

Erdélyi Attila⁸

A magyar államadósság-kezelési stratégia nemzetközi összehasonlításban: a közvetlen lakossági finanszírozás mint sajátos stratégiai elem

A tanulmány a magyar államadósság-kezelési stratégiát hasonlítja össze Ausztria, Csehország, Lengyelország és az Egyesült Királyság gyakorlatával a 2020-2025 közötti időszakban. A dokumentumelemzés a finanszírozási célokra, a kockázati prioritásokra, az alkalmazott mutatókra és benchmarkokra, valamint a stratégiai alkalmazkodóképességre terjed ki. Az eredmények szerint a magyar modell legfontosabb sajátossága a közvetlen lakossági finanszírozás intézményesült stratégiai szerepe és nemzetközi összehasonlításban is magas részaránya. Ennek kialakulásához a belföldi finanszírozási bázis erősítésére irányuló stratégia, a lakossági igényekhez igazított termékinálat és az értékesítési infrastruktúra fejlesztése egyaránt hozzájárult. Az implicit kamatláb összehasonlítása ugyanakkor azt mutatja, hogy a magyar államadósság finanszírozási költsége a vizsgált időszak végén a legtöbb összehasonlított országnál erőteljesebben emelkedett. A magyar modellben a lakossági állampapírokhoz kapcsolódó kamatkiadások 2024-2025-ben számottevő költségvetési terhet jelentettek. A főbb konstrukciók állományváltozásai emellett arra utalnak, hogy a névértékhez közeli, lejárat előtti visszaválthatóság csökkentette a lakossági forrás időbeli stabilitását, és a szerződéses lejáratok előtt is növelte a bruttó refinanszírozási igényt.

Kulcsszavak: államadósság-kezelési stratégia; közvetlen lakossági finanszírozás; lakossági állampapírok; implicit kamatláb; refinanszírozási igény

JEL-kódok: E43, G18, H63

The Hungarian Public Debt Management Strategy in International Comparison: Direct Household Financing as a Distinctive Strategic Element

The study compares the Hungarian public debt management strategy with the practices of Austria, Czechia, Poland and the United Kingdom over the period 2020–2025. The document analysis covers financing objectives, risk priorities, the indicators and benchmarks applied, and strategic adaptability. The results indicate that the main distinctive feature of the Hungarian model is the institutionalised strategic role of direct household financing and its high share in international comparison. Its development has been supported by the strategy aimed at strengthening the domestic financing base, a range of products tailored to household investors and improvements in the distribution infrastructure. However, the comparison of implicit interest rates shows that, towards the end of the period examined, Hungary's government debt financing costs increased more sharply than in most of the other countries considered. In the Hungarian model, interest expenditure related to retail government securities placed a significant burden on the budget in 2024-2025. Changes in the outstanding amounts of the main retail instruments also indicate that early redemption at prices close to par reduced the temporal stability of household funding and increased gross refinancing needs before the contractual maturities.

Keywords: public debt management strategy; direct household financing; retail government securities; implicit interest rate; refinancing needs

JEL codes: E43; G18; H63

<https://doi.org/10.32976/stratfuz.2026.27>

Bevezetés

Az államadósság-kezelési stratégiák értékelése szükségessé teszi annak vizsgálatát, hogy az egyes országok milyen stratégiai célok, kockázati prioritások, mutatószámok és intézményi megoldások

⁸ Erdélyi Attila, abszolvált doktorandusz hallgató, Miskolci Egyetem, elemzési szakértő, Állami Számvevőszék, eattila86@gmail.com / Attila Erdélyi, doctoral candidate (all coursework completed), University of Miskolc, analytical expert, State Audit Office of Hungary

mentén szervezik meg az államadósság finanszírozását. A finanszírozás stabilitása és az államháztartási egyensúly megőrzése Kovács (2009) alapján a fenntartható gazdaságpolitika alapvető feltételeként jelenik meg. E megközelítés aktualitását a 2020. utáni külső sokkok – így különösen a COVID-19 járvány, az orosz–ukrán háború, majd az inflációs sokk – tovább erősítették, mivel rámutattak arra, hogy az államadósság-kezelés a gazdaságpolitikai stabilitás és a külső sérülékenység mérséklésének egyik fontos eszköze.

Az államadósság szerkezete ebből a szempontból legalább olyan fontos, mint annak nagysága. A devizaadósság aránya, a lejárat szerkezete, a kamatozás típusa, valamint a befektetői bázis összetétele egyaránt befolyásolja, hogy egy ország mennyire sérülékeny a pénzpiaci turbulenciákkal, a hozamkörnyezet változásával vagy az árfolyammozgásokkal szemben. A belföldi finanszírozási bázis erősítése ezzel összefüggésben több ország adósságkezelési gyakorlatában is megjelenik, ugyanakkor annak konkrét formája, stratégiai súlya és kockázati következményei országonként jelentősen eltérhet. Különösen fontos ezért annak vizsgálata, hogy a lakossági megtakarítások az államadósság finanszírozásához pénzügyi közvetítőkön keresztül, közvetett módon, vagy a lakossági állampapírok vásárlása révén, közvetlenül kapcsolódnak.

A jelen tanulmány előzményének tekinthető Erdélyi (2024) tanulmánya, amely Ausztria, Csehország, Lengyelország és az Egyesült Királyság államadósság-kezelési gyakorlatát hasonlította össze. A korábbi vizsgálat arra mutatott rá, hogy a kiválasztott országok stratégiáiban közös elemként jelenik meg a finanszírozási szükséglet biztosítása, a költség- és kockázati szempontok együttes kezelése, valamint a főbb adósságkezelési kockázatok – különösen a kamat-, deviza-, refinanszírozási és likviditási kockázatok – folyamatos visszamérése. A tanulmány ugyanakkor azt is megállapította, hogy az egyes országok által alkalmazott mutatók és benchmarkok nem teljesen egységesek. A jelen tanulmány e korábbi kutatásra épít, de ahhoz képest új elemzési irányt nyit azáltal, hogy a vizsgálat középpontjába Magyarország államadósság-kezelési stratégiája kerül.

A tanulmány célja annak feltárása, hogy Magyarország államadósság-kezelési stratégiája a stratégiai célok, a nevesített kockázatok, az alkalmazott mutatók és a stratégiai alkalmazkodás tekintetében mennyiben illeszkedik Ausztria, Csehország, Lengyelország és az Egyesült Királyság gyakorlatához, illetve miben tér el azoktól. A vizsgálat külön figyelmet fordít arra, hogy a közvetlen lakossági finanszírozás a magyar államadósság-kezelésben kiegészítő finanszírozási csatornaként, befektetői diverzifikációs eszközként vagy a finanszírozási szerkezetet érdemben alakító stratégiai elemként értelmezhető-e. A tanulmány emellett bemutatja a közvetlen lakossági finanszírozás magas magyarországi súlyának kialakulásához hozzájáruló stratégiai és intézményi tényezőket, valamint részletesebben vizsgálja a lakossági kamatteher és a lejárat előtti visszaválthatóság finanszírozási hatásait.

A tanulmány először áttekinti az államadósság-kezelési stratégiák nemzetközi értelmezési keretét és a közvetlen lakossági finanszírozás magyarországi intézményi háttérét, majd bemutatja az alkalmazott módszertant. Az eredményrész a magyar stratégia vizsgált országokhoz való illeszkedését, a közvetlen lakossági finanszírozás sajátos szerepét, valamint annak állományi, költségvetési és refinanszírozási következményeit vizsgálja.

