

Kik és miért finanszírozzák Magyarországot?

Öhschläger Noémi - Beke Károly, ÁKK

A forint intézményi állampapírok, így a magyar államkötvények és a diszkont kincstárjegyek a magyar államadósság legnagyobb részét teszik ki, megelőzve a lakossági piacot és a devizapiacot. Éppen ezért lehet lényeges kérdés, milyen befektetőknél vannak ezek az állampapírok és őket mi motiválja abban, hogy forintban denominált állampapírokba fektessenek, illetve mi mozgatja befektetési döntéseiket. Ezek ismeretében ugyanis könnyebben modellezhető, tervezhető az adósságfinanszírozás, illetve meg lehet határozni azokat a piacfejlesztési reformokat, melyek növelhetik a keresletet és hatékonyabbá tehetik a forint intézményi piacot.

A magyar államadósság legnagyobb részéről beszélünk

Június végén közel 27 ezer milliárd forint volt az intézményi forint állampapírok állománya, ezzel a magyar államadósság legnagyobb részét tették ki. Nagyságrendileg akkora összegről beszélünk, mint a lakossági forint állampapírok és a devizában denominált állampapírok állománya összesen.

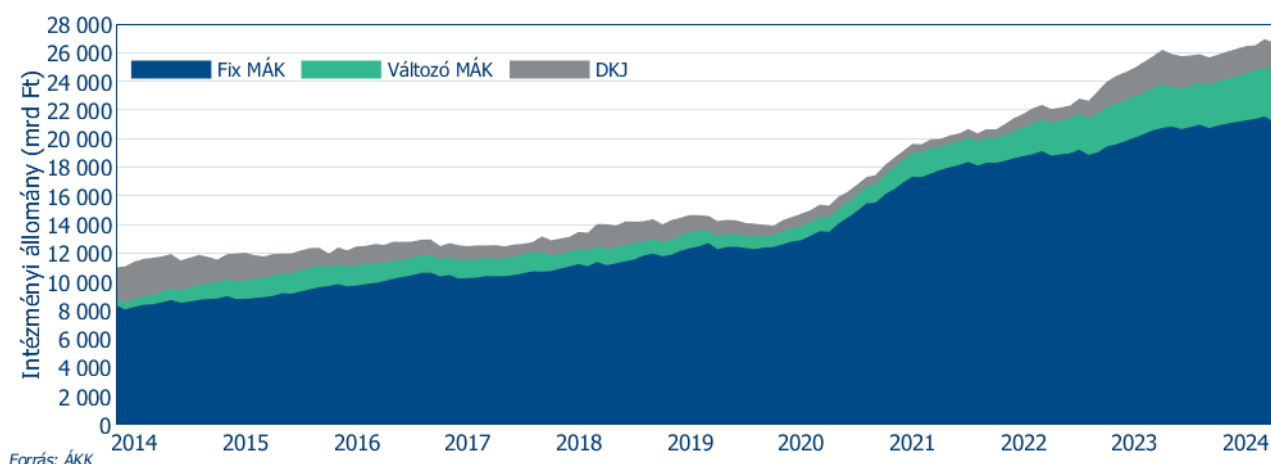


Forrás: ÁKK

1. ábra: A forint intézményi állampapírok súlya a központi költségvetés adósságán belül

A magyar államadósság legnagyobb szeletéről beszélünk akkor, amikor az intézményi forint állampapírokat elemezzük. Részben ezért is kell megérteni, kik ennek a piacnak a legjelentősebb szereplői, illetve mi motiválja őket, milyen tényezők alapján hozzák meg a döntéseiket.

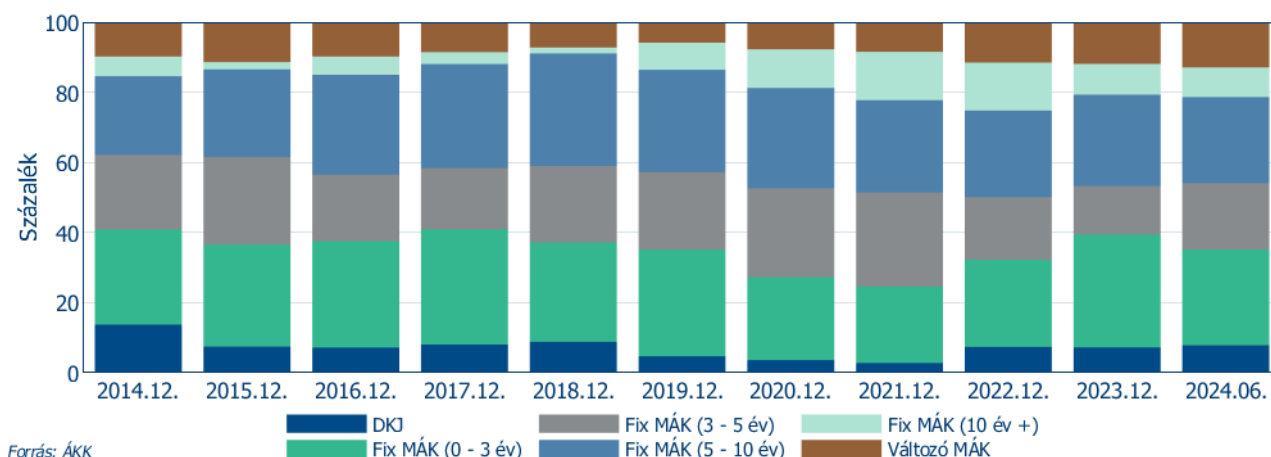
Alapvetően kétféle intézményi forint állampapírt különböztetünk meg: a diszkont kincstárjegyek (DKJ) az egy évnél rövidebb lejáratú állampapírok, melyekből jelenleg három-, hat- és tizenkét hónapost értékesít az ÁKK, emellett rendszeres aukciókon Magyar Államkötvényeket (MÁK) ad el, melyek futamideje 3-30 év között van.



