

**Kicsák Gergely:**

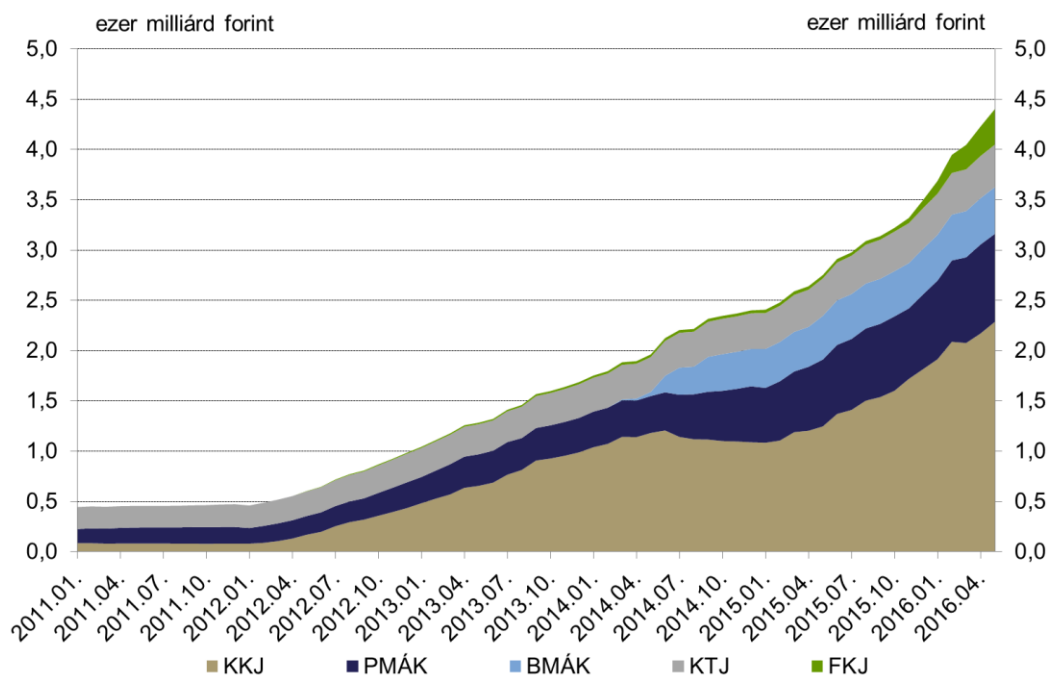
**Lakossági állampapírok – Stabilabb finanszírozás. Magasabb ár?**

*A forint lakossági állampapírok állománya 2011 eleje óta 4000 milliárd forinttal emelkedett, azaz közel tízszeresére nőtt a tudatos adósságkezelési stratégia eredményeképp. Bár a lakossági állampapírokat folyamatosan a lakosság számára kedvező hozammal bocsátotta ki az ÁKK, de elemzésünk szerint ez a közvetett hatásokat is figyelembe véve mégsem jelentett többlet a költségvetésnek. Ennek legfőbb oka az, hogy a lakossági állampapírok jövedelme után Magyarországon keletkezik adóbevétele az államnak. Emellett a háztartások stabil kereslete hozzájárult az állampapír-piaci hozamok általános csökkenéséhez. További előny, hogy az államadósság finanszírozása stabilabbá vált, és a külső adósság mérséklődése segítette a sérülékenység csökkenését, így hozzájárult hazánk felminősítéséhez.*

**A háztartások szerepe folyamatosan nő az államadósság finanszírozásában**

**A forint lakossági állampapírok állománya az elmúlt 4-5 évben jelentősen nőtt, és 2011 eleje óta közel tízszeresére emelkedett.** Az állomány több mint 4000 milliárd forintos növekedéséhez valamennyi típusú papír hozzájárult. Ezen belül a legnagyobb mértékben az egyik legrégebben piacon lévő lakossági állampapír, a kamatozó kincstárjegy (KKJ) állománya bővült, de jelentőssé vált az újonnan bevezetett bónusz (BMÁK) és prémium magyar államkötvények (PMÁK), illetve a féléves kincstárjegyek (FKJ) részaránya is.

