

Kuti Zsolt – Koroknai Péter

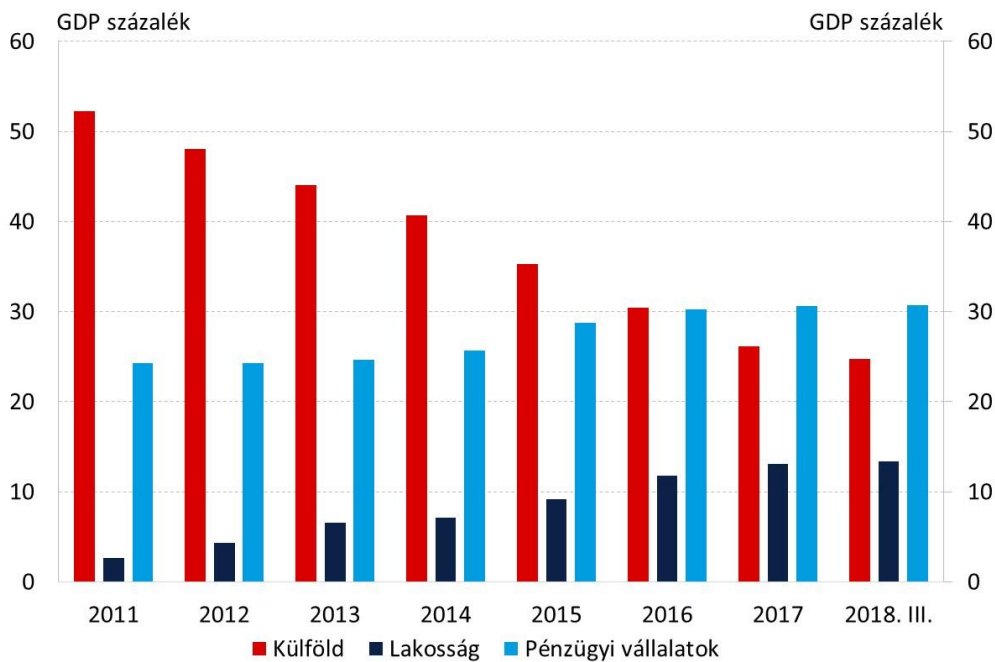
Egyszer már sikerült – hogyan duplázható meg a lakossági állampapír-állomány?

Az elmúlt évek során a lakosság állampapír-vásárlásai érdemben mérsékeltek az állam és így a magyar gazdaság sérülékenységét. Ugyanakkor a kedvező megtakarítási folyamatok ellenére a lakosság állampapír-kereslete elmarad a korábban jellemzőtől. Míg a háztartások 2015-16-ban új megtakarításaik több mint felét állampapírba fektették, ez az arány az elmúlt években folyamatosan csökkent. A lakossági állampapírpiazi stratégia 2012-es bevezetése óta a háztartások állampapír-állományának növelése egyértelmű gazdaságpolitikai prioritássá vált. Az idei év elején újabb cél került kitűzésre, miszerint a lakossági állampapír-állományt öt éven belül meg kell duplázni. Amennyiben ez sikerül, azzal újabb nagy lépést tesz az állam az önfinanszírozás megvalósítása felé. A jelenlegi kedvező finanszírozási és megtakarítási környezet egyértelműen támogatja ennek a célnak az elérését. Ehhez ugyanakkor elengedhetetlen a lakossági állampapír-stratégia újragondolása, aminek folyamatát a jegybank szakértői a jelen elemzéssel induló cikksorozattal szeretnék támogatni.

