

Kékesi Zsuzsa – Kóczyán Balázs:
Értékpapír vs. bankbetét – Miben takarít meg a lakosság?¹

A háztartási szektor pénzügyi megtakarításának szerkezete az elmúlt két év során jelentős átalakuláson ment keresztül. Az elmúlt időszakban több cikk is született a témában, ugyanakkor elemzésünk célja elsősorban az, hogy a stilizált tények mellett a folyamatok mélyebb összefüggéseire is felhívjuk a figyelmet. A lakossági megtakarításokat tekintve az egyik legszembetűnőbb változás, hogy a lakosság egyre inkább az értékpapír típusú megtakarítások felé fordult. Az értékpapír-vásárlás forrását kezdetben csupán az új megtakarítások jelentették, később azonban a háztartások már a korábban felhalmozott bankbetét megtakarításaiból is állampapírt és befektetési jegyet vásároltak. A lakossági viselkedés megváltozása mögött elsősorban az állampapírok és befektetési jegyek bankbetéteket meghaladó jövedelmezősége állhat. A lakosság portfólióátrendezése a magánszektor fokozatos hitelleépítése – és a visszafogott hitelkereslet – miatt nem okoz feszültségeket a bankok mérlegében. 2013 során a háztartások készpénz-megtakarításai is jelentős mértékben bővültek, amiben a historikus mélypontjára csökkenő inflációnak, az ezzel párhuzamosan mérséklődő kamatoknak, az emelkedő kiskereskedelmi forgalomnak, valamint a tranzakciós illetéknek is szerepe lehetett. A lakossági portfólióátrendező hatására a lakosság tulajdonában lévő értékpapírok állománya hamarosan meghaladhatja a bankbetétek nagyságát.

A lakosság pénzügyi megtakarítása, különösen annak szerkezete jelentős hatással bír a gazdaság működésére. Ugyanis a vállalatok beruházásait és az államháztartás többletkiadásait – a külföld mellett – döntően a háztartási szektor finanszírozza. Továbbá azért is fontos a lakosság pénzügyi megtakarításainak figyelemmel követése, mert a 2008-as pénzügyi válság rávilágított arra, hogy a lakosság deviza adóssága jelentős mértékben lassíthatja a válságból történő kilábalást. A válságot követő megtakarítási folyamatokat tekintve elmondható, hogy a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása a korábbi évekhez képest jelentősen emelkedett. Az emelkedés hátterében elsősorban a válságot követő mérlegkiigazítás áll: míg a válság előtt a lakosság többletfogyasztását hitelből finanszírozta, addig a válság kitörését követően a lakosság kiadásait visszafogta, és jövedelmének kisebb arányát fogyasztotta el, a fennmaradó részt pedig hiteltörlesztésre és pénzügyi eszközök felhalmozására fordította. Így a háztartások alkalmazkodásának is a következménye, hogy míg korábban a gazdaság külső forrásokra szorult, addig a válság kitörését követően fokozatosan csökkenteni tudja külső adósságát.

Cikkünkben az elmúlt két év során a lakosság pénzügyi megtakarításában végbement változásokat fogjuk megvizsgálni. Arra a kérdésre keressük a választ, hogy mi ösztönözhetette a háztartásokat arra, hogy az új és a korábbi megtakarításaik egy részét is állampapírokba, illetve befektetési jegyekbe fektessék. A megtakarítási folyamatokat tekintve elmondható, hogy a háztartások 2012-2013 során nagyobb mennyiségben fektettek állampapírokba és befektetési jegyekbe, míg bankbetét-megtakarításaikat csökkentették. Emellett a lakosság készpénzkereslete is emelkedett a korábbi évekhez képest. Célunk ugyanakkor nem csak a portfólióátrendezés vizsgálata, hanem az is, hogy a mélyebb összefüggésekre is rávilágítsunk. Az egyik legfontosabb következtetésünk, hogy bár a lakosság 2013-ban nagymértékben csökkentette betét-megtakarításait, ez a bankrendszer forrásoldalán nem okozott hasonló mértékű feszültséget, mivel a lakosság által preferált befektetési alapok egy része bankbetétekben helyezte el a kapott összeget. Így összességében a bankrendszer forráscsökkenése jelentősen elmarad attól, amit a közvetlen lakossági betét-kivonásból következne.