## 1. ábra: A forint lakossági állampapírok állománya (ezer milliárd forint)

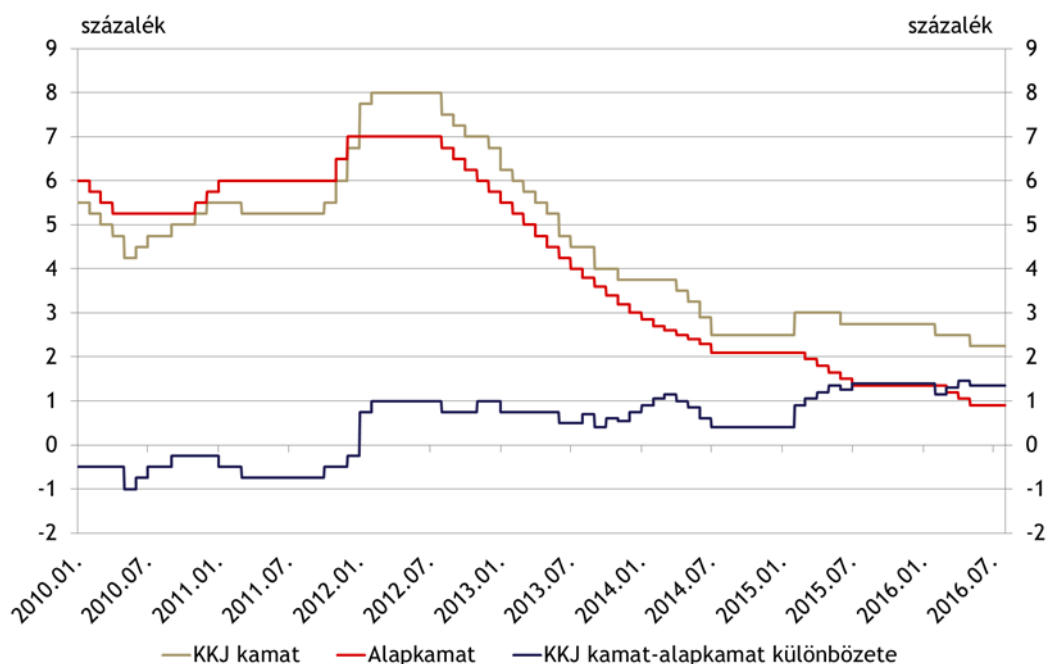


Forrás: ÁKK

**A háztartások közvetlen tulajdonában lévő állampapírok állománya hasonlóan dinamikus, 2700 milliárd forinttal nőtt 2011 elejéhez képest.** Az okozza az eltérést a lakossági állampapírok állományának bővülésétől, hogy azok egy részét nemcsak háztartások, hanem nonprofit gazdasági társaságok is megvásárolhatják, másfelől a háztartások a más típusú állampapírjaik (kötvény, DKJ) egy részétől megváltak.

**A magas állomány felépülését az ÁKK adósságstratégiai váltása támogatta, aminek hatására a háztartások állampapír-állománya a külföldi tulajdonban lévő adósság csökkenése mellett emelkedett.** A növekedést egyszerre segítette a változatos új típusú állampapírok bevezetése és kedvező kamatozás. A csökkenő hozamkörnyezetben pedig az adósságkezelő úgy mérsékelhette a lakossági állampapírok kamatát, hogy közben azok vonzóak maradtak az alternatív befektetési eszközökhez képest.

