

## Valóban kiszorít bármilyen eszközt a piacról a szuperállampapír?

*A megújított lakossági állampapír stratégia egyik következménye, hogy mérséklődik a külföldiek, a belföldi intézményi szereplők és a deviza alapú finanszírozás részese-dése az államadósság finanszírozásában, míg a lakosság részaránya növekszik. Bár e stratégia megvalósítása számos kedvező hatással jár, a célok eléréséhez és az eredmények megőrzéséhez fontos átgondolni, hogy a megnövekvő lakossági állampapír állomány valójában milyen jellegű és mekkora kockázatot jelent. Egyrészt az egyéb pénzügyi eszközök iránti keresletre gyakorolt hatás, másrészt az esetleges tömeges visszaváltások lehetősége, harmadrészt a pénzügyi tudatosságot érintő következmények érdemelnek említést. A kockázatok fegyelmezett fiskális politika mellett kezelhetők és összeségében kisebb veszélyt jelentenek, mint a külföldi, vagy a deviza alapú finanszírozás.*

Cikksorozatunk korábbi részeiben már foglalkoztunk a megújított lakossági állampapír-stratégia céljaival és bemutattuk a várható kedvező hatásokat: az ország sérülékenységének mérséklése, az állam finanszírozási szerkezetének optimalizációja, a kamatkidadások hazai lakosság irányába terelése, a megtakarítási ráta magas szinten történő stabilizálása, illetve a lakosság pénzügyi tudatosságának növelése. Ezúttal azt a kérdést járjuk körül, hogy a stratégia megvalósításával **a megnövekvő lakossági állampapír állomány valójában milyen jellegű és mekkora kockázatot jelent**. A cikkben a szakmai közvéleményben leggyakrabban megjelenő tényezőket, a „**kiszorítási hatást**”, az esetleges **időben koncentrált lakossági visszaváltás** lehetőségét, illetve a **pénzügyi tudatosságot érintő következményeket** vizsgáljuk.

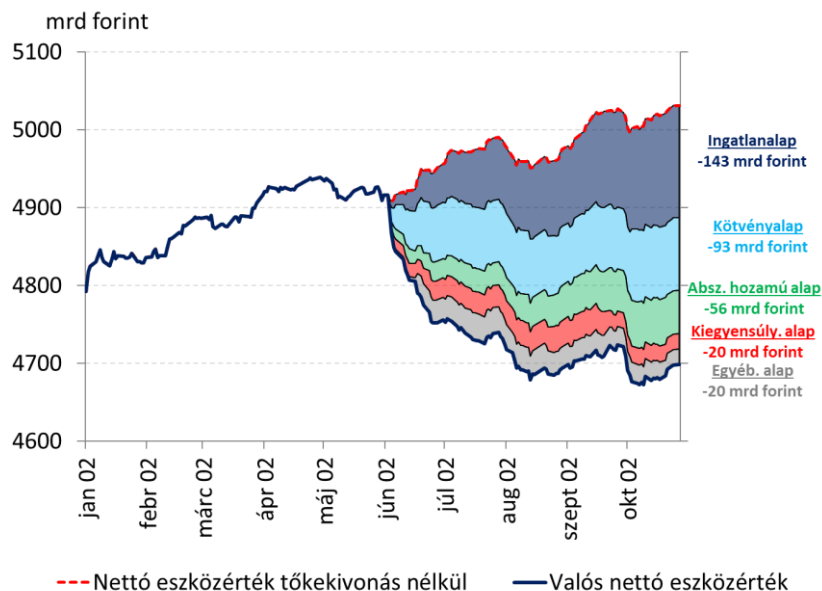
A **kiszorítási hatás** akkor jelentkezhet, ha a MÁP Plusz bevezetése miatt **veszélybe kerül más lakossági befektetési termékek piaca**, vagy a bankbetétek kivonása **veszélyeztetné a pénzügyi rendszer stabilitását**. A hazai lakossági megtakarítási folyamatok nagyságrendjét és trendjeit, valamint a 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:

---

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

1. A lakossági állampapír-stratégia célja **évi kb. 1100 milliárd forint lakossági megtakarítás** becsatornázása a következő években. Ez az MNB által a következő években várt **évi kb. 3100 milliárd forintos 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 átrendeződés egyes részpiacokon. Bár az eddigi tapasztalatok szerint a MÁP Plusz megjelenése egyes eszközosztályokban (például befektetési alapok) kiáramláshoz vezetett, ez az átrendeződés a befektetési alapok összállományát tekintve és rendszerszinten nem jelent kockázatot. Az [ingatlanalapok](#) esetében 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 lehet fékezni a befektetési célú ingatlanvásárlások áremelő hatását. A befektetési alapok tekintetében érdemes még kiemelni, hogy a feltehetően a MÁP Pluszhoz köthető kiáramlások - az első intenzív hetek után - augusztus óta jelentős mértékben lassultak és az összesített nettó eszközértékben enyhe növekedés látszik.