2. ábra: Az intézményi állampapír állomány alakulása 2014 és 2024 első féléve között; Megjegyzés: A DKJ állomány kibocsátási értékkel súlyozott átlagos árfolyamértéken, a MÁK névértéken

Az adósságkezelés részpiacai közül a finanszírozás alapját adják a forint intézményi állampapírok, melyek közül a forint államkötvények teszik ki a legnagyobb szeletet, a diszkont kincstárjegyeknek pedig a rövidtávú alkalmazkodásban, a likviditáskezelésben van elsősorban szerepük. Ezeket egészíti ki a lakossági állampapír program, mely képes arra, hogy nyugodt piaci környezetben a nettó forrásbevonási igény jelentős részét biztosítsa. Az adósságkezelési stratégiában minden részpiacnak megvan a szerepe, a lakossági és a forint intézményi piac biztosítja a költségvetési hiány jelentős részének finanszírozását, a devizakibocsátás pedig az ezen felüli forrásbevonást, például a koronavírus-járvány alatt megemelkedett deficitet. A devizapiac a jövőben is képes lehet a hiány mintegy 30 százalékát fedezni, de nem cél a részarányának további emelése. Egy másik fontos tényező, hogy **a finanszírozási rugalmasságot elsősorban a forint intézményi piac tudja biztosítani**, a lakossági piac ugyanis rugalmatlan, ott a kereslethez igazodik az ÁKK.

A lakossági állampapír portfólió részarányának 2012 óta bekövetkezett növekedésével még fontosabbá vált a piaci forintadósság tekintetében az adósságkezelői mozgástér növelése, mivel a lakossági kereslet alapvetően rugalmatlan és a megtakarítási rátához illeszkedve szezonális, ehhez kell alkalmazkodnia az adósságkezelés egyéb területeinek. Ennek elősegítése érdekében az ÁKK törekszik egy stabil elsődleges, valamint likvid másodpiac kialakítására. Ezen cél elérése érdekében **rugalmas kibocsátási politikájával megfelelően tud alkalmazkodni a befektetői kereslethez**, ebben a teljes rendelkezésre álló eszköztár támogatja. A megszokott aukciók mellett sikeresen alkalmazza az aukciókat követőkövető nem kompetitív étékesítési eljárást, a visszavásárlási- és csereaukciók segítségével pedig képes simítani a portfólió lejáratí profílját, elkerülve ezzel a lejáratí csúcsokat. Támogatja a másodpiaci likviditást a forgalmazóknak nyújtott repó rendelkezésre állással. A fejlett elsődleges forgalmazói rendszer is a sikeres adósságkezelést segíti, a jelenlegi működése folyamatos piaci egyeztetések eredményeként alakult ki.



3. ábra: Az intézményi állampapír állomány összetétele 2014 és 2024 első féléve között; Megjegyzés: A DKJ állomány kibocsátási értékkel súlyozott átlagos árfolyamértéken, a MÁK névértéken számolva

Kinél vannak ezek a papírok?

Az állampapírpiacon szereplőinek vizsgálatához többféle lehetséges csoportosítás létezik, mi elsősorban az MNB statisztikáit használjuk, ezért a jegybank által használt felosztásból indulunk ki, kisebb módosításokkal. Eszerint a magyar intézményi forint piacon az alábbi fontos szereplők vannak jelenleg:

Pénzügyi intézmények:

Monetáris pénzügyi intézmények

- Hitelintézetek
- MNB

Nem monetáris pénzügyi intézmények

- Biztosítók és nyugdíjpénztárak
- Befektetési alapok¹.

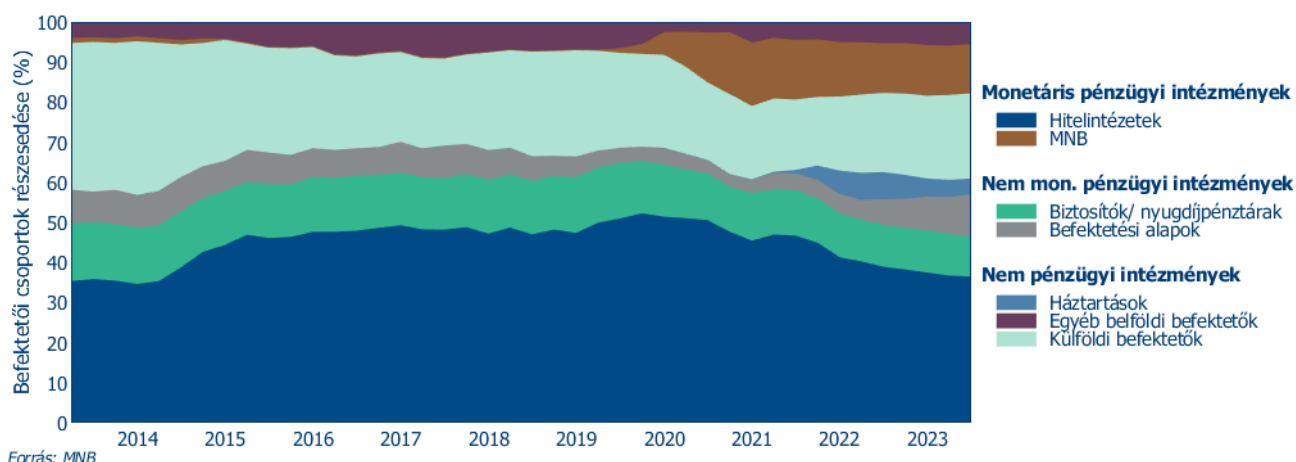
Nem pénzügyi intézmények:

- Háztartások
- Egyéb belföldi² befektetők
- Külföldi³ befektetők

¹ A befektetési alapokat az MNB az Egyéb pénzügyi közvetítők csoportban tartja nyilván, amelyben bár más intézmények is megtalálhatóak, azonban a kategória döntő többségét a befektetési alapok teszik ki. Továbbá, külön alkategóriába tartoznak a pénzpiaci alapok. A befektetési alapok kategóriája ennek a két csoportnak az összevonásából adódik.