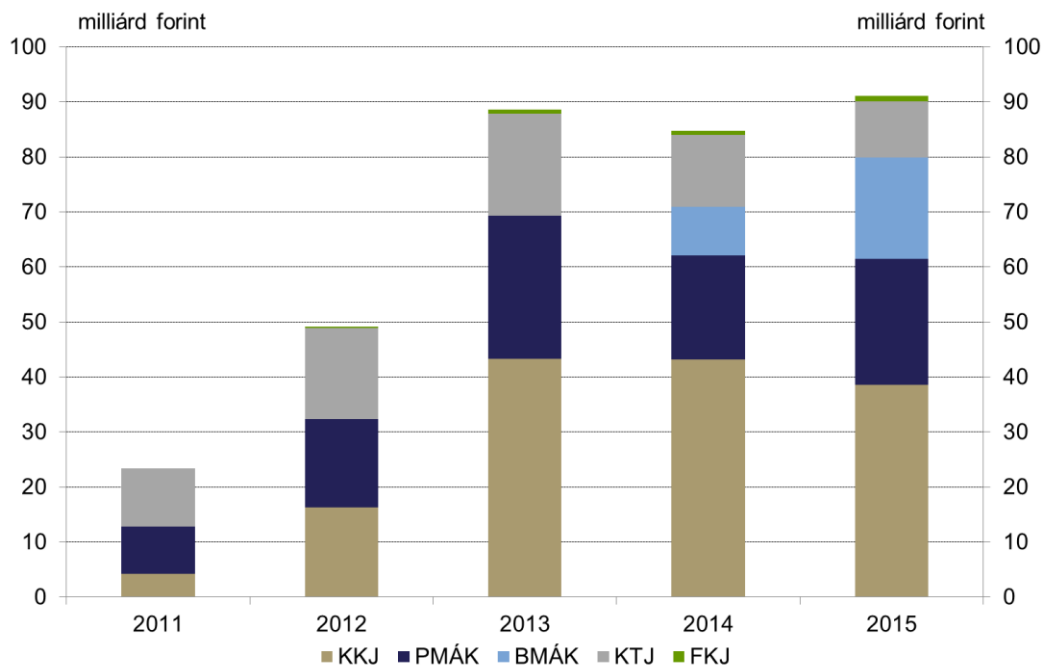
2. ábra: Alapkamat, KKJ kamat és a KKJ kamat-alapkamat különbözete



Forrás: ÁKK, MNB

**Az elmúlt három évben az állomány növekedése ellenére a lakossági papírok után fizetett kamatkidadások nem nőttek.** A lakossági állampapírok után fizetett kamatkidadások emelkedése hosszabb időtávon is elmaradt az állomány növekedési ütemétől. 2011. év elejéhez képest 2015 végére közel nyolcszorosára nőtt a lakossági papírok állománya, a 2015. év során kifizetett kamat ugyanakkor kevesebb, mint négyszerese a 2011-es értéknek. A 2013-2015 között megvalósuló dinamikus állománybővülés mellett pedig nem emelkedtek a kifizetett kamatok.

**3. ábra: A forint lakossági papírok statisztikai eredményszemléletű kamatkiadása (milliárd forint)**



Forrás: ÁKK, MNB

### **Stabilabb adósságfinanszírozás**

**A lakossági állampapírok állományának emelkedése a hazai tulajdon arányának államadósságon belüli növekedését okozta, ami több csatornán keresztül is kedvezően hat a magyar gazdaságra. A stabilabb finanszírozás ezáltal hozzájárult hazánk nagy nemzetközi hitelminősítők általi felminősítéséhez is.**

Mérséklődik hazánk sérülékenysége a **külső adósság csökkenése** miatt. A lakossági állampapírok állományának növekedése ugyanis erősíti a belföldi szektorok finanszírozásban betöltött szerepét, és ennek következtében a külső adósság mérséklődését támogatja. A csökkenő külső adósság, és főként a rövid lejáratú külső adósság csökkenése hazánk országgokozati megítélésének javulását eredményezi, ami így a kockázati felárak csökkenésén keresztül hozzájárul az államadósság finanszírozási költségének mérséklődéséhez.

