

Ennyibe került a lakossági állampapír-program

A lakossági állampapírok aránya a teljes államadósságon belül az 1999. évi 7,3%-ról 2011 végére 2,3%-ra csökkent, melyet követően a lakossági állampapírok értékesítésének fellendítését célzó intézkedések születtek. Az Államadósság Kezelő Központ Zártkörűen Működő Részvénytársaság (ÁKK) összhangban a magyar gazdaságpolitikával 2012-től a lakossági állampapírpiac intenzív fejlesztésébe kezdett.

A lakossági állampapír-program a 2012-2020 közötti időszakban az ÁKK előzetes elvárásainak megfelelően alakult. A lakossági állampapírok állományának bővülését az államadósság devizaarányának közel 50%-ról 20%-ra való csökkenése kísérte, valamint a belföldi intézményi állampapírpiac tehermentesítése a forintpiaci hozamok csökkenéséhez is hozzájárult. A lakossági állampapírok igen magas újrabefektetési aránya és a diverszifikált befektetői bázis mindemellett nagymértékben hozzájárul a költségvetés biztonságos finanszírozásához.

Az ÁKK megvizsgálta, hogy a lakossági állampapír-program milyen mértékben járulhatott hozzá a 2012-2020 között az intézményi állampapírpiac tehermentesítéséhez, illetve miképp alakulhattak volna a finanszírozás költségei az intenzív lakossági program hiányában.

A lakossági állampapír-program költséghatása

A lakossági állampapírok népszerűségének és versenyképességének növelésében kulcsfontosságú szerepet tölthetnek be a kedvező, pozitív reálkamatozású termékkonstrukciók. A lényegében kockázatmentes befektetésért kínált magas hozam természetes, hogy vonzónak bizonyult a háztartások számára – kiváltképp a kamatadó 2019-es eltörlése után -, ugyanakkor jogosan merül fel sokakban a kérdés, hogy vajon mekkora többletköltséget jelenthet az államadósság finanszírozásában a lakossági állampapír-program.

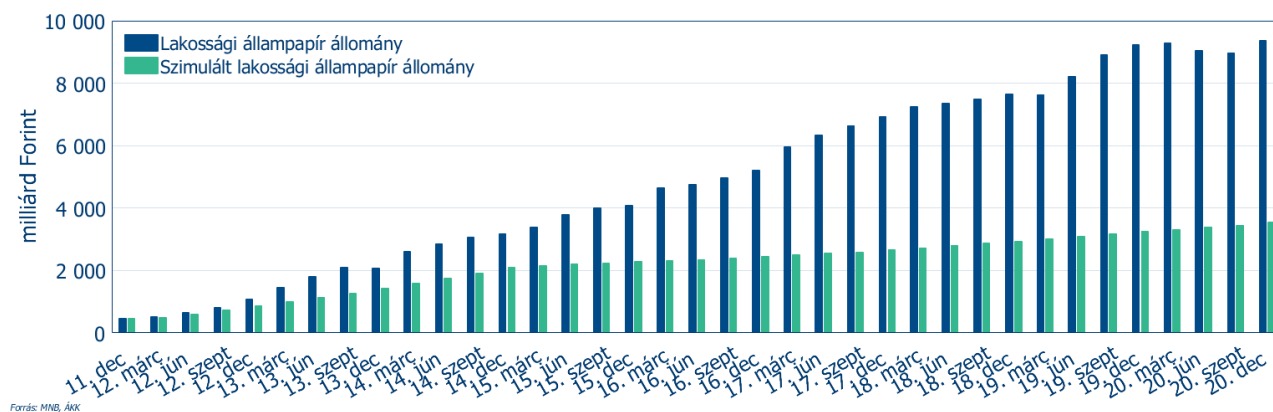
Az ÁKK az alábbi szenárióelemzésben megvizsgálta, hogy miképp alakulhattak volna a finanszírozás költségei abban az esetben, ha 2012 és 2020 között nem kap új lendületet a lakossági program sem termékfejlesztés, sem pedig a lakossági értékesítés fellendítését segítő intézkedések formájában. Az elemzés során az ÁKK a lakossági állampapír-állomány volumenének és költségeinek lehetséges alakulását vizsgálta, valamint azt, hogy a forintkötvénypiaci hozamokat miként befolyásolhatta volna egy a jelenleginél számottevően kisebb lakossági program mellett megnövekedett kibocsátási igény.