² Az egyéb belföldi befektetők csoportjába lettek besorolva a háztartásokat segítő nonprofit intézmények, a nem pénzügyi vállalatok, a helyi önkormányzatok, a pénzügyi kiegészítő tevékenységet végzők, valamint a központi kormányzat.

³ A külföldi befektetőkre vonatkozóan részletesebb adat nem érhető el.



4. ábra: A befektetői szektorok részesedése az intézményi piacon belül (2024.06.30-i záródátummal). A 2020 előtti adatok az MNB publikus értékpapír-statisztikáiból lettek származtatva oly módon, hogy mivel 2020 előtt a forintban denominált értékpapírokban belül a háztartások DKJ és MÁK állománya elhanyagolható volt, ezért azt feltételeztük, hogy a háztartások forint állampapírai kizárólag lakossági termékek.

Az egyes befektetőket más-más motiválja és eltérően viselkednek az állampapírpiacon, a sikeres adósságkezeléshez elengedhetetlen, hogy megértsük ezeket a motivációkat.

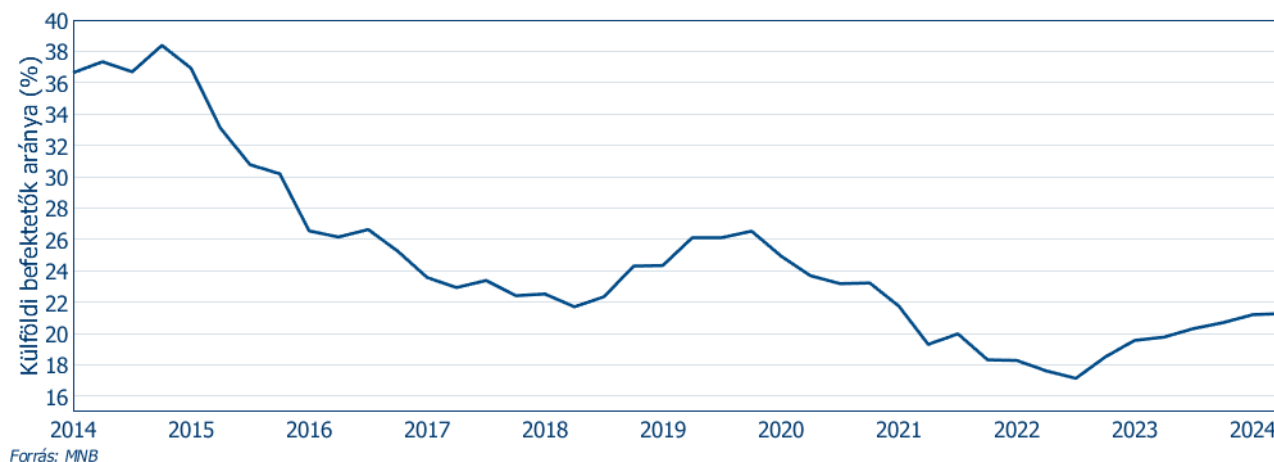
Az **intézményi piac** legjelentősebb befektetői a pénzügyi, azon belül is a **monetáris pénzügyi intézmények**; 2023 év végén az intézményi állampapírok mintegy 50%-a volt ezen befektetőknél. Az elmúlt negyedévek alapján azonban elmondható, hogy a súlyuk csökkenésnek indult, miközben a **nem monetáris pénzügyi intézmények**, bár lassú ütemben, de növelték a részesedésüket. Ehhez nagyban hozzájárult a befektetési alapokra vonatkozó 2023-as szabályozáshoz való alkalmazkodás, már 2023 harmadik negyedévében a teljes intézményi állampapír állomány korábbinál nagyobb része volt a befektetési alapoknál, az azt követő félévben pedig az arány tovább emelkedett. A banki befektetési könyvek, a biztosítók és a nyugdíjpénztárak jellemzően lejáratig tartják a portfóliójukban lévő állampapírok jelentős részét, a befektetési alapok esetében aktívabb vagyonkezelés jellemző.

A **jegybankok** általában nem jelennek meg vásárlóként a piacon, az elmúlt években azonban több rendkívüli helyzet rendkívüli gazdaságpolitikai válaszokat szült, így a nagy fejlett jegybankok élen jártak az állampapírok vásárlásában. A kisebb országok mozgástere jóval korlátozottabb, az MNB például csak átmenetileg alkalmazta a mennyiségi lazítás eszközét, 2020-2021-ben. Ez azt jelenti, hogy átmenetileg megjelentek a jegybankok vevőként a másodpiacon, az esetek többségében lejáratig tartva az állampapírokat, akárcsak az MNB, sőt bizonyos esetekben újra befektetve a lejáró összeget és fokozatosan vonulnak vissza. A jegybanki eszközvásárlások nemzetközi gyakorlatára a cikk későbbi részében még visszatérünk.