Az **államadósság finanszírozása stabilabbá** válik, ugyanis a lakosság – a külföldi szereplőkkel és a bankokkal szemben – jellemzően lejáratig tartja az állampapírokat. A stabilabb finanszírozást segíti elő az is, hogy a lakosság arányának növekedésével kevésbé koncentrált a tulajdonosi kör. A rövid papírok nagyobb súlya a magasabb

megújítási kockázat irányába mutatna, de a tapasztalatok szerint a lakosság újrabe-fektette a lejáró állományokból származó pénzáramlásokat.

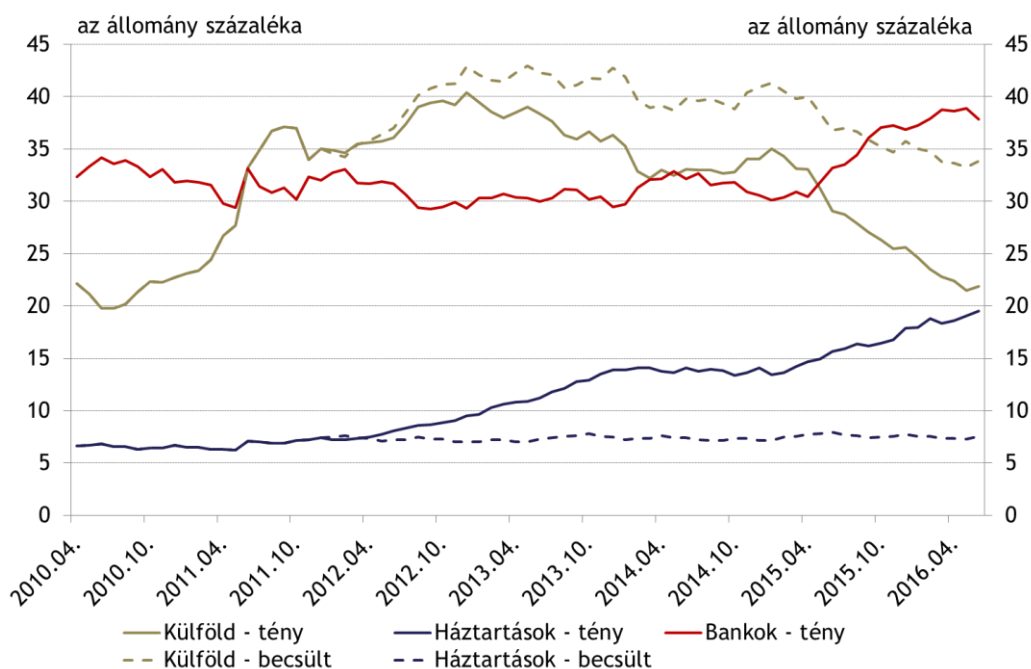
### **A stabilabb finanszírozása „ára”**

**Felmerülhet, hogy a lakossági papírok hozamának növelése és az adósságszerke-zet átalakítása többletletterhet jelentett a költségvetés számára.** Ez elvben tekinthe-tő a stabilabb adósságfinanszírozás és a külső sérülékenység csökkentés „árának”.

**Számításaink szerint azonban a magasabb lakossági állampapír-hozamok a közve-tett hatásokat is figyelembe véve nem hatottak kedvezőtlenül a költségvetésre.** Ez alapvetően abból fakad, hogy a háztartások kamatjövedelem után fizetett adói ellensúlyozzák a magasabb hozamot. Ezen felül a stabil adósságfinanszírozás csök-kentette más állampapírok hozamát, ami pozitívba is fordíthatta a költségvetési hatást, de ennek számszerűsítése nehéz.

