

## **Csomós Balázs- Kicsák Gergely:**

### **A jegybanki programok hosszú távú hatása az államháztartás kamatkidadásaira**

*Szakmai cikkünkben a jegybanki programok hatására jelentkező hosszú távú állami kamatmegtakarítást becsültük meg, miközben azzal a technikai feltevéssel éltünk, hogy a hozamok a jelenlegi szinten stabilizálódnak. A jegybanki programok az állampapír-piacra is kedvező hatással voltak. Az intézkedések nyomán a hozamok 400-600 bázispontos csökkenése mellett az állampapírok keresletének növekedése is javította az államháztartás finanszírozásának a feltételeit. A hosszú távon fennmaradó alacsony hozamszint esetén és a forintadósság teljes átárazódása után az államháztartás GDP-arányos kamatkidásai évente a GDP mintegy 1,7 százalékával lehetnek alacsonyabbak. 2025-ig, azaz a forintadósság teljes átárazódásáig az összes kiadás a GDP közel 18 százalékával lehet alacsonyabb, ami ugyanennyivel csökkenti az államadósságot. A hosszú távú megtakarításnak köszönhetően 10 év múlva Magyarország GDP-arányos kamatkidása a 28 EU-tagország átlagos kamatfizetésének szintje alá mérséklődhet.*

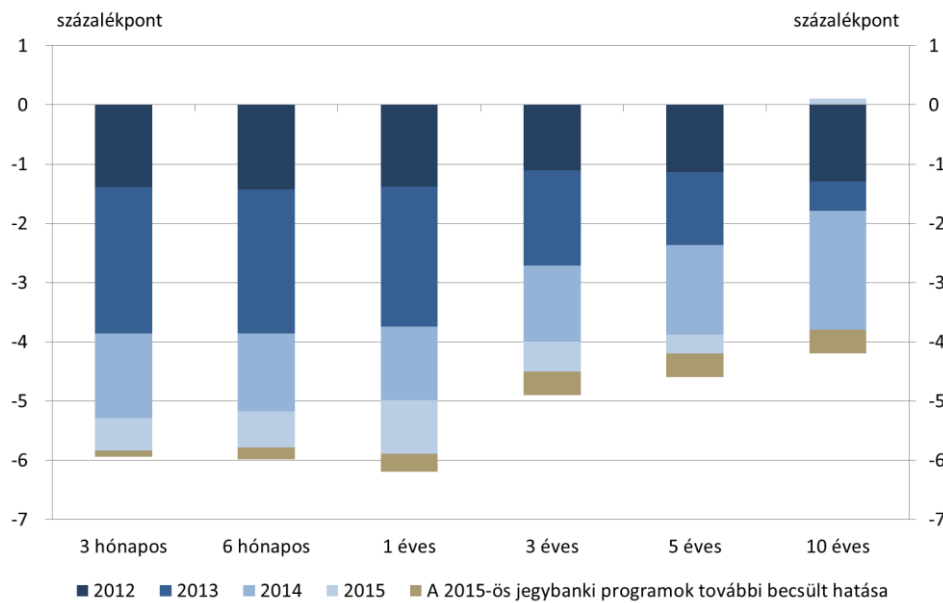
**Az elmúlt 3 évben végrehajtott jegybanki intézkedések szignifikáns, kedvező hatással voltak a magyar gazdaság folyamataira.** Az MNB Monetáris Tanácsa az inflációs cél elérése érdekében előbb két éven keresztül folyamatosan, majd újabb 5 hónapig, együttesen 29 alkalommal csökkentette az alapkamatot. A kamatcsökkentések a hazánk külső sérülékenységét mérséklő önfinszírozási programmal együtt érdemi hatással voltak a hazai állampapír-piaci hozamok alakulására. Eközben a kamatcsökkentési ciklus az NHP-val együtt a gazdaság növekedését is támogatta.

**Amint azt korábbi cikkünkben is írtuk<sup>1</sup> a kamatcsökkentések és az önfinszírozási program hatására, a támogató nemzetközi környezetnek is köszönhetően jelentősen csökkentek a hazai állampapír-piaci hozamok.** A 29 kamatvágás során az alapkamat összesen 565 bázisponttal mérséklődött, és ezzel párhuzamosan a hozamok mintegy 400-600 bázisponttal csökkentek minden lejáraton (1. ábra). A rövid hozamok mérséklődése meghaladta az alapkamat csökkenésének mértékét is, és ez az önfinszírozási program állampapír-piaci keresletélénkítő hatását tükrözheti. Az önfinszírozási program második ütemének hatására további becsült hozamcsökkenéssel számolhatunk.