Elméleti és intézményi háttér

Az államadósság-kezelési stratégiák nemzetközi értelmezési kerete

Az államadósság-kezelési stratégiák nemzetközi értelmezési keretében központi jelentőségű a finanszírozási szükségletek hosszú távon fenntartható, kiszámítható és költségkímélő biztosítása a kockázatok megfelelő kontrollja mellett. Az IMF és a Világbank államadósság-kezelésre vonatkozó iránymutatásai szerint az adósságkezelés egyik alapelve, hogy a finanszírozási költségek és a kapcsolódó kockázatok között közép- és hosszú távon optimális egyensúly alakuljon ki, miközben az intézményi működés átlátható, a stratégia következetes, a belföldi állampapírpiac pedig kellően fejlett és kiszámítható maradjon (International Monetary Fund &

World Bank, 2014). Az iránymutatás megközelítéséből következően az államadósság-kezelési stratégiák összehasonlítása nem korlátozható az adósságállomány nagyságára, hanem szükségessé teszi a finanszírozási célok, a nevesített kockázati prioritások, az alkalmazott mutatók és a külső környezeti változásokhoz való alkalmazkodás összevetését is.

A nemzetközi szakirodalom alapján a stratégiákban leggyakrabban megjelenő kockázatok közé a kamatkockázat, a refinanszírozási kockázat, a devizakockázat és a befektetői szerkezetből eredő külső sérülékenység tartozik. A stratégiai célok ugyan országonként eltérő hangsúlyokkal jelennek meg, de a kiszámítható és biztonságos finanszírozás, a lejárat szerkezet kiegyensúlyozása, a devizakitettség kezelése és a befektetői bázis stabilitása általánosan visszatérő elemek (Missale, 2012; International Monetary Fund & World Bank, 2014). A szakirodalom ugyanakkor arra is rámutat, hogy az azonos alapelvekhez tartozó gyakorlati megoldásokat jelentősen befolyásolhatja az országok intézményi környezete, a pénzügyi piacok fejlettsége, valamint a rendelkezésre álló finanszírozási lehetőségek (Missale, 2012; Greenwood et al., 2015). Ez összhangban áll azzal a szélesebb gazdaságpolitikai tapasztalattal is, hogy a pénzügyi és monetáris eszköztárak hatékony alkalmazása nem választható el az adott ország intézményi, piaci és szabályozási környezetétől (Kolozi, 2024). Ebből következően a nemzetközi adósságkezelési gyakorlatban egyszerre figyelhetők meg hasonlóságok és eltérések.

Az IMF-Világbank iránymutatásai a fejlett belföldi állampapírpiacon és a diverzifikált befektetői kört a hatékony államadósság-kezelés fontos feltételének tekintik (International Monetary Fund & World Bank, 2014). A pénzügyi stabilitás, a likvid piacok és a befektetői bizalom jelentőségét Báger (2023) is hangsúlyozza, ami megerősíti, hogy a finanszírozási szerkezet stabilitása tágabb gazdaságpolitikai jelentőségű kérdés. A belföldi finanszírozási bázis erősítése mérsékelheti a külföldi forrásoktól való függőséget, csökkentheti a devizakitettséget, stabilabb finanszírozási hátteret teremthet, továbbá elősegítheti, hogy az államadósság után fizetett kamatok nagyobb része belföldi szereplőknél jelenjen meg jövedelemként. Ezért az összehasonlító elemzésben nem csupán az a kérdés, hogy az egyes országok milyen kockázatokat nevesítenek, hanem az is, hogy milyen szerepet tulajdonítanak a belföldi befektetői bázisnak.

A közvetlen lakossági finanszírozás szerepe a stratégiákban

A lakossági megtakarítások bevonása az államadósság finanszírozásába fejlett pénzügyi rendszerekben általános jelenség, ugyanakkor ennek formája országonként jelentősen eltérhet. A lakosság szerepe az államadósság finanszírozásában megjelenhet közvetett módon, amikor a háztartások megtakarításai pénzügyi közvetítőkön – például nyugdíjalapokon, befektetési alapokon vagy biztosítókon – keresztül jelennek meg az állampapírpiacon, emiatt ebben az esetben az állam finanszírozása szempontjából elsősorban a pénzügyi közvetítőrendszer működése, portfóliódöntései és piaci viselkedése a meghatározó. Emellett a lakosság az állampapírpiacon megjelenhet közvetlen módon is, amikor a háztartások közvetlenül vásárolnak állampapírokat. Ebben az esetben az állam a háztartásokat önálló befektetői szegmensként szólítja meg, és számukra kifejezetten lakossági célú állampapír-konstrukciókat alakít ki. A tanulmány a közvetlen lakossági finanszírozás alatt ez utóbbi finanszírozási formát érti. A fogalmi elhatárolás azért fontos, mert miközben a lakosság megtakarításai valamennyi vizsgált ország finanszírozási hátterében jelen vannak, a közvetlen lakossági részvétel stratégiai súlya jelentős eltéréseket mutat.

A közvetlen lakossági finanszírozás az Egyesült Királyságban és Ausztriában inkább kiegészítő finanszírozási formaként jelenik meg, miközben Magyarországon tartósan és tudatosan alakított stratégiai elem szerepét tölti be. Az OECD elemzései szerint a lakossági állampapír-programok elsődleges célja jellemzően a befektetői bázis diverzifikálása és a belföldi finanszírozás stabilizálásának erősítése, de egyes országokban ehhez olyan további célok is kapcsolódhatnak, mint a háztartások számára egyszerű és biztonságos megtakarítási forma biztosítása (Foxall & Policino, 2025). Ez a magyar gyakorlatban különösen a 2016 utáni időszakban vált hangsúlyossá.

A szakirodalom alapján a háztartási megtakarítások közvetlen bevonása szélesítheti a belföldi finanszírozási bázist, erősítheti a finanszírozás stabilitását és hozzájárulhat a külső sérülékenység mérsékléséhez (Abbas & Christensen, 2010; Kolozsi & Hoffmann, 2016). A közvetlen lakossági finanszírozás ebből a szempontból nem csupán értékesítési csatorna, hanem a befektetői szerkezetet és a finanszírozási modell stabilitását is befolyásoló stratégiai eszköz lehet. A közvetlen lakossági finanszírozás ugyanakkor nem értelmezhető kizárólag stabilitási előnyként. A klasszikus államadósság-kezelési megközelítésben a stratégia központi célfüggvénye a finanszírozási költségek és kockázatok közép- és hosszú távú optimalizálása. Ha ez a célfüggvény a belföldi lakossági finanszírozási bázis erősítésével egészül ki, az magasabb finanszírozási költség vagy eltérő kockázati profil elfogadásával is járhat. A lakossági állampapírok kamatozása, futamideje, visszaválthatósága és értékesítési feltételrendszere ezért stratégiai jelentőségű, mivel egyszerre befolyásolja a finanszírozási stabilitást, a kamatköltségeket és a portfólió kockázati profilját.

A közvetlen lakossági finanszírozás kialakulásának magyarországi intézményi háttere

A közvetlen lakossági állampapír-értékesítés Magyarországon már az 1990-es évek elején megjelent, az államadósság finanszírozásában betöltött szerepe azonban a 2010-es évek elejéig korlátozott maradt. Az Államadósság Kezelő Központ Zrt. (ÁKK) adatai alapján a lakossági állampapírok 2011 végén a központi költségvetés adósságának 4,8 százalékát tették ki, miközben a devizaadósság részaránya 48,5 százalék volt (ÁKK, 2026b). A Széll Kálmán Terv 2.0 szerint 2012-ben a magyar állampapírok mintegy 55 százalékát külföldi szereplők tartották (Nemzetgazdasági Minisztérium, 2012).

A globális pénzügyi válság, majd az euróövezeti adósságválság tapasztalatai rámutattak az ilyen finanszírozási szerkezet sérülékenységére. A Széll Kálmán Terv 2.0 szerint a külföldi befektetők állampapír-állományának gyors leépítése jelentős hozamingadozást idézhetett elő, és az államadósság folyamatos finanszírozhatóságát is veszélyeztethette. A lakossági keresletet ezzel szemben stabilabbnak tekintette, mivel az a tőkepiaci keresletnél kevésbé, esetenként azzal ellentétesen reagált a külső sokkokra. A lakossági befektetői kör bővítése ezért a külföldi forrásoktól való függőség mérséklésének és az államadósság-finanszírozás stabilizálásának egyik eszközévé vált.

