

Baksay Gergely – Kicsák Gergely:

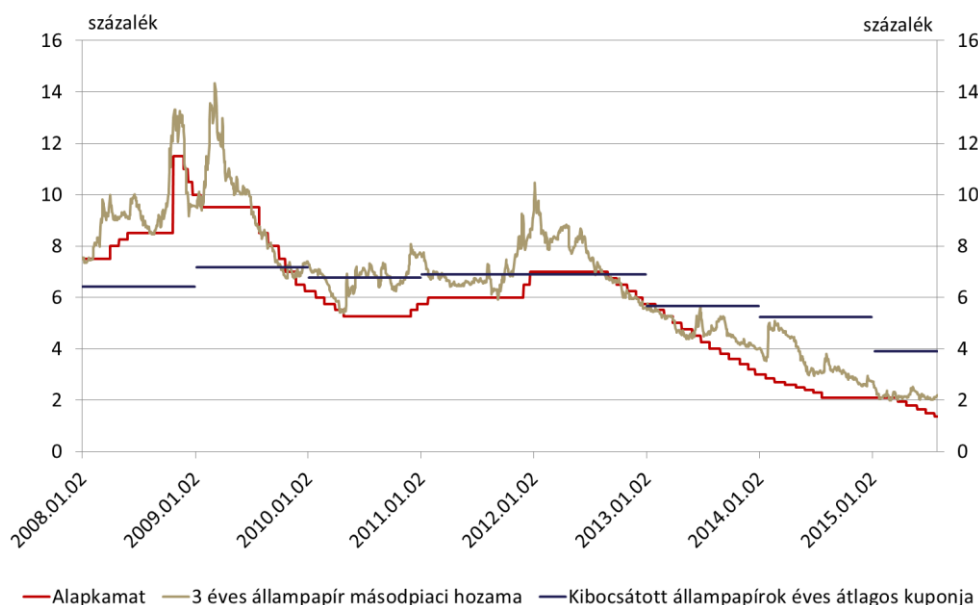
A jegybanki programok hatása az államháztartás kamatkidadásaira

– Mit mutatnak a tények?

Szakmai cikkünkben azt vizsgáltuk, hogy az elmúlt 3 év tényadatai alapján a jegybanki programok hatására bekövetkező állampapír-piaci hozamcsökkenés mekkora kamatmegtakarítással járt az államháztartás számára. A kedvező nemzetközi és hazai környezetben a jegybanki kamatcsökkentési ciklus és az önfinanszírozási program hatására jelentősen csökkentek a magyar állampapír-piaci hozamok. A 2015. évi pénzforgalmi kamatkidadások mintegy 220 milliárd forinttal alacsonyabbak lehetnek, mint a 2013. évi. Az összes megtakarítás pedig ahhoz képest, mintha a hozamok a 2012. augusztus szinten maradtak volna 2012 és 2015 júniusa között, kumuláltan eléri a 460 milliárd forintot, azaz a GDP 1,4 százalékát.

A 2012 augusztusa óta eltelt közel három évben a kedvező nemzetközi és hazai környezetben, a jegybanki programok hatására jelentős állampapír-piaci hozamcsökkenés ment végbe. A kamatcsökkentési ciklus, amelynek során a Monetáris Tanács a jegybank elsődleges céljának megfelelően a hazai inflációs folyamatokat tartotta szem előtt, az állampapír-piaci hozamokra költségvetési szempontból igen kedvezően hatott. Miközben az alapkamat 565 bázisponttal mérséklődött, az átlagos másodpiaci hozamcsökkenés mintegy 480 bázispont volt. A hozamok csökkenését tovább erősítette a jegybank által meghirdetett önfinanszírozási program, amelynek hatására a rövid hozamok érdemben az alapkamat szintje alá süllyedtek, és például a 3 éves hozam megközelítette a jegybanki irányadó ráta szintjét (1. ábra).

1. ábra: Az alapkamat és az állampapír-piaci hozamok

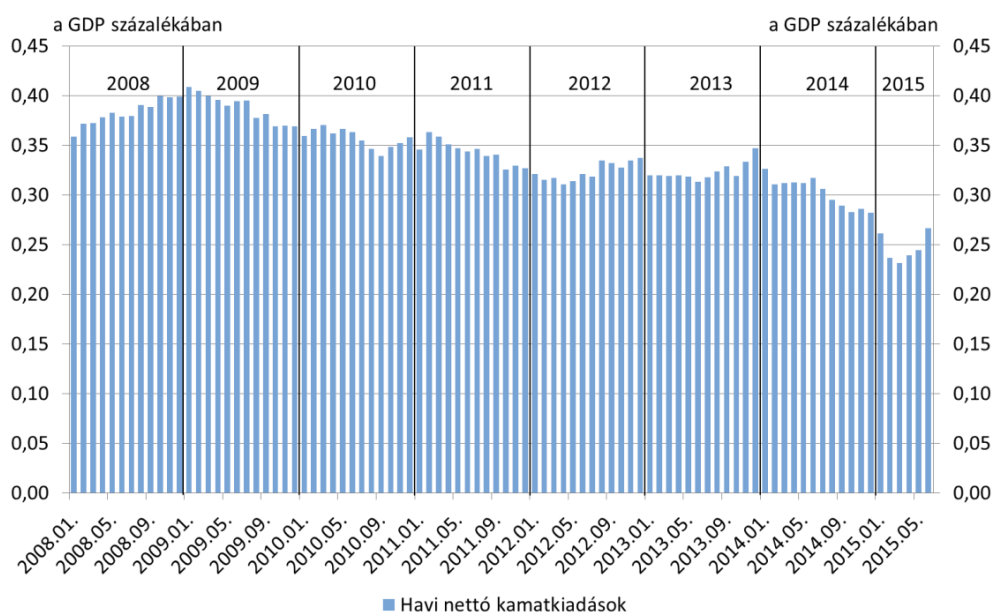


A hozamok csökkenését az alacsonyabb kamatot fizető állampapírok kibocsátása követte, amely így az állampapírok átárazódásán keresztül az államháztartás kamatkidadásainak csökkenését okozta. Az

államadósság lejárat szerkezete alapján az forintadósság közel fele 3 év alatt árazódik át, így az államháztartás potenciális éves kamatmegtakarításának mintegy fele jelentkezhet 2015 végére.