A **lakossági szereplők** esetében érdemes kettéválasztani a portfóliót. A lakossági állampapírokat a befektetők többsége lejáratig tartja, illetve a megkapott kamatot jellemzően újra befekteti. Az ÁKK által rendelt, 2023 év végén lebonyolított felmérés szerint a lakossági állampapírtulajdonosok 46%-a válaszolta azt, hogy változatlan feltételek esetén a lejáratot követően is állampapírba fekteti pénzét, a megkérdezettek 78%-a pedig a kapott kamatot is állampapírban fialtatná tovább. Az intézményi papírok esetében időnként megnő a lakossági kereslet, ahogy azt láthattuk az elmúlt években, a megugró rövid hozamok miatt átmenetileg kedvező befektetéssé váltak a lakosság számára is.

A magyar állampapírpiacon a pénzügyi szektor mellett jelentős állománya van a **külföldi befektetők** csoportjának is. A külföldi befektetők kiugróan magas aránya általában kockázatos, növelheti a sérülékenységet a forint intézményi piacon, ezért kedvező volt a 2022-ig jellemző csökkenő trend, aminek következtében az arányuk 20% alá csökkent. Bár 2022 végén, a magas

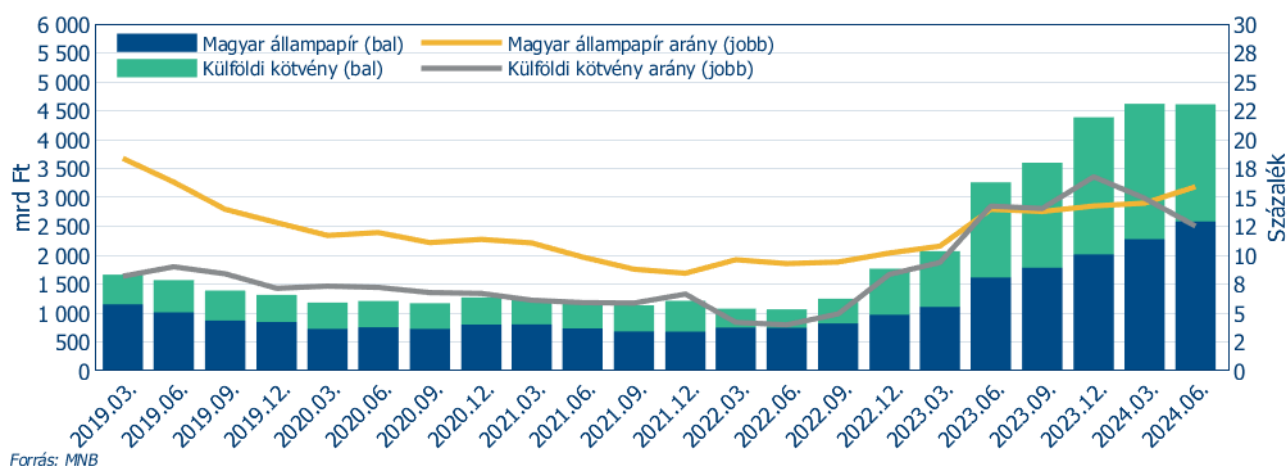
hozamkörnyezetben emelkedni kezdett ez az arány, a növekedés dinamikája hamar lelassult, és a külföldi befektetők súlya jelenleg 21,5 %-on stagnál, ez az arány egyáltalán nem tekinthető magasnak és kockázatosnak.



5. ábra: Külföldnél lévő forint intézményi állampapírok aránya a teljes intézményi piacon belül 2014 és 2024 első feléve között. A 2020 előtti adatok az MNB publikus értékpapír-statisztikáiból lettek származtatva oly módon, hogy mivel 2020 előtt a forintban denominált értékpapírokon belül a háztartások DKJ és MÁK állománya elhanyagolható volt, ezért azt feltételeztük, hogy a háztartások forint állampapírai kizárólag lakossági termékek.

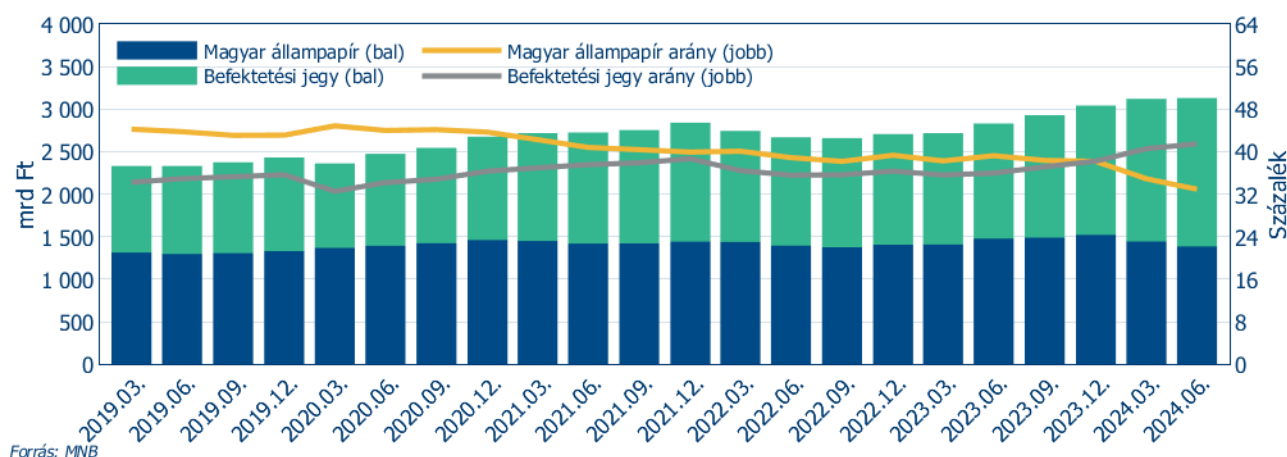
A fix kamatozású államkötvények legjelentősebb befektetői tehát a bankok és a külföldi intézmények, azonban míg a bankok állománya az utóbbi időben jellemzően stagnál, addig a külföldiek által birtokolt forint intézményi állampapírok állománya lassú ütemben ugyan, de növekszik. A szintén magas MNB-állomány háttérében a korábbi jegybanki eszközvásárlás áll, amelynek leállása óta a jegybank kötvényállományának piaci részesedése csökken.

