

# Az állami kamatkiadások alakulása Magyarországon 2000–2015\*

Kicsák Gergely

*A tanulmányban a kamatkiadások 2000–2015 közötti változásait vizsgáljuk, és ezen belül kiemelten az elmúlt 3 évben tapasztalt állampapír-piaci hozamcsökkenés hatásait elemizzük. A kamatkiadások éves változása az államadósság dekompozíciójához hasonló módszertan alapján több tényezőre bontható, és a felbontás részletesen megmutatja az utóbbi 15 évben elkülöníthető négy időszakra jellemző trendeket. A tényezők közül kiemelten vizsgáljuk a hozamok változását, ugyanis az minden más hatásnál erősebben befolyásolja a kamatkiadások változását. A régiós összevetés alapján a támogató nemzetközi környezet mellett a hazai tényezők is nagymértékben hatottak az utóbbi évek kedvező állampapírpiaci folyamataira. A hazai folyamatok közül kiemelendő, hogy az elmúlt három évben végrehajtott kamatcsökkentések a hazánk külső sérülékenységét mérséklő Önfinszírozási programmal együtt érdemi hatással voltak a hazai állampapírpiaci hozamok alakulására, és így a kamatkiadások jelentős csökkenése miatt kedvezően hatottak az államháztartás egyenlegére is. Végül bemutatásra kerülnek a nyugdíjrendszer átalakítása miatt jelentkező imputált kamatkiadások is, és a tanulmány amellett érvel, hogy azokat a tényleges kamatkiadásoktól elkülönülten érdemes kezelni.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E42, H50, H62, H63

**Kulcsszavak:** államháztartás, kamatkiadások, monetáris politika

## 1. Bevezetés

A tanulmányban az eredményszemléletű állami kamatkiadások 2000–2015 közötti alakulását vizsgáltuk meg azzal a céllal, hogy feltárjuk az államháztartás kamatkiadásainak 2013 óta bekövetkező jelentős, a GDP arányában mintegy 1 százalékpontot kitevő csökkenését elősegítő tényezőket. Az állami kamatkiadások szintjének és változásainak önálló elemzése nem gyakori a nemzetközi szakirodalomban, mert a kamatkiadásokat általában az államadóssággal szoros összefüggésben vizsgálják, ugyanis a kamatfizetés a mögöttes adósságállománnyal ok-okozati összefüggésben áll.

---

\* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Kicsák Gergely a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: [kicsakg@mnb.hu](mailto:kicsakg@mnb.hu).

A szerző köszönetet mond Baksay Gergelynek, Babos Dánielnek, Csomós Baláznak és P. Kiss Gábornak, valamint az anonim lektoroknak a cikk elkészítéséhez nyújtott hasznos észrevételeikért. Az esetleges hibákért kizárólag a szerzőt terheli a felelősség.

A kézirat első változata 2016. szeptember 28-án érkezett szerkesztőségünkbe.

Az elmúlt három év hazai folyamatai azonban indokoltá teszik egy kimondottan a kamatkiadásokat középpontba helyező elemzés elkészítését, mivel a hazai és nemzetközi tényezőknek köszönhetően az állami kamatkiadások az adósságráta csökkenésénél számottevően gyorsabb ütemben mérséklődnek évről-évre. A kamatkiadások csökkenésének fontos és kedvező következménye a maastrichti hiánycélnak való megfelelés elősegítése, a költségvetési keresletet mérséklő hiánycsökkentő intézkedés nélkül. A fegyelmezett fiskális politika pedig visszahat az adósság fenntarthatóságára, mert az elsődleges többlet adósságot mérséklő hatása csökkenti az országgokázati prémiumot, ami pedig a hozamok és a kamatkiadások további csökkenésében csapódhat le. Annak érdekében, hogy a kamatkiadások változásának okait részleteiben elemezhessek, bemutatunk egy olyan módszert, ami alkalmas a kamatkiadásokat meghatározó különböző hatások szétválasztására. Eredményeink igazolják azt a feltevést, hogy az elmúlt években az állampapírpiazi hozamok csökkenése volt a kamatkiadások mérséklődésének meghatározó forrása. A 2000–2015 közötti folyamatokat elemezve azonban további érdekességek is azonosíthatók, például, hogy az adósság növekedése ellenére miért nem ugrottak meg a kamatkiadások a 2000-es években. A tanulmányban a vizsgált időszak 2015 végével lezárul, ezért az azt követő folyamatokat és jegybanki intézkedéseket nem részletezzük.

A tanulmány a második fejezetben a releváns előzményeket mutatja be a magyar és nemzetközi szakirodalom alapján. A harmadik fejezetben az állami kamatkiadások közelmúltbeli alakulásával foglalkozunk, a negyedikben pedig részletesen ismertetjük a dekompozíciós módszertant, amely segítségével a kamatkiadások változásait tényezőkre bontjuk, az adósságráta alakulásának magyarázására használt metódushoz hasonlóan. Az ötödik fejezetben a dekompozíció alapján az elmúlt 15 évet négy időszakra osztottuk. Számításaink szerint a legfontosabb magyarázó tényező a hozamok változása volt, amit főként az alacsony nemzetközi hozamkörnyezet és a kedvező hazai makrogazdasági folyamatok miatt javuló magyar kockázati megítélés okozott, illetve a hazai jegybanki programok szerepe is kiemelkedő. A hatodik fejezet a nominális és reálkamatok alakulását ismerteti, kiemelve a 2013 utáni folyamatokat, illetve bemutatja az implicit kamatok alakulását regionális összevetésben és az adósságszerkezet változásainak tükrében. A hetedik fejezetben a kamatkiadások statisztikai idősorát érintő aktuális kérdéssel, a nyugdíjrendszer reformjából eredő, ún. imputált kamatkiadások elszámolási sajátosságaival foglalkozunk, és amellel érvelünk, hogy azokat a közgazdasági logika alapján a kamatkiadásoktól elkülönülten, az elsődleges egyenlegen belül érdemes kezelni. Az utolsó fejezetben levonjuk a következtetéseket.

## 2. Előzmények

A hasonló tárgyú előzmények közül kiemelnénk *Barabás et al. (1998)* tanulmányát, amely az 1986–1997 közötti időszakra vizsgálta az államadósság piacképes állampapírokkal való finanszírozásának hatásait. A szerzők a vizsgálatuk során a „kibővített konszolidált államadósság” változásait elemezték, amely konszolidált módon számolja el a finanszírozásban akkor résztvevő, intézményileg elkülönült két szereplő, a kormányzati szektor és az MNB adósságállományát. Ez abban az időszakban azért lehetett indokolt, mert a devizaadósságot a külföldi piacokhoz való hozzáférés miatt az MNB vette fel, és a kamatait is a központi bank fizette.

A költségvetési hiány tehát nem tartalmazta a piaci alapon felvett külföldi devizaforrások kamatfizetéseit, hanem csak a kormányzat MNB felé fennálló alacsony kamatozású forinthiteleinek a terheit. A szerzők ezért az MNB és a kormányzati szektor összesített mérlegének állományváltozásaiból előállították az államháztartás operacionális egyenlegét, amely az elsődleges egyenleget és a reálkamatokot tartalmazza. A konszolidált adósságállomány vizsgálata során a reálkamatokra, az adósság alakulására, a privatizációra és az 1995-ös kiigazításra vonatkozó eredményeiket foglalták össze. Azt találták, hogy az államadósság implicit reálkamatai 1988–1997 között folyamatosan meghaladták a gazdasági növekedést, ami így az adósságráta növekedését okozta. Az adósságnövelő hatást az 1995-ös kiigazítás tudta csak mérsékelni, mert annak hatására az elsődleges egyenleg többletet mutatott, a gazdasági növekedésre azonban negatív hatása volt. Az adósság ezt követő érdemi (mintegy 15 százalékpontos) csökkenését a privatizációs bevételekből megvalósuló adósságtörlesztés okozta.

A számszerű eredményekből azt a következtetést vonták le, hogy a fenntartható növekedés és a fejlett gazdaságokhoz való konvergencia csak további adósságcsökkenés mellett valósulhat meg. Az adósságráta megfelelő ütemű csökkenéséhez pedig az „*elsődleges egyenleg GDP-hez mért, legalább 1,5–2 százalékos strukturális többlet szükséges*” (*Barabás et al. 1998:1*). A privatizációs bevételek nem változtattak az állam nettó pénzügyi helyzetén, és az értékesítésekből finanszírozott törlesztések ellenére is jelentős maradt az eladósodottság, amely a szerzők szerint korlátot szabott a magyar gazdaság fejlődésének.

A jelenlegi tanulmány fókusza ugyanakkor elsősorban az államháztartás eredmény-szemléletű kamatkiadásainak változása, ami az előzményként bemutatott cikknek csak egy részlete. Ezért, illetve a következő sajtóösszefoglalók miatt nem indokolt a fenti tanulmány által használt módszertan alkalmazása:

- A statisztikában két külön alszektorként elszámolt MNB és kormányzati szektor konszolidálására ma már nincs szükség, mert a nemzeti bank már nem adósodik

el az állam nevében, vagyis minden államadósság a kormányzati szektor mérlegében található.

- A jelenlegi tanulmányban vizsgált időszakban az inflációs környezet jelentősen különbözik az 1990 utáni magas inflációs időszaktól.
- Az államadósság szerkezete lényegesen stabilabb (és átláthatóbb) a rendszerváltás idején nagy változásokat mutató adósságszerkezethez képest.

### **Az államháztartás és a jegybank konszolidált kamatfizetésének értelmezése napjainkban**

Megjegyzendő, hogy az állam adósságának és a jegybank mérlegének, illetve a fizetett kamatkiadásoknak a konszolidált vizsgálata az állami devizaadóssággal kapcsolatban ma is indokolt lehet, de egészen más okból, mint ahogy azt *Barabás et al. (1998)* tárgyalja.