A vizsgált szenárió eredményeit összehasonlítva az elmúlt 9 év tényköltségeivel számszerűsíthető a program lehetséges költséghatása.

Meddig nőhetett volna a lakossági állampapír-állomány?

A lakossági állomány lehetséges volumenének meghatározásához az MNB által negyedévente közzétett háztartások pénzügyi eszközeinek idősorait lehet alapul venni. Az elemzés arra a feltételezésre épül, hogy az elmúlt 9 évben nem került volna bevezetésre új lakossági állampapír, valamint az adósság megoszlása a 2012 elején elérhető lakossági állampapírok közt (KTJ, 1MÁP, PMÁP) is változatlan maradt volna.

A háztartások pénzügyi eszközein belül az állampapírok aránya 2012-re 2,3%-ra csökkent.



1. ábra: A lakossági állampapír állomány tényleges és szimulált alakulása

Feltételezhető, hogy ez a válság utáni arány a 2008 előtti 5,4%-os szintre emelkedett volna vissza a gazdasági válság elmúltával. Nem reális ugyanakkor egy olyan feltételezés, hogy ez az arány radikálisan nőtt volna egy a jelenlegihez hasonló versenyképes árazás hiányában. A lakossági állampapír-állomány a 2011 végi 473 milliárd forintos szintről mindössze a 3 563 milliárd forintos szintet érte volna el 2020 végéig a tényleges 9 366 milliárd forint helyett a fenti feltételezések mellett.

Figyelembe véve, hogy az ÁKK a gazdaságpolitikával összhangban kiemelt fontosságúnak tekintette az államadósság magas devizakitettségéből fakadó sérülékenységének mérséklését, feltételezhető, hogy a különbséget a forintintézményi piacról pótolta volna az ÁKK.

A többletkibocsátás hatása az állampapír-hozamokra

A tény és a hipotetikus lakossági állomány közötti különbség meghatározza, hogy mekkora forrástöbbletre lehetett volna szüksége az ÁKK-nak ceteris paribus. Ennek függvényében szimulálhatók a 2012 és 2020 közötti klasszikus aukciók az állampapír-sorozatokat 1, 3, 5, 10, 15 éves futamidők szerint csoportosítva.

