

## Csom-Bíró Gabriella – Nyári Orsolya

### Egy éves a szuperállampapír! – itt az idő az ünneplésre!

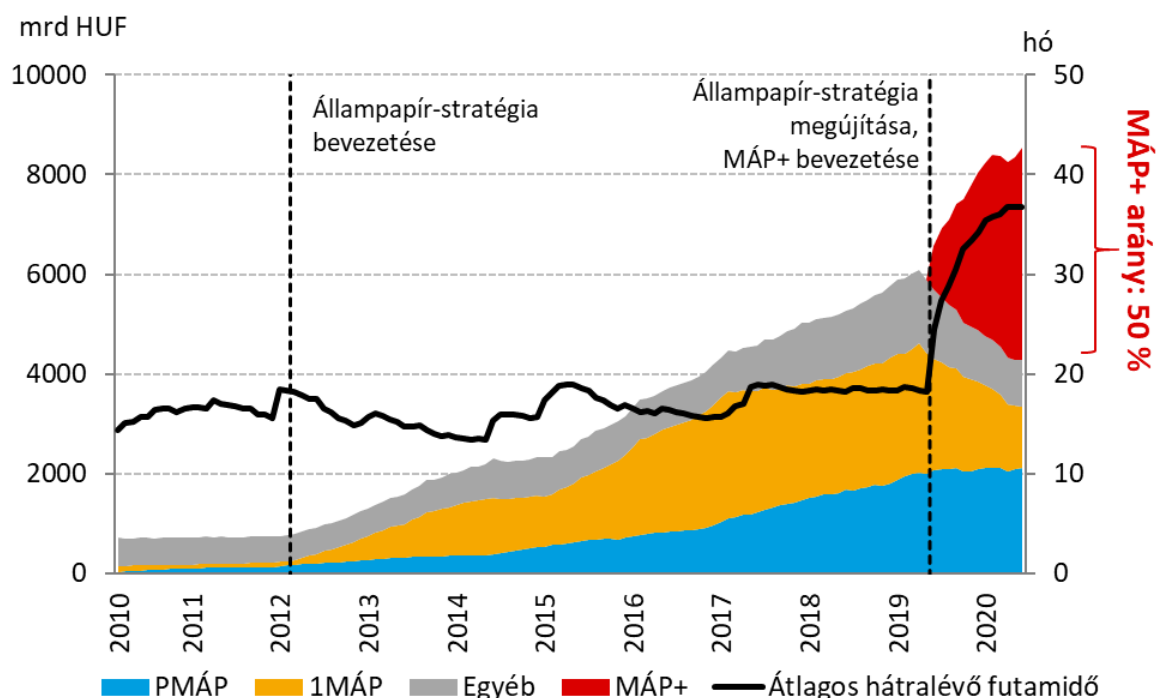
*A MÁP Plusz első félévének erős értékesítése után nem telt el sok idő, hogy a papírnak újra bizonyítania kelljen. A koronavírushoz kötődő piaci turbulencia kihívásaival szemben a MÁP Plusz azonban jól vizsgázott, és továbbra is a legkeresettebb lakossági megtakarítási termék maradt. Ezen tapasztalatok fényében áttekintjük a MÁP Plusz eddigi bő egy éves pályafutását: jelen cikkünk a koronavírus válságig tartó első 9 hónap tapasztalatait elemzi, amely alapján azt gondoljuk, hogy a MÁP Plusz „nyugodt” pénzügyi és gazdasági környezetben jól teljesített. Következő cikkünkben pedig kiderül majd, hogy az új papír a járvány okozta piaci bizonytalanság idején is ütésállóan bizonyult.*

A MÁP Plusz indulását nagy figyelem övezte a lakosság és a szakma oldaláról egyaránt. A megjelent vélemények számossága már önmagában jelezte, hogy **a termék valódi fordulópontot jelent az adósságkezelésben**. Aktuális cikksorozatunkban elsősorban arra koncentrálunk, hogy milyen tanulságokkal szolgál az első év az állam, a szakmai közvélemény és a lakossági befektetők számára.

