

A lakossági portfólióátrendezés szerepe az állam finanszírozásában*

Kékesi Zsuzsa – Kóczyán Balázs – Sisak Balázs

A válságot követően 2014 végéig fokozatosan emelkedett a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása, ami a bruttó pénzügyi eszközök egyre nagyobb bővülésében is tükröződött. 2012 elejétől kezdve a lakosság portfólió-allokációs döntései során előtérbe kerültek az értékpapírok: először az állampapírok, majd a befektetési jegyek. 2013 során megindult a lakosság portfólióátrendezése is: a háztartások az állampapír és befektetési jegy-vásárláshoz már a korábban bankbetétekben felhalmozott megtakarításaikat is felhasználták. A fenti folyamatok hatására az állam lakossági finanszírozása számottevően emelkedett, és a legfrissebb adatok alapján az Európai Unió országai között is magasnak számít. A közvetett lakossági finanszírozást – befektetési alapokat, pénztárakat – is figyelembe véve, a lakossági finanszírozás emelkedése még jelentősebb az elmúlt években. Cikkünkben leíró módon elemezzük a lakossági megtakarítások állam finanszírozási szerkezetére gyakorolt hatásait.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E21, H63, G18

Kulcsszavak: megtakarítás, lakosság, állampapír, finanszírozás

A válság után a pénzügyi megtakarítás növekedését mutató fordulat következett be a magyar lakosság viselkedésében, amiben az óvatossági motívum is jelentős szerepet játszott. A magyar háztartások a válság kitörését követően a rendelkezésre álló jövedelmük egyre nagyobb hányadát takarították meg. A nettó megtakarítást tekintve, a növekedés egy része az emelkedő hiteltörlesztések miatt ún. „kényszermegtakarítás” volt, illetve a hitelfelvétel keresleti és kínálati okokra visszavezethető csökkenése is támogatta a nettó megtakarítás bővülését. Ugyanakkor a nettó megtakarítások ezt meghaladó mértékben emelkedtek, ami a pénzügyi eszközök gyorsuló bővülésére vezethető vissza. A magyar lakosság pénzügyi eszköz-felhalmozásának növekedése a fenntartható gazdasági növekedés helyreállításához is

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Kékesi Zsuzsa a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Politika és Pénzügyi Elemzések igazgatóság közgazdasági elemzője.
E-mail: kekesizs@mnb.hu.

Kóczyán Balázs a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Politika és Pénzügyi Elemzések igazgatóság junior elemzője.
E-mail: koczianb@mnb.hu.

Sisak Balázs a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Politika és Pénzügyi Elemzések igazgatóság közgazdasági elemzője.
E-mail: sisakb@mnb.hu.

hozzájárulhatott, mivel egyre nagyobb mértékben biztosított belső forrásokat a gazdasági szereplők részére. A lakosság továbbá erősítette az ország sokktűrő képességét azzal, hogy a magasabb megtakarítása egyre nagyobb hányadát fektette magyar állampapírokba – ezzel támogatva az állam finanszírozását belső forrásokból, ami azért is különösen fontos, mert a lakossági finanszírozás stabilabb forrást jelenthet. Cikkünk felépítése a következő: először röviden áttekintjük a lakosság megtakarítását magyarázó elméleteket és a magyar lakosság megtakarításainak a válság kitörését követő alakulását. Ezután áttérünk a „hozamvadászatra”, a lakossági portfólióátrendezésre és annak a háztartások megtakarítására gyakorolt hatásaira. Röviden bemutatjuk a közelmúlt fejleményeit is: azt, hogy a lakosság milyen állampapírokat részesített előnyben az elmúlt 2-3 évben, és hogy az elmúlt hónapok során hogyan fordult a lakosság egyre inkább a hosszabb lejáratú állampapírok felé. Ezt követően megvizsgáljuk azt is, hogy a többi európai országhoz viszonyítva hogyan alakul a magyar lakosság állampapírtartása. Végezetül röviden összefoglaljuk a lakossági állampapír-vásárlások gazdasági hatásait, előnyeit és kockázatait is.

1. A magyar háztartások megtakarítási viselkedése az elmúlt évtizedben

A háztartások megtakarítását a vonatkozó elméletek szerint alapvetően a jövedelem és a reálkamat határozza meg, ugyanakkor jelentős szerepe van a várakozások alakulásának is. Keynes az Általános elméletben a fogyasztás függvényének tekintette a megtakarítást, amely csökkenti a gazdasági növekedést a fogyasztás visszafogásán keresztül (Keynes, 1936). Erre az elméletre válaszul jelent meg a ma is uralkodó két hipotézis, az életciklus-elmélet (Modigliani, 1986) és a permanens jövedelem (Friedman, 1986) elmélete. Mindkét teóriában közös az, hogy a háztartások nem a folyó jövedelmüket, hanem egy hosszabb időszak teljes jövedelmet vesznek alapul fogyasztási-megtakarítási döntéseik meghozatalakor. Az életciklus-hipotézis szerint a megtakarítási hajlandóság jelentős mértékben változhat a különböző életszakaszokban, mivel az egyének a fogyasztásukat a teljes életükre tervezik. Az életpálya elején az eladósodás a jellemző, majd a gazdasági szereplők az életpálya során felhalmozott megtakarításokat az életpálya végén az elmélet szerint felélik. A permanens jövedelem hipotézise szerint a háztartások az életpályájuk alatt a fogyasztási kiadásaik simítása érdekében növelik megtakarításaikat, amikor a permanens jövedelem csökkenésére számítanak, és csökkentik azokat, amikor a permanens jövedelem növekedését várják.

A reálkamat és a megtakarítások összefüggését magyarázó elméletek szerint a kamat több csatornán a helyettesítési, a jövedelem és a vagyonhatáson keresztül hat a megtakarításokra. Az intertemporális helyettesítési hatás a pénz időértékével áll összefüggésben:

a kamatemelkedés arra ösztönzi a gazdasági szereplőket, hogy több jelenbeli fogyasztásról mondjanak le a magasabb jövőbeli fogyasztás érdekében. A jövedelmi hatás ezzel ellentétesen hat, ugyanis a kamatemelés megnöveli a háztartások jövőbeni kamatból származó jövedelmét, ezért kevesebb megtakarítás is elég ugyanakkora jövőbeni fogyasztás eléréséhez. A kamatemelkedés az átértékelődésen keresztül csökkenti a reálvagyon piaci értékét, amit a gazdasági szereplők megtakarításaik emelésével, fogyasztásuk csökkentésével kompenzálnak (Elmendorf, 1996). A jövedelmi várakozások is jelentősen befolyásolhatják a megtakarítások alakulását. A válságot követően a magasabb munkanélküliségi ráta és az árfolyammal kapcsolatos bizonytalanság is jelentősen növelhette a lakosság óvatossági motívumokból fakadó megtakarítását. Az óvatossági megtakarításokat általában a jövőbeli jövedelmek magas varianciájával hozzák összefüggésbe: a jövedelmek bizonytalansága és a megtakarítások mértéke között általában pozitív kapcsolatot találnak (Leland, 1968). Egyes tanulmányok kimutatták az óvatossági vagyon jelenlétét is (Carroll–Kimball, 2006), azonban ennek mértékét a minták jelentős, nem megfigyelt heterogenitása miatt nehéz pontosan meghatározni. A jövedelmi bizonytalanságok mértékét befolyásolhatják a nyugdíjrendszerrel kapcsolatos várakozások is (Murata, 2003).

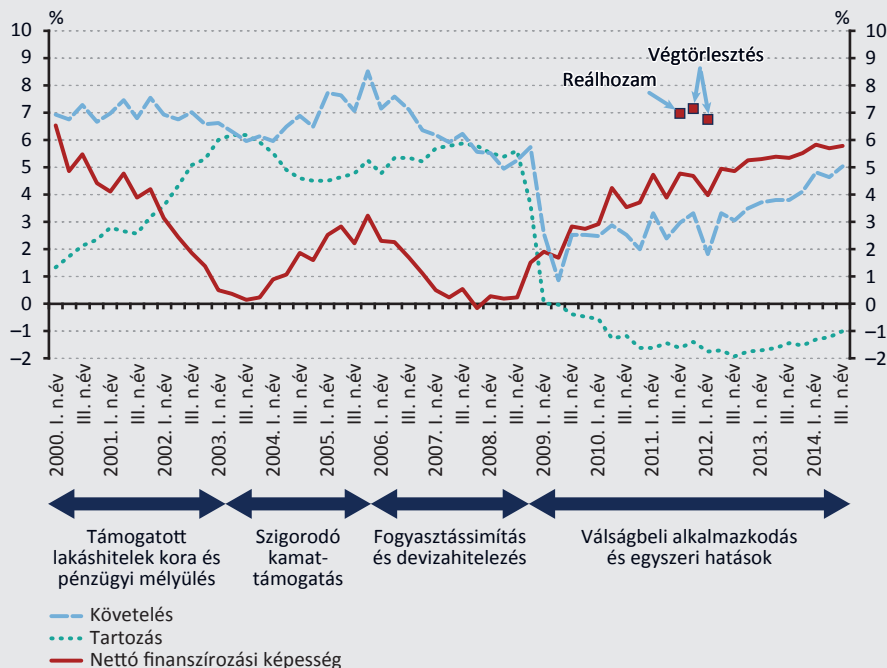
A lakosság megtakarítási viselkedését alapvetően az aktuális jövedelmi helyzete és a jövőbeli jövedelemre vonatkozó várakozása határozza meg. A kétezres évek második felében (főként 2006 és 2008 között) a lakosság a költségvetési kiigazítások következtében csökkenő jövedelmeit átmenetinek tekintette, simította fogyasztási, lakásberuházási kiadásait, ami a hitelezés újabb gyors felfutását eredményezte (1. ábra). A folyamatot érdemben fokozta, hogy a devizahitelezés elterjedése miatt enyhült a háztartások likviditási korlátja, így egyre több háztartás tudta a fogyasztását (lakásberuházását) egy későbbi, remélt jövedelmi pályához igazítani. Ezzel szemben a 2008-as válság után a reálgazdasági visszaesés következtében csökkenő életpálya-jövedelmek miatt a lakosság erőteljesen visszafogta eladósodását, mérsékelte pénzügyieszköz-felhalmozását. A 2008 végén, 2009 elején bekövetkező, gyors alkalmazkodás így részben a szigorodó hitelezési kondícióknak, valamint a visszaeső hitelkeresletnek és ennek következtében az elkölthető jövedelmek erőteljes szűkülésének az eredménye. A megemelkedett munkanélküliség és a romló növekedési kilátások együtt jártak a munkajövedelmek nagyobb bizonytalanságával és hosszabb távon az óvatossági megtakarítási motívum előtérbe kerülésével. A háztartások lassan növelni kezdték pénzügyi eszközeiket, ugyanakkor továbbra is folyamatosan építették le a hiteleiket, ezzel szemben a válság előtt a pénzügyi eszközök számottevő felhalmozása jelentős hitelfelvétel mellett valósult meg, ami összességében alacsony nettó megtakarítást jelentett.

A korábban megjelent tanulmányok és az elmúlt évek folyamatainak elemzése alapján a reálkamat csak kisebb mértékben befolyásolhatta a megtakarítások szintjét. A magyar megtakarítási adatokon végzett, korábbi kutatás a reálkamatok és a megtakarítások között csak kisebb mértékű kapcsolatot talált, azonban nem vetette el, hogy a kilencvenes években a szélsőséges kamatszinteknek hatása lehetett a lakossági megtakarításokra (Árvaí–Menczel, 2000). A tanulmány szerint a kilencvenes évek második felében a jövedelmi-, helyettesítési- és a vagyonhatás nem volt kimutatható. Az elmúlt időszak folyamatai meg-

1. ábra

A háztartások alapfolyamatok szerinti* nettó megtakarítása a GDP arányában

(szezonálisan igazított adat)



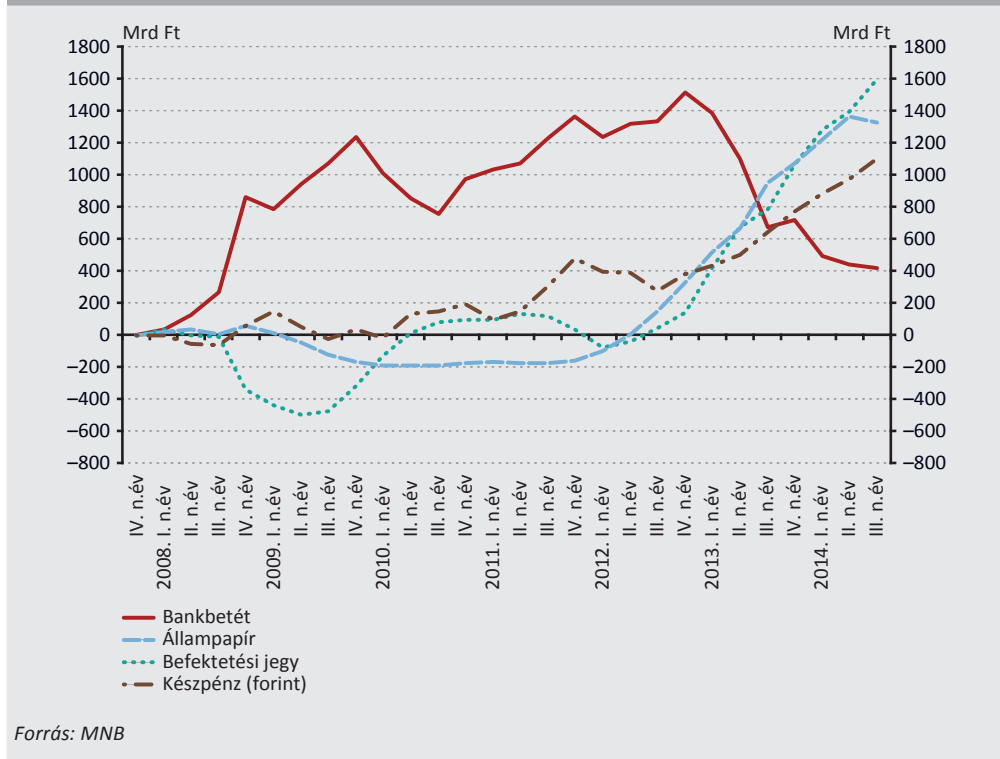
Megjegyzés: *Az ábrán külön adatpontokként tüntettük fel a lakosság fundamentális megtakarítási folyamatait nem érintő, ugyanakkor a háztartások pénzügyi számláiban szereplő eseményeket (reálhozamok kifizetése, végtörlesztés megtakarítás növelő hatása).