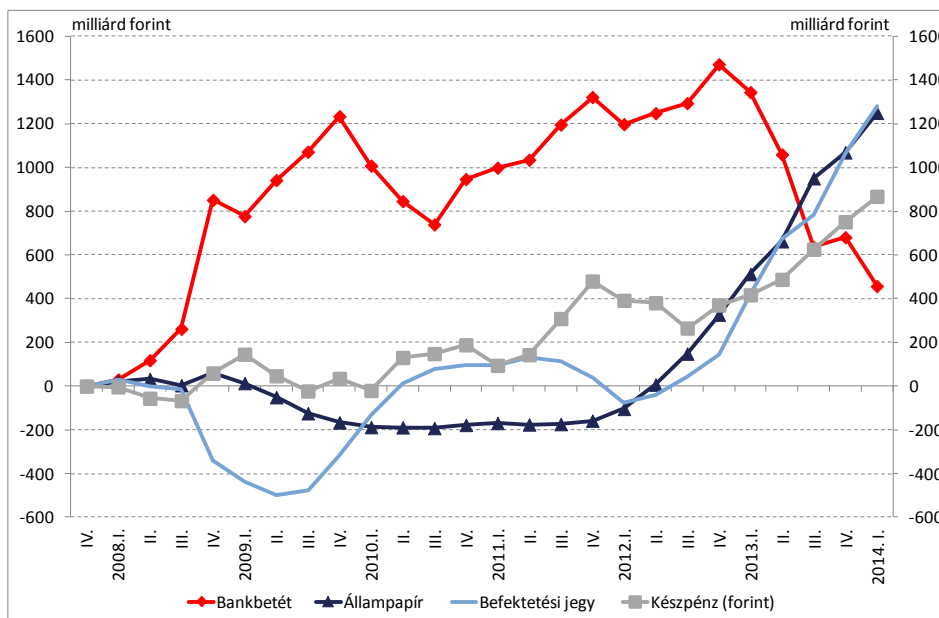
¹ A szerzők a Magyar Nemzeti Bank munkatársai

1. keretes írás: A lakosság portfólióátrendezése a válság kitörését követően

A lakosság hasonló ütemű portfólióátrendezésére már korábban is volt példa – ez történt 2008 őszén is, amikor a szektor rövid idő alatt jelentősen, mintegy 600 milliárd forinttal növelte bankbetétekben tartott megtakarításait, miközben a befektetési jegyekben tartott vagyonát hasonló mértékben csökkentette (1. ábra). Az átcsoportosítás döntően a kockázatvállalási hajlandóság csökkenésével, illetve a hozamok alakulásával is magyarázható. Egyrészt valószínű, hogy a lakosság a pénzügyi válság kitörésekor elsősorban a kevésbé kockázatos megtakarítási formákat preferálta, és így részéről a bankbetét-elhelyezés optimális döntés lehetett. Ezt támasztja alá az is, hogy főként a legfeljebb egy évre lekötött bankbetétek állománya emelkedett. Másrészt a betétállomány emelkedésében a befektetési jegyek visszatekintő hozama és a bankbetétek aktuális kamata közötti különbség is szerepet játszhatott. A múltban azt figyeltük meg, hogy a lakosság befektetési döntéseinek meghozatalakor a befektetési jegyek visszatekintő hozamát a bankbetétek kamatával hasonlítja össze. A válság kitörését követően a bankbetétek kamata – a jegybanki alapkamat változásával összhangban – közel 300 bázispontot emelkedett, és így a lakosság számára a bankbetét válhatott a vonzóbb befektetéssé.

