

SZAKMAI CIKK

A 2012-2014-BEN VÉGREHAJTOTT FŐBB JEGYBANKI PROGRAMOK KÖLTSÉGVETÉSI HATÁSAI

Ádám János, Kicsák Gergely, Várpalotai Viktor

Elemzésünkben az elmúlt években végrehajtott három legnagyobb jelentőségű jegybanki program állami költségvetésre gyakorolt hatásával foglalkozunk, amelyek 2014 végéig a GDP mintegy 0,6 százalékát kitevő költségvetési kamatmegtakarítást és további, mintegy 0,5 százalékot elérő egyenlegjavulást eredményeztek a gazdaságélénkítő hatásukon keresztül. A három program időrendi sorrendben (i) a 2012-2014 közötti jegybanki kamatcsökkentés, (ii) a 2013-ban bevezetett Növekedési Hitelprogram (NHP) és (iii) a 2014-ben elindított önfinszírozási program. Mindezek szerteágazó hatást gyakoroltak a nemzetgazdaságban, és számottevő mértékben hozzájárultak a gazdasági teljesítmény vizsgált időszakban bekövetkezett élénküléséhez. A kamatcsökkentés és az NHP növelték a foglalkoztatás, a fogyasztás és a beruházások révén a meghatározó adóalapokat és így az államháztartás adóbevételeit. A közvetett hatásokon túl a kamatcsökkentés és az önfinszírozási program az állami kamatkiadások mérséklődéséhez is hozzájárultak.

1. AZ EREDMÉNYEK ÖSSZEFOGLALÁSA

Eredményeink szerint a jegybanki programok 2012 augusztusától 2014 végéig a GDP körülbelül 0,6 százalékkal csökkentették a költségvetés kamatkiadásait ahhoz képest, mint ahogyan a kiinduló magas hozamok mellett alakultak volna, valamint a gazdaságélénkítő hatásokon keresztül a GDP további 0,5 százalékkal emelhették e két évben az adóbevételeket. A teljes hatás tehát körülbelül a GDP 1 százaléka körüli, azaz évente 0,5 százalékpont. A jövőben az állami kamatkiadásokon keresztül gyakorolt hatás növekedhet, amint az államadósság mind nagyobb része átárazódik az alacsonyabb hozamok mellett. Továbbá a program növekvő kihasználtsága mellett az NHP hatása is emelkedhet a jövőben.

2. AZ ÁLLAMI KAMATKIADÁSOK CSÖKKENÉSE A KAMATCSÖKKENTÉSI CIKLUS ÉS AZ ÖNFINANSZÍROZÁSI PROGRAM HATÁSÁRA

2.1. A jegybanki programok és az államháztartás kamatkiadása közötti kapcsolat

Az MNB Monetáris Tanácsa a nemzetközi környezetet és a hazai makrogazdasági folyamatokat figyelembe véve 2012 nyarán monetáris lazításba kezdett. A hazai inflációs és reálgazdasági adatok, az alacsony költségvetési hiány mellett elkötelezett fiskális politika, valamint a globálisan meghatározó jegybankok tartósan laza monetáris politikája is lehetővé tette, hogy a Monetáris Tanács a lazítási ciklus során 24 egymást követő kamatcsökkentés révén 490 bázisponttal mérsékelje az alapkamatot. 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 élénküléséhez is hozzájárult, valamint az állampapír-piaci hozamokra is kedvezően hatott.

Az önfinszírozási program célja az államadósság belső, hazai forrásokból történő finanszírozásának erősítése, a gazdaság külső sérülékenységének mérséklése. A program kiinduló lépéseként az MNB irányadó eszköze a kéthetes kötvény helyett a kéthetes betét lett. A betétesítés növelte a bankok

állampapír-keresletét, mert a jegybanki kötvénnyel szemben a jegybanki betét nem elfogadható fedezet az MNB hiteleszközei esetében, illetve kedvezőtlenebb likviditási besorolás alá is esik, így megnőtt a kereslet más likvidebb eszközök, elsősorban az állampapírok iránt. Az átrendeződés során a bankok kamatkockázata emelkedett, amit az MNB azzal ellensúlyozott, hogy IRS ügyleteken változó kamatozásúvá konvertálja a bankok fix állampapír-hozamait, csökkentve a duration kitétséget. Továbbá az intézkedés fontos eleme, hogy a külföldiek és a nem-banki hazai befektetők számára nem teszi lehetővé, hogy a jegybank irányadó eszközében tartsák forintlikviditásukat, és az irányadó eszközből kizárt forrás egyik része szintén az állampapírok keresletét növelheti. A több csatornán keresztül is érvényesülő keresletnövekedés az állampapír-piaci hozamok csökkenését okozza. Az önfinanszírozási program mindezek felül csökkenti az ország külső sérülékenységét, ami ugyancsak a hozamok (hozamfelárak) csökkenésének irányába hat.¹

Az alapkamat alakulása rövid távon elsősorban a hozamgörbe rövid végére hat, vagyis a jegybank kamatdöntése után (vagy kamatcsökkentési várakozás esetén akár a döntést megelőzve) leginkább szorosan az egy évnél rövidebb állampapírok hozama követi az irányadó rátát. Az önfinanszírozási program elsősorban a hosszú hozamokra hat, amelyeket a monetáris politikán kívül az ország megítélése és a nemzetközi befektetők kockázatvállalási hajlandóságának változása is erőteljesen befolyásol.