Forrás: MNB

erősítették azt a megfigyelést, hogy a megtakarítások szintjét csak kevésbé befolyásolja a kamatszint változása. Bár a banki kamatok az elmúlt másfél évben historikus mélypontra csökkentek, a háztartások pénzügyieszköz-felhalmozása a válság előtti szintekhez közelít. Az elmúlt évek mérséklődő hozamkörnyezete önmagában a fogyasztás növelésére ösztönözné a háztartásokat, mégsem tapasztaljuk a hitelezés felfutását, illetve a megtakarítás csökkenését (vagyis a helyettesítési hatás nem érvényesül). A lakosság az alacsony hozamkörnyezetre ugyanis nem az eladósodás növelésével, hanem a pénzügyieszköz-felhalmozás fokozásával, a meglévő megtakarításainak az átrendezésével reagált. Mindezek alapján úgy látjuk, hogy az óvatossági motívum öt évvel a válság kitörése után is meghatározó. Érdemesnek tartjuk ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy a magasabb megtakarítási rátában a jövedelmi hatás is tükröződhet: amennyiben a lakosság tartósan alacsony kamatokra számít, az a pénzügyi eszközökből származó jövedelmeinek tartós csökkenését jelentené – így a tartósan alacsonyabb jövedelemre a háztartások a megtakarításaik növelésével reagálhatnak.

A lakossági portfólióban az értékpapírok arányának emelkedése döntően a változó hozamkörnyezettel magyarázható. A pénzügyi válság utáni években a lakosság új megtakarításait bankbetétbe helyezte el, ami vélhetően az emelkedő betéti hozamokkal, illetve a lakosság kockázatkerülő magatartásával lehetett összefüggésben (2. ábra). Majd 2009-től – főként a globális tőkepiaci hangulat javulásával összhangban – a befektetési jegyek iránti kereslet emelkedett, ezt követően ismét a bankbetétek kerültek előtérbe. A lakosság portfólió-allokációs folyamataiban 2012-től látszik érdemi változás. Ebben szerepe volt annak is, hogy a végtörlesztéshez a lakosság bankbetét és befektetési jegy megtakarításainak egy részét is felhasználta, ami a pénzügyi eszközök kismértékű csökkenésével járt. Ezt követően a lakosság először új megtakarításainak egyre nagyobb részét inkább állampapírban és befektetési jegyben kötötte le; az év végétől ugyanakkor már nemcsak az új megtakarításokból, hanem a meglévő állományból is megindult a tőkeáramlás a bankbetétek felől az értékpapírok felé. Az átrendezést elsősorban az támogatta, hogy a 2012 augusztusától kezdődő jegybanki alapkamat-csökkentési ciklus hatására a bankbetétkamatok érdemben mérséklődtek. A hozamcsökkenés hatására így a lakosság a hasonló kockázatú befektetési formák közül az érdemi hozamprémiumot nyújtó állampapírok, illetve a kötvény és a pénzpiaci alapok

2. ábra
A lakosság pénzügyi eszközeinek változása
 (kumulált tranzakciók)

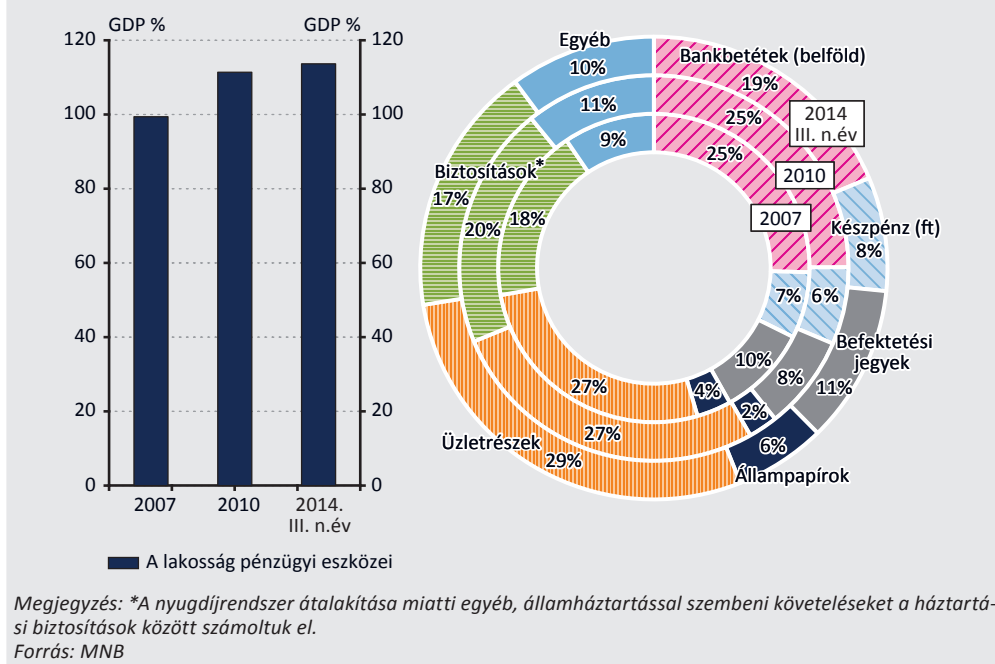


Forrás: MNB

felé fordult. Az elmúlt időszakra jellemző, hogy a Kamatozó Kincstárjegy által biztosított hozam és a háztartások által figyelt befektetési jegyek visszatekintő hozama is meghaladta a rövid bankbetétek kamatát. Az alacsony hozamkörnyezet az értékpapírok mellett a lakosság készpénzkeresletét is növelhette, mivel a készpénzen elszenvedett alternatívaköltség a csökkenő kamatokkal mérséklődött. A lakossági készpénzállomány szintjére ugyanakkor az óvatossági motívum erősödése is hatással lehetett, mivel a készpénz a lakosság számára a legkönnyebben elérhető, kockázatmentesnek tekinthető megtakarítási eszköz. A készpénzállomány növekedésében szerepe lehetett a mérséklődő inflációnak, valamint a kiskereskedelmi forgalom fokozatos bővülésének is, emellett a szürkegazdaság szerepét sem lehet teljes mértékben kizárni. Az emelkedő készpénzállomány további okai között a tranzakciós illeték és a költségmentes készpénzfelvétel bevezetését is meg lehet említeni (Kékesi–Kóczián, 2014).

A lakosság összességében a GDP 110 százalékát meghaladó pénzügyi vagyonának alakulásán is egyértelműen látszik a 2012-től kezdődő portfólióátrendeződés hatása. A lakosság bruttó pénzügyi vagyona a GDP 100-110 százaléka körül alakult az elmúlt években (3. ábra).¹ A vagyonelemek részarányait vizsgálva, egyértelműen tetten érhető az utóbbi években tapasztalt portfólióátrendeződés. Míg 2007 és 2010 között a bankbetétek rész-

3. ábra
A lakosság pénzügyi eszközei



¹ Az egyéb követelések között nem szerepeltetjük az államháztartással szemben fennálló, a nyugdíjpenztári-rendszer átalakításából fakadó követeléseket.

aránya nem változott érdemben, addig 2014 harmadik negyedévére számottevően, közel 6 százalékponttal csökkent. Bár a befektetési jegyek és a készpénz állománya is szignifikánsan emelkedett, a legnagyobb növekedés a lakosság állampapír-megtakarításaiban következett be. Érdemes még azt is megemlíteni, hogy a lakosság pénzügyi eszközei között az átrendeződés ellenére továbbra is a bankbetétek és a meglehetősen illikvid üzletrészek teszik ki a legnagyobb részt.

A lakosság megtakarításait tekintve, jellemzően rövid távon szokott elköteleződni, így a hosszabb lejáratú befektetési formák kisebb súlyt képviselnek a lakosság pénzügyi megtakarításain belül. Mint azt korábban is megjegyeztük, a likvidebbnek számító megtakarítási formák között továbbra is az egyik legnagyobb súlyt a bankbetétek képviselik. A bankbetét-megtakarítások lejáratú szerkezetét tekintve, a lakosság túlnyomórészt legfeljebb egyéves futamidejű lekötésben vagy látra szóló betétben tartja a megtakarításait. A monetáris intézményeknél elhelyezett lakossági betétek mintegy 86 százaléka 2014 novemberében az előbbi kategóriába tartozott, míg éven túli futamidővel csak a betétek fennmaradó 14 százaléka rendelkezett. A befektetési alapok közül is jellemzően azok a legkeresettebbek, amelyeknek nincsen lejáratú (nyílt végűek), ezáltal rövid határidővel likviddé tehető. Vagyis a lakosság általános befektetési preferenciája is segít annak megértésében, hogy az állampapírok közül miért az egyéves lejáratú Kamatozó Kincstárjegyek számítottak a legnépszerűbbnek 2012 és 2013 során. A következő fejezetben részletesebben áttekintjük a lakossági állampapír-portfólió alakulását.

1. keretes írás

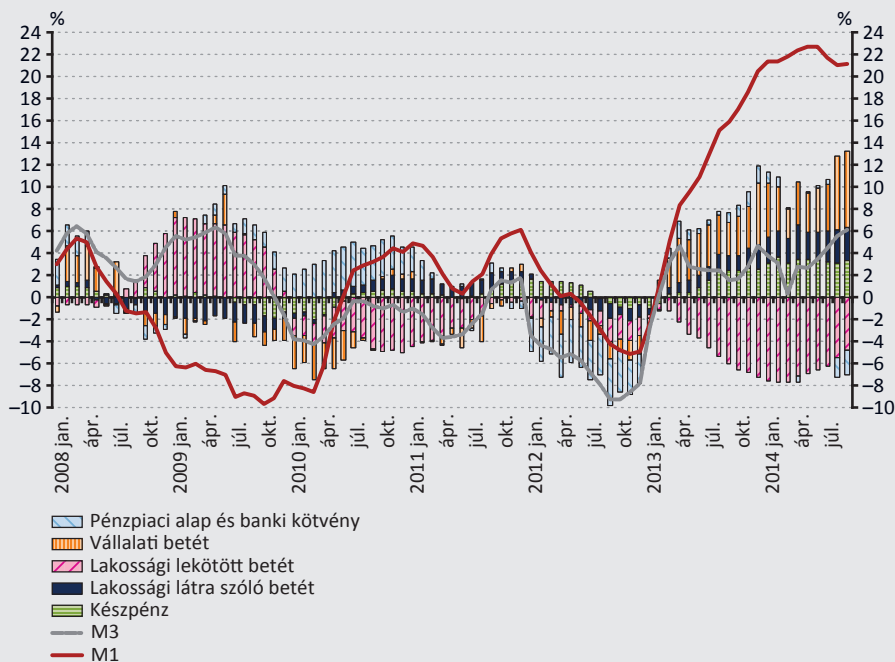
A monetáris aggregátumok alakulása a portfólióátrendeződés tükrében

A lakossági pénzügyi eszközök szerkezetének változása a monetáris aggregátumok alakulásában is tetten érhető. Az egyes monetáris aggregátumok növekedési üteme 2013 előtt – kivéve egy rövid, a válság kitörését követő időszakot – erős együttmozgást mutatott. Az erős kapcsolat főként azzal magyarázható, hogy az M3 aggregátum kiterjed a likvid eszközöket (pl.: készpénz, látra szóló betét) tartalmazó M1 pénzmennyiség-kategóriára is – a kevésbé likvid eszközök (pl. 2 éven belüli betét, banki értékpapírok, pénzügyi befektetési alapok) mellett. 2013-tól ugyanakkor az M1 és az M3 reálnövekedése egyre markánsabban különbözik: vagyis a likvid és a kevésbé likvid eszközök reálnövekedése jelentős mértékben eltér egymástól.