Az elmúlt két év során a háztartási szektor mintegy 1200 milliárd forinttal növelték állampapírokból, és több mint 1000 milliárd forinttal befektetési jegyekben tartott megtakarításait (1. ábra). Míg a lakosság 2012-ben csak az új megtakarításait fordította értékpapír-vásárlásra a lakosság, addig 2013-ban már bankbetét-megtakarításaik egy részéből is állampapír- és befektetési jegy-állományukat növelték. Az átcsoportosítás következtében egy év alatt több mint 700 milliárd forinttal csökkent a lakosság betétállománya. A vizsgált időszakban emellett a lakosság készpénzállománya is a korábbi éveket meghaladó mértékben² emelkedett.

1. ábra: A lakosság pénzügyi eszközeinek változása (kumulált tranzakciók)

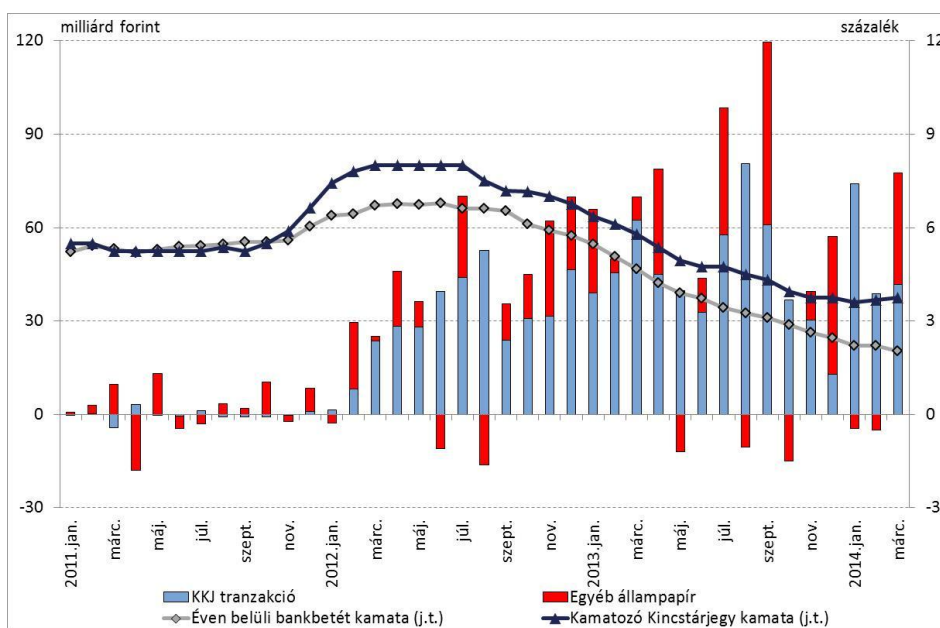


² Érdemes megjegyezni, hogy a készpénzállomány 2011-es emelkedésében a reálhozam-kifizetéseknek is lehetett szerepe.

Az elmúlt időszakban tapasztalt portfólióátrendeződés egyik meghatározó eleme a lakosság **állampapír** vásárlása. A háztartások az elmúlt két évben a korábbi éveket számottevő mértékben meghaladóan vásároltak állampapírokat, aminek köszönhetően a lakosság állampapír-állománya 2013 végén már közel 2000 milliárd forintot tett ki, vagyis a háztartások ekkora mértékben finanszírozták az államháztartást. A lakosság állampapír-vásárlásával kapcsolatban érdemes ugyanakkor azt is megemlíteni, hogy a háztartások körében a legnépszerűbb állampapír az egyéves futamidejű Kamatozó Kincstárjegy (KKJ) – a két év során a lakosság állampapír-vásárlásának közel háromnegyede ehhez a papírhoz kötődött (2. ábra). A Kamatozó Kincstárjegy állományának emelkedésében több tényező is szerepet játszhatott:

1. **Kamatelőny.** A Kamatozó Kincstárjegy kamata a vizsgált időhorizontot tekintve átlagosan több mint egy százalékponttal haladta meg a legfeljebb egyéves lejáratú bankbetétek átlagos kamatát.
2. **Eho-mentesség.** Az állampapírok bankbetétekkel szembeni kamatelőnyét tovább növelhette az is, hogy 2013 augusztusától kezdve a kamatbevételekre kivetett 6 százalékos egészségügyi hozzájárulás (eho) alól a forint állampapírok után kapott kamat mentesül – hasonlóan a több mint 80 százalékban forint állampapírokba fektető befektetési alapokhoz.
3. **Kiterjedt értékesítési csatorna.** A Kamatozó Kincstárjegyeknél további előnyt jelenthetett az is, hogy nagyon sok helyen értékesítik – a lakossági állampapírt a Magyar Államkincstár kirendeltségein és online felületén túl további nyolc kereskedelmi bank fiókhálózatában is meg lehet vásárolni.