A két jegybanki döntéscsomag meghatározó mértékben segítette az állampapírok hozamának jelentős csökkenését. Az állampapír-piaci hozamok mérséklődése közvetlenül hat az államháztartás kamatkiadásaira. A diszkontkincstárjegyek és lakossági állampapírok – a változó kamatozású kötvények és a kincstárjegyek egyaránt – átárazódási ideje legfeljebb egy év, a forintadósság-állományon belüli arányuk azonban relatíve alacsony. Emiatt a rövid állampapírok átárazódásának hatásaként az államháztartás kamatkiadásainak csökkenése gyorsabban jelentkezik ugyan, de kisebb mértékű. A fix kamatozású államkötvények aránya jelentős, az átárazódása azonban lassabb ütemű, így a hosszú hozamok csökkenése később jelentkezik, viszont a hatás ekkor nagyobb mértékű.

2.2. A hozamok változása

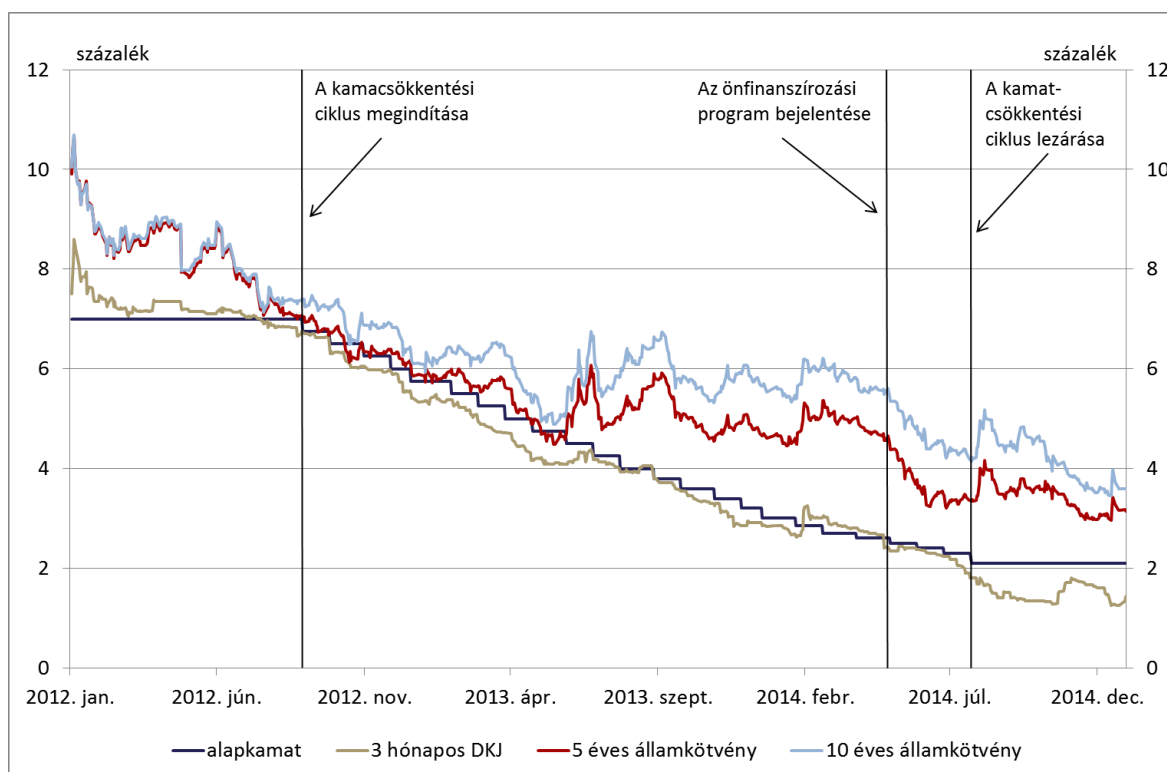
Az alapkamat-csökkentési ciklus és az önfinanszírozási program intézkedései tehát egyaránt kedvezően hatottak az államadósság finanszírozásának költségére. A hozamcsökkenésben (különösen a hosszú hozamok esetében) természetesen szerepet játszott a kedvező nemzetközi hangulat is, ugyanakkor régiós összehasonlításban különösen nagymértékű volt a hazai hozamok mérséklődése.

