

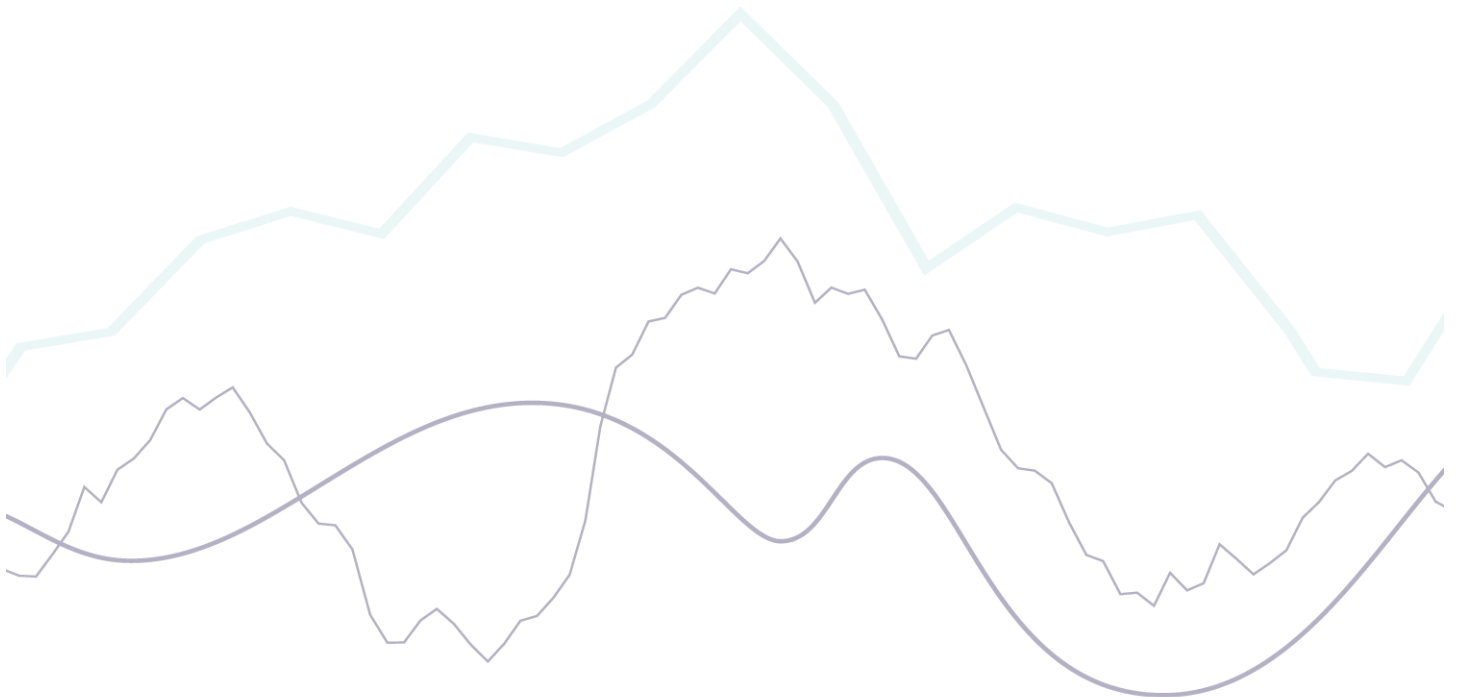


ÁLLAMI SZÁMVEVŐSZÉK

ELEMZÉS

Sérülékenység mérséklése az államadósság vonatkozásában

2020. december





ÁLLAMI SZÁMVEVŐSZÉK

ELEMZÉS

Sérülékenység mérséklése az államadósság vonatkozásában

Engedélyező:

Domokos László
elnök

Az Elemzés
az interneten
a www.asz.hu
oldalon
olvasható.

Szerkesztő:

DR. KÁDÁR KRISZTA projektvezető
BERTALAN RUDOLF GYULA projektvezető

Az elemzés elkészítését felügyelte:

PETŐ KRISZTINA felügyeleti vezető

Készítették:

DR. KÁDÁR KRISZTA projektvezető
MOLNÁR LÁSZLÓ számvevő
NAGY LÁSZLÓ számvevő

Kiadja az Állami Számvevőszék

EL-2803-011/2020.

TARTALOMJEGYZÉK

▶	VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ	5
▶	BEVEZETÉS	8
▶	AZ ELEMZÉS CÉLJA, TERÜLETE	10
▶	AZ ELEMZÉS MÓDSZERE	11
	1. Az államadósság és annak kezelése	12
	— 1.1. Az államadósság fogalma	12
	— 1.2. Az adósság kezelése	12
	— 1.3. Az államadósság-szabály	13
	— 1.4. A magyar államadósság besorolása	14
	2. Az államháztartás központi alrendszerének adósságának finanszírozási stratégiája	15
	— 2.1. Az adósságkezelési célok és azok teljesítése	15
	3. Az államadósság-kezelés során felmerülő kockázatok	20
	— 3.1. Finanszírozási kockázat	20
	— 3.2. Likviditási kockázat	22
	— 3.3. Kamatkockázat	23
	— 3.4. Árfolyamkockázat	23
	— 3.5. Partner- vagy hitelkockázat	24
	4. Az államadósság szerkezeti változásainak hatása a kockázatokra	25
	— 4.1. A GDP-arányos államadósság mértéke	25
	— 4.2. A forint-deviza részarány változása	25
	— 4.3. A forintadósság szerkezetének változása	29
	— 4.4. A devizaadósság szerkezetének változása	30
	5. A hazai finanszírozási részarány növekedése	32
	— 5.1. A hazai finanszírozási részarány-növekedés előnyei	32
	— 5.2. A hazai finanszírozás részarányának változása	33
	— 5.3. A lakossági állampapírok állományváltozása	35
	— 5.4. Az államadósság lejárat szerkezetének és a kamatozás összetételének változásai	36
	6. Lakossági megtakarítási és befektetési lehetőségek	37
	— 6.1. A lakossági megtakarítások szintjének alakulása	37
	— 6.2. A háztartások nettó pénzügyi vagyonának alakulása	38
	— 6.3. Az állampapírok referenciahozamai és a bankbetétek hozamai	39
▶	MELLÉKLET	43
▶	FOGALOMTÁR	44

▶	RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE	47
▶	FELHASZNÁLT DOKUMENTUMOK	48
▶	JOGSZABÁLYOK ÉS KÖZJOGI SZABÁLYOZÓ ESZKÖZÖK JEGYZÉKE.....	53

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Elemzésünk megállapította, hogy a 2012-2020. év közötti időszakban az államadósság-kezelés a stratégiai céloknak és a benchmarkoknak megfelelően, a kockázatok és a költségek minimalizálásának szem előtt tartásával történt, törekedve az optimális portfólió kialakítására. Az adósságkezelés módszerei, eszközei és eredményei az elemzett időszakban csökkentették az ország sérülékenységét.

Az elmúlt években hazánk adósminősítése kedvezően változott, a felminősítések háttérben a pénzügyi mutatók javulása, ezen belül a gazdasági növekedés mértéke, az államadósság-mutató csökkenése, javuló GDP-arányos államháztartási hiány és a külső sérülékenység csökkenése áll. Az adósfelminősítésen túl az 5 éves CDS felárakat az elemzett időszakban a tartós csökkenés tendenciája jellemezte.

Az adósságkezelési stratégiában az adósságkezelő az optimális portfólió kialakításának érdekében évente felülvizsgálta a teljesítménymutatókat. A számszerűen meghatározott stratégiai célokat 2015-től 2019-ig három új alapvető céllal egészítették ki, majd 2020-ban további egygel: az adósságkezelésnek támogatnia kell az adósságráta csökkentését, az éves hiányt minél nagyobb hányadban lakossági állampapír értékesítéssel kell finanszírozni, az államadósság devizahányadát jelentős mértékben csökkenteni kell és az államadósság (első-sorban a forintadósság) futamidejét növelni kell.

A futamidőre vonatkozó célkitűzések 2012-2019. között minden évben teljesültek: a duráció az elemzett években nőtt a 2012. évi szinthez képest, 2019-ben átlagos átárazódásig hátralévő idő megközelítette a felső határértéket.

A forint adósság fix-változó kamatozású elemei benchmarkjának alsó határértékét 2017-től 61%-ról 56%-ra, a devizaadósság benchmarkjának alsó határértékét pedig 2018-tól 66%-ról 60%-ra csökkentette az ÁKK Zrt., aminek háttérben a kereslet megváltozása áll. Több évben a forintadósságon belül a fix kamatozású elemek aránya nem érte el a korábbi évek legalább 61,8%-os arányát. Az optimális értékek kereslet függvényében történő módosítása nem járult hozzá a kamatkockázat és a kamatköltségek csökkentéséhez.

A 2012. évben a forint- és a devizaadósság részarányának célértékét még 50-50%-ban határozta meg a stratégia, 2013-tól 2020-ig azonban a devizaadósság benchmark értékét folyamatosan csökkentette. Az elemzett időszak minden évében a célérték alatt illetve a célsávon belül maradt a részarány. A stratégiában meghatározott devizaadósság-részarány csökkentés érdekében hozott intézkedések eredményeként a devizaadósság részaránya és értéke is csökkent, utóbbi 2012-2020. közt 29,3%-kal. Az elemzett időszakban a forint árfolyama az euróhoz viszonyítva jelentősen romlott. A devizahitelek és kötvények állományának 2012 óta tartó csökkenése az árfolyamkockázat mérséklése révén jelentősen hozzájárult az ország sérülékenységének mérsékléséhez.

A hazai finanszírozás részarányának növelése pozitívan hat az államadósság lejáratí szerkezetéből származó kockázatok mérséklésére, a hosszabb lejáratú, magas kamatozású lakossági forint alapú állampapír állomány növekedése azonban (a hozamszintek következtében) hozzájárul a kamatkockázatok növeléséhez.

A forint alapú államkötvények állománya az elemzett időszakban jelentősen emelkedett, évente közel 500-1 000 Mrd Ft közötti volt a növekedés. Nőtt a finanszírozásban a hazai befektetők részaránya is. A háztartások által megvásárolt állampapírok állománya a 2012. év december végi értékhez viszonyítva a 2020. év július végére 585%-kal, közel a hétszeresére emelkedett, míg a tulajdonos háztartások részaránya az állampapírok állományán belül 7%-ról 26,5%-ra nőtt. A lakossági állampapírok iránti kereslet növekedéséhez hozzájárult a 2019-ben bevezetett MÁP Plusz, 2020. első félévének végén a lakossági megtakarítások közel fele ebben volt. Emellett a személyi jövedelemadóról szóló törvény alapján 2019. június 1-jétől a magyar állam által kibocsátott, a lakosság, mint befektetői célpiacon részére forgalomba hozott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból származó kamatjövedelem adómentes. Jóllehet, 2020 augusztus végére a piaci értékesítésű állampapírok állományában növekedés volt tapasztalható, de az ennek részét képező lakossági állampapír-állomány értéke visszaesett 4,7%-kal 2019. év végéhez képest.

A külföldi befektetők által birtokolt, a központi kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok értéke a 2012-2020. július vége közt 4,4%-kal, a külföldiek részesedése 26,8 százalékponttal csökkent.

Az államadósság kamatkiadásainak összege 2012. és 2019. között nominálisan 10,3%-kal csökkent, míg a kamatkiadások szintje a GDP 4,2%-ról 2,3%-ra csökkent. A csökkenés jórészt a kedvezőbb kamatszintekkel magyarázható. Az adósságkezelés költségei, így a kamatkiadások szintjére kedvezően hatott emellett a CDS felár szintjének számottevő csökkenése is az elemzett időszakban.

A háztartások teljes nettó pénzügyi vagyona 2012 év vége és 2020. II. negyedév vége között 123,9%-kal nőtt, ezen belül a készpénz- és betétállomány 57,3%-kal, míg a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állománya 313,2%-kal. A növekvő megtakarítások és lakossági állampapír-vásárlást ösztönző intézkedések hozzájárultak ahhoz, hogy a teljes adósságállományon belül a forint alapú lakossági állampapírok aránya a 2012. év végi 4,8%-ról 2020. augusztus végére 26,7%-ra emelkedjen.

Az adósságfinanszírozás és az adósságkezelés kockázatait növeli, hogy a központi költségvetés 2020. évi hiánya a tervezettet jóval meghaladóan nőtt év közben. A 2020. évi koronavírus járvány hatásaként (a megnövekedett hiány finanszírozása okán) az államadósság-mutató értéke emelkedett a megelőző évhez képest, ezzel megtört az évek óta tartó csökkenési trend. A bruttó kibocsátás tervezett összege az eredetileg tervezett 7 335 Mrd Ft-ról 2020 augusztusára 11 946 Mrd Ft-ra módosult. A megnövekedett finanszírozási igények következtében 2020. I. félévében a központi költségvetés bruttó devizaadósságának aránya 2019. évhez képest 1,7 százalékponttal emelkedett. A 2020. évi finanszírozás kockázatait növeli a bankok likviditási helyzetével összefüggő növekvő likviditási kockázat, ezek ellensúlyozására a Kormány és az MNB intézkedéseket hozott 2020-ban. A finanszírozás biztonságát szolgálta, hogy hazánk 2020 szeptemberében 62,7 Mrd japán jen összegben vont be forrást négy különböző futamidejű sorozat piacra vitelével. A kötvények hosszú futamideje hozzájárulhat az átlagos átárazódásig hátralevő idő kitűzött 2,75 – 3,75 éves célértékének eléréséhez.

2019. év végén a teljes forintadósság 45%-át a hosszú futamidejű forint államkötvények alkották (piaci és nem piaci kötvények, eltekintve a lakossági kötvényektől). A rövidtávú finanszírozási kockázatok növekedése irányába hat, hogy a megújítandó forintadósság állománya 2022-ben, 2024-ben és 2025-ben magas. A 2020. 08. 31-i teljes forintalapú államadósság 10%-át szükséges 2021-ben megújítani, a lakossági állampapírok esetében a fennálló állomány 15,2% megújítása válik szükségessé 2021-ben. Az államkötvények esetében a 2022. évben jelentkezik majd erőteljesebben a megújítási szükséglet.

Az állampapírok értékesítését befolyásoló tényező a befektetéssel biztosított hozamok szintje. A jelenleg forgalmazott állampapírok mintegy fele biztosít inflációt meghaladó hozamot. Elemzésünk megállapította, hogy az egy éven belüli lejáratú bankbetétek néhány évtől eltekintve magasabb hozamokat biztosítottak, mint az egy éves futamidejű állampapírok, ezért ezek nem nyújtottak megfelelő alternatív befektetési lehetőséget. Magasabb hozamra hosszú távon, 3 éves futamidőt elérve, vagy azt meghaladva lehet szert tenni állampapír-befektetésekkel. A lakossági állampapír-állomány 2020-ban csökkent 2019-hez képest, azonban ezt a csökkenést a nem a lakosság tulajdonában lévő portfólió csökkenése okozta, a közvetlenül a lakosság kezében lévő állomány emelkedett 2020 második negyedévében. A háztartások pénzügyi eszközeinek állománya és a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokban elhelyezett megtakarítások szintje is nőtt. Mindezek alapján tere van a lakossági állampapír-befektetések további ösztönzésének versenyképes hozamot biztosító, rugalmas befektetési lehetőségek nyújtásával.

Összességében 2012-2019. között az adósságkezelés kockázatai csökkentek. Jelentősen mérséklődött a finanszírozási kockázat a hazai és a lakossági állampapír értékesítés volumenének növekedése következtében, és az átlagos futamidő növekedésével az átárazódás kockázata is csökkent. A likviditási kockázatot csökkentették az ÁKK Zrt. likviditási műveletei, így a KESZ minimális záróállománya az elemzett időszakban néhány munkanap kivételével az előírt szint felett alakult.

A kamatkockázatot csökkentette a hosszabb futamidejű állampapírok kibocsátásának növelése, ami az átlagos futamidőt növelte. A fix kamatozású elemek benchmark értéken belül tartása, a devizaadósság kamatainak swapolása szintén hozzájárult a kamatkockázatok csökkentéséhez. Az árfolyamkockázat mérsékeltebbé vált a devizarészarány csökkenésének következtében, de a forint árfolyamának leértékelődése hozzájárult a devizaadósság felértékelődéséhez és a devizában fizetendő kamatok értékének növekedéséhez. A forint adósság kamatkiadásainak növekedését eredményezte a lakossági állampapírok értékesítésének felfutása a magasabb hozamokhoz kapcsolódóan.

Az államadósság-kezelés eddigi lépései, valamint a magyar gazdaságpolitika eredményessége, a költségvetési politika hitelessége jelentősen mérsékeltek az államadóssággal összefüggő valamennyi kockázatot. Így a

2020-ban és várhatóan 2021-ben is számottevően emelkedő államadósság is biztonságosan finanszírozható lesz, ha a nemzetközi pénzpiacokon a pénzbőség fennmarad. Az utóbbira vonatkozó pozitív prognózisok ellenére célszerű felkészülni arra, hogy a világ szinte összes államának nagymértékű eladósodása, és a gazdaság újraindításához szükséges hitelek iránti növekvő kereslet következtében az államadósság finanszírozása megnehezül, és a nemzetközi pénzpiacok turbulensebbé, kiszámíthatatlanabbá válnak. A tapasztalatok szerint pénzpiaci hullámzásoknak jobban kitettek az ún. feltörekvő piacok. Magyarországot is ide sorolják, következésképpen saját jobb teljesítményétől függetlenül Magyarország is elszenvedője lenne egy negatív pénzpiaci fordulatnak. Egy ilyen helyzet bekövetkezése esetén a likviditási és a finanszírozási kockázatok egyaránt fel erősödnének különösen a külföldi befektetők egy részének körében.

BEVEZETÉS

Az Állami Számvevőszék (ÁSZ) az Állami Számvevőszékről szóló 2011. évi LXVI. törvény 5. § (13) bekezdése alapján - ellenőrzési tevékenysége mellett - elemzések és tanulmányok készítésével is előmozdítja a szabályszerű közpénzfelhasználás elveinek érvényesülését.

Az ÁSZ 2007-ben publikált téziseiben (ÁSZ, 2007) a szerzők kifejtették, hogy az átláthatóság a közpénzügyi rendszerek fontos értéke, ami jelentős mértékben csökkentheti az államadósság kezelésének költségeit. A szerzők a jogszabályi környezet korszerűsítésében az új közpénzügyi szabályozás megalkotását tekintették minőségi áttörésnek. A szabályozásnak – mint írták – ki kell terjednie a költségvetési deficit finanszírozása és az államadósság-kezelés, állami követelésekkel történő gazdálkodás kérdéseire is.

2012-ben lépett hatályba Magyarország Alaptörvénye, ezt követően nőtt az államadósság-kezeléssel kapcsolatos feladatok jelentősége. Az Alaptörvény meghatározza, hogy az Országgyűlés csak olyan központi költségvetésről szóló törvényt fogadhat el, amely az államadósság a teljes hazai össztermékhez viszonyított arányának csökkentését tartalmazza.

Az ÁSZ az elmúlt években több elemzésben és jelentésben értékelte a központi költségvetés adósságát, az államadósságot, a bruttó külső adósságot és a hazai adósságkezelést. Az elemzésekben és jelentésekben az ÁSZ a költségvetési hiány és az államadósság GDP-hez viszonyított arányának változása szempontjából lényeges, az elkövetkező években még hangsúlyosabban jelentkező kockázatot azonosított.

Az államháztartás központi alrendszerének adóssága és éven túli kötelezettségvállalásának ellenőrzéséről szóló jelentés (2012.) egyebek közt megállapította, hogy az adósságkezelésért felelős szervezetrendszer a 2008-2009. évi likviditási és pénzügyi válság bekövetkeztekor nem alkalmazkodott a szabályozási környezet módosításával. Az ÁSZ több javaslatot fogalmazott meg a jelentés alapján a nemzetgazdasági miniszter részére. Az államháztartás adósságkezelő rendszerének működése, az Államadósság Kezelő Központ Zrt. szerepe, teljesítménye (2016.) c. elemzés feltárta, hogy a 2012-2015. években megfogalmazott hat mennyiségi cél (teljesítménymutató), valamint az egyéb, nem számszerűsített célkitűzések jól szolgálták az adóssággal kapcsolatos kockázatok kezelését. A magyar adósságkezelés – az egységnyi bruttó államadósságra jutó bruttó kamatköltséggel mérve – a legköltségesebb volt az Európai Unió országai között 2013 és 2015 között, annak ellenére, hogy az adott időszakban a magyar adósságszolgálati költségek is jelentősen csökkentek.

Az ÁSZ a lakosság pénzügyi sérülékenységét (ÁSZ, 2020b) valamint a költségvetés fenntarthatóságát (ÁSZ, 2020a) is elemezte a közelmúltban. Az elemzések szerint, bár a háztartások GDP-arányos nettó pénzügyi vagyonának 2010-től tartó növekedése mellett 2016-tól a hitelezés újbóli fellendülésével visszafogottabb lett a megtakarítási hajlandóság, a lakosság egyre nagyobb szerepet kapott az államadósság finanszírozásában.

Az államadósság-kezelési tevékenység Magyarország bruttó külső eladósodottsága mérsékléséhez való hozzájárulásának ellenőrzéséről szóló jelentés (2020c) megállapította, hogy az adósság-kezelési stratégia és az ehhez kapcsolódó finanszírozási intézkedések a bruttó devizaadósság folyamatos csökkenéséhez eredményesen járultak hozzá a 2014-2018. években. Az államadósság-kezelés elősegítette az államháztartás bruttó külső adósságának, ezáltal Magyarország külső sérülékenységének mérséklődését.

A bruttó külső adósság és az államadósság finanszírozásának kapcsolatáról szóló elemzés (ÁSZ, 2019b) rámutat, hogy a központi költségvetés, és ezáltal az ország külső sérülékenysége az államadósság devizaarányának növekedése esetén nagymértékben fokozódik. Magyarország a korábbi évtizedekben sérülékeny volt, erősen eladósodott, magas volt a GDP-hez mért adósságaránya és ennek több mint fele devizában állt fenn. A 2007. és 2011. évek között a pénzügyi válság kiteljesedése volt jellemző, amelynek során a gazdasági mutatószámok gyors ütemű romlása volt megfigyelhető. Ezen időszakban a gazdasági válság okozta negatív hatások miatt a bruttó külső adósság jelentősen megugrott és meghaladta a bruttó hazai termék értékét. A 2011. évtől kezdődően indult el a stabilizáció időszaka, amelyre a bruttó külső adósság szinte folyamatos csökkenése volt jellemző. A kedvező adósságpályának köszönhetően Magyarország bruttó külső adóssága a 2017. évben megközelítette a régiós átlagot. Az államháztartás bruttó külső adósságmutatójának csökkenésében a végbement gazdasági növekedés is fontos szerepet játszott. Kedvező változást jelentett az is, hogy a rövid lejáratú külső devizaadósság részaránya szintén mérséklődött. A hosszabb lejárat következtében kiszámíthatóbbá vált az adósság megújítása, csökkentve a megújítási kockázat mértékét (ÁSZ, 2019b)

A sérülékenységet a kedvezőtlen gazdasági mutatókkal rendelkező ország esetében fokozza, ha a külső gazdasági, pénzügyi környezet romlani kezd, és a befektetők rövid idő alatt értékesíteni akarják a náluk lévő eszközöket. Ebben az esetben nehézségekbe ütközik a lejárató államkötvények megújítása, és a kamatköltségek emelkedése hozzájárulhat a költségvetési hiány növekedéséhez is. A legfontosabb sérülékenységet növelő tényezők az alábbiak: adósság megújítási problémák a kedvezőtlen lejárat szerkezetből adódóan, árfolyamváltásból eredő költség-növekedés a devizaelemek magas arányából eredően, nem kellően diverzifikált adósság-szerkezet, magas államadósság/GDP arány, a fix/változó kamatozású elemek nem optimális aránya (INTOSAI, 2019).