A pénzmennyiség-mutatók közötti „elnyílás” magyarázata érdekében megvizsgáltuk, hogy a különböző résztelek milyen mértékben járultak hozzá az M3 aggregátum éves reálnövekedési ütemének alakulásához (4. ábra). A lakossági lekötött betétek reálértelmenben vett csökkenése 2013-tól számottevően csökkentette az M3 mutató növekedését. A lekötött betétek leépítéséből elsősorban a befektetési alapok, illetve – az emelkedő lakossági állampapír-állományon keresztül – az államháztartás profitált. Ugyancsak a lakossági portfólióátrendeződéshez köthető a vállalati betétek emelkedése, hiszen itt a nem pénzügyi befektetési alapok banki betétállománya is megjelenik. A likvid eszközök állománya is robusztus növeke-

dést mutatott reálértelemben az elmúlt közel két évben, ami részben a historikusan alacsony alternatívaköltséggel (infláció, illetve betéti kamatok), másrészt a fogyasztás növekedésével, a tranzakciós illeték és költségmentes készpénzfelvétel bevezetésével is magyarázható.

4. ábra
Az M3 éves reálnövekedési ütemének főbb tényezői



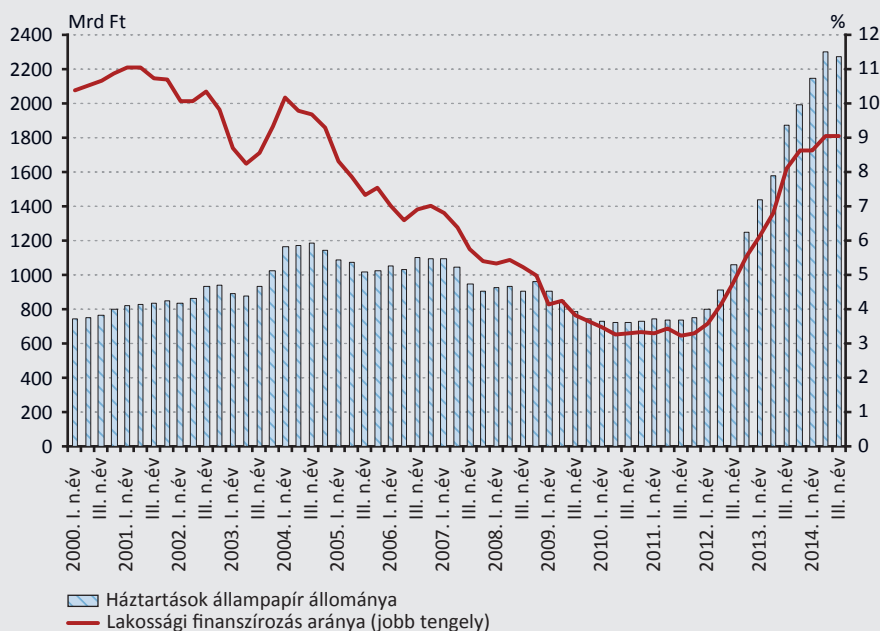
Forrás: MNB

2. Az állampapírok térnyerése a lakossági megtakarításokban

A 2012-től kezdődő portfólióátrendeződés meghatározó eleme az egyre inkább bővülő lakossági állampapír-vásárlás. A lakosság állampapír-állománya 2004-ig emelkedett, ezt követően csökkenni kezdett, és 2010 elején már nominálisan is jelentősen elmaradt a korábban tapasztalt szintektől. Mindezzel párhuzamosan az államadósság lakossági finanszírozásának aránya is mérséklődött – ebben ugyanakkor az is szerepet játszott, hogy

az állam adóssága ugyancsak jelentősen emelkedett a 2001 végi, a GDP 51,9 százalékát kitevő mélypontját követően. Ennek hatására a lakosság közel változatlan állampapír-állománya az államadósság egyre kisebb részét finanszírozta, és a lakossági finanszírozás aránya 2010 elejére 3,3 százalék alá süllyedt (5. ábra). A válság után jelentősen emelkedő lakossági megtakarítások hatása nem tükröződött a háztartások állampapír-állományában: bár az állampapír az egyik legbiztonságosabb befektetési forma, a háztartások állampapír-állománya mégsem kezdett el emelkedni. Ez elsősorban a forrásokért folytatott versenyrel magyarázható: a lakossági megtakarításokért a bankszektor intenzív versenybe kezdett – egyrészt a bankok magasabb kamatot ígértek, másrészt a betétgyűjtés sikerét marketinggel is támogatták. Az állampapírok esetében további hátrányt jelentett a kevésbé kiterjedt értékesítési csatorna, valamint az is, hogy a lakossági papírok ekkor kevésbé voltak rugalmasak, míg bankbetétből számtalan lekötési forma és futamidő közül választhattak a háztartások. A lakosság állampapírokhoz való „hozzáállásának” megváltozását – az új kormányzati stratégia érdemben támogatta, és a 2012 eleje óta tartó trendnek köszönhetően a lakosság állampapír-állománya 2014 őszére 2300 milliárd forint közelébe emelkedett, vagyis a háztartások közvetlenül ekkora összeggel finanszírozzák az államháztartást. Ebben a fejezetben röviden áttekintjük, hogy milyen tényezők játszhattak szerepet a lakossági állampapírok elmúlt időszakban tapasztalt térnyerésében.

5. ábra
A háztartások állampapír-állománya



Forrás: MNB

1. táblázat**A lakossági állampapírok***(az ÁKK honlapján hozzáférhető adatok alapján)*

| Típus neve | Első kibocsátás | Futamidő | Kamat | Devizanem | Forgalmazó helyek |
|----------------------------------|-----------------|--------------------|--|-----------|--|
| Kincstári Takarékjegy (Plusz) | | 1-2 év | Fix, lépcsős kamatozás | Forint | Magyar Posta Zrt. |
| Kamatkozó Kincstárjegy | 2000. január | 12 hónap | Fix kamat, a kibocsátás előtt meghatározva | Forint | Államkincstár irodáiban, WebKincstáron és kereskedelmi bankokban |
| Prémium Magyar Államkötvény | 2010. december | 3 vagy 5 éves | Éves árszínvonal emelkedése + kamatprémium | Forint | Államkincstár irodáiban, WebKincstáron és kereskedelmi bankokban |
| Féléves Kincstárjegy | 2011. április | 6 hónap | Fix kamatozás | Forint | Magyar Államkincstár irodáiban |
| Prémium Euró Magyar Államkötvény | 2012. november | 3 éves | Eurozóna éves árszínvonal emelkedése + kamatprémium | Euro | Államkincstár irodáiban, WebKincstáron és kereskedelmi bankokban |
| Babakötvény | 2013. december | 19 év | Éves árszínvonal emelkedése + kamatprémium | Forint | Magyar Államkincstár irodáiban, Webkincstáron |
| Bónusz Magyar Államkötvény | 2014. március | 4, 6, vagy 10 éves | 12 hónapos diszkontkincstárjegyek átlaghozama + kamatprémium | Forint | Államkincstár irodáiban, WebKincstáron és kereskedelmi bankokban |

A magyar háztartások portfólióallokációs döntésük meghozatalakor nemcsak a hagyományos, hanem a kifejezetten a számukra kibocsátott, ún. lakossági állampapírokból is vásárolhatnak. A lakossági állampapírok a kockázatmentes eszközök közé sorolhatók, mivel az állam a teljes tőketartozás és az esedékes kamat kifizetését – értékhatártól függetlenül – garantálja; továbbá, ez a követelés nem évül el. A magyar háztartások egyrészt vásárolhatnak az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) által kibocsátott, lakosságnak pozícionált állampapírokból, másrészt a szélesebb kör részére kibocsátott állampapírok közül is (emiatt eltér az MNB és az ÁKK statisztikája a lakossági állampapírok nagyságáról, bővebben lásd a 2. keretes írást). Kifejezetten lakossági értékpapírokat már 2012-t megelőzően is értékesítettek: a magyar lakosság – elsősorban a Magyar Államkincstár (MÁK) kirendeltségein – például Kamatkozó Kincstárjegyet (KKJ), Prémium Magyar Államkötvényt (PMÁK), Kincstári Takarékjegyet (KTJ) is vásárolhatott – ez utóbbit a Magyar Postán keresztül is értékesítették.

Később ez a paletta tovább bővült a Féléves Kincstárjeggyel (FKJ), a Prémium Euró Magyar Államkötvénnyel (PEMÁK), a Babakötvénnyel, illetve a Bónusz Magyar Államkötvénnyel (BMÁK). Az 1. táblázat a lakossági állampapírok legfontosabb jellemzőit foglalja össze. Érdeemes megjegyezni, hogy míg korábban kisebb kínálatból választhatott a lakosság, addig az elmúltévekben mind a futamidőt, mind a denominációt, mind pedig a kamatozás típusát tekintve jelentősen bővült a lakosság számára értékesített állampapírok palettája.

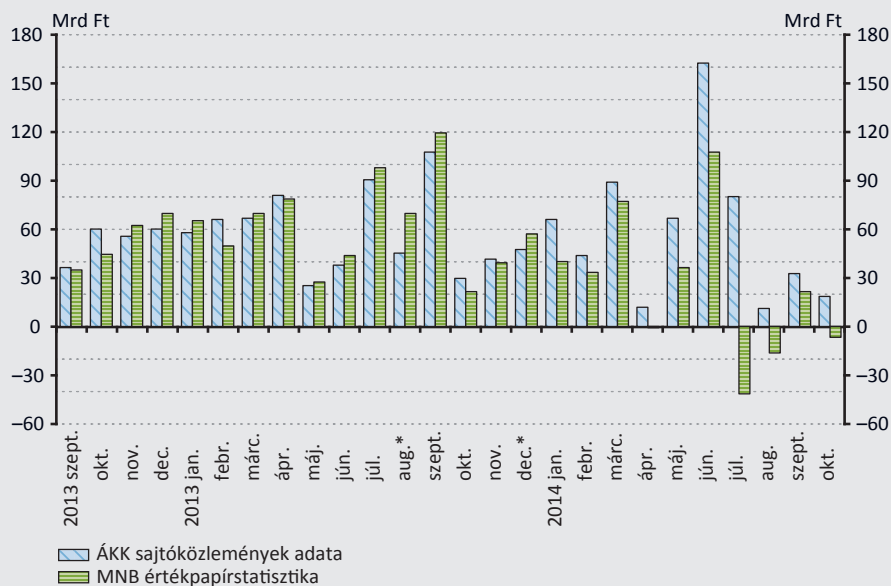
2. keretes írás

A lakosság állampapír-tranzakcióinak különböző adatforrásai

A lakossági állampapír-kereslet elemzések érdekes azt is bemutatnunk, hogy milyen adatforrásokat célszerű használni, amikor a lakosság állampapír-megtakarítására, illetve nettó állampapír-vásárlására vagyunk kíváncsiak. Alapvetően két adatforrást is használhatunk: (1) az állampapírokat kibocsátó ÁKK havi sajtóközleményeit, vagy pedig (2) az Magyar Nemzeti Bank (MNB) értékpapír-statisztikáját. A két idősr 2013 közepéig nagyon hasonlóan alakult, ezt követően kisebb eltéréseket figyelhetünk meg (6. ábra).

6. ábra

A lakosság havi nettó állampapír-vásárlása a különböző adatforrások szerint



Megjegyzés: *ÁKK-adat indirekt számítás alapján

Forrás: ÁKK, MNB

A két statisztika között megfigyelhető eltérés főként abból származik, hogy míg az MNB az értékpapírok esetében a tulajdonosi szektor (jelen esetben a háztartások – ide sorolják az egyéni vállalkozókat is) szerinti bontásban közli az adatokat, addig az ÁKK általában a lakossági állampapírok értékesítését kommunálja. Az ÁKK által közzétett adatok esetében ugyanakkor előfordulhat, hogy adatközlésében nem szerepelnek a háztartási szektor által vásárolt piaci (nem lakossági) állampapírok. A statisztikák közötti eltérés abból is fakadhat, ha olyan vásárlások is bekerülnek a statisztikába, amelyeket nem a háztartások hajtottak végre. Az eltérés az állományi statisztikákban is jelentkezik: míg például az ÁKK sajtóközleménye alapján a háztartások állampapír-állománya 2014 októberében 2354 milliárd forintot tett ki, addig az MNB értékpapír-statisztika adatai alapján a lakossági állampapír-állomány 2258 milliárd forint volt. A fentiek alapján úgy gondoljuk, hogy a háztartási szektor állampapír-megtakarításainak vizsgálatához célravezetőbb az MNB adatközlését használni. Az ÁKK-tól származó adatok használata mellett szól ugyanakkor az, hogy általában hamarabb hozzáférhetőek, és azok segítségével is lehet következtetni az alapfolyamatokra, a lakosság részére értékesített állampapírokról ugyanis teljes körű adatokat biztosít.