Az utóbbi negyedévek során megnőtt a befektetési alapok részvétele a fix kamatozású államkötvények piacán, mostanra a részesedésük elérte a 6%-ot. Bár a növekvő tendencia alapvetően pozitívként értékelhető, mégis árnyalja a képet a befektetési alapok magyar állampapír-, illetve külföldi kötvényállománya közötti különbség, ami 2023-ban volt jellemző, és mostanra eltűnni látszik. Az MNB adatai szerint **a nyíltvégű befektetési alapok eszközeinek 17%-a volt külföldi kötvényekben 2023 év végén, magyar állampapírban pedig a nettó eszközérték 14,3%-a.** Ez a mintegy 3 százalékpontos eltérés egy évvel korábban 2 százalékpont volt, azonban akkor még a magyar állampapír javára. Mindemellett 2023 végén a Befektetési Alapkezelők és Vagyonkezelők Szövetsége (BAMOSZ) adatai szerint mintegy 949 milliárd forint volt belföldi, valamint 1 438 milliárd forint külföldi bankbetétben, tehát a külföldi túlsúly ezen eszközök esetében is látható, ráadásul az egy évvel korábbi vagyon adatok szerint belföldi bankbetétben 1 831 milliárd, míg külföldi betétben mindössze 830 milliárd forint volt. Ez a külföldi (jellemzően rövid lejáratú) eszközök felé fordulás a 2023-as év jellemzője volt. **A normalizálódó piaci környezet és piaci hozamok hatására a rövid lejáratú külföldi eszközökben lévő pénz egy része várhatóan a magyar állampapírpiacra áramlik, ahogy ez 2024 első negyedévében meg is kezdődött és 2024 június végére 16% volt a magyar állampapírok, 12,5% a külföldi kötvények aránya a nyíltvégű befektetési alapok eszközein belül.**



6. ábra: A befektetési alapok mérlegében lévő magyar állampapír és külföldi kötvény állomány, valamint az eszközökön belüli arányuk

Bár a legjelentősebb kategóriáktól elmarad a **biztosítók** állampapírpiazi részesedése, de azt látni, hogy az állampapír állományuk döntő többsége fix kamatozású papírokban van, és inkább stagnálás jellemző a szektor állományára. Mindemellett a jegybank által közölt biztosítói mérleg alapján a biztosítók eszközein belül található állampapírok aránya mérséklődött az utóbbi években, miközben a befektetési jegyek aránya növekedésnek indult, sőt 2023 év végén meghaladta az állampapírok súlyát a mérlegen belül, a különbség pedig 2024 első félévében tovább nőtt. Ezen belül ráadásul a külföldi befektetési jegyek állománya rendre meghaladta a magyar befektetési jegyekét.



7. ábra: A biztosítók mérlegében lévő állampapír és befektetési jegy állomány, valamint eszközökön belüli arányuk

A befektetési jegyek jelentős arányának háttérében az ún. unit-linked típusú, vagyis befektetési egységhez kötött biztosítások állhatnak. 2022 második felétől a unit-linked szerződésekhez kapcsolódó eszközök aránya elérte az 50%-ot a biztosítói szektoron belül, és 2023 végéig ezen a szinten maradt. Hasonló képet fest a díjbevételek vizsgálata, a Magyar Biztosítók Szövetsége (MABISZ) 2023-as évkönyve alapján a magyar élet- és nyugdíjbiztosítások több mint fele befektetési termékhez kötött. Ezen biztosítások csökkentik a hosszabb futamidejű állampapírok keresletét és lehetőséget teremtenek a biztosítók számára a külföldi befektetési jegyek nagyobb arányú vásárlásához hasonlóan az alapkezelők befektetési döntéseire.

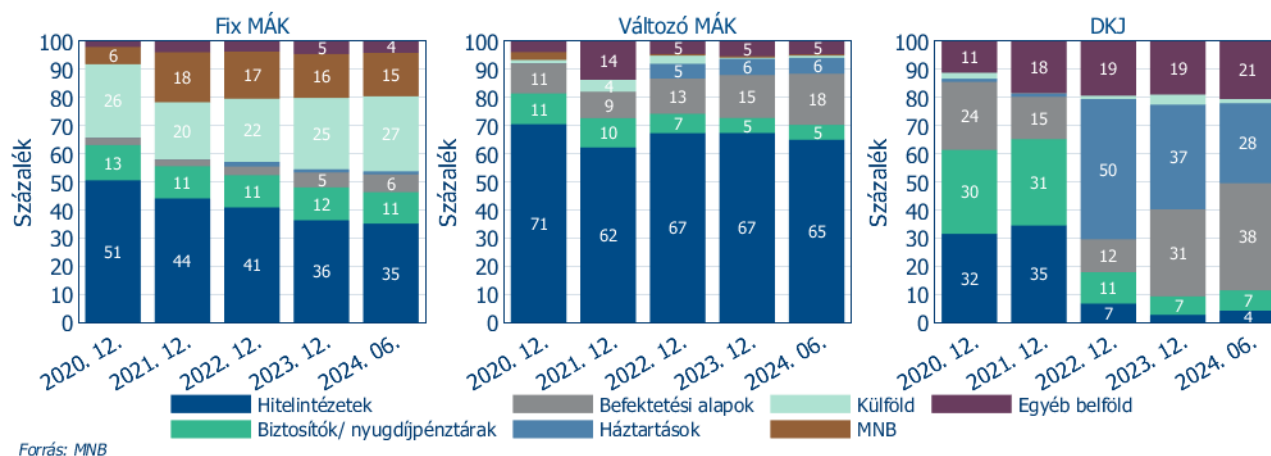
A unit-linked típusú biztosítások háttérében 2023 év végén 13,7%-os állampapír arány állt, miközben 75%-ot tettek ki a kollektív befektetési vállalkozások befektetési jegyei az eszközökön belül. Amennyiben a befektetési alapoknál tárgyalt állampapírra vonatkozó részarányt (14,3%) feltételezzük a unit-linked biztosításokhoz kapcsolódó befektetési jegyek esetére, az is mindössze 187 milliárd forintos addicionális állampapír állományt jelent, amellyel a unit-linked biztosítások