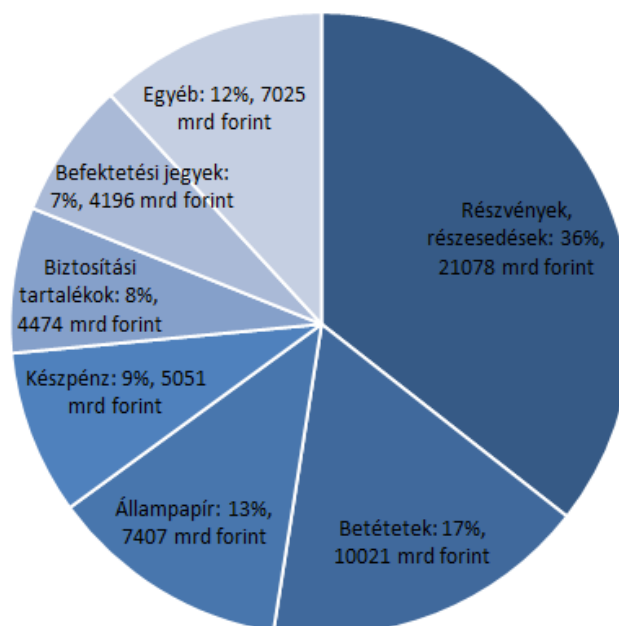
**1. ábra: A Bamosz napi adatbázisában szereplő befektetési alapok nettó eszközértékének változása 2019 során**



*Forrás: [Bamosz napi nettó eszközérték és árfolyam adatok](#) alapján. A tőke kivonás nélküli pálya azt mutatja, hogy a MÁP Plusz megjelenése óta, tisztán az árfolyamváltozás alapján hogyan alakult volna a Bamosz adatbázisában szereplő alapok nettó eszközértéke.*

2. 2019. szeptember végére vonatkozó adatok alapján a [lakosság tulajdonában lévő pénzügyi eszközök](#) állománya meghaladta az 59 ezer milliárd forintot, amelyből mintegy 7400 milliárd forintot tettek ki az állampapírok. Ennek 11 ezer milliárd forintra növelése 5 év alatt nem jelent drasztikus átrendeződést a lakosság pénzügyi eszközeiben, különös tekintettel arra, hogy a jelenlegi bér-dinamika és magas megtakarítási ráta mellett **gyorsan bővülő lakossági megtakarítási „tortáról” beszélünk**. Szintén megemlíthető, hogy a lakosság **5000 milliárd forintot meghaladó** megtakarításként funkcionáló **kézpénzállományának** 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 elérte a 10 ezer milliárd forintot**, a MÁP Plusz indulásához kapcsolódó **betétkiáramlás becsléseink szerint 250 milliárd forint körül alakult és augusztustól rendszerszinten már nem láttunk további szignifikáns kiáramlást**. Ez a nagyságrendi különbség önmagában is beszédes, de emellett is érdemes kiemelni, hogy a [bankrendszer likviditásfedezeti mutatója bőven a szabályozói elvárások felett helyezkedik el](#), míg a hitel/betét arány továbbra is stabilan 80 százalék alatt alakul.

2. ábra: A magyar háztartások 59 ezer milliárd forintos pénzügyi vagyonának megoszlása