*Baksay et al. (2012)* azt elemezte, hogy az államadósságon belül a devizaarány megváltozása hogyan hat a jegybanki tartalékmegfelelésre, illetve a jegybanki eredményre. Az állam külföldi devizában történő eladósodása növeli a jegybank kamatkiadásait, és ez ellensúlyozza azt a kamatmegtakarítást, amit az állam a devizában történő eladósodással elér. Részletesebben vizsgálva a folyamatot: a devizakibocsátásból befolyó deviza egyfelől növeli a jegybanki devizatartalékot, másfelől az állam a jegybanknál hazai devizára konvertálja azt, majd felhasználja (elkölti), ami növeli a hazai pénzpiaci likviditást. A megnövekedett likviditást a jegybanknak az inflációs célkövetéssel összhangban sterilizálnia szükséges, és a sterilizációs eszközre a jegybank az alapkamatot<sup>1</sup> fizeti. Így a fejlett országok és hazai piaci hozamok közti különbség a jegybank nettó kamatvesztése, mert a jegybank a devizatartalékot az alacsonyabb kamatok mellett tudja befektetni, miközben a sterilizációs állományra a magasabb hazai kamatot fizeti. Konszolidáltan tehát elveszíti a devizaadósság azt a látszólagos előnyét, hogy gyakran alacsonyabb a kamata, mint a hazai devizában kibocsátott állampapíroké.

*Ardagna és szerzőtársai (2004)* azt vizsgálták, hogy az elsődleges egyenleg és az államadósság milyen hatással van a költségvetés kamatkiadásait befolyásoló kamatszintre. 16 OECD-ország 1960 és 2002 közötti adatait áttekintve azt találta, hogy az elsődleges egyenleg 1 százalékpontos GDP-arányos egyenlegromlása mintegy 10 bázispontos növekedést okoz a hosszú hozamok esetében. Eredményeik szerint a globális tényezők is érdemben hatnak egy adott állam hozamgörbéjének végére.

<sup>1</sup> Egészen pontosan 2016 szeptemberétől, vagyis a három hónapos betét mennyiségi korlátozásának bevezetése után a sterilizációs átlagkamatot fizeti: az alapkamatnak, az azzal jelenleg megegyező preferenciális betét kamatának és az overnight-betét kamatának betétállományokkal súlyozott átlagát.

*Orbán és Szapáry (2006)* a magas államháztartási hiány mögött meghúzódó okokat és annak makrogazdasági hatásait elemezte, rámutatva emellett arra a jelen cikkünkben is vizsgált hazai jelenségre, hogy 2002 és 2006 között az államháztartás kamatkidadásai az adósságnövekedés ellenére lényegében stagnáltak. A szerzőpáros felhívta a figyelmet, hogy a folyamatosan növekvő államadósság következménye a magas állami kamatfizetés lehet, amely már csak a hazai szektorok jövedelmének túlzott adóztatásával fedezhető. Az adósság növekedése miatt a háztartások megtakarításainak hányada az államot finanszírozza a magánszektor beruházásai helyett (kiszorítási hatás). Kiemelik továbbá, hogy az adósság emelkedése a kockázati prémium növekedésével is együtt jár, aminek a reálkamatok növelésével további negatív visszahatása lehet a fiskális politikára.

Az elsődleges egyenleg, az államadósság és többek között a kamatkidadások kapcsolatát vizsgálta *Izák (2009)* a poszt szocialista EU-tagországokban. A cikkben a jelenlegi elemzés szempontjából különösen érdekes eredmény, hogy 1999 és 2006 között a vizsgált országokon belül egyedül Lengyelországban volt nagyobb az átlagos reálkamat, mint a gazdasági növekedés. Vagyis Lengyelországban az elsődleges egyenleg többletére volt szükség az adósság stabilizálásához, míg a többi országban a gazdasági növekedésnek köszönhetően negatív elsődleges egyenleg mellett is stabil maradt a GDP-arányos államadósság.

*Tóth (2011)* az államadósság alakulását vizsgálta fenntarthatósági szempontból. Bár a szerző az adósság változását elemezte, jelen cikkünk szempontjából fontos következtetéseket vont le a reálkamatok adósságot befolyásoló hatásáról. Az 1999–2001 közötti adósságcsökkenést az elsődleges egyenleg alakulása és a gazdasági növekedés támogatta leginkább, miközben a jelen tanulmány szempontjából kiemelten fontos reálkamat csak kismértékű adósságnövelő hatást okozott.

A 2002 és 2010 közötti időszak *Tóth* szerint két részre osztható, és míg 2002 és 2006, illetve 2007 és 2010 között hasonló mértékű volt az adósság növekedése, addig a növekedést okozó tényezők szempontjából a két időszak mégis eltér egymástól. 2002 és 2006 között az adósság növekedését kizárólag az elsődleges egyenleg alakulása okozta, amit a gazdasági növekedés csak mintegy fele részben ellensúlyozott. 2007 és 2010 között ugyanakkor a költségvetés elsődleges egyenlege nem volt érdemben adósságnövelő hatású, miközben az adósságráta emelkedését a reálkamat, a gazdaság visszaesése és a forint árfolyamgyengülése okozta. A reálkamat a szerző eredményei alapján hasonló mértékű adósságnövelő hatással bírt a két időszakban. Mindezek összhangban vannak *Baksay et al. (2013)* eredményeivel.

A *Bundesbank (2013)* tanulmánya az EU-országokban és kiemelten Németországra nézve elemezte a kamatkidadások alakulását, a jelenlegi cikk leíró részéhez hasonló módon. A tanulmány bemutatja, hogy a hozamok változása minden más tényezőnél jelentősebb hatást gyakorolhat az állam kamatkidadásainak alakulására. Németor-

szágban például egy hosszabb folyamat részeként a GDP-arányos bruttó kamatkiadások az államadósság növekedése ellenére is a GDP 3,3 százalékáról 2,5 százalék alá mérséklődtek 2000 és 2013 között, mert a fennálló államadósság után fizetett átlagos kamat meredeken csökkent. Ehhez hasonlóan az EU-n belül több országban is növekedett az adósság 2000 és 2015 között, míg az állami kamatkiadások jelentősen mérséklődtek.

### 3. Hazai kamatkiadások a közelmúltban

*Az államháztartás kamatkiadásai 2013–2015 között jelentősen, a GDP arányában mintegy 1 százalékponttal csökkentek. Az elmúlt években bekövetkezett csökkenés dinamikája a vizsgált, 2000–2015-ös időszakban kiemelkedő volt, és csak a 2000–2002 közötti mérséklődés volt hasonló mértékű. A két időszakban azonban eltérő mértékben járultak hozzá az egyes tényezők a kedvező irányú változáshoz<sup>2</sup> (1. ábra).*

**1. ábra**

**Az államháztartás eredményszéleletű kamatkiadásai**

(a GDP százaléká)



Megjegyzés: Az adatok az imputált kamatkiadásokat nem tartalmazzák. (Részletesebben lásd a 7. fejezetben.)

Forrás: Eurostat.

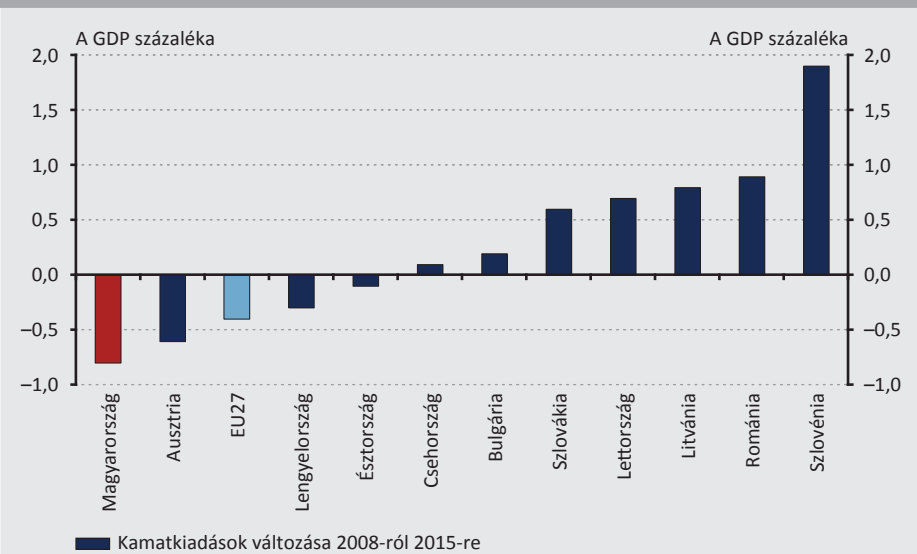
<sup>2</sup> A részletes felbontásért lásd az 5. fejezetet.

Regionális összevetésben a kamatkiadások csökkenése kiemelkedő, vagyis a mérséklődést jelentős mértékben hazai tényezők magyarázzák (2. ábra). A kamatkiadások ilyen mértékű csökkenése és az adósságráta ezzel párhuzamos gyorsuló ütemű mérséklődése a régióban és az EU egészét tekintve is kiugró. A mérséklődést főként a hozamcsökkenés és a gazdaság növekedése segítette.

## 2. ábra

### A kamatkiadások változása 2008 és 2015 között

(a GDP százaléká)



Megjegyzés: Az adatok az imputált kamatkiadásokat nem tartalmazzák. (Részletesebben lásd a 7. fejezetben.)

Forrás: Eurostat.

Az Európai Bizottság prognózisa szerint az államháztartás eredményszemléletű kamatkiadása az EU-n belül hazánkban mérséklődhet legnagyobb mértékben, 2013 és 2017 között várhatóan a GDP 1,4 százalékával<sup>3</sup>. A hozamkörnyezet a világon mindenhol alacsony, és a világ meghatározó jegybankjainak monetáris lazítási programjaival párhuzamosan az elmúlt években csökkenést mutatott, az EU-n belül mégis Magyarország esetében csökkenhetnek a leginkább az államháztartás GDP-arányos kamatkiadásai. Az önmagában is jelentős mérséklődés különösen azért figyelemre méltó, mert ugyanebben az időszakban Magyarország lényegében teljes egészében piaci – és mindinkább belföldi – finanszírozásra tért át (Kicsák 2016a).