Hazánk adósságának refinanszírozását, illetve az új adósság kibocsátást érdemben befolyásolja, hogy a pandémia okozta recesszió következtében a globális adósság GDP-hez viszonyított aránya új rekordra, 331%-ra emelkedett 2020. első negyedévében, szemben a 2019. IV. negyedévi 320%-kal. A globális adósságon belül (háztartások, nem pénzügyi vállalatok, kormányzatok, pénzügyi szektor) a kormányzati adósságok GDP-hez viszonyított átlagos rátája 51,5%-ról 53,5%-ra emelkedett egy év alatt. Jóllehet, az emelkedő adósságszint aggályokat vet fel az adósság dinamikájával és a hitelképességgel kapcsolatban, az államadósság több mint 92%-a továbbra is befektetési minőségű (BBB, vagy afeletti). Jelentősen növeli a finanszírozási kockázatot, hogy a feltörekvő piacoknak (köztük Magyarországnak) 2020 végéig 620 milliárd dollárnyi devizaadósságot (kötvények és hitelek formájában) kell refinanszírozniuk. (IIF, 2020.)

Bár az államadósság-mutató értéke 2011-2019. közt folyamatosan csökkent, a koronavírus járvány negatív gazdasági hatásai és a járvány hatásait mérsékelni hivatott kormányzati intézkedések többletkiadásai miatt a 2020. évi költségvetési törvényben szereplő hiány adatát a kormány 2020 szeptemberéig három alkalommal módosította. A várható hiányt az utolsó módosítás alkalmával (2020. augusztusában) 3 600 Mrd Ft (a GDP 7-9%-a) értékben tervezték (ÁKK, 2020b, 2020c, 2020d)).

Az ÁKK Zrt. a 2020. évi finanszírozási tervét év közben a módosuló hiánycélokhoz megfelelően módosította. A bruttó kibocsátás tervezett összege az eredetileg tervezett 7 335 Mrd Ft-ról 2020 augusztusára 11 946 Mrd Ft-ra módosult (ÁKK 2019b, 2020d). A nemzetközi kötvények kibocsátási terve módosult a legjelentősebben, a tervezett 266 Mrd Ft-ról 1 404 Mrd Ft-ra. 2020 első nyolc hónapjában az államadósság jelentősen nőtt, 2 787,7 Mrd Ft-tal. A többletkiadások finanszírozása érdekében az adósságkezelésben olyan kormányzati intézkedésekre van szükség, amelyek jelentős forrásátcsoportosítást és gyors reagálást tesznek lehetővé.

AZ ELEMZÉS CÉLJA, TERÜLETE

Az elemzés célja az adósságkezelés során felmerülő kockázatok értékelése, illetve a kockázatok egymásra gyakorolt hatásainak bemutatása.

A hazai finanszírozás részarányának növekedése következtében az államadósság-kezelés egyes kockázatai lényegesen mérséklődnek, míg egyes kockázatok felerősödnek. Az elemzés megvizsgálja, hogy az államadósság szerkezetének változása milyen módon hatott az államadósság-kezelés különböző kockázataira. A kockázatok azonosítása során az államadósság vonatkozásában az ÁKK Zrt. által az éves finanszírozási stratégiákban meghatározott kockázatokot vettük figyelembe. Az elemzés kitér a kockázatok mérséklése által meghatározott teljesítménymutatókra, azok évenkénti változására, az államadósság szerkezeti felépítésére és annak változására, valamint a kitűzött stratégia célok teljesítésére. Az elemzésben hangsúlyt kapnak a koronavírus járvány gazdasági hatásainak kezelése érdekében meghozott kormányzati intézkedések államadósság finanszírozhatóságára gyakorolt hatásai.

A hazai finanszírozás részarányának növekedésére tett intézkedések elemzése során megvizsgáltuk a piacon a különböző megtakarítási időtávokban elérhető állampapírok referenciahozamait és a bankok által biztosított referenciakamatokat. Megvizsgáltuk, hogy a pénzügyi megtakarítási lehetőségek hogyan viszonyulnak az államadósság-finanszírozás nyújtotta megtakarítási lehetőségekhez, a lakossági szereplők számára milyen alternatívát jelentenek. Elemzésünk feltárja az adósságkezelési stratégiában meghatározott kockázatok csökkentésének eredményeit.

AZ ELEMZÉS MÓDSZERE

Az elemzés a 2012. januártól a 2020. augusztus végéig tartó időszak adatait és folyamatait dolgozza fel, de ahol rendelkezésre állt, 2020. szeptemberi adatokat is szerepeltetünk. Az elemzés a nyilvánosan elérhető hazai és nemzetközi adatok, információk, elemzések és publikációk felhasználásával készült. Felhasználtuk az Államadósság Kezelő Központ Zrt., a Központi Statisztikai Hivatal, a Magyar Nemzeti Bank nyilvános adminisztratív és statisztikai adatait, a szervezetek rendszeresen közzétett nyilvános adatszolgáltatásait és kapcsolódó elemzéseit, az egyes kormányzati stratégiai dokumentumokat, a költségvetési és zárszámadási törvényeket, valamint az ÁSZ elemzéseit, tanulmányait, jelentéseit. Az elemzés korlátai közé tartozik, hogy több esetben nem állt rendelkezésre 2020. évi adat, illetve csak 2020. júniusi, júliusi, illetve augusztusi adattal rendelkezünk.

Az ÁSZ jelen elemzésében a rendelkezésre álló adatokat többféleképpen feldolgozta, rendszerezte, értékelte, ezek alapján összefüggéseket tárt fel. Az elemzésben több helyen elsődleges adatokat állítottunk elő az adminisztratív és a statisztikai adatállományok alapján.

1. Az államadósság és annak kezelése

1.1. Az államadósság fogalma

Az államadósság fogalmát, számításának módját, mutatóját, illetve az államadósság-kezelési feladatokat a Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló 2011. évi CXCV. törvény (Gst.) határozza meg. A jogszabály szerint *államadósság* az Európai Közösséget létrehozó szerződéshez csatolt, a túlzott hiány esetén követendő eljárásról szóló jegyzőkönyv alkalmazásáról szóló, 2009. május 25-i 479/2009/EK tanácsi rendeletben meghatározott módon számított adósság. A rendelet 1. cikke szerint államadósság a „kormányzati” szektor év végén fennálló bruttó adóssága névértéken, azon pénzügyi eszközöknek megfelelő kötelezettségek kivételével, amelyek a „kormányzati” szektor tulajdonában vannak. Az Európai Közösséget létrehozó szerződés „a túlzott hiány esetén követendő eljárásról” szóló jegyzőkönyvének 2. cikke szerinti adósság az év végén névértéken fennálló, államháztartási (központi kormányzat, regionális vagy helyi önkormányzatok, valamint a társadalombiztosítási alapok között és az azokon belül összevont) teljes bruttó adósság. Nem tartoznak ide a kereskedelmi ügyletek az Integrált Nemzeti Számlák Európai Rendszerében szereplő meghatározás szerint. Az államadósság az alábbi kategóriákból áll: készpénz és betétek, részvényeken kívüli értékpapírok a származékos pénzügyi eszközök kivételével és hitelek.

A hazai adósságkezelő intézmény (Államadósság Kezelő Központ Zrt., ÁKK Zrt.) csak az államháztartás központi alrendszerének adósságát kezeli. Az ÁKK Zrt. által publikált statisztikai adatok az ÁKK Zrt. által kezelt adósságot tartalmazzák, tehát a kormányzati körbe tartozó más intézményekét és az önkormányzatokét nem.

1.2. Az adósság kezelése

Magyarország Kormánya 2011. március 1-jén ismertette a 26 pontból álló Széll Kálmán tervet (Magyarország Kormánya, 2011), amelynek fókuszában az államadósság csökkentése állt. Az Országgyűlés 2011. április 18-án elfogadta Magyarország új Alaptörvényét, amely 2012. január 1-jén lépett hatályba. Ezzel összhangban született meg az Országgyűlés által 2011. decemberében elfogadott Gst., amelynek 13. § (1) bekezdés b) pontjában rögzíti, hogy a központi költségvetés éves és középtávú finanszírozási tervét, valamint az a) pont alapján az államháztartás központi alrendszere adósságának finanszírozási stratégiáját az államháztartásért felelős miniszter készíti el az ÁKK Zrt. útján.

A Gst. 13. § (1) bekezdés a) pontja előírása értelmében az államháztartásért felelős miniszter az ÁKK Zrt. útján a központi költségvetésről szóló törvény felhatalmazása alapján szervezi az államháztartás központi alrendszere adósságának adósságot keletkeztető ügyletből származó része terhére elszámolandó állampapír-kibocsátást, hitelfelvételt és adósság-átvállalást. Az ÁKK Zrt. 2001. március 1-jén jött létre, kizárólagos tulajdonosa a magyar állam, a tulajdonosi jogokat pedig az államháztartásért felelős miniszter gyakorolja.

Az államadósság keletkezésének és finanszírozásának szabályait, valamint az ezzel kapcsolatos tevékenységet végző szereplőkre vonatkozó jogszabályi előírásokat a fentiekén túl, az adott évre vonatkozó költségvetési törvények, valamint a Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény (Ptk.) és a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény is szabályozza, amelyek a belföldön nyilvánosan forgalomba hozható értékpapírok forgalomba-hozatalának és forgalmazásának feltételeit szabályozzák. Az államháztartás központi alrendszerében a költségvetési többlet felhasználásáról, a költségvetési hiány finanszírozásáról és az államadósság kezeléséről az államháztartásról szóló 2011. évi CXCV. törvény (Áht.) 5. § (2) bekezdés előírása alapján az államháztartásért felelős miniszter gondoskodik.

Annak érdekében, hogy a törvényeknek megfelelően a költségvetés biztonságos finanszírozhatósága megvalósuljon, az ÁKK Zrt-nek olyan módszereket kell alkalmaznia, amelyek az államadósság-kezelés költségeinek és kockázatainak csökkentését eredményezik. Az államadósság-kezelés feladata és egyben célja, hogy minimális költségek és reális kockázatok vállalása mellett hosszú távon és folyamatosan biztosítsa a költségvetés finanszírozási igényét. Mindez egy optimális adósságszerkezet kialakításával valósítható meg, amelynek biz-

tosítása az ÁKK Zrt. feladata. A tulajdonosi jogokat, ezáltal az államadósság-kezelési stratégia, az éves finanszírozási terv, valamint a teljesítménymutatók jóváhagyására vonatkozó jogköröket az államháztartásért felelős miniszter közvetlenül gyakorolja.

Az ÁKK Zrt. kevés számú, a befektetők által ismert és könnyen kezelhető instrumentumot bocsát ki piackonform, transzparens módon, vagyis a piaci forintkötvényeket és a diszkont kincstárjegyeket aukciókon értékesíti, egy évre előre közzétett fix kibocsátási naptár alapján (ÁKK, 2020a).

A Gst. alapján az államadósság-kezelés vonatkozásában az ÁKK Zrt. tevékenysége többek között az alábbi főbb feladatkörökre terjed ki:

- a központi költségvetésről szóló törvény felhatalmazása alapján szervezi az államháztartás központi alrendszere adósságának az adósságot keletkeztető ügyletből származó része terhére elszámolandó állampapír-kibocsátást, hitelfelvételt és adósság-átvállalást
- az államháztartás központi alrendszere adóssága finanszírozási stratégiájának elkészítése
- a stratégiával összhangban a központi költségvetés éves és középtávú finanszírozási tervének elkészítése
- az államháztartás központi alrendszere adóssága terheinek kifizetése
- az állam átmenetileg szabad pénzeszközeinek kezelése
- az adósságszolgálat és az állampapírpiacon folyó folyamatok elemzése
- közreműködés az állami kezességvállalás mellett történő hitelfelvetelek véleményezésében és lebonyolításában
- véleményezi az egyedi állami kezességvállalás, garanciavállalás mellett nyújtott hitelek és kibocsátott kötvények feltételeit.

Az ÁKK Zrt. által számított adósság a Gst. előírásainak megfelelően a központi költségvetés nem konszolidált bruttó adósságát tartalmazza, nem tartalmazza azonban a Gst. 3.§ (1) bekezdés c), d) és f) pontjai szerinti adósságelemeket (váltókat, pénzügyi lízingből és halasztott fizetésből eredő tartozásokat).

- Az ÁKK Zrt. az államkötvényeket és a lakossági állampapírokat névértéken mutatja ki.
- A diszkont kincstárjegyeket ún. átlagos eladási áron – diszkontértéken – tartják nyilván, amely az adott értékpapír minden eladási típusú tranzakcióját követően módosul.
- A devizaadósság elemeit a devizaswap-ügyletekkel korrigáltan, a hónap végi hivatalos MNB devizaközépárfolyamon forintra átszámítva mutatják ki. (ÁKK, 2020c)

1.3. Az államadósság-szabály

Magyarország Alaptörvénye határozza meg az ún. *adósság-szabályt*. A 36. cikk előírásainak értelmében az Országgyűlés nem fogadhat el olyan központi költségvetésről szóló törvényt, amelynek eredményeképpen az államadósság meghaladná a teljes hazai össztermék felét. Mindaddig, amíg az államadósság a teljes hazai össztermék felét meghaladja, az Országgyűlés csak olyan központi költségvetésről szóló törvényt fogadhat el, amely az államadósság a teljes hazai össztermékhez viszonyított arányának csökkentését tartalmazza.

Az államadósság-mutató a Gst. 2. §-a alapján „*olyan, százalékban kifejezett, egy tizedesig kerekített hányados, amely számlálójában az államadósságnak, nevezőjében a Közösségben a nemzeti és regionális számlák európai rendszeréről szóló tanácsi rendeletben meghatározottak szerint számított bruttó hazai terméknek e törvény szerinti értéke szerepel.*” Számítását a Gst. határozza meg. A mutató egy tizedesig kerekített hányados, ahol a számlálóban a – 2020. január 1-jétől már a 2009. május 25-i 479/2009/EK tanácsi rendeletben

meghatározott módon számított - államadósság, a nevezőjében a Közösségben a nemzeti és regionális szám-lák európai rendszeréről szóló tanácsi rendeletben meghatározottak szerint számított bruttó hazai termék sze-repel. Az államadósság-mutató értékét oly módon kell meghatározni, hogy annak a viszonyítási évhez (előző év) figyelembe vett csökkenése – az államadósság csökkentésre vonatkozó európai uniós szabályok érvénye-sítése mellett – legalább 0,1 százalékpontot érjen el. A Gst. előírásai alapján a Kormány a féléves adatok alapján felülvizsgálja az adósság-szabály érvényesülését, melynek eredményéről tájékoztatja az Országgyűlés illetékes bizottságát és a Költségvetési Tanácsot. 2015. június 19. óta a Gst. szerint a kormányzati szektor egyenlegét úgy kell meghatározni, hogy összhangban legyen a középtávú költségvetési cél elérésével, és an-nak hiánya ne haladja meg a bruttó hazai termék mértékének 3%-át.

Az államadósság-mutató központi költségvetési törvényekben tervezett, valamint tényleges értékének alaku-lását az 1. táblázat szemlélteti:

1. táblázat

Az államadósság-mutató értéke 2012-2019. között

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
A központi költségvetési törvény sze-rinti tárgyév re vonatkozó államadós-ság-mutató év végén várható értéke (terv)	-	73,7	76,9	75,4	73,3	71,9	69,5	70,3
Az államadósság-mutató értéke (ÁKK Zrt. adata)	78,6	77,4	76,8	76,1	75,5	72,9	70,2	66,4
Változás az előző évhez képest (%pont)		-1,2	-0,6	-0,7	-0,6	-2,6	-2,7	-3,8

Forrás: Magyarország központi költségvetéséről szóló törvények, ÁKK 2020h alapján, ÁSZ szerkesztés

Az államadósság-szabály az Alaptörvény 36. cikk (5) bekezdésében meghatározottak szerint az elemzett években teljesült, a mutató minden évben csökkent. Magyarország 2021. évi központi költségvetéséről szóló 2020. évi XC. törvény alapján 2020. év végére a költségvetési hiány a GDP 3,8%-át éri el, az államadósság-mutató értéke várhatóan 72,6%-ra nő (a törvényt 2020 júliusában hirdették ki).

1.4. A magyar államadósság besorolása

Egy ország **adós-besorolása** azt mutatja meg, hogy az (a minősítők értékelése alapján) miként képes eleget tenni adósság-törlesztési kötelezettségeinek. Az adóssosztályzatok jelzik a befektetők számára, hogy egy adott gazdasági egységbe milyen kockázatok vállalása mellett lehet befektetni. A hitelminősítők a gazdaság növe-kedését vagy csökkenését, a külföldi és belföldi beruházások alakulását, a törvényhozás következetességét és kiszámíthatóságát, az állami szervek és döntéshozatali mechanizmusok átláthatóságának szintjét, az ország pénzügyi stabilitását befolyásoló főbb szempontokat veszik górcső alá döntéseik meghozatalánál. Stabilról pozitívrá változtatta a Magyarország adóssosztályzat kilátását a Moody's Investors Service 2020 júniusában. A Fitch Ratings és a Standard & Poor's. egyaránt befektetési ajánlású, "BBB" szintű besorolással tartja nyilván a hosszú futamú szuverén magyar forint- és devizaadósság-kötelezettségeket (Hvg.hu, 2020).

Az elmúlt évek felminősítéseit mindhárom nagy hitelminősítő a pénzügyi mutatók javulásával indokolta, ezen belül a gazdaság növekedését, az államadósság csökkenését, az alacsony államháztartási hiányt, és a külső sérülékenység csökkenését emelték ki. A hitelminősítők szerint a további felminősítésekhez szükséges a hi-telezés további fellendülése, a gazdasági növekedés 3-3,5 százalék körüli éves emelkedése, a folyó fizetési mérleg többlete, a tartósan alacsony államháztartási hiány, és a bankrendszeren belüli nem teljesítő hitelek arányának mérséklődése (Origo.hu, 2018).

Az országgkockázatot a **Credit Default Swap (CDS)** felár fejezi ki, ami egy ország nemfizetési kockázataira köthető piaci biztosítási cseretranszakciók felára. Az éves biztosítási díj fedezetet nyújt az államkötvény név-értékéig az ország nemfizetése esetén.

Az 5 éves CDS felárakat az elemzett időszakban a tartós csökkenés tendenciája jellemezte. A 2012. év első napjaiban a CDS felár 730 bázispontra emelkedett, azonban az év végére 270 bázispont körül alakult. A 2014.

évben ismét folytatódott a csökkenő trend, és év végére 170 bázispontra, a 2015. év végére 160 bázispontra, a 2016. év végére 130 bázispontra, a 2017-2018. években 90 bázispontra, míg a 2019. év végére 75 körüli bázispontra csökkent. A CDS felárak tehát jelentősen csökkentek, ami a kamatkockázat csökkenését jelenti. A CDS felár értéke 2020 első két hónapjában 45 bázispont volt, azonban a pandémia időszakában duplájára emelkedett, majd 2020. júniusában ismét 75 pontra csökkent. (elemzeskozpont.hu)

2. Az államháztartás központi alrendszere adósságának finanszírozási stratégiája

Az ÁKK Zrt. a finanszírozási műveleteit az államháztartásért felelős miniszter (a pénzügyminiszter) által jóváhagyott, évente aktualizált adósságkezelési stratégia alapján tervezi meg és bonyolítja le. Az államháztartás központi alrendszere adósságának finanszírozási stratégiája (adósságkezelési stratégia) célja a költségvetés finanszírozási igényének hosszú távon minimális költséggel és elfogadható kockázatok vállalása mellett egységes szemléletben történő finanszírozása. Az adósságkezelési stratégia kiterjed az adósságkezelés alapelveire és céljaira, feltételrendszerére és kockázataira, az adósságszerkezetre vonatkozó irányelvekre, a finanszírozási instrumentumok alaptípusaira és az értékpapírok kibocsátási módjaira. Az ÁKK Zrt. által készített finanszírozási stratégiákban foglalt célok az államadósság kezeléséről szóló éves jelentésekből, valamint az éves finanszírozási kiadványokból olvashatóak ki (ÁKK, 2011, 2012a-2019a, 2020a, 2013c-2019c, 2020b, 2020c, 2020d). Az Gst. 2015. június 19-től hatályos 14/A. § (1) bekezdése előírása értelmében a stratégia a keletkezésétől számított 2 éven belül nem nyilvános.

Az általános államadósság-kezelési célokat az adósságkezelő teljesítménymutatók, benchmarkok kitűzésével számszerűsíti. (A referenciamutatókat a rövid távú hatások kiszűrése érdekében jellemzően 90 napos mozgó átlag alapján számítja az ÁKK Zrt.) Az adósságkezelés fő céljai az elemzett időszakban változtak, kiegészültek.

2012-2014. között a kockázatok kezelése érdekében általános adósságkezelési célokat fogalmaztak meg a finanszírozási kiadványok, ezekhez számszerű benchmark-értékeket rendeltek. 2015-től 2019-ig három új alapvető célt rögzítettek az adósságkezelésben: az adósságkezelésnek támogatnia kell az adósságráta csökkentését, az éves hiányt minél nagyobb hányadban lakossági állampapír értékesítéssel kell finanszírozni, a lakossági állampapír értékesítés felfuttatásával. Végezetül, az államadósság devizahányadát jelentős mértékben kell csökkenteni. 2020-ban újabb alapvető célként került meghatározásra, hogy az államadósság (első-sorban a forint adósság) futamidejét növelni kell (ÁKK, 2019a).

A pénzügyminiszter által jóváhagyott benchmarkok a stratégiai célok számszerűsítését szolgálják. Ezek: forint-/devizaadósság aránya, devizaadósság devizaszerkezete, devizaadósság fix/változó kamatozású összetétele, forintadósság fix/változó kamatozású összetétele, instrumentumok futamideje, Kincstári Egységes Számla (KESZ) minimális állománya. Ezen túlmenően egyéb, nem számszerűsíthető célok is megjelentek 2012-2020. közt az adósságkezelési stratégiákban, mint pl. a vártnál nagyobb keresletre történő rugalmas reagálás, az elsődleges forgalmazói árjegyzés támogatása, az állampapírügyletek zavartalan lebonyolításának, valamint a forgalom növelésének elősegítése, vagy a piac likviditásának és átláthatóságának biztosítása (ÁKK, 2019c).

A 2012. évtől az államadósság-kezelés stratégiájában a költséghatékonyság biztosítása és a GDP arányos államadósság csökkentése érdekében a célok megvalósulását mérő benchmarkok (referenciamutatók) számai, arányai változtak. Az ÁKK Zrt. a benchmarkokat, mint pénzügyi standardokat alkalmazza, amelyek segítségével mérhetővé válik egy-egy pénzügyi termék teljesítménye.

2.1. Az adósságkezelési célok és azok teljesítése

A benchmarkértékek meghatározásakor a kockázati faktorokat szimulálva meg kell vizsgálni, hogy a benchmarkváltozók különböző értékei mellett milyenek lesznek a döntésnél figyelembe veendő statisztikai értékek. Ezek az értékek közvetlenül a kockázatok és költségek együttes alacsonyan tartását segítik elő azáltal, hogy meghatároznak egy optimális portfóliót, amit az adósságkezelő szervezetnek adott határokon belül tartania kell. Az adósság portfólió modellezése azért fontos, mert a modellezés időtartama alatt a portfólió összetétele

jelentősen megváltozhat (lejáró kötvények, új kibocsátások, a visszavásárlások). A benchmarkok értékének meghatározásakor elsősorban a kamatkidadásokból és a portfólió értékváltozásából származó költségeket és kockázatokat kell számszerűsíteni (Bátyi, 2008).

Az ÁSZ az államháztartás központi alrendszerének adóssága és éven túli kötelezettségvállalásának ellenőrzéséről készített jelentése (2012.) megállapította, hogy az ÁKK Zrt. által 2004-ben kialakított költség- és kockázatkezelési modell auditálására és tartalmi felülvizsgálatára nem került sor. A modell nem kezelt számos kockázati tényezőt: a forint és a devizaadósság eltérő növekedési ütemét, hátralévő átlagos futamidejét, a hozamgörbe változás hatását az adósságkezelés költségeire. A költség- és kockázatkezelési modell alapján meghatározott teljesítménymutató sávok objektíven nem biztosították a stratégiában célként megjelölt költség-hatékony adósságszerkezet megvalósítását a folyamatosan változó piaci környezetben. Mindezek alapján az ÁSZ javaslatot tett a nemzetgazdasági miniszternek, hogy intézkedjen az ÁKK Zrt. által kialakított költség- és kockázatkezelési modell felülvizsgálatáról, annak eredményei alapján a teljesítménymutatók módosításáról (újak kidolgozásáról) az adósságszerkezetből fakadó kockázatok mérséklése érdekében.

