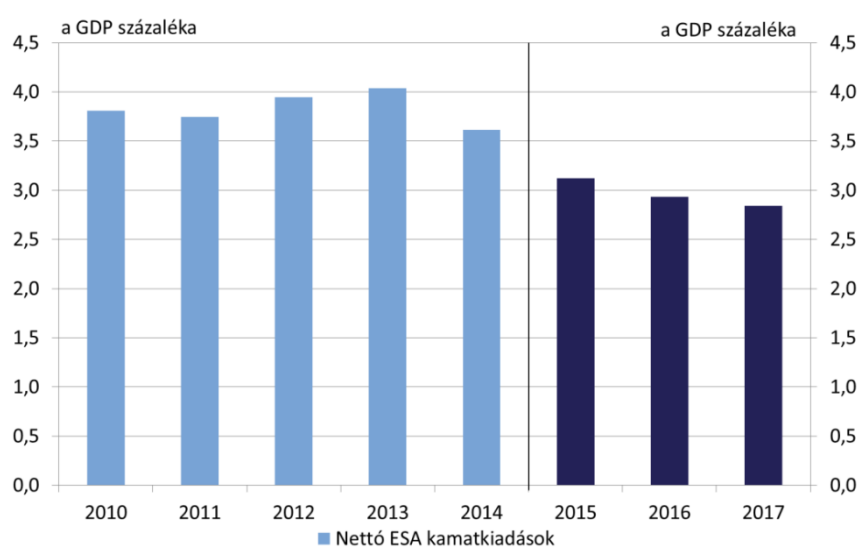


Kicsák Gergely:

A 2012-2015-ben bevezetett jegybanki intézkedések hatása az államháztartás finanszírozására

A magyar állampapír-piaci hozamok jelentős csökkenése következtében az államháztartás éves kamatmegtakarítása hosszú távon a GDP több mint 1,7 százaléka lehet, amiből az önfinanszírozási program második ütemének becsült hatása a GDP több mint 0,2 százalékát teheti ki. A tényadatok alapján 2012-höz képest 2014-re közel 0,4 százalékkal csökkentek a kamatkidadások a GDP arányában, míg előrejelzésünk szerint 2015 végére 0,9 százalékos, 2016 végére pedig 1,1 százalékos GDP-arányos csökkenés valósulhat meg (1. ábra). Így 2016-ban a potenciális megtakarítás már meghaladhatja a 300 milliárd forintot.

1. ábra: Az eredményszemléletű nettó kamatkidadások alakulása (a GDP arányában)



Megjegyzés: Az itt bemutatott nettó kamatkidadások nem tartalmazzák a nyugdíjrendszer átalakítása miatt az ESA2010 szerint elszámolt imputált kamatkidadásokat.

1. FIGYELEMBE VETT INTÉZKEDÉSEK

A hozamok csökkenéséhez és az állampapír-piaci kereslet növekedéséhez nagymértékben hozzájárultak a jegybanki programok. A nemzetközi környezet, a hazai gazdaság kedvező kilátásai és a fegyelmezett magyar fiskális politika mellett, az MNB intézkedései is hozzájárultak a hazai állampapír-piaci hozamok erőteljes mérséklődéséhez:

1. A **2012. augusztus 29-én elindított kamatcsökkentési ciklus**¹ 24 megszakítás nélküli kamatvágása során a Monetáris Tanács a jegybank irányadó rátáját 7 százalékról 2,1 százalékra mérsékelte. A kamatcsökkentések elindítását a nemzetközi környezet javulása tette lehetővé, majd a hazai tényezők és a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság kedvező alakulása hozzájárult a ciklus 2 éven keresztül folytatásához. A belföldi alacsony inflációs környezet és az ennek hatására

Részletesebben lásd a következő cikkeket és sajtóközleményeket az MNB honlapján:

¹ [A kétéves kamatcsökkentési ciklusról](#)

horgonyzott inflációs várakozások, az egyre fegyelmezettebb fiskális politika, illetve a makrogazdasági folyamatok is támogatták a megszakítás nélküli monetáris lazítást.