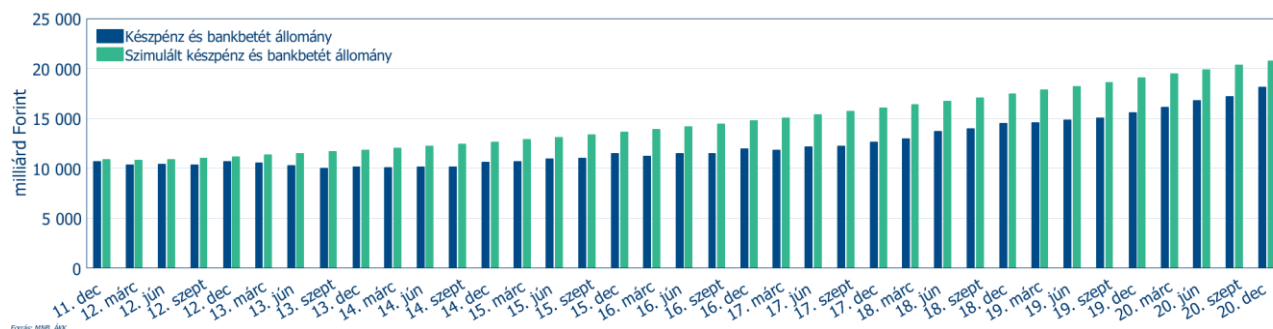
Az intézményi kereslet

A lakossági állampapír-állomány intenzív növekedésének elmaradása értelemszerűen azt eredményezte volna, hogy a háztartások egyéb pénzügyi eszközeinek (pl. bankbetét, befektetési jegy) jelentős mértékben nőtt volna az állománya. Az ÁKK feltételezése szerint ez az állampapírok iránti belföldi intézményi keresletet is befolyásolta volna – pl. a befektetési alapokon keresztül –, ezt pedig elsősorban a nagybani állampapírok aukciós keresletének és az ott kialakuló hozamoknak a szimulációjával lehet elemezni.

Annak becslésére, hogy a lakossági megtakarítások lakossági állampapíroktól eltérő, egyes pénzügyi eszköztípusokban való megjelenése mekkora mértékben járulhatott volna hozzá az intézményi kereslethez, az ÁKK a készpénz- és bankbetétállományt tekintette proxy-ként. Ennek oka egyrészt az, hogy a többi eszköztípus esetében a kellő részletességű adatok hiányából fakadó bizonytalanság nagyobb becslési hibát eredményezhetne. Másrészt a lakossági állampapírokba történő átcsoportosítás *elsősorban* a készpénz- és bankbetétállomány felől történhetett. (Csom-Bíró, Horváth és Kicsák 2019)

Az MNB adatai alapján a háztartások pénzügyi vagyonának 2012 és 2020 közötti alakulásából, lassabb növekedési ütemet feltételezve származtatta az ÁKK a hipotetikus készpénz- és bankbetét

állományt, és ez alapján arányosan növelte a banki forgalmazók által benyújtott mennyiségeket minden aukción.



2. ábra: A készpénz és bankbetét állomány tényleges és szimulált alakulása

Az új elfogadott mennyiségek és átlaghozamok

A hipotetikus lakossági állomány idősora alapján minden aukcióra ismert, hogy mekkora, az előző aukció óta meg nem valósult lakossági kibocsátást szükséges az intézményi piacról pótolni, illetve a benyújtott ajánlatok alapján az is, hogy az adott állampapírból mekkora többletkibocsátás lehetséges aznap.

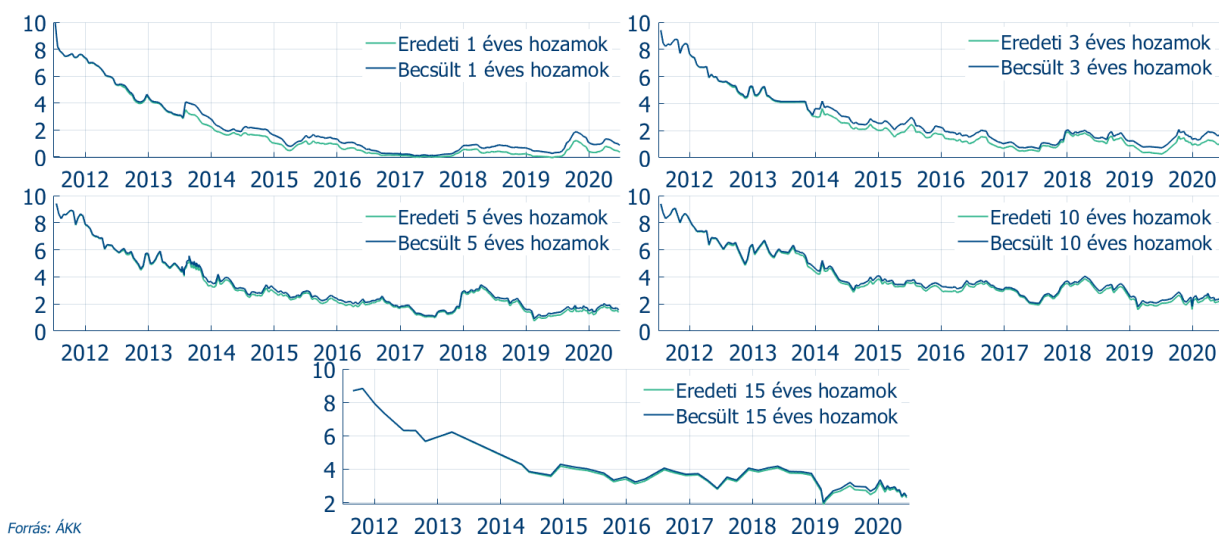
Az új kibocsátott mennyiségek a szükséges és lehetséges többletkibocsátások alapján kerültek meghatározásra, az aukcionált állampapírok között az azokra beérkezett ajánlatok függvényében arányosítva.