mögött lévő állampapír arány mindössze 24%-ot tesz ki az eszközökön belül. Ez a számítás a nem unit-linked típusú termékek esetén nem okoz jelentős eltérést: tisztán állampapír a teljes eszközök 77%-át jelentette 2023 év végén, a befektetési jegyek mögött feltételezett 14,3%-os részarányt feltételezve pedig az 1 721 milliárd forintnak megfelelő eszköz 78%-át tették ki az állampapírok, amely mindössze 7 milliárdos addicionális állampapírt jelent.

A **nyugdíjpénztárak** állampapír állományának 90%-a volt fix kamatozású államkötvényben 2024 első félévének végén. A nyugdíjpénztári vagyon jelentős részét teszi ki ez az állampapírállományállampapírállomány, a kis piaci részesedésük hátterében a fejletlen magyar nyugdíjpénztári piac áll. Ahhoz, hogy több forrást lehessen ebből a szektorból becsatornázni állampapírokba a nyugdíjpénztári szektor fejlesztése szükséges.

A **változó kamatozású államkötvények** befektetői jellemzően a bankok voltak 2024 első félévének végén, az összes változó kötvény 65%-a volt bankok portfóliójában, a teljes intézményi állampapír állományuk 22%-a volt változó kötvényekben. Bár a bankok méretétől elmarad, mégis jelentős mérettel rendelkezik ebben a piaci szegmensben a befektetési alapok szektora, amely 2021 végétől mutatott bővülést, 2024. június végére pedig elérte a 18%-os részesedést a változó kötvényeken belül. 2022 végén ez az arány 13%, 2021 végén pedig mindössze 9% volt. A rendkívül magas rövid hozamszintek következtében ezen intézményi termékek versenyképessé váltak a (fix kamatozású) lakossági termékekkel szemben, ezért a háztartások is megjelentek a változó kötvények vásárlói között, azonban a mérséklődő inflációs és kamatkörnyezet hatására az említett szektor megtakarításai várhatóan visszaáramlanak a lakossági termékekbe.

2021 végéig a **diszkont kincstárjegy piac** jelentősen visszaszorult a korábbi méretéhez képest, 2014 első negyedévének végén ugyanis kibocsátási értékkel súlyozott átlagos árfolyamértéken számolva meghaladta a 2 500 milliárd forintot a termékkör, onnan csökkent egészen mintegy 600 milliárd forintig. 2022-től kezdődően azonban az állomány újra dinamikus bővülésnek indult, jelenleg nagyságrendileg 2 000 milliárd forint. Ehhez a bővüléshez nagyban hozzájárult a hozamgörbe rövid oldalának jelentős megemelkedése, melynek következtében egy időre **a DKJ lett a lakossági állampapírok legjelentősebb versenytársa**. Ennek hatására a háztartások megjelentek a DKJ piacon és 2022 második felében már a piac legnagyobb befektetői csoportjává váltak, azonban már 2023 végén a hozamkörnyezet mérséklődésének megindulásával a háztartások DKJ állományának visszaszorulása is elkezdődött. 2023 második felétől kezdődően, a befektetési alapokat érintő szabályozások következtében a befektetési alapok DKJ állománya is emelkedni kezdett, azonban az alkalmazkodást követően ez a dinamikus emelkedés lelassult. 2024 első félévének végére ezzel a teljes DKJ piac mintegy 38%-át fedte le a befektetési alapok állománya. Az új szabályoknak való megfelelést az ÁKK is igyekezett rugalmasan támogatni a DKJ-kibocsátások reformjával és a csereaukciók bevezetésével.

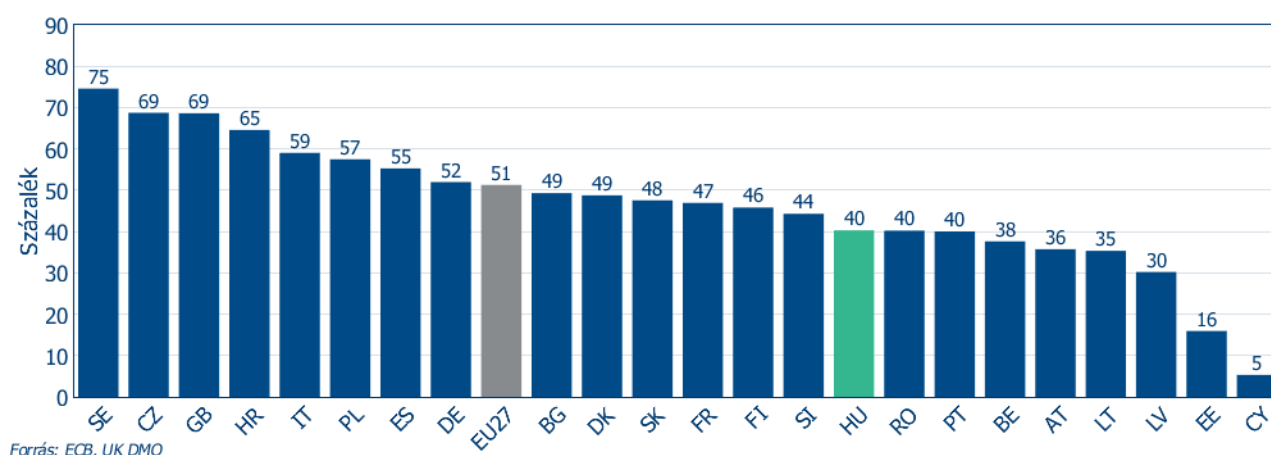


8. ábra: Az intézményi forint állampapír állomány befektetői szektor szerinti bontásban

Mi a helyzet külföldön?