A lakossági állampapírok keresletének jelentős része egy papír, a Kamatozó Kincstárjegy⁴ vásárlásához köthető. A 2012 eleje óta felhalmozott állampapír-megtakarítások közel kétharmada a Kamatozó Kincstárjegyek állományát növelte, ami részben a széles körű értékesítési hálózatnak is köszönhető. A másik jelentősebb lakossági állampapír, a Prémium Magyar Államkötvény⁵ esetében csak kisebb nettó vételt figyeltünk meg. Annak ellenére, hogy ebben az időszakban a Prémium Magyar Államkötvény kamata meghaladta a Kamatozó Kincstárjegyét, a hosszabb papírok lejáratí prémiuma nem volt elegendő ahhoz, hogy a keresletük jelentősebb mértékben emelkedjen. Vagyis a lakossági állampapír-állomány növekedése 2014 közepéig elsősorban nem a kizárólag MÁK-kirendeltségeken forgalmazott papírokhoz, hanem a kereskedelmi bankokon keresztül is értékesített Kamatozó Kincstárjegyhez kötődött. A markáns keresletnövekedés döntően a hozamkülönbség emelkedésnek is köszönhető: a kincstárjegyek és az éven belüli bankbetétek kamata közötti különbségnek a 2011. novemberi pozitívba fordulását februártól a kincstárjegyvásárlások jelentős növekedése követte (8. ábra).

A lakossági állampapírok, azon belül is a Kamatozó Kincstárjegy állományának emelkedésében több tényező is szerepet játszhatott. A lakossági állampapírok térnyerését legnagyobb

2 http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_statisztikai_idosorok/a-rezidens-kibocsatasu-ertekpapirok-adatai-kibocsato-i-es-tulajdonosi-bontasban/Ertekpapir_modszeran_hu.pdf

3 Az ilyen esetekben az ÁKK általában jelzi, ha nem a háztartási szektorhoz kötődött a vásárlás.

4 A Kamatozó Kincstárjegy (KKJ) egy fix kamatozású, egyéves lejáratú állampapír, amelynek az éves kamata 2014 végén 2,5 százalék volt.

5 Változó kamatozású 3, illetve 5 éves futamidejű értékpapír, amelynek a kamata a kamatfizetés évét megelőző évre vonatkozóan a Központi Statisztikai Hivatal által hivatalosan közzétett, éves átlagos fogyasztói árindexváltozás százalékos mértéke (de nem kisebb, mint 0) és a kamatprémium (amelynek mértéke a legtöbb forgalomban lévő kötvény esetében 3%) összege.

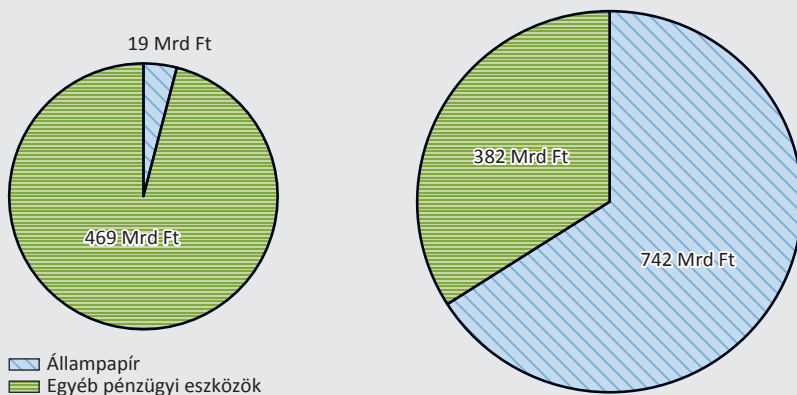
mértékben a befektetői környezet megváltozása (1–3. pontok) és a kormányzat belső finanszírozást támogató stratégiája (4–6. pontok) ösztönözhetette:

1. *Jelentősen emelkedő lakossági megtakarítások.* 2008 ősze után a magyar háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseiben jelentős változásokat figyelhattunk meg. A válság kitörése óta a megtakarítások jelentősen emelkedtek, felerősödtek az óvatossági megtakarítási megfontolások. Számottevően nőttek nemcsak a nettó, de a bruttó megtakarítások is, amelyeknek a forrása a korábbiakkal ellentétben nem a lakosság hitelfelvétele volt. Így a lakosság nemcsak a meglévő eszközeit rendezhette át, hanem az újonnan keletkezett megtakarításait is állampapír-vásárlásra fordította (7. ábra).

7. ábra

A lakossági pénzügyi eszközfelhalmozása és az állampapírok térfolyása

(tranzakciók alapján)



Forrás: MNB

2. *Az infláció és a kamatok csökkenése.* Az alacsony inflációs és fokozatosan mérséklődő kamatkörnyezet következtében a kamatelőny szerepe is felértékelődhetett. Ezt támogathatta az is, hogy a lakossági hitelek csökkenésével párhuzamosan a bankoknak kevesebb betéti forrásra volt szüksége, ami szintén alacsonyabb kamatszintet okozott a betéteknél.

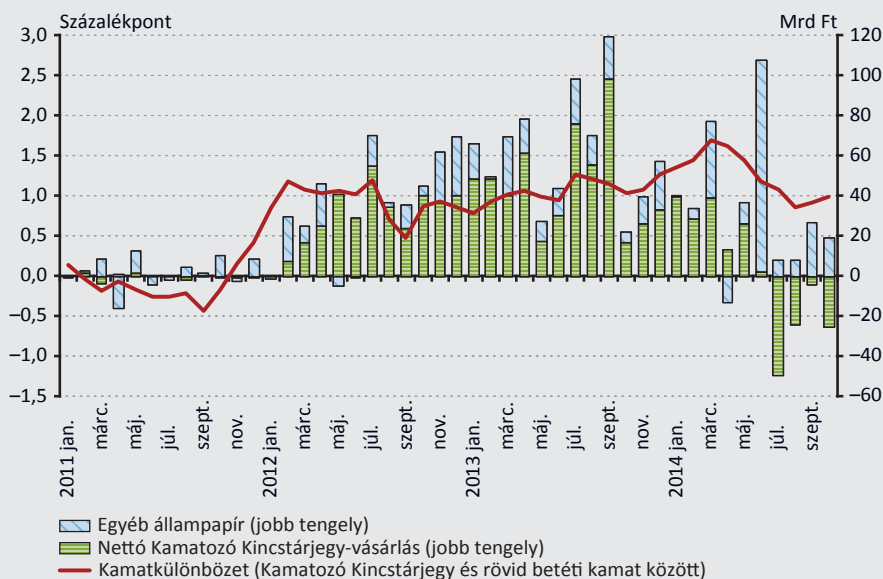
3. *Értékpapírosodás.* A lakossági állampapír-vásárlásokat, vagyis az „értékpapírosodást” a hozamelőny mellett a pénzügyi rendszer fejlődése is magyarázhatja. Ez utóbbi azért fontos, mert ebben az esetben az átrendeződés tartós lehet.

4. *Kamatelőny.* A Kamatozó Kincstárjegy kamata 2014 nyaráig átlagosan egy százalékponttal haladta meg a legfeljebb egyéves lejáratú bankbetétek átlagos kamatát (8. ábra).

5. *Támogató kormányzati stratégia.* A Kamatozó Kincstárjegyeknél további előnyt jelenthetett az is, hogy sok helyen jegyezhető lakossági állampapír volt – szemben a legtöbb lakossági állampapírral, a Magyar Államkincstár kirendeltségein és online felületén túl további nyolc kereskedelmi bank fiókhálózatában is meg lehetett vásárolni. Ezzel kapcsolatban megjegyezzük, hogy az értékesítési csatornát később több papír esetén (Bónusz és Prémium kötvények) is bővítették (emellett a MÁK-kirendeltségek száma is nőtt), így a vásárlást is egyszerűbbé tették, aminek a hatására nőtt a hosszabb lejáratú állampapírok vásárlása (9. ábra). Továbbá – a kormányzati szándékkal összhangban – az állampapírok népszerűsítése érdekében az ÁKK a marketingkiadásokat is növelte (reklámkampány, illetve az *allampapir.hu* elindítása).

6. *Eho-mentesség, kamatadó-mentesség.* 2013 augusztusától a kamatbevételekre kivetett egészségügyi hozzájárulás alól mentesülnek a forint-állampapírokban – illetve bizonyos befektetési alapokban⁶ – tartott befektetések, ami tovább emelhetette az állampapírok vonzerejét a bankbetétekkel szemben (Kékesi–Kóczyán, 2014). Másrészt a hosszabb futamidejű állampapírok jól illeszkednek a tartós befektetési számlák profiljába, amivel a kamatadó fizetését is elkerülhetik a háztartások, miközben a változó kamatozású papírokkal az esetleges kamatingadozásokkal szemben is védve vannak.

8. ábra
A lakosság nettó állampapír vásárlása*, valamint a bankbetétek és Kamatozó Kincstárjegyek kamatkülönbözete



Megjegyzés: *A lakosság havi állampapír-vásárlásának forrása az MNB értékpapír-statisztikákra vonatkozó adatai, míg a Kamatozó Kincstárjegyek nettó vásárlásának adatforrása az ÁKK. A nettó vásárlás alatt a bruttó vásárlás és a lejáratok különbségét értjük.

6 A befektetési alapban tartott befektetés hozama mentes az egészségügyi hozzájárulástól, amennyiben a belső szabályzatnak megfelelően legalább 80 százalékban forintállampapírokat tartanak.

Bár az elmúlt időszakban jelentősen nőtt az államadósság belföldi finanszírozásának aránya, a lakossági rövid futamidejű állampapírok megújítási kockázattal járnak. A lakossági állampapír-állományának emelkedése az átlagos hátralevő futamidő mérséklődésével járt: a rövid futamidejű lakossági állampapírok megújítási kockázatot jelentenek. A lakossági állampapír-állomány emelkedése főként a rövid – 1 éves – állampapírok állományában tükröződött.⁷ Ennek eredményeként a lakossági állampapírok átlagos hátralevő futamideje folyamatosan mérséklődött, és 2014 közepére egy év közelébe csökkent. Az eredeti futamidő szerint egy éven belül lejáró állomány 2014 szeptemberében megközelítette az 1400 milliárd forintot. Ez azt jelenti, hogy a következő egy évben havonta átlagosan több mint 100 milliárd forint lakossági kézben lévő állampapír fog lejárni, aminek megújítása kihívásokat hordozhat magában. (Ez a fajta lakossági viselkedés a bankbetétek állományán is tetten érhető, ugyanis a teljes betétállomány több mint 80 százaléka egy éven belül lekötött betét vagy folyószámlabetét.)

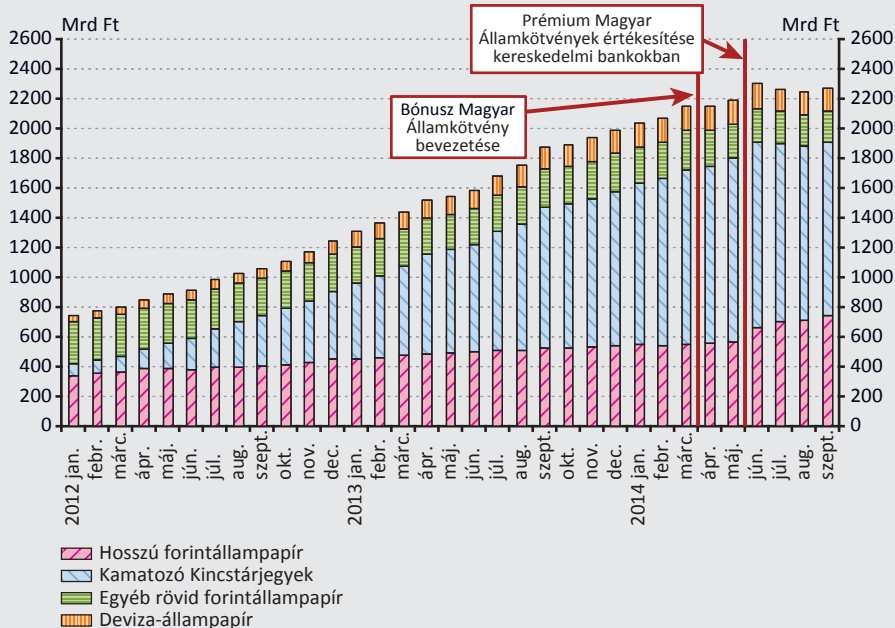
A kamatelőny fennmaradása mérsékelheti a megújítási kockázatokat. Az elmúlt időszakban tapasztalható hasonló mértékű vásárlásra már korábban, 2004-ben is volt példa, ugyanakkor az akkori állománybővülés átmenetinek bizonyult, a lejáratkor nem történt megújítás. Ebben szerepet játszott, hogy a 2005-ben lejáró papírok megújítása esetén kínált kamatok jelentősen, 3-4 százalékponttal elmaradtak a lejáró papírok által nyújtott kamatoktól. Jelentős hozamcsökkenés esetén fennáll a kockázata annak, hogy a lakosság lejáró állományát nem fogja megújítani, így a nettó vásárlás ismét negatívba fordulhat. Ennek a kockázatot mérsékli ugyanakkor, hogy bár a jegybanki kamatcsökkentési ciklussal párhuzamosan a KJK-k kamata is folyamatosan csökkent (a 2012. februári 8 százalékról 2,5 százalékra), az éven belül lejáró bankbetétekkel szemben továbbra is közel 1 százalékpont a kamatelőny.

