

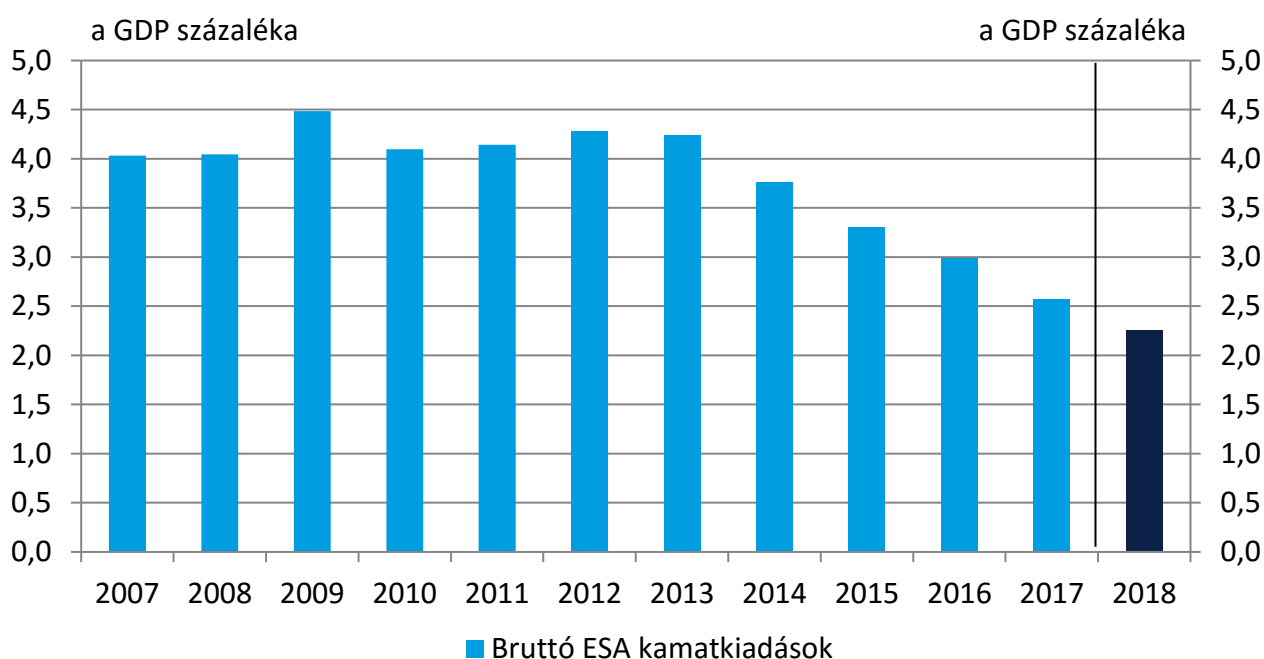
Kicsák Gergely

## **A Bundesbank módszertana szerint is jelentős a magyar költségvetés kamatmegtakarítása**

*Az MNB programok támogatásával bekövetkező jelentős hazai állampapírpiazi hozamcsökkenés, és a GDP-arányos államadósság 2010 óta tartó folyamatos mérséklődése 2013 után az állam kamatkidadásainak jelentős csökkenését eredményezték. 2012-höz képest a GDP 4,3 százalékaról 2018 végére 2,3 százalék közelébe csökkent a kamatfizetés, ami mintegy 800 milliárd forintos megtakarítást jelent évente. Az összesített kamatmegtakarítás 2013-tól a GDP mintegy 6,5 százalékát (vagyis mintegy 2400 milliárd forintot) tesz ki, ami a gazdaság teljesítményéhez képest a harmadik legmagasabb az EU-ban és meghaladja a német értéket is. A Bundesbank hasonló számításokat végzett az eurózónára, az alkalmazott módszertanuk pedig szintén megerősíti, hogy kiemelkedő teljesítményt ért el Magyarország.*

**2012-höz képest a GDP 4,3 százalékaról 2018 végére 2,3 százalék közelébe csökkent az állam kamatkidása Magyarországon, ami mintegy 800 milliárd forintos éves kamatmegtakarítást jelent.** Az államadósság alacsony hozamszinten történő fokozatos átárazódásának következtében a következő években kissé még növekedhet a megtakarítás. Az elmúlt években végbement hozamcsökkenés ugyanis részben a következő években fejti ki hatását, amikor az államadósság megújítása során az új, alacsony kamatozású elemek súlya egyre növekszik. Az átárazódás akkor megy végbe teljesen, amikor az államadósság teljes egészében lecserélődik az alacsony hozamkörnyezetben. A hazai adósság lejárat szerkezete alapján 1 éven belül az adósság harmada, 3 év alatt a fele, míg 9 év alatt mintegy 90 százaléka árazódik át.

