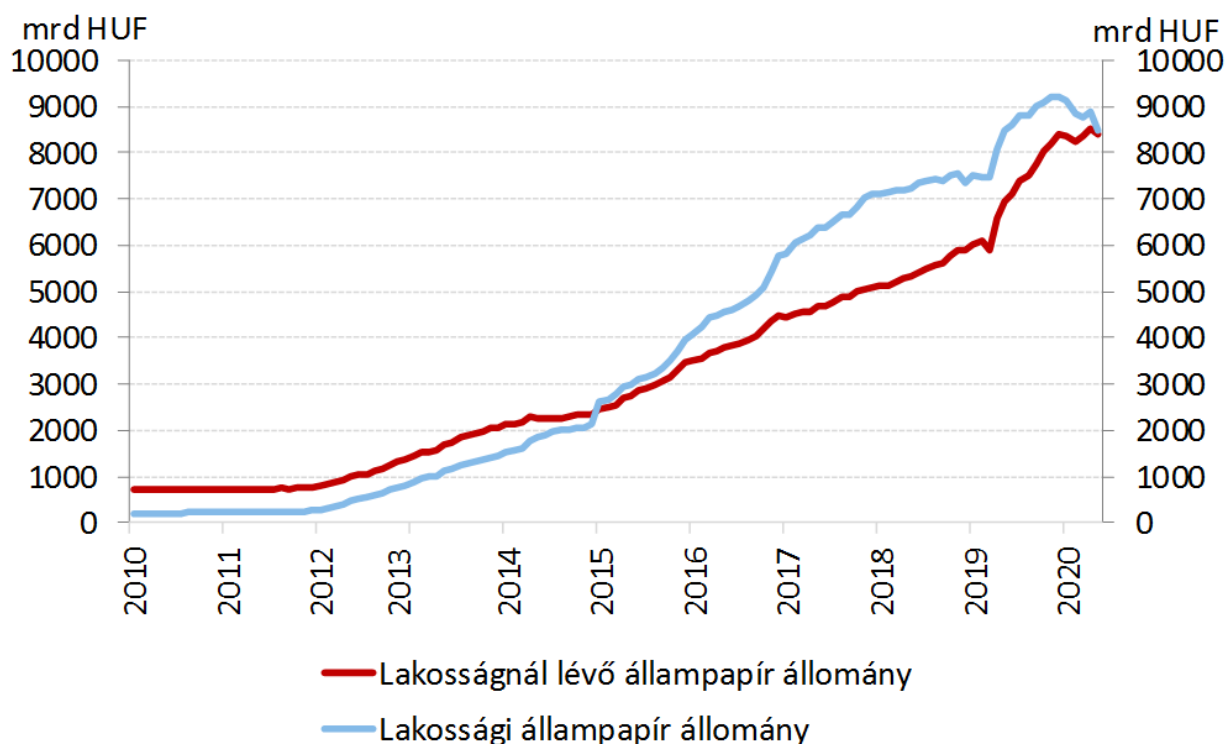
A stabil lakossági állampapír-értékesítés elősegítette a finanszírozási igény biztosítását és a nagybani piac tehermentesítését. A 2020 májusától az év végéig jellemző határozott pozitív trend alapján viszonylag jól látható, hogy a lakossági állampapírok nettó kibocsátása a 2020 második felében fellépő finanszírozási igény egy jelentős részét lefedte.

2020 során több tényező is nehezítette az alapfolyamatok megítélését

A lakosságnál lévő állampapír-állomány és a lakossági állampapír-állomány közötti különbség július végére bezárult. A trendek előrejelzéséhez fontos figyelembe venni, hogy a 2020-as lakossági állampapír alapfolyamatok megítélését több tényező is nehezíti. Ezek közül a legfontosabb az, hogy a háztartásoknál lévő állampapír állomány trendjei élesen elváltak a lakossági állampapír állományétól (31. ábra). A folyamat 2015 márciusában kezdődött, amikortól a háztartások mellett egyes intézményi szereplőknél is megindult a lakossági állampapír-állomány felépülése. A divergencia több mint 5 éven át tartott, ezzel szemben 2020 során rövid idő alatt zárult a különbség,

alapvetően az intézményi tulajdonban lévő lakossági papírok lejáratát miatt. Emiatt az alapfolyamatok megítélése során önmagában a lakossági állampapír állomány vizsgálata félrevezető lehet. Mindazonáltal a különbség július végére minimálisra csökkent, tehát előretekintve nem lesz szignifikáns különbség a lakossági és a háztartásoknál lévő állampapír-állomány között.