2014 közepétől ugyanakkor a háztartások kereslete jelentősen emelkedett a hosszabb lejáratú állampapírok iránt, ami szintén csökkentheti a lakosság által birtokolt állampapírok megújítási kockázatát. 2014 márciusától ugyanis – vélhetően a kamatkülönbözet mérséklődésével összefüggésben – csökkent a rövid futamidejű kincstárjegyek állománya. Ezzel párhuzamosan azonban emelkedett a hosszabb futamidejű lakossági állampapírokban elhelyezett megtakarítás (9. ábra). Ebben szerepe lehetett annak is, hogy 2014 márciusa során új lakossági állampapírt hozott forgalomba az ÁKK. A Bónusz Magyar Államkötvényből márciusban két sorozatot is elindítottak 2018-as, illetve 2020-as lejáratúval. A papírok kamatozását az egyéves diszkontkincstárjegyek átlagos aukciós hozamához kötötték: a rövidebb papír 1,75 százalékpontnyi, a hosszabb pedig 2,5 százalékpontnyi hozamprémiumot biztosít az egyéves DKJ-hozam felett. A hosszú állampapírok állománya ugyanakkor csak ezt követően, 2014 júniusától kezdett el jelentősebb mértékben emelkedni. Ebben jelentős szerepet játszott az is, hogy a Prémium és Bónusz Magyar Államkötvényeket ettől kezdően már nemcsak a Magyar Államkincstár Állampénztári Irodáiban, valamint a WebKincstáron keresztül, hanem a forgalmazók (kereskedelmi bankok) fiókhálózatában is meg lehet vásárolni.

⁷ Mint azt korábban láttuk, a lakosság pénzügyi megtakarításai között általában a rövidebb, legfeljebb egyéves futamidejű megtakarítási formákat preferálja, így ez a viselkedés beleillik a lakossági megtakarítások korábbi szerkezetébe.

9. ábra

A háztartások állampapír-állománya futamidő és devizanem szerinti megbontásban



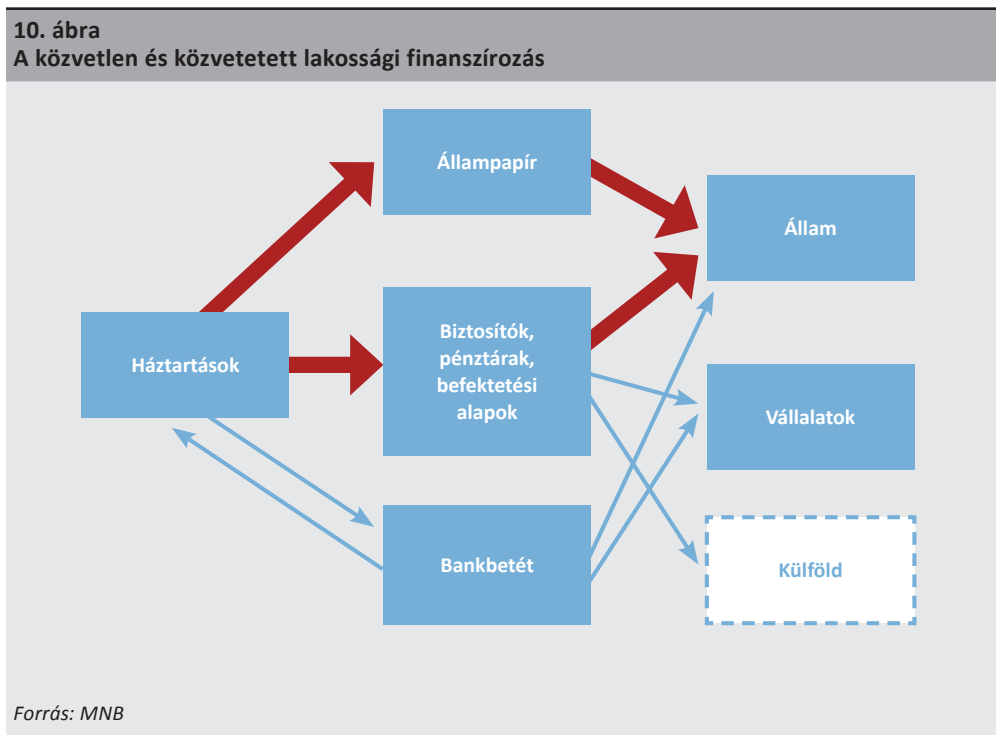
Forrás: MNB

3. Melyik szektort finanszírozza valójában a lakosság?

A háztartások eszközallokációs döntéseikkel végső soron a főbb szektorokat (az államháztartást, a vállalatokat és a külföldi szektort) finanszírozzák. A háztartások megtakarításai finanszírozzák a hazai gazdaság szereplőit, az államot és a vállalatokat (illetve, a külföldi eszközök tartásán keresztül részben a külföldi szektort is). Ahhoz azonban, hogy pontosabb képet kaphassunk arról, hogy a magyar háztartások megtakarításai melyik szektort finanszírozzák, nemcsak a közvetlen finanszírozási formákat, hanem a közvetett, befektetési alapokon, biztosítókön, pénztárakon keresztüli tartást is érdemes figyelembe venni. A lakosság közvetlen finanszírozása alatt azt értjük, amikor a vásárolt eszköz megjelenik a háztartások mérlegében az adott szektorral szembeni követelésként (például állampapír). Ezzel szemben a közvetett finanszírozás esetében a lakosság nem közvetlenül finanszírozza a főbb belföldi szektorokat, hanem egyéb pénzügyi közvetítőkön (például befektetési alapokon, biztosítókön, pénztárakon) keresztül, áttételesen birtokol eszközöket.

A lakossági finanszírozás számszerűsítéséhez fontos figyelembe venni a lakosság közvetlenül birtokolt állampapír-állományát is. A lakossági finanszírozás vizsgálatokor általában csak a lakosság által közvetlenül tartott állampapírok állományát szokták vizsgálni. Ugyanakkor a lakosság által közvetetten birtokolt állampapírok is a lakossági finanszírozás részét képezik. A lakosság által közvetetten birtokolt értékpapírok is részét képezik az állami finanszírozásnak, hiszen egyrészt a pénzügyi közvetítők által kínált befektetési formák esetében a lakosság (típustól függő mértékű) hatással van a portfólióban tartott megtakarításokra, másrészt a befektetés hozamát közvetve a háztartások élvezik. Például a befektetési alapok esetében a háztartások választhatnak többek között pénzügyi, kötvény- vagy akár ingatlanbefektetési alapok közül, vagyis a lakosság portfólióallokációs döntése mutathatja a preferenciát (10. ábra).

10. ábra
A közvetlen és közvetett lakossági finanszírozás



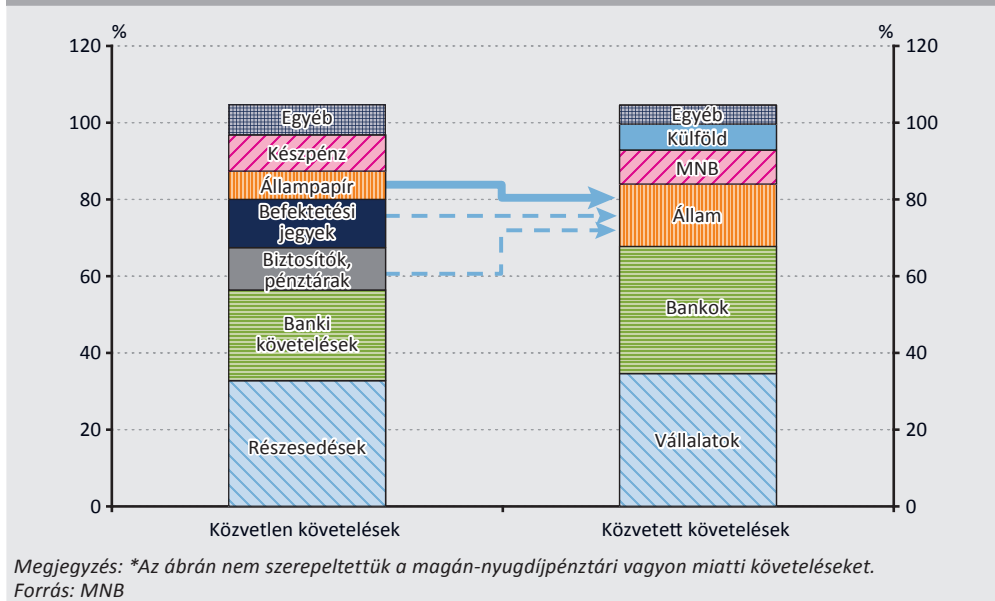
A lakosság közvetlenül a GDP több mint 7 százalékát kitevő, míg a közvetett⁸ tartást is beszámítva, mintegy 16 százalékát elérő állampapír-állománnyal rendelkezik. A háztartások az államot közvetlenül állampapírok tartásával finanszírozzák, ugyanakkor a szektor közvetve, a befektetési alapokon, biztosítókon, pénztárakon keresztül is tart állampapírt. Így a háztartási szektor összességében a közvetlenül tartottnál jóval nagyobb mértékű,

⁸ A lakosság közvetett állampapír-tulajdona becslésen alapul, és számottevő bizonytalanság övezi. A közvetett finanszírozás között a bankbetéteket nem vesszük számba, mivel a banki megtakarítások elhelyezésekor a lakosság nem a bankok eszköportfóliója alapján hozza meg döntéseit.

a GDP mintegy 16 százalékának megfelelő állampapírt birtokol (11. ábra jobb oldala, ahol a lakosság pénzügyi közvetítőkön keresztül tartott eszközeit is figyelembe vettük).

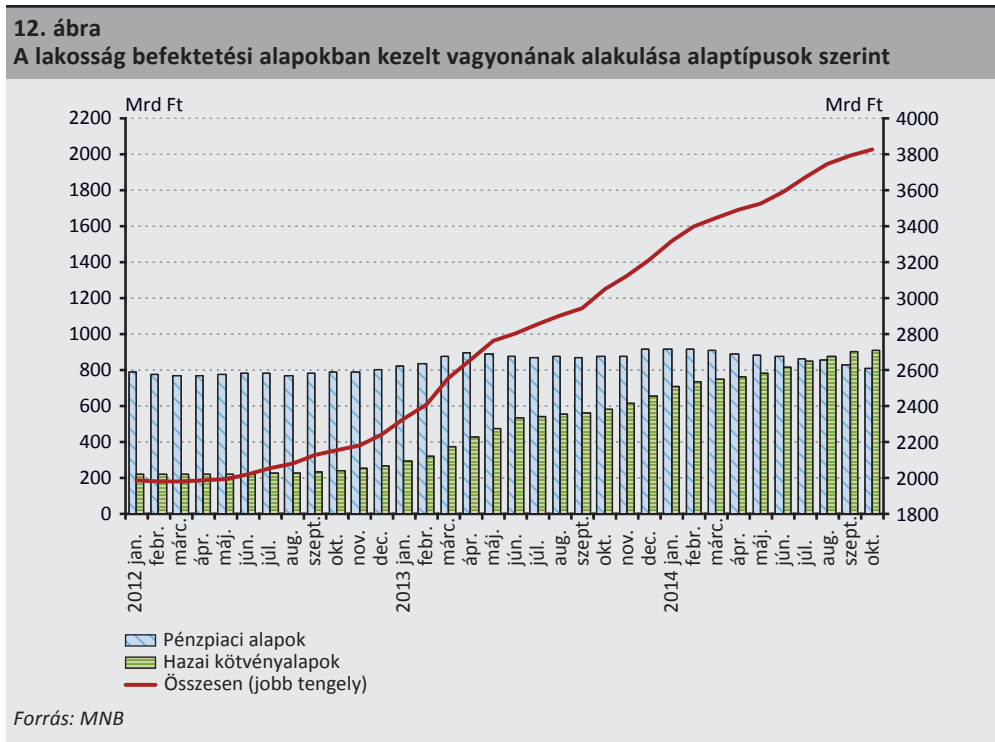
11. ábra
A háztartások bruttó pénzügyi vagyona* a GDP arányában

(2014. szeptember)



A lakossági állampapír-állomány emelkedése 2014 közepén megtorpant, ugyanakkor a lakosság a befektetési alapokon keresztül továbbra is egyre nagyobb mértékben nyújt friss forrásokat az állam számára. A háztartási állampapír-állomány növekedése 2014 közepén megtorpant. Ebben – ahogy már korábban is említettük – az is szerepet játszhatott, hogy a Kamatozó Kincstárjegyek kamatelőnye a rövid bankbetétekkel szemben 1 százalékpontonra mérséklődött. A rövid papírok kieső keresletét a hosszú papírok (BMÁK és PMÁK) csak részben tudták pótolni, így a lakossági állampapír-állomány emelkedése jelentősen lassult. A befektetési jegyek vásárlása és így az államháztartás közvetett finanszírozása ugyanakkor tovább folytatódott. Míg korábban a lakosság főként a pénzpiaci alapok által kínált befektetési jegyeket részesítette előnyben, addig 2013-tól kezdően ez megváltozott: a kötvényalapok által kezelt vagyon számottevő mértékben, 300 milliárd forintról 900 milliárd forint fölé emelkedett (12. ábra). A háztartások – ahogy már korábban is említettük – a befektetési alapok esetében jellemzően a visszatekintő hozamok alapján döntenek, így a növekedésben döntően a hozamok csökkenése miatt emelkedő árfolyamok játszhattak szerepet (a pénzpiaci alapok visszatekintő hozama csak kisebb mértékben emelkedhetett az alacsony banki kamatok, valamint a rövidebb futamidejű állampapírok miatt). A lakosság kötvényalapokban lévő megtakarításai így már meghaladják a pénzpiaci alapok alapokban

lévő befektetéseit. Ez pedig azt is mutathatja, hogy a lakosság közvetett állami finanszírozása az elmúlt évek során a befektetési alapok térnyerésével párhuzamosan jelentős mértékben nőtt.