Az állam sérülékenységének csökkenéséhez jelentős mértékben járult hozzá a lakosság állampapír-vásárlásának felfutása az elmúlt években. A válság kitörésekor az államadósság jelentős része külföldi tulajdonban volt, ami a megújítási kockázat mellett a nagymértékű állampapír-eladás okozta hozamemelkedés miatt is jelentősen növelte hazánk sérülékenységét. Tovább fokozta a magyar gazdaság kitérttségét, hogy a külső adósság jelentős része nem forintban, hanem idegen devizában volt, ami érdemi árfolyamkockázatot jelentett. Az elmúlt években azonban, részben a lakosság jelentős állampapír-vásárlásainak, részben a jegybank önfinanszírozási programjának köszönhetően érdemben csökkent az állam külső, illetve devizaadóssága, és ezzel párhuzamosan a gazdaság stabilitása nagyot nőtt. Ugyanakkor a belső finanszírozás növeléséhez, és a külföldi források súlyának további csökkentéséhez a lakossági állampapír-vásárlások folytatására, illetve növekedésének fokozására van szükség.

A 2012-ben bevezetett új állampapír-stratégia fordulópontot jelentett a közvetlen lakossági finanszírozás növekedési ütemében. Ennek hatására a korábban elenyésző lakossági finanszírozás rövid idő alatt nagymértékben bővült, és ezzel mára a háztartási szektor jelentős szerepet tölt be az államadósság finanszírozásában.

1. ábra: Az egyes szektorok által finanszírozott államadósság



A háztartási szektor állampapír-állományának növekedése az ország sérülékenységeinek csökkenésén túl is számos előnnyel jár. Az elmúlt években a lakosság jelentős állampapír-vásárlásának (illetve a jegybank önfinanszírozási programjának) köszönhetően érdemben csökkent az állam külső, illetve devizaadóssága. Mivel ezeket a mutatókat a nemzetközi befektetők és hitelminősítők is kiemelten figyelik, a mutatók javulása nagy szerepet játszott hazánk felminősítésében¹, illetve a kockázati felárak csökkenésében, ami mérsékelte a költségvetés kamatkiadását. De emellett még más tényezők is felsorolhatók a lakosság állampapír-finanszírozás előnyeiként:

- **Stabilabb finanszírozás.** Mint azt a 2008-as válság kitörésekor is láttuk, a befektetői bizalom megingásakor a külföldi szereplők gyorsan csökkenthetik feltörekvő piaci kitettségüket, jelentős hozamemelkedést és árfolyamgyengülést indukálva, ami a törékeny piaci helyzetben tovább ronthatja hazánk helyzetét. Ezzel szemben a lakosság csak jóval kisebb mértékben és hosszabb távon reagált a megváltozott körülményekre. Emellett azt is érdemes kiemelni, hogy a külföldi szereplők a feltörekvő piacokat érintő bizalmatlanság esetén kevésbé differenciálnak – vagyis akkor is a kitettség csökkentése mellett dönthetnek, ha a válság kevésbé érintené Magyarországot, miközben a hazai szereplők bizalma ebben az esetben jellemzően nem inog meg.

¹ <https://www.reuters.com/article/idUSFWN1BS051>

- **Alacsonyabb piaci kibocsátás szükséges.** A lakossági értékesítés növekedése nemcsak a devizakötvények kibocsátásának visszaesését tette lehetővé, hanem a piaci forintkötvényekből is jóval kevesebbet kellett értékesíteni. Mivel az állampapír-piaci kereslet a múltban igen kamatérzékenynek bizonyult, az alacsonyabb kibocsátással járó alacsonyabb hozamok az állam finanszírozásának másik csatornáján, a piaci szereplők számára szervezett kibocsátások esetében eredményeztek jelentős költségcsökkenést.
- **Belföldön maradó jövedelem.** Ha a külföldiek helyett egyre inkább a lakosság finanszírozza az államadósságot, akkor az ezután fizetett kamat nem külföldre áramlik, hanem a lakosság kezébe kerül. Ez azért is fontos, mert az így kapott jövedelem belföldön kerül elköltésre, az az állam számára is addicionális bevételként jelent. Emellett a folyamat során javul az ország jövedelemegyenlege, így a folyó fizetési mérleg egyenlege, valamint mérséklődik a GDP és GNI között fennálló különbség és a külső adósság is.