2. **A 2014. április 23-án bejelentett önfinanszírozási program**² a piaci szereplők alkalmazkodása miatt már a bejelentése után hatással volt az állampapír-piacra. Az önfinanszírozási program célja az államadósság belső, hazai forrásokból történő finanszírozásának erősítése, a gazdaság külső sérülékenységének mérséklése. Az intézkedés első lépcsője 2014. június 16-án lépett életbe. Ekkor a jegybank a partnerkörbe tartozó intézmények számára a kamatkockázatuk mérséklésének céljából bevezetett egy kamatcsere-eszközt azzal a céllal, hogy a banki források kéthetes jegybanki eszközökből hosszú lejáratú (3-5 éves) állampapírba áramlását elősegítse. 2014. augusztus 1-jétől az irányadó eszköz a kéthetes kötvény helyett a kéthetes betét lett, amelyet csak a partnerkörbe tartozó intézmények tarthatnak a jegybanknál. A betétesítés növeli a bankok állampapír-keresletét, ugyanis a jegybanki betét nem elfogadható fedezet az MNB hiteleszközei esetében, így megnőtt a kereslet más, likvidebb eszközök, elsősorban az állampapírok iránt. Az intézkedés fontos további eleme, hogy a külföldiek és a nem-banki hazai befektetők számára nem teszi lehetővé, hogy a jegybank irányadó eszközében tartsák forintlikviditásukat, és az irányadó eszközökből kizárt forrás egy része szintén az állampapírok keresletét növelheti.^{3,4}
3. **2015. március 25-étől a Monetáris Tanács újra elindította a kamatcsökkentési ciklust**⁵, amely során eddig négy folyamatos, egyenként 15 bázispontos kamatvágás után az alapkamat a 2014. július végi 2,1 százalékról jelenlegi szintjére, 1,5 százalékra csökkent.
4. **2015. június 2-án a Magyar Nemzeti Bank az önfinanszírozási program következő ütemeként bejelentette eszköztárának ismételt megújítását.**⁶ Az átalakítás legfőbb lépése, hogy az irányadó eszköz a kéthetes betét helyett három hónapos betétre változott. Az új irányadó eszköz futamideje hosszabb, mint a rövid távú likviditásfedezésnél szabályozói értelemben figyelembe vehető 30 nap, ezért a bankok a likviditási szabályoknak való megfelelés céljából állampapírokra cserélik a jegybanki betétjük egy részét. Ennek hatására érdemben tovább csökkenhet a bruttó külső adósság, mérséklődhet a devizaadósság, illetve emelkedhet a belföldi befektetők aránya az államadósság finanszírozásában.⁷

2. A PROGRAMOK HATÁSAI

A programok hozzájárultak egyrészt az állampapír-piaci hozamok és az állami kamatkiadások mérséklődéséhez, másrészt az államadósság finanszírozási szerkezetének megváltozásához, a hazai forrásokból, forintban történő finanszírozás arányának emelkedéséhez. Az alapkamat csökkentése során a Monetáris Tanács – mandátumából fakadóan – a hazai inflációs folyamatokat tartotta szem előtt, az irányadó ráta mérséklődése azonban egyúttal a gazdasági teljesítmény élénkülését is segítette, valamint az állampapír-piaci hozamokra is kedvezően hatott.

Az önfinanszírozási program az államadósság finanszírozási szerkezetének változását tűzte ki célul, és ezen keresztül szintén hozzájárulhatott a hozamok mérséklődéséhez. A forint állampapírok kereslete jelentősen megnövekedett már 2014-ben a program bejelentésének hatására, lehetővé téve az

Részletesebb információk a következő MNB-honlapon találhatóak:

² [MNB Hátteranyag: Az ország adósságszerkezete tovább javítható](#)

³ [Kolozsi Pál Péter: Jegybanki eszközök és Hoffmann Mihály - Kolozsi Pál Péter: Az önfinanszírozási program stabilabb állampapír-piacot eredményezett](#)