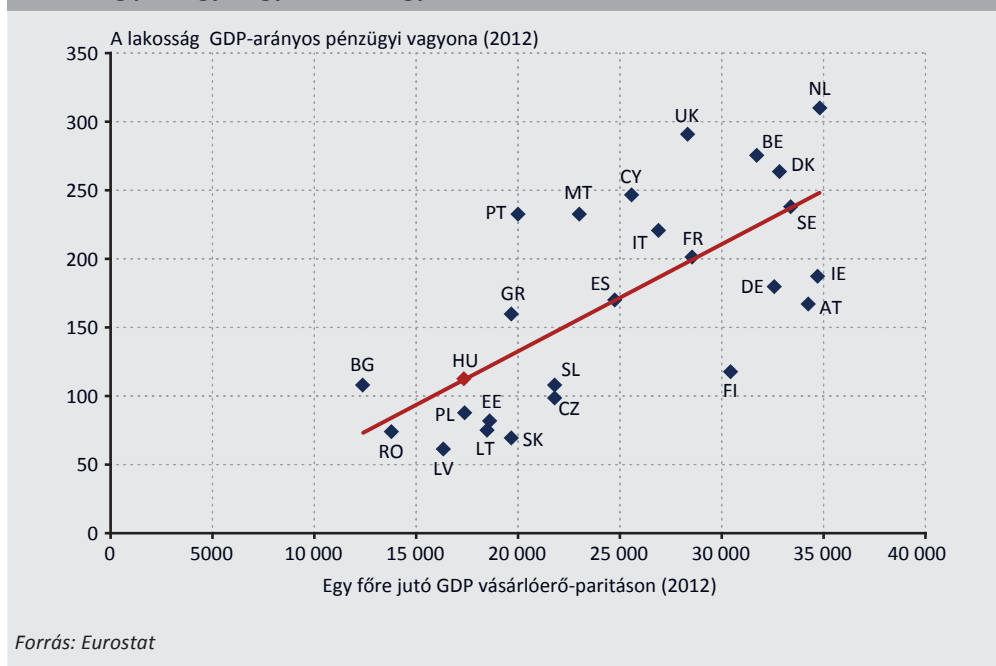


4. Az államháztartás lakossági finanszírozásának alakulása más országokban

Az előző fejezetekben bemutatottuk, hogy Magyarországon az elmúlt években számottevően nőtt a lakosság állampapír-megtakarítása, amelyben döntően az inflációval párhuzamosan mérséklődő betéti kamatok és a lakosság „hozamkereső” viselkedése játszott szerepet. A lakossági állampapírtartás nemzetközi összevetésben is vizsgálható. A következő fejezetben megvizsgáljuk, hogy az Európai Unió más országaiban hogyan alakult a lakosság állampapír-megtakarítása.

A nemzetközi adatok alapján a lakosság pénzügyi eszközeinek állománya magasabb a nagyobb egy főre eső GDP-vel rendelkező országokban. A lakossági megtakarítások esetében megfigyelhető, hogy általában a magasabb egy főre jutó GDP-vel rendelkező, fejlettebb országokban a lakosság pénzügyi eszközei akár kétszeresen is meghaladják a kevésbé fejlett országokban (pl. Magyarországon) megfigyelt szintet. Magyarország esetében érdemes azt is megjegyezni, hogy a régiós versenytársainkhoz (Lengyelország, Csehország, Szlovákia) képest a lakosság pénzügyi vagyona magasabb a GDP arányában (13. ábra). Az egyes országok közvetlen állampapírtartása közötti eltérésben ugyanakkor szerepe lehet a lakosság eltérő megtakarítási rátájának, illetve az államadósságok eltérő méretének és finanszírozási szerkezetének is.

13. ábra
A lakosság pénzügyi vagyona és az egy főre eső GDP

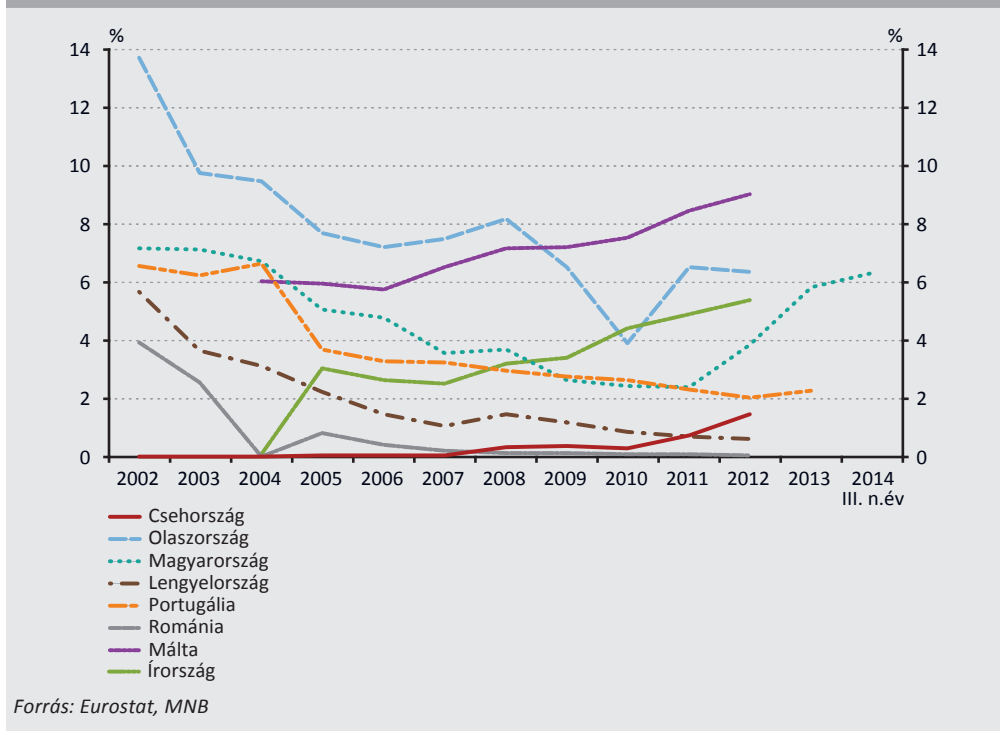


Az Európai Unió országait tekintve, Magyarországon magas a lakosság pénzügyi eszközeinek arányában mért közvetlen állampapír-állománya. Az eltérő fejlettségi szintekből fakadó különbségek miatt érdemesebb azt megvizsgálni, hogy a lakosság pénzügyi eszközeinek mekkora részét fekteti közvetlenül állampapírokba. A 2000-es évek elejétől a magyar lakosság állampapír-vagyona a pénzügyi eszközökön belül egyre kisebb súlyt képviselt. Ebben az is szerepet játszhatott, hogy a magas bankközi kamatokkal párhuzamosan, a lakossági betétek kamatai is magasan maradtak. 2002-től Olaszországban is csökkent a lakoságnak az állami finanszírozásában betöltött szerepe, ugyanakkor ennek ellenére is meghaladta

a vizsgált időszak legnagyobb részében a legtöbb uniós országban megfigyelt szintet. Magyarországon a 2010–2011-es mélypontot követően, két év alatt jelentősen emelkedett a lakosság pénzügyi vagyonán belül az állampapírok aránya, és a korábbi 2,4 százalékról 2013 végére 6 százalék közelébe emelkedett. Az eddig rendelkezésünkre álló információk alapján 2014-ben mérséklődhetett a magyar lakosság portfólióátrendezése, így a lakossági állampapírok bővülési üteme is csökkent – ennek ellenére az állampapírok aránya 2014 szeptemberére tovább nőtt, és a pénzügyi eszközök 6,3 százalékát tette ki. A GDP-arányos adatokat tekintve, hasonló folyamatokat figyelhetünk meg, ugyanakkor például Olaszországban vagy Írországban és Máltán a lakosság GDP-arányos vagyona közel kétszerese a magyarnak, így a GDP-arányos állampapírvagyon jelentősen meghaladja a magyarországit (14. ábra). Amennyiben a pénzügyi vagyon között nem vennénk figyelembe az igen illikvidnek számító, egyéb üzletrészeket, akkor a magyar lakosság állampapír-állománya a máltai 9 százalék közelében alakulna. A GDP arányában hasonlóan vagyonos lakossággal rendelkező Csehország esetében, bár a lakosság állampapír-állománya jelentősen elmarad a Magyarországon tapasztalt szinttől, a háztartásoknak az állampapírok iránti kereslete az elmúlt években – főként a lakossági állampapír-programnak köszönhetően – fokozatosan emelkedett. A hasonló mértékű pénzügyi vagyonnal rendelkező Finnországban a lakosság állampapírtulajdona ugyanakkor elenyésző.

14. ábra

A lakosság állampapírtartásának aránya a lakosság pénzügyi vagyonának arányában



A közvetlen állampapíradatok azonban a legtöbb ország esetében csak 2012-ig állnak rendelkezésünkre, továbbá a lakosság közvetett állampapír-tartásáról nemzetközi összevetésben csak korlátozottan vannak adataink. Az Eurostaton – a cikk megírásakor – a legtöbb országra csupán 2012-re vonatkozó adat volt hozzáférhető, a lakossági finanszírozás mértéke azonban az elmúlt két évben jelentősen megváltozhatott más országokban is. Ugyanakkor az is lehetséges, hogy egyes országokban a lakosság nem a közvetlen, hanem inkább a közvetett finanszírozási formákat részesíti előnyben – ezt azonban nem tartalmazza a közvetlen állampapírokat tartalmazó adatsor. Továbbá fontos hangsúlyozni azt, hogy az adatokat jele tősen befolyásolja a különböző országok államadosságának, valamint a lakosság pénzügyi megtakarításának mértéke is.

5. A lakossági finanszírozás emelkedése miatt is megváltozott az állam finanszírozásának szerkezete

A lakoságnak az elmúlt időszakban tapasztalt, számottevő mértékű állampapír-vásárlása révén a magyar háztartások már európai összevetésben is jelentős mértékben finanszírozzák az államot. A belföldi finanszírozás erősödése mérsékelheti a gazdaság külső sérülékenységét és az állam finanszírozásának árfolyamkockázatát is. A lakossági állampapír-állomány további növekedését azonban fékezheti, hogy a bankrendszer belföldi forrásigénye a hitelezés beindulásával, illetve a devizahitelek forintosításával párhuzamosan emelkedhet, illetve a rövid állomány miatt jelentős megújításokra van szükség. Míg általában a lakossági finanszírozás alatt csak a lakosság által közvetlenül birtokolt állampapírokat szokták számba venni, a cikkünk következő fejezetében bemutatjuk a közvetett finanszírozásnak az elmúlt években elért mértékét és változását is.

A lakosság növekvő szerepvállalásának több vetülete van. Az elmúlt években – nemzetközi összevetésben is – jelentősen nőtt a háztartási szektor szerepe az államháztartás finanszírozásában. Az alábbiakban megvizsgáltuk, hogy az elmúlt évek során az államháztartás milyen szerkezetben vont be forrásokat, és a lakosság portfólióátrendezése milyen hatással volt az állam finanszírozására és finanszírozási költségeire.

5.1. Az állam finanszírozási szerkezetének átalakulása

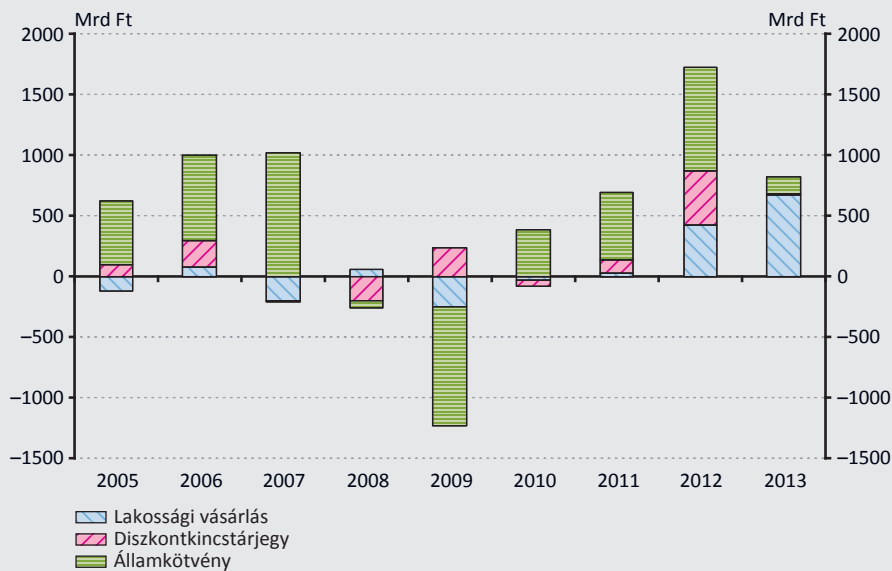
Míg a korábbiakban arra helyeztük a hangsúlyt, hogy a háztartási szektor megtakarításaiban (annak mérlegében) mekkora értékben szerepelnek a közvetlen vagy közvetett megtakarítási formák között az állampapírok, addig a következőkben azt fogjuk áttekinteni, hogy

a lakosság megváltozott portfólióátrendezése hogyan befolyásolja az állam finanszírozásának szerkezetét.