### **A MÁP Plusz gyorsan a legnépszerűbb lakossági termékké vált**

A MÁP Plusz indulásának talán legfontosabb tanulsága, hogy a lakossági megtakarítások a „szuperállampapíron” keresztül **kiemelkedő szerepet képesek betölteni az államadósság finanszírozásában**. [Az első hat heti értékesítés meghaladta az 1200 milliárd forintot](#), amivel a MÁP Plusz rövid idő alatt a harmadik legnagyobb állománynyal rendelkező lakossági állampapírrá vált. **A MÁP Plusz értékesítéseket az első hat hét eredményeit követően is erős kereslet jellemezte**, így az állomány 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! (1. ábra) (Bár júliusban a háztartásoknál lévő állampapír-állomány csökkent, ennek mértéke jelentősen elmaradt a lakossági állampapírok állományában látott csökkenéstől, ami azzal magyarázható, hogy a lejárok számottevő része nem a lakosságnál volt. Mindazonáltal, a jövőben egyszerűsödik az elemzők dolga: a júliusi lejárásokat követően elhanyagolható mértékben marad lakossági állampapír egyéb piaci szereplőknél, így a *lakosságnál lévő állampapír-állomány gyakorlatilag meg fog egyezni a lakossági állampapírok állományával*.)

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



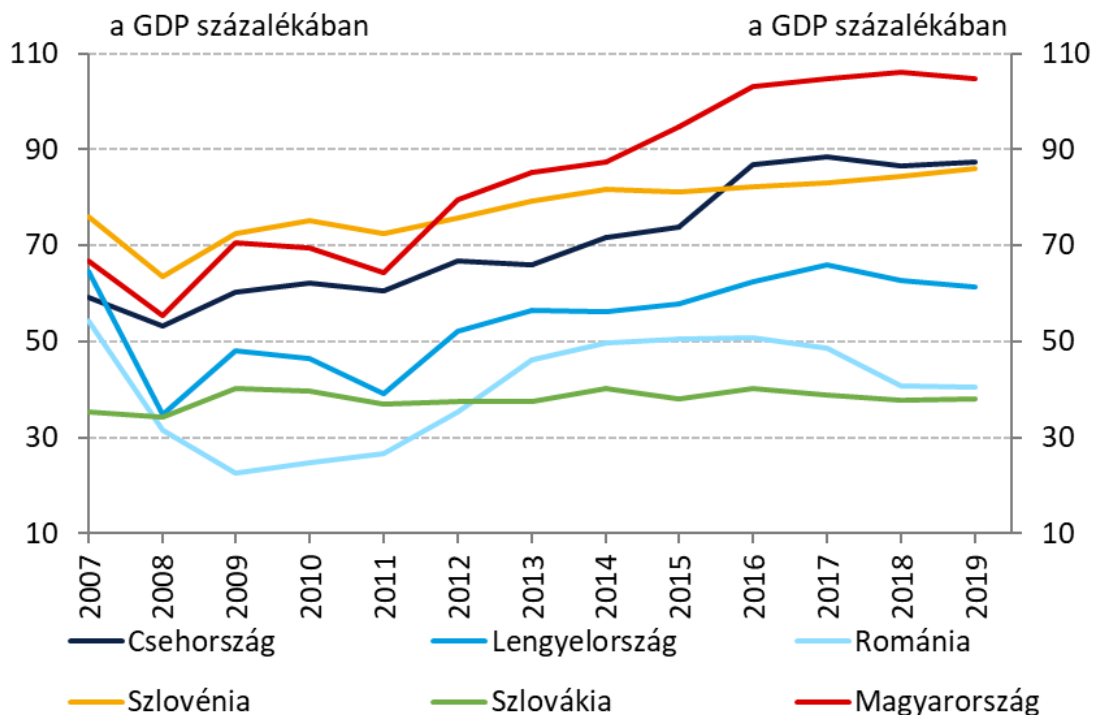
Forrás: MNB

Mindezek jelentős szerepet játszottak abban, hogy a lakossági megtakarítások magas szinten stabilizálódtak, illetve, hogy **tovább erősödött a háztartások szerepe az államadósság finanszírozásában**. A MÁP Plusz indulásához köthetően a 2019-es bruttó kibocsátás [60 százalékát lakossági papírokkal fedezte az adósságkezelő](#). Ennek eredményeként a közvetlenül lakosság tulajdonában lévő állampapír-állomány aránya dinamikusan növekszik, így ezen mutató **az Európai Unió tagországai közül 2019 végén Magyarországon volt a legmagasabb, mintegy 27 százalékot tett ki**.