Az adósságstruktúra már említett átalakulása miatt a kamatkiadások szerkezete is változott. A piaci alapú finanszírozásra történő áttérést mutatja, hogy a deviza-

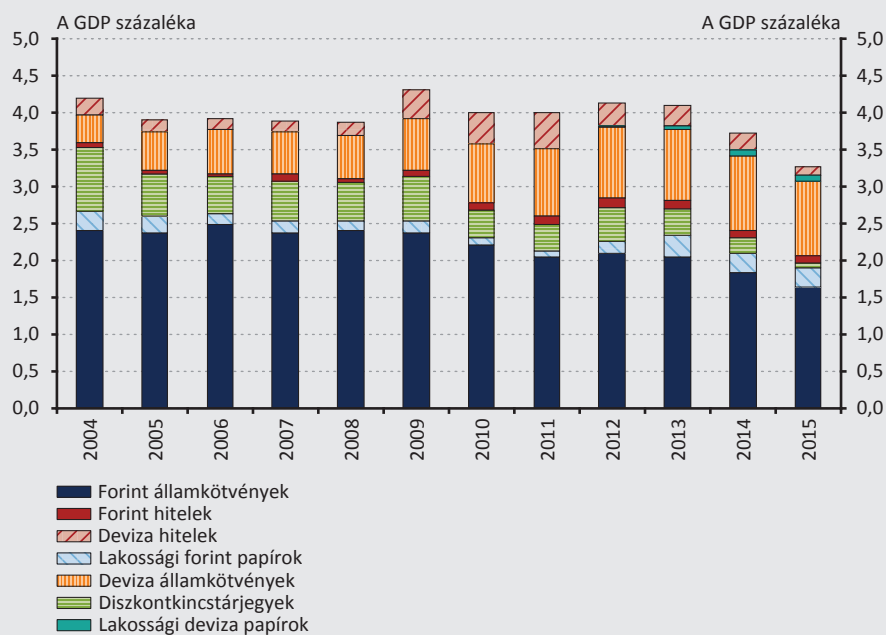
<sup>3</sup> lásd még Kicsák 2016b

és forintkötvények kamatkiadásai a teljes kamatfizetés arányában összességében növekedtek, miközben a hiteleké csökkent. A lakossági papírok kamatainak aránya szintén emelkedett, a növekedés üteme azonban jóval alacsonyabb, mint ami a lakossági állampapír-állomány mintegy 4000 milliárd forintos növekedéséből következne. A hazai hozamok csökkenésének kedvező hatása miatt a forintkötvények és a forint lakossági papírok GDP-arányos kamatfizetései a forint-papírok súlyának emelkedése ellenére 2013 óta folyamatosan mérséklődnek (3. ábra). A devizahitelek kamatkiadásainak csökkenését az állomány jelentős leépülése okozta, ugyanis a hazai adósságkezelési stratégia kiemelt célja az államadósságon belül a devizaarány csökkentése. A cél elérését 2010 után a teljes EU-IMF-hitel visszafizetése, illetve az egyéb devizahitelek előtörlesztése folyamatosan támogatta.

### 3. ábra

#### A központi kormányzat kamatkiadásainak bontása instrumentumok szerint

(a GDP arányában)



Forrás: ÁKK.



#### 4. A kamatkiadások változásának dekompozíciójához alkalmazott módszertan

A felbontás során arra törekedtünk, hogy a GDP-arányos kamatkiadások évenkénti változásában el lehessen különíteni néhány alapvető makrogazdasági folyamat hatását. Ennek érdekében az államadósság változásának dekompozíciójához hasonló módszertant alkalmaztunk.

A hozamok változásából eredő hatás méréséhez a másodpiaci benchmark-hozamok egyszerű számtani átlagából indulunk ki.<sup>4</sup> Az egyes évek átlagos hozamainak ( $r$ ) megváltozása és a forintadósság állományának ( $debt^{HUF}$ ) szorzata adja a hozamváltozás teljes hatását ( $eff_{\Delta r}$ ). Az államadósság átárazódási ideje miatt (1 év alatt az adósság közel harmada árazódik át) a teljes hatás egyharmada érinti az első évet, míg a fennmaradó kétharmad része a következő évek között oszlik meg oly módon, hogy az időszak elejét erőteljesebben, míg a további éveket csökkenő mértékben érinti. A tanulmányban használt átárazódási idő az elmúlt évek lejárat szerkezetét veszi alapul, így a jövőben az átárazódás ideje változhat az adósság lejárat szerkezetének változása esetén.

$$eff_{\Delta r} = \sum_{i=0}^9 \frac{(r_{t-i} - r_{t-i-1}) * debt_{t-i}^{HUF}}{GDP_{t-i}^{NOM}} * \frac{x_{i+1}}{100} \quad (1)$$

ahol  $x$  az átárazódás mértéke az egyes években

$$\text{és } x = [32, 11, 11, 10, 9, 7, 5, 5, 5, 5]$$

A gazdaság reálnövekedésének hatása ( $eff_{g\_real}$ ) két GDP-arányos kamatkiadás különbözeteként adódik: az adott évi kamatkiadás ( $exp^{int}$ ) az ugyanazon évi reál (2010-es rögzített áron mért) GDP ( $GDP_{real}$ ) arányában, illetve az adott évi kamatkiadás a megelőző évi reál-GDP arányában. A nominális növekedés hatását ( $eff_{g\_nom}$ ) szintén ezen a módon számoltuk, azzal a különbséggel, hogy a nominális GDP-k szerepelnek a nevezőben. A nominális GDP hatásából kivonva a reál-GDP éves hatását, megkapható a GDP-deflátor hatása ( $eff_{GDP\_defl}$ ). (A nominális GDP hatásának számszerűsítése egyébként az adósságráta hatásának bemutatásához is elengedhetetlen.)

$$eff_{g\_real} = \frac{exp_t^{int}}{GDP_t^{real}} - \frac{exp_{t-1}^{int}}{GDP_{t-1}^{real}} \quad (2)$$

$$eff_{g\_nom} = \frac{exp_t^{int}}{GDP_t^{nom}} - \frac{exp_{t-1}^{int}}{GDP_{t-1}^{nom}} \quad (3)$$

<sup>4</sup> Az egyszerűség kedvéért a számtani átlagot használtuk, mert az csak kismértékben tér el az olyan súlyozott átlagoktól, ahol a súlyokat úgy választjuk meg, hogy a portfólió átlagos hátralévő futamideje az adósság tényleges átlagos hátralévő futamidejével egyezzen meg.

$$eff_{GDP\_defl} = (3) - (2) \quad (4)$$

A nominális adósságváltozás hatása ( $eff_{\Delta debt\_nom}$ ) az adott évi és a megelőző évi nominális adósság különbözetének, valamint az adott évi implicit kamatnak a szorzata. A nominális adósság és a nominális növekedés változásának hatása együttesen az adósságráta változásának hatását ( $eff_{\Delta debt\_rate}$ ) adja.

$$eff_{\Delta debt\_nom} = \frac{(debt_t^{nom} - debt_{t-1}^{nom}) * \frac{exp_t^{int}}{debt_{t-1}^{nom}}}{GDP_t^{nom}} \quad (5)$$

$$eff_{\Delta debt\_rate} = (3) + (5) \quad (6)$$

Az árfolyamváltozás hatása ( $eff_{\Delta exc}$ ) két lépésben számolható ki. Első lépésben az átértékelődésből származó adósságnövekményt vagy -csökkenést számoljuk ki, majd ennek a kamatvonzatát. Az árfolyamváltozás miatt bekövetkező devizaadósság-átértékelődés ( $rev_t$ ) az adott évi és a megelőző évi éves átlagos forint/euro árfolyam különbözetének és a devizaadósság állományának a szorzata. Az átértékelődés kamatkiadásokra gyakorolt hatását az átértékelődés és az átlagos implicit kamat szorzata adja.

$$rev_t = \frac{debt_{t-1}^{FX}}{exc_{t-1}} * exc_t \quad (7a)$$

$$eff_{\Delta exc} = rev_t * \frac{int_{nom}^{imp}}{GDP_t^{nom}} \quad (7b)$$

ahol  $exc_t$  az éves átlagos árfolyam

$$és\ ahol\ int_t^{imp} = \frac{exp\_FX_t^{int}}{debt_{t-1}^{FX}} \quad (8)$$

és  $int_{avg}^{imp}$  megegyezik  $int_t^{imp}$  2000–2015 közötti átlagával.

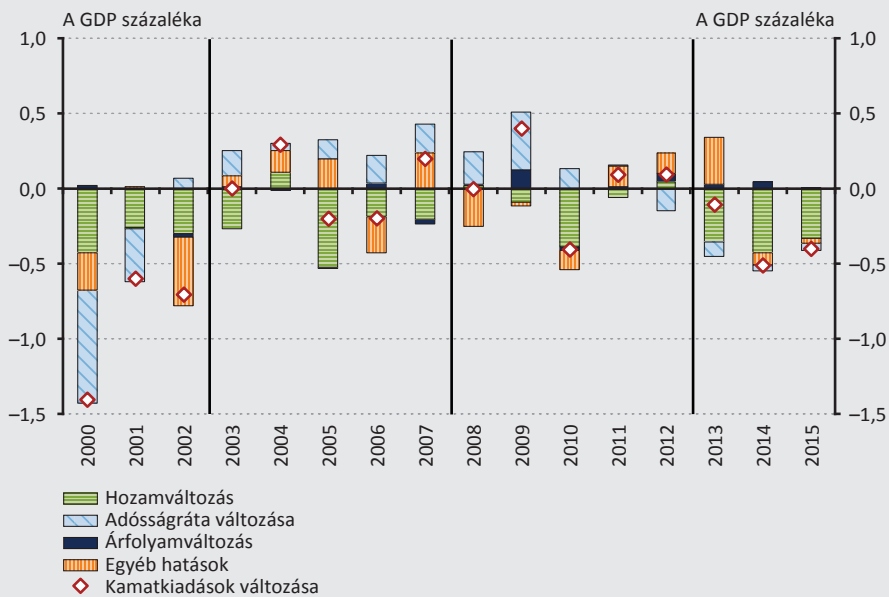
## 5. A kamatkiadások változását meghatározó fő tényezők

A kamatkiadások GDP-arányos csökkenését elsősorban a gazdasági növekedés, illetve az utóbbi három évben a jegybanki programok, a kedvező hazai makrogazdasági helyzet és a támogató nemzetközi környezet hatására mérséklődő piaci hozamok okozták. Az adósság nominális növekedése, valamint az árfolyamváltozás többnyire inkább a növekedés irányába hatott. Ebben a fejezetben a kamatkiadások éves változásán belül (4. ábra, piros rombusz) a főbb hatások számszerű dekomponálására teszünk kísérletet, és az adatok alapján négy időszakra bontjuk a 2000 óta eltelt éveket.