⁴ [Ádam János - Kicsák Gergely - Várpalotai Viktor: A 2012-2014-ben végrehajtott főbb jegybanki programok költségvetési hatásai](#)

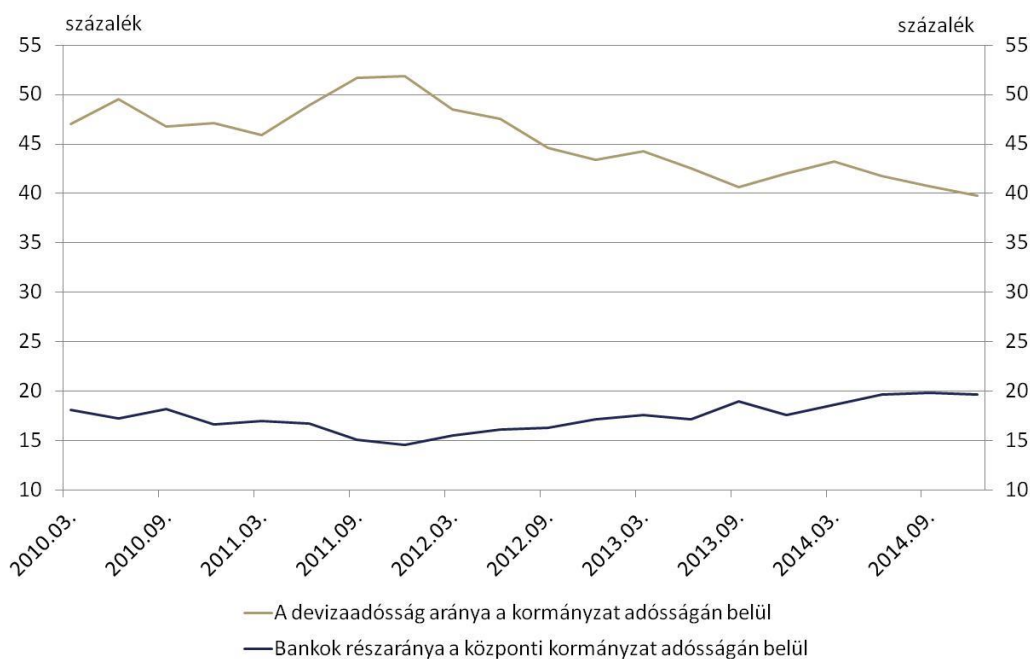
⁵ [Sajtóközlemény 20150623](#)

⁶ [Sajtóközlemény 20150602](#)

⁷ [Nagy Márton - Palotai Dániel: Az MNB eszközeinek megújításával tovább csökkenti az ország sérülékenységét](#)

adósságkezelő számára a devizalejáratok forintkibocsátásból történő törlesztését.⁸ A magyar bankok állampapír-állománya 2014-ben, illetve 2015 első negyedévében 900 milliárd forinttal nőtt, aminek következtében a központi kormányzat adósságán belül a bankok által birtokolt adósság részaránya a 2011. végi 15, illetve a 2014 eleji 18 százalékról 2015 elejére 20 százalék fölé emelkedett (2. ábra). Ugyanekkor a devizaadósság aránya 51 százalékról 40 százalékra csökkent. A jegybankszövetkezetek 2015. júniusban bejelentett átalakítása nyomán várhatóan tovább emelkedik a bankok által birtokolt állampapír-állomány, a fenti 4. pontban leírt mechanizmuson keresztül.

2. ábra: A központi kormányzat devizaadósságának aránya (a GDP százalékában) és a bankok részaránya a központi kormányzat adósságán belül (az adósság százalékában)