31. ábra Lakossági és lakosságnál lévő állampapír állomány alakulása



Forrás: MNB

További torzító tényező, hogy 2020-ban több nagy lakossági állampapír lejárat is hónap végére esett és a MÁP Plusz jegyzési napok havi száma is változó volt. Érdekes ebből a szempontból kiemelni, hogy bár 2020. júliusban jelentős lakossági állampapír-lejáratok voltak, ez csak részben érintette a háztartások állampapír állományát, hiszen a lejáró 330 milliárd forint PMÁP-ból mindössze 166, a kint lévő 119 milliárd BMÁP-ból pedig csak 13 milliárd forint volt a lakosságnál. További nehezítő tényező, amint azt az ÁKK is megírta elemzésében¹⁶, hogy 2020 során sok volt a hó végi lejárat, aminek a megújítása a következő hónapra tolódott. Emiatt például az említett júliusi PMÁP lejáratkor a lakossági állampapír-állomány és a lakosságnál lévő állampapír-állomány is jelentősen csökkent. Ugyanakkor a lakosság a lejáratokat igen nagy arányban megújította a következő napokban, ami viszont már csak az augusztusi statisztikában jelent meg. Tovább torzítja a havi adatokat, hogy a MÁP Plusz jegyzés heti rendszerben, hétfőnként történik és emiatt a havi adatokra erősen hat, hogy négy, vagy öt hétfő van az adott hónapban.

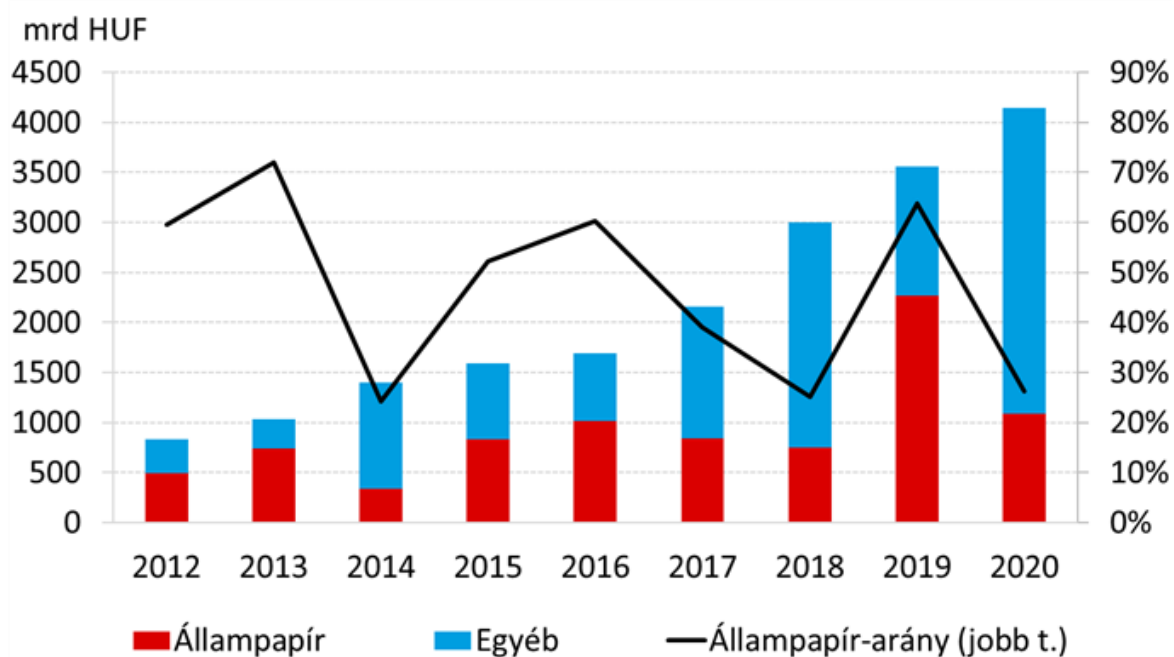
¹⁶ ÁKK (2020) – A lakossági értékesítés ideje alakulását bemutató statisztikákkal kapcsolatos módszertani problémák

Lakossági megtakarítások alakulása – lesz-e miből MÁP Pluszt venni?