2. ábra: A lakosság állampapír vásárlása* valamint a bankbetétek és Kamatozó Kincstárjegyek kamata



*A lakosság havi állampapír-vásárlásának forrása az MNB értékpapír-statisztikákra vonatkozó adatai, míg a Kamatozó Kincstárjegyek nettó vásárlásának adatforrása az ÁKK.

Az elmúlt két évben az állampapírok mellett a lakossági **befektetési jegy**-állományában tapasztalhattunk jelentős emelkedést. A növekedés döntő része 2013-hoz kötődött: a befektetési alapoknál a lakosság összességében több mint 1000 milliárd forint új forrást helyezett el (1. ábra). A múltban a befektetési jegyek vásárlásával kapcsolatban azt figyeltünk meg, hogy a lakosság általában a bankbetétek hozamával hasonlítja össze a befektetési jegyekre hozzáférhető hozaminformációkat, amely a befektetési jegyeknél tipikusan a visszatekintő hozamot jelenti. A befektetési alapok közül pedig a pénzügyi alapok forrásellátottsága a legmagasabb, melyek jellemzően rövid lejáratú állampapírokat és bankbetéteket tartanak. A befektetési alapok visszatekintő hozama (ami így a korábbi kötvény és betéti kamatoktól függött) folyamatosan meg-

haladta a bankbetétek által aktuálisan kínált kamatokat, mivel 2012 második felétől kezdve mind a bankbetétek kamata, mind a kötvények hozama fokozatosan csökkent (2. ábra). A háztartások számára így a befektetési alapok magasabb visszatekintő hozama vonzó befektetést jelenthetett. Mindezt alátámasztja az is, hogy az elmúlt két évben a legnagyobb mértékű és leggyorsabb forrásbeáramlás a kötvényalapoknál történt.³ További érv lehetett a lakosság számára a befektetési jegyek vásárlása mellett, hogy a befektetési jegyeken keresztül vásárolt állampapírok esetén is érvényes adókedvezmény. A befektetési alap által fizetett kamatjövdelem ugyanis mentesül a 2013 augusztusában kamatjövdelemre kivetett – a korábban már említett – egészségügyi hozzájárulás alól, amennyiben a befektetési alap a befektetési politikája alapján a forrásainak legalább 80 százalékát forintban denominált állampapírokba fekteti.