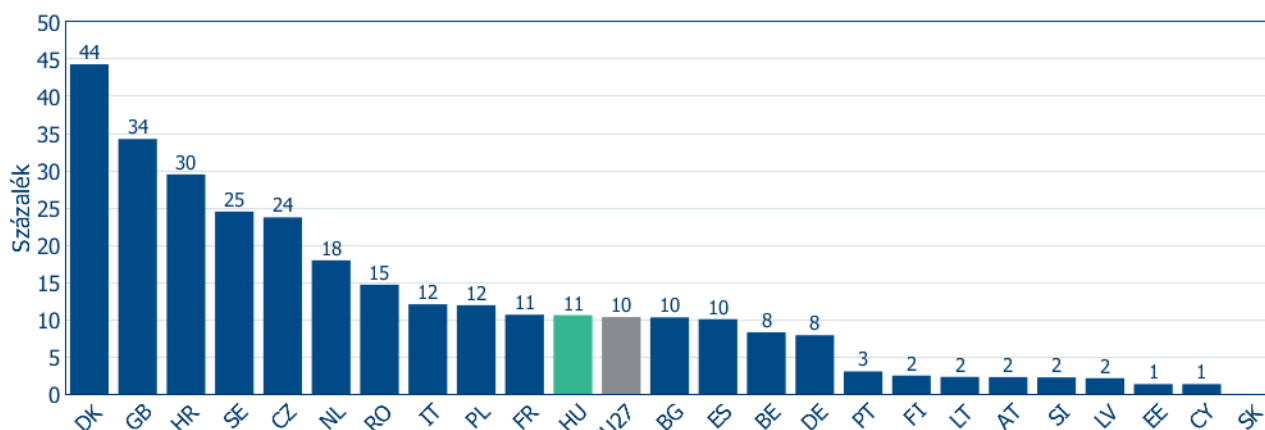
Az intézményi befektetők összehasonlítása az egyes országok eltérő adatközlési gyakorlata miatt problémás, ugyanis a jegybankok jellemzően a teljes állampapírállományra vonatkozó adatokat közölnek, nem megkülönböztetve az egyes részpiacokat. Sőt, a jegybankok jellemzően az egységes pénzügyi számlák statisztikájában közölnek adatot a befektetői szektorokról, ezen módszertan szerint azonban nem kizárólag a központi kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok szerepelnek, hanem az államháztartási szektorba sorolt intézmények által kibocsátott értékpapírok is. Az összehasonlíthatóság érdekében az Európai Központi Bank statisztikáit használtuk fel, amely az államháztartás teljes adósságának szektorok közötti megoszlását tartalmazza, vagyis egy tágabb piacról beszélünk, mint eddig Magyarország esetében. (A brit adatokhoz a helyi adósságkezelő honlapján publikált statisztikáit használtuk, amely a központi kormányzat által kibocsátott kötvények szektorok közötti megoszlását tartalmazza, így ez ismét valamivel szűkebb piac.)

Magyarországon a forint intézményi piac legrelevánsabb befektetői a pénzügyi intézmények, akik a teljes adósságon belül is a legnagyobb arányt képviselik. Ugyanez a vizsgált országok állampapírpiacáról általánosságban is elmondható. A 2023 év végi adatok alapján az látszik, hogy Magyarországon és Romániában a legalacsonyabb ezen intézmények adósságon belüli részesedése a régióban, jelentősen elmaradnak a cseh és a lengyel, valamint az EU tagországok átlagos arányától. Fontos azonban megjegyezni, hogy a teljes adósságban benne vannak a lakossági termékek is, melyek súlya Magyarországon kiemelkedő.



9. ábra: A pénzügyi intézmények részesedése az adósságon belül az egyes EU-s országokban és Nagy-Britanniában 2023 végén

Nemzetközi összehasonlításban látható, hogy a biztosítók és nyugdíjpénztárak piaci részesedése alacsony Magyarországon az államadósság finanszírozásában, pedig az nyugdíj-célú és életbiztosítás célú pénzek hosszú futamidejű és tartós befektetői lehetnének a hosszú forintkötvények piacának, ezáltal segítve a hosszú hozamok fenntarthatóságát, mérsékelve a volatilitásukat. Különösen szembetűnő a cseh és román piachoz képesti lemaradás. A hazai nyugdíjpénztári piac kis mérete miatt addig nem várható ebből az irányból jelentős plusz finanszírozás, amíg a piac mérete nem növekszik. A biztosítók esetében azonban elmondható, hogy a unit-linked biztosítások túlsúlya eredményezi az alacsony piaci részesedést.