---

<sup>1</sup> Korábbi cikkünkben részletesebben olvasható az intézkedések bemutatása: [A 2012-2015-ben bevezetett jegybanki intézkedések hatása az államháztartás finanszírozására](#)

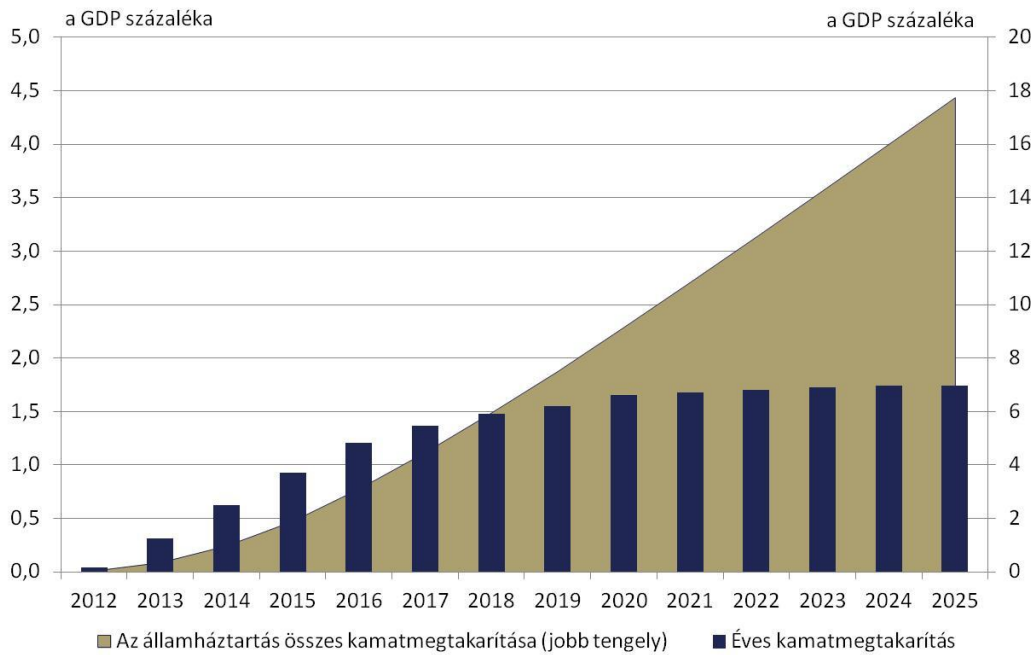
1. ábra: Az állampapírok másodpiaci hozamának csökkenése 2012 augusztusától 2015 augusztusáig



**A hozamszintek hosszú távú fennmaradása esetén az éves kamatmegtakarítás a következő 10 évben érheti el a potenciális szintjét.** Az állampapírok jelenlegi lejárat szerkezetét alapul véve ugyanis az államadósság 10 év alatt lényegében teljesen átárazódik. A 2025-ig tartó hosszú távú becslésünk elkészítése során azzal a technikai feltevessel éltünk, hogy az állampapír-piaci hozamok a jelenlegi alacsony szinten stabilizálódnak.

**Az államháztartás éves kamatmegtakarítása hosszú távon elérheti a GDP 1,7 százalékát.** A kamatcsökkentési ciklus előtti hozamszinteket feltételező pályához képest a jelenlegi hozamszint mellett növekvő éves kamatmegtakarítással számolhatunk. Az állampapírok átárazódása fokozatosan történik, így 2012-es kiinduló időponttal számolva 2015-re az adósság mintegy fele, 2022-re hozzávetőlegesen a 90 százaléka, míg 2025-re közel 100 százaléka árazódik át. Az éves kamatmegtakarítás tehát 2015. év végén már a GDP 1 százaléka, vagyis mintegy 300 milliárd forint lehet. 2025-re pedig jelentkezhet a teljes éves hatás, aminek köszönhetően a kamatmegtakarítás évente a GDP 1,7 százalékát teheti ki (2. ábra). Ezen felül a kamatmegtakarítás ugyanennyivel csökkenti az államadósságot, amelyből további megtakarítás származik, ugyanis alacsonyabb adósságállomány után kell majd kamtokat fizetni.