A 2019. évben az ÁKK Zrt. módszertani kiadványában bemutatta új adósságkezelési modelljét, amely az Optimális Adósságportfólió Modell elnevezést kapta. Az adósságkezelés jelenleg ennek a modellnek a figyelembevételével történik. A modell célja a korábban említett stratégiai célok elérésén alapszik. Kiemelt célként jelenik meg a forintadósság arányának emelése, azon belül a lakossági értékesítés növelése, mely ugyan költségesebb, azonban a kamat- és megújítási kockázata jóval alacsonyabb a többi szegmensnél (Bebes et. al., 2019).

2.1.1. A forint és devizaadósság részarányával kapcsolatos célok

A külső egyensúly fenntarthatósága szempontjából meghatározó szerepe van az adósság devizaszerkezetének. Ha egy ország adósságjellegű külső forrást von be, az egyben azt is jelenti, hogy egyes piaci szereplők devizakitettsége megnő. Ha az adósság hazai devizában keletkezik, akkor a nyitott árfolyam-pozíciót a külföldiek vállalják fel, míg devizaadósság keletkezésekor az árfolyamkockázat a belföldi szereplőket terheli. Jelentős nyitott devizapozíciók keletkezése esetén ugyanis egy esetleges árfolyam-leértékelődés a GDP-arányos külső adósságráta és az adósságterhek növekedéséhez, szélsőséges esetben adósságválsághoz vezethet.

A devizaadósság aránya elsősorban akkor nő, ha az adós ország nem rendelkezik elegendő hazai megtakarítással az állam finanszírozási igényének teljes biztosításához. A külföldi befektetők gyakran nem preferálják a hazai devizában kibocsátott adósságelemeket, amiktől jóval nagyobb hajlandósággal válnak meg, az árfolyamkockázat miatti potenciális veszteségek miatt. Kedvező a devizában történő eladósodás esetében, hogy a forrásköltség alacsonyabb lehet a hazai denominációjú papíroknál, mert nem kell árfolyam-kockázati felárat fizetni és az infláció is jellemzően alacsonyabb az idegen pénznemben, illetve egy kibocsátás alkalmával nagyobb volumenű és hosszabb lejáratú állampapír értékesíthető, amit így ritkábban kell megújítani.

A devizaadósság növelése az adós ország számára jelentős kockázatokat is hordoz. Ezek közül a legjelentősebb az árfolyamkockázat, mert a devizaárfolyam elmozdulására a hazai pénznemben számolva törlesztendő és a statisztikailag kimutatott adósság is nagymértékben változhat. Az államadósság nagymértékű devizarészaránya az esetleges árfolyam-volatilitás miatt az adott évi adósság tervezését és az adósságkezelést is jelentősen megnehezítheti, ugyanis az árfolyam hirtelen megváltozása az adósságot jelentősen eltérítheti az előirányzottól (Baksay et. al., 2016).

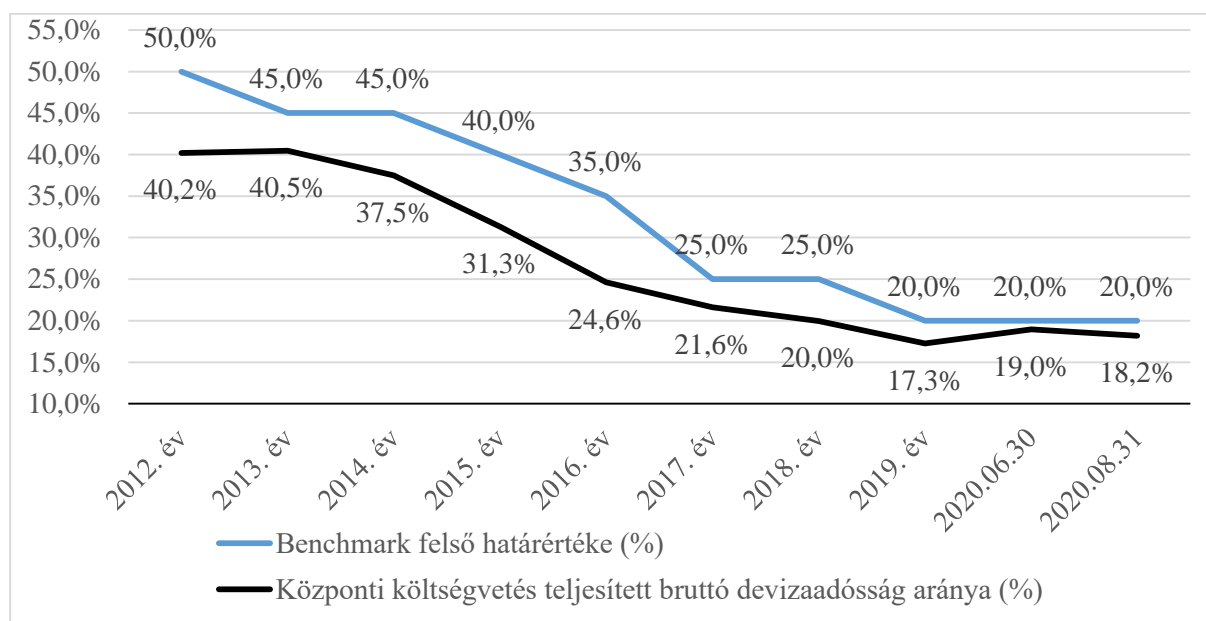
A devizaadósságot a számbavétel napján érvényes árfolyamon számítják át hazai devizára, ennek következtében a magas devizaadóssággal rendelkező országok adóssága a devizaárfolyam napi ingadozására érzékeny. Magyarország devizaadóssága devizakötvényekből és hitelekkel tevődik össze. Előbbinél külföldi nagybefektetők, míg a hitelek esetében nemzetközi szervezetek, nemzetközi fejlesztési bankok képezik a befektetői kört.

A 2012. évben a forint- és a devizaadósság részarányának célértékét 50%-ban határozta meg a stratégia. (ÁKK, 2011). 2013-tól 2020-ig a devizaadósság benchmark értékének folyamatosan csökkentése történt. (A 2013-2014. években 45%, a 2015. évben 40%, a 2016. évben 35%, a 2017-2018. években 25%, majd a 2019. évtől 10-20% közti benchmark került meghatározásra.) Az elemzett időszakban az adósságkezelő minden évben a célsávon belül tartotta a célértéket. A célsáv felső értékét leginkább 2020-ban közelítette meg a devizaadósság részaránya, 2020. I félévében a központi költségvetés bruttó devizaadósságának aránya 2019.

évhez képest 1,7 százalékponttal emelkedett, azonban 2020. júliusban ismét (0,8 százalékpontos) csökkenés volt megfigyelhető (ÁKK, 2020d). Az ÁKK Zrt. 2020. év augusztusában módosított finanszírozási tervében 4,6 Mrd euró összegű deviza adósság kibocsátást tervezett, amiből 4 Mrd EUR nemzetközi devizakötvény (ebből 2 Mrd euró értékű kötvénykibocsátás áprilisban, 1,5 Mrd EUR értékű júniusban megvalósult, a fennmaradó részt japán jen alapú devizakötvény teszi ki), 0,5 Mrd EUR projektfinanszírozó- illetve devizahitel és 0,1 Mrd EUR belföldi devizakötvény (ÁKK, 2020d). Az idei évben végrehajtott devizakötvény-kibocsátásokkal és devizahitel-felvételekkel nem változott az ÁKK Zrt. stratégia célja, hogy a devizaadósság részarányát a teljes adósság 20 százaléka alatt tartsa. A devizaadósságra vonatkozó benchmarkokat és azok teljesítését az 1. ábra mutatja be.

1. ábra

A központi költségvetés bruttó devizaadósságának benchmark értéke és annak teljesülése 2012-2020. 08. között



Forrás: ÁKK 2013c-2019c, 2020a, 2020d, 2020e alapján, ÁSZ szerkesztés

A stratégiában meghatározott devizaadósság-arány csökkentéssel összefüggő intézkedések eredménye, hogy a devizaadósság értéke is csökkent. (2012. évben a devizaadósság 8 326,6 Mrd Ft volt, amely 2020. augusztus 31-ére 2 440,8 Mrd Ft-tal, 29,3%-kal (5 885,8 Mrd Ft-ra) csökkent.)

2.1.2. A devizaadósság devizaszerkezetével kapcsolatos célok

A stratégia alapján cél, hogy az adósságportfolióban szereplő adósságelemek egy devizanemben (euróban) legyenek denominálva, legfeljebb 5%-os eltéréssel (ÁKK, 2012a). Ennek oka, hogy 2000. január 1-jétől a forint árfolyama kizárólag az euróhoz kötött (ÁKK, 2002). Az 1999-től kibocsátott devizakötvényekből fakadóan USD, CHF, angol font és JPY alapú adóssággal is rendelkezett a magyar állam, melyeket 2001-től swapműveletek révén euróban fennálló devizaadóssággá alakít át az ÁKK Zrt. (ÁKK, 2002). A swapműveleteket követően a devizaadósság – a 2012-2014. évek és 2016. kivételével – 100%-ban euróban állt fenn.

2.1.3. A deviza- és forintadósság fix és változó kamatozású összetételével kapcsolatos célok

A kamatozás típusa az adósság átárazódási sebességét nagyban befolyásolja. Minél nagyobb a fix kamatozású elemek adósságportfolión belüli aránya, annál lassabb az adósság átárazódása. A fix kamatozású konstrukciók előnye, hogy a jövőbeli kamatkiadásokat kiszámíthatóvá teszik, ami kibocsátói oldalról megkönnyíti az éves finanszírozási igény tervezhetőségét (Baksay et. al., 2016). Vannak olyan kockázati tényezők, amelyekre a leginkább a fix-változó arány hat, például a meglévő hitelek refinanszírozási költségének változásából adódó

kockázat. Ezt a kockázatot az átlagidőnél jóval hatékonyabban lehet kezelni a fix és változó kamatozású eszközök arányának kontrollálásával (Bátyi, 2008.)

Fontos célként jelenik meg az adósságkezelési stratégiában, hogy a forintadósságon belül a fix kamatozású adósság aránya 60-80%, míg a változó kamatozású adósság aránya 20-40% között maradjon (ÁKK, 2019a).

A forintadósság fix/változó kamatozású összetételére vonatkozó benchmark teljesítését az ÁKK Zrt. elsősorban a fix és változó kamatozású instrumentumok súlyának változtatásával befolyásolja, míg a devizaadósság vonatkozásában kamatswap ügyleteket is alkalmaz. A kamatlábak benchmark kialakításánál a cél az optimális fix-változó arány meghatározása a kamatkiadások csökkentése, és ezzel egyidejűleg a túlzott kamatkockázat elkerülése, valamint a forintadósság esetében továbbá az is, hogy a túl gyors átárázódás következtében egy forintpiaci kamatemelkedés nagyon gyorsan megjelenjen a költségvetés kamatkiadásaiban. Az adósság összetételét kamatozás szempontjából a 2. táblázat mutatja be.

2. táblázat

Az adósság fix kamatozású instrumentumainak kitűzött célértékei és a teljesítés 2012-2020. között (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020.
Deviza-adósság benchmarkja	66±5	66±5	66±5	66±5	66±5	66±5	60-70	60-80	60-80**
Teljesítés	66,2	63,6	63,8	66,9	66,1	67,6	68,9	71,8	n.a.
Forint adósság benchmarkja-	61-83	61-83	61-83	61-83	61-83	56-66	56-66	56-66*	60-80
Teljesítés	67,6	65,2	61,8	62,6	61,8	58,9	59,7	68,8	n.a.

Forrás: ÁKK 2013c-2019c, 2020a, 2020d alapján, ÁSZ szerkesztés

*Év közben módosításra került: 60-80%

**Év közben módosításra került: 65-85%

A deviza államadósság fix/változó kamatösszetételű instrumentumainak aránya minden évben elérte a kitűzött célértékeket 2012-2019. közt. 2017-től a forint adósság benchmarkjának alsó határértékét 61%-ról 56%-ra, 2018-tól a devizaadósság benchmarkjának alsó határértékét 66%-ról 60%-ra csökkentette az ÁKK Zrt, aminek indoklása nem szerepelt a finanszírozási kiadványokban, azonban a következő évek indoklásai alapján arra lehet következtetni, hogy a kereslet megváltozása miatt módosították az optimális értékeket. 2017-2018-ban a forintadósságon belül a fix kamatozású elemek aránya nem érte el a korábbi évek legalább 61,8%-os arányát, azonban 2018-ban és 2019-ben a devizaadósságon belül a fix kamatozású elemek aránya elérte, sőt, meg is haladta azt.

A 2019. évben a forintadósság fix kamatozású összetételére vonatkozóan ismét megemelte a benchmark értékét az ÁKK Zrt, 60-80%-ra, tekintettel arra, hogy „2019 folyamán több tényező is lehetővé tette a futamidő növelését (nagy piaci forintkötvény kereslet, a MAP Plusz lakossági kötvény bevezetése és a likviditási többlet miatt a diszkont kincstárjegyek kibocsátásának visszafogása)” (ÁKK, 2020a). A 2020. évben a devizaadósság fix kamatozású összetételére vonatkozóan a swap piaci helyzetre és az aktívabb deviza-kötvény kibocsátásra reagálva a 2018-ban csökkentett 60-80%-os benchmark arányt 65-85%-ra módosította az ÁKK Zrt. (ÁKK, 2020d).

2.1.4. A futamidővel kapcsolatos célkitűzések

Stratégia szempontjából fontos aspektus a bevont források átlagos futamideje (vagy durációja). A rövid futamidejű források költsége jellemzően alacsonyabb, mint a hosszúaké, ugyanakkor forrásmegújítási kockázatok érdemben magasabb, ugyanis évente (gyakran többször is) meg kell őket újítani, míg egy hosszú futamidejű állampapírt lényegesen ritkábban. Rövid futamidő mellett a nagyobb hozamozások hamarabb megjelennek a kamatkiadásokban, azaz a kamatkiadások is jelentősen ingadozhatnak. A hosszabb duráció esetén a kamatváltozások csak tompítottan, időben elhúzódva jelennek meg a kamatkiadásokban, ami stabilizálja a fiskális folyamatokat is, a kamatkiadások jobban tervezhetővé válnak. (ÁKK, 2013a) Az, hogy a befektetők

milyen arányban preferálják a rövid, illetve hosszabb papírokat, nagyban függ a piac aktuális kockázatvállalási hajlandóságától. Amennyiben jó az általános pénz- és tőkepiaci hangulat, a befektetők hajlamosak hosszabb lejáratokban hitelezni. A futamidő az államadósság átárazódási sebességét is meghatározza (Baksay et. al., 2016).

A finanszírozási kockázat mérésére az ÁKK Zrt. a 2012-2018. években a durációt, azaz a súlyozott átlagos futamidőt használta. Az átlagos átárazódásig hátralévő idő (ATR) a kamatváltozásoknak való kitettséget fejezi ki. Az új mutató az adósságelemeket korábbi piaci értékük helyett névértéken veszi számításba, és csak a következő átárazódásig hátralévő időt veszi figyelembe tekintettel arra, hogy az államadósság-kezelés vonatkozásában a kamatkockázat nem az adósság piaci értékének megváltozása, hanem a megújított adósságelem új kibocsátáskori megváltozott kamatozásában jelentkezik (Mohai 2018). Az államadósság átlagos hátralévő futamideje (ATM) a lejáratú adósság finanszírozási (megújítási) kockázatát fejezi ki. Az ATM 100%-ban fix kamatozású adósságelemek esetén megegyezik az ATR-rel. Az ÁKK Zrt. 2019-ben ATR célértéket, 2020-ban mind pedig ATM és ATR benchmark értékeket határozott meg.

3. táblázat

Futamidő célkitűzések 2012-2020. között a forintadósság vonatkozásában (év)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020	
Benchmark*	2,5±0,5	2,5±0,5	2,5±0,5	3±0,5	3±0,5	3±0,5	3±0,5	2,75-3,75	ATR	min. 3,5
									ATM	min. 4
Teljesítés	2,5	2,5	2,9	3,1	3,0	3,0	2,8	3,7	-	-

Forrás: ÁKK 2013c-2019c, 2020a, 2020d alapján, ÁSZ szerkesztés

**2012-2018: a benchmark a durációra vonatkozik, 2019: ATR érték*

A 3. táblázatban látható, hogy a futamidőre vonatkozó célkitűzések 2012-2019. között minden évben teljesültek. A duráció az elemzett években nőtt a 2012. évi szinthez képest, 2018-ban 0,3 százalékponttal haladta meg a 2012. évi értéket. 2019-ben átlagos átárazódásig hátralévő idő megközelítette a felső határértéket.

2.1.5. A Kincstári Egységes Számla minimális állománya

A Kincstár az Áht. 77. § (1) bekezdése előírása alapján az MNB-nél *Kincstári Egységes Számla* elnevezésű számlával rendelkezik, melyet 2013. szeptember 30-ig a Magyar Nemzeti Jegybankról szóló 2011. évi CCVIII. törvény 14. § (1) bekezdés a) pontja, 2013. október 1-jétől a 2013. évi CXXXIX. törvény 145. § (1) bekezdés a) pont előírása alapján az MNB vezet. A KESZ az Áht. 79. § (1), (2) és (4) bekezdése és 79. § (4a) bekezdése előírása szerinti fizetési-számlavezetési tevékenységgel összefüggő pénzforgalom lebonyolítását szolgálja.

Az államadósság finanszírozása és a költségvetési bevételek beszedése, kiadások teljesítése a KESZ-en valósul meg.

Célként került meghatározásra, hogy a KESZ-en lévő likvid pénzeszközök optimális szintje 100,0 Mrd forintos sávon belül legyen (a 2012. évben a KESZ-en lévő likvid pénzeszközök tényleges állománya az optimális szint ± 50 Mrd Ft-os körüli sávban, a 2013. évtől az optimális KESZ-állomány feletti 100 milliárd forintos sávon belül maradjon), ezzel biztosítva elegendő likvid pénzeszköz jelenlétét (ÁKK, 2012a - 2020a). Jellemző, hogy a hónap végén az adóbevételekből a KESZ egyenlege jelentősen megemelkedik, a hónap elején pedig a kincstári kifizetések miatt jelentősen csökken. A pénzállomány ingadozásából adódóan, amikor a készpénzállomány meghaladja a 100,0 Mrd Ft-os sávot, az ÁKK Zrt. a fennmaradó összeget kihelyezi a pénzpiacra, ellenkező esetben pedig bevonja a korábban kihelyezett forrásokat.

A KESZ nap végi minimális záróállománya a 2012., 2016-2019. években minden munkanap az előírt szint felett alakult, a 2013. évben 4 munkanapon, a 2014-2015. években 2-2 munkanapon az előírt szintet nem érte el (ÁKK, 2013c-2019c, 2020a).

3. Az államadósság-kezelés során felmerülő kockázatok

Az adósságkezelés során a költségek és a kockázatok egyidejű optimalizálása történik, aminek célja olyan adósságszerkezet kialakítása, ahol a költség-kockázat arány hosszú távon a legkedvezőbb. Az egyes kockázati elemek több esetben csak akkor csökkenthetőek, ha egyidejűleg más kockázatok megnövekednek. (Egyebek közt a devizaadósság arányának csökkentésével és a forintadósság arányának növelésével párhuzamosan növekszik a kamatkockázat és a megújítási kockázat.)

3.1. Finanszírozási kockázat

A finanszírozás szempontjából egy költségvetési évben a tényleges pénzmozgásokon alapuló pénzforgalmi hiányadatok az irányadók. Az ÁKK Zrt.-nek az államháztartás központi alrendszerének hiányát kell finanszíroznia, de a teljes nettó finanszírozási igényt az egyéb finanszírozási tételek között az európai uniós transzferrek egyenlege, illetve egyéb tételek is módosíthatják. Az államadósság-növekedés nominális értékét a költségvetési hiányon túlmenően a forintadósság és a devizaadósság költségei is meghatározzák (ÁSZ, 2019a). Csökkenti az adósságot egyebek közt az állampapír-bevonás, a devizaadósság forintban kifejezett értékének csökkenése, a likviditási tartalékok csökkentése.

A hiány és az adósságnövekedés kapcsolatát a 4. táblázat mutatja be:

4. táblázat

A központi alrendszer hiánya és az államadósság növekedés mértéke (Mrd Ft) 2012-2019. között

Évek	Központi alrendszer egyenlege (Mrd Ft)	Központi alrendszer adósságának növekedése előző évhez képest (Mrd Ft)	Adósságnövekedés/hiány
2012.12.31	- 598,6	- 235,4	-
2013.12.31	- 932,8	1 278,5	137,1%
2014.12.31	- 803,0	1 882,5	234,4%
2015.12.31	- 1 237,2	818,6	66,2%
2016.12.31	- 825,0	730,3	88,5%
2017.12.31	- 1 833,4	1 316,2	71,8%
2018.12.31	- 1 451,6	1 942,0	133,8%
2019.12.31	- 1 127,9 *	993,8	88,1%

Forrás: Magyarország központi költségvetésének végrehajtásáról szóló törvények, *ÁSZ 2020d, ÁKK 2020e alapján, ÁSZ szerkesztés

A táblázatból látható, hogy az elemzett évek több mint felében az adósságnövekedés nem érte el a hiány mértékét, három évben viszont meghaladta azt (2014-ben több mint duplájával). Az adósság 2012. évi nominális értékét többek közt csökkentette a nettó finanszírozási igénytől elmaradó nettó kibocsátás, amit a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap bevételeiből megvalósított államadósság-törlesztések tettek lehetővé.

A Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap eszközeinek értékesítési és egyéb bevételeiből – ideértve a korábban az alap által az állam részére átadott eszközökből származó bevételeket is – 268 Mrd Ft adósságtörlesztés valósult meg forint államkötvények visszavásárlása útján 2013 végéig (ÁKK, 2014c).

A finanszírozási kockázat a lejáró adósság megújításából és a nettó finanszírozási igény biztosításának kockázatából tevődik össze. A finanszírozási kockázat mögött a *likviditási kockázat* és a *kamatkockázat* állhat. Az államadósság *átlagos hátralévő futamideje* a lejáró adósság finanszírozási (megújítási) kockázatát fejezi ki.

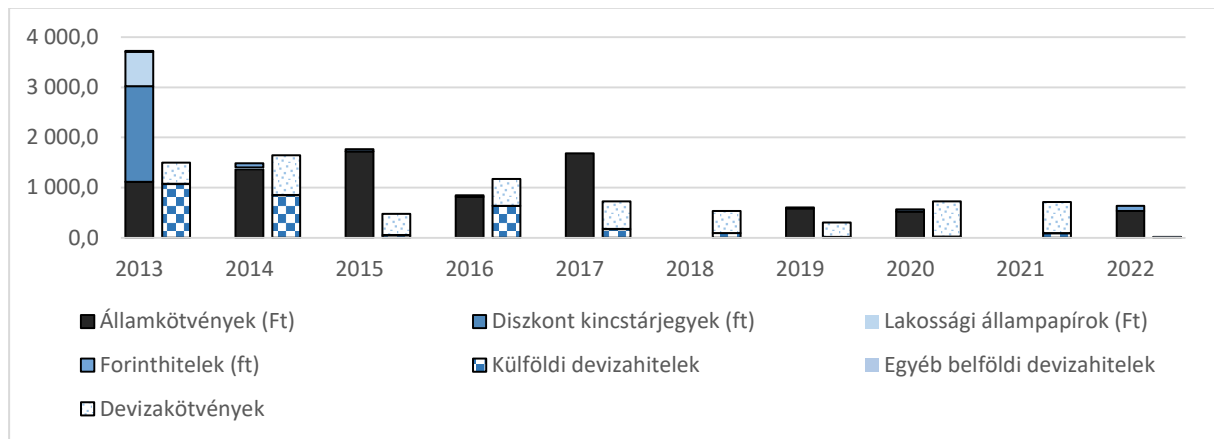
Finanszírozási kockázattal jár a nemzetközi piacokról bevonható források alacsony összege, az aluljegyzett állampapír aukciók, a sikertelen kötvény visszavásárlási és csere aukciók nagyobb száma, amiknek következtében nő a finanszírozandó forint lejáratok összege. A kötvény-visszavásárlási aukciók és a csereaukciók eredményeképpen a forintadósság lejárat szerkezete egyenletesebbé tehető. (A csere aukciók keretében rövid

hátralévő futamidejű kötvényt hosszabbra cserélhetnek a befektetők, ami javítja a befektetők befektetési lehetőségeit, egyúttal lehetőséget ad az adósságkezelésnek a futamidő hosszabbítására és a lejáratok előfinanszírozására.) A kockázatokat csökkentheti biztonsági tartalékok, alternatív finanszírozási csatornák biztosítása.

