

## A biztonság ára – Nem csak a lakosságnak, az államnak is jó befektetés a MÁP+

*Az elmúlt időszakban egyre nagyobb érdeklődés mutatkozik a szélesebb szakmai közvélemény részéről a megújult lakossági állampapír stratégiát illetően, amivel kapcsolatban pro és kontra vélemények is megfogalmazódtak. Ez utóbbiak közül kiemelt figyelmet kapott a többlet kamatkiadások kérdése, így fontosnak tartjuk e téma alapos vizsgálatát. Elemzésünk alapján az intézményi piaci kamatkiadások mérséklődése és az adóbevételek emelkedése miatt ezek a költségek részben közvetlenül megtérülnek, illetve olyan célok elérését szolgálják, mint az ország sérülékenységének mérséklése, az állam finanszírozási szerkezetének optimalizációja, a kamatkiadások hazai lakosság irányába terelése, a megtakarítási ráta magas szinten történő stabilizálása, illetve a lakosság pénzügyi tudatosságának növelése. E tényezők az ország hosszútávú fenntartható növekedésének és felzárkózási pályájának is előfeltételei, így összességében az előnyök irányába billen a mérleg.*

A lakossági állampapír-stratégiát körüljáró cikksorozatunk korábbi részeiben megvizsgáltuk, hogy [miért van szükség az új stratégiára](#), milyen mintázatot mutat [az állampapír tartók területi eloszlása](#), illetve, hogy a lakosság [milyen forrásokból vásárolt MÁP+ papírokat az első hetekben](#). A cikksorozat részei a téma komplexitására tekintettel mindig egy-egy fókuszáltabb elemzés eredményeit ismeretlik, ezúttal azonban a szakmai közvélemény oldaláról érzékelhető igényre reagálva egy átfogó értékelést teszünk közzé, ami **tekinthető a lakossági állampapír stratégia legfőbb szempontokat megragadó költség-haszon elemzésének**. Az elemzésben érintett témákat részletesebben tárgyalják a cikksorozat korábbi és jövőbeli részei.

### 1. BEVEZETŐ GONDOLATOK – MINÉL OLCSÓBB, ANNÁL JOBB?

A hazai gazdaságpolitika **egyik fő stratégiai célja a GDP-arányos államadósság mérséklése**. Bár e folyamat [sikeresen zajlik](#), a magas induló szint miatt a magyar államadósság régiós összehasonlításban **továbbra is viszonylag magasnak számít**. Az államadósság szintje rövidtávon nehezen változtatható, a tapasztalatok ugyanakkor azt mutatják, hogy az **államadósság szerkezetének menedzselésével** már rövid és középtávon is komoly eredmények érhetők el az államadósság finanszírozási kockázatainak mérséklésével kapcsolatban.

A hazai és nemzetközi tapasztalatok, valamint a szakirodalmi eredmények szerint az adósságszerkezet kialakításakor **a költségek minimalizálása mellett érdemes bizonyos kiemelt mutatókat („benchmarkokat”) is figyelembe venni**. Ilyen általánosan elfogadott adósságkezelési benchmarknak számít például az adósság átlagos futamideje, illetve devizaszerkezete. Nem nehéz belátni, hogy **a hosszabb futamidejű és hazai pénznemben finanszírozott államadósság biztonságosabb**, de ezzel együtt általában valamivel **magasabb költséggel is jár**, mint amit például az adósság 3 hónapos diszkont kincstárjegyekben görgetése jelentene. Az államnak viszont **megérheti egy**

---

<sup>1</sup> A szerzők az MNB munkatársai.

**biztosítási díjként is felfogható prémiumot kifizetni** az említett célok elérése érdekében, amennyiben ezzel képes bizonyos kockázatokat kezelni és így másik oldalról mérsékli a kockázati felárakat.

Ugyanilyen – az ország 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. E megfontolásokból **az államnak a tulajdonosi szerkezet menedzselése érdekében is megéri bizonyos mértékű prémiumot fizetnie**.

Cikkünkben azt vizsgáljuk, hogy az állam mekkora prémiumot fizet a MÁP+ bevezetése miatt, illetve hogy ezzel szemben milyen kedvező hatások állhatnak és ezek kompenzálják-e a többletköltséget.