A ciklus megindítását követően a rövid hozamok szorosan követték a csökkenő alapkamatot, míg a hosszú hozamok a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóságnak, illetve hazánk kockázati megítélésének változását követve mérséklődtek. Az önfinanszírozási program bejelentése után megnőtt a belföldi kereslet az állampapírokra, így további hozamcsökkenést tapasztalhattunk (1. ábra).

¹ Részletesen lásd [Kolozi Pál Péter: Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei](#) és [Hoffmann Mihály - Kolozi Pál Péter:](#)

[Az önfinanszírozási program stabilabb állampapírpiacot eredményezett](#) című szakmai cikket az MNB honlapján.

1. ábra: Az alapkamat és az egyes benchmark hozamok alakulása



A kamatcsökkentési ciklus és az önfinszírozási program hozamokra gyakorolt hatásának elválasztását azonban nehezíti, hogy az önfinszírozási program megindításának bejelentése (2014. április 24.) és a kamatcsökkentési ciklus lezárása (2014. július 23.) közötti időszakban a két hatás egyszerre jelentkezhetett.

1. táblázat: A benchmark hozamok csökkenése az egyes időszakokban (százalék)

	3 hónap	6 hónap	1 év	3 év	5 év	10 év	15 év
2012.08.29. - 2014.04.24.: A kamatcsökkentési ciklus kezdete és az önfinszírozási program bejelentése között	4,32	4,23	4,13	2,42	2,46	1,91	1,50
2014.04.24. - 2014.07.23.: Az önfinszírozási program bejelentése és a kamatcsökkentési ciklus lezárása között	0,60	0,62	0,76	1,26	1,23	1,34	1,45
2014.07.23. - 2014.12.31.: A kamatcsökkentési ciklus végétől 2014. év végéig	0,37	0,32	0,09	0,32	0,19	0,55	0,65
Összesen	5,29	5,17	4,98	4,00	3,88	3,80	3,60

Az éves hatás számszerűsítéséhez a hozamok változásának ismeretén túl elengedhetetlen, hogy ismerjük az államadósság átázódási idejét, ugyanis a különböző lejáratokhoz tartozó hozamok más-más késleltetéssel hatnak az állami kamatkiadások alakulására. A 2014 harmadik negyedév végi rendelkezésre álló adatok alapján 1 éven belül az adósság harmada, 3 év alatt a fele, míg 9 év alatt közel 90 százaléka árazódik át.

2.3. Az államháztartás kamatmegtakarítása

A hozamok 2012 augusztusa és 2014 vége között átlagosan 436 bázisponttal mérséklődtek a havi állampapír-állományok átlagával súlyozva. Ennek eredményeképp becslésünk szerint 2014 végéig a GDP 0,6 százalékaival mérséklődhetnek a kamatkiadások ahhoz képest, mintha mindvégig a ciklus elején fennálló magas hozamok maradtak volna fenn. Utóbbi esetben az államháztartás éves GDP-arányos kamatkiadásai emelkedtek volna a vizsgált időszakban, míg a tényadatok szerint 2012-höz képest 0,4 százalékponttal mérséklődtek a nettó kamatkiadások 2014-re.

Hosszú távon teljes átárazódást, tartósan alacsony hozamszintet, változatlan adósságszerkezetet és forint árfolyamot feltételezve mindösszesen 1,5 százalékpontos GDP-arányos éves kamatmegtakarítással számolhatunk. A teljes hatás 2020 után fog jelentkezni, az addig elérhető éves megtakarításról a 2. táblázat tájékoztat.

2. táblázat: Az államháztartás kamatmegtakarításainak alakulása a GDP százalékában

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 után
Kamatmegtakarítás	0,04	0,3	0,6	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5

Megjegyzés: A kibocsátások előrejelzésénél a 2012-14-es kibocsátási szerkezetet vettük alapul.

3. A JEGYBANKI PROGRAMOK MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOKON KERESZTÜL ÉRVÉNYESÜLŐ HATÁSA AZ ADÓBEVÉTELEKRE

3.1. A kamatcsökkentések hatása

A kamatcsökkentés számos csatornán keresztül élénkíti a gazdasági teljesítményt, és a makrogazdaságra gyakorolt hatásokon keresztül befolyásolja a költségvetés adóbevételeit. A csökkenő kamat a háztartások jövedelmi helyzetét javítja a kisebb törlesztőrészeket keresztül, valamint a jövőbeni fogyasztás előrehozására ösztönöz, ami magasabb jelenbeli fogyasztáshoz vezet. A vállalatok oldaláról az alacsonyabb kamatterhek egyrészt javítják a jövedelmezőséget, másrészt fokozzák a beruházásokat is, ami magasabb foglalkoztatást és gazdasági növekedést eredményezhet. A kamatcsökkentés kedvezően befolyásolja az exportot is, ami szintén a munkahelyteremtésre bír kedvező hatással. A felsorolt makrohatások több ponton is kedvezően érintik a költségvetési tételeket: a magasabb fogyasztás emeli az áfából és jövedéki adóból befolyó bevételeket, a vállalatok jobb jövedelmi helyzete pedig magasabb társasági adóbevételeket generál. A foglalkoztatás növekedése magasabb személyi jövedelemadó- és járulék bevételeket eredményez.

