

Barcza György

# Az államadósság szerepének változása a közgazdaságtanban és a magyar adósságkezelés alapelvei

**ÖSSZEFOGLALÓ:** A tanulmány a magyar államadósság-kezelés stratégiáját mutatja be, amely az adósságráta és a devizaarány csökkentésén valamint a lakossági állampapírciklus fejlesztésének alapelvein nyugszik. Az államadósság makrogazdaságban betöltött szerepének megítélése azonban a közgazdasági elméletek oldaláról bizonytalan, mert kevés kutatás áll rendelkezésre. Az elméleti irodalom áttekintése azért fontos, mert ezáltal jól nyomon követhető, hogy milyen jelentős mértékben értékelődött fel az államadósság témája a 2008-as pénzügyi válság után. Korábban a makrogazdasági modelleknek csak egy szűk körében szerepelt az államadósság. A fejlődő országok 1982–2003 közötti válságai miatt alakult ki a válságok előrejelzésével foglalkozó elméleti irodalom, amelyekben az eladósodottság és az államadósság szerepet kapott, mint a pénzügyi válság előfordulásának valószínűségét növelő tényező. Az utóbbi években azonban új kutatási területek nyíltak meg a hosszú távon fenntartható adósság, illetve az államadósságnak a gazdaság lassítására gyakorolt hatásának témáiban. A magyar államadósság – mint a régió legmagasabb államadósság-rátája – pedig az empirikus tapasztalatok alapján az 1990 utáni időszakban hozzájárulhatott a lassabb felzárkózáshoz, sőt a 2004–2008 közötti stagnáláshoz, majd a 2009-es válság elmélyítéséhez. A magyar államadósság problémájának leküzdése, ezért a 2010 utáni gazdaságpolitika fontos céljává vált, s ezt a folyamatot az adósságkezelési alapelvek és a választott eszközök támogatják.

**KULCSSZAVAK:** makroökonómia, makrogazdaság, államadósság, adósság-kezelés, eladósodottság, Ricardó-i ekvivalencia

**JEL-KÓD:** E620, H630,

## BEVEZETÉS

Az államadósság makrogazdaságban betöltött szerepéről a 2008-as pénzügyi válságot követően jelentős szemléletbeli változás következett be. Az 1970-es években megindult nemzetközi pénzügyi liberalizációt követően a fejlődő országok számára megnyílt a lehetőség a külső eladósodásra mind a magánszektor, mind az állami szektor részéről. A jelentős eladósodási hullámokat azonban többnyire

súlyos válságok zárták le, amelyek rávilágítottak, hogy a külső eladósodásra, az államadósság növelésére épülő gazdasági növekedés jelentős kockázatokat is hordoz. A gyakorlati tapasztalatokra válaszul születtek meg azok a kutatások, amelyek az eladósodásnak – és ezen belül is az államadósságnak – a pénzügyi válságok kialakulásában és lefutásában játszott szerepét keresték. Ezen a téren jelentős elméleti irodalom alakult ki, azonban nem született válasz a nemzetgazdaságok hosszú távú fejlődés szempontjából optimálisnak tekinthető adósság szintjére.

*Levelezési e-cím:* barcza.gyorgy@akk.hu

## NEMZETKÖZI IRODALOM A VÁLSÁG ELŐTT

Az Egyesült Államokban indult, majd számos fejlett országra is áttérjedő 2008–2009-es pénzügyi válság után az általános eladósodás, a 2010–2011-es euróválság után pedig az államadósság szerepe felértékelődött. Széles körben indultak meg kutatások az empirikus adatok újraértelmezéséről, hogy új kapcsolatokat találjanak az eladósodottság és egy pénzügyi válság kockázata vagy a növekedés között. A növekedési hatás bekapcsolása pedig megnyitja a lehetőséget annak a kérdésnek a megválaszolásához, hogy mit tekintünk optimális adósságrátának. Az nyilvánvaló, hogy a hitelezők szempontjából a csődesemény nélküli, de minél magasabb jövedelmezőséget biztosító adósság az „optimális”. Ezzel szöges ellentétben áll azonban az adott nemzetgazdaság érdeke, amely számára az optimális a hosszú távú növekedést legjobban elősegítő mérték.

Az államadósság hatásainak régiós tapasztalatairól még nem állnak rendelkezésre elemzések, de mivel Magyarország államadóssága az elmúlt negyven évben – néhány rövid időszak kivételével – magasabb volt a régió országainál, ezért az empirikus adatok áttekintése is tartalmaz információt az államadósság szintjének hatásáról a felzárkózás folyamatában.

Mivel a gyakorlati államadósság-kezelés a rendelkezésre álló irodalom miatt csak csekély mértékben tud az elméleti megalapozottságra építeni, a magyar államadósság-kezelést olyan alapelvekre kell építeni, amelyek biztosítják az összhangot a kiszámíthatóság és a rugalmasság között. E három alapelv az államadósság-ráta és a devizaarány csökkentése, valamint a lakossági állampapírpiac fejlesztése. A gazdaságpolitikán belül a 2010 után visszaszerzett költségvetési hitelesség, a tartósan alacsony költségvetési hiány, valamint a jegybanki önfinszírozó program is támogatja az adósságcélok elérését. A sikeres adósságkezelés az államadósság biztonságosabbá tételével járul hozzá az államadósság olcsóbb finanszírozásához.

A közgazdaságtani kutatások a 2008–2009-es pénzügyi, illetve a 2010–2011-es euróválság után intenzívebben kezdték keresni az eladósodás és a gazdaság kapcsolatait. A kutatások mára széles körű irodalmat jelentenek, amelyek alapvetően három téma köré csoportosíthatók. Ezek a pénzügyi válságok kialakulásában játszott szerep, a hosszú távú növekedésre gyakorolt negatív hatás, illetve az adósság fenntarthatósága.

Az optimális adósságráta *Barro* (1974) korai tanulmányára vezethető vissza, aki az államadósság semleges reálgazdasági hatását, a ricardói ekvivalenciaelvet kérdőjelezte meg. Indokolásában cáfolja, hogy az adófizetők az államadósság emelkedésével párhuzamosan visszafognák fogyasztásukat és így növelnék megtakarításukat a jövőbeli adóemelésre számítva. A *Barro* (1977) által vázolt elmélet az adósság optimális szintjéről azonban ritka kivétel maradt. Tanulmányának következtetése, hogy az államadósságot a megtakarítások szintjének függvényében szükséges alakítani annak érdekében, hogy az adósságból finanszírozott beruházások emeljék a reálnövekedés sebességét. Számszerű becslések azonban csak a 2008-as válságot követően születtek, amelyeket az erről az időszakról szóló részben mutatunk be.