A koronavírus válság által okozott bizonytalanság növekedése erősítheti a lakosság megtakarítási hajlandóságát, ami állampapír-vásárlások forrásául szolgálhat. A lakossági állampapír trendek kivetítése mögötti fontos feltételezés, hogy a lakossági megtakarítások alakulásában nem történik éles fordulat. Az elmúlt két évtized tapasztalatai, illetve a 2020-as folyamatok arra utalnak, hogy egy ennek alacsony a valószínűsége. A 2008-2009-es válság egyik fontos tanulsága volt, hogy a bizonytalanság emelkedésével, a lakosság óvatossági megfontolásainak erősödésével nőtt a megtakarítási hajlandóság. Ez a trend azt eredményezte, hogy a 2008-as 0 közeli nettó lakossági megtakarítás 3 év alatt a GDP 5 százalékára nőtt (részletesen lásd: 1. Fejezet). A jelenséget a korábbi hazai és nemzetközi tapasztalatok is megerősítik, azaz feltételezhető, hogy a koronavírus válság által okozott bizonytalanság a lakosság megtakarítási hajlandóságát nem gyengíteni, hanem erősíteni fogja. Továbbá az eleve alacsony kamatkörnyezet tovább növelheti a kedvező kamatozású és alacsony kockázatú lakossági állampapírok vonzerejét.

A háztartások pénzügyi megtakarításai rekord évet zártak 2020-ban. A 2020-as folyamatok a megtakarítási hajlandóság erősödését támasztják alá: 2020 minden hónapjában 300 milliárd forint feletti bruttó és 200 milliárd forint feletti nettó megtakarítás volt megfigyelhető a háztartások oldalán. Ez 2020-ra 20 éves rekordot eredményezett a lakosság bruttó és nettó pénzügyi megtakarításaiban (32. ábra).

32. ábra A lakosság bruttó pénzügyi megtakarítása és ezen belül az állampapír-résarány alakulása

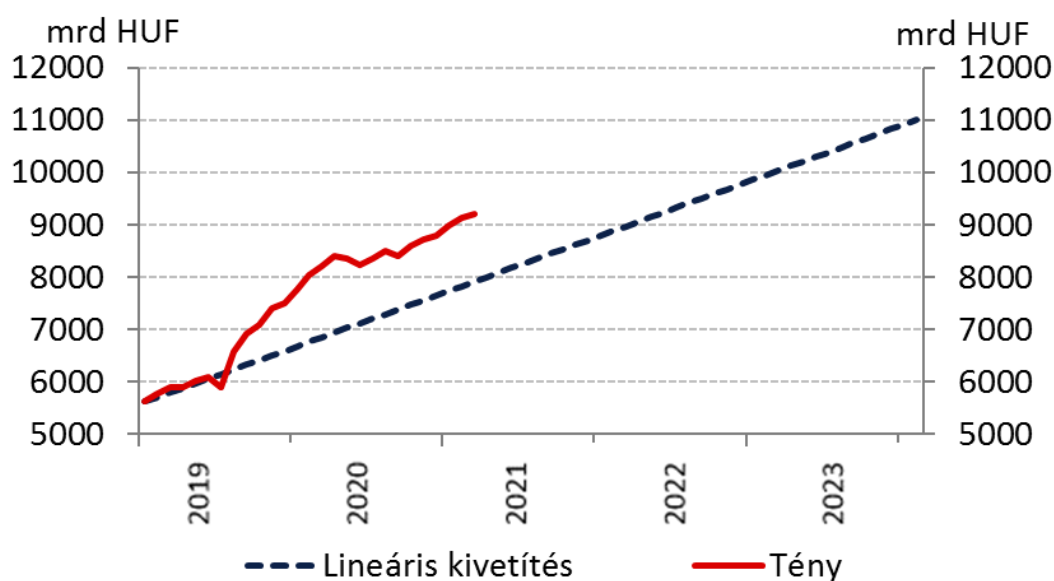


Forrás: MNB

A következő években is fontos szerep juthat a lakossági állampapíroknak a finanszírozásban

A lakossági állampapírok kiemelkedő szerepet töltenek be a költségvetés finanszírozásában. A 2020-as költségvetés finanszírozási igényét jelentősen megemelte a COVID-19 krízis, ami azonban a következő két évben várhatóan fokozatosan alacsonyabb lesz. Az eddigi lakossági állampapír-folyamatok kivetítése alapján a 2021-2022-es finanszírozási igény egy jelentős részét képes lehet fedezni a lakossági kibocsátás, mivel 2020 végi – 2021 eleji trend mindkét évben 1000 milliárd forint feletti nettó állománynövekedést vetít előre (33. ábra). Az ezen túl fennmaradó rész pedig nagybani forintkötvény kibocsátással várhatóan fedezhető. Ezek alapján elmondható, hogy a lakossági állampapír-stratégia fontos szerepet játszhat a 2021-es és a 2022-es finanszírozási igény biztosításában is, ami a lakossági állampapírok szerepét tovább növelheti a költségvetés finanszírozásában. Mindezek kedvező folyamatok a gazdaság külső sérülékenységének és stabilitásának szempontjából (részletesen lásd: 5. Fejezet). Érdemes kiemelni, hogy a jelenlegi trendek alapján feltehető, hogy a kitűzött 11 ezer milliárdos cél már 2023 előtt teljesül.