A fenti költségvetési hatások számszerűsítéséhez felhasználtuk azokat a becsléseket, amelyeket a jegybank egy júliusi tanulmányban tett közzé a kamatcsökkentési ciklus makrogazdasági hatásait illetően.² Ez alapján a kamatcsökkentés 2013-14 folyamán összesen 1,1 százalékponttal járult hozzá a gazdasági növekedéshez. Figyelembe véve ezt az eredményt, valamint a magyar gazdaság adócentralizációját³, 2013 és 2014 folyamán a GDP arányában mérve körülbelül 0,4 százalékkal emelkedhetnek a költségvetés bevételei a kamatcsökkentésből fakadóan. A hatások nagyjából egyenlően oszthatók el a két év között, de némileg nagyobb hatás jelentkezhetett 2014-ben.

² "A kétéves kamatcsökkentés ciklus hatásai" című 2014. július 22-én publikált anyag modellszámításai alapján.

³ Forrás: AMECO. Adócentralizáció 2013-ban 38,4 százalék, 2014-ben (előrejelzés): 38,7 százalék.

3.2. Az NHP költségvetési hatása

A Növekedési Hitelprogram alapvetően két csatornán keresztül befolyásolja a kis- és közepes vállalati hitelezést és ezen keresztül a reálgazdasági növekedést: a forintHITELEK piacán elérhetőnél olcsóbb finanszírozás élénkíti a hitelkeresletet, melyet a vállalatok új beruházások, vagy a termelés forgóeszköz-igényének finanszírozására fordíthatnak. Másrészt az alacsonyabb törlesztőrészek közvetlenül növelik a vállalkozások cash-flowját, közvetve pedig javítják a meglévő és a potenciális ügyfelek hitelképességét, ami a szigorú hitelezési korlátok oldódásához, a hitelkínálat növekedéséhez vezethet.

A Növekedési Hitelprogramnak köszönhető új beruházások, készletfeltöltések, illetve javuló cash-flow pozíciók a tovagyrúzó makrogazdasági hatásaik révén adóalap növelő hatással is bírnak. A növekvő beruházások és forgóeszköz készletek feltöltése ugyanis – az importigényükön felül – növelik a hazai aggregált keresletet, így emelik a GDP-t. A GDP emelkedése jövedelemoldalról többlet bért és vállalati profitot eredményez, mely utóbbi a háztartások felé teljesített osztalék jellegű jövedelmet emeli. A háztartások jövedelem-bővülése fogyasztásukat emeli, beindítva a másodkörös keresleti hatásokat. A beruházások révén létrejövő többletkapacitásoknak és a kereslet emelkedésének eredményeként nő a foglalkoztatottság. A kibontakozó konjunkturális folyamatok végeredményben tehát növelik az bérhez, fogyasztáshoz, profithoz kapcsolódó adóalapokat, így költségvetési többletbevétel keletkezik.

A Növekedési Hitelprogram tovagyrúzó makrogazdasági, adóalapot és adóbevételeket növelő hatásait a Magyar Nemzeti Bank szakértői a jegybank makroökonometriai modellével számszerűsítették.⁴ Ez alapján a 2013-2014 években összesen 0,3-1,1 százalékos többlet GDP-t eredményező Növekedési Hitelprogram emelte a foglalkoztatottságot, 0,2-0,8 százalékkal a háztartások jövedelmét, aminek eredményeképp fogyasztásuk is 0,1-0,5 százalékkal lehet magasabb. A Növekedési Hitelprogram hatásaként, főleg a bővülő bértömeghez és fogyasztáshoz kapcsolódóan a költségvetés többletbevétele 2013-2014 években összesen a GDP fél-másfél tized százalékát érthette el.

„Szerkesztett formában megjelent a Napi Gazdaságban 2015. február 11-én.”

⁴ Részletesebben lásd Endrész Mariann – Oláh Zsolt – Pellényi Gábor – Várpalotai Viktor: *Az NHP első és második szakaszának 2013–2014. évekre vonatkozó makrogazdasági hatásai* tanulmányban a [Növekedési Hitelprogram – Az első 18 hónap](#) című MNB tanulmánykötetben.