## 1. ábra: A magyar kamatkiadások alakulása



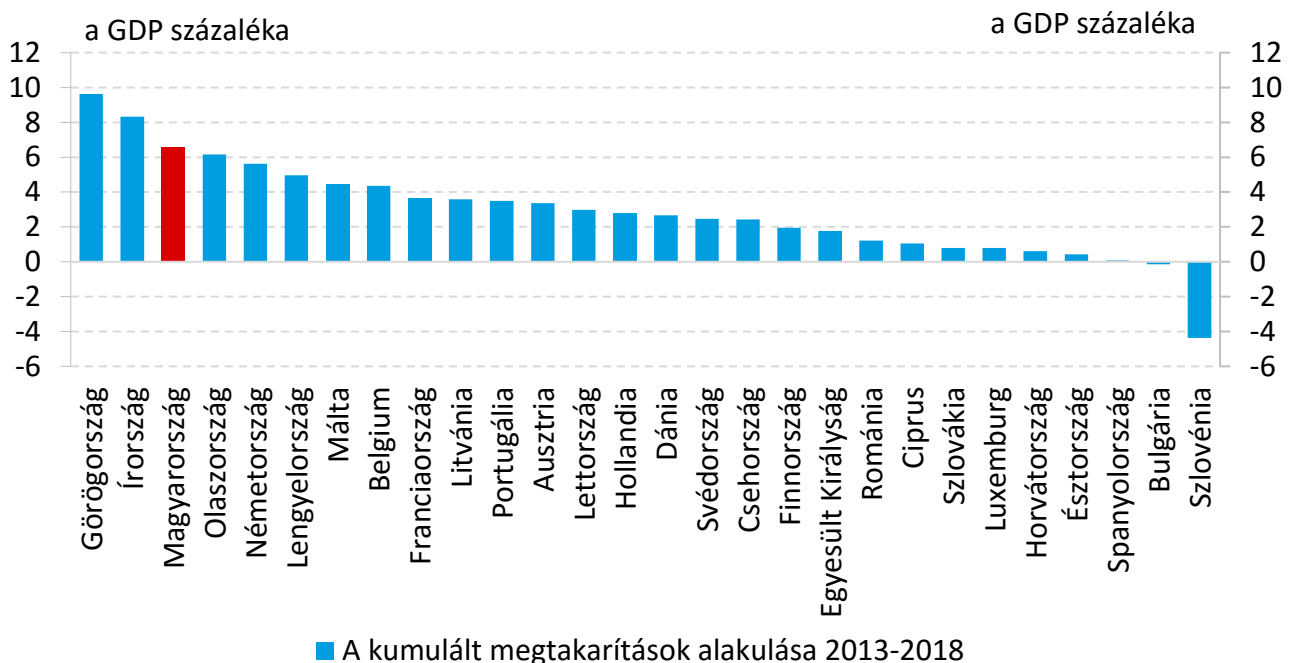
Forrás: Eurostat

Megjegyzés: A nyugdíjrendszer átalakítása miatti imputált kamatkiadások nélkül.

**A nemzetközi összehelyezésben is dinamikus hozamcsökkenésnek köszönhetően a 2000-es évek közepén az EU-átlagot még 1,3-1,9 százalékponttal meghaladó hazai állami kamatkiadás immáron megközelítette az EU-átlagot.** 2013 után a kamatfizetések csökkenése hazánkban volt az egyik legdinamikusabb az EU-n belül. Ennek köszönhető, hogy a hazai kamatkiadások a 2018-ban az 1,9 százalékos EU-átlag közelébe, 2,3 százalékra csökkenhettek, és az államadósság jelenlegi alacsony hozamszintre történő teljes átárazódása után várhatóan az EU-átlag közelében alakulnak majd.

**2013-tól összesítve mintegy 2400 milliárd forintot tesz ki a kamatmegtakarítás, azaz GDP arányosan majd 6,5 százalékot, ami a harmadik legmagasabb az EU-ban és meghaladja a német értéket is.** A jelentős megtakarítás egyik oldalról az elmúlt évek államadósság-csökkenéséhez járult hozzá a folyamatosan alacsony költségvetési hiány fenntartásának elősegítésén keresztül, másik oldalról pedig mozgásteret is biztosított az adócsökkentésekhez és egyes strukturális reformokhoz.