A 2008–2009-es nemzetközi pénzügyi válságot megelőző időszakban az adósság és az államadósság szintjének következményeire irányuló kevés kutatás oka részben az a gyakorlati tapasztalat volt, hogy a fejlett országokban a túlzott eladósodás az 1970-es évektől nem volt központi kérdés. A világháborút követő két évtizedben a fejlett országok kezelhető szintre tudták csökkenteni az államadósságukat. Az Egyesült Államok a II. világháború után a 100 százalék feletti adósságát két évtized alatt 60 százalék alá csökkentette. Az 1980-as évektől Európában az euró bevezetéséhez szükséges ál-

lamadósság-kritérium az adósság 60 százalék alá csökkentését követelte meg. Néhány fejlett országban jelentkezett csak a túlzott eladósodás. A svéd (1993), illetve a japán (1990-től napjainkig) eladósodás problémája inkább kivétel volt. A két ország adósságpályája ráadásul eltérően alakult. Svédország a pénzügyi válságban elért 90 százalék feletti államadósságrátát a következő tíz év alatt sikeresen csökkentette a fejlett országok között alacsonynak számító 40 százalékos szintre. Japán pedig az 1989–1990-es pénzügyi válság óta eltelt 25 évben emelkedő adósságpálya mentén elérte a példa nélkül álló 230 százalék feletti államadósságrátát és mindezidáig elkerülte a szuverén adósságválság veszélyét, bár a növekedés alacsony szinten maradt.

Az államadósság fenntarthatóságának kérdése ezért a 2008-as fejlett országokat is érintő pénzügyi válságig a fejlődő országokra szűkül. A '80-as és '90-es évek pénzügyi liberalizációja megnyitotta a lehetőséget a fejlődő országok előtt jelentős összegű külső forrásbevonásra. Az eladósodási periódusok után következő pénzügyi válságok – mint a latin-amerikai 1982-ben, az ázsiai 1997-ben vagy a későbbi orosz, brazil, argentin, török válságok – rávilágítottak arra, hogy az eladósodás túlzott méreteket is ölthet és a külső adósságra alapozott növekedés problémákat is okoz.

A fejlődő országok sorozatos válságaira válaszul a kutatások is elkezdtek vizsgálni a pénzügyi válságok és az eladósodás közötti kapcsolatot. A tanulmányok azonban elsősorban az eladósodásnak a válság kialakulásában játszott szerepére fókuszáltak. Egyrészt keresték azokat a makrogazdasági változókat, amelyek a válság kialakulásában kimutathatóan fontos szerepet játszanak, illetve olyan modelleket építettek, amelyek egy pénzügyi válság bekövetkezésének valószínűségét becsülték. Ezeket úgynevezett „korai figyelmeztető modelleknek” (*early warning systems*) nevezték. (Kaminsky – Saul – Reinhart, 1998)

Annak ellenére, hogy az eladósodás – mint egy válságot előidéző tényező – kimutatható volt, adósságválság hiányában a fejlett országokat ezekkel a modellekkel nem vizsgálták (Lestano – Jacobs – Kuper, 2003). Röviden a fejlődő országok válságaiban a túlzott eladósodást, elsősorban a külső adósságot, mint eredendő bűnt (*original sin*) – értelmezték, de a következtetések megmaradtak a válság kialakulásában, majd a korrekció fázisában való szerepénél (Eichengreen – Hausmann, 1999; Eichengreen – Hausmann – Panizza, 2002).

Érdekes kérdés, hogy a kutatások miért nem léptek túl a válságmodelleknél, és miért nem vált az optimális adósságszint is fontos témává. Nyilvánvalóan az optimális és a fenntartható adósságszint eltér egymástól. Az optimális adósságszint nem lehet magasabb, mint a fenntartható, hiszen ebben az esetben a fenntarthatatlan adósságpálya az államcsödhöz vezető utat jelenti. Az optimális adósságszint arra a kérdésre adna választ, hogy egy adott országnak az adósságot csökkenteni kell-e vagy engedheti emelkedni annak érdekében, hogy a fejlődés gyorsabb legyen. Az optimális adósságráta kérdése ezért alapvetően mond ellent annak az 1990-es években sokszor hangoztatott közgazdasági tételnek, miszerint a fejlődő országok alultőkésítetttsége miatt előnyös számukra a külső adósság felhalmozása, mert így több beruházás valósulhat meg és a növekedés gyorsabb lehet. Az természetesen elvitathatatlan, hogy a külső pénzügyi források segíthetnek a beruházási szint emelkedésében, de amennyiben a növekedés nem termeli ki a külső adósság törlesztéséhez szükséges forrásokat, úgy az eladósodottság emelkedik. Ha ez a folyamat tartós, úgy idővel szükségképpen az adósság fenntartatlanná válik és államcsőd veszélye alakul ki, így végső soron az ország előbb-utóbb a Nemzetközi Valutaalap pénzügyi segítségére szorul, amelyet csak a valutaalap által elfogadott gazdasági program alapján kap meg.

Fontos kérdés, hogy az optimális adósság-szintet a hitelező vagy az adós szempontjából vizsgáljuk-e. Nyilvánvaló, hogy a hitelezők szempontjából az államadósságon elérhető minél magasabb jövedelmezőség, azaz hozam az „optimális”, feltéve, hogy a csődeseményre nem került sor, azaz az adósságszolgálat – kamat és törlesztési teher együttesen – minden körülmények között megvalósul, végső esetben a Nemzetköz Valutaalap programja mentén. A hitelezői szempontból optimális adósság azonban nem azonos az adott nemzetgazdaság számára optimális adósságsszinttel. A nemzetgazdaságilag optimális adósságsszint az adott ország hosszú távú fejlődése szempontjából optimális.

A fejlődő országok pénzügyi válságai miatt a fenntarthatósági téma mellett érdemes áttekinteni az elméleti irodalmat is ebből az időszakból. A 2008 és 2011 közötti nemzetközi pénzügyi válságok előtt a közgazdasági elméletekben az eladósodottság szintje lényegében nem kapott szerepet. A főáramú közgazdaságtanban elterjedt termelési függvényre alapozott vagy a reálnövekedést utólag rövid (ciklikus) és hosszú távú (potenciális) komponensekre szétválasztó növekedési modellek nem tartalmaztak adósságsszintre vonatkozó változót, így az eladósodás következményeiről sem adtak információt. Annak ellenére sem vált az államadósság a modellek részévé, hogy a költségvetési hiány pro- vagy anticiklikus jellege, ciklikus igazítása széles körben vizsgált terület. A ciklikus és hosszú távú, potenciális növekedési komponensekre bontáshoz alkalmas reálüzleti ciklusok elméletére alapozott növekedési modelleket például a jegybankok, nemzetközi intézmények, befektetési elemzések széles köre használja a reálgazdasági növekedés utólagos szétbontására a ciklikus és potenciális komponensekre (Jahan – Mahmud, 2013; ECB, 2011).

Az államadósság jellemzői és makrogazdasági hatásai azonban a 2008 előtti időszakban

lényegében kimaradtak a kutatások látóköréből, a már említett fejlődő országokra vonatkoztatott fenntarthatósági kérdés kivételével.