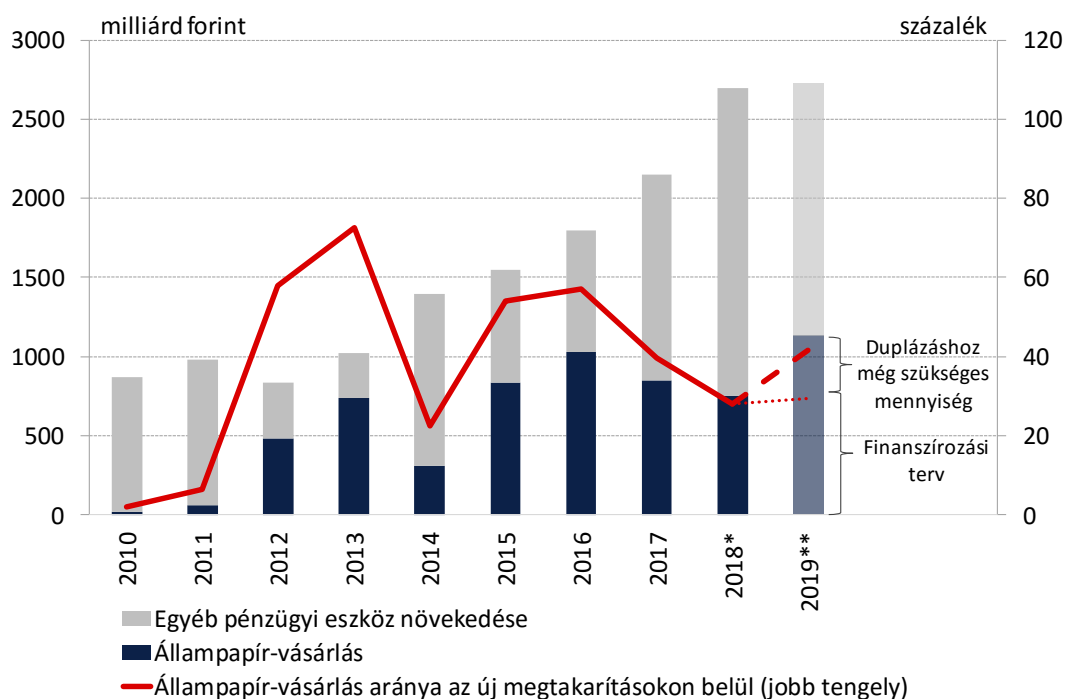
A 2012-ben bevezetett új állampapír stratégiának köszönhetően a háztartások állampapír állománya 2018 végén megközelítette az 5800 milliárd forintot, ami historikus csúcs. A lakossági állampapír-tartás eddig soha nem látott mértékű növekedésében jelentős hatása volt a magas kamatprémiumnak, a termékpaletta bővülésének és a támogató marketing eszközöknek. Emellett lakossági jövedelmek bővülése nyomán emelkedő pénzügyi megtakarítás is nagymértékben hozzájárult az állampapírkereslet erősödéséhez.

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 át csoportosításához volt köthető. 2014-ben egy átmeneti megtorpanást tapasztalhattunk, 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, és a továbbra is lendületesen emelkedő bruttó pénzügyi megtakarítás ellenére a háztartások nettó állampapír vásárlása mind arányaiban, mind nominálisan csökkenni kezdett.