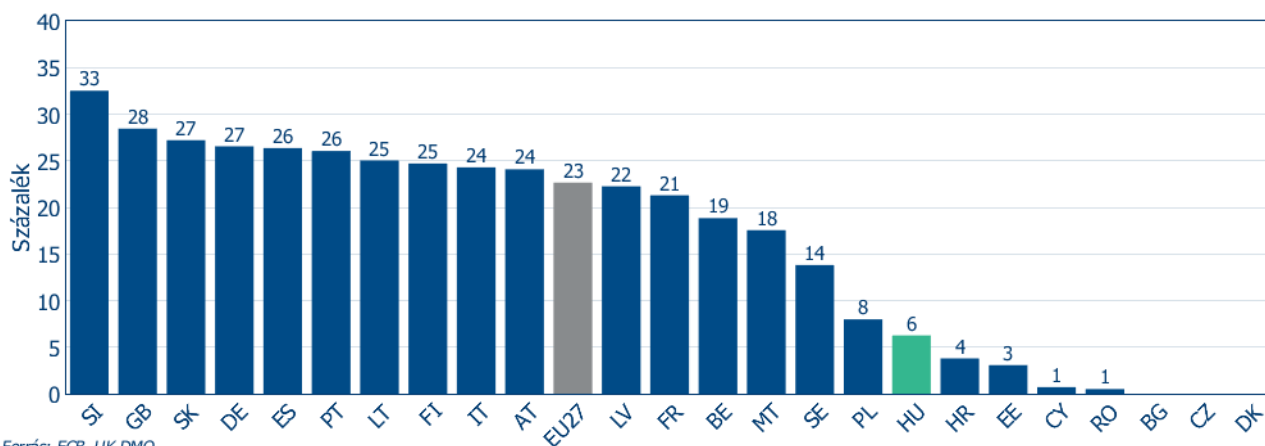


Forrás: ECB, UK DMO

10. ábra: A nem monetáris pénzügyi intézmények részesedése az adósságon belül az egyes EU-s országokban és Nagy-Britanniában 2023 végén

A cikk első felében már említettük, hogy az elmúlt években megnőtt a jegybankok szerepe az állampapírpiacon az eszközvásárlásoknak köszönhetően. Ezek az eszközvásárlások jellemzően először a 2008-as pénzügyi válság után kezdődtek, majd a 2020-as koronavírus-járvány miatti gazdasági és pénzügyi nehézségekkel fokozódtak. Egész Európában aktívak voltak a jegybankok, így érezhető a súlyuk a piacon, és ebből a szempontból Magyarország sem lóg ki a sorból. A régióban a román, a bolgár és a cseh nemzeti bankok állampapír-állománya kisebb a magyarnál, Lengyelországban viszont magasabb arányról beszélhetünk.

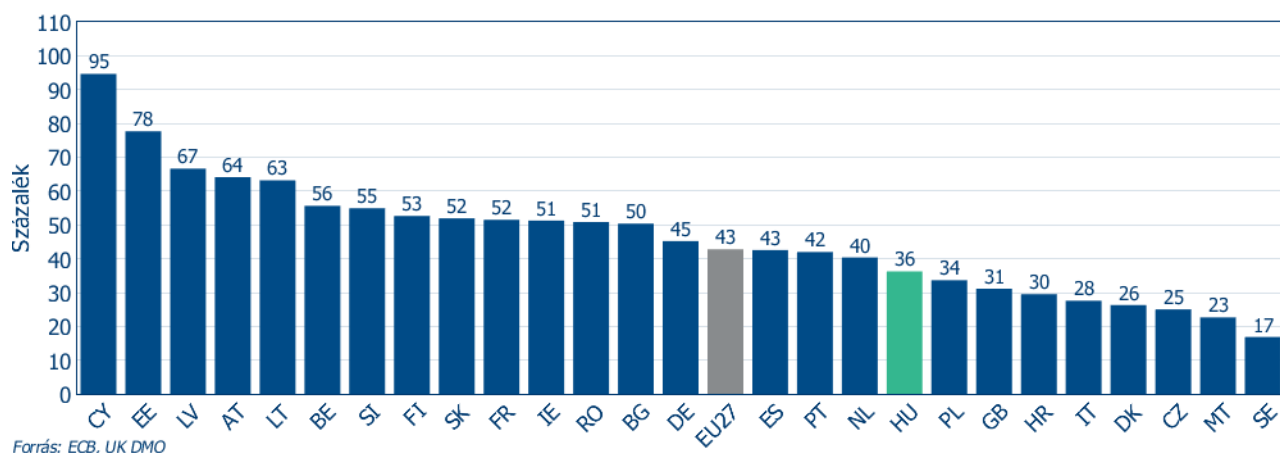
Érdekes lehet az Európai Központi Bank (ECB) eszközvásárlási gyakorlatáról is szót ejteni. Az eurózóna jegybankja kis megszakítással 2015 márciusától 2022 nyaráig vásárolt állampapírokat a bankoktól, a kapott kamatot és a lejáró összeget pedig egészen idén júliusig teljesen vagy részben újra befektette, vagyis folyamatosan vonult vissza a piacról. Ez csak a közös valutát használó, eurozónás országokat érintheti, az ECB nagyobb pénzügyi ereje által biztosított védőháló a válságok és piaci bizonytalanságok során egyre hatékonyabbnak bizonyul.



Forrás: ECB, UK DMO

11. ábra: A jegybankok részesedése az államadósságon belül az egyes EU-s országokban és Nagy-Britanniában 2023 végén

Fontos kockázati tényező az állampapírpiacon a külföldi befektetők részesedése, a magas arányuk ugyanis az államadósság-kezelés sérülékenységét okozhatja. Magyarország esetén ez az arány meghaladja a lengyel és a cseh adatot is, azonban jelentősen elmarad a román adattól. Fontos megjegyezni, hogy ebben a statisztikában a devizakötvények is szerepelnek, amelyek befektetői jellemzően külföldi intézmények, ezért jóval magasabb ez az arány a korábban tárgyalt forint intézményi piacra vonatkozó kb. 20%-os értéknél.



12. ábra: Külföldi befektetők részesedése az adósságon belül az egyes EU-s országokban és Nagy-Britanniában 2023 végén