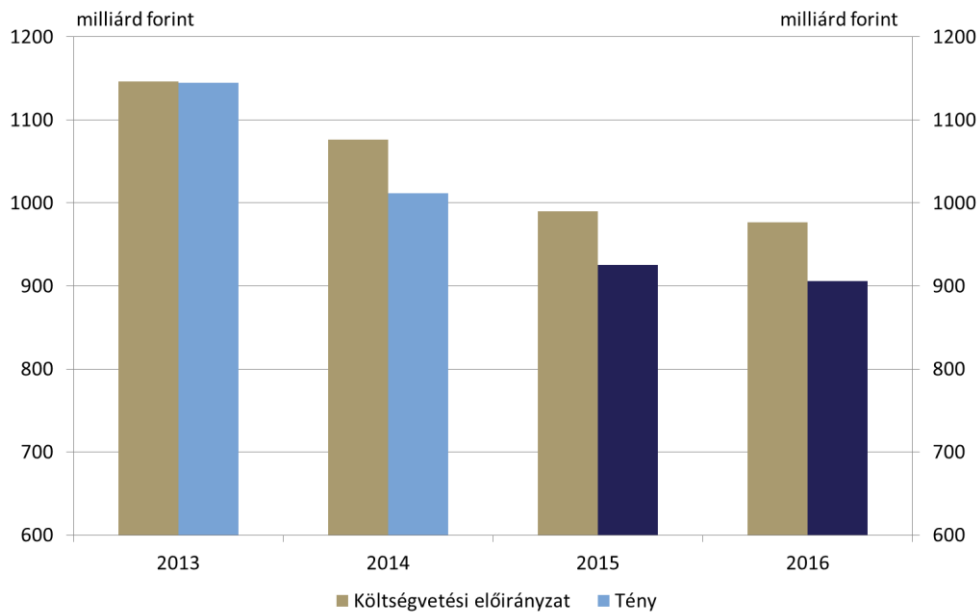
A havi adatokon jól követhető a kamatkiadások csökkenése. Ez eleinte lassabb ütemű volt, amelyet az átárazódás fokozatossága okozott, de 2013-ról 2014-re már 134 milliárd forinttal mérséklődtek a nettó pénzforgalmi kamatkiadások, majd 2015 első félévében a 12 havi mozgóátlaggal számolva további 100 milliárd forinttal csökkentek az előző év azonos időszakához képest (2. ábra).

2. ábra: A havi nettó pénzforgalmi kamatkiadások 12 havi mozgóátlaga (a GDP arányában)



A csökkenő hozamok nyomán a nettó kamatkiadásokra vonatkozó éves költségvetési előirányzatok is jelentősen mérséklődtek, de a kiadások tényleges csökkenése mindhárom évben meghaladta a várakozást. Az idei várható kiadások már több mint 200 milliárd forinttal alacsonyabbak, mint a 2013-as tények. A tranzakciós illeték és technikai elszámolások nélküli előirányzat 2013-ra 1146 milliárd forint volt, amelynél az év végi tény kis mértékben kedvezőbb lett. 2014-re már lényegesen alacsonyabb érték, 1076 milliárd forint szerepelt a költségvetési törvényben, míg a tényadat ennél is kedvezőbben alakult és 1012 milliárd forint volt. Az idei évre vonatkozó módosított előirányzat 990 milliárd forint, előrejelzésünk szerint azonban a nettó pénzforgalmi kamatkiadások csökkenése még ennél is 60 milliárd forinttal nagyobb lehet.

3. ábra: A nettó pénzforgalmi kamatkidások alakulása



Megjegyzés: 2015-re és 2016-ra MNB-előrejelzés.

Az ESA-módszertan elszámolási sajátosságai miatt az eredményszemléletű kamatkidások csökkenése csak lassabban jelentkezik. 2013-ról 2014-re ugyanakkor az államháztartás eredményszemléletű kamategyenlege is a GDP 0,4 százalékaival mérséklődött, és 2015-ben további 0,4 százalékpontnyi csökkenés várható.

A 2012. augusztusi hozamszint fennmaradása esetén jelentkező kamatkidásokhoz képest az államháztartás összes kamatmegtakarítása eddig több mint 460 milliárd forint, azaz a GDP 1,4 százaléka lehetett (1. táblázat). A kamatcsökkentési ciklus elindítását megelőző hozamszintek mellett az államháztartás lényegesen magasabb kamatkidásokkal szembesült volna. Így az egyes években egyre növekvő kamatmegtakarításokat tapasztalhatunk ahhoz képest, mintha a hozamok a 2012-es szintjükön maradnak. Teljes átárazódás után a kamatmegtakarítás hosszú távon elérheti évente akár a GDP 1,7 százalékát is.¹

1. táblázat: Az államháztartás kamatmegtakarítása az egyes években és 2012 augusztusától 2015. június 30-ig összesen

	Kamatmegtakarítás
2012	12
2013	93
2014	192
2015 első félév	167
Összesen	464

„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2015. augusztus 14-én.”

¹ Részletesen lásd: [A 2012-2015-ben bevezett jegybanki intézkedések hatása az államháztartás finanszírozására](#)