## 2. ábra: A kumulált kamatmegtakarítások alakulása 2013 és 2018 között



Forrás: Eurostat

Megjegyzés: A tényleges GDP-arányos kamatkidadás 2012-höz képesti változása alapján számolva.

**Az állam kamatkidadásainak 2013 utáni nagy mértékű csökkenését a hazai állampapír-hozamok jelentős lejjebb tolódása okozta.** 2013 után az MNB az elsődleges céljával összhangban több olyan monetáris politikai intézkedést vezetett be, amelyek a költségvetés számára is kedvezőek voltak az állam finanszírozási költségeinek csökkentése által. Az alapkamat csökkentésével párhuzamosan először a rövid, majd a hosszú állampapír-hozamok mérséklődtek hazánk kockázati megítélésének javulását követően. A rövid hozamok átlagosan mintegy 650 bázisponttal csökkentek, míg a hozamgörbe hosszú szegmensében 450-500 bázispontos mérséklődés valósult meg. A magyar gazdaság külső sérülékenységét csökkentő Önfinszírozási program az állampapírkereslet erősítésével járult hozzá a hozamcsökkenéshez, a kiszoruló bankközi likviditás egy része ugyanis állampapírokba áramlott.

**Az államadósság-ráta 2010 óta tartó folyamatos mérséklődése szintén segítette a kamatfizetések GDP-arányos csökkenését.** A kamatkidadások jelentős csökkenése és az államadósság mérséklődése egymást erősítő kedvező folyamatok. A hozamesés miatti kiadáscsökkenés ugyanis az adósságráta mérséklődéséhez is hozzájárul, ami egyúttal a kamatfizetésekre is kedvezően hat vissza.

**A Bundesbank számítása alapján is átlag feletti a magyar kamatmegtakarítás**

**A Bundesbank az egész eurózónára vonatkozóan készített számításokat a hozamcsökkenések következtében elért kamatmegtakarításokról.<sup>1</sup>** A kezdőpontot 2007-ben választotta meg, tekintve, hogy az eurózóna jelentős részében már a válság kitörését követően csökkeni kezdtek a hozamok. Ebben döntő szerepet játszott az Európai Központi Bank kamatpolitikája, az irányadó ráta ugyanis már 2008 októbere és 2009 májusa között 4,25 százalékról 1 százalékra csökkent. A Bundesbank számításában a megtakarítást az államadósság 2007-es kiinduló átlagos implicit kamatrátája<sup>2</sup> és a későbbi évek átlagos kamatrátái közötti különbség határozta meg, amelyet az évenkénti államadósságra vetítettek.

**A Bundesbank szerint az eurózónában Németországban volt a legnagyobb a költségvetés nominális kamatmegtakarítása a válság kitörése óta.<sup>3</sup>** A szövetségi jegybank módszerével számolva Németország halmozott kamatmegtakarítása 2008 és 2018 között (2007-hez képest) elérte a 368 milliárd eurót (118 ezer milliárd forint), ami a várható 2018-as német GDP mintegy 11 százaléka. A tárgyalt módszertanból adódón a legnagyobb GDP-arányos kamatmegtakarítás azonban azokban az országokban következett be, ahol a legmagasabb az államadósság (3. ábra). Görögország kiugró értéke annak a következménye, hogy államadósságát nem piaci forrásból, hanem viszonylag kedvező kamatozású nemzetközi hitelekkel fedezi, amelyek a jelentős, a GDP közel 180 százalékát kitevő államadósságra vetítve nagymértékű megtakarítást eredményeznek a módszertan szerint. Ugyanakkor a kedvező kamatozású görög mentőcsomag magasabb „árát” Görögország reálgazdasági oldalon fizette meg, mert a nemzetközi intézmények által a hitelek folyósítási feltételeként előírt intézkedések hozzájárultak a görög gazdaság recessziójához és a munkanélküliség tartós emelkedéséhez.