A benyújtott mennyiségekhez tartozó hozamok az aukciós adatok alapján ismertek, így ezek alapján az új aukciós átlaghozamok is meghatározhatók. Az új átlaghozamok azonban még nem tükrözik az elsődleges forgalmazók ajánlattételben megnyilvánuló reakcióit a magasabb aukciós átlaghozamokra. Feltételezhető ugyanis, hogy amennyiben néhány egymást követő aukción magasabb átlaghozam alakul ki, a továbbiakban az elsődleges forgalmazók is a magasabb hozamszinthez igazítják ajánlataikat, ezért az átlaghozamokat is szükséges korrigálni.

Ehhez az ÁKK autoregresszív (AR) folyamatokkal modellezte a hozamok trendjének leválasztása után kapott idősorait. Közülük az ÁKK AR(2) és AR(3) folyamatok illesztését célozta meg azzal az intuícióval, hogy egy adott aukción kialakult átlaghozamokat a megelőző 2-3 aukció eredményei és a modell véletlen hibatagjával reprezentált piaci események határozzák meg.

Ezek segítségével a magasabb kibocsátott mennyiségekkel járó többlethozamok rekurzív módon kerültek beépítésre az új aukciós átlaghozamokba, mely megközelítéssel az új hozamok minden aukción úgy határozhatók meg, hogy a magasabb hozamszint már beépült az előző aukciók hozamaiba.

Végezetül a korábban eltávolított trendek visszaadásával megkaphatók a teljes becsült hozamok, melyek összehasonlítását az eredeti hozamokkal az alábbi ábra illusztrálja.



3. ábra: Az eredeti és becsült átlaghozamok

A legnagyobb eltérés az 1 és 3 éves hozamok esetében figyelhető meg, ami annak köszönhető, hogy mivel a vizsgált időszakban elsősorban a rövid lejáratú állampapírokból volt rendszerint jelentősen magasabb kereslet, a többletkibocsátások is főként ezekből valósultak meg a szimulációban. Így elmondható, hogy a lakossági állampapír-program elsősorban az intézményi hozamgörbe rövid oldalára volt (csökkentő) hatással.

A program becsült költséghatása

A lakossági program becsült költséghatását a lenti táblázat tartalmazza.

A központi költségvetés adósságának éves, GDP arányos költségeihez („Tényköltség”) hozzáadva a lakossági állampapír-állomány felfutásával járó többletköltség hatását („Lakossági költséghatás”), illetve a forintintézményi kötvénypiac tehermentesítéséből fakadó költséghatást („Intézményi költséghatás”) megkaphatjuk a szimulált költségeket, azaz az államadósság éves, GDP arányos költségeit a lakossági program hiányában.