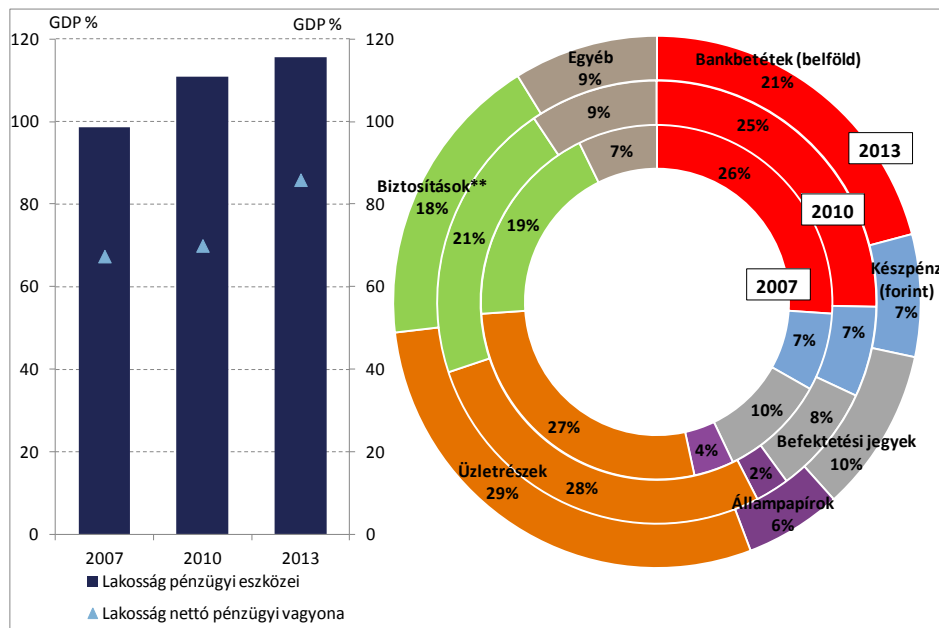
A fenti folyamatok mellett a lakossági **készpénzkereslet** is a korábbi évek átlagát meghaladó mértékben emelkedett. A magasabb készpénztartás irányába több tényező is mutatott. Egyrészt a mérséklődő infláció – és az ezzel párhuzamosan csökkenő betéti kamatok – jelentősen csökkentették a készpénztartás alternatív költségeit. Másrészt 2012 vége óta fokozatosan emelkedik a készpénzintenzív kiskereskedelmi forgalom is. Végül a 2013 elején bevezetett tranzakciós illeték, illetve a 2014 elejétől havi 150 ezer forintos illetékmentesen felvehető készpénz is hozzájárulhatott a lakosság fokozottabb készpénz-tartásához.

A lakosság 2012-től megtakarítási döntései során inkább az állampapírokat és befektetési jegyeket kezdte preferálni, ugyanakkor továbbra is helyezte el megtakarításokat **bankbetétekben**. 2012 elején a háztartások a végtörlesztéshez bankbetéteik egy részét is felhasználhatták – ezért a háztartási betétek kismértékben csökkentek –, de összességében a teljes évet tekintve a lakossági betétállomány még nem változott nagyobb mértékben. 2013-ban ugyanakkor már számottevő mértékű betétkivonást tapasztalhattunk. Ezzel kapcsolatban azt is érdemes megjegyeznünk, hogy a bankrendszer számára a hitelek fokozatos törlesztése, és az összehúzódó mérlegfőösszegek miatt a betétkivonás ugyanakkor nem okoz komoly feszültséget.

Annak ellenére, hogy a lakosság 2013 során csökkentette bankbetét-megtakarításait, a pénzügyi eszközei között – a meglehetősen illikvid üzletrészek mellett – továbbra is a bankbetétek rendelkeznek a legnagyobb súllyal (3. ábra). A lakosság pénzügyi eszközeinek állománya mellett a nettó (pénzügyi kötelezettségekkel csökkentett) pénzügyi vagyona is folyamatosan emelkedett az elmúlt időszakban. A nettó pénzügyi vagyon 2010-höz képest bekövetkezett nagyobb mértékű emelkedése mögött az áll, hogy a kedvezményes árfolyamon végrehajtott végtörlesztés jelentősen csökkentette a lakosság tartozásait, és így a nettó pénzügyi vagyon emelkedésével járt.

³ Érdemes azt is megjegyezni, hogy a lakosság a befektetési alapoknál tartott megtakarításainak közel kétharmadát pénzügyi-, belföldi kötvény- és származtatott alapokban tartja.

3. ábra: A lakosság pénzügyi megtakarításainak megoszlása és bruttó pénzügyi eszközeinek GDP arányos értéke*