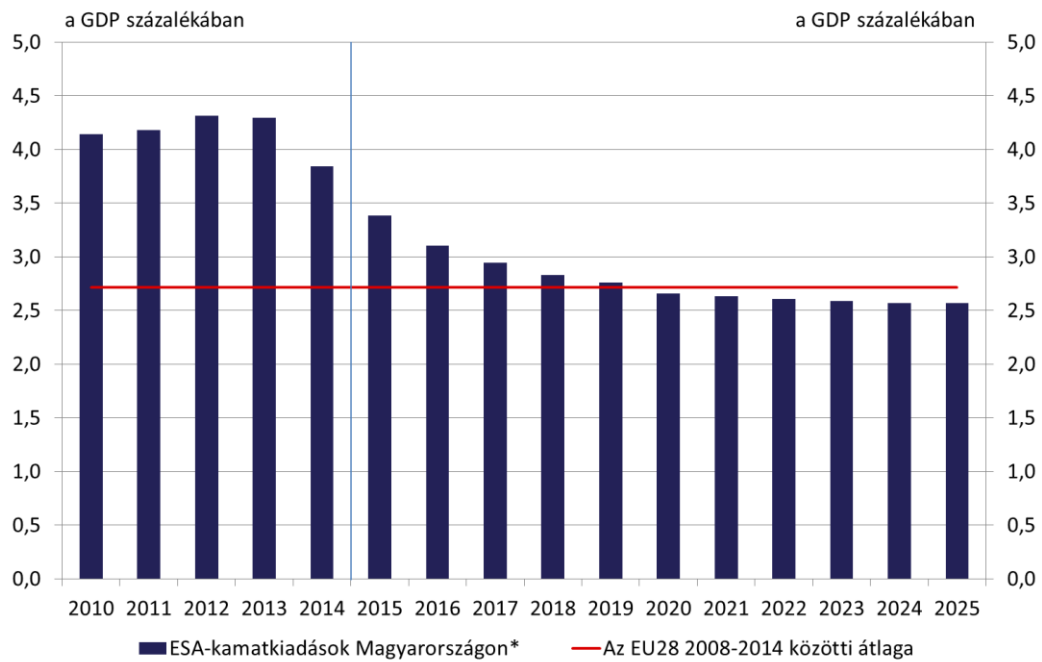
2. ábra: Az államháztartás éves kamatmegtakarítása és a kumulált kamatmegtakarítás (a GDP arányában)



**Az átárazódás végén az államháztartás 2012-2025 között jelentkező összes kamatmegtakarítása elérheti a GDP 18 százalékát.** A GDP 1,7 százalékáig növekvő éves kamatmegtakarítások kumuláltan jelentős kamatkidástól kímélik meg az államot. Becslésünk szerint a kamatcsökkentési ciklus 2012-es megindításától 2015. első feléig mintegy 460 milliárd forinttal kevesebb kamatkidással szembesült a költségvetés. 2015 végére az összes kamatmegtakarítás meghaladhatja a GDP 1,8 százalékát, majd 2025 végéig közel 18 százalék lehet a GDP arányában (2. ábra), ami a kiadások csökkenésével párhuzamosan ugyanennyivel csökkenti az államadósságot is.

**A jelentős kamatmegtakarítás hatására a magyar GDP-arányos kamatkidások a korábbi évek EU-átlagának szintje alá mérséklődhetnek.** A nyugdíjrendszer átalakítása miatt jelentkező imputált kamatoktól szűrt eredményszemléletű kamatkidások a 2012-es 4,3 százalékos GDP-arányos értékről 2016-ra 3 százalékra csökkenhetnek. Majd a további fokozatos mérséklődést követően 2020-ra a 28 EU-tagország 2006-2014 közötti átlagos kamatkidásainak szintje alá süllyedhet Magyarországon a GDP-arányos állami kamatkidás. Ezt a hatást erősítheti, hogy a pénzforgalmi hiány csökkenésén keresztül az adósságráta is tovább mérséklődhet.

3. ábra: A magyar eredményszemléletű kamatkidadások és az EU28 2006-2014 közötti átlagos kamatkidásai (a GDP arányában)



\*A magyar eredményszemléletű kamatkidadásokból kiszűrtük a nyugdíjrendszer átalakítása miatt jelentkező imputált kamatkidadásokat.

„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2015. augusztus 18-án.”