E stratégiai irány végrehajtását az 1101/2012. (IV. 5.) Korm. határozat intézményi és költségvetési intézkedésekkel alapozta meg. A határozat nagyságrendileg 2,0 milliárd forintot biztosított a Magyar Államkincstár informatikai rendszereinek fejlesztésére, marketingtevékenységre és új értékesítési pontok kialakítására. A program részét képezte továbbá a kincstári hozzáférés és az elektronikus értékesítés bővítése, további forgalmazási partnerek bevonása, valamint új lakossági konstrukciók bevezetése és népszerűsítése (Nemzetgazdasági Minisztérium, 2012).

A lakossági forrásbevonás növekedéséhez a háztartások pénzügyi megtakarításai mellett a lakossági igényekhez igazított termékinlát is hozzájárult. A versenyképes kamatozás, a kis összegű befektetés lehetősége, a lejárat előtti, jellemzően névértékhez közeli visszaválthatóság és az egyszerű hozzáférés növelte az állampapírok vonzerejét más megtakarítási formákkal szemben. Kékesi et al. (2015) szerint a háztartások állampapír-vásárlásai részben más belföldi pénzügyi eszközökből, különösen bankbetétekből történő portfólióátrendeződéssel jártak. A lakossági program emellett a belföldi finanszírozási bázis erősítését célzó szélesebb gazdaságpolitikai fordulatba illeszkedett, amelyet az MNB önfinanszírozási programja is támogatott a bankrendszer forintállampapír-keresletének növelésével (Kolozsi & Hoffmann, 2016).

A közvetlen lakossági finanszírozás magas magyarországi részarányának kialakulásában a külső sérülékenység mérséklésére irányuló, 2012-től intézményesített stratégiai cél, a rendelkezésre álló háztartási megtakarítások, a vonzó és rugalmas termékfeltételek, valamint a széles körű értékesítési infrastruktúra együttesen játszottak szerepet.

Módszertan

A vizsgált országok és dokumentumok köre

A vizsgálat módszertani előzménye Erdélyi (2024) tanulmánya, amely Ausztria, Csehország, Lengyelország és az Egyesült Királyság államadósság-kezelési stratégiáit hasonlította össze. A jelen tanulmány e korábbi összehasonlítási keretet Magyarország elemzésével egészíti ki.

Az országok kiválasztása több szempont együttes figyelembevételével történt. A mintában szerepel euróvezetési fejlett ország (Ausztria), Magyarországhoz regionális és intézményi szempontból közelebb álló közép-európai ország (Csehország, Lengyelország), valamint fejlett, nem euróvezetési, önálló pénzügyi központtal rendelkező ország (Egyesült Királyság). A kiválasztás további szempontja volt, hogy a vizsgált országok monetáris és finanszírozási környezete eltérő legyen, valamint, hogy a közvetlen lakossági finanszírozás legalább egy részük esetében ténylegesen megjelenjen a finanszírozási gyakorlatban. A minta célja nem statisztikai reprezentativitás biztosítása volt, hanem olyan összehasonlítási keret kialakítása, amelyben a magyar modell sajátosságai világosan azonosíthatók legyenek.

Az elemzés alapját a kiválasztott országok adósságkezelő szervezetei és kapcsolódó állami intézményei által közzétett hivatalos dokumentumok képezik. Ezek közé elsősorban az államadósság-kezelési stratégiák, az éves finanszírozási tervek, az éves jelentések, a stratégia végrehajtását értékelő beszámolók, valamint az adósságkezeléshez kapcsolódó egyéb nyilvános szakmai közlemények tartoznak.

A kvantitatív összehasonlítás állományi adatai ugyanezen intézményi forráskör hivatalos közléseiből származnak, míg az implicit kamatláb számítása elsősorban az Eurostat adatbázisára, az Egyesült Királyság esetében pedig a House of Commons Library adataira támaszkodik. A magyar modell részletesebb elemzéséhez az ÁKK havi állampapírpiaci tájékoztatói és termékdokumentumai, az éves zárszámadási törvények, valamint a Magyar Államkincstár költségvetési végrehajtási adatai szolgáltatják az adatokat. Az összehasonlító vizsgálat a 2020-2025 közötti időszakra vonatkozik.

Összehasonlító keret és alkalmazott mutatók

A dokumentumelemzés egységes, négy fő szempontú összehasonlításra épül. Az első a finanszírozási célok köre, a második a nevesített kockázati prioritások – különösen a kamat-, a deviza-, a refinanszírozási, likviditási és befektetői szerkezethez kapcsolódó kockázatok – vizsgálata. A harmadik szempont az alkalmazott kockázati mutatók és benchmarkok elemzése, mivel ezek teszik értelmezhetővé, hogy a célokhoz és kockázatokhoz milyen mérési és visszamérési gyakorlat kapcsolódik. A negyedik szempont a stratégiai alkalmazkodóképesség értékelése, amely a 2020-2025. közötti külső sokkokra adott adósságkezelési válaszok összehasonlítását szolgálja. Az elemzés ezeken túl külön vizsgálati szempontként kezeli a közvetlen lakossági finanszírozás szerepét, vagyis azt, hogy a háztartások közvetlen állampapírvásárlása az egyes országok stratégiáiban kiegészítő finanszírozási csatornaként, befektetői diverzifikációs eszközként vagy a finanszírozási szerkezetet érdemben alakító stratégiai elemként jelenik-e meg.

A jelen tanulmány a kvalitatív dokumentumelemzést két kvantitatív mutatóval bővíti. Egyrészt vizsgálja a közvetlen lakossági finanszírozási formák központi államadósságon belüli részarányát, másrészt az implicit kamatlábat alkalmazza annak összevetésére, hogy a vizsgált országok államadósság-finanszírozása milyen effektív kamatteher mellett valósult meg.

A nemzetközi összehasonlításban alkalmazott két mutató mellett a magyar modell részletesebb vizsgálata a lakossági kötvények nettó pénzforgalmi kamatkiadásának alakulására, annak az adósságszolgálattal kapcsolatos nettó kiadásokon belüli részarányára, valamint a főbb lakossági konstrukciók állományváltozására is kiterjed.

Az implicit kamatláb alkalmazása illeszkedik az államadósság-dinamikai elemzések módszertani gyakorlatához, amelyben a kamatteher, az elsődleges egyenleg, valamint a

reálgazdasági növekedés és a GDP-deflátor együttesen határozza meg az államadósság-ráta alakulását (Escolano, 2010). Az implicit kamatláb az államadósság után fizetett éves kamatkidadások és az adott évi átlagos államadósság-állomány hányadosaként értelmezhető. A mutató számítása a tanulmányban az alábbi összefüggés alapján történik:

$$IIR_t = \frac{INT_t}{\frac{D_{t-1} + D_t}{2}}$$

ahol IIR_t az implicit kamatláb a t . évben, INT_t a t . évi kamatkidadás, a D_{t-1} az előző év végi nominális államadósság állománya, D_t pedig a tárgyév végi nominális államadósság-állomány. A nevezőben szereplő $((D_{t-1} + D_t) / 2)$ kifejezés a t . évre számított átlagos nominális államadósság-állomány közelítő értékét fejezi ki.