4. ábra

### A kamatkiadások változását okozó főbb tényezők

(a GDP százaléká)



Megjegyzés: Az adatok az imputált kamatkiadásokat nem tartalmazzák.

Forrás: ÁKK, Eurostat, KSH, MNB alapján.

### 5.1. A változásokat okozó tényezők

Az adósságráta változása 2000–2001-ben a kamatkiadások csökkenéséhez, 2002–2010 között pedig folyamatosan a növekedéséhez járult hozzá, majd 2010 után ismét a kamatkiadások csökkenését okozta. Az adósságráta csökkenése 2000–2001-ben hatott legnagyobb mértékben a kamatkiadásokra, jelentősen hozzájárulva ezzel a kiadáscsökkenéshez. Ezt követően 2002 és 2010 között átlagosan 0,2 százalékponttal növelte a kamatkiadásokat a GDP-arányos adósság növekedése. A kedvezőtlen hatás

2009-ben volt a legmagasabb, amikor a GDP 0,4 százalékaival nőttek a kiadások az adósságnövekedés miatt. Ezzel szemben 2010 után az adósságcsökkenés minden évben támogatta a kiadások csökkenését, ami így évente átlagosan a GDP 0,1 százalékát tette ki.

*A 2000 utáni árfolyamváltozások kamatkiadásokra gyakorolt hatása csekély mértékű, de összességében inkább kiadásnövelő irányú.* Az átlagos éves árfolyamokat alapul vevő becslésünk alapján az átértékelődés 2009-ben és 2012-ben kerekítve 0,1 százalékponttal növelhette a GDP-arányos kamatkiadásokat, míg a többi évben a hatás ennél is kisebb lehetett. A teljes időszak alatt összesen az árfolyamváltozás hatása a GDP 0,3 százalékát megközelítő mértékben járult hozzá a kamatkiadások növekedéséhez.

*A hozamok változásának hatását a többi tényezőnél nehezebb megragadni, ugyanis azok nem az adott évben, hanem több év során, fokozatosan érvényesülnek az államadósság átárazódása miatt.* Ezért az egy adott évben végbemenő hozamváltozás részben a következő években fejti ki hatását. Az éves hatás számszerűsítéséhez a hozamok változásának ismeretén túl elengedhetetlen, hogy ismerjük az államadósság átárazódási idejét, ugyanis a különböző lejáratokhoz tartozó hozamok más-más késleltetéssel hatnak az állami kamatkiadások alakulására. Az elmúlt 5 év negyedéves lejárat szerkezeti adatai alapján 1 éven belül az adósság közel harmada, 3 év alatt több mint fele, míg 10 év alatt közel 100 százaléka árazódik át (*Ádám et al. 2015 alapján*).

*A hozamok változása a vizsgált időszakban hektikusan hatott a kamatkiadásokra, de általában támogatta a kiadáscsökkenést, különösen az elmúlt 3 évben.* Az átárazódás hatásaival korrigált (lásd 4. fejezet (1) képlet) hozamok 2000–2002 között a kamatkiadások érdemi csökkenéséhez járultak hozzá. 2003–2007 között a hozamok változóképpen alakultak, de az egész világra jellemző likviditásbőség többnyire a kiadáscsökkenés irányába hatott. 2008-ban és 2012-ben azonban a válság következtében érdemi hozamemelkedés valósult meg, ami a kamatkiadások növekedését okozta. Az időszak során a hozamok változása évente átlagosan a GDP 0,1 százalékaival járult hozzá a kamatkiadások csökkenéséhez. Trendszerű és folyamatos hozamcsökkenésről 2013 óta beszélhetünk, amely önmagában évente átlagosan közel 0,4 százalékos GDP-arányos kamatkiadás-csökkenést okozott. Elmondható továbbá, hogy a hozamok változásának iránya minden más tényezőnél erőteljesebben befolyásolja a kamatkiadások változását.

*Az egyéb hatások részben az olyan hatások becslési pontatlanságából eredhetnek, amelyek a fenti tényezőkre nem sorolhatóak.* Az EU-IMF-hitel felvétele 2008-ban torzíthatta a becslést, a törlesztésének pedig 2013-ban lehetett éppen ellenkező irányú hatása. Az egyéb hatásokban jelentkező legfontosabb adósságkezelési műveletek a visszavásárlási- és csereaukciók, valamint az állampapírpiazi repók lehet-

nek. Ezek a műveletek növelhetik a hozamok átárazódásának becsléséből fakadó pontatlanságokat, gyorsítva vagy lassítva a tényleges átárazódást.

## 5.2. Az elkülöníthető időszakok

*2000–2002 között a kamatkiadások jelentősen, éves átlagban a GDP 0,9 százalékával csökkentek.* Ezekben az években az adósságráta mérséklődésének és a hozamcsökkenésnek is érdemi hatása volt. 2002-ben az adósságráta növekedése már a kamatkiadások növekedésének irányába hatott, összességében azonban csökkentek a kiadások. (2002-ben az egyéb hatásokon keresztül látható, hogy az adósságállomány növekedése csak kis mértékben érezte hatását a kamatfizetésben.)

*2003-tól a válság kitöréséig, vagyis 2008-ig a kamatkiadások éves átlagban enyhén növekedtek.* A vizsgált időszak legnagyobb részében az adósságráta évről-évre nagyobb mértékben nőtt. Ebben az időszakban a hozamok meglehetősen változékonyan alakultak, de többnyire mérséklődtek. A globálisan alacsony hozamkörnyezetnek köszönhetően főként 2005-ben láthattunk jelentősebb, kamatkiadásokat csökkentő hatást. A magas globális kockázatvállalási hajlandóság következtében a hozamok változása összességében a kamatkiadások csökkenését támogatta.

*A kiadások GDP-arányos szintje 2008-at követően sem emelkedett meg jelentősen,* mert bár a piaci hozamok nagymértékben megnöttek, az adósságfelvétel jelentős része nem a piacról, hanem az IMF-től és az EU-tól történt. Ezek a devizahitelek a piacinál számottevően kedvezőbb kamatozásúak voltak. A devizahitelek tehát mérsékeltek a kamatkiadások növekedését, több szempontból azonban kedvezőtlen hatást fejtettek ki. Koncentrált lejáratuk megnehezítette a következő években az adósságkezelést, növelték az államadósság devizaarányát, ami érzékenyebbé teszi a gazdaságot az árfolyamváltozásra, végül pedig közvetetten növelték a jegybank kamatkiadásait.

*A korábbi időszakokkal ellentétben 2013 után átlagosan a GDP 0,3 százalékát meghaladó mértékben csökkent az államháztartás kamatfizetése, ami döntő részben a hozamok csökkenésének tulajdonítható.* A hozamcsökkenés önmagában 0,3–0,4 százalékpontos kiadáscsökkenést eredményezett volna évente, ezt azonban 2013-ban más hatások visszafogták. E három évben az adósságráta mérséklődése és a gazdasági növekedés is kedvezően hatott a kamatkiadásokra.

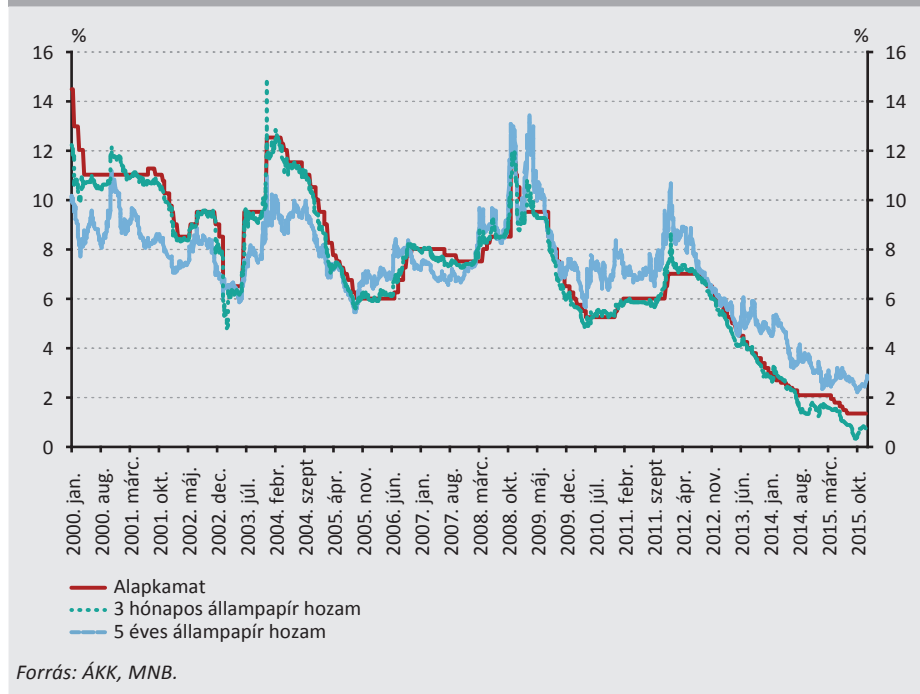
## 6. A hozamok alakulása

### 6.1. Az állampapírpiazi hozamok

*Az elmúlt 15 évben több hazai és nemzetközi tényező jelentős hatással volt a magyar állampapírpiazi hozamokra.* A 2000-es évek elején a magas inflációs környezetben a hazai alapkamat szintje és az azt szorosan követő hozamok is 10 százalék körül, illetve afelett alakultak. Ezt követően 2003 végén, valamint 2004 elején inkább

országspecifikus okokból emelkedhetett a hazai államadósság finanszírozásának költsége. Négy évvel később a globális pénzügyi válság már sérülékeny állapotban érte hazánkat, és ez az állampapírcsúszárak hozamok emelkedésében is nyomon követhető, a magas hozamkörnyezet ugyanakkor az egész világra jellemző volt ebben az időszakban. Az európai szuverén adósságválság szintén a hozamok emelkedését okozta, és 2012 közepén érte el csúcspontját a magas hozamszint (5. ábra).