## **2. MILYEN TÖBBLETKIADÁSOKAT VÁLLAL AZ ÁLLAM AZ EDDIGIEKHEZ KÉPEST?**

**A MÁP+ értékesítését támogató magas kamat többletköltséget jelent a piaci kötvénykibocsátáshoz és a többi lakossági papírhoz képest.** A nagybani piachoz képesti átlagos felár az elmúlt hónapokban 3,3 és 3,6 százalékpont között alakult. Másrészt a MÁP+ kamata az egyes futamidőknél 0,3-0,75 százalékponttal magasabb a többi lakossági papír után fizetett kamatnál. Ez alapján becslésünk szerint a lakossági állampapír stratégia céljainak eléréséhez évente szükséges 1100 milliárd forintos többletkibocsátás esetén **évi mintegy 19 milliárd forint többlet kamatkiadás keletkezik** a MÁP+ értékesítésével, ahhoz képest, mint ha az elmúlt években látott arányban más lakossági és piaci papírokat bocsátottak volna ki helyette.

A lakossági állampapírok költségeként **szükséges figyelembe venni az állam által a forgalmazók számára kifizetett jutalékot is**. A jelenleg alkalmazott új [jutalékrendszer](#) állományalapú, és az állomány növekedése esetén magasabb jutalékot biztosít. Számításaink szerint 1100 milliárd forintos többletkibocsátásra vetítve **átlagosan 8 milliárd forint többlet jutalékkiadás keletkezik** a MÁP+ kibocsátásával, ahhoz képest, mintha a korábbi arányban lakossági és piaci papírokat bocsátottak volna ki helyette. Ez a többlet abból adódik, hogy a korábbi pályán haladva **évi 17 milliárd forint, az új lakossági állampapír stratégiában kitűzött állományduplázással azonban évi mintegy 25 milliárd forint jutalékot** fizethet ki az állam pénzügyi közvetítőknél a lakossági állampapírok értékesítéséhez kapcsolódóan<sup>2</sup>.

**Becslésünk szerint tehát 1100 milliárd forintos többletkibocsátás  $19 + 8 = 27$  milliárd forintos többletköltséggel járhat az állam számára.**

Érdemes kiemelni, hogy **[az értékesítés költségei egyszerűen 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**.

---

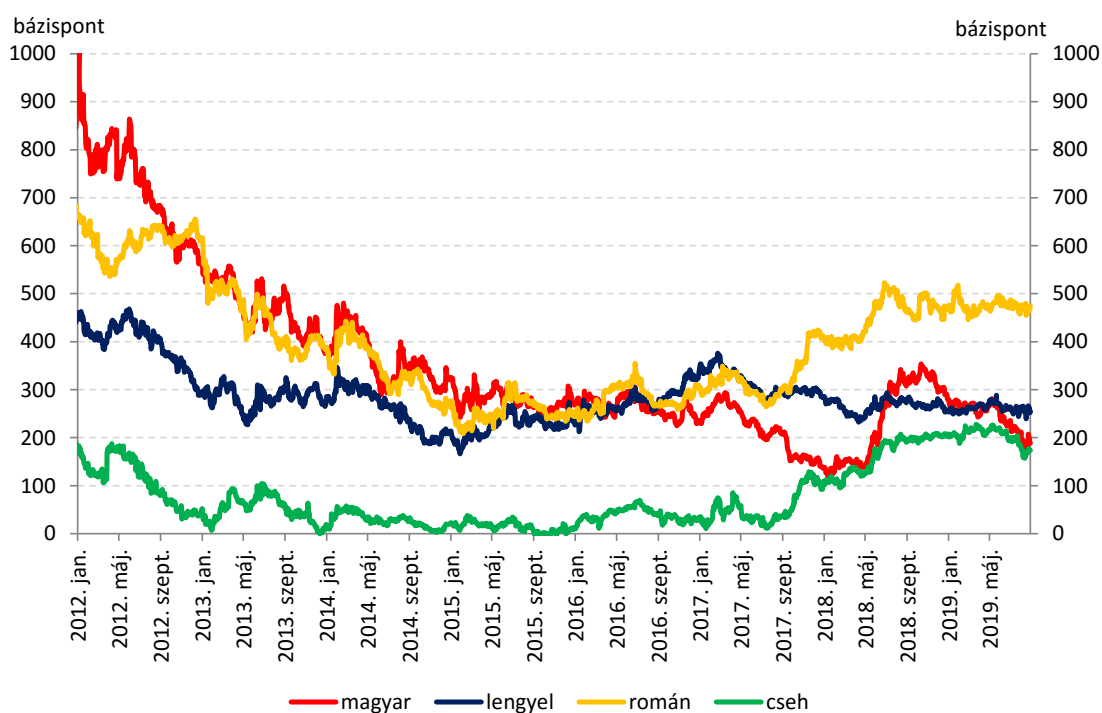
<sup>2</sup> Az ÁKK a jövő évtől mérsékli majd a jutalékokat, így 2020-tól ennél alacsonyabb jutalékkiadás a reális: <https://akk.hu/uploads/lwZyDqrg.pdf>