	Tényköltség	Szimulált költség	Lakossági költséghatás	Intézményi költséghatás	Teljes költséghatás ¹
2012	4,56%	4,62%	-0,05%	0,00%	-0,05%
2013	4,52%	4,60%	0,01%	-0,09%	-0,08%
2014	3,97%	4,20%	0,13%	-0,35%	-0,23%
2015	3,44%	3,55%	0,25%	-0,36%	-0,11%
2016	3,09%	3,22%	0,32%	-0,45%	-0,13%
2017	2,65%	2,63%	0,40%	-0,38%	0,02%
2018	2,33%	2,28%	0,46%	-0,41%	0,05%
2019	2,23%	2,03%	0,59%	-0,39%	0,20%
2020	2,36%	2,21%	0,69%	-0,54%	0,15%
Összesen	3,09%	3,10%	0,35%	-0,35%	0,00%

1. táblázat: Az éves, GDP arányos költséghatások

Az összefoglaló táblázatban látható, hogy a vizsgált, 2012 és 2020 közötti időszakban elenyésző a lakossági program költséghatása. 2012 és 2016 között az összes költséget tekintve pozitív hatása lehetett a lakossági programnak, majd ezután jelenthetett éves szinten ténylegesen többletköltséget. Mindez annak köszönhető, hogy a lakossági állampapír-program kezdetekor az intézményi

¹ Teljes költséghatás = Lakossági költséghatás + Intézményi költséghatás

kötvényhozamok igen magasak voltak, és akkoriban költségek tekintetében kedvezőbb lehetett a lakossági finanszírozás. Különösen érvényesült ez a hatás csökkenő hozamkörnyezetben úgy, hogy a lakossági állampapír-állomány átárazódási ideje is alacsonyabb az intézményi állampapírokénál a rövidebb átlagos futamidőnek köszönhetően. Az alacsony intézményi kötvényhozamok beálltával és a lakosság számára kedvező, pozitív reálhozamok biztosításával megfordult az irány, és egyre inkább érzékelhetővé vált a költségekben realizált különbség, kiváltképpen a MÁP Plusz bevezetése óta.

A kamatköltségeken túl egyéb, azok kisebb mértéke miatt az elemzés során nem számszerűsített indirekt költséghatásokkal is járhatott a lakossági állampapír-program. Ezek közül érdemes kiemelni a készpénzkezeléssel és gyártással kapcsolatos költségeket, hiszen a lakossági program főként a MÁP Plusz bevezetésével célozta a készpénzállomány csökkentését is. A készpénz- és érmegyártás költségei 0,02%-át jelentették a GDP-nek a közel 7 000 milliárd forintos készpénzállományra vetítve. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) becslése szerint csak a MÁP Plusz 411 milliárd forinttal csökkenthette a készpénzigényt 2020-ra, melyre vonatkozó osztársadalmi költség a GDP 0,003%-a (Magyar Nemzeti Bank 2021).

Az elemzés alapján tehát az látható, hogy a lakossági állampapír-program tényleges költsége a 2012 és 2020 között összességében lényegében elenyésző volt. A kedvező költség mellett ráadásul a lakossági állampapír-program a költségvetés finanszírozása tekintetében a befektetői bázis jelentős diverzifikálásához és az intézményi piac tehermentesítéséhez vezetett, valamint a háztartások pénzügyi vagyonán belül a készpénz- és bankbetét-állomány arányának csökkenéséhez is hozzájárulhatott.

Irodalomjegyzék

Akaike Hirotugu. 1974. „A new look at the statistical model identification”.

Csom-Bíró Gabriella, Horváth Dániel és Kicsák Gergely. 2019. „A biztonság ára – Nem csak a lakoságnak, az államnak is jó befektetés a MÁP+”.

Kuti Zsolt és Koroknai Péter. 2019. „Egyszer már sikerült – hogyan duplázható meg a lakosági állampapír-állomány?”

Kuti Zsolt, Nyári Orsolya és Stenger Zsolt. 2020. „A MÁP plusz az élre repítette Magyarországot”.

Magyar Nemzeti Bank. 2021. „Éves jelentés”.

Gideon Schwartz. 1978. „Estimating the dimension of a model”.

A tanulmányt Bíró Bianka az Államadósság Kezelő Központ Zrt. Stratégiai és elemzési főosztályának munkatársa készítette.