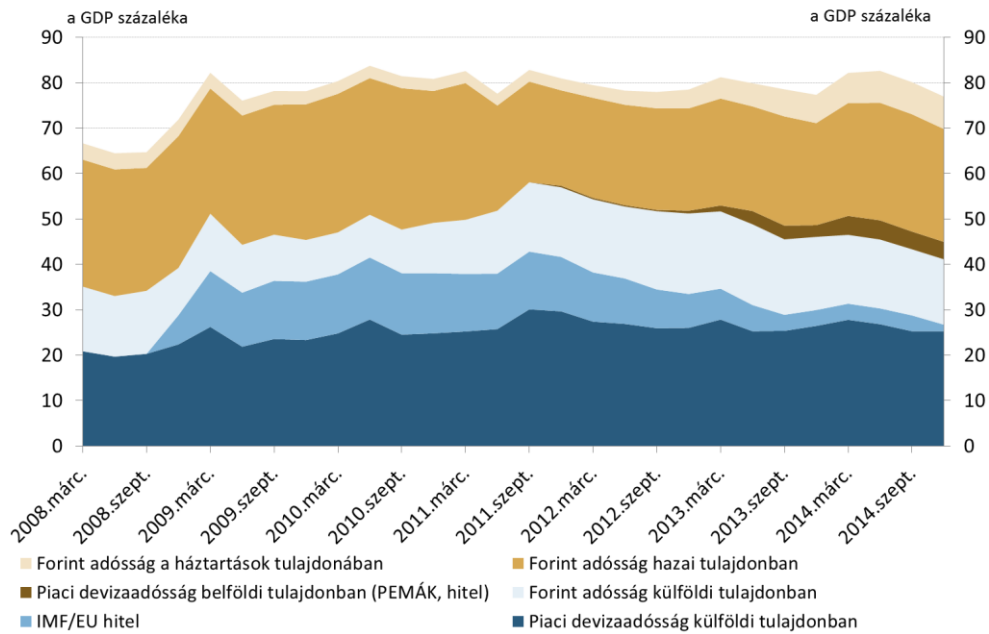


Az államadósságán belül a külföldi tulajdon részaránya a 2011-ben mért 67 százalékos csúcspontjáról 2014 végére 53 százaléka mérséklődött (3. ábra). A forintban és devizában denominált hazai tulajdonban lévő adósság részaránya fokozatosan emelkedik, amit a bankok tulajdonában álló adósságállomány emelkedése mellett a háztartások állampapír-állományának növekedése is erősít.

A program első ütemének részletes értékelése a következő honlapon olvasható:

⁸ [A Magyar Nemzeti Bank önfinanszírozási programja](#)

3. ábra: A külföldi és belföldi tulajdonban álló adósság megoszlása (a GDP százalékában)



A hazai és külső folyamatok, valamint a jegybanki programok nyomán bekövetkezett állampapír-piaci hozamcsökkenés az egyes futamidőkön eltérő mértékű volt, átlagosan mintegy 460 bázispontot tett ki a 2012 augusztusa óta eltelt időszakban. A kétéves kamatcsökkentési ciklus során a rövid hozamok szorosan együtt mozogtak a mérséklődő alapkamattal, illetve az önfinszírozási program bejelentése után a megnövekvő kereslet hatására érdemben alacsonyabb szinten alakulnak a hazai irányadó rátánál. A hosszú hozamok pedig néhol szorosabban, néhol lazábban követték az alapkamat-csökkentést, de összességében trendszerűen mérséklődtek (4. ábra). Ez annak köszönhető, hogy bár az alapkamat elsősorban a rövid hozamokra hat, de a hosszú, hiteles kamatcsökkentési ciklus együtt jár a hozamgörbe hosszú végének lejjebb tolódásával is.

4. ábra: A hozamok és az alapkamat alakulása



1. táblázat: A hozamok változása (százalékpont)

	3 hónap	1 év	5 év	10 év
2012.08.29. - 2014.04.24.: A kamatcsökkentési ciklus kezdete és az önffinanszírozási program bejelentése között.	-4,32	-4,13	-2,46	-1,91
2014.04.24. - 2014.07.23.: Az önffinanszírozási program bejelentése és a kamatcsökkentési ciklus lezárása között.	-0,60	-0,76	-1,23	-1,34
2014.07.23. - 2014.12.31.: A kamatcsökkentési ciklus végétől 2014. év végéig.	-0,37	-0,09	-0,19	-0,55
2015.01.01. - 2015.06.23.: 2014. év elejétől. Az új kamatcsökkentési ciklus és az önffinanszírozási program második ütemének hatásai.	-0,40	-0,79	-0,22	0,25
2015.06.24-től: A 2015-ben bejelentett jegybanki programok hatására bekövetkező becslült változás.	-0,10	-0,30	-0,40	-0,40
Összesen	-5,79	-6,07	-4,50	-3,95