A finanszírozási kockázat mérésére az ÁKK Zrt. a 2012-2018. években a durációt, míg a 2019. évben az átlagos átárazódásig hátralévő időt (az ATR-t) használta (ÁKK, 2020a). A 2013. elején és a 2020 júniusában fennálló lejáráó forint- és devizaadósság szerkezetét (10 év távlatában) a 2. és 3. ábra mutatja be.

2. ábra

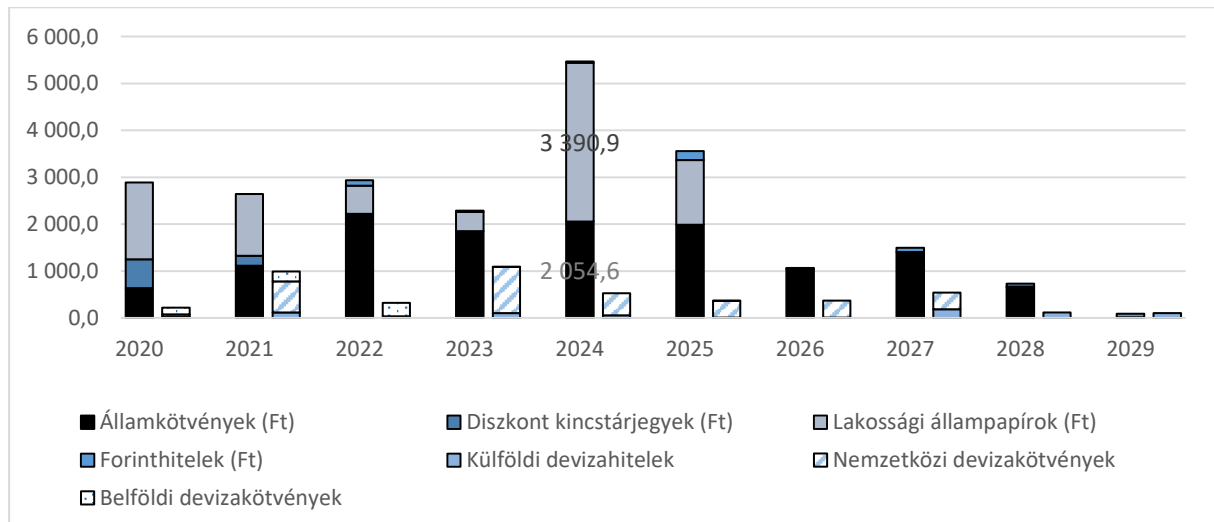
A központi költségvetés adósságelemeinek lejáráti szerkezete 2012. decemberben (Mrd Ft)



Forrás: ÁKK 2020f alapján, ÁSZ szerkesztés

3. ábra

A központi költségvetés adósságelemeinek lejáráti szerkezete 2020. júniusban (Mrd Ft)



Forrás: ÁKK, 2020f alapján, ÁSZ szerkesztés

A két ábrát összehasonlítva látható, hogy a megújítandó adósságállomány volumene jelentősen magasabb a 2020. évet követő 10 évben, mint 2012. decemberben volt. Ennek egyfelől oka, hogy a nominális államadósság szintje is magasabb, másfelől az elkövetkező években több sorozat jár le állampapírokból és lakossági államkötvényekből. A devizaadósságon belül az elkövetkező években a nemzetközi devizakötvények megújítása kerül előtérbe a korábbi időszak devizahiteleivel szemben.

A megújítandó forintadósság állománya 2022-ben, 2024-ben és 2025-ben magas. 2022-ben államkötvények

járnak le nagy mennyiségben, 2024-ben pedig a 2019. évben kibocsátott 5 éves futamidejű Magyar Állampapír Plusz (MÁP Plusz) lakossági állampapírok lejáratát követik be nagy volumenben. A 2020. 08. 31-i teljes forintalapú államadósság 10%-át szükséges 2021-ben megújítani (lásd a 7. táblázat adatait), a lakossági állampapírok esetében a fennálló állomány 15,2% megújítása válik szükségessé. Az államkötvények esetében a 2022. évben jelentkezik majd erőteljesebben a megújítási szükséglet, ebben az évben a 2020. 08. hónapban fennálló forintállomány 8,4%-ának megfelelő államkötvény jár le. 2024-ben a 2020. augusztusi teljes forintadósság 20,7%-ának megfelelő állampapír megújítása lesz szükséges. (A lejárat szerkezetéről lásd még az 5.4. fejezetet.).

Az MNB 2014-ben meghirdetett önfinanszírozási programjában kitűzött cél (MNB, 2015) a belföldi, illetve kiemelten a banki, likvid állampapír-kereslet élénkítésén keresztül a külső sérülékenység mérséklése volt. Ezt az MNB úgy érte el, hogy a jegybank irányadó instrumentumát 2015. szeptember 1-jétől a kéthetes MNB-kötvény kéthetes lejáratú, lekötött betét alakította át, mely kedvezőtlenebb likviditási tulajdonságokkal rendelkezett, illetve nem számított elfogadható jegybanki fedezetnek. Tekintettel arra, hogy az állampapírok elfogadható jegybanki fedezetnek számítanak, és a likviditásuk is kedvezőbb a lekötött jegybanki betéteknél, a bankok növelték keresletüket az állampapírok iránt. A kereslet növekedését kihasználva a lejáró adósság megújítása már forintban történt (Kolozsi – Hoffmann, 2016).

3.2. Likviditási kockázat

A költségvetés likviditási kockázata a költségvetés pénzáramainak ingadozásával összefüggésben, valamint az adósságkezelés pénzügyi műveleteivel kapcsolatban merül fel. A költségvetési bevételek és kiadások alakulásának ciklikusságából adódóan, valamint a tőkeműveletek (adósságtörlesztések, adósságfelvételek) hatása következtében a KESZ-en lévő pénzállomány napi változása folyamatosan jelentős ingadozást mutat. Ezen ingadozás csökkentése segítheti a pénzügyi piacok hatékony működését és hozzájárulhat a finanszírozás biztonságának növeléséhez. A szabad pénzeszközök rugalmas likviditási műveletekkel kezelhetőek, amivel az adósságállomány költséghatékonyabbá és alacsonyabb kockázatot hordozó szerkezetűvé alakítható (ÁSZ, 2012.) A likviditáshoz kapcsolódó referenciaérték a KESZ egyenlegének mindenkor biztonságos szintjét célozza a KESZ minimális állományának meghatározásával és a napvégi KESZ-egyenleg e fölött tartásával. A növekvő KESZ-állomány terhére megvalósított pénzkihelyezés visszapótolja a hiányzó likviditást a pénzügyi piacon.

Az ÁKK Zrt. likviditáskezelési eszközei közé tartoznak többek közt az ún. likviditási diszkont kincstárjegyek, az aktív és passzív repó lehetőségek. (A 3 és 12 hónapos futamidejű diszkont kincstárjegyek alapvetően likviditáskezelési célú rövid futamidejű instrumentumok, amelyek kibocsátási összegének változtatásával az ÁKK Zrt. simítani tudja a finanszírozási igény éven belüli ingadozása által okozott likviditási kilengéseket. Az aktív és a passzív repó állampapír vétel illetve eladás egy átmeneti időszakra az ellentétes ügylet egyidejű megkötésével, ami alkalmas likviditás bevonására és biztonságos kihelyezésére.) Kedvező likviditási helyzetben (amit a tervezett meghaladó állampapír értékesítés támogat) lehetőség nyílik arra, hogy az adósságkezelő visszavásároljon devizakötvényeket, csökkentve a későbbi évek devizalejáratait (ÁKK, 2020a). Ugyancsak lehetőség van kedvező likviditás mellett a diszkont kincstárjegy állomány csökkentésére, ami az adósság átlagos futamidejének növelését eredményezi.

A koronavírus járvány hatásaival összefüggésben 2020-ban és várhatóan az azt követő években is a likviditási kockázat nő, a pénzügyi piacon bevonható források mennyisége csökkenhet. A növekvő likviditási kockázatból fakadóan az adósságkezelőnek megfelelő fedezettel (likviditási tartalékkal) kell rendelkeznie a nagyobb volumenben jelentkező értékpapír-visszaváltások esetére. A bankok a korábbi időszakban nem mindig éltek a tervezett volumenben az ÁKK Zrt. által kínált repókötési lehetőségekkel (ÁKK, 2020a). A kockázatokat csökkenteni, hogy a hazai bankok az elmúlt években felkészültek egy, a koronavírus-járványhoz hasonló sokk hatásainak kivédésére. A Kormány és a Magyar Nemzeti Bank több intézkedése a pénzügyi és üzleti ciklus egymást erősítő káros hatásainak megakadályozását szolgálta 2020-ban. Az állami intézkedések első hulláma az azonnal jelentkező likviditási feszültségek enyhítését célozta. (MNB, 2020h)

3.3. Kamatkockázat

Az államadósság-kezelő intézmények költségeinek jelentős részét a kifizetendő kamatok alkotják, így a költségek számszerűsítésében első helyen a jövőbeni kamatkifizetések mértéke szerepel. (Bátyi, 2008). Kamatkockázat az állampapír-hozamainak változása következtében keletkezik, ami nehezen tervezhetővé teszi és jelentősen megnövelheti a kamatkifizetéseket.

Rövid futamidő és változó kamatozás mellett a nagyobb hozammozgások hamarabb megjelennek a kamatkifizetéseknél, magasabb kamatvolatilitás esetén a kamatkifizetések is jelentősen ingadoznak (ÁKK, 2020a). Az adósságon belül az optimális fix-változó arány meghatározása is elsősorban a kamatkifizetések csökkentése, és ezzel egyidejűleg a túlzott kamatkockázat elkerülése érdekében történik. A devizaadósság kamatösszetételének megfelelő beállítására az ÁKK Zrt. kamatswap ügyleteket is alkalmaz.

A kamatkifizetések szintje az egyes értékpapírok esetében változó, de a kamatkifizetéseket az ország CDS felára is befolyásolja (lásd a 1.4. fejezetben). A lakossági forint alapú, hosszabb futamidejű állampapír állomány – a magas hozamok miatt – hozzájárul a kamatkifizetések magas szintjéhez. A 2019-ben bevezetett MÁP Plusz esetében 5 éves futamidőt, valamint fix, sávós kamatozást határoztak meg (ÁKK, 2020g), a hosszabb futamidő pedig csökkenti a kamatkockázat mértékét. További csökkentés érhető el az egy éven belüli futamidejű értékpapírok, diszkont kincstárjegyek állományának csökkentésével, tekintve, hogy ezek hozama/kamata is viszonylag magas.

A magyar állam által kibocsátott, a deviza államadósság döntő többségét képező devizakötvények után fizetendő kamatkifizetések alakulását a nemzetközi devizakötvények kamatterhe határozza meg.

A kamatkifizetések változását az elemzett időszakban, valamint a kifizetések arányát a GDP-hez mérten az 5. táblázat mutatja be:

5. táblázat

A kamatkifizetések alakulása 2012-2019. közt (Mrd Ft)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kamatkifizetések	1 202,4	1 277,9	1 345,9	1 205,7	1 118,2	1 091,3	1 048,4	1 100,5
<i>Deviza</i>	330,9	336,0	383,6	326,2	271,4	252,3	200,5	186,0
<i>Forint</i>	871,4	941,9	962,2	879,5	846,8	839,0	847,9	914,5
GDP (Mrd Ft)	28 920,4	30 290,9	32 742,2	34 937,3	36 167,4	39 233,4	43 347,0	47 513,9
kamatkifizetés/GDP	4,2%	4,2%	4,1%	3,5%	3,1%	2,8%	2,4%	2,3%

Forrás: Magyarország központi költségvetésének végrehajtásáról szóló törvények, PM 2020b, és KSH STADAT 3.1.2. alapján, ÁSZ szerkesztés

A kamatkifizetések összege nominálisan 2012. és 2019. között 9,3%-kal, míg a kamatkifizetések szintje a GDP 4,2%-ról 2,3%-ra csökkent. A csökkenés egyrészt a devizaadósság csökkenésével magyarázható, ennek kamatkifizetése 39,4%-kal csökkentek, míg a forintadósság kamatkifizetése 5,3%-kal emelkedtek. Másfelől, a csökkenés hátterében a kedvezőbb kamatszintek állnak. A nettó kamatkifizetések összege is csökkent, ami az elmúlt években a hozamok hosszú távú mérséklődéséből adódott, mivel a lejáratú és visszavásárolt állampapírokat az állam alacsonyabb hozamon kibocsátott állampapírokkal finanszírozta, miközben az államadósság a hiány finanszírozása következtében csak kismértékben emelkedett. (Zárszámadási törvények 2012-2018.) A referenciahozamok szintjének változásáról lásd a 13. táblázatot.

3.4. Árfolyamkockázat

Az árfolyamkockázat a forint és az euró, valamint a különböző idegen devizák egymáshoz viszonyított árfolyamváltozásaiból fakad. A kamatperiódus alatt a devizában változatlan törlesztő részletek az árfolyam ingadozása miatt hónapról hónapra változhatnak. Az árfolyam a devizahitel felvételének időzítése szempontjából is kulcsfontosságú. A hitel felvevője szempontjából a hitel felvételének időpontjában a gyenge forint kedvező,

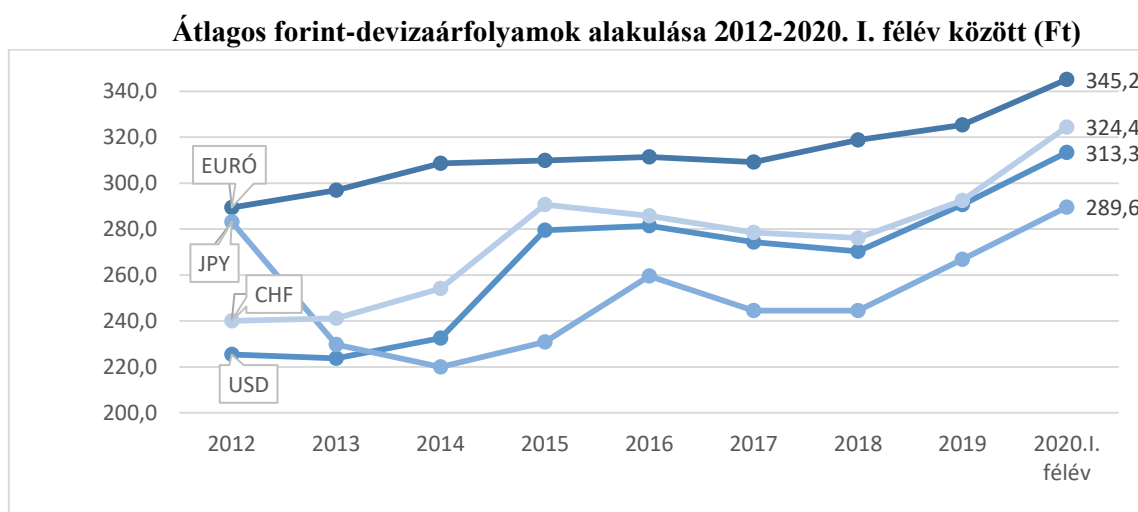
míg a hitel visszafizetése során minél erősebb forintban érdekelt.

A kockázat csökkentése érdekében a deviza pénzügyi műveleteket lehetőség szerint egy devizanemben (euróban) köti meg az adósságkezelő, így csökkenti a más devizák árfolyam-ingadozásából eredő kockázatot. Az árfolyamkockázat csökkenése érdekében az ÁKK Zrt. a központi költségvetés nettó államadósságának maximum 20%-át bocsátja ki devizában. A magas külső adósság hatására ugyanis a CDS kamatfelár (kedvezőtlenebbül alakul. (ÁKK, 2020d).

Jóllehet, az ÁKK Zrt. államadósság-kezelési politikája az eurót részesíti előnyben, más devizákban is törtétek kötvénykibocsátások (USD, JPY, CHF). 2020. szeptemberben, a módosított augusztusi finanszírozási terv alapján félmilliárd euró értékben japán jenben bocsátott ki ÁKK Zrt. államkötvényeket („szamuráj kötvények”. Részletesen lásd a 4.4.2. pontban.)

A jellemzőbb devizák éves átlagos árfolyamainak alakulását a 4. ábra szemlélteti.

4. ábra



Forrás: MNB 2020a alapján, ÁSZ szerkesztés (adatok 2020. I. félévéig)

A 4. ábra mutatja, hogy az elemzett időszakban a forint árfolyama minden bemutatott devizához képest jelentősen romlott. A devizák közül a forinthez viszonyítva a legkedvezőbbben a japán jen árfolyama alakult, tekintve, hogy a 2012. évi értékhez képest 2020-ban jelentősen nem változott. Az éves átlagos devizaárfolyamok alapján a 2012. évhez képest 2020. I. félévére az euró 19,3%-kal, az USA dollár (USD) 39%-kal, a japán jen (JPY) 2,3%-kal és a svájci frank (CHF) árfolyama 35,1%-kal emelkedett.

3.5. Partner- vagy hitelkockázat

A partnerkockázat vagy hitelkockázat a pénzügyi művelet elszámolása során a másik fél nem teljesítéséből eredő kockázat. (mnb.hu) Hitelkockázatról van szó abban az esetben, amikor a kibocsátó (ország) fizetőkép-telensége vagy csődje esetén a kibocsátó (ország) nem, vagy csak részben fizeti vissza a befektetett tőkét, kamatot vagy hozamot. A hitelkockázat az adósságkezelésben Magyarország részéről a devizapiaci partnerekkel közvetlenül kötött fedezeti műveletek, valamint a forintpiacon a likviditáskezelési műveletek esetében jelentkezik. A swap műveletek miatt fennálló partnerkockázatok csökkentése érdekében a felek a swapok nettó értékének megfelelő fedezetet helyeznek el egymásnál, amiből az adósságállomány részét képezik az ezen ügyletek után az ÁKK Zrt.-nél elhelyezésre került fedezeti összegek. (ÁKK, 2020a)

4. Az államadósság szerkezeti változásainak hatása a kockázatokra

4.1. A GDP-arányos államadósság mértéke

Az adósságkezelésnek a GDP arányos államadósság 50% alá történő csökkentését támogatnia kell. (A járvány időszakában Magyarország Alaptörvényének 36. cikke lehetővé teszi a pandémiát kiváltó körülmények okozta következmények enyhítéséhez szükséges mértékű eltérést az államadósság csökkentésben). Az államháztartás GDP arányos államadósságának 2019. december 31-i értéke a 2011. év végi 80,8%-ról 2019. év végére 66,4 %-ra mérséklődött, azonban a pandémia negatív hatásai következtében 2020. június 30-án 71,9%-ra nőtt értéke (ÁKK, 2020h, lásd az 1. táblázatban.).

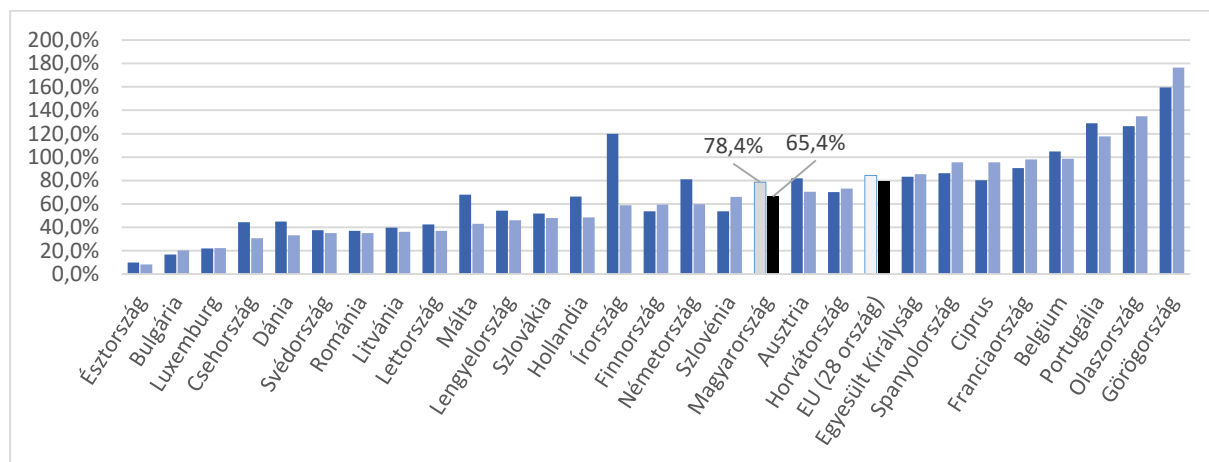
Magyarország Konvergencia programja (Magyarország Kormánya, 2020) az államadósság ráta 72,6%-ra történő emelkedését prognosztizálja 2020 év végére, azonban az adósságráta 2024. év végére a maastrichti 60%-os kritérium alá, 59,8%-ra csökkenhet.

Az államadósság nominális értékben a 2012. évtől 2020. második félévéig másfélszeresére növekedett. A GDP nagyobb mértékű bővülése következtében az államadósság GDP-hez viszonyított aránya azonban csökkent. Míg a 2012. évben a központi költségvetés bruttó államadóssága 20 720 Mrd Ft volt, (a GDP 78,4%-a), 2020. június 30-án az államadósság 11 133 Mrd Ft-tal, 31 853 Mrd Ft-ra növekedett (a GDP 71,9%-a).

Az európai országok közül Magyarország azon országok közé tartozik, amelyeknek 2012. évhez képest csökkent a GDP-hez viszonyított bruttó államadóssága. A 28 uniós tagország 2012. és 2019. évi bruttó államadósságának GDP-hez viszonyított arányát – kiemelve a legalacsonyabb, legmagasabb, EU átlag és magyarországi értékeket - az 5. ábra szemlélteti.

5. ábra

Az európai uniós országok bruttó államadósságának GDP-hez viszonyított aránya (2012. és 2019.)



Forrás: EUROSTAT (2020a) alapján, ÁSZ szerkesztés

4.2. A forint-deviza részarány változása

Az adósságkezelésben 2019-től célként került rögzítésre, hogy a forintadósság aránya legalább 80%-ot, a devizaadósságé legfeljebb 20%-ot érjen el.

A bruttó adósság nominális értékben 2012-2020. augusztus vége közt 56,3%-kal nőtt, ezen belül a forintadósság értéke 118,6%-kal emelkedett, miközben a devizaadósság értéke 29,3%-kal csökkent. A 2012. évben a forintadósság az adósságállomány mintegy 60%-át tette ki, 2020 augusztusában több, mint 81%-át. A forintadósság értéke leginkább 2016-ban nőtt az előző évhez képest, és ugyanebben az évben csökkent le leginkább

a devizaadósság értéke is. 2020-ban, a csökkenő kereslet ellenére a piaci értékesítésű állampapírok állományában növekedés volt tapasztalható, de az ennek részét képező lakossági állampapír-állomány értéke visszaesett 4,7%-kal 2019. év végéhez képest.

A központi költségvetés bruttó devizaadósságának állománya 2019. december 31-én 5 121,0 Mrd Ft volt, ami fél év alatt (2020. június 30-ára) 18%-kal 6 043,0 Mrd Ft-ra emelkedett. A 2020. augusztus 31-i adatok alapján júniustól az állomány csökkenni kezdett, ennek mértéke 2,7% (157,2 Mrd Ft) volt.