Az elemzés jellege és korlátai

A kvalitatív elemzés nyilvánosan elérhető dokumentumok tartalmára épül, aminek korlátja, hogy az egyes országok eltérő részletezettséggel, eltérő gyakorisággal és eltérő szerkezetben teszik közzé stratégiai dokumentumaikat, mutatóikat és benchmarkjaikat. Egyes országok esetében a célértékek és toleranciasávok világosan azonosíthatók, míg másoknál ezek csak részben, vagy eltérő dokumentumtípusokból olvashatók ki. Ez korlátozza a teljes körű számszerű összehasonlíthatóságot, de nem zárja ki a kvalitatív összevetést.

Az implicit kamatláb bevonása a kvalitatív összehasonlítás költségoldali kiegészítését szolgálja. A mutató értelmezésekor figyelembe kell venni, hogy az implicit kamatláb alakulását nem kizárólag az adott évben alkalmazott adósságkezelési döntések határozzák meg. A kamatteherre jelentős hatást gyakorol a korábbi években kialakított adósságportfólió, a lejárat szerkezet, a fix és változó kamatozású instrumentumok aránya, a devizaadósság súlya, valamint az adott ország hozam- és inflációs környezete is. Emiatt a tanulmányban az implicit kamatláb nem az egyes országok államadósság-kezelési stratégiájának egyszerű minősítését szolgálja, hanem kiegészítő mutatóként annak jelzésére törekszik, hogy az adott stratégiai és piaci feltételek mellett mennyire volt költséges az államadósság finanszírozása a vizsgált időszakban.

A magyar modell részletesebb vizsgálatában alkalmazott konstrukciósintű állományadatok nem teszik lehetővé a bruttó visszaváltások és az egyes lakossági termékek közötti közvetlen átforgatások elkülönítését. Az állományváltozások ezért nem értelmezhetők közvetlenül visszaváltásként vagy egyik konstrukcióból a másikba történő átforgatásként, hanem a lakossági finanszírozási szerkezet átrendeződését jelző aggregált folyamatként értékelhetők.

A vizsgálat öt országra terjed ki, ezért az eredmények nem általánosíthatók valamennyi európai adósságkezelési gyakorlatra.

Eredmények

A magyar modell sajátossága a vizsgált országok gyakorlatában

A dokumentumelemzés alapján a magyar államadósság-kezelési stratégia a célrendszerében, a nevesített kockázatok körében és a klasszikus kockázati mutatók alkalmazásában – így különösen a devizaadósság arányára, az átlagos hátralévő futamidőre, az átlagos átárazódási időre, valamint a fix és változó kamatozású adósságelemek arányára vonatkozó mutatók tekintetében – érdemben illeszkedik a vizsgált országok gyakorlatához. Ausztria, Csehország, Lengyelország, az Egyesült Királyság és Magyarország esetében egyaránt meghatározó cél a finanszírozási szükséglet folyamatos biztosítása, a költségek és kockázatok közötti egyensúly megteremtése, az átlátható adósságkezelési működés, valamint az állampapírpiazi likviditás fenntartása. A kamat-, deviza-, refinanszírozási és likviditási kockázatok kezelése szintén visszatérő elemként jelenik meg a vizsgált országok stratégiai dokumentumaiban.

A hasonlóságok mellett ugyanakkor a stratégiai kontroll és az alkalmazkodás eszközei országoként eltérnek. Ausztria esetében az intézményi befektetőkre és az állampapírpiazi

likviditásának fenntartására épülő finanszírozási modell, Csehországban a konkrét célértékekkel és visszamérési szempontokkal támogatott benchmarkrendszer, Lengyelországban a többéves stratégiai tervezésre épülő adósságkezelési modell, az Egyesült Királyságban pedig az éves kibocsátási szerkezet és lejáratí profil aktív alakítása emelhető ki. Ezek az eltérések azt mutatják, hogy az azonos adósságkezelési alapelvek eltérő intézményi, piaci és stratégiai keretek között érvényesülnek. Magyarország sajátossága ebben az összehasonlításban, hogy a közvetlen lakossági finanszírozás a stratégia önálló pilléréként jelenik meg. A lakossági állampapírok a vizsgált országoktól eltérően nem csupán kiegészítő finanszírozási csatornát jelentenek, hanem a belföldi forrásbevonás, a befektetői bázis szélesítése és a külső sérülékenység mérséklése szempontjából is stratégiai jelentőségűek. Az országokra vonatkozó kiemelt sajátosságokat az 1. táblázat foglalja össze.

1. táblázat: A vizsgált államadósság-kezelési stratégiák alapján kiemelt főbb sajátosságok
Table 1. Specific features of the Hungarian public debt management strategy in the examined international context

Szempont	Vizsgált országok többségi gyakorlata	Magyar sajátosság
Közvetlen lakossági finanszírozás szerepe	Jellemzően kiegészítő vagy másodlagos finanszírozási csatorna	A stratégia önálló pillére
Benchmarkrendszer	Klasszikus kockázatokhoz kapcsolódik	A lakossági állampapír-állományhoz is önálló célérték kapcsolódik
Stratégiai rugalmasság	Főként a kibocsátási szerkezet és az adósságportfólió összetételének módosításán keresztül érvényesül	A lakossági termékszerkezet és a fix-változó kamatozású konstrukciók arányának alakítása is a stratégiai alkalmazkodás eszköze

Forrás: OeBFA (2023a; 2023b), Ministry of Finance of the Czech Republic (2024), Ministry of Finance of the Republic of Poland (2024a), UK Debt Management Office (2024a; 2024b), ÁKK Zrt. (2024; 2025; 2026a) alapján, Saját szerkesztés

A tanulmány a magyar modellt az 1. táblázatban foglaltak szerinti három ponton különítette el a vizsgált országok többségi gyakorlatától. Egyrészt a közvetlen lakossági finanszírozás Magyarországon nem kiegészítő vagy másodlagos finanszírozási forma, hanem a stratégia önálló pillére. Másrészt a benchmarkrendszerben a klasszikus kockázati mutatók mellett a lakossági állampapír-állományhoz is önálló célérték kapcsolódik, ami azt jelzi, hogy a lakossági finanszírozás alakulása nem csupán leíró adat, hanem a stratégiai teljesítmény egyik visszamért mutatója. Harmadrészt a magyar gyakorlatban a stratégiai rugalmasság nemcsak a kibocsátási szerkezet és az adósságportfólió módosításán keresztül érvényesül, hanem a lakossági termékszerkezet, a kamatozási feltételek, valamint a fix és változó kamatozású konstrukciók arányának alakításán keresztül is.

Összességében a dokumentumelemzés alapján a magyar stratégia illeszkedik a vizsgált országok adósságkezelési keretébe, de azon belül sajátos finanszírozási modellt képvisel. A közvetlen lakossági finanszírozás a hazai gyakorlatban a stratégiai célrendszerhez, a benchmarkokhoz és az alkalmazkodási mechanizmusokhoz is kapcsolódik, ezért szerepét állományi és költségoldali mutatókkal is indokolt vizsgálni.

A közvetlen lakossági finanszírozás a vizsgált országokban

A közvetlen lakossági finanszírozás stratégiai szerepének értékelése nem korlátozható arra, hogy az adott finanszírozási forma megjelenik-e az államadósság-kezelési dokumentumokban. Legalább ilyen fontos annak vizsgálata is, hogy a háztartások számára közvetlenül elérhető

állampapír- vagy állami megtakarítási konstrukciók ténylegesen milyen állományi súlyt képviselnek az államadósság finanszírozásában.