A válságot megelőzően az eladósodás szerepéről a legmesszebbre a pénzügyi szektor mutatóinak bekapcsolásával, az „akceleratorhatás” hipotézisére épülő modellek (Bernanke – Getler – Gilchrist, 1999) jutottak. Ezek lényege, hogy a pénzügyi szektor túlzott kockázatvállalása, az általános eladósodás mértéke súlyosbíthatja és gyorsíthatja a pénzügyi válságot. Ezekben a modellekben sem szerepel azonban a túlzott eladósodás hosszú távú hatása a gazdasági növekedésre, illetve mint pénzügyi válságot kiváltó ok az akceleratorhatás mellett.

## NEMZETKÖZI IRODALOM A VÁLSÁG ÓTA

A 2008-ban elindult nemzetközi pénzügyi válság után az eladósodottság, majd a 2010-ben elindult euróválság után az államadósság új megközelítésbe került. A kezdeti kutatások a makrogazdasági kapcsolatok, hatások lehető legszélesebb körű feltárása érdekében először hosszú távú empirikus adatokból, egyszerű statisztikai mutatók alapján igyekeztek az adósság gazdasági szerepét új alapokon vizsgálni. Az empirikus kutatások eredményei aztán számos újabb kutatás témájává váltak, elkezdődött a következtetések ökonometriai eszközökkel történő alaposabb tesztelése, a formalizált modellek alkalmazása, az ok-okozati összefüggések ellenőrzése.

A közép- és kelet-európai országokra vonatkozólag azonban nem készültek olyan vizsgálatok, amelyek támpontot adnának az eladósodásnak a régió gazdaságira gyakorolt szerepéről. Ebben valószínűleg szerepet játszik, hogy míg a fejlett országokra hosszú távú idősorok is rendelkezésre állnak a használt makrogazdasági mutatókból, addig a régió országaira a rendszerváltást követő rövidebb időszak

adatai állnak megbízhatóan rendelkezésre, ráadásul a fejlődő országokhoz képest kevesebb országról, így a statisztikai-ökonometriai elemzés nagyobb bizonytalanságot hordoz.

Néhány kormányzati pénzügyi vezetőtől olvashattunk olyan véleményt, hogy az az adósság fenntartható, amely egy pénzügyi válság mellett is problémamentes. Fejlődő országoknál ez 40 százalék körüli mérték lehet.

A 2008–2009-es pénzügyi válság azonban „új helyzetet teremtett, sok szempontból át kellett értékelni a válságokkal kapcsolatos ismereteket” (Magas, 2011). Új kutatások indultak az adósságválság jellemzőinek és makrogazdasági hatásainak feltárásához. Kezdetben ezek hosszú idősorok alapján, néhány éves időszakokra számított átlagos adósság- és növekedési mutatók közötti lineáris és nem-lineáris kapcsolatot igyekeztek kimutatni. Az empirikus tapasztalatokat összegyűjtő kutatásokat részben ezeket tesztelő, illetve kiegészítő ökonometriai modelleket használó vizsgálatok készültek.

Az államadósság mellett a magánadóssággal együtt számított eladósodás általános tendenciájának leírásában kiemelendő *Schularick – Taylor* (2009) tanulmánya, amely 1870–2008 közötti adatokat gyűjtött össze a fejlett országokról. A tanulmány legfontosabb következtetése, hogy a második világháborút követő időszakban a reálgazdasági növekedés a fejlett országokban jelentősen felgyorsult, de ez eladósodási folyamattal is párosult. Az időszak negyven éves átlagát tekintve a teljes adósság reálértéken évi átlagban 8,5 százalékos mértékben bővült, ami jelentősen meghaladta a 3–4 százalék közötti reáljövedelem-bővülést annak ellenére, hogy utóbbi történelmi összevetésben igen gyors növekedésnek számít. Ennek következtében a banki eszközök állománya a bruttó hazai termék arányában a II. világháborút megelőző 70 éves időszakban jellemző 50–100 százalék közötti értékéről, 1945 után 200 százalékra emelkedett.

Ebből jól látszik, hogy az elmúlt évtizedekben, de különösen a ’70-es évek pénzügyi liberalizációja óta jelen volt egy eladósodási folyamat a fejlett országokban, amely a 2008–2009-es válság során megakadt és ezt követően több országban az eladósodottság leépülése indult meg. Ez az, úgynevezett *deleveraging* folyamat, amelyet a jegybankok a gyakorlatilag nulla szintre csökkentett kamat eszközének kimerülése után nem konvencionális eszközökkel is igyekeztek lassítani, illetve hitelnövekedést elérni. Az államadósságot tekintve azonban csak néhány országban beszélhetünk csökkenésről. Európában Németország ért el kiegyensúlyozott költségvetést, azaz nulla körüli egyenleget és a növekedés gyorsulását fordította még néhány ország az adósságráta csökkentésére. Az utóbbi folyamat indult meg Magyarországon is a 2010-es kormányváltást követően.

Schularick és Taylor említett tanulmánya az adósságot pénzmennyiségi mutatókra értelmezte, elsősorban azért, mert ezek az adatok álltak rendelkezésre ilyen hosszú időtávon és több fejlett országra. A kutatás kimutatta, hogy a világháborút követő időszakban a növekedés átlagos értéke magasabb volt, mint korábban, de a ciklikus visszaesések egyre mélyebbek lettek annak ellenére, hogy a gazdaságpolitika aktívan beavatkozott a folyamatokba. Ezt több tényezővel igyekeznek magyarázni, köztük azzal is, hogy a pénzügyi szektor méretének növekedése a hitelállományok minőségét, rejtett kockázatait is rontotta, és így a pénzügyi krízisek elmélyítik a válságokat. Nem zárják ki annak a lehetőségét sem, hogy a pénzügyi szektor prociklikussága önmagában is előidézője lehet egy válságnak, ha a fellendülés szakaszában túlhitelezés, túlzott kockázatvállalás valósul meg. Összességében felmerül a kérdés, hogy a ciklikus visszaesések tompítására és a növekedés visszaállítására alkalmazott eszközök közül a hitelezés ösztönzése, a pénzmennyiségi mutató és az államadósság-ráta emelkedése átmenetileg javítja ugyan

a reálnövekedés pályáját, de ugyanakkor a mind nagyobb eladósodottság hosszabb távon fékező tényezőként is hat. Ugyanakkor a növekvő eladósodottságból eredő súlyosabb következmények, a mélyebb ciklikus visszaesések és lassabb kilábalások egyre kevésbé hatékony eszközzé alakítják az eladósodás árán történő gazdasági növekedést ösztönző politikát.