Az adatok alapján látjuk, hogy az elmúlt években megnőtt a forintkibocsátások szerepe az adósságfinanszírozásban. A külföldi befektetők szerepének fokozatos csökkenését az erősödő belföldi befektetői bázissal kívánta az adósságkezelő ellensúlyozni. Tekintve, hogy a lakosság évről-évre egyre jelentősebb megtakarítással rendelkezik (lásd az 5. fejezetben), az államadósság finanszírozásába történő bevonásával csökkenthető a külföldi tulajdoni részarány az államadósságon belül. A finanszírozási tervekben kitűzött forrásbevonási célok tartalmazzák többlet-értékesítést is a lejáró állomány megújításán túl, aminek célja a hazai tulajdoni részarány növelése az államadósságban (Magyarország Kormánya, 2019).

Az évenkénti, valamint a 2020. évre tervezett nettó kibocsátás alakulását a 6. táblázat mutatja be:

6. táblázat

A nettó kibocsátás* értéke 2012-2019. között és a 2020. évi tervadatok (Mrd Ft)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020.05. terv	2020.08. terv
Forint instrumentumok kibocsátása	1 712,6	707,6	1 527,2	1 468,2	2 248,7	2 312,7	2 042,8	1 564,0	1 461,0	3 347,0
Devizaadósság kibocsátása	-1 181,7	-16,8	-765,8	-1 186,5	-1 440,9	-459,0	-265,4	-750,0	605,0	541,0
Összes kibocsátás	530,9	690,8	761,4	281,7	807,8	1 853,7	1 777,4	814,0	2 066,0	3 888,0

Forrás: AKK 2013c-2019c, 2020a, 2020c, 2020d alapján, ÁSZ szerkesztés

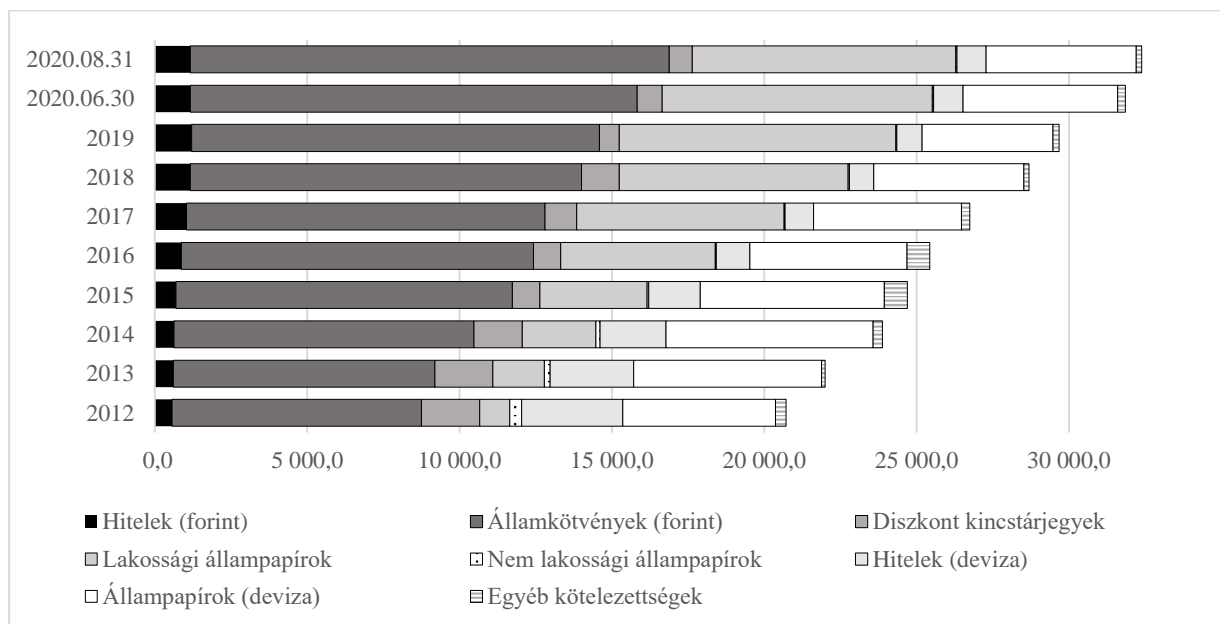
*A törlesztések és a kibocsátások egyenlege

A 2012-2019. közötti években a devizaadósság nettó kibocsátásának értéke negatív volt, ennek köszönhetően a forint/devizaadósság részaránya a stratégiában szereplő benchmarkértékek teljesítésével a 2012. év végi 40,2%-ról 2019. év végére 17,7%-ra mérséklődött. Bár 2020. I. félévében a pandémia következtében az államadósság devizaarányára vonatkozó mutató értéke emelkedni kezdett, 2020. július végén 19%-os értékkel még mindig a kitűzött benchmarkérték alatt van, és a 2020. augusztusi finanszírozási terv alapján 2020 év végére várhatóan ismét csökkenni fog.

Az államadósság szerkezetének változását a 6. ábra és a 7. táblázat szemlélteti.

6. ábra

A központi költségvetés bruttó adósságának alakulása 2012.12. -2020. 08.31. között (Mrd Ft)



Forrás: ÁKK 2020e alapján, ÁSZ szerkesztés

A központi költségvetés bruttó adósságának alakulása 2012. 12. hó – 2020. 08. hó között (Mrd Ft)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020.08.31
Forint	12 042,4	12 976,4	14 612,0	16 207,9	18 430,9	20 689,4	22 796,0	24 357,1	26 327,7
Változás az előző évhez képest (%)	6,2%	7,8%	12,6%	10,9%	13,7%	12,3%	10,2%	6,8%	8,1%
Hitel	566,8	603,6	623,3	694,1	865,0	1 041,1	1 167,7	1 208,1	1 161,6
<i>külföldi</i>	540,8	502,0	507,5	694,1	865,0	1 041,1	1 167,7	1 208,1	1 161,6
<i>belföldi</i>	26,0	101,6	115,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Allampapír	11 475,6	12 372,8	13 988,7	15 513,8	17 565,8	19 648,3	21 628,3	23 149,0	25 166,1
Piaci értékesítésű	11 077,1	12 182,3	13 847,7	15 462,3	17 526,7	19 609,2	21 589,1	23 109,8	25 126,9
<i>Allamkötvény</i>	8 184,1	8 588,8	9 848,0	11 043,4	11 562,4	11 767,1	12 836,1	13 378,5	15 724,9
<i>Diszkont kincstárjegy</i>	1 906,5	1 904,9	1 588,6	901,6	896,4	1 039,2	1 237,3	657,3	752,4
<i>Lakossági állampapír</i>	986,6	1 688,5	2 411,1	3 517,4	5 067,9	6 802,9	7 515,7	9 074,0	8 649,7
Nem piaci értékesítésű	398,5	190,5	141,0	51,5	39,2	39,2	39,2	39,2	39,2
Deviza	8 326,6	8 904,9	8 957,9	7 735,8	6 256,5	5 782,5	5 724,8	5 121,2	5 885,8
Változás az előző évhez képest (%)	-18,1%	6,9%	0,6%	-13,6%	-19,1%	-7,6%	-1,0%	-10,5%	14,9%
Hitel	3 312,5	2 735,6	2 164,3	1 696,8	1 101,6	929,1	795,0	825,4	959,6
<i>külföldi</i>	3 229,0	2 400,2	1 889,9	1 614,2	1 097,6	929,1	795,0	825,4	959,6
<i>belföldi</i>	83,5	335,4	274,4	82,6	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Allampapír	5 014,1	6 169,3	6 793,6	6 039,0	5 154,9	4 853,5	4 929,8	4 295,8	4 926,2
<i>külföldi</i>	4 924,2	5 736,9	5 844,6	5 198,9	4 618,9	4 145,9	4 246,2	3 713,5	4 282,0
<i>belföldi</i>	89,9	432,5	948,9	840,1	536,0	707,6	683,6	582,3	644,2
Összesen	20 369,0	21 881,4	23 569,9	23 943,7	24 687,4	26 472,0	28 520,7	29 478,3	32 213,5
Egyéb kötelezettség	351,1	117,3	311,2	756,0	742,7	274,2	167,4	203,7	181,4
Mindösszesen	20 720,1	21 998,6	23 881,1	24 699,7	25 430,0	26 746,2	28 688,2	29 682,0	32 394,9
Változás az előző évhez képest (%)	-1,1%	6,2%	8,6%	3,4%	3,0%	5,2%	7,3%	3,5%	9,1%

Forrás: ÁKK 2012b-2019b, 2020j alapján, ÁSZ szerkesztés

4.3. A forintadósság szerkezetének változása

4.3.1. A forint alapú államkötvények állománya

A **forintadósság** 2012-2020. közti állományváltozását a 7. táblázat mutatja be. A forint alapú államkötvények állománya az elemzett időszakban jelentősen emelkedett, évente közel 500-1 000 Mrd Ft közötti volt a növekedés. 2019. év végén a teljes forintadósság 45%-át a hosszú futamidejű forint államkötvények alkották (piaci és nem piaci kötvények, eltekintve a lakossági kötvényektől). Az államkötvények állománya a legnagyobb mértékben a 2020. évben nőtt, 2346,4 Mrd Ft-tal, ami a 2012-2019. évek közti éves átlag duplája. A nem piaci értékesítésű állampapírokból 2012 óta új kibocsátás nem történt, az állomány 2016 óta stabilan 39,2 Mrd Ft, a teljes forintadósságnak kevesebb, mint 1%-át teszi ki. (A 2020-ban forgalomban levő állampapírok típusait a mellékletben mutatjuk be.)

8. táblázat

Forint lakossági állampapír állományi adatok 2012.12.31.-2020. 08. 31. között (Mrd Ft)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020.08.31
MÁP Plusz	-	-	-	-	-	-	-	3 196,2	4 688,9
KTJ I-II. és KTJP	284,8	334,8	355,1	403,4	453,7	468,7	495,9	455,2	361,5
1MÁP	434,8	988,1	1 088,5	1 815,9	2 636,6	3 109,7	3 169,8	2 158,0	1 188,6
PMÁP	256,7	342,9	555,9	744,3	1 043,0	1 976,3	2 576,1	2 518,3	2 137,5
BABA	0,0	1,5	10,3	18,6	27,4	38,2	54,8	79,7	96,4
2MÁP	-	-	-	-	-	376,7	500,2	215,2	107,1
BMÁP	-	-	371,9	454,1	478,2	481,1	465,0	451,4	69,5
FMÁP	10,3	21,3	28,8	81,0	428,9	351,9	253,8	-	-
Forint összesen	986,6	1 688,5	2 410,5	3 517,4	5 067,8	6 802,6	7 515,6	9 074,0	8 649,6

Forrás: ÁKK 2020k alapján, ÁSZ szerkesztés

A **forint lakossági állampapírok** állománya 2012-2020. között mintegy kilencszeresére nőtt (8. táblázat). A 2020. augusztus végi állomány a 2019. év végi értékhez viszonyítva azonban 4,7%-kal csökkent, de ezt a csökkenést a nem a lakosság tulajdonában lévő portfólió csökkenése okozta, a közvetlenül a lakosság kezében lévő állomány az ÁKK Zrt. becslése alapján (2020s) 130 Mrd Ft-tal emelkedett 2020. II. negyedévében. A háztartások birtokában lévő lakossági állampapírokra vonatkozóan 2020 augusztusában az ÁKK Zrt. módosította a nettó kibocsátási tervet – 1 001,0 Mrd Ft-ról – 119,0 Mrd Ft-ra.

Az állomány növekedéséhez hozzájárult a 2013. évben újonnan bevezetett 1 éves Kincstári Takarékjegy Plusz (KTJP), a 2014. évben bevezetett Bónusz Magyar Állampapír (BMÁP), a 2017 tavaszán bevezetett, fix kamatozású Kétéves Magyar Állampapír (2MÁP), továbbá jelentős szerepet játszott a MÁP plusz lakossági kötvény 2019. évi júniusi bevezetése. Az Egyéves Magyar Állampapír (1MÁP) állománya 2018 és 2019 év vége között ugyan csökkent 1 011,8 Mrd Ft-tal, azonban a lakosság közel 3 136,0 Mrd Ft állampapír-állományt vásárolt meg a MÁP Pluszból. A MÁP Plusz 2019 év végén a lakossági állampapírok állományának 35,22%-át, míg 2020. június végén további 1 072,1 Mrd Ft-os bővülés mellett 48,1%-át tette ki. A MÁP Plusz bevezetésével egy időben a BMÁP, a 2MÁP, a Féléves Magyar Állampapír (FMÁP), valamint a Kincstári Takarékjegy Plusz értékesítése 2019. június 1-jét követően megszűnt, együttes állományuk 644,0 Mrd Ft-tal 675,0 Mrd Ft-ra csökkent (az FMÁP állománya 2019 végén nulla Ft volt).

2020. július végére a lakossági állampapírok állománya csökkent, ezt az államkötvények 584,0 Mrd Ft állomány-növekedése ellensúlyozta. A 2020 augusztusában módosított éves finanszírozási tervben (ÁKK, 2020d) az ÁKK Zrt. az aukciós forintkötvény-kibocsátások tervezett volumenét az eredetileg tervezett 400,0 Mrd Ft-ról 623,0 Mrd Ft-ra emelte.

Az államadósság megújítási és kamatkockázatának további csökkentése érdekében az ÁKK Zrt. 2020. elején 3 százalékos fix kamatozású, 20 éves benchmark államkötvényt bocsátott ki. A lakossági állampapírok iránti kereslet növekedéséhez hozzájárult, hogy a személyi jövedelemadóról szóló 1995. évi CXVII. törvény (Szja tv.) 65. § (3) bekezdés ab) pontja előírása alapján 2019. június 1-jétől a magyar állam által kibocsátott, a lakosság, mint befektetői célpiac részére forgalomba hozott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból származó kamatjövedelem adómentes.

4.3.2. A diszkont kincstárjegyek állománya

Az elemzett időszakban a diszkont kincstárjegyek (DKJ) állománya változóan alakult. A 2012-2016. évek között a DKJ állománya 1 907,0 Mrd Ft-ról 896,0 Mrd Ft-ra, azaz közel felére csökkent, 2018. év végén állománya 1 237,0 Mrd Ft-ra nőtt. 2020. augusztus 31-ig a diszkont kincstárjegyek állománya újra csökkent (752,4 Mrd Ft). A diszkont kincstárjegyek állományának ingadozása az alacsony futamidővel, a változó kamat mértékével magyarázható, a kibocsátásának mértékét a finanszírozási stratégia határozza meg. A DKJ, hasonlóan a Magyar Államkötvényekhez, aukció útján kerül forgalomba hozatalra, ezek nyilvános ajánlattétel közzétételével kerülnek meghirdetésre. Az aukción közvetlenül kizárólag az elsődleges forgalmazók vehetnek részt, aki diszkontkincstárjegyet szeretne vásárolni, az az elsődleges forgalmazók útján tehet ajánlatot.

4.3.3. A forinthitelek állománya

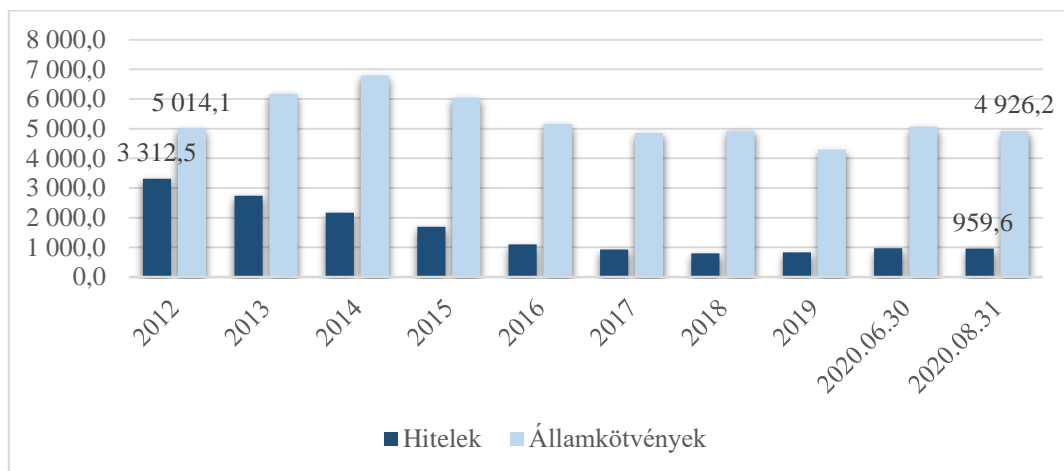
A forinthitelek hazai szereplőktől származó állománya a 2012. év végén a teljes forinthitel-állomány mindössze 4,6%-át tette ki, majd a 2014. évre 18,6%-os részarányra történő növekedést követően a 2015. év végére nullára csökkent és ez 2020. augusztus 31-ig nem változott. A forintadósság külföldi hitelből származó 540,8 Mrd forint része több, mint duplájára, 1 208,1 Mrd forintra emelkedett 2012-2019. közt, azonban 2020. I. félévében az állomány csökkenni kezdett, jelenleg az adósságállomány 3,6%-át teszi ki. A 2020. augusztusában módosított éves finanszírozási terv 2020-ban összesen 132,0 Mrd Ft-os nettó kibocsátással számol.

4.4. A devizaadósság szerkezetének változása

A devizaadósságból a hitelek állománya a 2012. december 31-ei 3 313,0 Mrd Ft-ról 2019. december 31-ig 825,0 Mrd Ft-ra, a deviza államkötvények állománya 2012. december 31-ei 5 014,0 Mrd Ft-ról 2019. december 31-re 4 296,0 Mrd Ft-ra csökkent. Mindkét adósságelem állománya folyamatos csökkenést mutatott 2019. év végéig.

Jóllehet, a devizaadósság részaránya a 2019. év végi értékhez viszonyítva 2020 első felében nőtt, azonban 2020-ban stratégiai célként meghatározott 10-20%-os sávban maradt. Aránya a teljes adósságon belül a 2020. június 30-ai 19,1%-ról 2020. július 31-ére 18,4%-ra mérséklődött. A központi költségvetés bruttó devizaadósságának alakulását a 7. ábra mutatja be.

A központi költségvetés bruttó devizaadósságának alakulása 2012-2020. 08. hó között (Mrd Ft)



Forrás: ÁKK 2020e alapján, ÁSZ szerkesztés

4.4.1. Devizahitelek

A devizahitelek külföldiek által finanszírozott állománya 2012-ben a devizahitelek 97,5%-át, 3 229,0 Mrd forintot tettek ki, ami a devizaadósság állományának 39,8%-a volt. Az állomány a 2019. év végére a 2012. év végi állományhoz képest 74,4%-kal 825,4 Mrd forintra csökkent, és 2019-ben a központi költségvetés bruttó adósságának 3,2%-át, a devizaadósság 16,0%-át tette ki. A devizahitelek belföldiek által finanszírozott állománya a 2012. év végi 2,5%-ról a 2017. évre nullára csökkent. A pandémia hatásainak következtében a 2020. augusztus 31-ei állomány a 2019. év végéhez képest 16,3%-kal, 134,2 Mrd forinttal emelkedett. A devizahitelek állományának 2012 óta tartó csökkenése az árfolyamkockázat és a kamatkockázat mérséklése révén jelentősen hozzájárult az ország sérülékenységének mérsékléséhez.

4.4.2. Devizalapú külföldi állampapírok

A deviza állampapírok külföldiek által finanszírozott állománya a 2012. év végén 4 924,2 Mrd Ft, azaz a devizapapír állomány 98,2%-a volt, ennek aránya a 2019. év végére 86,4%-ra, 3 713,5 Mrd Ft-ra csökkent. 2019. vége és 2020. augusztusa közt a deviza állampapírok külföldiek által birtokolt állománya 15,3%-kal, 4282,0 Mrd Ft-ra nőtt (7. tábla). 2020. szeptember 11-én került sor Magyarországon japán jénben denominált ún. Szamuráj-kötvényeinek kibocsátására, ezzel a deviza-részarány ismét nőtt (adatok az elemzési időpontjában nem állnak rendelkezésre). A tranzakció során hazánk összesen 62,7 Mrd jén összegben vont be forrást négy különböző futamidejű sorozat piacra vitelével. A négy sorozatból kettő zöld kötvény, melyekkel Magyarország lett az első külföldi állam, amely zöld kötvényt bocsátott ki Japánban. A hagyományos sorozatokból befolyó összeget az ÁKK Zrt. általános finanszírozási célokra használja fel, a zöld sorozatokból befolyó összeget a kibocsátó a központi költségvetés egyes zöld kiadásainak finanszírozására és refinanszírozására fordítja (ÁKK, 2020) A kötvények hosszú futamideje hozzájárulhat az ATR kitűzött 2,75 – 3,75 éves célérték eléréséhez.

4.4.3. A deviza alapú lakossági állampapírok állománya

A lakossági állampapírok állományának növelését a devizaalapú, Prémium Euró Magyar Államkötvény (PEMÁP, korábban PEMÁK) értékesítése is támogatja. A Prémium Euró Magyar Állampapír korábbi nevén Prémium Euró Magyar Államkötvény értékesítése 2012. november 21-én indult, és mind devizabelföldinek, mind devizakülföldinek minősülő természetes személyek megvásárolhatják. A 2012-2020. év közötti értékesített állomány a 9. sz. táblázat mutatja be.

A PÉMÁP (PÉMÁK) lakossági állampapírok kibocsátásának alakulása (M EUR)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Kibocsátás	994,0	1503,5	147,6	169,6	196,8	81,3	180,1	254,7	64,7
Állomány év végén	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	440	390	464,1	502,3

*Forrás: ÁKK 2020n alapján, ÁSZ szerkesztés
szeptember 30.

A PÉMÁP lakossági állampapírok értékesítésének csúcsa a 2013. évben volt. A 2014–2020. közti években – az államadósság-kezelési stratégiával összhangban – alacsony volt az ÁKK Zrt. által meghirdetett mennyiség (ÁKK, 2020n). A PÉMÁP lakossági állampapírok 2020. szeptember 30-ai állománya 502,3 M EUR volt. Az állományból 190,8 M EUR 2021-ben, 246,7 M EUR 2022-ben, 35,2 M EUR 2023-ban, valamint 29,6 millió EUR 2025-ben jár le (ÁKK, 2020n).

A magyarországi Letelepdedési Magyar Államkötvény (LMAK) olyan értékpapír, amit az Európai Uniótól kívüli befektetők vásárolhattak a magyar kormány által kijelölt közvetítőkön keresztül és ezért cserébe magyarországi letelepedési engedélyhez juthattak. Bevezetése 2013-ban történt, és értékesítése 2017-ben lezárult. A Letelepdedési Magyar Államkötvények állománya 2020. szeptember 30-án 1,3 Mrd EUR volt, a teljes állomány 2020 decembere és 2022 szeptembere között jár le (ÁKK, 2020o).

5. A hazai finanszírozási részarány növekedése

5.1. A hazai finanszírozási részarány-növekedés előnyei

Az ÁKK Zrt. számára az adósságállomány nagysága, valamint a költségvetés finanszírozási szükséglete külső adottság. Az adósságkezelés eredményességére az adósság szerkezetének, a költség-kockázat arányának helyes választásával tud hatni. Az ÁKK Zrt. számára ugyancsak külső adottság a háztartások jövedelme, megtakarításai, kockázatvállalási attitűdje, a hitelfelvételi korlátok utóbbi években történő szigorítása, (ezek a megtakarítások növekedésének irányába hatnak), továbbá az MNB monetáris politikája során alkalmazott eszköztára (ÁKK, 2020a).