**Ahhoz, hogy a stabilabb finanszírozás 2011 eleje és 2016 első negyedéve között jelentkező „árát” számszerűsíteni tudjuk, egy alternatív forgatókönyvet készítet-tünk.** Technikai feltevésünk a lakossági papírok felfutása helyett azzal számol, hogy a háztartások állampapír-állományának növekedése a külföldre került volna. Becs-lésünk szerint az átrendeződés nominálisan mintegy 2000 milliárd forintos állo-mány átcsoportosítását jelentené a háztartásoktól a külföld felé. Ebben az esetben a többi hazai szektor állampapír-állománya feltevésünk szerint a tényadatokhoz képest változatlan maradna. A bankok részaránya a tényadatok alapján is jelentő-sen emelkedett, azonban elképzelhető, hogy a hazai bankszektor is vásárolhatott volna még nagyobb mennyiségű állampapírt. Ezzel szemben a külföldi tulajdonosok aránya a tényadatokban csökkent, így még az alternatív pályán sem haladja meg - a 2000 milliárdos alternatív átcsoportosítást követően - a külföldi befektetők aránya a közelmúlt jellemző mértékét.

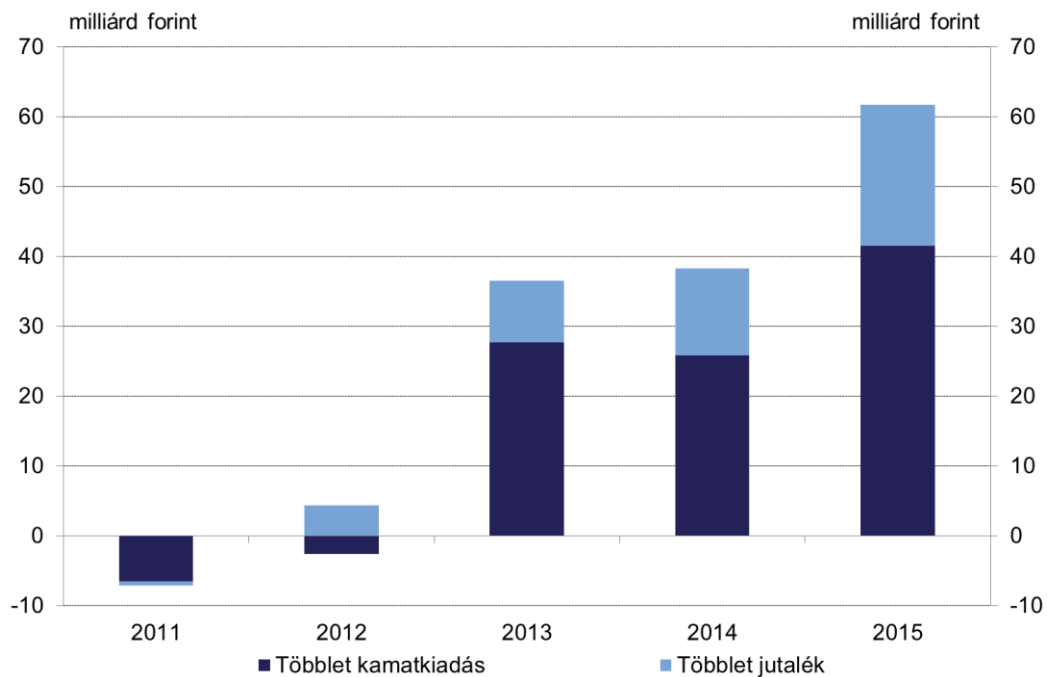
4. ábra: A forint állampapírok tulajdonosi megoszlása, tény és becslés (az állomány százalékában)



Forrás: MNB

**A lakossági állampapírok után fizetett többletkamat mintegy 100 milliárd forint, a többletjuttalék 45 milliárd forint lehetett (5. ábra),** ahhoz képest, mintha változatlan hozamok mellett a lakossági papírokkal megegyező értékű DKJ-t és államkötvényeket bocsátott volna ki az ÁKK. A kamatfizetési többlet számítása során, a futamidő egyezősége miatt az FKJ-t a féléves hozamhoz, a KKJ-t és a KTJ-t az egyéveshez, a PMÁK-ot a 3 és 5 éves hozamok átlagához, a BMÁK-ot pedig a 3, 5 és 10 éves benchmark hozamokhoz érdemes hasonlítani. A többletjuttalék pedig azt mutatja meg, hogy mennyivel fizetett több juttalékot az ÁKK a lakossági értékesítők számára ahhoz képest, mint amennyit a piaci államkötvény aukciók után fizetett volna.