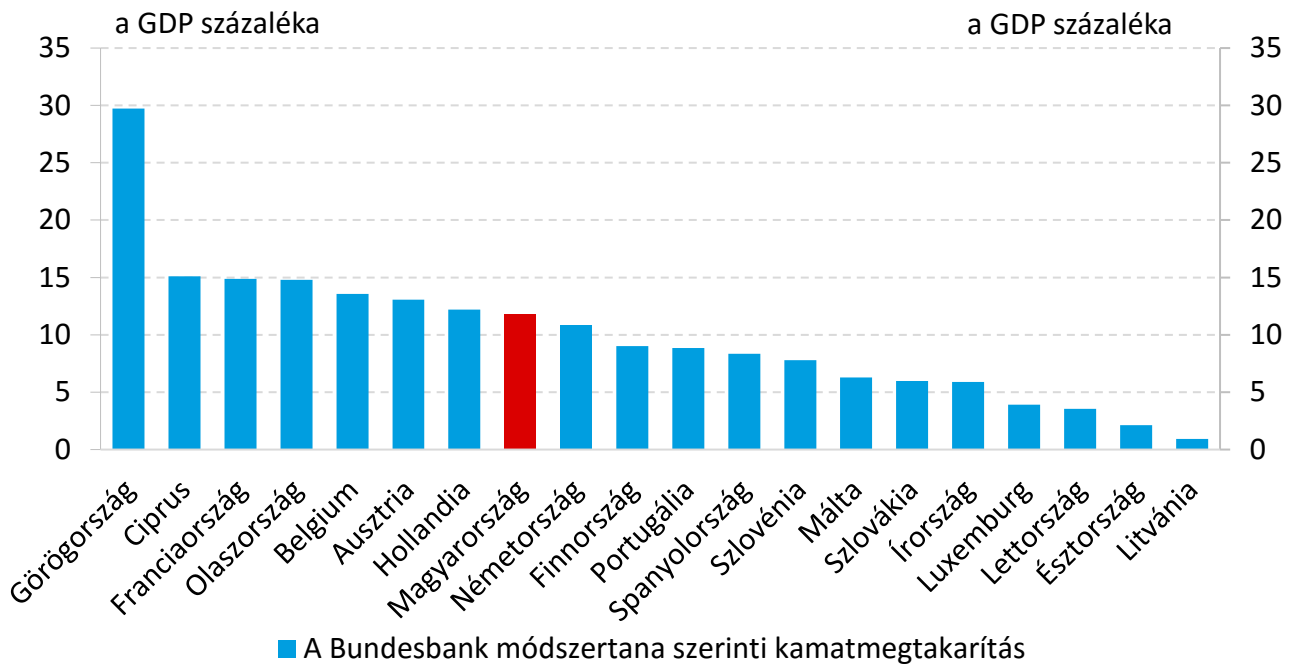
---

<sup>1</sup><https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/bundesbank-studie-deutschland-hat-dank-niedrigzinsen-368-milliarden-euro-gespart/23839458.html?ticket=ST-112832-NR3a0pdptLQSzaBw6xx-ap2>

<sup>2</sup> Az implicit kamatrátát az adott évi kamatkidadás és államadósság hányadosa.

<sup>3</sup> <https://www.bundesbank.de/resource/blob/670876/ab00fb7d38e00d2d73c813e573710b49/mL/2017-annual-report-data.pdf>

### 3. ábra: A kumulált kamatmegtakarítás alakulása 2008 és 2018 között a Bundesbank módszertana alapján



Forrás: Bundesbank, Európai Bizottság

Megjegyzés: Az átlagos kamatráta 2007-hez képesti változása alapján számolva, az évenkénti államadósságra vetítve.

**A Bundesbank módszertana is megerősíti, hogy hazánkban átlag feletti volt a kamatmegtakarítás.** A német központi bank megközelítése alapján készített számításunk szerint Magyarországon a megtakarítás teljes összege a GDP mintegy 12 százaléka volt 2008 és 2018 között. A tényleges kamatkiadás-csökkenésből számolt 6,5 százalékos GDP-arányos megtakarítást azért haladja meg a Bundesbank módszertana szerinti érték, mert a német jegybank által vizsgált hosszabb időszakban a 2008 és 2012 közötti évekre a módszertan ténylegesen nem realizált megtakarítást is kimutatott. A tényleges és a Bundesbank módszertana szerinti megtakarítás emiatt az eurózóna országaiban is eltér, mivel a Bundesbank módszertana csak az átlagos kamatráta változását veszi figyelembe, az adósságváltozásból eredő hatást nem. E módszertan tehát megtakarítást mutathat ki olyan esetekben is, amikor az adósságráta emelkedése mellett stagnált vagy csökkent a finanszírozási költség. **A finanszírozási költségek csökkenésének azonban azon országok a legfőbb nyertesei, amelyek ezt a mozgásteret az államadósság csökkentésére és produktív, a potenciális gazdasági növekedést is erősítő beruházásokra tudják felhasználni – így a 2010 utáni gazdaságpolitikai intézkedéseknek köszönhetően immáron ezen országok közé tartozik Magyarország is.**

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2019. február 12-én.”*