### 3. MILYEN TÉNYEZŐK KOMPENZÁLHATJÁK EZEKET A KÖLTSÉGEKET?

Az államháztartás kiadásait és bevételeit akár rövidtávon is **kedvezően érintő legfontosabb költségcsökkentő tényezők a következők:**

- 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 milliárdos 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 (1. ábra) a monetáris politikai hatás és a kockázati megítélés javulása mellett az is közrejátszhatott, hogy **az ÁKK-nak több ezer milliárd forinttal alacsonyabb mennyiséget kellett az intézményi piacra „öntenie”.** A fentiek figyelembe vételével nehéz pontos becslést adni arra, hogy a MÁP+ milyen megtakarításokat 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 átázódásának ütemében jelentkezik** (átlagosan 5 év alatt).

1. 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 jelentkezik. **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. A potenciális bevétel 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-bevételeket<sup>3</sup>. 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 kockázatát.
3. **Kockázati prémium csökkenés: Az alacsonyabb külső finanszírozás, a csökkenő deviza arány, 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 [legutóbbi hitelminősítői értékelés](#) ezt a szempontot külön is kiemelte és a MÁP+ elindítását az adósságszerkezet tekintetében kedvezően értékelte. Ez nem meglepő, hiszen a [szuverén hitelminősítői módszertanokban](#) 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 számszerűsíthetők](#), a tartalék tartásának közvetlen, azaz **finanszírozási és kezelési költsége általában meghaladja a tartalékportfólió hozamát**, így csökkenő külső adósság és devizatartalék mellett ezen költségek mérséklődnének.
5. **Készpénz állomány becsatornázása:** a lakossági állampapír stratégia megújításának egyik célja a lakosságnál lévő jelentős összegű készpénzállomány mozgósítása. A jelenleg már 6000 milliárd forint feletti készpénzállomány [jelentős társadalmi költségeit](#) 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 állomány](#). **Bár becsléseink szerint a MÁP+ vásárlások 10-14 százaléka mögött állhatnak készpénzes vásárlások**, ez [megfordítani nem, csak lassítani tudta](#) a készpénzállomány emelkedését. Ez is felhívja a figyelmet az említett fejlesztések szükségességére.

---

<sup>3</sup> Az Eurostat által közölt mintegy 31 százalékos implicit adóráta esetén az elköltött jövedelem adótartalma közel 25 százalék.

A felsorolt tényezőket is érdemes tehát figyelembe venni a lakossági állampapír-stratégia költségeinek megítélésakor. Bár ezekre vonatkozóan – közvetett jellegükből adódóan – csak igen nagy bizonytalanság mellett adható becslés, fenti egyszerű számításainkból látszik, hogy **már önmagában a nagybani piac tehermentesítése és a többlet adóbevételek figyelembevétele lefedheti a költségek egy jelentős részét.**

#### 4. MIT KAPUNK A PÉNZÜNKÉRT?

A MÁP+ magasabb hozama tehát **a közvetlen kamatkidadásokban 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+ esetében természetesen ez kevésbé kézzelfogható, mint például egy beruházás esetében, de mégis jól körülírható.