5. ábra: A lakossági papírok után kifizetett többletkamat és többletjutalék (milliárd forint)



Forrás: ÁKK

**A lakossági állampapírokból származó jövedelmek utáni adófizetés ellentételezi a magasabb kamatokat és jutalékokat.** A kifizetett kamatok után ugyanis az államnak közvetlen szja-bevétele keletkezett, ellentétben azzal, ha ezt az állampapír-állományt nem a lakosság, hanem külföldi szereplők vásárolták volna. Közvetett módon pedig tovább mérsékli a költségeket a lakossági kamatjövedelem elköltése után jelentkező állami áfabevétel. Az ebből eredő szja bevételeket mintegy 60 milliárd forintra, a fizetendő áfát pedig több mint 60 milliárd forintra becsüljük, amelyek összege nagyobb részben ellensúlyozza az állam kamat- és jutalékköltségének összegét.

**A lakossági papírok kibocsátása nélkül jelentkező mintegy 2000 milliárd forintos többletkínálat valószínűleg magasabb kötvénypiaci hozamokat okozott volna.** Nagyon nehéz számszerűsíteni, hogy miként változott volna az állampapír-piac, ha a háztartások helyett a hagyományos nagybefektetők részére kellett volna értékesíteni mintegy 2000 milliárd forint értékű állampapírt, ezért azt a többi „elsődleges” hatástól elkülönülten mutatjuk be. Elképzelhető, hogy a piac szerkezete alkalmazkodott volna, de valószínűleg emelkedtek volna a hozamok. Becslésünk szerint a hozamgörbe párhuzamos feljebb tolódása 100 bázispontonként mintegy 30 milliárd forinttal növelte volna a kiadásokat. A 2000 milliárd forintos aukciós többletkibo-

csátás hatása pedig ennek akár többszöröse is lehet. A magasabb hozamok elkerülése a lakossági állampapírok által elért megtakarításként fogható fel.

**1. táblázat: A lakossági papírok utáni többletkiadások és többletbevételek 2011 és 2016 első negyedév között (milliárd forint)**

<b>1.) Többletkiadások (a+b.)</b>	<b>145</b>
a.) Kamatkiadás	100
b.) Jutalékfizetés	45
<b>2.) Többletbevételek (c+d.)</b>	<b>120</b>
c.) Szja-bevétel	60
d.) Áfabevétel	60
<b>3.) Elsődleges hatások (1+2.)</b>	<b>-25</b>
<b>4.) Alacsonyabb piaci hozamok</b>	<b>30</b>
<b>5.) Összes hatás (3+4.)</b>	<b>5</b>

Forrás: ÁKK, Saját számítás

Összességében a lakossági állampapír-állomány növekedésének hatására stabilabbá vált az államadósság finanszírozása, miközben az ezzel járó többletkiadást ellensúlyozták a költségvetés többletbevételei. A lakossági állampapírok állományának jelentős növekedése ugyanis a külső adósság mérséklődésén keresztül hozzájárult hazánk sérülékenységének csökkenéséhez. Ezen felül kiszámíthatóbbá is tette az adósságfinanszírozást, mert a lakosság eddig jellemzően lejáratig tartotta az állampapírokat. Ezekkel az előnyökkel áll szemben a piacnál magasabb kamat, amit azonban ellensúlyoznak az állam adóbevételei, amelyek nem jelentkeztek volna külföldi finanszírozás esetén. A stabilabb finanszírozás tehát nem jelentett többletkiadást a költségvetés számára, és a csökkenő hozamkörnyezetnek köszönhető a lakossági papírok után fizetett kamatkiadások az elmúlt 3 évben nem növekedtek.

*„Szerkesztett formában megjelent a Privátbankár.hu oldalon 2016. október 4-én.”*