A lakossági finanszírozás szerepe számottevően emelkedett 2012-től kezdődően (15. ábra). Az állam forint forrásbevonása 2012 során jelentős méretű volt, amiben szerepe volt annak is, hogy az állam nem bocsátott ki devizakötvényt, így a lejáráó adósság refinanszírozását kizárólag forintkötvényekből fedezte. Ebben az évben kezdett el jelentősen emelkedni a lakosság állampapír-állománya is, így a lakossági állampapír-vásárlás már nagyobb mértékben járult hozzá az államháztartás finanszírozásához. Mint azt korábban bemutattuk, a lakosság állampapír-vásárlása 2013-ban folytatódott, és így a nettó forintban denominált kibocsátás több mint felét a lakosság vásárolta meg. A korábbi években megfigyelt mértéket meghaladó vásárlásokban az is szerepet játszott – mint azt korábban is körbejártuk –, hogy a lakosság számára a csökkenő betéti kamatok mellett vonzó alternatívát nyújtott az állampapírba történő befektetés.

15. ábra

Az állam forintban denominált nettó forrásbevonásának alakulása



Forrás: MNB

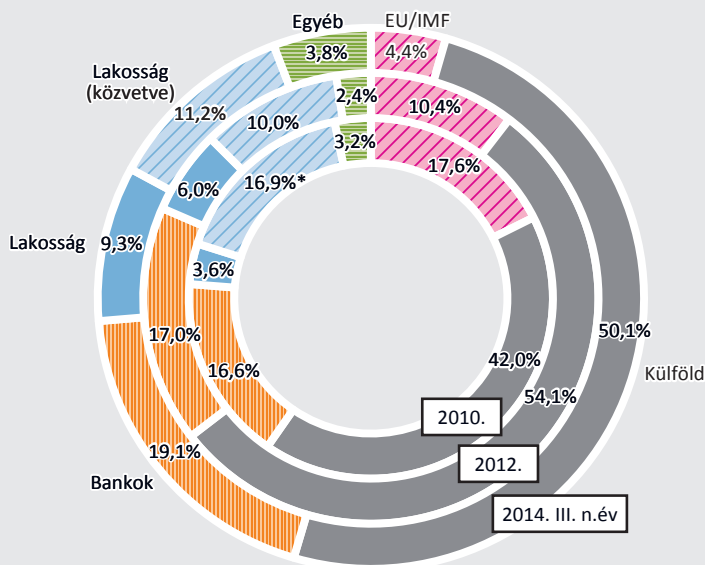
A nemzetközi szervezetektől felvett hitelek jelentősen csökkentek az elmúlt években. A 2008-as pénzügyi válság következtében Magyarország nem tudta magát finanszírozni a pénzpiacokról, ezért számottevő hitelt vett fel nemzetközi szervezetektől, ami a központi költségvetés adósságán belül is jelentős súlyt képviselt. Ezt a hitelt ugyanakkor Magyarország az elmúlt években fokozatosan törlesztette, és 2014 III. negyedévének végére az már csak 4,4 százalékát tette ki a központi költségvetés adósságának.

A magánnyugdíj-pénztári rendszer átalakítása következtében csökkent a lakosság közvetett állampapír-állománya, ugyanakkor a lakosság által birtokolt állampapírok aránya a költségvetés összes adósságán belül az elmúlt évek lakossági állampapír-vásárlásának és portfólióátrendezésének hatására a korábbi szintre emelkedett. További jelentős változás volt az elmúlt években a magánnyugdíj-pénztári rendszer átalakítása. A háztartások ugyanis jelentős mértékben közvetve a pénztárakon keresztül finanszírozták az állam működését. A rendszer átalakítását követően a lakosság nyugdíjpénztári eszközei jelentős mértékben csökkentek, így mérséklődött a lakosság közvetett finanszírozásának mértéke az államadósság arányában is. Jelentősen árnyalja a lakossági finanszírozás mérséklődésének hatását ugyanakkor az, hogy bár csökkent a lakosság közvetett finanszírozása, ezzel párhuzamosan a magánnyugdíj-pénztárak által tartott állampapírok bevonása révén az államadósság is mérséklődött.

A lakosság által közvetlenül vásárolt állampapírok mennyisége jelentősen emelkedett 2012-höz képest, miközben a közvetett finanszírozás szerepe is nőtt. Az elmúlt években – összhangban a lakosság számottevő állampapír-vásárlásával – a lakosság szerepe az államadósság finanszírozásában a 2010-ben megfigyelt 3,6 százalékról 2014. III. negyedévére 9,3 százalékra emelkedett, ami historikus összevetésben is magasnak számít (16. ábra). A közvetett finanszírozásban a nyugdíjpénztári rendszer átalakítása miatt 2011-ben számottevő mérséklődés zajlott le. Ugyanakkor az ezt követően lezajlott portfólióátrendezés révén az állampapírok mellett a befektetési jegy-állomány is számottevően nőtt.⁹ Így összességében a lakosság közvetett állampapír-tulajdona is nagymértékben emelkedett, és a legfrissebb adatok alapján már meghaladja a központi költségvetés adósságának 11 százalékát.

A lakosság közvetett finanszírozását is figyelembe véve, 2014 III. negyedévében a lakossági források aránya elérte a korábbi, még a magánnyugdíj-pénztári megtakarításokat is tartalmazó finanszírozási arányt. A portfólióátrendezés hatására a lakosság közvetlen és közvetett finanszírozása az államadósság több mint 20 százalékát tette ki 2014. III. negyedévében, ami megfelel a korábbi – még magán-nyugdíjpénztári eszközöket is birtokló – finanszírozás mértékének. Másrésztől a nemzetközi szervezetektől származó hitelek mérséklődése is a lakossági finanszírozás emelkedése mellett valósult meg. Annak ellenére, hogy a nyugdíjrendszer átalakításával a lakossági finanszírozás egy lépésben számottevően alakult át, a háztartások a folyamatosan emelkedő megtakarításaik segítségével, illetve a jelentős állampapír és befektetési jegy vásárlásával visszaállították a korábban is jellemző, magas lakossági finanszírozási arányt. Ebben a közvetlenül tartott lakossági állampapírok számottevő bővülése is szerepet játszott.

⁹ A befektetési alapok mellett a biztosítók és az önkéntes nyugdíjpénztárok is jelentős mértékben finanszírozzák az államot.

16. ábra**Az állam finanszírozásának szerkezete***(a központi költségvetés adósságának arányában, 2010; 2012; 2014. III.)*

Megjegyzés: *A lakosság 2010-es közvetett finanszírozásának közel felét a magánnyugdíj-pénztárak állampapír-vagyonra tette ki.

Forrás: ÁKK, MNB

5.2. A lakossági finanszírozás bővülésének hatásai

A beföldi finanszírozás emelkedése révén mérséklődhet a gazdaság külső sérülékenysége szempontjából kiemelten fontos külső adósság, és csökkenhet az állam árfolyamkitettsége. A lakossági finanszírozás emelkedése – az elmúlt néhány hónapot leszámítva – főként a rövid források növekedésében tükröződött, ugyanakkor ez az állam berövidülő¹⁰ adósságának emelkedésével is járt. A beföldi szereplőkhöz kerülő kamatok ösztönzőleg hathatnak a gazdaságra úgy, hogy a beföldi finanszírozás konszolidált költségei nem feltétlenül haladják meg a külföldi forrásbevonását. A lakossági finanszírozás emelkedésének ugyanakkor számos vetülete van. A következő fejezetben ezeket a főbb kérdéseket járjuk körül.

A lakosság az állam finanszírozását nem csak közvetlenül, állampapírok tartásával tudja támogatni. Ahogy azt már korábban bemutattuk, a lakossági finanszírozás emelkedésével nőtt az állam beföldi finanszírozásának az aránya is. A csökkenő külföldi finanszírozás a külső sérülékenység szempontjából – a külső adósság mérséklődésén keresztül – pozi-

10 Eredetileg hosszú futamidejű, de éven belül lejárávára váló adósság.

tív fejleménynek tekinthető. Érdeemes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy amennyiben a háztartások állampapír-vásárlás helyett a pénzügyi közvetítőrendszerrel helyeznék el megtakarításaikat, akkor sem feltétlenül csökkenne az állam belföldi finanszírozásának mértéke. Ez akkor valósulhatna meg, ha a lakossági források olyan közvetítőkhöz kerül-
nének, amelyek teljes mértékben állampapírba fektetik a hozzájuk beérkező forrásokat.

A lakossági állampapíroknak az alternatív befektetésekhez képest magasabb kamatozása növeli a lakosság jövedelmét, ami pozitívan hathat a gazdaság külső sérülékenységére, illetve a gazdasági növekedésre. A lakossági állampapírok térnyerése részben annak köszönhető, hogy az állam a lakosság számára vonzóan árazza az állampapírokat a piacon elérhető, egyéb befektetési formákhoz (pl. azonos lejáratú bankbetétekhez) képest. Az állampapírokon elérhető, magasabb kamat közvetlenül a lakossági szereplőkhöz kerül. Ha a korábban leírtaknak megfelelően nőne az állam közvetett finanszírozása, akkor a pénzügyi közvetítő rendszer fenntartásának költségei miatt a háztartásokhoz csak a hozam egy része kerülne.¹¹ A közvetlen finanszírozás bővülésével emelkedik a lakosság jövedelme is¹², ami a magasabb fogyasztáson, illetve a mérlegalkalmazkodáson keresztül segíti a gazdaság stabilitásának, illetve növekedésének erősödését. A pontosabb hatást alapvetően az állampapírokat birtokló réteg jövedelmi-megtakarítási helyzete határozza meg. A fogyasztási határráta mértéke ugyanis függ a háztartás jövedelmi, illetve vagyoni helyzetétől: a magasabb jövedelmű, illetve vagyonú háztartások általában alacsonyabb fogyasztási határrátával rendelkeznek (Carroll et al., 2014). Így ha az ő jövedelmük emelkedik az állampapírok magasabb kamatbevétele miatt, akkor valószínűleg a megtakarítások növekedésén keresztül a gazdaság külső sérülékenysége is tovább mérséklődhet. Amennyiben az alacsonyabb jövedelmű vagy vagyonú háztartások kamatjövedelme emelkedik, úgy a lakossági fogyasztás növekedési hozzájárulása lehet magasabb.

A pénzügyi közvetítőkön keresztül (közvetetten) tartott állampapír-állomány stabilabb lehet, ugyanakkor az állam által kifizetett kamatnak csak egy része kerül a lakossághoz. Érdeemes azt is megjegyezni, hogy a pénzügyi közvetítőkön keresztül az állam finanszírozása vélhetően hosszabb futamidő mellett lenne megvalósítható. Ahogy korábban már bemutattuk, a lakosság általában (a legutóbbi néhány hónapot leszámítva) a rövidebb futamidejű állampapírokat részesíti előnyben. Az elmúlt hónapok során a háztartások egyre inkább a hosszabb lejáratú papírok felé fordultak, ennek ellenére a lakossági állampapír-állomány jelentős része továbbra is egyéves lejáratú. Ugyanakkor például a befektetési alapok – a számos befektetőnek köszönhetően – hosszabb távra is fektethetnek állampapírokba, ugyanis az egyéni szinten meghozott döntések a befektetési alap forrásait csak kisebb mértékben érintik. A hosszabb lejáratú papírok vásárlásának az is gátat szab, hogy a magyar háztartások – a megfigyelések alapján – befektetési döntéseiket alapvetően

11 Ebben az esetben ugyanakkor a pénzügyi közvetítőrendszer fenntartása vagy bővülése a magasabb foglalkoztatáson keresztül járulhat hozzá a növekedéshez, vagy a gazdaság sérülékenységének csökkenéséhez.

12 Itt érdemes megjegyezni, hogy a többletjövedelem az alternatív befektetéseken elérhető hozamokhoz képest növelheti a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét.

egyéves időhorizonton hozzák meg, így hosszabb távra csak kisebb mértékben tudnak vagy akarnak elköteleződni. Ugyanakkor egy pénzügyi közvetítő sok kisbefektetőt gyűjthet össze, így hosszabb távon nyújthat forrást az állam számára, aminek köszönhetően az éves szinten lejáró adósság csökkenésén keresztül mérsékelheti az államadósság megújítási kockázatát. Ennek azonban költsége van: a háztartásokhoz kisebb kamatjövdelem kerül. Hasonlóképpen, a nyugdíjpénztárak, illetve biztosítók tipikusan hosszabb távon, tartósan tudnak állampapírokat vásárolni, és így az állam finanszírozását is kisebb bizonytalanság mellett tudják biztosítani.