Az állományi adatok összehasonlítása ugyanakkor módszertani óvatosságot igényel, mivel a vizsgált országokban a közvetlen lakossági finanszírozás eltérő intézményi formában jelenik meg. Magyarországon a lakossági állampapírok kifejezetten a háztartások közvetlen állampapír-vásárlására épülnek. Lengyelországban hasonlóan elkülöníthetők az egyéni befektetőknek szánt „*retail savings bonds*” konstrukciók. Csehországban a „*government bonds for citizens*” kisebb állományi súlyt képviselnek. Ausztriában a „*Bundesschatz*” csak 2024. áprilisától érhető el a lakosság számára, míg az Egyesült Királyságban a közvetlen lakossági finanszírozás döntően nem klasszikus lakossági államkötvényként, hanem az „*NS&I*” megtakarítási termékein keresztül jelenik meg. E különbségek miatt az állományi adatok nem minden esetben tekinthetők teljesen azonos tartalmú mutatónak, de alkalmasak arra, hogy érzékeltessék a közvetlen lakossági finanszírozás országonként eltérő nagyságrendjét és stratégiai súlyát.

A közvetlen lakossági finanszírozás összehasonlító értelmezéséhez ezért először szükséges annak rögzítése, hogy az egyes országok esetében mely instrumentumok és intézményi konstrukciók tekinthetők a háztartások közvetlen állami finanszírozásba történő bevonásának. Ezt foglalja össze a 2. táblázat.

2. táblázat: A közvetlen lakossági finanszírozás adatainak értelmezése a vizsgált országokban
Table 2. Interpretation of direct household financing data in the examined countries

Ország	Közvetlen lakossági finanszírozási forma	Értelmezés
Ausztria	<i>Bundesschatz</i>	Az osztrák adósságkezelő (OeBFA) által kínált, közvetlenül elérhető állami megtakarítási forma állománya, ami 2024-től áprilisától érhető el a lakosság számára.
Csehország	<i>Government bonds for citizens / savings government bonds</i>	A lakossági célú állampapírok állománya vagy aránya a teljes államadósságon belül. A közvetlen lakossági finanszírozás állományi súlya ennél alacsonyabb, és az adatok egyes években inkább arányként, nem önálló állományként jelennek meg.
Lengyel-ország	<i>Retail/ savings bonds</i>	Az egyéni befektetőknek szánt lakossági állampapírok állománya.
Egyesült Királyság	<i>NS&I products</i>	A „National Savings and Investments” által kezelt lakossági megtakarítási termékek állománya. Nem klasszikus lakossági államkötvény-állomány, hanem állami megtakarítási termékeken keresztüli közvetlen lakossági finanszírozás; az adatok pénzügyi évre vonatkoznak.
Magyar-ország	<i>Lakossági állampapírok</i>	Az ÁKK Zrt. által kimutatott lakossági állampapír-állomány a központi költségvetés adósságán belül. A közvetlen lakossági finanszírozás elkülönült, stratégiaiilag is nevesített formája.

Forrás: ÁKK (2025), Ministry of Finance of the Czech Republic (2025), Ministry of Finance of Poland (2024b), National Savings and Investments (2025), OeBFA (2025) alapján, Saját szerkesztés

A közvetlen lakossági finanszírozási formák intézményi és módszertani elhatárolását követően vizsgálható, hogy e konstrukciók ténylegesen milyen nagyságrendet képviseltek a vizsgált időszakban. A 3. táblázat az egyes országokban azonosított közvetlen lakossági finanszírozási formák központi államadósságon belüli részarányát foglalja össze, a 2. táblázatban bemutatott módszertani eltérések figyelembevételével.

3. táblázat: A közvetlen lakossági finanszírozás részaránya a vizsgált országok központi államadosságán belül 2020-2025. között (%)

Table 3. Share of direct household financing in central government debt / central budget debt in the examined countries, 2020-2025 (%)

Ország	Mutató	2020. (%)	2025. (%)	Részarány tartománya (%)
Ausztria	Bundesschatz állománya / központi államadosság	n.a.	kb. 2,4	n.a
Csehország	Government bonds for citizens / state debt	1,2	1,8	1,2 – 3,0
Lengyelország	Retail / savings bonds / State Treasury debt	kb. 3,8	kb. 9,2	kb. 3,8 – 9,2
Egyesült Királyság	NS&I-termékek állománya / központi államadosság	kb. 9,9	kb. 8,4	kb. 8,4 – 9,9
Magyarország	Lakossági állampapírok / központi költségvetés	25,0	19,8	18,9 – 25,0

Forrás: ÁKK (2025), Ministry of Finance of the Czech Republic (2026), Ministry of Finance of Poland (2021; 2022; 2023; 2024b; 2024c; 2025; 2026), HM Treasury (2021; 2022; 2023; 2024; 2025; 2026) alapján, Saját szerkesztés és Saját számítás.

Megjegyzés: A „részarány tartomány” oszlop a 2020-2025. közötti legalacsonyabb és legmagasabb éves részarányt mutatja. Ausztria, Lengyelország és az Egyesült Királyság esetében az értékek számított, közelítő részarányok.

A 3. táblázat adatai alapján látható, hogy Magyarország egyértelműen elkülönül a vizsgált országoktól. A lakossági állampapírok részaránya a központi költségvetés adosságán belül a teljes időszakban magas maradt: 2020-ban 25,0 százalék, 2025-ben pedig 19,8 százalék volt, miközben a részarány a vizsgált években 18,9 százalék és 25,0 százalék között alakult. Ez arra utal, hogy a közvetlen lakossági finanszírozás Magyarországon nem csupán kiegészítő finanszírozási forma, hanem a finanszírozási szerkezet érdemi, tartósan jelentős eleme, ami összhangban áll annak korábban bemutatott, 2012-től intézményesített stratégiai szerepével.

Ausztria esetében a „*Bundesschatz*” 2024. áprilisi újraindítása miatt a 2020-2025. közötti időszak egészére nem áll rendelkezésre összehasonlítható idősor. A 2025. évi, kb. 2,4 százalékos részarány mérsékelt nagyságrendet képviselt a szövetségi államadosságán belül. Az adat értelmezésekor figyelembe kell venni, hogy a konstrukció 2025 júniusától közszektorbeli intézmények számára is elérhetővé vált, ezért a teljes állomány nem tekinthető tisztán lakossági finanszírozásnak. Csehországban a *government bonds for citizens* részaránya a vizsgált időszakban 1,2 százalék és 3,0 százalék között mozgott, vagyis a közvetlen lakossági finanszírozás jelen van, de nem vált a finanszírozási szerkezet meghatározó elemévé. Lengyelország esetében a *retail/savings bonds* részaránya a teljes *State Treasury debt*-en belül közelítőleg 3,8 százalékról 9,2 százalékra emelkedett, ami a lakossági állampapírok növekvő szerepét jelzi, ugyanakkor a magyarországi részaránytól elmarad. Az Egyesült Királyságban az *NS&I-termékek* a központi kormányzati *sterling* adosságportfólió mintegy 8-10 százalékát tették ki, ami érdemi közvetlen lakossági finanszírozási súlyt mutat, de eltérő intézményi formában, nem klasszikus lakossági állampapír-programként.

Összességében az állományi részarányok alapján a magyar modell sajátossága nem kizárólag a stratégiai dokumentumok szintjén azonosítható, hanem a finanszírozási szerkezetben is kimutatható. A közvetlen lakossági finanszírozás Magyarországon a vizsgált országokhoz képest magasabb és tartósabb állományi súlyt képviselt, ami megerősíti azt az értelmezést, hogy a lakossági állampapír-programok a magyar államadosság-kezelési stratégia önálló, a belföldi forrásbevonást szolgáló elemévé váltak.

A magyar modell költségoldali sajátossága – az implicit kamatláb alakulásának összevetése a vizsgált országok körében

A magyar modell sajátosságainak értékeléséhez nem csupán a stratégiai célrendszer és a benchmarkok vizsgálata fontos, hanem a költségoldali következmények nemzetközi összevetése is. E szempontból kiemelt jelentőségű mutató az államadósság implicit kamatlábának alakulása, mivel ez összefoglaló módon jelzi, hogy az adósságszerkezet változásai milyen mértékben gyűrűztek át a finanszírozási költségekbe. A vizsgált országok összehasonlítása alapján megítélhető, hogy a magyar stratégia kockázatsökkentő elemei milyen költségoldali következményekkel jártak a 2020-2025. közötti időszakban. Az adatokat a 4. táblázat foglalja össze.