**5. ábra**  
Az alapkamat és a másodpiaci állampapírok hozamának alakulása  
(százalék)



2013 után a kedvező nemzetközi környezet, a hazai makrogazdasági mutatók, illetve hazánk kockázati megítélésének javulása és a jegybanki kamatcsökkentések jelentősen hozzájárultak az állampapírcsúszárak hozamok csökkenéséhez. Az MNB monetáris politikája, amelynek során a Monetáris Tanács a jegybank elsődleges céljának megfelelően a hazai inflációs folyamatokat tartotta szem előtt, költségvetési szempontból az állampapírcsúszárak hozamokra is kedvezően hatott. Az alacsony hozamok hatására az adósság fokozatos átárzódásának következtében a kamatkiadások mérséklődése tovább folytatódhat a következő években.

2012 augusztusától a vizsgált időszak, vagyis 2015 végéig az alapkamat a 7 százalékos kiinduló értékeről 565 bázisponttal csökkent (azóta további 45 bázisponttal 0,9 százalékra mérséklődött). A másodpiaci hozamok ennek hatására 2015 végéig átlagosan

*mintegy 490 bázisponttal mérséklődtek (2016. július végén pedig az átlagos hozamcsökkenés már meghaladta az 560 bázispontot). A rövid hozamok erőteljesebben, átlagosan közel 590 bázisponttal, a hosszabb hozamok pedig mintegy 420 bázisponttal csökkentek. A kamatcsökkentési ciklus során a rövid hozamok szorosan együttmozogtak a mérséklődő alapkamattal, illetve az Önfinszírozási program bejelentése után a megnövekvő kereslet hatására továbbra is lekövték a kamatcsökkentéseket, és érdemben alacsonyabb szinten alakulnak a hazai irányadó rátánál. A hosszú hozamok pedig néhol szorosabban, néhol lazábban követték az alapkamat-csökkentést, de összességében trendszerűen mérséklődtek. Ez annak köszönhető, hogy bár az alapkamat elsősorban a rövid hozamokra hat, a hosszú, hiteles kamatcsökkentési ciklus együtt jár a hozamgörbe hosszú végének lejjebb tolódásával is (Kicsák 2015:4).*

*A hozamok csökkenéséhez és az állampapírpiazi 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 támogatták a hazai állampapírpiazi hozamok erőteljes mérséklődését<sup>5</sup>.*

1. A 2012. augusztus 29-én elindított kétéves kamatcsökkentési ciklus 24 megszakítás nélküli kamatvágása során a Monetáris Tanács a jegybank irányadó rátáját 7 százalékról 2,1 százalékra mérsékelte (MNB 2014b). A kamatcsökkentések elindítását a nemzetközi környezet javulása tette lehetővé, majd a hazai tényezők és a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság kedvező alakulása is hozzájárult a ciklus 2 éven keresztül folytatásához. A belföldi alacsony inflációs környezet és az ennek hatására horgonyzott inflációs várakozások, az egyre fegyelmezettebb fiskális politika, illetve a makrogazdasági folyamatok is támogatták a megszakítás nélküli monetáris lazítást.
2. A 2014. április 24-én bejelentett Önfinszírozási program<sup>6</sup> a piaci szereplők alkalmazkodása miatt már a bejelentése után és az effektív bevezetés előtt hatással volt az állampapírpiacon. Az Önfinszírozási program célja (MNB 2014a) az államadósság belső, hazai forrásokból történő finanszírozásának erősítése, a gazdaság külső sérülékenységének mérséklése.
  - a. Az intézkedés első fázisának legfontosabb elemeként 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 jegybanki betét nem elfogadható fedezet az MNB hiteleszközei esetében, így megnőtt a kereslet más, likvidebb eszközök, elsősorban az állampapírok iránt.
  - b. Ekkor a jegybank a partnerkörbe tartozó intézmények számára a kamatkockázatuk mérséklésének céljából (2014. június 16-ától) bevezetett egy kamatcsere-eszközt is.

---

<sup>5</sup> A programok felsorolásához felhasználtuk: Kicsák 2015:1-2.

<sup>6</sup> Az Önfinszírozási program fázisainak bemutatását lásd részletesebben: Csávás – Kollarik 2016.

- c. 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 eszközből kizárt forrás egy része szintén az állampapírok keresletét növelheti<sup>7</sup>.
3. 2015. március 25-étől a Monetáris Tanács újra elindította a kamatcsökkentési ciklust, amely során 2015 végéig öt folyamatos, egyenként 15 bázispontos kamatvágás után az alapkamat 1,35 százalékra csökkent.<sup>8</sup>
4. 2015. június 2-án a Magyar Nemzeti Bank bejelentette az Önfelfinanszírozási program második fázisát<sup>9</sup> (MNB 2015 és Csávás – Kollarik 2016). A program új fázisának hatására érdemben tovább csökkent a bruttó külső adósság, mérséklődött a devizaadósság, illetve emelkedett a belföldi befektetők aránya az államadósság finanszírozásában (Nagy – Palotai 2015).
- a. Az átalakítás legfőbb eleme, hogy 2015. szeptember 23-ától az irányadó eszköz a kéthetes betét helyett a három hónapos betét lett, amely mennyiségi korlát nélkül elérhető a bankok számára.
- b. Ezzel párhuzamosan a kéthetes betétben tartható állományra 2015 végétől 1000 milliárd forintos korlátot határozott meg a jegybank, így a kéthetes betét likviditáskezelési funkciót töltött be. (Majd a kéthetes betét az Önfelfinanszírozási program harmadik szakaszának keretein belül, 2016 áprilisában kivételre került.) Az új irányadó eszköz futamideje hosszabb, mint a rövid távú likviditásfedezésnél figyelembe vehető 30 nap, ezért a bankok a likviditási szabályoknak való megfelelés céljából állampapírokra cserélik a jegybanki betétjük egy részét.
- c. Szintén a második fázis részeként a korábban rendelkezésre álló egynapos kamatfolyosó a +/-100 bázispontos sáv helyett aszimmetrikussá vált. A bankok az alapkamatnál 125 bázisponttal alacsonyabb kamat mellett helyezhettek el betétet a jegybanknál, míg az egynapos jegybanki fedezett hitel kamata 75 bázisponttal haladta meg az irányadó eszköz kamatát.
- d. A hagyományos hiteltenderek futamideje (kéthetes helyett egyhetes, illetve hat hónapos helyett három hónapos) és árazása (az alapkamat feletti felár 50 bázispontonról 25 bázispontra mérséklődött) is megváltozott.
- e. A kamatcsere-tenderek továbbra is támogatták a bankok likviditáskezelését.

<sup>7</sup> Részletesebben lásd: Kolozsi 2014, valamint Hoffmann – Kolozsi 2014.

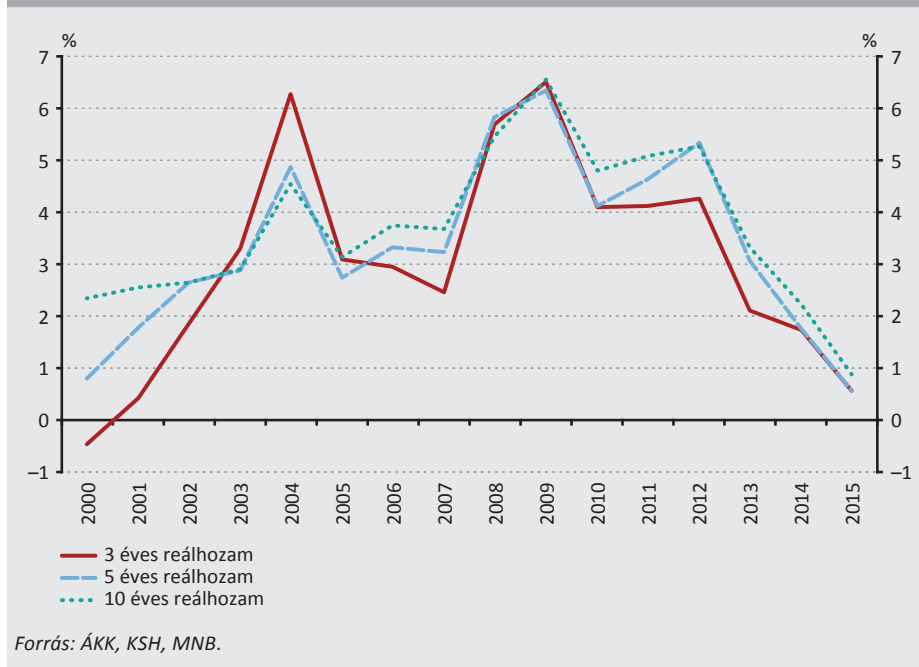
<sup>8</sup> A tanulmányban vizsgált időszak 2015 végéig tart. Azóta az alapkamat további 45 bázisponttal 0,9 százalékra csökkent.

<sup>9</sup> A tanulmány által vizsgált időszak azonban 2015. december 31-én lezárul, ezért nem mutatjuk be részletesen sem az Önfelfinanszírozási program harmadik fázisát, sem a három hónapos betét mennyiségi korlátozásának hatásait.