**A MÁP Plusz támogatja a háztartási megtakarítások magas szinten stabilizálódását és a külső sérülékenység csökkenését**

Bár a háztartások megtakarítása 2012 óta folyamatosan növekszik, azon belül **az állampapírok részaránya 2016 óta csökkent**. A MÁP Plusz megjelenése fordulatot hozott a lakosság megtakarítási folyamataiban: egyrészt az állampapír-megtakarítások részaránya hatéves csúcsra, 70 százalék fölé emelkedett, másrészt a háztartások megtakarítása magas szinten, 3000 milliárd forint fölött stabilizálódott 2019 végére (lásd [korábbi cikkünket](#)). Mindezekkel összhangban a háztartások megtakarítási rátája is magas szinten alakult, miközben **a háztartások nettó pénzügyi vagyona a régió legmagasabb GDP-arányos értékét mutatta** (2. ábra).

2. ábra: A háztartások nettó pénzügyi vagyona a régióban



Forrás: MNB

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 kifizetett kamatok is belföldi szereplőknél maradnak.

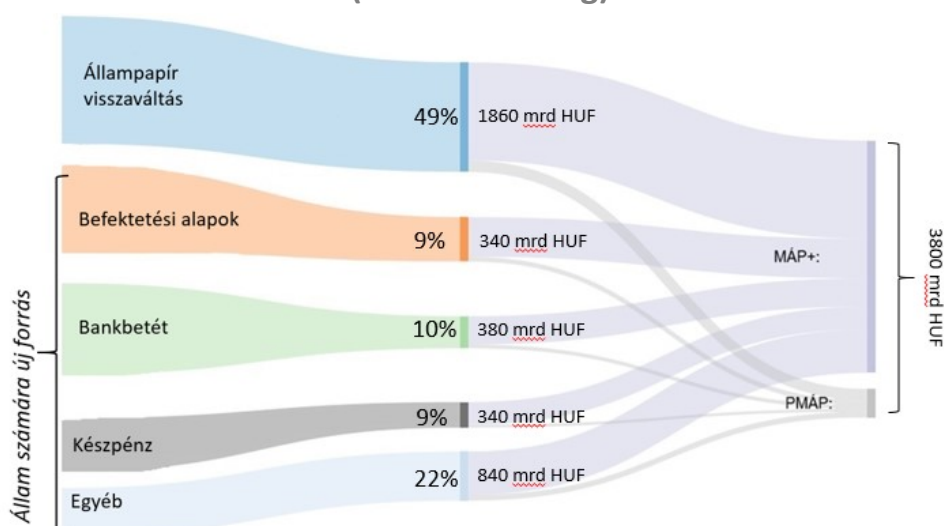
A sikeres és erős értékesítésnek köszönhetően az államadósság külső- és deviza részaránya mérséklődött, így már rövid távon is tovább javult az államadósság finanszírozási szerkezete. A MÁP Plusz vásárlásokkal a lakosság államháztartás finanszírozásában betöltött szerepe 25 százalék fölé emelkedett, amellyel párhuzamosan a külföldiek részaránya 35 százalék alá, a devizarészarány pedig 20 százalék alá csökkent 2019 végére. Szintén kedvezően hatott a külső sérülékenységre, hogy a MÁP Plusz megjelenésével párhuzamosan a háztartások által finanszírozott államadósság **átlagos hátralévő futamideje azonnal dinamikus emelkedni kezdett**, és 2020. júniusra meghaladta a 36 hónapot (1. ábra).

Ezek a tényezők mind fontos szerepet játszanak a [hitelminősítői döntésekben](#), és az ország külső kitettségének csökkentésével és az önfinanszírozás erősítésével hozzájárultak ahhoz, hogy a magyar gazdaság fundamentumai erősek legyenek a koronavírus által okozott sokk érkezésekor.

**A MÁP Plusz friss megtakarításokat vonz az állampapír-piacra**

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 piacokon. **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** (3. ábra). Emellett becslésünk alapján egyaránt 10 százalék körüli mértékben állt a vásárlások mögött befektetési jegy eladás, bankbetét, illetve készpénz. A befektetési alapokból történő kiáramlás – az első intenzív heteket követően – 2019. októberig tartott, az összesített nettó eszközérték 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 kizorító hatásáról](#).