4. táblázat: Az államadósság implicit kamatláb alakulása a vizsgált országokban 2020-2025. között

Table 4. Developments in the implicit interest rate on government debt in the examined countries, 2020-2025

Ország	Implicit kamatláb mértéke 2020. (%)	Implicit kamatláb mértéke 2024. (%)	Implicit kamatláb mértéke 2025. (%)	Implicit kamatláb mértékének változása 2020-2025. között (százalékpont)
Ausztria	1,7	1,9	2,0	0,3
Csehország	2,2	3,2	3,1	0,9
Lengyelország	2,1	4,4	4,5	1,9
Egyesült Királyság	1,4	4,9	3,8	2,4
Magyarország	3,2	6,9	5,3	2,1

Forrás: Eurostat (gov_10a_main és gov_10dd_edpt1) és House of Commons Library (2026) adatai alapján Saját szerkesztés és Saját számítás

Megjegyzés: Az Egyesült Királyság esetében a bemutatott értékek nem az Eurostat adatbázisa alapján készült saját számítások, hanem House of Commons Library (2026) szerinti adatok.

A 4. táblázat alapján megállapítható, hogy a vizsgált országok mindegyikében emelkedett az államadósság implicit kamatlába a 2020-2025. közötti időszakban, ugyanakkor az emelkedés mértéke és időbeli lefutása országonként eltérően alakult. A vizsgált országok többségében az implicit kamatláb 2024-ben érte el csúcspontját, majd 2025-re valamelyest mérséklődött vagy stabilizálódott. E mintázat alól Lengyelország jelent kivételt, ahol az implicit kamatláb kis mértékben ugyan, de 2025-ben is tovább emelkedett. Magyarországon az implicit kamatláb a 2020. évi 3,2 százalékról 6,9 százalékra nőtt 2024-re, majd 2025-ben 5,3 százalékra csökkent, ami arra utal, hogy a korábbi gyors költségoldali átgyűrűzés ezt követően részben konszolidálódott. A magyar növekedés így is a legerőteljesebbek közé tartozott a vizsgált országok körében, és csak Lengyelország, illetve a sajátos intézményi háttérrel jellemezhető Egyesült Királyság mutatott hasonló nagyságrendű elmozdulást.

A vizsgált uniós országok közül Ausztriában és Csehországban az implicit kamatláb emelkedése jóval mérsékeltebb volt, ami arra utal, hogy az adósságszerkezet változásai ezekben az esetekben kisebb intenzitással gyűrűztek át a finanszírozási költségekbe. Lengyelország esetében ezzel szemben a mutató dinamikus emelkedése arra világít rá, hogy a költségoldali alkalmazkodás ott is erőteljes volt, noha ennek szerkezeti háttere eltér a magyar modelltől. Magyarországon a 2024-es csúcs háttérében elsősorban az inflációkövető, reálhozamot biztosító lakossági állampapírok magas kamatterhe állt, amely a 2022-2023. évi inflációs sokk hatását késleltetve, de erőteljesen építette be a kamatkidásokba. A 2025-ös mérséklődés arra utal, hogy e költségoldali hatások részben kifutó pályára kerültek, ugyanakkor a 2020-as szinthez képest továbbra is magas implicit kamatláb fennmaradása azt jelzi, hogy a finanszírozási költségek tartósan magasabb szintre kerültek.

Az Egyesült Királyság adatai pénzügyi évre (2020/2021, 2021/2022, 2022/2023, stb) vonatkoznak, ezért a kontinentális országok naptári éves adataival csak közelítően vethetők össze.

A brit eset mégis fontos összehasonlítási pont, mert az inflációkövető államadósság viszonylag magas aránya (kb. az adósság negyede) miatt a 2022-2023. évi inflációs sokk hatása gyorsan megjelent a kamatkiadásokban. Ebben az értelemben a brit és a magyar példa közös tanulsága, hogy az inflációérzékeny adósságszerkezet finanszírozási stabilitási előnyök mellett jelentős költségoldali sérülékenységet is hordozhat.

A vizsgált országokkal való összevetés alapján a magyar modell sajátossága nemcsak abban azonosítható, hogy a közvetlen lakossági finanszírozás a stratégia önálló pillérévé vált, hanem abban is, hogy e finanszírozási szerkezet az implicit kamatláb erőteljesebb emelkedésével járt együtt, mint a vizsgált országok többségében. Ez arra is rámutat, hogy a magyar modell költségoldali következményeinek értékeléséhez a közvetlen lakossági finanszírozási szegmens részletesebb vizsgálata szükséges.

A magyar modell további költség- és refinanszírozási sajátosságai – a lakossági kamatteher és a lejárat előtti visszaválthatóság

A nemzetközi összehasonlításban azonosított sajátosság részletesebb értékelése érdekében az elemzés a továbbiakban a magyar modellre összpontosít, és a lakossági állampapírok nominális kamatterhe mellett a lejárat előtti visszaválthatóság refinanszírozási hatását vizsgálja.

A lakossági kötvények nettó pénzforgalmi kamatkiadása 2020 és 2023 között 254,0 milliárd forintról 388,7 milliárd forintra emelkedett, az adósságszolgálattal kapcsolatos nettó kiadásokon belüli részaránya ugyanakkor 24,8 százalékról 16,4 százalékra csökkent. A kamatteherben 2024-ben következett be jelentős fordulat, ekkor ugyanis a lakossági kamatkiadás 1 257,9 milliárd forintra, 2025-ben pedig 1 678,7 milliárd forintra nőtt. Ezzel a lakossági kötvényekhez kapcsolódó kamatkiadás mindkét évben az adósságszolgálattal kapcsolatos nettó kiadások több mint kétötödét tette ki. Az adatokat az 5. táblázat mutatja be.

5. táblázat: A lakossági kötvények nettó pénzforgalmi kamatkiadása és részaránya az adósságszolgálattal kapcsolatos nettó kiadásokon belül 2020-2025. között

Table 5. Net cash interest expenditure on retail government securities and its share in net debt service expenditure, 2020–2025

Év	Adósságszolgálattal kapcsolatos nettó kiadások (Mrd Ft)	Lakossági kötvények nettó kamatkiadása (Mrd Ft)	Lakossági kamatkiadás részaránya (%)
2020.	1 025,0	254,0	24,8
2021.	1 326,6	334,8	25,2
2022.	1 885,2	384,0	20,4
2023.	2 363,6	388,7	16,4
2024.	2 905,9	1 257,9	43,3
2025.	3 896,9	1 678,7	43,1

Forrás: Zárszámadások (2020-2024) és Magyar Államkincstár (2026) adatai alapján Saját számítás és Saját szerkesztés.

A kamatkiadások 2024-2025. évi növekedése a lakossági portfólió korábbi átalakulásának késleltetett költségvetési hatását tükrözi. A visszatekintő inflációhoz kötött kamatozású Prémium Magyar Állampapír (PMÁP) állománya 2022-2023-ban jelentősen emelkedett, a magas infláció azonban az indexálási mechanizmus miatt csak később épült be a konstrukciók kamatába. A kiadásnövekedés ezért a korábban kialakult magas PMÁP-állomány és a kamatmegállapítási mechanizmus együttes következménye volt (ÁKK, 2020-2025; ÁKK, 2022-2026). Ez összhangban áll a nemzetközi összehasonlítás eredményével, amely szerint az implicit kamatláb Magyarországon a vizsgált országok többségénél erőteljesebben emelkedett.