Az adósságkezelést a kibocsátó szándékai mellett a keresleti viszonyok a pénz- és tőkepiaci folyamatok alakulása is befolyásolják. A befektetői kör négy csoportja: hazai kisbefektetők (háztartások), hazai nagybefektetők (bankok, nyugdíjalapok, biztosítótársaságok), külföldi intézményi nagybefektetők (külföldi bankok, nyugdíjalapok és biztosítótársaságok), illetve a nemzetközi szervezetek (IMF, EU, EIB, EBRD). A hazai adósságelemek befektetői kör szerinti megoszlását a 10. táblázat mutatja be:

Magyar adósságelemek befektetői kör szerint

	Befektetői kör	Forrásbevonás csatornája
Forint kötvény	hazai és külföldi nagybefektetők, kisebb részben hazai háztartások	piaci
Diszkontkincstárjegy	hazai és külföldi nagybefektetők, kisebb részben hazai háztartások	piaci
Lakossági papírok	hazai háztartások, kisebb részben hazai nagybefektetők	piaci
Forint hitelek	nemzetközi fejlesztési bankok (EIB, EBRD, CEB)	nem piaci
Devizakötvények	külföldi nagybefektetők	piaci
Devizahitelek	nemzetközi szervezetek (IMF, EU), nemzetközi fejlesztési bankok (EIB, EBRD, CEB)	nem piaci

Forrás: Baksay et al., 2016 alapján, ÁSZ szerkesztés

A külföldi befektetők révén több forrást lehet bevonni, azonban ez kockázattal is jár, mert a külföldi tőkeáramlás jelentős ingadozást mutat. Válsághelyzetben a külföldi tőke jellemzően kiáramlik az országból, ami hozzájárulhat a válság elmélyüléséhez. 2008. szeptember végétől 2009 közepéig a külföldi befektetők birtokában lévő forint állampapír- állomány több mint 40 százalékkal, 1300 milliárd forinttal csökkent. A hazai befektetők (bankok, befektetési és nyugdíjalapok, kisbefektetők) strukturális okokból kevésbé képesek csökkenteni állampapír-portfóliójuk méretét, ezért kevésbé érzékenyek a visszafizetési kockázat emelkedésére.

A hazai állampapír-tulajdonosok válság esetén az államháztartás finanszírozása szempontjából stabilizálóerőt képviselnek, míg a külföldi befektetők a válság negatív hatásait erősítik (Baksay et. al., 2016.) A hazai finanszírozás részarányának növelése pozitívan hat az államadósság lejáratí szerkezetéből származó kockázatok mérséklésére. A rövid, egy éven belüli lejáratú futamidejű állampapírok hozamai jellemzően alacsonyabbak, mint a hosszú lejáratúaké, azonban ezek esetében a megújítási kockázat magasabb. Amennyiben az államadósság külföldi finanszírozói a központi kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok nagymértékű eladásába kezdenek, és azt a hazai szereplők esetleg nem képesek lejegyezni, az értékesítésnél ár- és mennyiségi problémák is jelentkezhetnek. A magyar lakossági állampapírpiacra érvényesülő viselkedési tényezőre vonatkozó kutatás megállapításai szerint a hazai lakossági befektetők kockázattvállalása alacsonynak mondható. A háztartások jelentős részének nincs megtakarítása, amely háztartások mégis képesek megtakarítani, azok befektetési időtávja rövid. 58 százalékuk egy éven túli eszközt nem venne megtakarítási célból. (Kutasi et. al., 2018).

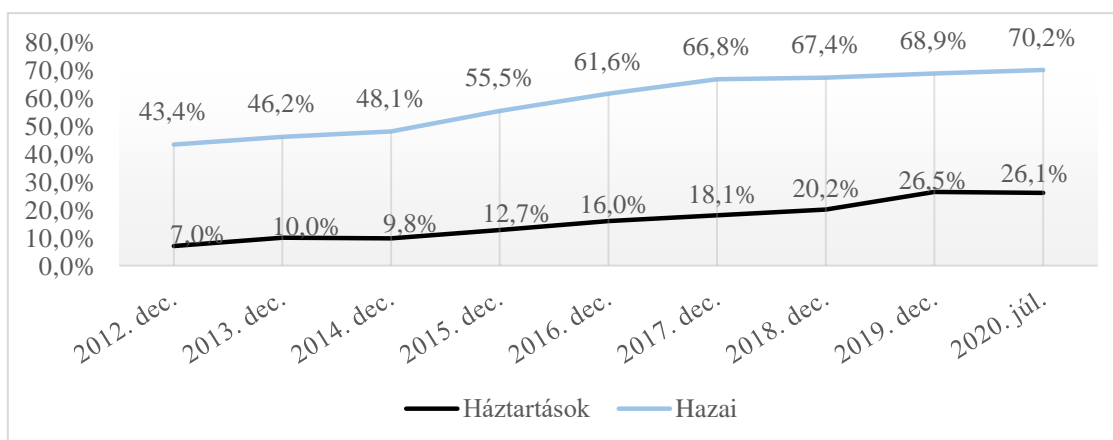
Az ÁKK Zrt. finanszírozási kiadványai szerint Magyarország 2010-es évek eleji sérülékenységének egyik oka, hogy az államadósság nagyobb hányadát külföldi megtakarítások finanszírozták, ezért 2015-től fontos célja az adósságkezelésnek az államadósság hazai befektetői körének bővítése, aminek lényeges eszköze a lakossági állampapír értékesítés. Elvárás az éves hiány egy jelentős részének lakossági állampapír értékesítésével történő finanszírozása (ÁKK, 2014a-2019a, 2020b, 2020c, 2020d). Az ÁKK Zrt. a lakossági állampapírok értékesítésének ösztönzését marketingtevékenységgel támogatja.

5.2. A hazai finanszírozás részarányának változása

A hazai befektetők forint és deviza állampapírok megvásárlásával finanszírozhatják a költségvetési hiányt. A hazai nagybefektetők valamint a hazai lakosság tulajdonában álló, a központi kormányzat által kibocsátott tulajdonosi jogviszonyt megtestesítő értékpapírok arányát a teljes államadósságon belül a 8. ábra szemlélteti:

8. ábra

A hazai befektetők által birtokolt, a központi kormányzat által kibocsátott tulajdonosi jogviszonyt megtestesítő értékpapírok aránya az államadósságon belül 2012. 12. – 2020. 07. közt



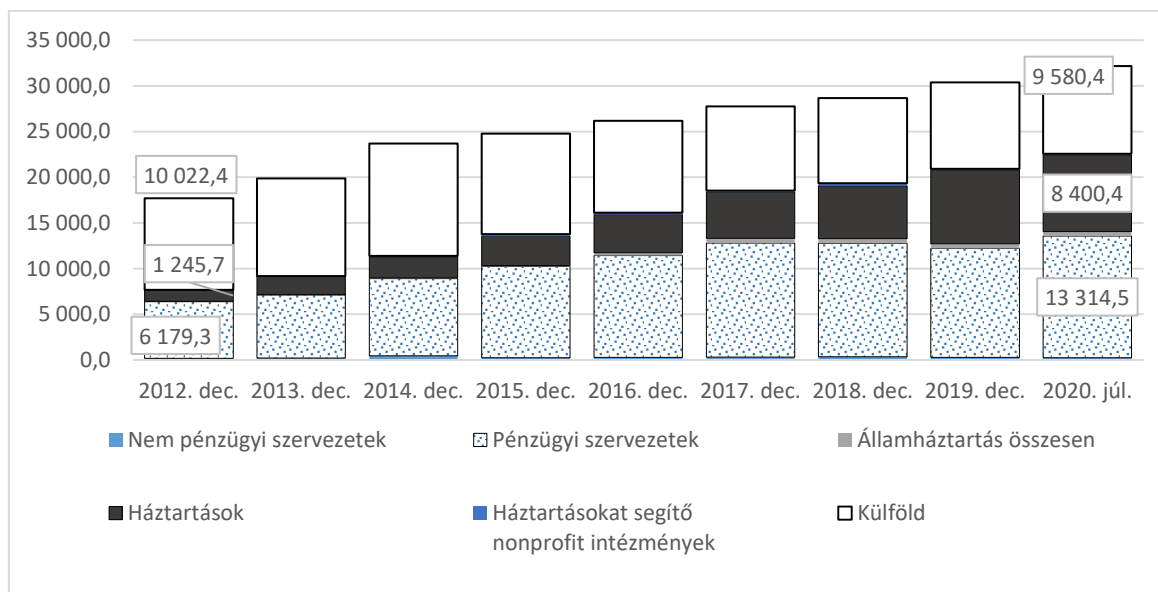
Forrás: MNB 2020b alapján, ÁSZ szerkesztés

A 2012-2020 I. félév közötti időszakban az állampapírok állománya 81,5%-kal, több mint 14 000 Mrd Ft-tal emelkedett. A háztartások által megvásárolt állampapírok állománya a 2012. év december végi értékhez viszonyítva a 2020. év július végére 585%-kal, közel a hétszeresére emelkedett, míg a tulajdonos háztartások részaránya az állampapírok állományán belül 7,0%-ról 26,5%-ra nőtt. Az adatok alapján azonban látszik, hogy a 2020. év eleji növekedést követően – a járvány hatására – mind a hazai finanszírozás aránya, mind a háztartások aránya a befektetők körében csökkent.

A központi kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok tulajdonosi szerkezet szerinti megoszlását és értékét a 9. ábra szemlélteti:

9. ábra

Központi kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok év végi állománya (Mrd Ft)



Forrás: MNB 2020b alapján, ÁSZ szerkesztés

A hazai pénzügyi szervezetek (beleszámítva a pénzügyi kiegészítő tevékenységet végző szervezeteket, valamint a biztosítókat és nyugdíjpénztárakat) továbbra is jelentős részesedéssel rendelkeznek az állampapír tulajdonlása vonatkozásában, amelynek értéke a 2012. év végi 6 179,3 Mrd Ft-nak megfelelő, és 34,9%-os részarányt illetően 2020. július végére 13 313,5 Mrd Ft-ra növekedett, és az állampapírok 41,4%-át birtokolták. Az egyéb hazai tulajdonosok részaránya (nem pénzügyi vállalatok, államháztartás, valamint háztartásokat segítő nonprofit intézmények) a 2012. év végi 1,5%-ról 2020. július végére 2,7%-ra nőtt.

A külföldi befektetők által birtokolt, a központi kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok értéke a 2012. év végi 10 022,4 Mrd Ft-ról 2020. július végére 4,4%-kal, 9 580,4 Mrd Ft-ra, részesedésük 56,6%-ról 29,8%-ra csökkent. Ez a finanszírozási kockázatot, ezáltal az ország sérülékenységét csökkentette.

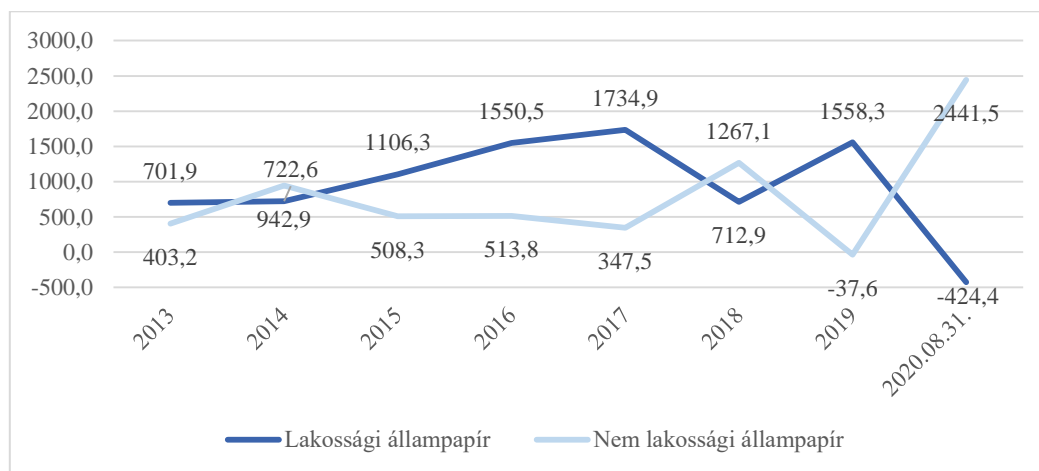
5.3. A lakossági állampapírok állományváltozása

A lakossági állampapír-értékesítés növelése érdekében az ÁKK Zrt. az értékesítési csatornák szélesítésével, valamint új állampapírtípusok bevezetése révén igyekezett elősegíteni az értékesítést az elemzett időszakban (Baksay et. al., 2016., lásd még a 4.3.1. fejezetben).

A forintalapú lakossági, valamint nem lakossági (tőkepiaci) állampapírok állomány-változását 2013., valamint 2020. év augusztus vége közt a 10. ábra szemlélteti. 2020-ban a lakossági állomány jelentősen, 424 Mrd Ft-ot meghaladóan csökkent. (A devizalapú állampapírok éves állományáról nem rendelkezünk adatokkal.)

10. ábra

A forint alapú piaci értékesítésű állampapírok állományának változása 2013-2020. 08.31. közt (Mrd Ft)



Forrás: ÁKK 2012b-2019b, 2020j alapján, ÁSZ szerkesztés

A forint lakossági állampapírok állományának változása azt mutatja, hogy az irántuk jelentkező kereslet iránya ellentétesen mozog a tőkepiaci állampapírok iránt támasztott kereslethez képest. Így a lakosság számára, valamint az egyéb piaci szereplők számára kínált állampapírtípusok együttes alkalmazása csökkenti a finanszírozási kockázatot (ÁKK, 2013c).

5.4. Az államadósság lejárat szerkezetének és a kamatozás összetételének változásai

5.4.1. Az államadósság lejárat szerkezetének változása

Az államadósság hazai finanszírozási részarányának növelése hatással volt az államadósság elemeinek hátralévő átlagos futamidejére, a devizaadósság arányának mérséklésével változott az államadósság lejárat szerkezete is. A forintadósságon belül az egy éven belül lejáró lakossági állampapírok állománya a 2012. év végi 94,1%-ról 2019. év végére 39%-ra csökkent (ÁKK, 2020f). Ez kockázati szempontból azért lényeges, mert a hosszabb átlagos futamidő következtében kiszámíthatóbbá válik az adósság megújítása és a fizetendő kamatok nagysága.

A forint államkötvények lejárat jellemzően 3-15 év, a DKJ lejárat pedig 3-12 hónap, ezek vásárlói főként hazai és külföldi nagybefektetők, kisebb mértékben lakossági befektetők. A lakossági állampapírok lejárat 0,5-10 év közt mozog, kivéve a babakötvényt (19 év). A központi költségvetés adósságelemeinek egy éven belüli lejárat szerkezetét a 11. táblázat szemlélteti:

11. táblázat

A központi költségvetés adósságelemeinek egy éven belüli lejárat szerkezete (Mrd Ft)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Adósságelem	Állomány							
Forintadósság	12 042,40	12 976,40	14 612,00	16 207,90	18 430,90	20 689,40	22 796,00	24 357,10
Egy éven belül	3 724,20	4 396,50	4 031,60	3 713,10	5 447,70	6 272,00	6 861,70	5 339,70
Arány	30,9%	33,9%	27,6%	22,9%	29,6%	30,3%	30,1%	21,9%
Devizaadósság	8 326,60	8 904,90	8 957,90	7 735,80	6 256,50	5 782,50	5 724,80	5 121,20
Egy éven belül	1 495,50	1 595,80	742,5	1 520,80	742	672,9	663	694,1
Arány	18,0%	17,9%	8,3%	19,7%	11,9%	11,6%	11,6%	13,6%
ÖSSZESEN	20 369,00	21 881,40	23 569,90	23 943,70	24 687,40	26 472,00	28 520,70	29 478,30
Egy éven belül	5 570,70	6 109,60	5 085,30	5 989,90	6 932,40	7 219,10	7 692,10	6 237,50
Arány	27,3%	27,9%	21,6%	25,0%	28,1%	27,3%	27,0%	21,2%

Forrás: ÁKK 2020f alapján, ÁSZ szerkesztés

Az adatok alapján azt látjuk, hogy az egy éven belül lejáró adósságelemek aránya a teljes forintadósságon belül 22-34% körül alakult, és 2019-ben elérte az időszak legalacsonyabb értékét, a 21,9%-ot, a devizaadósságon belül ennek aránya jóval alacsonyabb volt az elemzett időszakban (értéke 8-20% közt mozgott.) Összességében a teljes adósságon belül jelentősen csökkent az elemzett időszakban az egy éven belül lejáró adósságelemek volumene, aránya a 2016. évi legmagasabb arányról (28,1%-ról) 2019 végére 21,2%-ra csökkent.

A forintadósság részaránya és értéke is nőtt az elemzett időszakban, ezen belül jelentősen az államkötvények és a lakossági állampapírok volumene (lásd a 8. táblázatban), valamint a hazai befektetők aránya is nőtt az államadósság-finanszírozásban (lásd a 10. ábrán). Mindez nagymértékben hozzájárult a rövid lejáratú értékpapírok arányának csökkenéséhez az államadósságon belül, ami egyben a megújítási és a kamatkockázatot is csökkentette.

5.4.2. A fix és változó kamatozású elemek arányának változása

A kamatkockázat csökkentésének egyik eszköze a fix/változó kamatozású elemek optimális arányának kialakítása. A kapcsolódó benchmark értékek minden elemzett évben teljesültek, amit a 2. táblázat mutat be.

A 2. táblázat adatai alapján a deviza adósság fix kamatozású elemeinek aránya az elemzett időszakban, 2013-at követően egyenletes nőtt, 2019. év végén elérte a 71,8%-ot. A forintadósság fix kamatozású elemeinek aránya az elemzett időszakban 2012-2014. közt csökkent, 2015-től ismét növekedésnek indult és 2019-ben már magas, 68,8%-os részarányt ért el. Az átlagos futamidő és a fix kamatozású elemek arányának növekedése csökkentette a kamatkockázatot.

Az államadósság lejárat szerkezetének és az államadósság fix/változó kamatozású elemei összetételének optimalizálása hozzájárult az államadósság kamatterheinek mérsékléséhez is. (A kamatkidadások változását, valamint annak a GDP-hez viszonyított arányát az 5. sz. táblázat mutatja be.)

6. Lakossági megtakarítási és befektetési lehetőségek

6.1. A lakossági megtakarítások szintjének alakulása

A gazdasági növekedés és a megtakarítás egymással szorosan összefüggő nemzetgazdasági fogalmak, hiszen a gazdasági fellendülést elősegítő beruházási aktivitás egyik jelentős forrását a belföldi megtakarítások jelentik, amelyek döntő részét a lakossági megtakarítások adják. A háztartási megtakarítások finanszírozzák a vállalati beruházásokat és a költségvetés hiányát, ezért a megtakarítási hajlandóság növekedésével emelkedik a lakosság szerepe az államadósság finanszírozásában. A háztartások pénzügyi megtakarításainak (nettó finanszírozási képességének, azaz a megtakarítás és a beruházás különbségének) alacsony szintje a makrogazdasági egyensúly felborulásához vezethet, ugyanis az alacsony megtakarítási ráta következtében növekszik az állam külföld általi finanszírozási igénye. A háztartások vagyonfelhalmozása így erőteljesen képes befolyásolni a gazdaság sérülékenységét, külső egyensúlyát (Pellényi 2014). A háztartások a rendelkezésükre álló jövedelmet fogyasztásra és megtakarításra használják. A fogyasztás nagyságát számtalan tényező, hatás befolyásolja, növeli vagy csökkenti, melynek függvényében módosulhat a lakosság megtakarítási szintje. A megtakarítások ösztönzése a háztartások fogyasztásának csökkenésén keresztül fékezi a GDP növekedését (Palócz, Matheika 2014). A megtakarítások szintjét csökkenti a háztartások túlzott eladósodottsága, mivel a háztartások a rendelkezésükre álló jövedelem egy részét adósságteherre használják fel (ÁSZ, 2020b).

A lakosság megtakarítási hajlandóságát a Kormány gazdaságpolitikai, adópolitikai lépéseken keresztül (pl. egykulcsos SZJA, adókedvezmények bevezetése), illetve konkrét megtakarítást ösztönző intézkedésekkel (adókedvezmény az állampapírba történő befektetések után, adó-visszatérítés a nyugdíj célú megtakarításokra) támogatta. A gazdaság élénkülésével, a hitelezés fellendülésével, a kormányzati hitelösztönző intézkedések hatására 2016-tól visszafogottabb megtakarítási hajlandóság érzékelhető, 2016- 2018. között a nettó pénzügyi vagyon éves növekedése csökkent a 2011-2015. közötti időszakhoz képest (ÁSZ, 2020b)

A megtakarítás a jövedelemnek az a része, amelyet nem költenek el fogyasztási célokra, míg a befektetés egy meghatározott pénzösszeg általában hosszabb távú felhasználása annak gyarapítása céljából. Ez jellemzően valamilyen pénzügyi eszköz vagy valamilyen értékálló tárgy, ingatlan megvásárlását jelenti. (mnb.hu).

A megtakarítások típusai a főbb célok szerint: lakás előtakarékoság, nyugdíj előtakarékoság, gyermek előtakarékoság, hosszútávú, középtávú és rövid távú biztonsági tartalékok

Befektetési formák: Készpénz kézben vagy látraszóló magyar bankszámlán, valuta készpénz kézben vagy látraszóló magyar bankszámlán, bankbetét, pénzpiaci alap, államkötvény, garantált hozamú befektetési alap vagy konstrukció, nyilvános, tőzsdén likviden forgó részvény, ingatlan vásárlás befektetési célból, unit-linked (egységekhez kötött) befektetési életbiztosítás, fizikailag birtokolt befektetési aranyrúd, aranytömb vagy arany érme, MLM jellegű rendszerben havi arany megtakarítás felépítése, fizikai arany háttérű aranszámlán gyűjtött befektetési arany, arany ETF (Exchange-Traded Fund) vagy ETF-be fektető arany befektetési alap. (arany-alap.hu)

A befektetés kiválasztásának szempontjai: a befektetés célja, hozam, pénzügyi likviditás, globális mozgathatóság, általános kockázat, pénzügyi rendszer kockázat, tárolási kockázat, internet kockázat és fenntartási költségek

A megtakarítások csak akkor tartják meg vásárlóerejüket, ha az inflációnál nagyobb hozamot (reálhozamot) ér el a befektető. Az alábbiakban a főbb, alacsony, illetve magasabb kockázatú megtakarítási formákat mutatjuk be.

6.1.1. Alacsony kockázatú megtakarítási formák

Alacsony kockázatú megtakarítási formának számít a *megtakarítási számla*, ez esetében folyamatos beutalással vagy átvezetéssel növelhetőek a megtakarítások. Ezeknek a számláknak a reálhozama negatív volt az elmúlt években. A *bankbetét* hasonló a megtakarítási számlához, de itt havonta, negyedévente vagy más gyakorisággal kell beutalni az összegyűjtött összeget. Számlavezetési és utalási költségek figyelembe vétele nélkül szintén negatív volt az elmúlt években reálhozamuk. A *befektetési alapok* pénzügyi és likviditási befektetési alapok lehetnek, kockázatuk igen alacsony. Kamatuk nem alkalmas reálhozam elérésére. Az (államilag támogatott) *lakástakarék* alacsony kockázat mellett kimagasló hozamot nyújtott, de 2018 októbere után megszűnt az állami támogatás a befizetések után. Az alacsony banki kamat szintén negatív reálhozamot eredményez. Az *állampapír-hozamok* 2018-ban jelentősen emelkedtek, változóan alakultak az elemzett időszakban (lásd a 13. táblázatban).

6.1.2. Magasabb kockázatú megtakarítási formák

A magasabb kockázatú megtakarítások közé tartoznak a *részvények*: a részvényt piac nagy kockázatot hordoz, így a megtakarításaink részvényekbe való elhelyezése jóval több szakértelmet igényel.

Az *ETF-ek* tőzsdén kereskedett alapok, amelyek egy olyan értékpapír-csoportot jelentenek, amelyet a tőzsdén, egy brókercégen keresztül lehet megvenni vagy eladni. Megvásárlásukkal egy már diverzifikált portfóliót vásárolhat meg a befektető, csökkentve ezzel a cégek egyéni kockázatát. Az *ingatlanalap* 1 éves hozama 10% körül volt 2019-ben, de ezen megtakarítási forma is magas kockázattal jár. (randomcapital.hu)

Elemzésünkben a háztartások pénzügyi vagyonának alakulását az MNB pénzügyi számla-statisztikájában szereplő adatok alapján vizsgáljuk meg. A pénzügyi intézetek által fizetett betéti kamatokat hasonlítjuk össze az állampapírok esetében elérhető hozamokkal.

6.2. A háztartások nettó pénzügyi vagyonának alakulása

A magyar háztartások a megtakarításaikat leginkább kockázatmentes befektetéseikben helyezik el (Kutasi et al., 2018.) Az MNB pénzügyi számla-statisztikája alapján a magyar háztartások megtakarításaikat legnagyobb hányadban részvényekben és részesedésekben, betétekben, és egyéb eszközökben (hitelek, pénzügyi derivatívák) tartották az elemzett időszakban.