Az adósság fenntarthatósága szempontjából igen fontos az állampapírok reálhozama is, amely erős ingadozást mutatott a vizsgált években. A forintkötvények GDP-deflátorral számolt előretekinthető reálhozama<sup>10</sup> 2000–2007 között a globális likviditásbőség és magas kockázatvállalási hajlandóság mellett 4 százalék alatt ingadozott (eltekintve 2004-től), tehát csak kismértékben reagált az államadósság-ráta fokozatos emelkedésére. A globális pénzügyi válság felszínre hozta a magyar gazdaság strukturális és pénzügyi problémáit. Megkérdőjeleződött az államadósság rövid és hosszú távú fenntarthatósága, és azonnal megugrott az országgokozati felár, aminek következtében nagymértékben nőttek az állampapírci hozamok.<sup>11</sup> Az előretekinthető reálhozamok 2012-ig magas szinten álltak, amit 2013-tól jelentős mérséklődés követett az előzőekben részletezett okok (kedvezőbb nemzetközi környezet, országspecifikus tényezők, alacsonyabb jegybanki alapkamat stb.) következtében, és a reálhozamok 1 százalékra csökkentek (6. ábra).

**6. ábra**  
Az előretekinthető reálhozamok alakulása  
(százalék)



<sup>10</sup> A GDP-deflátor mindhárom esetben előretekinthető, az állampapírok teljes futamidejére átlagoltuk, ugyanis a piaci hozamok kialakulásakor az állampapírok befektetői az árak alakulására vonatkozó várakozásaik alapján dönthetnek az elvárt hozamról. A GDP-deflátor előrejelzésénél az MNB 2016. decemberi Inflációs jelentését vettük alapul.

<sup>11</sup> 2008 végén és 2009 elején olyan nagymértékű volt a befektetők bizalmatlansága, hogy Magyarország átmenetileg felfüggesztette az állampapír-kibocsátásokat (eltekintve a rövid futamidejű diszkontkincstárjegyeiktől).

## 6.2. Az implicit kamatok

*Implicit kamatrátának azt a kamatlábat nevezzük, amely a ténylegesen fizetett kamatokat mutatja a fennálló adósságállomány arányában.* Az implicit kamatrátát többféleképpen is számolhatjuk, attól függően, hogy a kamatfizetést melyik évi adósságállomány után vesszük figyelembe, tehát az adott évben kifizetésre kerülő kamatok a megelőző évi, illetve a tárgyévi állományhoz is kötődhetnek. Egy hosszabb futamidejű hitelnél például jellemzően a korábbi fennálló állomány után kell kamatot fizetni, az egészen rövid állampapírok (például 3 hónapos diszkontkincstárjegy) után fizetett kamat azonban az adott évi állományhoz kapcsolódik, illetve kamatot kell fizetni az év során kibocsátott állampapírok után is.<sup>12</sup> Ha az adósságállományon belül az egyes instrumentumok aránya nagyjából állandó, akkor nincs jelentősebb különbség az eredményben. Az előbbieket figyelembe vételével a kamatfizetést az előző évi és a tárgyévi adósság súlyozott átlagának arányában fejezzük ki úgy, hogy a devizaadósságot az éves átlagos árfolyamon váltjuk át forintra:

$$int_t^{imp} = \frac{exp_t^{int}}{\omega * debt_t^{nom} + \omega * debt_{t-1}^{nom}} \quad (9),$$

ahol ebben az esetben  $\omega = 0,5$

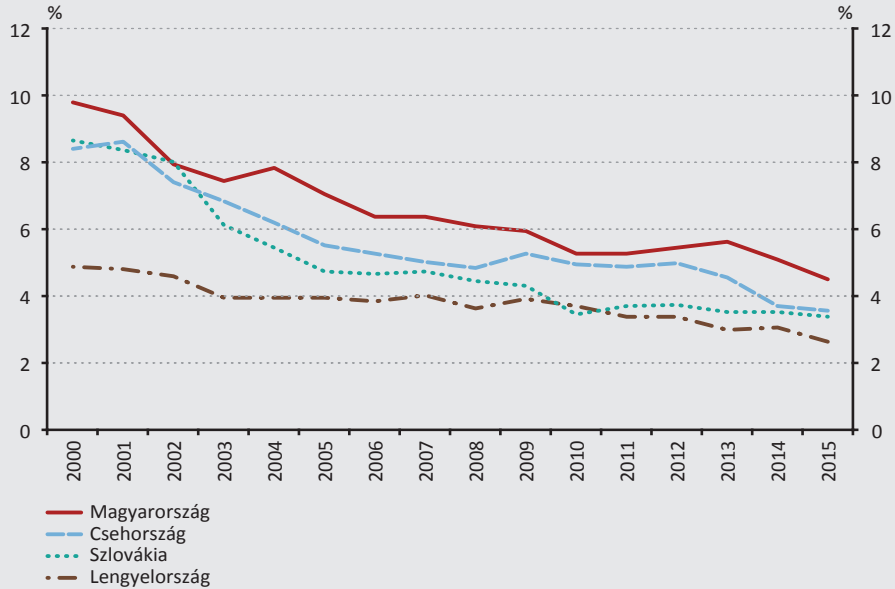
*Az implicit kamatkiadások trendszerűen mérséklődtek a vizsgált időszak során, hazánkban és a régióban egyaránt (7. ábra).* A csökkenésben számos tényező közrejátszott, amelyek közül az egyik legfontosabb az infláció csökkenése, illetve a régió kockázati megítélésének a kamatfelárak mérséklődésében is megjelenő javulása volt. Mindemellett nagy szerepet játszott a régiós jegybankok erőteljes lazítási politikája.

*A válságot követően regionális összevetésben hazánkban mérséklődött leginkább az implicit kamat.* A V4-országok közül Magyarországon volt és jelenleg is hazánkban a legmagasabb az implicit kamatszint, ami nagyrészt az „örökölt” magas adósság miatt elvárt magas felárak következménye. A válságot követően azonban hazánk implicit rátája érdemben csökkent: a régió többi országában jellemző 1–1,3 százalékpontos csökkenést meghaladva, 1,6 százalékponttal mérséklődött.

*Az implicit kamat csökkenése különösen kedvező annak tükrében, hogy a magyar adósság durációja 2010 óta több mint fél évvel növekedett.* Az implicit ráta mérséklődése tehát annak ellenére jelentkezett, hogy közben az államadósságon belül érdemben nőtt a hosszú lejáratú adósság aránya, ami önmagában általában a magasabb kamatfizetés irányába mutat. A duráció növekedése a stabilabb, kisebb megújítási kockázattal rendelkező adósságszerkezet kialakulását segíti, és általában ennek költsége a magasabb kamat (8. ábra).

<sup>12</sup> Az év során kibocsátott állampapírok után eredményszemléletben mindig el kell számolni a kamatkiadást az év hátralévő részére, de a pénzforgalmi statisztikában csak akkor, ha a kamatfizetés ténylegesen sor kerül (azaz a kamatfizetés fordulónapja a kibocsátás utáni napra esik az évben).

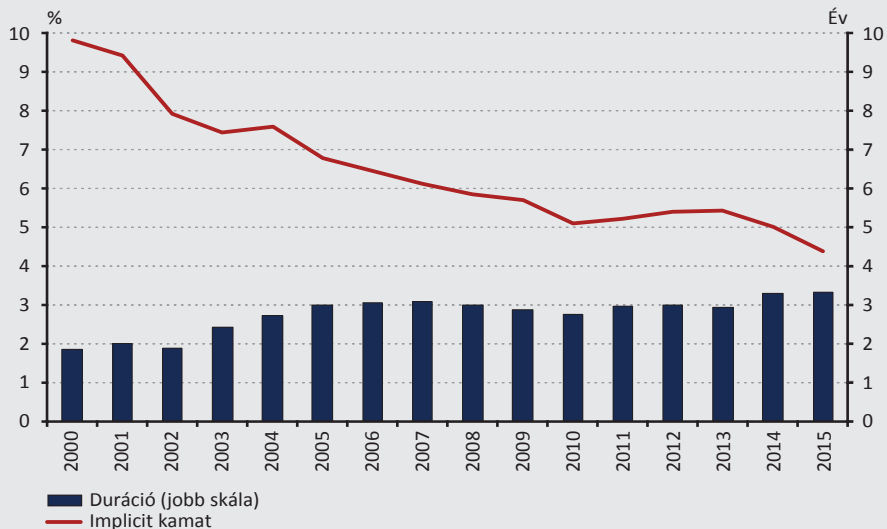
**7. ábra**  
Az államadósság implicit kamatának alakulása a régióban (százalék)



Megjegyzés: Az adatok az imputált kamatkidásokat nem tartalmazzák. (Részletesebben lásd a 7. fejezetben.)

Forrás: Eurostat.

**8. ábra**  
A magyar államadósság implicit kamata (százalék) és durációjának alakulása (év)



Megjegyzés: Az adatok az imputált kamatkidásokat nem tartalmazzák. (Részletesebben lásd a 7. fejezetben.)

Forrás: Eurostat, OECD.

*Az implicit kamatok 2012–2013-ban bekövetkező növekedését részben az IMF-EU-hitel lejáratának előfinanszírozása okozhatta, amely először a deviza-, később a forint-kibocsátások növelését tette szükségessé. A nemzetközi szervezetektől felvett hiteleket koncentráltan kellett törleszteni, és abban az időszakban a piaci hozamok magasabbak voltak, mint a hitelek kamatozása. Később ez változott, és a piaci hozamok folyamatos csökkenése következtében az EU-hitel utolsó részletének visszafizetésekor a forintkötvények hozama már alacsonyabb volt, mint az Európai Unió által nyújtott devizahitel kamata. Megjegyzendő, hogy a devizahitelek alacsony kamata csak látszólagos, mert a devizakibocsátások közvetetten növelik a kereskedelmi bankok jegybanknál elhelyezett betéeteinek összegét, és így a jegybank kamatköltségét. Forintkötvények kibocsátásakor ilyen hatás nem jelentkezik.*

## 7. Az imputált kamatkiadásokról

*A nyugdíjrendszer 2011-es átalakítását követően a statisztikai módszertan az állam által átvett vagyonnal megegyező mértékű kötelezettségállományt számolt el a kormányzati szektorban (MNB 2014c)<sup>13</sup>. Az ESA2010 módszertan alapján a vagyonátadások a kormányzati szektor egyszerre veszi át a háztartások eszközállományát és az azzal azonos nagyságú kötelezettséget, így a kormányzati szektor nettó pozíciója változatlan marad. A módszertan szerint azonban a társadalombiztosítási alrendszer továbbra is újraelosztási rendszer, így annak nem lehet nyugdíjkötelezettsége. Ehelyett társadalombiztosítási járulékelőlegként kell kimutatni az átvett összeggel megegyező kötelezettségállományt. Az előlegként nyilvántartott vagyont a jövőben majd a tagok számára kifizetett nyugdíjakkal egy időben transzferbevételeként lehet elszámolni a kormányzati szektorban, amely csökkenti a kormányzat nyilvántartott kötelezettségeit, amíg azok el nem fogynak.*

### A régi nemzeti számlás módszertan jellemzői

Az ESA95 módszertan a tagok átlépését olyan vagyonátadásként kezelte, amikor a háztartások a vagyonukat a magánnyugdíjpénztártól az államhoz helyezték át, és ezáltal a pénztárak nyugdíjfizetési kötelezettsége megszűnt, míg a kormányzati szektor egyenlege a teljes átadott vagyon összegével javult. Ez a szemlélet elsősorban a társadalombiztosítási rendszer sajátosságait tartotta szem előtt.