Az általános eladósodottságnál a szűkebb államadósság szerepének kutatásában *Reinhart* és *Rogoff* (2008, 2011a) következtetései igyekeztek új megközelítésben tárgyalni az állam eladósodásának következményeit. Kutatásaik egyrészt az állami szektor eladósodásának a pénzügyi válságok kialakulásában játszott szerepét, másrészt fordított irányban a kibocsátás visszaesésének – mint a fenntarthatatlan államadósság – okozóját, harmadrészt pedig az adósság hosszú távú gazdasági növekedést fékező hatását elemzik.

A növekedési hatás esetében fontos küszöbértéknek találták az államadósság-ráta 90 százalékos szintjét, abban a tekintetben, hogy az ez alatti adósságrátánál nem mutatható ki a gazdasági növekedésre gyakorolt negatív hatás. A növekedésre gyakorolt számszerű hatást tekintve 1 százalékpontos negatív hatást kaptak a tízéves átlagos növekedés értékében a 90 százalékos küszöbérték felett, de azt nem vizsgálták, hogy ez a kapcsolat változik-e a küszöbérték feletti tartományban.

Következtetésük gyorsan népszerű lett nemcsak a közgazdaság-tudomány, de a szélesebb közvéleményben is, de nem eredeti jelentésében. Az idézetek úgy interpretálták a 90 százalék feletti államadósság-ráta küszöbérték jelentőségét, hogy e fölött olyan fenntarthatatlan adósságpálya alakul ki, amely visszafordíthatatlan (*point of no return*). Ez az állítás azonban ebben a formában nem szerepel a *Reinhart* és *Rogoff* által írt cikkekben, hiszen bár az államcsőd és átstrukturálás valószínűségét kimutatták e küszöbérték feletti esetben, azt részben csak a gazdasági növekedés

lassulásával hozták összefüggésbe. A pénzügyi szektor negatív reálkamatokon történő nyomás alá helyezésével pedig példát hoztak arra is, amikor sikeresen csökkentették az államok az adósságukat a 90 százalékos küszöbérték meghaladó szintről is. A fejlődő országoknál a külső adósságra számítottak hasonló küszöbértéket és 60 százalékos adósságrátánál mutattak ki szignifikáns növekedésre gyakorolt hatást.

Az államadósság-ráta gazdasági növekedésre gyakorolt hatásában egy adott küszöbérték szerepét más tanulmányok is vizsgálták. *Caner – Grennes – Geib* (2010) a fejlett országokra 77 százalékos, a fejlődő országokra pedig 64 százalékos külső adósságra – nem az államadósságra – vonatkozó küszöbértéket találtak, amely felett jelentősen lecsökken a gazdasági növekedése. *Kumar és Woo* (2010) az 1970 és 2007 közötti időszak fejlett és fejlődő országait vizsgálva az államadósság-ráta szintjére készített becslést és 10 százalékponttal magasabb adósságrátánál 0,2 százalékponttal lassabb növekedést mutattak ki.

Az adósság és a növekedés közötti összefüggésről azonban cáfolatok is születtek. *Herndon* (2013) alapvetően megkérdőjelezi *Reinhart* és *Rogoff* eredményeit a hosszú távú idősor pontatlansága miatt. Az eladósodás és növekedés közötti ok-okozati összefüggést, illetve a küszöbérték kitüntetett szerepét pedig több formális ökonometriai teszttel cáfolták (*Panizza – Presbitero* 2013, *Égert*, 2013). Hozzá kell tennünk, hogy *Reinhart* és *Rogoff* egyértelműen megfogalmazza, hogy nem zárják ki az ok-okozati kapcsolat problémáját, de nem kívántak erre vonatkozó kutatást végezni.

Az eladósodás és a növekedés közötti kapcsolat endogén jellege okozta kihívást, tehát a kutatások sem tudták egyértelműen kezelni. Természetszerűleg az eladósodás folyamata hat a reálgazdasági kibocsátásra és mivel az adósságráta nevezőjében a kibocsátás valamilyen mutatója szerepel, így a gazdasági növekedés alakulása az adósságráta értékére visszahat.

Az endogenitást Reinhart és Rogoff kutatásai az ok-okozati összefüggést a másik irányban is vizsgálták, azaz hogy a reálgazdasági kibocsátás visszaesés után megnő-e a szuverén adósságváltság kockázata. Azaz a kibocsátás alakulása hogyan hat az adósság fenntarthatóságára. Elméletben nyilvánvaló, hogy a növekedés lassulása vagy a kibocsátás visszaesése fenntarthatatlanná tehet egy magasabb növekedés mellett fenntartható adósságpályát. Az empirikus adatokra épülő vizsgálatokban úgy találták, hogy egy pénzügyi válság okozta lassulás vagy recesszió bekövetkezésétől számított hároméves időszakon belül az államadósság-válság előfordulása valószínű. Számszerűsítve az 1977–1998 közötti időszakban a bankválságokat követően az államadósság-ráta átlagosan 84 százalékkal, 2007 után viszont már 134 százalékkal emelkedett meg, de a magasabb eladósodás nem minden esetben járt együtt szuverénadósság-válsággal. A pénzügyi válságok tehát általában emelték az államadósság-rátát és emelkedett az államadósság-válság előfordulásának valószínűsége is.

A 2010–2011-es euró válság után Taylor más szerzőtársakkal együttműködve megvizsgálta az államadósság szerepét is a pénzügyi válságban (Jordá – Moritz – Taylor, 2014). Azt találták, hogy az államadósság szintje önmagában nem szignifikáns előrejelzője egy pénzügyi válságnak, de a teljes adósság mellé az államadósság szintjét is bevonva a magyarázó változók közé, az államadósság magas szintje növeli az esélyét egy válság kialakulásának. Magas államadósság mellett a magánadósság emelkedése hamarabb okozhat válságot, mint alacsony államadósság mellett. Ez a tanulmány tehát a korábbi fejlődő piacok *early warning system* tanulmányaihoz hasonlóan az államadósságnak a pénzügyi válságok kialakulásában játszott szerepét vizsgálta. Újszerű következtetésük még, hogy nem elsősorban az adósságráta szintje, hanem a trendjében bekövetkező gyorsulás az, amely egy pénzügyi válság bekövetkezését előre jelezheti.

A pénzügyi válságok és az eladósodottság kapcsolata, illetve a hosszú távú növekedés és az adósságszint valamely küszöbértéke közötti kapcsolaton túl az optimális adósságrátára kevés kutatás készült. *Checherita – Westphal – Hallatt – Rother* (2012) például 43 százalék és 63 százalék közötti államadósság-rátát talált optimálisnak a reálgazdasági növekedés ütemének maximalizálásához.

## EMPIRIKUS TAPASZTALATOK A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI RÉGIÓBAN

A szakirodalom kevésbé tárgyalja a régió eladósodásának tendenciáját és következményeit. A legátfogóbb munkának az MNB műhelytanulmánya tekinthető, amely a válság előtt azzal számolt, hogy az eladósodás egyes balti országokban lehet fenntarthatatlan, a többi országban inkább trendszerűnek, de a növekedés és csökkenő kamatszint mellett fenntarthatónak nevezhető (Bethendi – Czeti – Kerek – Nagy – Palotai, 2005). A későbbi válságok következményei azonban rámutattak, hogy jelentős külső pénzügyi és reálgazdasági sokkhatás esetén több ország is válságba került a régióban, különösen például Magyarország, amely elsőként fordult az IMF-hez az EU országai közül.