33. ábra A háztartások állampapír állományának alakulása a havi értékpapírstatisztika alapján



Forrás: MNB

A fejezet Horváth Dániel – Kurtucz Csaba – Kuti Zsolt „A lakossági állampapírok továbbra is erős támaszt jelentenek az államadósság finanszírozásában” című szakmai cikk felhasználásával készült.

HIVATKOZÁSOK

Külső Források

Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton: University Press.

ÁKK. (2020). *A lakossági értékesítés idejének alakulását bemutató statisztikákkal*. Budapest: ÁKK.

Andritzky, J. R. (2012). *Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?* IMF.

Bianka, P. (2018). *Bizalom nélkül nincs gazdasági felzárkózás*.

Demertzis, M., & Pichler, D. (2019. February 6). *Bruegel, Publications*. Forrás: Bruegel: <https://www.bruegel.org/2019/02/whose-fiscal-debt-is-it-anyway/>

Feldstein, M., & Horioka, C. (1980). *Domestic Saving and International Capital Flows*. Economic Journal.

Kucor, I. (2010). *A nagy könyv*. Gonolnád.

Matolcsy, G. (2019). *Egyensúlyi Növekedés, Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon 2010 után*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank.

OCDE. (2013). *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2013*. Paris: Éditions OCDE.

MNB Források

Balatoni, A., & Rippel, G. (2019). *Fogyasztás helyett a megtakarítások és a beruházások a hosszú távú jólét alapjai*.

Balogh, & Ligeti, & Szórfi. (2018). *Pozitív kilátások – Milyen tényezőkön múlik a magyar hitelminősítés jövője?*

Boldizsár A., & Kékesi, Zs. (2019). *A külső egyensúlyi mutatókban a régió élmezőnyében*.

Boldizsár, A., & Koroknai, P. (2016). *Nem is gondolnád, mi mindent tettek félre a magyarok*.

Csom-Bíró, G., & Nyári, O. (2020). *Egy éves a szuperállampapír! – itt az idő az ünneplésre!*

Csom-Bíró, G., & Horváth, D., & Kicsák, G. (2019). *A biztonság ára – Nem csak a lakosoknak, az államnak is jó befektetés a MÁP+.*

Csortos, O., & Horváth, D., & Kuti, Zs. (2019). *Szuper nagy tévedés lenne visszavonulót fújni a MÁP Plusz stratégiában.*

Csortos, O., & Sisak, B. (2016). *Nem is gondolnád, milyen sokat tesznek félre a magyarok*.

Gerlaci, B., & Sisak, B. (2017). *Megtakarításban már a régió élmezőnyéhez tartozunk*.

Horváth, D., & Kuti, Zs. (2019). *Valóban kiszorít bármilyen eszközt a piacról a szuperállampapír?*

- Horváth, D., & Kurtucz, Cs., & Kuti Zs. (2020). *A lakossági állampapírok továbbra is erős támaszt jelentenek az államadósság finanszírozásában.*
- Horváth, D., & Nyári, O. (2020). *Átesett a tűzkeresztségen a szuperállampapír – ütésállónak bizonyult!*
- Koroknai, P. (2018). *A fenntartható növekedés záloga: a lakossági megtakarítás.*
- Koroknai, P. & Kuti, Zs. (2019). *Egyszer már sikerült – hogyan duplázható meg a lakossági állampapír-állomány?*
- Kuti, Zs., & Nyári, O., & Stenger, Zs. (2019). *A MÁP Plusz élre repítette Magyarországot.*
- Matolcsy, Gy. (2019). *Egyensúlyi Növekedés, Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon 2010 után.* Budapest: Magyar Nemzeti Bank.
- Nagy, M. (2019). *Mennyibe kerül a lakossági állampapírok banki értékesítése?*
- Az Önfinszírozási program első két éve.* (2016). Tanulmánykötet.
- A magyar út – Célzott jegybanki politika.* (2017). 14. Fejezet: Önfinszírozási program – jegybanki eszközökkel a külső sérülékenység csökkentéséért.
- Magyar Nemzeti Bank Jelentés.* (2013–2019). 3.D. Fejezet – Önfinszírozás – intézkedések egy stabilabb gazdaságért.

A LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR-STRATÉGIA GAZDASÁGPOLITIKAI JELENTŐSÉGE

LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR-STRATÉGIA A MEGTAKARÍTÁSI FOLYAMATOK
ÉS A FENNTARTHATÓ FELZÁRKÓZÁS TÜKRÉBEN

2021

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.