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

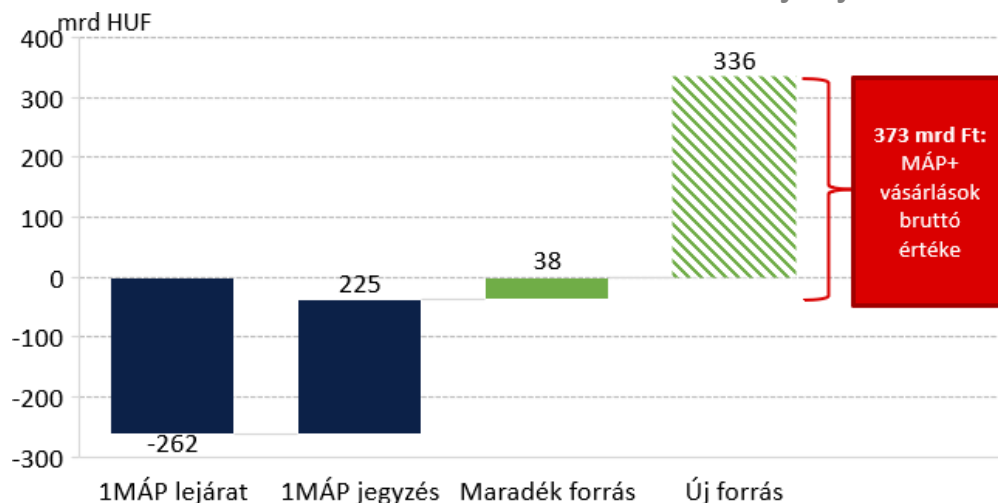


Forrás: MNB

A koronavírus által okozott bizonytalanság jelentősen megmozgatta a lakosság pénzügyi megtakarításait (erről részletesen majd következő cikkünkben írunk), 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 – szemben a lakossági állampapírok friss tőkevonzó képességét megkérdőjelező egyes interpretációkkal – **a vásárlások forrásul messze nem csupán az állampapír-lejáratok szolgáltak**. Májusra és júniusra elmondható, hogy a háztartásoknál lévő lejáró 1MÁP állomány csaknem teljes egészében megújításra került, így **a 2 hónap során látott mintegy 370 milliárd bruttó MÁP**

Plusz vásárlás nagy része újonnan képződő megtakarításból, az állam számára új forrásból valósulhatott meg (4. ábra).

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



Forrás: MNB

Fontos tanulság, hogy a becsatornázott készpénzben tartott megtakarítások **megállítani nem, csak lassítani tudták a készpénzállomány növekedését**. E tanulságok is motiválták a MÁP Plusz névre szóló, **nyomatott változatának elindítását**, amely 2019. november 4-től érhető el a Magyar Posta hálózatában, a dematerializált papíréval azonos kamatfeltételekkel. Ennek állománya a forgalomba hozatal első 4 hónapjában meghaladta a 110 milliárd forintot, majd – főként a kijárási korlátozásokhoz köthetően – lassult a bővülés, de 2020 nyaratól ismét dinamikusabb növekedés tapasztalható. A nyomdai verzió értékesítése erősíti a megtakarítások földrajzi diverzifikációját, a készpénzben lévő megtakarítások becsatornázását.

### Az államnak is jó befektetés a szuperállampapír

A szakmai közvéleményben kezdettől fogva nagy számú, változatos vélemény jelent meg és ütközött a MÁP Pluszsal kapcsolatban. A legtöbbet idézett dilemma talán az, hogy megéri-e az államnak az a többletköltség, amelyet az intézményi (piaci) állampapírokénál magasabb hozam kifizetése jelent a lakossági befektetők számára, míg **a visszaváltásra vonatkozó kedvező feltételek az intézményi papíroktól eltérően viszonylag könnyű, és szinte költségmentes tőke kivonást tesznek lehetővé a lakossági befektetők számára.**

A költségeket illetően korábbi cikkeinkben azzal érveltünk, hogy ezek egyrészt fontos gazdaságpolitikai célok (külső sérülékenység csökkentése, fenntartható felzárkózási pálya) megvalósítására „áldozott” befektetésnek tekinthetők, másrészt a költségeket több tényező is mérsékli: az intézményi piacon érvényesülő hozammérséklő