A régióban ugyanakkor megfigyelhető volt mind a 2008–2009-es nemzetközi, mind a 2010–2011-es euróválság során, hogy a nagyobb adóssággal rendelkező országok recessziója mélyebb volt. Empirikus alapon tehát feltételezhető, hogy van kapcsolat az eladósodás és a gazdasági növekedés között. Ezt értelmezhetjük úgy, hogy az adósságteher a visszaesés és a fellendülés időszakában is „súlyként húzza vissza” a gazdaságot. A növekedés ciklikus alakulásán túl felmerül a kérdés, hogy a hosszú távú, trendszerű növekedésre is gyakorol-e hatást az eladósodottság szintje.

A régió uniós felzárkózása 1990-et követően minden országban adott mértékben, de

jelen volt. A reál és a nominális konvergencia kapcsolata a 2004–2013-as évek átlagában erős kapcsolatot mutat az unió egészében, s ez alól a régió sem kivétel.

A felzárkózás ugyanakkor nem volt egyenletes. A visegrádi országoknál is voltak időszakok, amikor a reálkonvergencia helyett divergencia vagy stagnálás volt jellemző. Ennek okai többfélék lehetnek, az adósság vagy az államadósság szerepe nehezen választható el. Magyarország és Lengyelországban például volt időszak, amikor a nominális felértékelődés gyors időszakát – azaz túlértékelt reálárfolyam kialakulását – követően vissza kellett térnie a reálkonvergencia szintjéhez közelebb álló, inkább attól enyhén alulértékelt nominális konvergenciaszinthez, amely korrekció után a gazdaságban ismét megindult a felzárkózás. A nominális és reálkonvergencia hosszú távú alakulásában az államadósságnak nem volt kitüntetett szerepe, a két felzárkózás mind a magas, mind az alacsony eladósodottságú országokban párhuzamosan haladt. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a nominális és reálfelzárkózás párhuzamos alakulása egyformán gyors is lett volna. Sőt, a sebességet illetően jelentős különbségeket látunk. Az alacsony felzárkózási szintről és alacsony államadósságról induló balti államok mutatták fel például a legerőteljesebb mértékű konvergenciát. Az induláskor legfejlettebbnek tekinthető Csehország és Szlovénia az átlagos államadósság mutatójuk mellett kisebb mértékű felzárkózást értek el. Magyarország kissé az átlag alatti felzárkózást ért el a rendszerváltást követően, ugyanakkor ez a folyamat sem volt egyenletes.

Az eladósodás tekintetében elmondható, hogy az 1990-es induló értékhez képest a KKE-országok eladósodottsága nőtt. Magyarország annyiban kivétel, hogy az államadósság-ráta értéke már 1979-re elérte a 60 százalékot – ekkor még teljes mértékben külföldi devizában – és a szocialista rendszer összeomlásakor bekövetkezett recesszió ezt 90 száza-

lékos értékre emelte. Ezt követően még két hullámban tért vissza államadósság-válság. Az átmeneti csökkenés után 1995-re és 2009-re is 80–90 százalékra emelkedett vissza. A legalacsonyabb értéket a 2001. évi 52 százalékos államadósság-ráta mutatta.

Kiugróan rossz időszak volt a 2004-es uniós belépést követő időszak a 2008-as államcsőd bekövetkezéséig. Ez idő alatt az eladósodottság jelentősen nőtt, az államadósság-ráta az említett 52 százalékos induló értékről 80 százalék fölé emelkedett. Ennek ellenére az ország megrekedt 61–64 százalékos reálkonvergencia-szinten, azaz az egy főre jutó bruttó hazai termelés, vásárlóerő-paritás alapján számított értéke az EU27 átlagának ekkora része volt. Az, hogy a reálkonvergencia stagnálása jelentős eladósodási folyamat mellett következett be azt mutatja, hogy az adósságnak ebben az esetben a rövid távú, ciklikus hatása is lehet negatív. A hosszabb távú hatást pedig jól mutatja, hogy 2009-ben több, mint 7 százalékkal zuhant a GDP, amely több évnyi reálkonvergenciát emésztett fel. Tekintve, hogy a visegrádi országok közül hazánkban volt a legnagyobb visszaesés, az eladósodottság magas szintje valószínűleg Magyarország esetében is teherként jelentkezett.

A többszöri eladósodási hullám Magyarországon azért is sajnálatos, mert a foglalkoztatottság mellett a magas államadósság olyan probléma, amelyet az ország az 1970-es évektől hordoz magával és bár néhányszor kínálkozott lehetőség ezt leküzdeni, a 2010 utáni években ismét az adósságráta csökkentésére kellett helyezni a hangsúlyt.

## A MAGYAR ADÓSSÁGKEZELÉS STRATÉGIÁJA

A magyar államadósság – az 1970-es évek óta eltelt évtizedek keserű tapasztalatainak megfelelően – számos problémát okozott, amely



hosszú távon jelentősen fékezte a magyar gazdaság növekedését. A magyar államadósság főbb jellemzői:

- az államadósság-ráta magas szintje,
- magas kamatterher,
- magas devizaarány,
- magas külső adósság,
- mind a forintban, mind a devizában fennálló adósságnál alacsony belföldi tulajdon.

Az államadósság kedvezőtlen mutatói makrogazdasági kockázatokat okoztak:

- „többletsúly” a reálgazdaságon, emiatt lassabb hosszabb távú növekedés;
- a ciklikus ingadozás leszálló ága mélyebb a felívelés lassabb mint a régiós „peer” országokban;
- a külső adósság és a külföldi (deviza-) adósság magas aránya miatt külső és belső sokkokra is sérülékenyebb az ország;
- a nagy összegű lejáratok miatt megújítási kockázat magasabb;
- az összesített kockázatok miatt magasabb finanszírozási költség;
- az állampapírok keresletét a nemzetközi tőkepiaci hangulat befolyásolja;
- az állampapírok kamata a régiós versenytársakhoz képest kevésbé korrelál az euróamatokkal és lényegesen erősebb a dollárkamatokkal való kapcsolat, ami az anticiklikus kamatalakulás ellen hat;
- a historikus és az opciókban implikált árfolyam- (EUR/HUF) ingadozás magasabb, mint a régió többi országában, bizonytalanságot jelent;
- a hazai megtakarítások a belföldi államadósság finanszírozásban alig vesznek részt.