A finanszírozási szükségletet a kamatfizetések mellett a lakossági állampapírok lejárat előtti visszaválthatósága is befolyásolta. Az ötéves futamidejű, sávosan emelkedő fix kamatozású Magyar Állampapír Plusz (MÁP Plusz) állománya 2021 decembere és 2023 decembere között, még az elsőként kibocsátott sorozat 2024. évi lejáratá előtt 5 454,2 milliárd forinttal, 85,7 százalékkal csökkent. Ezzel párhuzamosan a PMÁP és a pénzügyi hozamokhoz kötött Bónusz Magyar Állampapír (BMÁP) együttes állománya 5 602,4 milliárd forinttal bővült. A következő jelentős átrendeződés 2025-ben következett be, amikor a PMÁP állománya a 2024. év végi értékhez képest 3 251,2 milliárd forinttal, 46,7 százalékkal csökkent annak ellenére, hogy a 2022-2023-ban értékesített meghatározó sorozatok lejáratá csak 2027-2031. között esedékes. Ugyanezen időszakban a fix kamatozású Fix Magyar Állampapír (FixMÁP), a BMÁP és a MÁP Plusz együttes állománya 3 882,2 milliárd forinttal emelkedett (ÁKK, 2020-2025; ÁKK, 2022-2026).

Az egyidejű, ellentétes irányú állományváltozások arra utalnak, hogy a névértékhez közeli visszaválthatóság mellett a hosszabb szerződéses futamidő nem biztosított azzal azonos időtartamú finanszírozási stabilitást, a visszaváltott források pótlásához szükséges új kibocsátások jelentős része ugyanakkor a lakossági szegmensben belül valósult meg. Az aggregált adatok nem igazolják az egyes konstrukciók közötti közvetlen átforgatást, ezért az állománycsökkenések bruttó és nettó finanszírozási hatása pontosan nem számszerűsíthető.

Konklúzió

A tanulmány azt vizsgálta, hogy a magyar államadósság-kezelési stratégia mennyiben illeszkedik Ausztria, Csehország, Lengyelország és az Egyesült Királyság gyakorlatához, illetve miben mutat sajátos jellemzőket. Az eredmények alapján Magyarország az alapvető adósságkezelési célok és kockázati kategóriák tekintetében nem tér el érdemben a vizsgált országoktól. A sajátosság a közvetlen lakossági finanszírozás stratégiai szerepében azonosítható, ugyanis Magyarországon a lakossági állampapír-programok a finanszírozási szerkezetet érdemben alakító stratégiai elemmé váltak, amit a 2020-2025. közötti időszakban tartósan magas államadósságon belüli állományi részarány is alátámaszt. E magas részarány kialakulása nem vezethető vissza kizárólag piaci folyamatokra, hanem a belföldi finanszírozási bázis erősítésére irányuló, 2012-től intézményesített stratégiai fordulat tartós következményének is tekinthető.

Az eredmények alapján a közvetlen lakossági finanszírozás a magyar államadósság-kezelésben a belföldi forrásbevonás erősítését, valamint a befektetői bázis szélesítését szolgálta. A lakossági állampapír-állományhoz kapcsolódó célértékek megjelenése azt is jelzi, hogy a közvetlen lakossági finanszírozás nem csupán leíró jellegű állományi adatként, hanem a stratégiai teljesítmény egyik visszamért elemeként értelmezhető. Ez a vizsgált országok gyakorlatához képest erőteljesebb intézményesülést mutat.

Az implicit kamatláb nemzetközi összehasonlítása alapján a vizsgált időszakban Magyarországon a finanszírozási költségek gyorsabban és erőteljesebben emelkedtek, mint a vizsgált országok többségében. A magyar modell részletesebb vizsgálata ezt azzal egészítette ki, hogy a lakossági kötvények nettó kamatkiadása 2024-ben és 2025-ben az adósságsgszolgálattal kapcsolatos nettó kiadások több mint kétötödét tette ki. A lakossági állampapírok névértékhez közeli visszaválthatósága emellett lehetővé tette a jelentős lejárat előtti állomány-átrendeződéseket, így a hosszabb szerződéses futamidő nem biztosított azzal azonos időtartamú finanszírozási stabilitást. A visszaváltott források pótlásához szükséges új kibocsátások jelentős része ugyanakkor a lakossági szegmensben belül valósult meg. A magyar modell ezért a külső sérülékenység mérséklése és a belföldi finanszírozási bázis erősítése mellett számottevő költségvetési kamatterhet hordozott, a névértékhez közeli visszaválthatóság pedig csökkentette a lakossági forrás időbeli stabilitását, és növelte a szerződéses lejáratok előtt felmerülő bruttó refinanszírozási igényt.

Irodalomjegyzék

- Abbas, S. M. A., & Christensen, J. E. (2010). The role of domestic debt markets in economic growth: An empirical investigation for low-income countries and emerging markets. *IMF Staff Papers*, 57, 209-255. <https://doi.org/10.1057/imfsp.2009.24>
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2020-2025). *Lakossági állampapírok ismertetői, nyilvános ajánlattételei és forgalmazói árfolyamjegyzései*. Magyar Állampapír. <https://www.allampapir.hu/>
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2022-2026). *Állampapírpiaç: havi tájékoztatók, 2021. december–2025. december*. <https://www.akk.hu/akk-kiadvanyok/kiadvanyok>
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2024). *Éves jelentés az államadósság kezeléséről, 2023*. <https://www.akk.hu/content/path=eves-jelentések>
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2025). *Az Államadósság Kezelő Központ Zrt. közzétette Magyarország 2026. évi finanszírozási tervét: Finanszírozási kiadvány és befektetői tájékoztató*. <https://www.akk.hu/content/path=FINTERV2026>
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2026a). *ÁKK Zrt. célja, tevékenysége, jogi alapja*. <https://www.akk.hu/akk/celjai-tevekenysege-jogi-alapja>
- Államadósság Kezelő Központ Zrt. (2026b). *A központi költségvetés adóssága*. <https://www.akk.hu/statisztika/allamadossag-finanszirozas/kozponti-koltsegvetes-adossaga>
- Báger, G. (2023). Az euró nemzetközivé válása és az EU tőkepiaci uniójának létrehozása című konferencia (Párizs, 2023. június 16.) főbb megállapításai. *Észak-magyarországi Stratégiai Füzetek*, 20(3), 124–129. <https://doi.org/10.32976/stratfuz.2023.30>
- Escolano, J. (2010). *A practical guide to public debt dynamics, fiscal sustainability, and cyclical adjustment of budgetary aggregates* (IMF Technical Notes and Manuals, TNM/10/02). International Monetary Fund.
- Erdélyi, A. (2024): Az államadósság-kezelés jellegzetességei – európai kitekintés. *Hantos Periodika*, 2024(1), 34–51. https://hantosperiodika.uni-miskolc.hu/files/29937/Erd%C3%A9lyi%20Attila%20Hantos%202024%2001_34_51.pdf
- Foxall, S., & Policino, L. (2025). *Sovereign retail debt programmes and instruments*. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/e2a782d0-en>
https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/01/sovereign-retail-debt-programmes-and-instruments_91c0e630/e2a782d0-en.pdf
- Greenwood, R., Hanson, S., & Stein, J. C. (2015). A comparative-advantage approach to government debt maturity. *The Journal of Finance*, 70(4), 1683–1722. <https://doi.org/10.1111/jofi.12253>
- HM Treasury (2021). *Debt Management Report 2021–22*. HM Treasury. <https://dmo.gov.uk/media/0ovmhqml/dmr2122.pdf>
- HM Treasury (2022). *Debt Management Report 2022–23*. HM Treasury. https://assets.publishing.service.gov.uk/media/623a22078fa8f540ecc60532/DMR_2022-23.pdf
- HM Treasury (2023). *Debt Management Report 2023–24*. HM Treasury. https://assets.publishing.service.gov.uk/media/6502e166702634000d89b835/M5237_Debt_Management_Report_2023-24_FINAL_corrected.pdf
- HM Treasury (2024). *Debt Management Report 2024–25*. HM Treasury. https://assets.publishing.service.gov.uk/media/65e759a9ce8540001c12e412/Debt_Management_Report.pdf
- HM Treasury (2025). *Debt Management Report 2025–26*. HM Treasury. https://assets.publishing.service.gov.uk/media/6894b071e7be62b4f0643129/Debt_Management_Report_2025-26.pdf
- HM Treasury (2026). *Debt Management Report 2026–27*. HM Treasury. <https://www.gov.uk/government/publications/debt-management-report-2026-27/debt-management-report-2026-27>