A háztartások állampapír-vásárlása 2018-ban annak ellenére lelassult, hogy a jelentős béremelkedéssel összefüggésben a pénzügyi megtakarítás korábban nem látott szintre emelkedett. Az új stratégia bevezetését követő első öt évben a

lakossági állampapír-megtakarítás aránya a bruttó pénzügyi eszközfelhalmozáshoz viszonyítva – a 2014-es visszaesés ellenére is – 50 százalék felett alakult. Ebben kezdetben szerepe volt a lakosság portfólióátrendezésének is, de 2015-16-ban már az új megtakarítások domináltak a bővülésben. Az állampapír megtakarítás bruttó pénzügyi eszközfelhalmozáshoz viszonyított aránya 2017-ben 40 százalékra, 2018-ban 25 százalék közelébe csökkent. A magas pénzügyi eszközfelhalmozás ugyanis szükséges, de nem elégséges feltétele a bővülő lakossági államadósság finanszírozásnak. 2018-ban annak ellenére lassult a háztartások állampapír-vásárlásainak az üteme, hogy a pénzügyi eszközök bővülése historikus nominális csúcsra emelkedett.

2. ábra: A lakosság állampapír-vásárlása és aránya a pénzügyi eszközök felhalmozásában



*A 2018-as érték részben becslésen alapul

**A 2019-es érték a decemberi Inflációs jelentés előrejelzésén, az ÁKK finanszírozási tervén és a lakosság állampapír-állományának öt év alatti duplázáshoz szükséges éves mennyiségen alapul.

2019 elején a lakossági állampapír-állomány öt éven belüli megduplázása lett új célkitűzésként meghatározva, amit a jelenlegi kedvező finanszírozási és megtakarítási környezet is támogat. Egyrészt a lakosság pénzügyi eszközeinek idén is magas bővülése – a folytatódó bérdinamika és a lakosság továbbra is jelentős megtakarítási hajlandósága mellett – enyhén tovább emelkedik, és előrejelzésünk szerint meghaladhatja a 2700 milliárd forint körüli összeget. Hazánk gazdasági felzárkózásával párhuzamosan azzal számolunk, hogy a megtakarítások a következő években tovább

emelkednek. Másrészt a 2015-16-os időszak bebizonyította, hogy megfelelő stratégiával az újonnan képződő lakossági megtakarítás akár nagyobb hányada is becsatornázható az állam finanszírozásába. Az állampapír-megtakarítások ilyen mértékű ösztönzése a folyó fizetési mérleg többletének további fennmaradása érdekében is kiemelt fontosságú.

A finanszírozási terv a tavalyival közel megegyező, 800 milliárd forint körüli nettó lakossági állampapír-vásárlással számol. Ez azt jelenti, hogy a lakosság új megtakarításain belül az állampapír-vásárlások aránya nagyjából a 2018-as érték közelében maradna. A duplázás eléréséhez ugyanakkor évente mintegy 1100 milliárd forintnyi állampapír-vásárlásra van szükség. Ennek megvalósításához számításaink szerint a háztartások új pénzügyi eszköznövekedésén belül 40 százalékra kell növelni az állampapír-vásárlások arányát – ahogy a 2015-16-os évek folyamataiból is láthatjuk, ez elérhető célnak tűnik.

A lakossági vásárlások arányának emeléséhez a lakossági állampapír-stratégia újragondolására van szükség. Az elmúlt évek folyamatai arra engednek következtetni, hogy a lakossági finanszírozás kellő mértékű bővítéséhez elengedhetetlen a lakossági állampapír-stratégia újragondolása. Ennek egyaránt részét képezheti új termékek bevezetése, a jelenlegi értékesítési hálózat további bővítése és hatékonyabbá tétele, a lakossági készpénzmegtakarítások állami finanszírozásába történő bevonása és számtalan olyan fejlesztés, amely eredményeként a megtakarítók újabb kényelmi szolgáltatásokhoz juthatnak.

Mindehhez mélyreható elemzések szükségesek. A jegybank szakértői a legfontosabb következtetések bemutatására egy most induló cikksorozat keretében tesznek kísérletet. Ezekben a cikkekben megvizsgáljuk az állampapír-tartás legfőbb motivációit, bemutatjuk a jelenlegi tulajdonosi struktúrát több szempontból is megvizsgálva, illetve részletesen elemezzük az elmúlt évek folyamatait.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2019. február 19-én.”