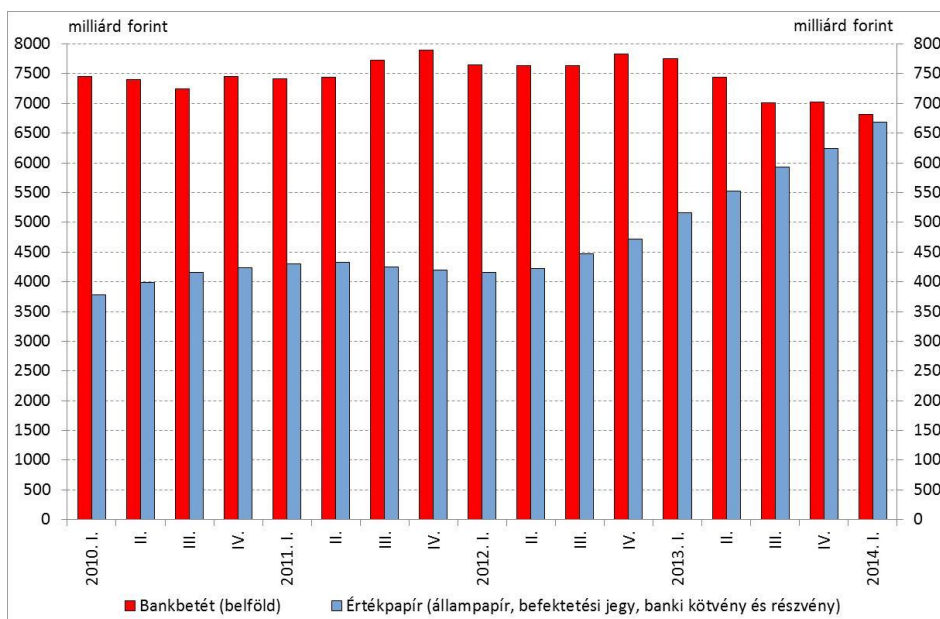


*Az ábrán a háztartások pénzügyi eszközeit korrigáltuk az adó-és járuléktartozásból származó követelésekkel, mivel ezek a pénzügyi kötelezettségek között is kimutatásra kerülnek.

**A pénzügyi számlák új módszertana szerint a nyugdíjrendszer átalakítása miatt átadott eszközöket az államháztartással szembeni követelésként kell kimutatni. Az ábrán ezt az összeget a 2013-as év esetében a „Biztosítások” adatpont tartalmazza.

A kockázatos eszközök térnyerése ellenére tehát még mindig nagyobb a bankbetétek aránya a lakossági pénzügyi vagyonán belül, mint az állampapíroké és a befektetési jegyeké összesen. Érdekes ugyanakkor hozzátenni, hogy 2007-hez és 2010-hez képest mind a befektetési jegyek, mind az állampapírok súlya emelkedett, így a lakossági portfólióátrendeződés hatására a lakosság tulajdonában lévő értékpapírok állománya hamarosan meghaladhatja a belföldi bankbetétek nagyságát (4. ábra).

4. ábra: A háztartások belföldi betét- és értékpapír-állománya



Összefoglalásképpen elmondhatjuk, hogy az elmúlt időszakban tapasztalt jelentős portfólióátrendeződés arra is rámutatott, hogy a lakosság nagyobb figyelmet fordított befektetéseinek megtérülésére. A mérsék-

lódó betéti kamatkörnyezet a lakosságot arra ösztönözte, hogy magasabb megtérüléssel kecsegtető megtakarítási formák felé forduljon, és így portfólióátrendezést hajtson végre. A lakossági preferenciák megváltozását jól mutatja, hogy a háztartások 2012-2013 során az elmúlt éveket meghaladó mértékben, közel 2400 milliárd forinttal növelték az állampapírokban és befektetési jegyekben tartott megtakarításait. Továbbá a fokozatosan csökkenő kamat és inflációs környezet, illetve részben a tranzakciós illeték is arra sarkallhatta a lakosságot, hogy készpénz-megtakarításait is növelje. Míg 2012-ben a lakosság állampapírokat és befektetési jegyeket csak új megtakarításaiból vásárolt, addig 2013-ban már a bankbetétekből is nagyobb mértékben csoportosították át a megtakarításaikat. Ennek ellenére a háztartások pénzügyi eszközei között továbbra is a bankbetét rendelkezik az egyik legnagyobb súllyal. A lakossági betétkivonás csökkentette a bankok számára rendelkezésre álló forrásokat, azonban ez a folyamat vélhetően nem okoz feszültséget a bankrendszer számára.

Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2014. július 14-én.