A felsorolásból jól látható, hogy a túlzott állami eladósodottság és a szerkezeti gyengeségek jelentősen növelik az államadósság kockázatát befektetői szempontból is, nem csak az adósságkezelő szempontjából. Nyilvánvaló, hogy a magasabb kockázat miatt az államadósság finanszírozási költsége, a befektetők által elvárt kamat is magasabb lesz, ami negatívan

hat vissza az államadósság okozta kamatterhen keresztül a gazdasági növekedésre.

Gyakran elhangzik az a téves érvelés, hogy a magyar eladósodottság nem túlzottan magas, hiszen az EU28 vagy az eurózóna átlaga is 80 százalékos államadósság-ráta érték körül van. Ez igaz, de önmagában nemcsak az államadósság-ráta értéke számít, hanem a szerkezetének jellemzői és a kamatterher is. A kamatterhenél egyértelmű, hogy a hasonló adósságrátával rendelkező Németországban az adósságfinanszírozás költségei fele akkorák, a GDP-arányos nettó kamatkidás a GDP 2 százaléka. Magyarországon ez 2010-re 4 százalék fölé kúszott és 2015-re a hozamgörbe lefelé tolódása, valamint a kisebb államadósság-ráta következtében csökkent 3,4 százalékra.

Mit tehet egy ilyen helyzetben az adósságkezelő? Hogyan vállalja részét a gazdaságpolitika erőfeszítéseiben a közjó, az egyensúlyi – nem eladósodásból finanszírozott – tartós gazdasági növekedés elérésében?

Az adósságkezelésben a 2010 utáni gazdaságpolitika meghirdette az államadósság-ráta csökkentésének célját. Ennek érdekében bekerült az új Alkotmányba az 50 százalékos államadósság-ráta célja, valamint a Gazdasági és Stabilitási Törvénybe az államháztartás deficitjének felső értékét meghatározó adósság-szabály.

A 2012 év eleji pénzügyi válság azonban rámutatott, hogy az adósságráta csak egy paramétere a sérülékenységnek, a magas deviza- és külső adósság arány szintén hozzájárulnak a sérülékenységhez. Míg az államadósság-ráta a költségvetési hiány és a nominális növekedés következménye, amelyekre az államadósságkezelés az adósság biztonságának javításával tud javítani, elsősorban a finanszírozási költség csökkentésével.

Az adósságkezelési stratégia kialakításában fontos, hogy a kiszámítható, hiteles, ugyanakkor a makrogazdasági változásokra reagálni képes adósságkezelés csak alapelvekkel valósítható

meg. Alapelvek nélküli célok meghatározása nem biztosítja, hogy az adósságkezelés eszközeinek megválasztása valóban a célok irányába tartó államadósságot eredményez. Eszközöknek alapelvek nélküli alkalmazásakor pedig lehet, hogy a választott eszköztár az adósság kockázatának csökkentése irányába lett kialakítva, az időbeli változások azonban eltérő irányokat jelölnek ki, így a célok elérése válik bizonytalanlanná. Ilyen például, amikor az adósságkezelés nyers elméleti modellek alkalmazásával, az elméletileg legjobb adósságkezelést igyekszik megvalósítani, de az adott modell keretei időközben változnak. Így a követett elméleti modell sem lesz időben konzisztens, bár az adott időpontban a legjobb választásnak tűnik.

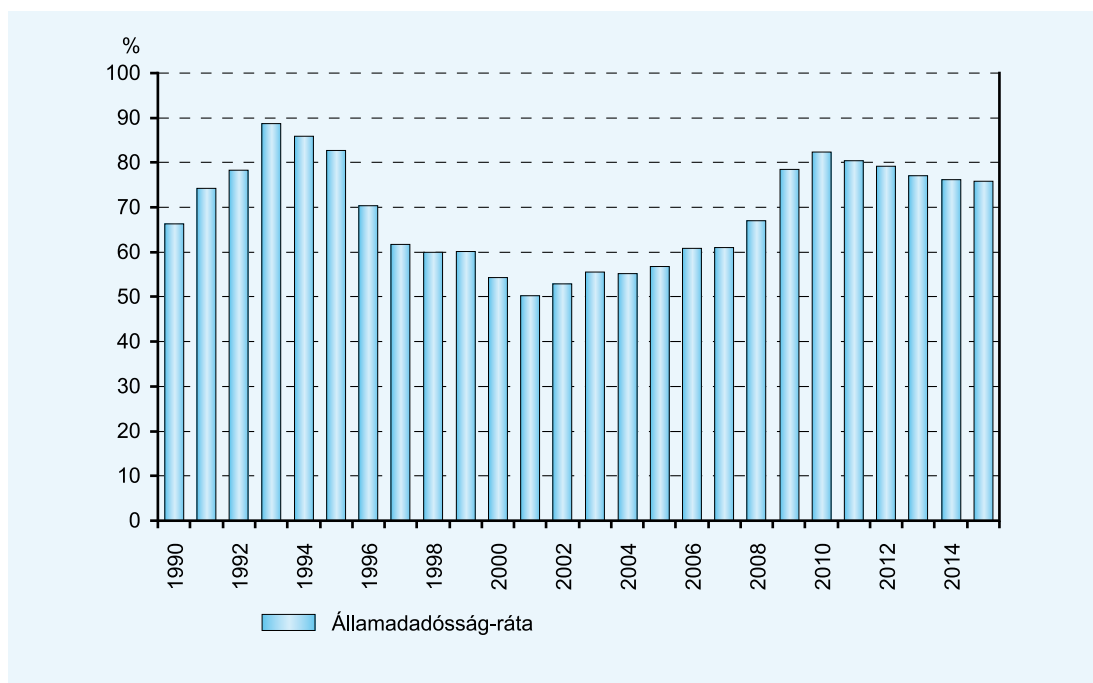
A hitelesség és a rugalmasság együttes követelményét legjobban alapelveknek az adósságkezelési stratégiában való alkalmazása teljesíti.

Az adósságkezelésben 2015-től három alapelv érvényesül.

**Az ÁLLAMADÓSSÁG-RÁTA CSÖKKENTÉSE.** Erre az adósságkezelésnek korlátozott, közvetett hatása van, az államadósság biztonságának javításával mind a finanszírozási költség, mind a sérülékenység csökkenthető. A magas államadósság-ráta esetében a kockázatok csökkentésének eszköze az adósságnak többféle piacra való szegmentálása, új állampapírpiacok kialakítása. Ezt szolgálja a belföldi devizakötvény (PÉMÁK) a többi lakossági állampapírral együtt, illetve az a lehetőség, hogy a devizakötvény kibocsátásban a hagyományos euró- és dollárkötvények mellett más devizák is szerephez jussanak. Így kialakul egy olyan államadósság, amelynek egyes elemei önmagukban már nem számítanak kiugróan nagyoknak, ráadásul a különböző állampapírpiac kevésbé korrelálnak egymással, a nagybani piac esetleges turbulenciája például csak kevésbé hat a lakossági állampapírpiacra. (Lásd 1. ábra)

1. ábra

### ÁLLAMADÓSSÁG-RÁTA



Forrás: Államadósság Kezelő Központ Zrt.