*Mindaddig, amíg fennáll a reformból eredő kötelezettségállomány a kormányzati szektorban, a statisztika kamatkiadást számol el vele kapcsolatban, amit imputált kamatkiadásnak nevez. Erre azért van szükség, mert az Eurostat érvelése szerint az átvett eszközök az állam számára kamatbevételt jelenthetnek, vagy amennyiben*

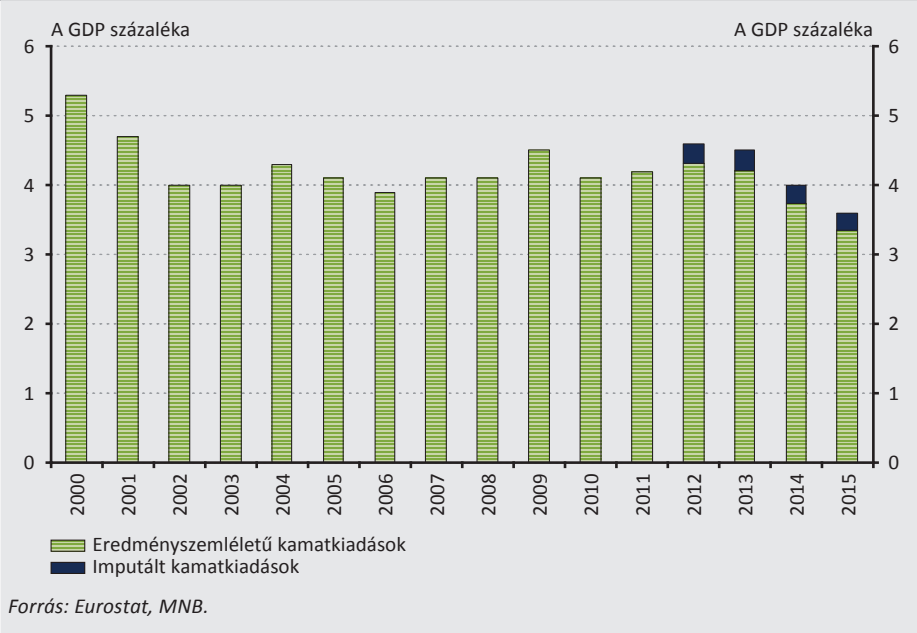
<sup>13</sup> Más megközelítést is alkalmazhatunk: P. Kiss – Kékesi (2011:44) szerint „mivel 2011-ben a magánnyugdíjpénztári tagok túlnyomó része visszalépett az állami rendszerbe, elemzési célból úgy is tekinthetjük, hogy a nyugdíjreformra (ti. a magánnyugdíjpénztárak bevezetésére – a szerző) nem is került sor.”

adósságsökkentésre fordítják, az a kamatkiadások csökkenését eredményezi. Az aktuálisan fennálló állományra évente 3 százalék kamatkiadást számol el a statisztika. Valódi kamatfizetés nem történik, de ezt éppúgy az állami kamatkiadások között veszik figyelembe, mint a tényleges adósság után fizetendő terheket (9. ábra).

9. ábra

## Az ESA-kamatkiadások és az imputált kamatok

(a GDP százaléká)



Az új módszertani elszámolás az egyes években kismértékben, a teljes időszak során pedig az átvett vagyonnal megegyező összegben javítja az egyenleget. Az imputált járulékbévételek folyamatosan emelkednek, mert az állami rendszerbe visszalépők egyre nagyobb része vonul nyugdíjba, és ezzel párhuzamosan csökken a fennálló kötelezettségállomány és a kapcsolódó imputált éves kamatkiadások is csökkennek. Kezdetben az imputált bevételek és kamatkiadások egyenlege az egyes években nulla közeli, később folyamatosan egyre pozitívabb lesz, és összege a teljes horizonton (2012 és 2046 között) pontosan megegyezik majd azzal a 2855 milliárd forinttal, amelyet ténylegesen átvett az állam (1. táblázat).

**1. táblázat**

**Az átvett vagyon és a kapcsolódó kötelezettségállomány egyenleghatása**

(milliárd forint)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2020	2030	2040	2046
1. Átvett kötelezettségállomány	2791	2846	2855	2851	2845	2836	2823	2766	2286	1150	0
2. Imputált járulékbérvétel		84	87	89	92	95	97	106	143	192	225
3. Imputált kamatkiadás		84	85	86	86	85	85	84	71	39	7
4. Egyenleghatás (2–3)		0	1	4	6	9	12	23	72	153	218

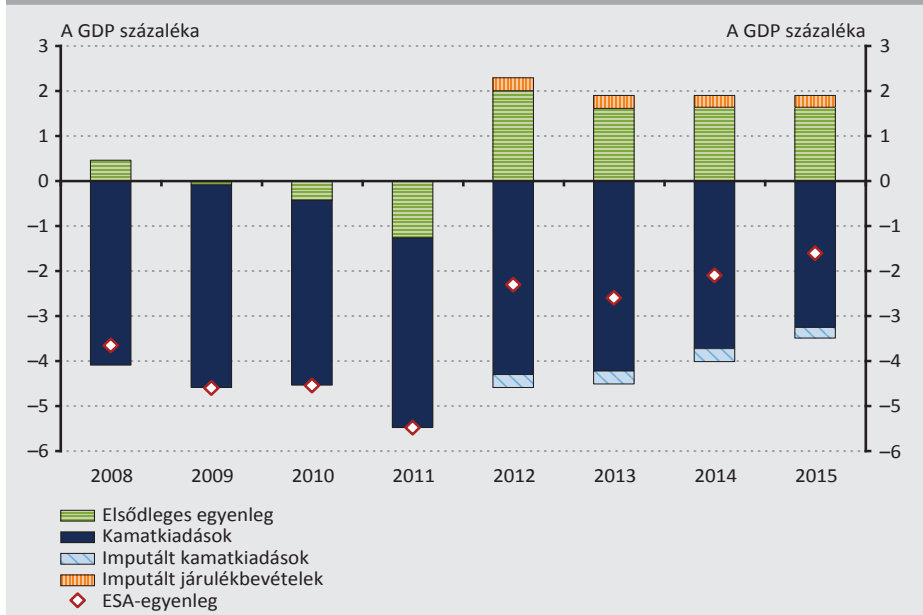
Forrás: MNB 2014c.

Közgazdaságilag ugyanakkor ezek az imputált kiadások véleményünk szerint nem tekintendők kamatkiadásoknak. Az átkerült vagyon, bár kötelezettséget von maga után, de – egyébként a közgazdasági logikával összhangban – nem növekszik az államadósság, míg a kamatfizetés klasszikusan az adósságot keletkeztető instrumentumok után történik. Vagyis az elszámolt „kamat” az új statisztikai módszertan szerint ugyan kamatkiadás, az imputált kötelezettségállomány azonban „egyéb kötelezettség”, és ezért erre a „kamatkiadásra” logikusabb lehet inkább az elsődleges egyenlegen belüli kiadásként tekinteni. Továbbá az imputált kamatkiadáshoz nem is tartozik valódi pénzmozgás és fizetés (10. ábra).

**10. ábra**

**ESA-egyenlegek imputált kamattal és anélkül**

(a GDP százalékában)



Forrás: Eurostat, MNB.

*Emiatt érdemes a kamatkiadásokat az imputált kamatok nélkül bemutatni, és azokat az imputált járulékbévételekkel szembeállítani az elsődleges egyenlegen belül.* A korrekció közgazdaságilag megalapozottabbnak tűnik, ezért az MNB az elemző kiadványaiban (Inflációs jelentés, Költségvetési jelentés) ezt a módszertant alkalmazza, tehát azok eltérnek a hivatalos statisztikától. A változtatás a hivatalos adatokhoz képest az elsődleges bevételeket és a kamatkiadásokat egyaránt csökkenti, de az ESA-egyenleg mértékét nem befolyásolja. Az MNB hivatalos statisztikai kiadványában a hivatalos adat jelenik meg.

## 8. Összefoglalás

Az elmúlt három évben jelentősen csökkentek az állami kamatkiadások. A csökkenést főként az állampapírpiaci hozamok mérséklődése okozta, amit a kedvező nemzetközi környezetben végrehajtott jegybanki programok nagymértékben segítettek. A hazai tényezők jelentős szerepét támasztja alá, hogy a kamatkiadások a válság után hazánkban mérséklődtek a leginkább, és az EU, illetve az MNB előrejelzése szerint 2017-ig ez a csökkenés továbbra is kiemelkedő marad Magyarországon.

Cikkünkben az eredmény szemléletű állami kamatkiadások változását főbb tényezőire bontottuk, az államadósság változásának dekompozíciójához hasonló módszertan felhasználásával. A felbontás során arra törekedtünk, hogy a GDP-arányos kamatkiadások évenkénti változásában el lehessen különíteni az olyan alapvető makrogazdasági folyamatok hatását, mint a hozamok változása, az árfolyamváltozás és az adósságráta változása.