A megújított lakossági állampapír-stratégia céljait és várható hatásait az MNB [korábbi elemzése](#) ismertették, illetve cikkünk is részben érintette már őket, azonban ehelyütt is érdemes rövid összefoglalást adni:

- Az ország **külső kitettségének, sérülékenységének mérséklése**, az államadósság **stabilabb finanszírozási hátterének** biztosítása, „válságállóbbá” tétele, a lakossági állampapír állomány átlagos futamidejének emelése.
- Az állami **kamatkiadások „ithon 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 a jelenlegi magas bérdinamikájú időszakban egy **fogyasztás-vezérelt növekedési pálya helyett fenntartható, beruházás-vezérelt felzárkózási pálya irányába mozdíthatja 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](#). Adataink azt mutatják, hogy a MÁP+ indulása óta **növekedésnek indult a lakossági értékpapírszámlák száma**, ami az értékesítési csatornák fejlesztésével a következő időszakban tovább emelkedhet. Ez az eredmény arra utal, hogy **a MÁP+ megjelenése és az ahhoz kapcsolódó kommunikáció támogatja a lakosság pénzügyi tudatosságának erősítését** és megtakarítási preferenciáinak fejlődését.
- **Államadósság átlagos hátralévő futamidejének hosszabbítása**: a lépcsősen emelkedő kamatozású, 5 éves futamidejű MÁP+ arra ösztönzi a lakosságot, hogy az alacsonyabb kamatozású és jellemzően rövidebb futamidejű lakossági állampapír befektetései (pl. 1MÁP) lecserélje és lejáratig megtartsa.

A stratégia sikeres végrehajtásához és az említett előnyök eléréséhez **fontos felmérni, nyomon követni és kezelni a megnövekvő lakossági állampapír állomány jelentette új típusú kockázatok** is, melyeket cikksorozatunk egy következő részében értékelünk.

### Keretes írás: Mit mond a szakirodalom?

Az elmúlt években megjelent, az államadósság tulajdonosi szerkezetét vizsgáló nemzetközi szervezetek által jegyzett (IMF, OECD stb.) tanulmányok rávilágítanak arra, hogy a hazai piacok iránti jelentős elköteleződéssel („home bias”) jellemezhető befektetők jelenléte hozam- és piacstabilizáló hatású, valamint válság esetén stabilabb befektetői bázist jelentenek ([Andritzky \[2012\]](#), [OECD \[2013\]](#), [Demertzis és Pichler \[2019\]](#)). Ilyen rezidens szereplőnek tekinthetők a háztartások, a rezidens hitelintézetek és az egyéb intézményi befektetők. Utóbbi kategórián belül a befektetési alapok, a biztosítók és a nyugdíjpénztárak például azt a tulajdonosi kört erősítik, akik jellemzően hosszú távú befektetésekben gondolkodnak, ami az államadósság lejárat szerkezetére és így az állam hosszútávú finanszírozási lehetőségeire is kedvezően hat. A bankrendszer pénzügyi stabilitását azonban veszélyeztetheti, ha a hitelintézetek túlzott mértékű államadóssággal rendelkeznek, vagy finanszírozási költségeik szorosan kapcsolódnak az államadóssághoz ([Arslanalp és Takahiro \[2014a\]](#)). [Jaramillo és Zhang](#) 2013-as eredményei azt mutatták, hogy bár a GDP arányos államadósság növekedésével a kötvényhozamok is emelkednek, ezt az emelkedést részben ellensúlyozza a hazai nembanki befektetők növekvő részaránya a 45 vizsgált fejlett és feltörekvő ország vonatkozásában egyaránt. Emellett kutatásaik összhangban vannak a feltörekvő piacgazdaságok sebezhetőségével kapcsolatos azon megállapításokkal is, amelyek ezt a nemrezidens tulajdonosok felé történő kitettség következményeként értékelik.