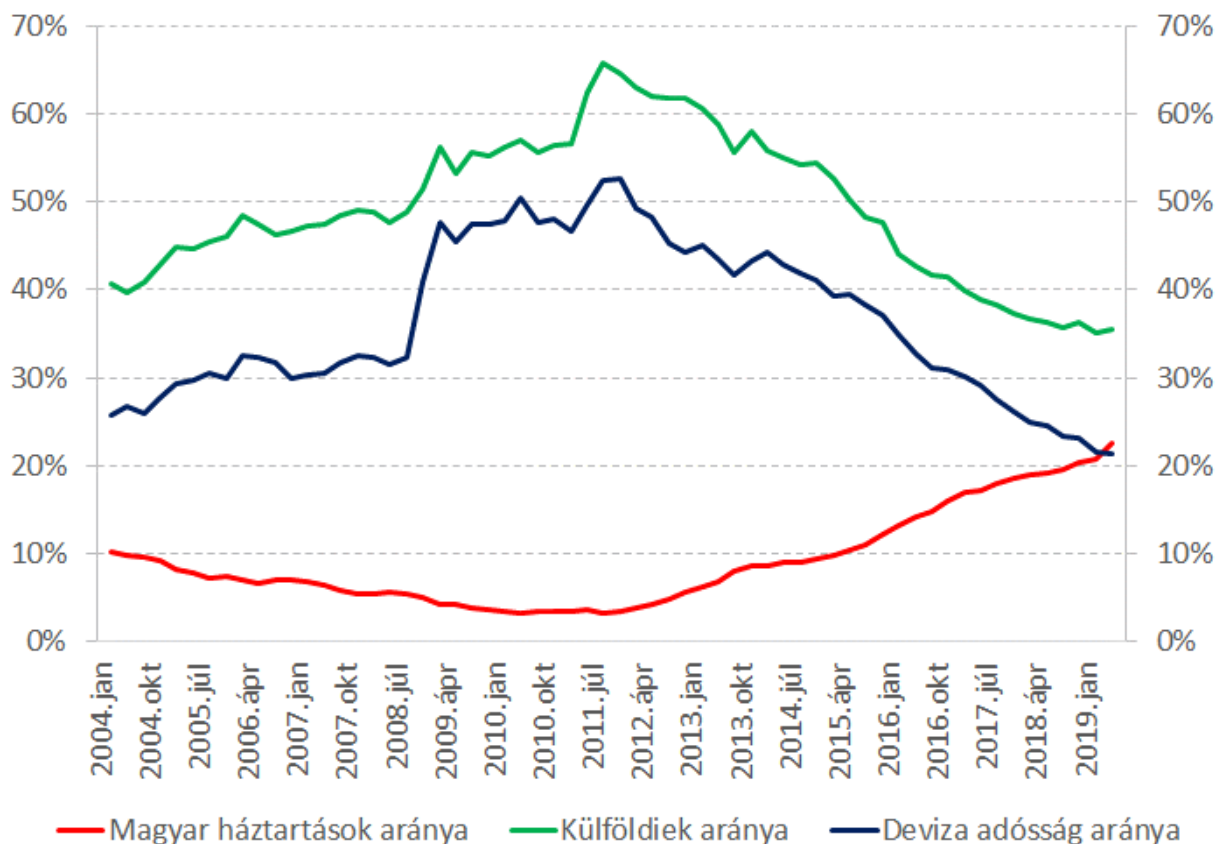


Forrás: MNB, 2019. szeptember 30.

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 és **érdemes felkészülni egy ilyen helyzet kezelésére**. A kockázat megítélésével kapcsolatban a következő szempontokat érdemes figyelembe venni:

1. A nagybani piaci folyamatok és a lakossági finanszírozás között **csak látszólagos az a különbség, hogy előbbieknek nincs közvetlen hatása az elsődleges piacra**. Sajnos [nem kell külföldi példát keresnünk](#) annak illusztrálására, hogy a **nagybani piaci papírokat vásárló szektorok tömeges másodpiaci eladásai az elsődleges kibocsátásokra nézve is problémákat okozhatnak**, annak ellenére, hogy ezek nem keletkeztetnek közvetlen finanszírozási igényt.
2. Fontos, hogy az **állam megfelelő lépésekkel kezelje e kockázatokat a lakossági finanszírozás esetében**. A szigorú és **hiteles költségvetési politika**, illetve a **csökkenő adósságpálya fenntartása** biztosíthatja az ilyen helyzetek elkerülését, a lakosság bizalmának megőrzését. Emellett az **állam rövidtávú likviditási igényeit kiszolgáló eszköztár továbbfejlesztése** (pl. repók) mérsékelheti a kockázatokat.
3. A lakossági állampapírok specialitása, hogy a nagybani másodpiachoz képest az állam sokkal **hatékonyabban képes monitorozni a befektetők aktivitását és reagálni azokra**, hiszen az Államkincstáron keresztül a befektetőkkel közvetlenül is kapcsolatban áll. A **vásárlási és visszaváltási mintázatok valós idejű megfigyelése** lehetővé teszi, hogy az adósságkezelő **azonnal reagáljon a folyamatokra**.

3. ábra: Hazai háztartások és külföldi tulajdonosok, valamint a devizaadósság részaránya az államadósságban



Forrás: MNB

Az említett új típusú kockázatokat fontos feltérképezni, megérteni és monitorozni. Ugyanakkor ezek a **kockázatok fegyelmezett fiskális politika mellett kezelhetők** és összességében kisebb veszélyt jelentenek, mint például a külföldi, vagy a deviza alapú finanszírozás. A tapasztalatok abba az irányba mutatnak, hogy **a lakosság irányába történő nyitással diverzifikáltabb finanszírozási szerkezet érhető el.**

Ez a **diverzifikáció egyrészt nagyobb stabilitást jelenthet** olyan esetekben, amikor **eltérő sokkok** érik a külföldi befektetőket, a hazai intézményei szereplőket és a bel-földi 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 tőke kivonása 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. Ez

a megfigyelés kapcsolatban van a szakirodalomban „**home bias**”-nek hívott jelenséggel.

A szakmai közvéleményben megjelent még egy további, nehezebben megfogható kockázat a MÁP Pluszal 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”. A [hazai viszonyok közt](#) a **MÁP Plusz épp a lakosság pénzügyi tudatosságának fejlesztéséhez szükséges első lépést, a pénzügyi tartalékok megképzését és készpénznél szofisztikáltabb formában történőallokációját 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 jelent.

Tapasztalataink inkább abba az irányba mutatnak, hogy a **MÁP Plusz megjelenése és az ahhoz kapcsolódó kommunikációs kampány támogatja a lakosság pénzügyi tudatosságának erősítését:** adataink azt mutatják, hogy a MÁP Plusz indulása óta növekedésnek indult a lakossági értékpapírszámlák száma, ami az értékesítési csatornák fejlesztésével a következő időszakban tovább emelkedhet. 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.

*„Szerkesztett formában megjelent a [portfolio.hu](#) oldalon 2019. december 10-én.”*