Elemzésünkben 2000 után négy jól elkülönülő időszak azonosítható aszerint, hogy az egyes makrogazdasági tényezők hogyan járultak hozzá a kamatkiadások változásához. 2000–2002 között éves átlagban a GDP 0,9 százalékaival mérséklődtek a kamatkiadások, amit a hozamok és az adósságráta csökkenése egyszerre okozott. 2003 és 2007 között a kamatkiadások az adósság növekedésének kiadásokat növelő és a világgazdaságra jellemző alacsony hozamszint kiadáscsökkentő hatására a GDP 4 százaléka körül ingadoztak.

A válság kitörése után megugrott az adósság szintje és visszaesett a gazdasági növekedés, így 2009-ben jelentős mértékben emelkedtek az állami kamatkiadások. A hozam növekedését azonban ellensúlyozta, hogy az államadósságot nemzetközi szervezetek finanszírozták az akkori piaci hozamoknál alacsonyabb kamaton. Ezt követően 2013-tól átlagosan a GDP 0,3 százalékpontját meghaladó mértékben csökkent az államháztartás kamatfizetése. Ehhez az MNB Önfelfinanszírozási programja és a kamatcsökkentési ciklus által támogatott hozamcsökkenés járult hozzá leginkább, de segítette az adósságráta folyamatos csökkenése is.

A kamatkiadások elemzésénél figyelembe kell venni, hogy a nyugdíjrendszer 2011-es átalakítását követően a statisztikai módszertan az átvett vagyonnal megegyező mértékű kötelezettségállományt számolt el, amely után kamatkiadást imputálnak (MNB 2014c). A kötelezettségállomány után imputált kamat 2012-től folyamatosan növeli az állami kamatkiadásokat, míg ezzel párhuzamosan a statisztika járulékbévételeket is imputál. Az államháztartás egyenlegét – a kötelezettségállomány teljes leépüléséig – éves szinten kismértékben, a teljes elszámolási időszak alatt (2046-ig) pedig összességében az átvett vagyonnal megegyező értékben javítja.

A tanulmányban amellet érvelünk, hogy az imputált kiadások közgazdaságilag nem tekinthetők kamatkiadásoknak, mert a kamatfizetés az adósságállomány függvénye, míg ez a kötelezettségállomány – egyébként helyesen – nem növeli az államadósságot. Emiatt tanulmányunkban a kamatkiadásokat az imputált kamatok nélkül mutatjuk be, és elemzési fókuszú kiadványaiban az MNB is így közli az adatokat. A kamatkiadás és az elsődleges egyenleg többlete így egyaránt alacsonyabb a hivatalos statisztikákhoz képest, miközben az ESA-egyenleg változatlan.



## 1. Függelék

2. táblázat A tanulmányban elemzett főbb adatok összefoglalása																
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Adatok milliárd forintban</b>																
Bruttó ESA-kamatkiadások (imputált kamatok nélkül)	702	721	696	766	913	916	935	1 035	1 100	1 185	1 115	1 172	1 231	1 278	1 213	1 115
Az államháztartás konszolidált adóssága forint	7 340	7 954	9 574	10 982	12 296	13 585	15 612	16 757	19 372	20 471	21 799	22 721	22 414	23 076	24 514	25 402
deviza	4 726	5 530	7 205	8 297	9 040	9 647	11 053	11 466	11 607	10 990	11 549	10 958	12 676	13 368	14 766	16 442
Reál GDP (2010-es áron)	2 614	2 424	2 370	2 685	3 256	3 938	4 558	5 292	7 765	9 481	10 250	11 763	9 738	9 708	9 748	8 961
Nominál GDP	22 167	23 004	24 039	24 960	26 209	27 358	28 412	28 540	28 794	26 904	27 086	27 557	27 115	27 690	28 810	29 717
	13 322	15 383	17 422	19 077	21 024	22 471	24 153	25 560	27 072	26 297	27 086	28 166	28 661	30 127	32 400	33 999
<b>Forint/Euro árfolyam</b>																
Éves átlagos forint/euro árfolyam	260,0	256,7	243,0	253,6	251,8	248,1	264,2	251,3	251,7	280,3	275,3	279,4	289,3	297,0	308,6	309,8
<b>Százalék</b>																
Reál-GDP-növekedés	4,2	3,8	4,5	3,8	4,9	4,4	3,8	0,4	0,8	-6,6	0,7	1,7	-1,6	2,1	4,1	3,1
GDP-arányos ESA-kamatkiadás	5,3	4,7	4,0	4,0	4,3	4,1	3,9	4,1	4,1	4,5	4,1	4,2	4,3	4,2	3,7	3,3
GDP-arányos ESA nettó kamatkiadás	4,8	4,0	3,6	3,7	3,9	3,8	3,6	3,8	3,6	4,0	3,8	3,7	3,9	4,0	3,5	3,2
GDP-arányos államadósság	55,1	51,7	55,0	57,6	58,5	60,5	64,7	65,6	71,6	78,0	80,6	80,7	78,2	76,6	75,7	74,7

A táblázat folytatódik a 71. oldalon.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Százalék</b>																
Átlagos 3 hónapos hozam	10,9	10,7	8,9	8,2	11,1	6,8	6,9	7,6	8,8	8,4	5,4	6,0	6,9	4,1	2,1	1,1
Átlagos 12 hónapos hozam	10,8	10,5	8,9	8,2	11,0	6,8	7,1	7,5	8,9	8,4	5,5	6,1	6,9	4,1	2,2	1,1
Átlagos 1 éves hozam	10,7	10,3	8,9	8,0	10,7	6,8	7,3	7,4	9,0	8,6	5,6	6,2	7,1	4,1	2,3	1,2
Átlagos 3 éves hozam	9,8	9,1	8,4	7,8	10,0	6,9	7,6	7,2	9,4	9,3	6,7	7,0	7,5	4,8	3,6	2,1
Átlagos 5 éves hozam	9,1	8,6	7,8	7,3	9,2	6,8	7,4	7,0	9,2	9,3	7,0	7,4	7,7	5,2	3,9	2,7
Átlagos 10 éves hozam	8,5	8,0	7,1	6,8	8,2	6,6	7,1	6,7	8,2	9,1	7,3	7,6	7,9	5,9	4,8	3,4
Átlagos 15 éves hozam		6,7	6,9	6,7	7,8	6,5	7,0	6,5	7,9	8,9	7,3	7,6	7,9	6,3	5,2	3,7

Forrás: ÁKK, Ameco, Eurostat, KSH, MNB.

## Felhasznált irodalom

- Ardagna, S. – Caselli, F. – Lane, T. (2004): *Fiscal Discipline and The Cost of Public Debt Service. Some Estimates for OECD Countries*. ECB Working Paper Series, No. 411.
- Ádám János – Kicsák Gergely – Várpalotai Viktor (2015): *A 2012-2014-ben végrehajtott főbb jegybanki programok költségvetési hatásai* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Barabás Gyula – Hamecz István – Neményi Judit (1998): *A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése (Magyarország tapasztalatai a piacgazdaság átmeneti időszakában)*, MNB Füzetek 1998/5.
- Baksay Gergely – Karvalits Ferenc – Kuti Zsolt (2012): *The impact of public debt on foreign exchange reserves and central bank profitability: the case of Hungary*, BIS Papers, No 67, október:179-193.
- Baksay Gergely – Berki Tamás – Csaba Iván – Hudák Emese – Kiss Tamás – Lakos Gergely – Lovas Zsolt – P. Kiss Gábor (2013): *Az államadósság alakulása 1998 és 2012 között Magyarországon: trendek, okok, hatások*, MNB-Szemle Különszám, október:14-22.
- Bundesbank (2013): *The development of government interest expenditure in Germany*, Deutsche Bundesbank, Monthly Report, September 2013.
- Csávás Csaba – Kollarik András (2016): *Az Önfinszírozási program hatása a monetáris kondíciókra*, MNB Tanulmánykötet, augusztus:65-90.
- Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter (2014a): *Az önfinszírozási program stabilabb állampapírpiacon eredményezett*. <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter – Nagy Márton (2014b): *A forintosítás időben elnyújtva csökkenti a jegybank mérlegét és így a forintlikviditást*. <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Izak, V. (2009): *Primary Balance, Public Debt and Fiscal Variables in Postsocialist Members of The European Union*, Prague Economic Papers, 2.
- Kékesi Zsuzsa – P. Kiss Gábor (2011): *Az 1998-as nyugdíjreform visszafordítása rövid távú megközelítésben*, MNB Szemle, április:44-47.
- Kicsák Gergely (2015): *A 2012-2015-ben bevezetett jegybanki intézkedések hatása az államháztartás finanszírozására*. <http://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.

- Kicsák Gergely (2016a): *Az EU-hitel utolsó részletének törlesztése egyszerre csökkentette az ország sérülékenységét és az adósságfinanszírozás költségét.* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Kicsák Gergely (2016b): *Magyarországon csökkennek a leginkább az állami kamatkiadások az EU-ban.* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Kolozsi Pál Péter (2014): *Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei.* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Magyar Nemzeti Bank (MNB) (2014a): *Az ország adósság szerkezete tovább javítható, MNB Háttéranyag.*
- Magyar Nemzeti Bank (MNB) (2014b): *A kétéves kamatcsökkentési ciklus hatásai, MNB Háttéranyag.*
- Magyar Nemzeti Bank (MNB) (2014c): *Magyarország pénzügyi számlái.*
- Magyar Nemzeti Bank (MNB) (2015): *Megújul a jegybanki eszköztár, MNB Sajtóközlemény.* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. július 1.
- Nagy Márton – Palotai Dániel (2015): *Az MNB eszközeinek megújításával tovább csökkenti az ország sérülékenységét.* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Orbán Gábor – Szapáry György (2006): *Magyar fiskális politika: quo vadis?* Közgazdasági Szemle, LIII. évf., április:293–309.
- Tóth G. Csaba (2011): *Adósságdinamika és fenntarthatóság,* Statisztikai Szemle, 89. évfolyam 12:1243-1268.