A tőzsdei részvények Magyarországon a háztartások körében nem számítanak elterjedt megtakarítási formának, ezzel az eszközzel az MNB 2017. évi vagyonfelmérése alapján (MNB, 2019) a magyar háztartások mindössze 1%-a rendelkezett. A háztartások megtakarításai között a részvények és részesedések kategórián belüli legnagyobb részt az Egyéb tulajdonosi részesedések (üzletrészek) alkotják. Állományuk a 2012. év végén a pénzügyi eszközök állományának 25%-át, 8 457,7 Mrd Ft-ot, míg 9 774,0 Mrd Ft-nyi, 115,6%-os növekedést követően 2020. első félév végén 29%-ot, azaz 18 231,7 Mrd Ft-ot tettek ki.

A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokban tartott megtakarítások összege az elemzett időszakban a négyeszeresére nőtt, a növekedés elsősorban az állampapír vásárlásoknak tudható be (lásd a 12. táblázatban.)

A háztartások pénzügyi számláinak állománya év végén (Mrd Ft)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020.06.30
Pénzügyi eszközök	33 811,1	35 798,1	39 054,3	42 448,2	45 602,0	49 584,8	54 585,3	60 745,8	63 191,1
Készpénz és betétek	10 669,2	10 187,4	10 637,1	11 478,8	11 952,1	12 656,5	14 542,2	15 553,5	16 784,2
Hitelviszonyt meg- testesítő értékpapírok	2 134,4	2 752,0	3 052,5	3 755,5	4 530,4	5 306,6	6 017,4	8 334,7	8 819,5
Hitelek	1 234,2	1 253,3	1 416,6	1 511,8	1 647,4	1 758,2	1 881,8	2 002,1	2 036,8
Részvények és része- sedések	12 417,6	14 082,3	16 042,8	17 620,0	18 847,8	20 908,8	22 993,9	25 172,1	25 752,6
Biztosítástechnikai tartalékok	3 146,0	3 260,7	3 530,7	3 656,4	3 874,0	4 123,0	4 157,5	4 572,7	4 652,9
Pénzügyi derivatívák	0,9	1,2	68,7	0,7	1,3	2,4	1,7	1,5	4,7
Egyéb követelések	4 208,7	4 261,2	4 305,9	4 425,0	4 749,0	4 829,4	4 990,9	5 109,2	5 140,6
Kötelezettségek	10 436,2	9 857,6	9 753,4	8 757,1	8 723,3	8 784,3	9 179,0	10 332,9	10 850,0
Hitelek	9 157,7	8 548,2	8 377,2	7 350,7	7 258,0	7 296,9	7 650,7	8 708,8	9 254,1
Pénzügyi derivatívák	2,4	1,3	3,7	0,8	2,0	6,0	1,7	1,7	5,2
Egyéb tartozások	1 276,1	1 308,1	1 372,5	1 405,7	1 463,2	1 481,3	1 526,5	1 622,4	1 590,8
Nettó pénzügyi va- gyon	23 374,8	25 940,4	29 300,9	33 691,1	36 878,7	40 800,6	45 406,3	50 412,8	52 341,1

Forrás: MNB (2020c) alapján, ÁSZ szerkesztés

A 12. táblázatban látható, hogy a háztartások teljes nettó pénzügyi vagyona 2012 év vége és 2020. második negyedév vége között 123,9%-kal nőtt, ezen belül a készpénz- és betétállomány 57,3%-kal, míg a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állománya 313,2%-kal.

A növekvő megtakarítások és az állampapírok lakosság általi finanszírozási hányadának növelését célzó intézkedések eredményeként a forint alapú lakossági állampapírok aránya a 2012. év végi 4,8%-ról 2019. év végére 30,6%-ra emelkedett, azonban a 2020. évi járvány hatásainak következtében ez az arány visszaesett 27,8%-ra. Bár a forint alapú lakossági állampapír állomány 2020 június végére 209,1 Mrd Ft-tal csökkent 2019. december 31-hez képest (lásd a 7. táblázatot) a központi kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok közvetlenül a háztartások kezében lévő állománya (amiben benne vannak pl. az államkötvények és a diszkont kincstárjegyek is) 161,8 Mrd Ft-tal emelkedett (lásd még ÁKK, 2020s.).

A háztartások lekötött bankbetét állománya még mindig közel kétszerese a háztartások által lejegyzett értékpapírokénak, azonban míg 2012. év vége és 2020. június hó vége között az értékpapírok állománya 313,2%-kal, addig a bankbetétek állománya csak 57,3%-kal emelkedett. A háztartások tulajdonában lévő lakossági állampapírok aránya az értékpapír-állományon belül a 2012. év végi 46,2%-ról 2020. július végére 96%-ra emelkedett.

6.3. Az állampapírok referenciahozamai és a bankbetétek hozamai

Az állampapír-hozamokat alapvetően az határozza meg, hogy a névértékhez képest mennyiért vásárolja a befektető a kötvényt. A kötvény ára pedig az újonnan kibocsátott kötvények hozamával függ össze: ha nagy a kereslet az új papírok iránt, az állampapír-hozamok csökkennek. A hozamokat a kamatszint és a piaci hangulat is befolyásolja (kedvező hangulatban a növekvő kereslet a hozamokat lefelé nyomja.) A piaci kamatok szintjét a jegybanki kamat alapvetően befolyásolja, azonban minél hosszabb futamidejű kamatról van szó,

annál kevésbé érvényesül az éppen aktuális jegybanki kamat hatása, és annál inkább felerősödik az inflációval, az államháztartással, valamint a jövőben várható gazdasági helyzettel kapcsolatos várakozások szerepe a kamatszint meghatározásában. A hosszú lejáratú kamatokot tehát főként a jegybanktól független tényezők: az aktuális gazdasági helyzet és a jövőre vonatkozó gazdasági kilátások határozzák meg. (elemzeskozpont.hu)

Az MNB 2017. évi vagyonszerkezetéről szóló jelentése szerint a háztartások 100%-a rendelkezett készpénzzel, 81%-ának volt folyószámlája, 21%-ának lekötött bankbetéteje, és 6%-ának állampapírja, vagy kötvénye (MNB, 2019).

A referenciahozam az ÁKK Zrt. által a 3, 6 és 12 hónapos, tovább 3, 5, 10 és 15 éves futamidőkre az Elsődleges forgalmazók MTS Hungary rendszeren keresztül teljesített árjegyzékéből számított átlagos hozam. (allampapir.hu) A jegybanki alapkamat éves átlagát, a fogyasztói árindex változását az előző évhez képest valamint az állampapírpiazi referenciahozamok (kivéve a 20 éves állampapírt) és a betéti kamatok éves átlagát a 13. táblázat mutatja be:

Az állampapír hozamok 2016-ig alapvetően a jegybanki alapkamattal mozogtak együtt. A 2012. év végétől kezdődően reálhozam szinte a felsorolt bármely állampapírral elérhető volt, azonban 2016-tól a fogyasztói árindex növekedése elérte, illetve meghaladta a rövidebb futamidejű papírok által elérhető hozamokat. 2019-től az infláció növekedése a hosszabb futamidejű papírok hozamát is meghaladta. (A referenciahozamok alapján 2019 áprilisa óta állampapírok által pozitív reálhozam nem érhető el.) A 2017. évi fogyasztói árindex változása mintegy 2 százalékponttal haladta meg a megelőző év hasonló adatát, ezzel egyidejűleg a hozamok is emelkedtek, azonban – várható – pozitív reálhozamot csak a 10 és 15 éves futamidejű állampapírok biztosítottak, amelyek függenek a következő évek fogyasztói árindexétől.

A látra szóló betétek átlagos kamatai többé-kevésbé együtt mozogtak a folyószámlán tartott forrásra fizetett kamatszinttel, valamint a lekötött (1 éven belül lejáró) bankbetétek átlagos kamataival. A legalacsonyabb kamatot a látra szóló és folyószámlabetétek biztosítják, amelyek reálhozama – az egyéb díjtételek nélkül – 3% körüli inflációval számolva az elemzett időszakban folyamatosan negatív volt. 2012 szeptemberétől 2015-ig a fogyasztói árindex egyenletesen csökkent, 2016 decembere óta azonban növekedésének mértéke meghaladta a lekötött bankbetétek által elérhető átlagos kamatot, azaz pozitív reálkamat elérésére nem volt lehetőség.

Állampapír referencia-hozamok és bankbetétek hozamainak éves átlaga (%)
(2012. 01. – 2020. 07.)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020. 07.
Fogyasztói árindex változása*	5,68	1,73	0,21	-0,06	0,41	2,34	2,85	3,35	3,47
Jegybanki alapkamat éves átlaga	6,69	4,19	2,33	1,60	1,36	1,01	0,90	0,90	0,84
3 hónapos állampapír	6,70	3,99	2,09	1,08	0,64	0,04	0,05	0,05	0,46
6 hónapos állampapír	6,73	3,98	2,12	1,07	0,67	0,06	0,12	0,07	0,46
1 éves állampapír	6,88	4,03	2,26	1,11	0,72	0,08	0,27	0,14	0,55
3 éves állampapír	7,31	4,79	3,56	2,04	1,47	0,85	1,25	0,77	1,02
5 éves állampapír	7,51	5,28	3,90	2,62	2,08	1,68	2,14	1,53	1,44
10 éves állampapír	7,73	5,99	4,75	3,36	3,13	2,90	3,05	2,42	2,14
15 éves állampapír	7,73	6,37	5,10	3,67	3,43	3,49	3,63	3,08	2,68
Látra szóló és folyószámlabetét	1,86	1,20	0,56	0,34	0,23	0,06	0,04	0,03	0,07
Éven belül lekötött betét	6,45	3,73	1,79	1,17	0,61	0,32	0,21	0,20	0,35
Lekötött betét - legfeljebb 2 éves lejáratú	7,31	4,29	2,68	1,88	1,44	0,72	0,61	0,96	1,09
Lekötött betét - 2 éven túli lejáratú	4,57	2,96	1,77	1,27	1,23	1,07	0,87	0,66	0,61

Forrás: MNB (2020d, 2020e, 2020f) és KSH STADAT 3.6.1. alapján, ÁSZ számítás

*előző évhez képest

A 2020 októberében értékesítés alatt álló állampapíroknál elérhető reálhozamokat (2020-ban) a 14. táblázat mutatja be. A reálhozam megállapítása – amennyiben a betéti kamat és az értékpapírok hozama számításáról és közzétételéről szóló 82/2010. (III. 25.) Korm. rendelet 8. § (1) bekezdése előírása alapján rögzítették – az EHM, egyéb esetekben a kamat, és a KSH által közzétett 2020. szeptemberi fogyasztói árindex változás (+3,4%) alapján történt.

A 2020 októberében értékesített állampapírok által biztosított reálhozamok 2020 szeptemberében

Állampapír típusa	Kamat	EHM*	Reálhozam
BABA	6,40%		3,00%
BABA**	5,80%		2,40%
MÁP Plusz	3,5 - 6,0%	4,95 %	1,55%
nyomdai MÁP Plusz	3,5 - 6,0%	4,95 %	1,55%
3 éves PMÁP	4,40%		1,00%
5 éves PMÁP	4,80%		1,40%
IMÁP	2,50%	2,47 %	-0,93%
KTJ I.	2,25%	2,25 %	-1,15%
KTJ II.	2,75%	2,71 %	-0,69%
3 éves PEMÁP	1,10%		-2,30%
5 éves PEMÁP	1,25%		-2,15%

Forrás: ÁKK 2020r és KSH STADAT 3.6.1. alapján, ÁSZ számítás

*A Babakötvények, a három- és ötéves futamidejű PMÁP, a négy- és hat- és tízéves futamidejű BMÁP, illetve a PEMÁP sorozatok esetében a következő kamatfizetéskor kerül meghatározásra az onnantól kezdődő időszakra vonatkozó kamat mértéke.

** 2019. decemberében kibocsátott, még értékesítés alatt álló kötvénysorozat

Amennyiben az állampapírok és a bankbetétek kamatait megvizsgáljuk, azt láthatjuk, hogy egy éven belüli időtávon az 1 éven belüli lejáratú bankbetétek a 2013-2014. éveket kivéve magasabb hozamokat biztosítottak, mint az 1 éves futamidejű állampapírok. A 2 éven túli lejáratú bankbetétek kamatai 2015-től kezdődően a 3 éves, vagy annál hosszabb futamidejű állampapírok referenciahozamát nem haladják meg, így még számlavezetési és utalási költség nélkül sem érte meg középtávon ezen megtakarítási formát választani. A legmagasabb átlagos kamatlábat az 1 éven túli, de legfeljebb 2 évre lekötött bankbetétek biztosították. Ezen megtakarítási formákkal szemben a 2012. évben egyetlen állampapír referenciahozama sem biztosított magasabb elérhető hozamot, azonban a következő években – a 2016. évben a 3 éves futamidejű állampapírok kivételével – a 3, 5, 10 és 15 éves futamidejű állampapírok hozama meghaladta azt.

Összességében megállapítható, hogy a 2012-2020. I féléves időszakban a maximum két évre lekötött bankbetétekkel szemben a 3 hónap, 6 hónap és 1 éves futamidejű állampapírok nem nyújtottak megfelelő alternatívát, magasabb hozamra hosszú távon, 3 éves futamidőt elérve, vagy azt meghaladva lehet szert tenni állampapír-befektetésekkel. A jelenleg forgalmazott állampapírok mintegy fele biztosít inflációt meghaladó hozamot. (Az ún. *inflációkövető* papírok a babakötvények, a PMÁP és a PEMÁP kötvények.) Vonzó befektetési lehetőség az euró alapú, *Prémium Magyar Állampapír* (PEMÁP) a kibocsátáskor meghatározott hónap szerinti (euró-övezeti) infláció, mint kamatbázis felett biztosít sorozatonként eltérő, 2020-ban a 3 és az 5 éves futamidejű kötvényre 1,00% és 1,25% kamatprémiumot. A *Magyar Állampapír Plusz* (MÁP Plusz) 5 éves futamidejű papír, ami lépcsősen kamatozik, az utolsó évben már 6% kamatot fizet.

MELLÉKLET

Állampapírok 2012-2020.

		Futamidő (év)	Kamatozás	Névérték (Ft)
Kötvény	MÁK (Magyar Államkötvény)	3	Fix	10 000
		5	Fix	
		7	Változó	
		10	Fix	
		15	Fix	
		20	Fix	
	Önkormányzati Magyar Államkötvény	3	Fix	10 000
Letelepedési Magyar Államkötvény*	Minimum 5	-	50 000 euró	
Diszkont Kincstárjegy	Diszkont Kincstárjegy	3 hónap	Nem	10 000
		12 hónap		
Lakossági állampapír	MÁP Plusz	5	Fix, sávós	1
	nyomdai MÁP Plusz	5	Fix, sávós	10 000
				50 000
				100 000
				500 000
				1 000 000
				2 000 000
	PMÁP	3	Változó, inflációkövető	1 000
		5		
	P€MÁP	3	Változó, EU inflációkövető	1 euró
		5		
	BMÁP**	4	Változó	1
		6	Változó	1
		10	Változó	1
	FMÁP**	0,5	Fix	10 000
	1MÁP	1	Fix	10 000
	2MÁP**	2	Fix	10 000
KTJ	1 és 2	Fix, lépcsős	10 000	
			50 000	
			100 000	
			500 000	
			1 000 000	
KTJ Plusz**	1	Fix, lépcsős	1	
Babakötvény	19	Változó, inflációkövető	1	

Forrás: www.allampapir.hu

* Az értékesítése 2017. március 31-től megszűnt. ** Az értékesítése 2019. június 1-jétől megszűnt.

FOGALOMTÁR

ATM – Average Term to Maturity	Az államadósság átlagos hátralévő futamideje névértéken.
ATR – Average Time to Refixing	Az adósság átárazódásához szükséges idő.
államkötvény	1 évnél hosszabb futamidejű, fix vagy változó kamatozású állampapír.
állampapír	A magyar állam által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapír.
benchmark	Viszonyítási alap/teljesítményértékelés.
benchmark (referencia) kötvény	A benchmark (referencia) kötvény olyan kötvény, amely alapján más kötvények teljesítménye mérhető. Az államkötvényeket szinte mindig referencia-kötvényként használják.
biztosítástechnikai tartalék	A biztosítástechnikai tartalékok a háztartások nemzetgazdaság pénzügyi számláin tartott pénzügyi eszközeinek egy kiemelt tétele, mely magában foglalja a nem életbiztosítási, az életbiztosítási és a nyugdíjpénztári díjtartalékokat
bruttó állampapírpiacon kibocsátás	Az évente kibocsátott összes állampapír. Magában foglalja a költségvetés hiányának fedezésére és egyéb célokra kibocsátott állampapírokat, valamint az ugyanezen időszak alatt lejáró korábbi állampapírok visszafizetéséhez szükséges mennyiséget.
bruttó finanszírozási igény	A központi költségvetés éves finanszírozási szükséglete, amely tartalmazza az adósságállomány tárgyévben esedékes törlesztő részleteit és a nettó-finanszírozási igény összegét.
CDS-felár	Az országgockázatot az úgynevezett CDS (országgockázati) felárral mérjük, ami lényegében egy államcsődre köthető biztosítás éves díja, vagyis az államkötvények nem teljesítővé válásának kockázatára köthető piaci biztosítási csereügyletek (CDS) középárfolyama.
csereaukción	A magyar államkötvények, illetőleg a diszkont kincstárjegyek aukció útján történő forgalomba hozatalának azon típusa amelynek alapján a forgalomba hozatalra kerülő magyar államkötvény(ek), illetőleg diszkont kincstárjegy(ek) ellenértéke meghatározott számú, az ÁKK Zrt. által előzetesen meghatározásra kerülő - Magyar Államkötvények forgalomba hozatala esetén a forgalomba hozatalra kerülő Magyar Államkötvény-sorozattól eltérő - sorozatú Magyar Államkötvény(ek) per-, teher-, igény- és mindenfajta egyéb korlátozástól mentes tulajdonjogának a kibocsátóra való átruházásával teljesítendő.
derivatíva	Olyan befektetési ügylet, amely értékét más értékpapírok, mögöttes termékek árfolyama határozza meg.
deviza	Pénzhelyettesítő eszköz, valamely külföldi ország pénzére szóló, külföldön fizetendő követelés, illetve külföldi pénznemben jelentkező tartozás.
devizakitérték	A külföldi devizában fennálló tartozások, illetve az ezekhez kapcsolódó (árfolyam- és kamat) kockázatok összessége.

devizakötvény	Külföldi devizában kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapír. A kötvényben a kibocsátó (az adós) arra kötelezi magát, hogy az ott megjelölt pénzüsszegnek az előre meghatározott kamatát, egyéb jutalékait, valamint az általa vállalt esetleges egyéb szolgáltatásokat, továbbá a pénzüsszeget a kötvény mindenkorai tulajdonosának, illetve jogosultjának (a hitelezőnek) a megjelölt időben és módon megfizeti, illetőleg teljesíti.
devizakötvény csere-aukció	Olyan tranzakció, amelyben a devizaadósságot devizacsere-ügylet keretében (swap) más devizára vagy hazai pénznemre cserélik.
devizataralék	A hivatalos nemzetközi (deviza-) tartalékok a központi bank külföldi aktívái, amelyek az országot érő negatív gazdasági sokkok tompítására szolgálnak, amelyeket a jegybank fizetési problémák esetén közvetlenül felhasználhat, illetve amelyek árfolyam-politikai célú intervencióinak fedezetét jelentik.
diszkont kincstárjegy	Egy évnél rövidebb lejáratú, névérték alatt kibocsátott állampapír, lejáratkor a névértéket fizeti ki a kibocsátó.
duráció	Egy értékpapír átlagos hátralévő futamideje piaci értéken.
elsődleges forgalmazó	Az állampapírok nyilvános forgalomba hozatalára és forgalmazására az ÁKK Zrt.-vel szerződést kötött befektetési vállalkozások, illetve hitelintézetek.
elsődleges piac	Az a piac, ahol az állampapírok kibocsátásakor első eladásuk történik.
Exchange-Traded Fund	Tőzsdén kereskedett alapok, amelyek egy olyan értékpapír-csoportot jelentenek, amelyet a tőzsdén, egy brókercégen keresztül lehet megvenni vagy eladni.
hozam	A különböző befektetések eredményeül kapott tőkenövekmény.
irányadó instrumentum (eszköz)	A jegybank által optimálisnak ítélt kamatszint érvényesítésére szolgáló elsődleges eszköz. A jegybank az irányadó eszközön keresztül gyakorol befolyást a pénzpiaci hozamokra, amelyek hatással vannak a vállalati és lakossági betétek és hitelek kamatszintjére, valamint a forint árfolyamára.
kamatfelár	A fizetett hozam és az irányadó állampapír hozam vagy bankközi kamatláb közötti különbség.
kincstárjegy	Névre szóló, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, amely kifejezetten a rövid lejáratú állampapírok megjelölésére szolgál.
KESZ simítása	A Kincstári Egységes Számlán lévő pénzállomány ingadozásának csökkentése.
kötvény visszavásárlási aukció	az elsődleges forgalmazók az ÁKK-nak értékesítenek bizonyos kötvénysorozatokat
középtávú költségvetési cél	a költségvetési egyenleg felügyeletének megerősítéséről és a gazdaságpolitikák felügyeletéről és összehangolásáról szóló 1997. július 7-ei 1466/97/EK tanácsi rendelet szerint készített aktuális konvergencia programban meghatározott célérték, ami összhangban van a stabilitási és növekedési paktum követelményeivel
lakossági állampapír	Azon állampapírok csoportja, melyek kondícióinak kidolgozása során a lakossági ügyfelek, ezen belül is az alacsony kockázatot hordozó, kiszámítható hozamot biztosító rövid-, és középtávú megtakarítás iránt érdeklődő, tényleges megtakarítással rendelkező befektetők elérését célozza meg a kibocsátó.
látra szóló betét	A látra szóló betét a folyószámlán lévő olyan pénz, amelyhez az ügyfél bármikor hozzáférhet, arról rendelkezhet. A látra szóló betétek után alacsonyabb kamatot fizet a bank, mint a lekötött, határidős betétek után.

likvid értékpapírok	Azokat az állampapírokat, amelyek másodlagos piaci forgalomban, piaci áron, lejárat előtt értékesíthetők.
másodlagos állampapír-piac	A már kibocsátott, piacon lévő állampapírok adásvételének színtere.
MTS Hungary	Állampapírokra szabott rendszer, amin keresztül a kereskedés és a kötelező árjegyzés történik. 2012. január 2-án indult. Az MTS Hungary Platformot a befektetők a magyar állampapírok elsődleges forgalmazóin keresztül érhetik el.
nettó-finanszírozási igény	A központi alrendszer összesített hiányának fedezéséhez adott időszakban szükséges összeg, amelyet módosítanak a privatizációs bevételek, az MNB tartalékfeltöltése, valamint az EU támogatások előfinanszírozása. Nem tartalmazza a központi alrendszer által átvállalt adósságokat, valamint a lejárat adósságok visszafizetéséhez szükséges összeget.
nettó kamatkiadás	A kamatbevételek nélkül számított kamatkiadás.
nettó kibocsátás	Az adott évi tényleges, bruttó adósságkibocsátás és a törlesztések különbözete.
nyitott pozíció	A befektető ki van téve az árfolyammozgásoknak.
pénzügyi stabilitás	A pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer ellenáll a gazdasági sokkokkal szemben és képes zökkenőmentesen ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.
piaci finanszírozás	Jellemzően az állampapír-piaci forrásbevonás, amely során a bevont forrás felhasználási célja nem korlátozott, a felhasználás nincs követelményhez (pl. gazdaságpolitikai intézkedések megtételéhez) kötve. A finanszírozás költségét kizárólag a keresleti-kínálati viszonyok befolyásolják.
piackonform	A piaci keresletnek megfelelő.
referenciahozam	A referenciahozam a magyar állampapírpiacra, ezen belül az Intézményi befektetők piacára, meghatározott futamidőkre vonatkozóan, valamennyi Kereskedési napon az ÁKK Zrt. által számított átlagos hozamszint.
repó ügylet	Összekapcsolt azonnali állampapír-vételi és határidős eladási ügylet (aktív repó) vagy azonnali állampapíreladási és határidős vételi ügylet (passzív repó).
swap ügylet	Kockázatkezelési eszköz, a jövőbeni pénzáramlások csereügylete. A deviza swap ügyletek során devizát másik devizára, FX swap esetén devizát Ft-ra, a kamatswap során fix kamatot változó kamatozásúra, illetve fordítva cserélnek.
teljes költségmutató	A megtakarítási életbiztosítási termékekre számolt olyan mutató, amely egy értékben összegzi a szerződéssel kapcsolatban felmerült valamennyi költséget.
volatilitás	Az árfolyamok, hozamok mozgékonyosságát, változékonyságát fejezi ki.

RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE

1MÁP	Egyéves Magyar Állampapír
2MÁP	Két éves Magyar Állampapír
Áht.	Az államháztartásról szóló 2011. évi CXCV. törvény
ÁKK Zrt.	Államadósság Kezelő Központ Zrt.
ÁSZ	Állami Számvevőszék
BABA	Babakötvény
BMÁP	Bónusz Magyar Állampapír
CEB	Európa Tanács Fejlesztési Bankja
CHF	Svájci frank
EBRD	Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank
EIB	Európai Beruházási Bank
ETF	Exchange-Traded Fund
EU	Európai Unió
EUR	euró
EUROSTAT	Az Európai Unió statisztikai hivatala
FKJ	Féléves Kincstárjegy
FMÁP	Féléves Magyar Állampapír
GDP	Bruttó hazai termék (Gross Domestic Product)
Gst.	2011. évi CXCV. törvény Magyarország gazdasági stabilitásáról
IMF	Nemzetközi Valutaalap
JPY	Japán Jen
KESZ	Kincstári Egységes Számla
KKJ	Kamatkozó Kincstárjegy
KTJ I. és II.	Kincstári Takarékjegy I. és II.
KTJP	Kincstári Takarékjegy Plusz
KSH	Központi Statisztikai Hivatal
LMAK	Letelepedési Magyar Államkötvény
MÁP Plusz	Magyar Állampapír Plusz
MLM	Multi-level Marketing
MNB	Magyar Nemzeti Bank
PM	Pénzügyminisztérium
PMÁP	Prémium Magyar Állampapír
PEMÁK	Prémium Euró Magyar Államkötvény
PEMÁP	Prémium Euró Magyar Állampapír
Szja.	Személyi jövedelemadó
Szja tv.	A személyi jövedelemadóról 1995. évi CXVII. törvény
TKM	Teljes költségmutató
USD	Amerikai dollár

FELHASZNÁLT DOKUMENTUMOK

AssetMacro (2018-2020): *Hungary CDS Historical Prices* (<https://www.assetmacro.com/hungary/credit-default-swaps-cds/hungary-cds/>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2002): *Állampapírpiaç Éves Kiadvány 2001.*
(<https://www.akk.hu/content/path=eves-jelentesek>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2011): *Éves finanszírozási kiadvány 2012*
(<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2012a): *Éves finanszírozási kiadvány 2013*
(<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2012b): *Havi monitoring tábla – 2012 december*
(<https://www.akk.hu/content/path=havi-monitoring-tablazat>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2013a): *Éves finanszírozási kiadvány 2012*
(<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2013b): *Havi monitoring tábla - 2013 december*
(<https://www.akk.hu/content/path=havi-monitoring-tablazat>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2013c): *Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2012*
(<https://www.akk.hu/content/path=eves-jelentesek>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2014a): *Éves finanszírozási kiadvány 2015*
(<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2014b): *Havi monitoring tábla - 2014 december*
(<https://www.akk.hu/content/path=havi-monitoring-tablazat>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2014c): *Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2013*
(<https://www.akk.hu/content/path=eves-jelentesek>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2015a): *Éves finanszírozási kiadvány 2016*
(<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2015b): *Havi monitoring tábla - 2015 december*
(<https://www.akk.hu/content/path=havi-monitoring-tablazat>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2015c): *Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2014*
(<https://www.akk.hu/content/path=eves-jelentesek>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2016a): *Éves finanszírozási kiadvány 2017*
(<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2016b): *Havi monitoring tábla - 2016 december*
(<https://www.akk.hu/content/path=havi-monitoring-tablazat>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2016c): *Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2015*
(<https://www.akk.hu/content/path=eves-jelentesek>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2017a): *Éves finanszírozási kiadvány 2018*
(<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2017b): *Havi monitoring tábla - 2017 december*
(<https://www.akk.hu/content/path=havi-monitoring-tablazat>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2017c): *Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2016*
(<https://www.akk.hu/content/path=eves-jelentesek>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2018a): *Éves finanszírozási kiadvány 2019*
(<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2018b): *Havi monitoring tábla - 2018 december*
(<https://www.akk.hu/content/path=havi-monitoring-tablazat>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2018c): *Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2017*
(<https://www.akk.hu/content/path=eves-jelentesek>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2019a): *Éves finanszírozási kiadvány 2020*
(<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)

Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2019b): *Havi monitoring tábla - 2019 december*
(<https://www.akk.hu/content/path=havi-monitoring-tablazat>)

- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2019c): Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2018 (<https://www.akk.hu/content/path=eves-jelentesek>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020a): *Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2019* (<https://www.akk.hu/content/path=eves-jelentesek>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020b): *Módosított éves finanszírozási kiadvány 2020 április* (<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020c): *Módosított éves finanszírozási kiadvány 2020 május* (<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020d): *Módosított éves finanszírozási kiadvány 2020 augusztus* (<https://akk.hu/content/path=finanszirozasi-terv-kiadvanyok>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020e): *A központi költségvetés adóssága* (<https://www.akk.hu/statisztika/allamadossag-finanszirozasi-kozponti-koltsegyetes-adossaga>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020f): *Központi költségvetés adósságának lejárati szerkezete* (<https://www.akk.hu/content/path=kozponti-koltsegyetes-adossaganak-lejarati-szerkezete>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020g): *Állampapír típusok* (<https://www.akk.hu/allampapir-forgalmazas/allampapir-tipusok>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020h): *Az államháztartás (maastrichti) adóssága* (<https://www.akk.hu/statisztika/allamadossag-finanszirozasi-allamhaztartas-maastrichti-adossaga>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020i): *Havi monitoring tábla - 2020 június* (<https://www.akk.hu/content/path=havi-monitoring-tablazat>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020j): *Havi monitoring tábla - 2020 augusztus* (<https://www.akk.hu/content/path=havi-monitoring-tablazat>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020k): *Az állampapírok hóvégi piaci állománya* (<https://www.akk.hu/content/path=havi-monitoring-tablazat>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020l): *sajtóközlemény - Euró Zöld Devizakötvény kibocsátás eredménye* (<https://www.akk.hu/content/path=euro-zold-devizakotveny-kibocsatas-eredmenye-kozlemeny>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020m): *sajtóközlemény - Módosította 2020. évi finanszírozási tervét az Államadósság Kezelő Központ* (https://www.akk.hu/content/path=Sajtokozlemeny_Fintervmodositas_0826)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020n): *Prémium Euró Magyar Állampapír adagolt kibocsátás eredményei* (<https://www.akk.hu/statisztika/adagolt-kibocsatas-eredmeny/premium-euro-magyar-allampapir>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020o): *Devizakötvények adatai* (<https://www.akk.hu/content/path=devizakotvenyek-adatai>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020p): *sajtóközlemény - a 2020-as finanszírozási terv időarányos teljesülése az első három negyedévben* (https://www.akk.hu/content/path=Fin_terv_telj_Q3)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020q): *Befektetői tájékoztatók (angol)* (<https://www.akk.hu/content/path=beftajekoztatoang>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020r): *Lakossági kamatok* (<https://www.allampapir.hu/kamatok>)
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020s): *Jól fogyott a Magyar Állampapír Plusz termékcsalád. Sajtóközlemény.* (https://www.akk.hu/content/path=Sajtokozlemeny_2020Q2_0805)
- Állami Számvevőszék (2007): *A KÖZPÉNZÜGYEK SZABÁLYOZÁSÁNAK TÉZISEI* (<https://www.asz.hu/storage/files/files/Szakmai%20kutat%C3%A1s/2007/t73.pdf?download=true>)
- Állami Számvevőszék (2012): *Jelentés az államháztartás központi alrendszerének adóssága és éven túli kötelezettségvállalásának ellenőrzéséről.* (<https://www.asz.hu/storage/files/files/%c3%96sszes%20jelent%c3%a9s/2012/1294j000.pdf?download=true>)
- Állami Számvevőszék (2016): *Elemzés az államháztartás adósságkezelő rendszerének működéséről, az Államadósság Kezelő Központ Zrt. szerepéről, teljesítményéről* (https://www.asz.hu/storage/files/files/Publikaciok/Elemzesek_tanulmanyok/2016/akk_elemzes.pdf?download=true)
- Állami Számvevőszék (2019a): *Elemzés az adósságcsökkentés fenntarthatóságáról* (https://www.asz.hu/storage/files/files/elemzesek/2019/az_adossagcsokkentés_fenntarthatosaga.pdf?download=true)

- Állami Számvevőszék (2019b): *A bruttó külső adósság és az államadósság finanszírozásának kapcsolata* (https://www.asz.hu/storage/files/files/elemezsek/2019/brutto_kulso_adossag_es_allamadossag_20190507.pdf?download=true)
- Állami Számvevőszék (2020a): *A költségvetés fenntarthatósági célú elemzése* (https://www.asz.hu/storage/files/files/elemezsek/2020/koltsegvetes_fenntarthatosag20201002.pdf?download=true)
- Állami Számvevőszék (2020b): *Elemzés a lakosság pénzügyi sérülékenységről* (https://www.asz.hu/storage/files/files/elemezsek/2020/lakosság_penzugyi_serulekenysegerol_20200520.pdf?download=true)
- Állami Számvevőszék (2020c): *Jelentés az államadósság-kezelési tevékenység Magyarország bruttó külső eladósodottsága mérsékléséhez való hozzájárulásának ellenőrzéséről.* (<https://www.asz.hu/storage/files/files/jelentes/2020/20080.pdf?download=true>)
- Állami Számvevőszék (2020d): *Elemzés a 2019. évi költségvetési folyamatok makrogazdasági összefüggéseiről a zárszámadás ellenőrzése kapcsán* (https://www.asz.hu/storage/files/files/elemezsek/2020/elemez_2019_zarszam_20201005.pdf?download=true)
- Baksay Gergely – Kicsák Gergely – Szalai Ákos: *Államadósság. (MNB Oktatási Füzetek, 2016/4.)* (<https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-oktatasi-fuzetek-2016-4szam-allamadossag-2016augusztus.pdf>)
- Bátyi Tamás László (2008): *Államadósság-kezelési stratégiák, Hitelintézeti Szemle, 2008/4.* (http://epa.oszk.hu/02700/02722/00036/pdf/EPA02722_hitelintezeti_szemle_2008_04_335-367.pdf)
- Bebes András, Tran Dávid, Bebesi László (2019): *Optimális Adósságportfólió Modell – Módszertani Bemutató, 2019; Államadósság Kezelő Központ Zrt.* (<https://akk.hu/akk-kiadvanyok/elemezsek>)
- Bihari Róbert (2006): *IBNR tartalékok meghatározása – Szakdolgozat – Eötvös Loránd Tudományegyetem, Természet-tudományi Kar* (<https://web.cs.elte.hu/alkmatdiploma/birobi.pdf>)
- EUROSTAT (2020a): *General government gross debt (2000-2019)* (https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=sdg_17_40&language=en)
- EUROSTAT (2020b): *Éves foglalkoztatási statisztikák* (https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Employment_statistics/hu)
- Hvg.hu (2020): *Nem változott Magyarország hitelminősítése* (https://hvg.hu/gazdasag/20200815_Nem_valtozott_Magyarország_hitelminositese)
- Institute of International Finance (IIF) (2020): *Global Debt Monitor. Sharp Spike in Debt ratios.* (https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Research/Global%20Debt%20Monitor_July2020.pdf)
- INTOSAI (2019): *Draft Guid 5250 - INTOSAI WORKING GROUP ON PUBLIC DEBT - Draft Version 26 March 2019 - Appendix 1 –Debt Indicators* (<https://www.issai.org/wp-content/uploads/2019/08/GUID-5250-Guidance-on-the-Audit-of-Public-Debt-Appendix-1-Debt-Indicators.pdf>)
- Kolozsi Pál Péter – Hoffmann Mihály: *A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel – Pénzügyi szemle, 2016/1.* (https://www.asz.hu/storage/files/files/penzugyiszemle/2016/kolozsi_2016_1.pdf?download=true)
- Központi Statisztikai Hivatal (2020a): *gyorstájékoztató - A foglalkoztatási ráta alakulása* (<https://www.ksh.hu/gyorstajekoztatok#/hu/document/fog2006>)
- Kutasi Gábor – György László – Szabó Krisztina: *Hitelintézeti Szemle, A magyar lakossági állampapírpiacon érvényesülő viselkedési tényezők, 2018. március, 17. évf. 1. szám* (<http://real.mtak.hu/92935/1/hsz-17-1-t5-kutasi-gyorgy-szabo.pdf>)
- Madarász, A., Novák, Zs. (2015): *Kamatszint a változó kamatpolitika tükrében Magyarországon 1924 és 2015 között – Hogyan jutott el a jegybanki alapkamat a historikusan alacsony kamatszintekig?* Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 4. szám, 2015. december, 87–107. o.
- Magyarország Kormánya (2011): *Széll Kálmán terv - Összefogás az adósság ellen* (https://2010-2014.kormany.hu/download/4/d1/20000/Szell_Kálmán_Terv.pdf)
- Magyarország Kormánya (2019): *indoklás a 2018. évi L. törvény Magyarország 2019. évi központi költségvetéséről* (<https://www.parlament.hu/irom41/06322/adatok/fejezetek/41.pdf>)
- Magyarország Kormánya (2020): *Magyarország Konvergencia programja 2020-2024* (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2020-european-semester-convergence-programme-hungary_hu.pdf)
- Magyar Nemzeti Bank (2015) - *A Magyar Nemzeti Bank önfinanszírozási programja, 2014. április – 2015. március* (<https://www.mnb.hu/letoltes/magyar-nemzeti-bank-onfinanszirozasi-programja-1.pdf>)

- Magyar Nemzeti Bank (2019): *Miből élünk? - 2017-es háztartási vagyonszámvetés - Első eredményeinek bemutatása. Statisztikai igazgatóság, 2019* (<https://www.mnb.hu/letoltes/vagyonfelmeres-2017-web.pdf>)
- Magyar Nemzeti Bank (2020a): *Devizaárfolyamok (2007-)* (<https://www.mnb.hu/letoltes/hu0301-arfolyam.xls>)
- Magyar Nemzeti Bank (2020b): *A rezidens kibocsátású értékpapírok adatai kibocsátói és tulajdonosi bontásban* (<https://www.mnb.hu/statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok/xiii-ertekpapirok-es-tokepiaci-informaciok/a-rezidens-kibocsatasu-ertekpapirok-adatai-kibocsato-i-es-tulajdonosi-bontasban>)
- Magyar Nemzeti Bank (2020c): *A háztartások előzetes pénzügyi számlái* (<https://www.mnb.hu/statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok/xii-a-nemzetgazdasag-penzugyi-szamlai-penzugyi-eszkozok-es-kotelezettsegek-allomanyai-es-tranzakcioi/teljes-koru-minden-szektorra-vonatkozo-penzugyi-szamlak/idosoros-tablak-szektoronkent-scv-kel>)
- Magyar Nemzeti Bank (2020d): *A jegybanki alapkamat alakulása* (https://www.mnb.hu/Jegybanki_alpakmat_alakulasa)
- Magyar Nemzeti Bank (2020e): *Állampapírpiacon referenciahozamok* (<https://www.mnb.hu/statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok/xi-deviza-penz-es-tokepiaci>)
- Magyar Nemzeti Bank (2020f): *A háztartási forintbetét és forinthitel átlagkamatok alakulása* (<https://www.mnb.hu/statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok/xii-a-nemzetgazdasag-penzugyi-szamlai-penzugyi-eszkozok-es-kotelezettsegek-allomanyai-es-tranzakcioi/teljes-koru-minden-szektorra-vonatkozo-penzugyi-szamlak>)
- Magyar Nemzeti Bank (2020g): *Költségvetési jelentés - A 2021. évi költségvetési törvény elemzése* (<https://www.mnb.hu/letoltes/ko-ltse-gvete-si-jelente-s-2020-hun-0723.pdf>)
- Magyar Nemzeti Bank (2020h): *Pénzügyi stabilitási jelentés.* (<https://www.mnb.hu/letoltes/penzugyi-stabilitasi-jelentes-2020-may.pdf>)
- Mohai Ádám (2018): *Az államadósság kamatkockázatának mérésére szolgáló mutatószámok alkalmazásának tapasztalatai az ÁKK-ban – áttérés a duráció helyett ATR benchmark meghatározására, ÁKK Zrt.* (<https://www.akk.hu/akk-kiadvanyok/elemezsek>)
- Origo.hu (2020): *MNB-alelnök: 2020-ra megszűnhet Magyarország nettó 10 százalékos külső adósságállománya* (<https://www.origo.hu/gazdasag/20180817-magyarorszag-hitelminositese-rol-dont-ma-az-s-and-p.html>)
- Palócz É., Matheika Z. (2014): *A háztartási megtakarítások szerepe a gazdaságok stabilitásában és növekedésében* (<http://old.tarki.hu/adatbank-h/kutjel/pdf/b336.pdf>)
- Pellényi Gábor (2014): *Tartós változások a lakosság megtakarítási hajlandóságában?* (<https://www.mnb.hu/letoltes/szakmai-cikk-pellenyi-gabor-tartos-valtozasok-a-lakossagmegtakaritasi-hajlandosagaban.pdf>)
- Pénzügyminisztérium (2019): *Folytatni kell az államadósság csökkentését* (<https://www.kormany.hu/hu/nemzetgazdasagi-miniszterium/hirek/folytatni-kell-az-allamadossag-csokkentese-t>)
- Pénzügyminisztérium (2020a): *Részletes tájékoztató az államháztartás központi alrendszerének 2020 július havi helyzetéről* (<https://www.kormany.hu/hu/nemzetgazdasagi-miniszterium/allamhaztartasert-felelos-allamtitkarsag/hirek/reszletes-tajekoztato-az-allamhaztartas-kozponti-alrendszerenek-2020-julius-havi-helyzeterol>)
- Pénzügyminisztérium (2020b): *TÁJÉKOZTATÓ - az államháztartás központi alrendszerének 2019. évi előzetes főbb pénzügyi folyamatairól* (<https://www.kormany.hu/download/b/f0/c1000/Tajekoztato.pdf>)

HONLAPOKRÓL FELHASZNÁLT INFORMÁCIÓK

www.mnb.hu

<https://www.mnb.hu/fogyasztovedelem/befektetes-megtakaritas>

https://www.mnb.hu/archivum/Felugyelet/root/fooldal/bal_menu/szabalyozo_eszkozok/pszafhu_bt_ajanlirelvutmut/ajanas_pszaf/pszafhu_ajanlirelvutmut_20050815_79

elemzeskozpont.hu/

<https://elemzeskozpont.hu/cds-jelentese-fogalma-cds-felar-grafikon-magyarorszag>

<https://elemzeskozpont.hu/jegybanki-alapkamat>

www.allampapir.hu

<https://www.allampapir.hu/fogalomtar/>

randomcapital.hu

<https://randomcapital.hu/cikkeink/megtakaritasi-formak-oesszehasonlitasa>

arany-alap.hu

<https://arany-alap.hu/arany-befektetes/arany-es-mas-befektetesek/>

Központi Statisztikai Hivatal STADAT táblák

2.1.38. A teljes munkaidőben alkalmazásban állók havi bruttó átlagkeresete nemzetgazdasági áganként (2009-)

3.1.2. A bruttó hazai termék (GDP) termelése folyó áron

3.6.1. Fogyasztóiár-indexek a termékek és szolgáltatások főbb csoportjai szerint

JOGSZABÁLYOK ÉS KÖZJOGI SZABÁLYOZÓ ESZKÖZÖK JEGYZÉKE

Magyarország Alaptörvénye

1995. évi CXVII. törvény a személyi jövedelemadóról

2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról

2004. évi XXX. törvény a Belga Királyság, a Dán Királyság, a Németországi Szövetségi Köztársaság, a Görög Köztársaság, a Spanyol Királyság, a Francia Köztársaság, Írország, az Olasz Köztársaság, a Luxemburgi Nagyhercegség, a Holland Királyság, az Osztrák Köztársaság, a Portugál Köztársaság, a Finn Köztársaság, a Svéd Királyság, Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királysága (az Európai Unió tagállamai) és a Cseh Köztársaság, az Észt Köztársaság, a Ciprusi Köztársaság, a Lett Köztársaság, a Litván Köztársaság, a Magyar Köztársaság, a Máltai Köztársaság, a Lengyel Köztársaság, a Szlovén Köztársaság és a Szlovák Köztársaság között, a Cseh Köztársaságnak, az Észt Köztársaságnak, a Ciprusi Köztársaságnak, a Lett Köztársaságnak, a Litván Köztársaságnak, a Magyar Köztársaságnak, a Máltai Köztársaságnak, a Lengyel Köztársaságnak, a Szlovén Köztársaságnak és a Szlovák Köztársaságnak az Európai Unióhoz történő csatlakozásáról szóló szerződés kihirdetéséről

82/2010. (III. 25.) Korm. rendelet a betéti kamat és az értékpapírok hozama számításáról és közzétételéről

2011. évi CLXXXVIII. törvény Magyarország 2012. évi központi költségvetéséről

2011. évi CXCV. törvény Magyarország gazdasági stabilitásáról

2011. évi CXCV. törvény Az államháztartásról

2012. évi CCIV. törvény Magyarország 2013. évi központi költségvetéséről

2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről

2013. évi CXCVIII. törvény a Magyarország 2012. évi központi költségvetéséről szóló 2011. évi CLXXXVIII. törvény végrehajtásáról

2013. évi CCXXX. törvény Magyarország 2014. évi központi költségvetéséről

2014. évi LXII. törvény a Magyarország 2013. évi központi költségvetéséről szóló 2012. évi CCIV. törvény végrehajtásáról

2014. évi LXXXVIII. törvény a biztosítási tevékenységről

2014. évi C. törvény Magyarország 2015. évi központi költségvetéséről

2015. évi C. törvény Magyarország 2016. évi központi költségvetéséről

2015. évi CLXXII. törvény a Magyarország 2014. évi központi költségvetéséről szóló 2013. évi CCXXX. törvény végrehajtásáról

2016. évi XC. törvény Magyarország 2017. évi központi költségvetéséről

2016. évi CXXII. törvény a Magyarország 2015. évi központi költségvetéséről szóló 2014. évi C. törvény végrehajtásáról

2017. évi C. törvény Magyarország 2018. évi központi költségvetéséről

2017. évi CLXX. törvény a Magyarország 2016. évi központi költségvetéséről szóló 2015. évi C. törvény végrehajtásáról

2018. évi L. törvény Magyarország 2019. évi központi költségvetéséről

2018. évi LXXXIV. törvény a Magyarország 2017. évi központi költségvetéséről szóló 2016. évi XC. törvény végrehajtásáról

2019. évi LXXI. törvény Magyarország 2020. évi központi költségvetéséről

2019. évi LXXIX. törvény a Magyarország 2018. évi központi költségvetéséről szóló 2017. évi C. törvény végrehajtásáról

2020. évi XC. törvény Magyarország 2021. évi központi költségvetéséről

479/2009/EK Tanács rendelet

40/2020. (III. 11.) Korm. rendelet veszélyhelyzet kihirdetéséről

284/2020. (VI. 17.) Korm. rendelet a veszélyhelyzet megszűnésével összefüggő átmeneti kormányrendeleti szabályokról



ÁLLAMI SZÁMVEVŐSZÉK

1052 Budapest, Apáczai Cs. J. u. 10. | 1364 Budapest 4. Pf. 54

TEL: +36 1 484 9100

email: szamvevoszek@asz.hu

web: www.asz.hu | www.aszhirportal.hu