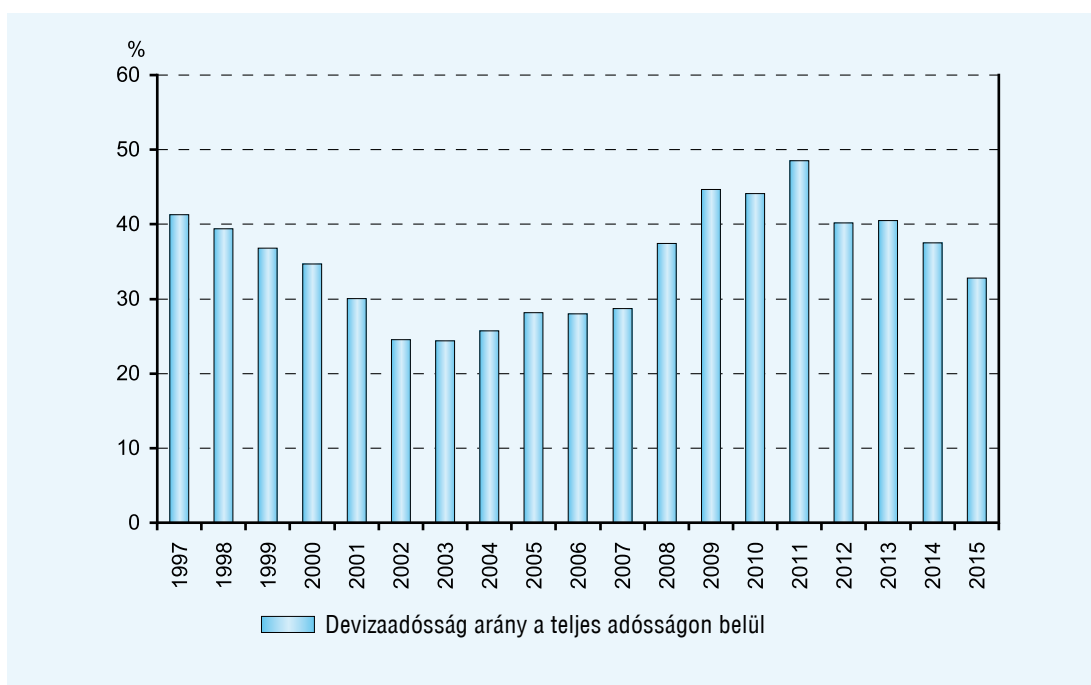
**CSÖKKENŐ DEVIZAARÁNY.** A devizaadósság alapvetően külső adósságot jelent, amely a korábban említett negatív következményekkel jár, és így az adósság általános kockázati megítélését rontja. Lehetséges, hogy a nominális kamatok szintjén a devizában történő forrásbevonás tűnik a legolcsóbbnak, azonban a kockázatok emelkedésével ez visszahat a belöldi kamatok szintjére is. Nem könnyű e két hatás eredőjét egyértelműen számszerűsíteni, de a költségek mellett fontos szempont a sérülékenység csökkenése is, amely a pénzügyi turbulenciák kialakításának valószínűségét mérsékli. (Lásd 2. ábra)

**A LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍRPIAC ÉS TULAJDON EME-LÉSE.** A lakossági közvetlen tulajdon a korábbi évtizedekben elhanyagolható volt. A lakossági állampapírpiac fejlesztése nemzetközi viszonylatban is ritka, néhány ország (Málta, Banglades) kivételével a lakossági közvetlen tulajdon aránya csekély. A lakossági állampapírok hát-

ralévő futamideje általában rövidebb, mint a nagybani piacé. Ezt a rövidebb futamidőt (1,7 év vs 3,1 év) azonban ellensúlyozza, hogy a megújítási arány magas, tehát a lejáró adósság nagy részét újra befektetik, illetve hogy a piaci kereslet kevésbé mozog együtt a nagybani piaccal, ami pénzügyi turbulencia esetében jelentős szempont. A lakossági állampapírok állománya a nagybani állampapírpiac kibocsátását csökkenti, így hozzájárul ahhoz, hogy a forintadósságban a külföldi tulajdon aránya csökkenthessen. A piacépítés időszakában valamint a háztartások által elvárt hozam függvényében ezért érdemes bizonyos mértékű többletkamatot is kifizetni, ezt a nagybani piacon kialakuló alacsonyabb kamatok részben vagy egészben ellensúlyozzák, azaz az adósság finanszírozási költségét egyben tekintve a lakossági magasabb kamatszint nem jelenti szükségszerűen a teljes finanszírozási költség emelkedését. (Lásd 3. ábra)

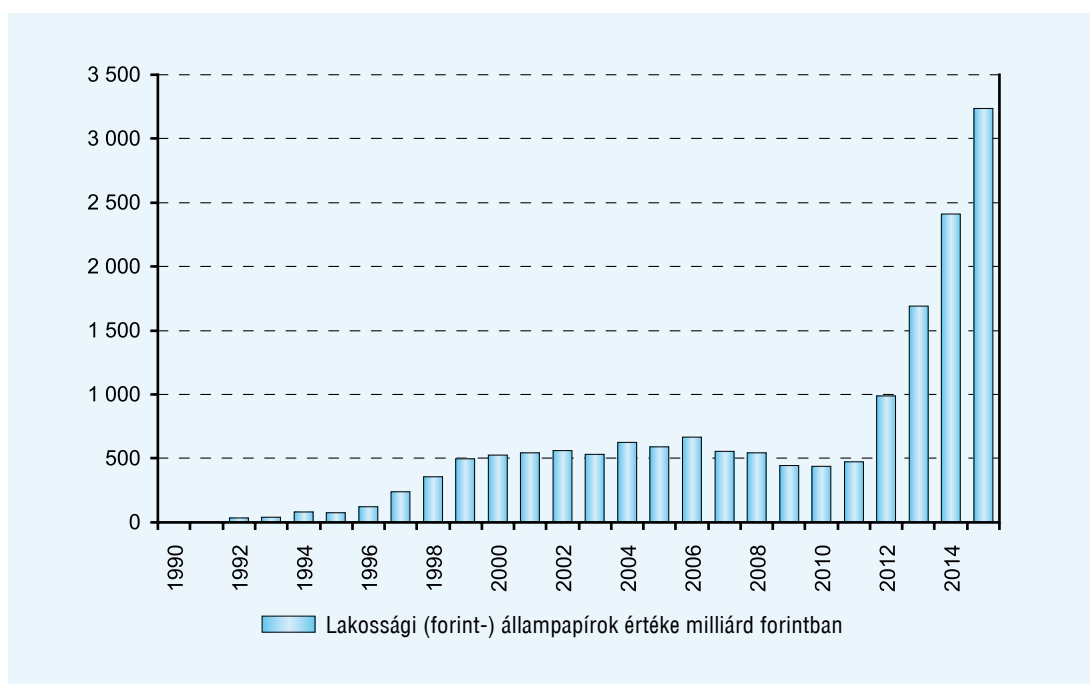
2. ábra

### DEVIZAADÓSSÁG-ARÁNY A TELJES ADÓSSÁGON BELÜL



Forrás: Államadósság Kezelő Központ Zrt.