A lakossági állampapírok magasabb kamatozásának többletköltségét ellensúlyozhatja, hogy a belföldi finanszírozás nem növeli a tartalékigényt, és így összességében az államháztartás konszolidált költsége alacsonyabb is lehet. A finanszírozás költségeit is meg kell vizsgálni a lakossági finanszírozás bővülésének elemzésekor. A lakossági állampapírok árazása igen kedvező, így felmerülhet, hogy megéri-e a külföldi forrásokat belföldre cserélni. A finanszírozás költségeit ugyanakkor a konszolidált államháztartás szintjén érdemes nézni: a külföldi források bevonásának magas szintje a rövid adósság emelkedésén keresztül a devizatartalékok magasabb tartását is eredményezheti (Hoffman et al., 2013). Ezt is figyelembe véve, tehát az állam lakossági finanszírozásának költsége nem feltétlenül haladja meg az egyéb piaci finanszírozások költségeit, ráadásul a teljes kamatjövdelem közvetlenül a háztartási szektorhoz kerül, mint azt korábban említettük, aminek másodkörös hatásai lehetnek – akár az államháztartás bevételeire (például a fogyasztás révén emelkedő áfa-bevételekre) vagy finanszírozására is.

A lakosság állampapír-állománya kevésbé érzékeny a forintárfolyam ingadozására, így stabilabb forrást jelent az állam részére. A lakossági állampapír-finanszírozás előnye továbbá, hogy a lejáráti horizonton stabil finanszírozást nyújt az állam számára abban az esetben is, ha a nemzetközi pénzpiacon esetlegesen turbulenciák lépnének fel. A külső feltételek romlása esetén a nemzetközi befektetők eladhatják a kockázatosabb eszközeiket, ami adott esetben a magyar állampapírpiacot is érintheti. Ezzel szemben a lakossági befektetőkre csak kisebb mértékben hat a nemzetközi tőkepiac likviditásának esetleges előre nem látható szűkülése. Ugyanakkor megemlítjük, hogy 2008 őszét követően a lakosság csökkentette állampapír-kitettséget, ami a lakosság fogyasztássimító viselkedéséből fakadhatott. A lakossági reakció mértéke azonban nagyságrendekkel volt kisebb, mint a külföldi befektetők reakciója.

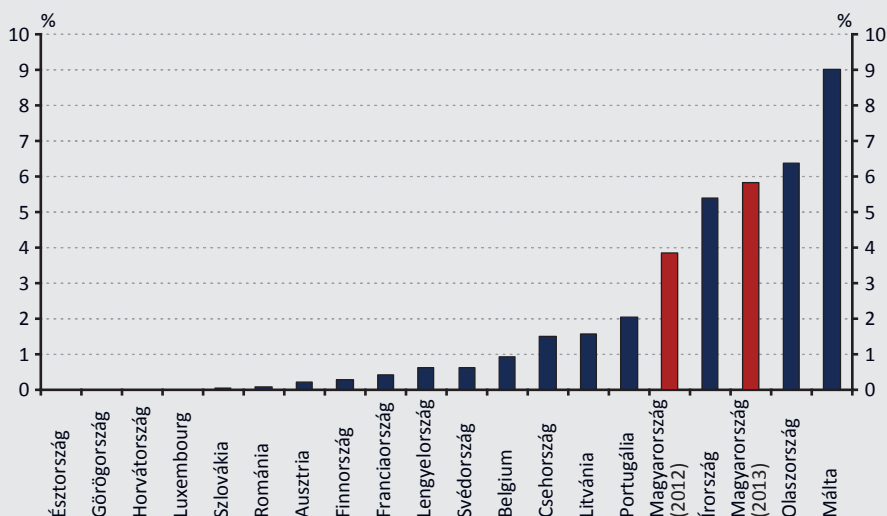
A jelentős rövid állampapír-állomány ugyanakkor számottevő megújítási kockázatot is magában hordoz, amit tovább fokozhat, ha a bankok is kompetitívebben kezdenek el betéteket gyűjteni. A lakosság pénzügyi eszközeinek alakulását érdemben befolyásolhatja az is, hogy a bankoknak szükségük van a lakossági betételhelyezésből származó forrásokra. Ha a bankok forintforrásaik biztosítása érdekében – a kamatok emelése mellett – betétgyűjtésbe kezdenek, akkor elképzelhető, hogy a lakossági állampapír-állománya is mérséklődni fog. A lakosság ugyanis a felkínált hozamok alapján választ a befektetési lehetőségek közül, így a lejáró állampapírok miatt felszabaduló forrásait nem feltétlenül az állam finanszírozására

fordítja. A forint lakossági állampapírok megújítási kockázatát 2015-ben tovább növelheti a devizahitelek forintosítása is, ugyanis élénkítheti a versenyt a hazai forintforrásokért a bankok között (MNB, 2014b). Ennek következményeként a jelenleg állampapírban tartott lakossági források egy része ismét a bankbetétek felé áramolhat. Ezzel kapcsolatban megjegyezzük, hogy amennyiben az ÁKK továbbra is növelni szeretné az államadósság belső finanszírozásának arányát, az a lakossági állampapírok kamatának emelkedésével, így végső soron az állam kamatkadásainak emelkedésével járna (ez ugyanakkor a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét növelné, illetve konszolidált szinten nem feltétlenül járna többletköltségekkel). Fontos lehet azonban, a nemzetközi példák alapján a lakosság pénzügyi vagyonában – néhány példát leszámítva – nem képviselt a jelenleginél számottevően nagyobb részt az állampapír az elmúlt években.

17. ábra

A lakosság állampapír-állománya a háztartások bruttó pénzügyi vagyonán belül

(2012)



Forrás: Eurostat, MNB

A lakosság tartós eszközoldali átcsoportosítása negatívan befolyásolhatja a gazdaság egyes szereplőinek a forrásellátottságát is. Az elmúlt időszakban jelentősen megemelkedett a háztartások állampapír-vásárlása, ami mérsékli ugyan az államháztartás külföldi függőségét, azonban lassíthatja a bankok külső adósságának a csökkenését – vagyis a teljes nemzetgazdaság külföldi függősége nem feltétlenül mérséklődik nagyobb ütemben a lakossági állampapír-vásárlás következtében. 2012 elejétől a háztartások számottevő mértékben bővítették állampapírjaik mennyiségét, aminek a jelentős részét ugyanakkor banki betétek csökkentésével finanszírozták. A rendelkezésre álló források csökkenése meglátásunk szerint rövid távon nem

hat negatívan a hitelezési folyamatokra, hanem vélhetően a bankok külső adósságsökkentő képességét mérsékli. Ez ugyanakkor azt is jelenti, hogy a lakossági állampapír-vásárlás közvetett módon gátolhatja a bankok nettó külső, ezen belül is a rövid külső adósságának csökkenését. Vagyis az állam külföldi függőségének csökkenése egy másik szektor külföldi függőségének csökkenését lassíthatja. Ugyanakkor a magánszektor nagyobb mértékű megtakarításának köszönhetően konszolidált szinten mérséklődhet a gazdaság külső függősége.

6. Összefoglalás

2008 és 2014 között jelentősen nőtt a lakosság nettó megtakarítási rátája. Az emelkedés egy része a hitelek magasabb törlesztéséből fakadt, ugyanakkor az emelkedéshez az óvatossági motívumok erősödésével a lakosság pénzügyi eszközfelhalmozása is egyre jelentősebb mértékben járult hozzá. A lakosság portfólióallokációs döntéseiben 2012 eleje óta egyre jelentősebb szerepet kaptak az értékpapírok: különösen az állampapírok és a befektetési jegyek. A lakosság portfólióátrendezését erősítette a jegybank alapkamat-csökkentési ciklusa is, mivel a lakosság egyre nagyobb mértékben kezdte el keresni a magasabb megtérülést nyújtó, de biztonságos befektetéseket. Így míg 2011-ben a lakosság pénzügyi eszközein belül az állampapírok még csak 2 százalékot képviseltek, addig ennek a mértéke 2014 III. negyedévére már 6 százalék fölé emelkedett, ami már nemzetközi összehasonlításban is magasnak számít. Azonban a számottevő mértékű rövid lejáratú állampapír-állomány miatt a lakossági finanszírozás jelenlegi szintjének megtartásához, illetve emeléséhez további állami intézkedések lehetnek szükségesek.

A lakosság befektetési jegy-állománya is jelentősen nőtt ebben az időszakban: a korábban népszerű pénzpiaci alapok helyett a kötvényalapok által kezelt vagyon nőtt a legnagyobb mértékben, és a lakossági megtakarítási portfólióban a legnagyobb súlyt képviselő alaptípusává vált. Így a lakosság a befektetési jegyek tartása révén is egyre nagyobb súlyt képvisel az államadósság finanszírozásában.

Egyrészt a lakossági finanszírozásnak számos előnye lehet, például a kamatjövedelem közvetlenül a háztartásokhoz kerül, ami a növekedést támogathatja, illetve az állam számára stabilabb forrást biztosíthat, mivel a lakosság az esetleges árfolyam-ingadozásokra, pénzpiaci turbulenciákra vélhetően kevésbé érzékeny. Vagy a belföldi finanszírozás emelkedésével lehetséges a külföldi adósságnak így a gazdaság külső sérülékenységének csökkentése is.

Másrészt a lakossági finanszírozása kockázatokat is hordozhat magában, mivel jelentős a lakosság kezében lévő, rövid állampapírok állománya, ami megújítási kockázatot is jelent. Továbbá, ha például a bankrendszer forrásbevonás szükségessége miatt a lakosság számára magasabb kamatozatot kínálna, akkor ez akár a lakossági állampapír-állomány csökkenéséhez vagy az állam kamatkiadásainak növekedéséhez is vezethetne.

Felhasznált irodalom

ÁLLAMADÓSSÁG KEZELŐ KÖZPONT (2014): KJ-kibocsátások. <http://www.akk.hu/aukcio.ivy?public.cat-sys-831CB809-1D7C-4ACE-B415-0238913A053E-filtergroup=search> (letöltve: 2014. 12. 01.)

ÁRVAI, ZSÓFIA – MENCZEL, PÉTER (2000): A magyar háztartások megtakarításai 1995 és 2000 között. *MNB Füzetek*, 2000 (8).

CARROLL, CHRISTOPHER D. – KIMBALL, MILES S. (2006): Precautionary saving and precautionary wealth. *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd Ed.

CARROLL, CHRISTOPHER D.– SLACALEK, JIRI – TOKUOKA, KIICHI (2014): The distribution of wealth and the MPC: Implications of New European Data. *American Economic Review*, 104 (5), pp. 107–111.

ELMENDORF, DOUGLAS W. (1996): The Effect of Interest-Rate Changes on Household Saving and Consumption: A Survey, *Federal Reserve Board Working Paper*, 1996 (27).

Eurostat (2014): Statistics Database. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database (letöltve: 2014. 12. 01.)

HOFFMANN, MIHÁLY – KÉKESI, ZSUZSA – KOROKNAI, PÉTER (2013): A jegybanki eredmény alakulása és meghatározó tényezői. *MNB-szemle*, október, pp. 36–48.

FRIEDMAN, MILTON (1986): *Infláció, munkanélküliség, monetarizmus*. Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.

KÉKESI ZSUZSA – KÓCZIÁN BALÁZS (2014): Értékpapír vs. bankbetét: Miben takarít meg a lakosság? *MNB Szakmai cikkek*, július 14.

KEYNES, JOHN MAYNARD (1936): *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan, London. Magyarul: *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz elmélete*. Budapest, 1965, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.

LELAND, HAYNE E. (1968): The precautionary demand for saving. *The Quarterly Journal of Economics*, 82 (3), pp. 465–473.

MODIGLIANI, FRANCO (1986): Life cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations. *The American Economic Review*, 76 (3), pp. 297–313.

MNB (2014a): A rezidens kibocsátású értékpapírok adatai kibocsátói és tulajdonosi bontásban. Magyar Nemzeti Bank. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_statisztikai_idosorok/a-rezidens-kibocsatasu-ertekpapirok-adatai-kibocsato-i-es-tulajdonosi-bontasban/Idosoros_havi_hu.xls (letöltve: 2014. 12. 08.)

MNB (2014b): Stabilitási jelentés. Magyar Nemzeti Bank, november.

MNB (2014c): Módszertani leírás a rezidens kibocsátású értékpapírok adatai kibocsátói és tulajdonosi bontásban megnevezésű havi jegybanki adatközléshez. Magyar Nemzeti Bank. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_statisztikai_idosorok/a-rezidens-kibocsatasu-ertekpapirok-adatai-kibocsato-i-es-tulajdonosi-bontasban/Ertekpapir_modszertan_hu.pdf (letöltve: 2014. 12. 06.)

MURATA, KEIKO (2003): Precautionary Savings and Income Uncertainty: Evidence from Japanese Micro Data. *Monetary and Economic Studies*, 21 (3), pp. 21–52.