Számos tanulmány jutott arra a következtetésre, hogy a külföldiek magasabb állampapírpiaci áránya nyugodt periódusokban alacsonyabb hozamszinteket eredményezhet, és így kedvezően hat a finanszírozási költségekre, turbulens időszakokban és válsághelyzetben azonban nagyobb volatilitást okoz, és a kevésbé stabil kereslet révén külső finanszírozási kockázatot jelenthet ([Arslanalp és Poghosyan \[2014b\]](#)). Az optimálisnak tekinthető arány országonként változó, a kockázatokat és az ország külső sérülékenységét az egyéb szektorok külső adóssága is érdemben befolyásolja ([Horváth és Sztanó \[2014\]](#)).

Több tanulmány is rávilágított a változatos befektetői kör fontosságára az államadósság finanszírozási költségeinek és a piaci hozamok volatilitásának csökkentésében (például [Arslanalp és Takahiro \[2014a\]](#), [Bua et al. \[2014\]](#)). Az egyes befektetői szektorokra eltérő kockázattűrő képesség jellemző és más-más kereskedési célok mentén hoznak döntéseket, így a befektetők sokfélesége növelheti az állampapírok másodpiaci likviditását, egyúttal a kockázatok kisebb koncentrációjával is jár ([Sill \[2011\]](#), [Arslanalp és Takahiro \[2014a\]](#), [Peiris \[2010\]](#)).

**Összefoglalva tehát a kutatások azt mutatják, hogy az államadósság befektetői szerkezetének optimális kialakítása segíti az állam finanszírozási kockázatainak és költségeinek menedzselését. A hazai szereplők növekvő részaránya hosszabb távon stabilizáló szereppel bír, ugyanakkor a belső hitelinézetek túlzott koncentrációja is kockázatokkal járhat, így a bankok mellett más hazai szektorok irányába is érdemes nyitni.**

## 5. ÖSSZEGZÉS - „MEGÉRI-E AZ ÁLLAMNAK A CSODAPAPÍR?”

Cikkünkben igyekeztünk megvilágítani a lakossági állampapír stratégiához és a MÁP+ elindításához kapcsolódó legfontosabb dilemmákat. Becslésünk szerint 1100 milliárdos többletkibocsátás esetén **közvetlenül évi 27 milliárd forintos többletkiadást jelent az államnak, ami az éves költségvetési kiadások 0,12, a GDP 0,05 százaléka.** Ezt az összeget számos, nehezebben számszerűsíthető tényező hatásával érdemes korrigálni (nagybani piac tehermentesítése, növekvő adóbevételek, kockázati prémium csökkenés, csökkenő devizatartalék igény, készpénz állomány becsatornázása), így **a nettó költségek ennél érdemben alacsonyabbak**, ráadásul az értékesítés Államkincstárba terelésével tovább csökkenthetők.

Ezzel a költséggel szemben áll az **ország sérülékenységének mérséklése**, az állam **finanszírozási szerkezetének és kockázatainak optimalizációja**, a **kamatkiadások hazai lakosság irányába terelése (és így egyúttal a jövedelemegyenleg javítása)**, a **megtakarítási ráta magas szinten történő stabilizálása**, illetve a **lakosság pénzügyi tudatosságának növelése**. E tényezők az ország hosszútávú fenntartható növekedésének és felzárkózási pályájának is előfeltételei.

Közgazdasági értelemben tehát lényegében arról van szó, hogy **a MÁP Plusz bevezetésével az állam pénzt áldoz az említett célok megvalósítására, ami részben biztosítási díjként, részben befektetesként is felfogható.** E befektetés kedvező hatásai különösen egy turbulensebb nemzetközi környezetben válhatnak igazán érezhetővé.

Összességében tehát az állam számára a közvetlen kamatkiadások emelkedésével jár a megújított lakossági állampapír stratégia végrehajtása. A költségeket azonban a két számszerűsíthető hatás (nagybani piac tehermentesítése, növekvő adóbevételek) részben ellensúlyozza és a többi tényezőt is figyelembe véve véleményünk szerint összességében az előnyök irányába billen a mérleg.

*„Szerkesztett formában megjelent a [portfolio.hu](http://portfolio.hu) oldalon 2019. december 5-én.”*