### LAKOSSÁGI (FORINT-) ÁLLAMPAPÍROK ÉRTÉKE MILLIÁRD FORINTBAN



Forrás: Államadósság Kezelő Központ Zrt.

Az államadósság finanszírozási költségének megítélésében fontos kihangsúlyozni, hogy itt csak az államadósság teljes finanszírozási költségének változásáról érdemes beszélni. Az egyes részpiacok költsége eltérő lehet, de a diverzifikáció előnyei megjelenhetnek más részpiacokon, így az adósság teljes költsége alacsonyabb lehet. A 2012–2015 években végbement hozamcsökkenés a hiteles költségvetési politika, a fenntartható adósság, a jegybanki kamatcsökkenés mellett ennek is betudható. A hozamgörbe 2015. év végén a 3 hónapos és a 15 éves lejárat között 0,8 százalék és 3,5 százalék között volt, ami a rendszerváltás utáni időszak legalacsonyabb szintje.

Az államadósság szerkezetének javulásában 2015 tavaszától kezdődően jelentős szerepe volt a banki kereslet erősödésének, amelyet a jegybank önfinanszírozó programjának keretében megvalósuló szabályozásváltozás a bankokat magasabb állampapír-portfólió tar-

tására kötelezi. A kibocsátási stratégia így két fő pillére épült. Az egyik a lakosság kibocsátás ösztönzése. Ha az államháztartás nettó finanszírozási igényét a lakossági állampapírok nettó (lejárat összesen meghaladó) kibocsátása fedezi, úgy a költségvetési hiány finanszírozása teljes mértékben belföldi megtakarításból történik, ami gátat szab az államadósságnál a külső eladósodásnak.

Amennyiben a lakossági finanszírozás alapelve megvalósul, úgy a nagybani piacon elegendő, ha a lejáratú adósságot megújítják, új forrással, „friss pénzre” nincs szükség. Amennyiben a belföldi intézményi szektor megtakarításai legalább részben nettó állampapír-keresletet jelentenek, úgy a külső adósság mérséklődik. A külső adósság csökkenése megtörténhet a forintban kibocsátott, de külföldi befektetők által tartott állomány csökkenésén vagy a devizaadósság törlesztésén keresztül is.

Az óvatosság elvét követve az év közbeni fo-

rintállampapírok iránti keresletnek a finanszírozási igényt meghaladó mértéke első lépésben növeli az állam likvid pénzeszközeinek állományát, amely biztosítékot jelent az esetleges állampapír-kereslet csökkenésében. Ha pedig jelentős összegű többletforintforrás gyűlik össze, úgy az felhasználható a devizaadósság előtörlesztésére. Ily módon a devizaadósság forintosítása nemcsak az adott évben lejáró devizaadósságnak a forintforrásból való törlesztésével, de devizahitelek előtörlesztésével, illetve devizakötvények visszavásárlásával gyorsítható.

Az államadósság korábban említett következményei közül 2015-re jelentős előrelépés történt a hozamgörbe és az árfolyam stabilitásában, amelyek hozzájárulnak az ország pénz-

ügyi stabilitásához és így a pénzügyi turbulenciák előfordulási valószínűségének és negatív következményeik csökkenéséhez. A biztonságosabb állampénzügyi rendszer pedig a kamatok csökkenésén és pénzügyi stabilitás által gyorsítja a növekedést.

Magyarország az 1970-es évek eladósodását követő negyven évben többször került súlyos adósságválságba, ezért egyértelmű nemzeti érdek, hogy az eladósodottság okozta kockázatok csökkenjenek. Ebben a folyamatban 2015-re kialakult egy jó együttműködési rendszer a gazdaságpolitika szereplői között, amelyben a költségvetés alacsony hiánya és hitelessége, a jegybanki eszköztár átalakítása és az adósságkezelés stratégiája együttműködnek.

## IRODALOM

BARRO, R. (1974): Are government bonds net wealth. *Journal of Political Economy*

BARRO, R. (1979): The determination of the public debt. *Journal of Political Economy*

BETHLENDI A. – CZETI T. – KREKÓ J. – NAGY M. – PALOTAI D. (2005): A magánszektor devizahitelezésének mozgatórugói. *MNB Háttér tanulmányok*

BERNANKE, B. – GETLER, M. – GILCHRIST, S. (1999): The financial accelerator in a quantitative business cycle framework

CANER, M. – GRENNES, TH. – KOEHLER-GEIB, FR. (2010): Finding the tipping point – when sovereign debt turns bad. *World Bank*

CECHERITA-WESTPHAL, CR. – HALLETT, A. H. – ROTHER, C. PH. (2012): Fiscal sustainability using growth-maximising debt targets. *ECB Working Paper*

ÉGERT, B. (2013): The 90% public debt threshold. *OECD Working Papers*

EICHENGREEN, B. – HAUSMANN, R. (1999): Exchange rates and financial fragility. *NBER Working Paper* .no. 7418

EICHENGREEN, B. – HAUSMANN, R. – PANIZZA, U. (2002): Original sin: The pain, the mystery and the road to redemption (paper presented at a conference on Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin. *Inter-American Development Bank*

JAHAN, S. – MAHMUD, A. S. (2013): What is the output gap. *IMF Finance and Development* szeptember, vol. 50. no. 3

JORDÁ, O. – SCHULARICK, M. – TAYLOR A. (2014): Sovereigns versus banks: Credit, crises, and consequences. *Federal Reserve Bank of San Francisco*

KAMINSKY, GR. – LIZONDO, S. – REINHART, C. (1998): Leading indicators of currency crisis. *IMF Staff Papers* 45/1

KUMAR, M. – WOO, J. (2010): Public debt and growth. *IMF Working Paper*

LESTANO – JACOBS – KUPER (2003): Indicators of financial crisis do work! An early warning system for six Asian countries. *University of Groningen*

MAGAS I. (2011): Világgazdasági folyamatok és pénzügyi liberalizáció 1970–2010. *Budapesti Corvinus Egyetem*

PANIZZA, U. – PRESBITERO, F. A. (2013): Public debt and economic growth in advanced economies: A survey. *OECD Working Paper*

REINHART, C. – ROGOFF, K. (2011): A decade of debt. *NBER*, 2011a

REINHART, C. – ROGOFF, K. (2008): This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises. *NBER*

REINHART, C. – ROGOFF, K. (2011): This time is different: Eight centuries of financial folly. *Princeton University Press*, 2011b

SCHULARICK – TAYLOR (2009): Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870–2008. *NBER*

European Central Bank (2011): Trends in potential output. *Monthly Bulletin*, 2011/1