Az 1. táblázatban időszakok szerint tagoltuk a már megvalósult hozamváltozásokat és az önffinanszírozási program második ütemének becslült hatását. A 2015 júniusában bejelentett jegybanki eszköztár-átalakítás hatása vélhetően még nem jelent meg teljes mértékben a hozamokban, illetve a nemzetközi folyamatok a hosszú hozamokra ellentétesen hatottak. Ezekből kifolyólag szakértői becslést készítettünk az intézkedések hatásaira nézve. Ehhez azokat a múltbeli tapasztalatokat vettük alapul, amikor egy bejelentés nyomán számottevően megváltozott a várható állampapír-piaci kereslet vagy kínálat. Figyelembe véve a várható keresletnövekedést (mintegy 1000-1500 milliárd forint) azt becsültük, hogy az eszköztár átalakításának nyomán - a kínálati hatásoktól eltekintve - a hosszú állampapír-piaci hozamok 40 bázisponttal csökkenhetnek⁹, a rövidek pedig ennél valamivel kisebb mértékben. A program célja ugyanis főként a hosszú állampapírok vásárlásának ösztönzése. Természetesen ezt a hozamok tényleges alakulása nem feltétlenül fogja egy az egyben tükrözni, ugyanis számos más tényező is szerepet játszik a hozamok változásában.

A hozamok csökkenésének hatása nem azonnal jelentkezik az államháztartás kamatmegtakarításaként, hanem az állampapírok átárazódása után. Az utóbbi negyedévek lejárat szerkezetéből következően az államadósság mintegy fele 3 év alatt, 90 százaléka pedig 9 év alatt árazódhat át.

Teljes átárazódást feltételezve és az új jegybanki intézkedések hatását is figyelembe véve hosszú távon az éves kamatmegtakarítás elérheti a GDP 1,7 százalékát (2. táblázat). Az elmúlt három évben nagymértékben mérséklődtek a kamatkiadások a korábbi évek tényadataihoz, illetve ahhoz képest, mintha a korábbi hozamok fennmaradását feltételeztük volna. Ha feltesszük a jelenlegi alacsony hozamkörnyezet változatlanágát, a devizaadósság arányának további mérséklődését és a forint árfolyamának stabilitását, akkor becslésünk szerint hosszútávon a kamatkiadások évente a GDP 1,7 százalékával lehetnek alacsonyabbak annál, mint ami a fenti programok elindítása előtti magas hozamok mellett kialakult volna. E csökkenésből hosszútávon mintegy 0,2 százalék köszönhető az eszköztár-átalakítás 2015. júniusi ütemének.

⁹ Az eredményeink összhangban állnak az önffinanszírozási program első ütemét értékelő jegybanki anyag következtetéseivel, amely azt találta, hogy 2014 májusa és 2015 áprilisa között a bankok állampapír-állománya 900 milliárd forinttal nőtt, miközben a program 3 és 5 éves állampapír-piaci hozamokra gyakorolt hatása 31-33 bázispont lehetett. Részletesebben: [A Magyar Nemzeti Bank önffinanszírozási programja](#)

2. táblázat: Kumulált állami kamatmegtakarítás (a GDP százalékában)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 után
1. A 2012 óta bekövetkezett hozamcsökkenés hatására jelentkező kamatmegtakarítás	0,04	0,3	0,6	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5
2. Az önfinanszírozási program második ütemének becsült többlethatása	0,00	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
3. Összes megtakarítás (1.+2.)	0,04	0,3	0,6	0,9	1,1	1,3	1,4	1,5	1,7

„Szerkesztett formában megjelent a Vg.hu oldalon 2015. június 29-én.”