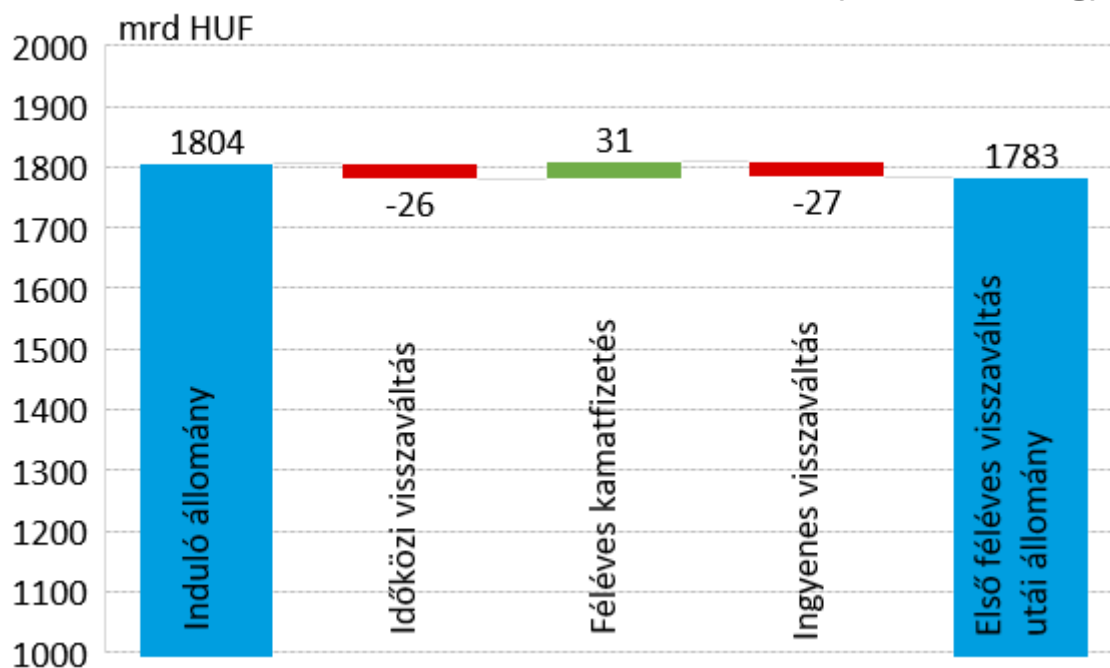
hatás, a kifizetett kamatjövedelem elköltése után származó adóbevételek, illetve a sérülékenység csökkenéséből adódó kockázati prémium csökkenés. A koronavírus válság tükrében elmondható, hogy a MÁP Plusz bevezetésével még **a válság kirobbanása előtt szignifikánsan tovább tudtak javulni sérülékenységi mutatóink**. Azt gondoljuk, hogy az ország külső sérülékenysége tekintetében az e cikkben is bemutatott eredmények nagyban hozzájárultak ahhoz, hogy az ország fundamentumai és finanszírozási helyzete **a legutóbbi válsághoz képest összehasonlíthatatlanul stabilabb volt mind a koronavírus miatti turbulenciát megelőzően, mind annak során**.

### **A MÁP Plusz vásárlások révén a lakosság stabil finanszírozást biztosít az államnak**

A finanszírozási kockázatokkal kapcsolatban arra hívtuk fel a figyelmet, hogy 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, **aki egyszer MÁP Pluszt vásárolt, annak egyre erősödő ösztönzője van arra, hogy megtartsa a papírt**.

Érvelésünk első próbája a MÁP Plusz indulása után fél évvel következett, amikor **az első sorozat kamatfizetését követően megkezdődött az ingyenes visszaváltások időszaka**. A tapasztalatok alapján **időben koncentrált, tömeges visszaváltásra nem került sor, az ingyenes visszaváltások mértéke márciusig sorozatonként átlagosan 1,6 százalék körül alakult**. Sőt, a kamatfizetések értéke – amely a MÁP Plusz esetében automatikusan tőkésítésre kerül – meghaladta a visszaváltott mennyiségeket, így az állomány a kamatfizetést követő napokban még emelkedett is (5. ábra). Ez megerősíti korábbi érvelésünket, amely szerint **nyugodt piaci környezetben, külső-belső sokkaktól mentes időszakban valóban nem kell tartani a MÁP Plusz tömeges, koncentrált visszaváltásától**.

5. ábra: Az első 12 sorozat MÁP Plusz visszaváltásai (2020. márciusig)



Forrás: MNB

*A koronavírus válságig tartó első 9 hónap tapasztalatai alapján azt gondoljuk, hogy a MÁP Plusz melletti érvek „normál időszakban” jól vizsgáztak. Ugyanakkor az élet a vártnál korábban valós adatokat szolgáltatott a papír bizonytalan időszakban való viselkedésére vonatkozó vitához. Következő cikkünkben azt vizsgáljuk, hogy a MÁP Plusz hogyan teljesített a koronavírus által okozott piaci turbulenciák idején.*

*„Szerkesztett formában megjelent a portfolio.hu oldalon 2020. október 5-én.”*