- House of Commons Library (2026). *What are government debt and debt interest?* <https://commonslibrary.parliament.uk/research-briefings/cbp-10842/>
- International Monetary Fund, & World Bank. (2014). *Revised guidelines for public debt management*. Washington, DC: International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781498343602.007> <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf>
- Kékesi, Zs., Kóczián, B., & Sisak, B. (2015). A lakossági portfólióátrendezés szerepe az állam finanszírozásában. *Hitelintézet* *Szemle*, 14(1), 83–112. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/4-kekesi-koczian-sisak-2.pdf>
- Kolozsi, P. P. (2024). Célzott monetáris politika: Rendszertani összefüggések és jegybanki gyakorlat. *Észak-magyarországi Stratégiai Füzetek*, 21(3), 82–111. <https://doi.org/10.32976/stratfuz.2024.28>
- Kolozsi, P. P., & Hoffmann, M. (2016). A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel: A Magyar Nemzeti Bank jegybanki eszköztárának megújítása (2014–2016). *Pénzügyi Szemle*, 61(1), 9–34. https://unipub.lib.uni-corvinus.hu/10591/1/kolozsi-2016-1pdf_20170817110150_27.pdf
- Kovács, Á. (2009). Gazdasági és államháztartási perspektívák 2009 – a gazdasági racionalitás és a megvalósíthatóság. *Észak-magyarországi Stratégiai Füzetek*, 6(2), 5–28. <https://ojs.unimiskolc.hu/index.php/stratfuz/article/view/2751/1904>
- Magyar Államkincstár. (2026). *A központi költségvetés végrehajtásának adatai*. https://www.allamkincstar.gov.hu/Koltsegyvetes/Kozponti_alrendszer_-_Reszletezo_adatok/kozponti-koltsegyvetes-vegrehajtasanak-adatai
- Ministry of Finance of the Czech Republic. (2024). *Debt Management Strategy for 2024*. Prague: Ministry of Finance of the Czech Republic. <https://mf.gov.cz/en/fiscal-policy/state-debt/publications-and-presentations/funding-and-debt-management-strategy/2024/the-czech-republic-funding-and-debt-management-str-54348>
- Ministry of Finance of the Czech Republic. (2025). *The Czech Republic Government Debt Management Annual Report for 2024*. Ministry of Finance of the Czech Republic. Interneten: https://mf.gov.cz/assets/attachments/2024-12-31_The-Czech-Republic-Government-Debt-Management-Annual-Report-for-2024.pdf
- Ministry of Finance of the Czech Republic. (2026). *The Czech Republic Government Debt Management Annual Report for 2025*. Ministry of Finance of the Czech Republic. https://mf.gov.cz/assets/attachments/2025-12-31_The-Czech-Republic-Government-Debt-Management-Annual-Report-for-2025.pdf
- Ministry of Finance of Poland. (2021). *State Treasury Debt December 2020*. Ministry of Finance, Republic of Poland. <https://www.gov.pl/attachment/3551c91b-3931-4b9c-a949-b30254e6e902>
- Ministry of Finance of Poland. (2022). *State Treasury Debt December 2021*. Ministry of Finance, Republic of Poland. <https://www.gov.pl/attachment/1e733914-57e3-4100-a256-e8bb26bc909c>
- Ministry of Finance of Poland. (2023). *State Treasury Debt December 2022*. Ministry of Finance, Republic of Poland. <https://www.gov.pl/attachment/fb8712e9-7ada-4369-9b8e-3ce3236cef8b>
- Ministry of Finance of the Republic of Poland. (2024a). *Debt management strategies*. Warsaw: Ministry of Finance. <https://www.gov.pl/web/finance/debt-management-strategies>
- Ministry of Finance of Poland. (2024b). *Retail bonds*. Ministry of Finance, Republic of Poland. <https://www.gov.pl/web/finance/retail-bonds>
- Ministry of Finance of Poland. (2024c). *State Treasury debt December 2023*. Ministry of Finance, Republic of Poland. <https://www.gov.pl/attachment/708d1b3c-5ba6-4124-ad02-f6b5e46db49b>
- Ministry of Finance of Poland. (2025). *State Treasury debt December 2024*. Ministry of Finance, Republic of Poland. <https://www.gov.pl/web/finance/state-treasury-debt>

- Ministry of Finance of Poland. (2026). State Treasury debt December 2025. Ministry of Finance, Republic of Poland. <https://www.gov.pl/attachment/a46bd53f-3bc1-4cc7-bccd-659a28ec8354>
- Missale, A. (2012). Sovereign debt management and fiscal vulnerabilities. In *Threat of fiscal dominance?* (BIS Papers No. 65, pp. 157–176). Basel: Bank for International Settlements.
- National Savings and Investments. (2025). *Annual report and accounts and product accounts 2024–25*. <https://www.gov.uk/government/publications/national-savings-and-investments-annual-report-and-accounts-2024-to-2025/national-savings-and-investments-annual-report-and-accounts-and-product-accounts-2024-25-html>
- Nemzetgazdasági Minisztérium. (2012). *A következő lépés – Széll Kálmán Terv 2.0*. Nemzetgazdasági Minisztérium. https://2010-2014.kormany.hu/download/3/e8/80000/1-A_k%C3%B6vetkezo%C5%91_l%C3%A9p%C3%A9s%20%28SzKT%2020%29.pdf
- OeBFA. (2023a). *Debt management strategy*. Vienna: Österreichische Bundesfinanzierungsagentur. <https://www.oebfa.at/en/funding/strategie-schuldenmanagement.html>
- OeBFA. (2023b). *Funding outlook 2024*. Vienna: Österreichische Bundesfinanzierungsagentur. <https://www.oebfa.at/dam/jcr:71e39c19-6977-439f-91b8-b05c602b05c9/Funding%20Outlook%202024.pdf>
- OeBFA (2025): *Annual review 2024 now available*. Österreichische Bundesfinanzierungsagentur. <https://www.oebfa.at/en/presse/presseuebersicht/2025/annual-review-2025.html>
- UK Debt Management Office. (2024a). *DMO annual review 2023–24*. London: HM Treasury / UK Debt Management Office. https://www.dmo.gov.uk/media/5rqb2scf/gar2024_final.pdf
- UK Debt Management Office. (2024b). United Kingdom Debt Management Office. London: UK Debt Management Office <https://www.dmo.gov.uk>
- Zárszámadások (2020–2024). A 2020–2024. költségvetési évekre vonatkozó zárszámadási törvények:
 2021. évi CXVI. törvény a Magyarország 2020. évi központi költségvetéséről szóló 2019. évi LXXI. törvény végrehajtásáról.
 2022. évi LXXII. törvény a Magyarország 2021. évi központi költségvetéséről szóló 2020. évi XC. törvény végrehajtásáról.
 2023. évi LXXIII. törvény a Magyarország 2022. évi központi költségvetéséről szóló 2021. évi XC. törvény végrehajtásáról.
 2024. évi XLVIII. törvény a Magyarország 2023. évi központi költségvetéséről szóló 2022. évi XXV. törvény végrehajtásáról.
 2025. évi LXXXV. törvény a Magyarország 2024. évi központi költségvetéséről szóló 2023. évi LV. törvény végrehajtásáról.