

Baksay Gergely- Palotai Dániel- Szalai Ákos:

Fenntartható Magyarország csökkenő államadósság-pályája

Az Európai Bizottság „Költségvetési fenntarthatósági jelentése”¹ megerősíti az MNB előrejelzését, amely szerint a magyar államadósság elmúlt években megfigyelt csökkenése folytatódik, és 2016-tól kezdődően gyorsul az adósságcsökkenés. Továbbá a Bizottság jelentése szerint közép- és hosszútávon is fenntartható a magyar államadósság pályája, amelyet csak mérsékelt kockázatok öveznek. Az adósság GDP-arányos értéke a Bizottság kivetítése szerint 2026 végére 60,1 százalékra, vagyis a maastrichti cél közvetlen közelébe süllyedhet. Az előrevetített adósságdinamika megfelel a hazai és az uniós adósság szabályoknak is. A friss jelentést összevetve a 3 évvel ezelőttel megállapítható, hogy a Bizottság meglátása szerint az eltelt időszakban érdemben javultak a magyar makrogazdasági és fiskális folyamatok, ami a GDP-arányos államadósság tízéves kivetítésének csökkenésében is megmutatkozik.

1. Az Európai Bizottság 2015. évi fiskális fenntarthatósági jelentése

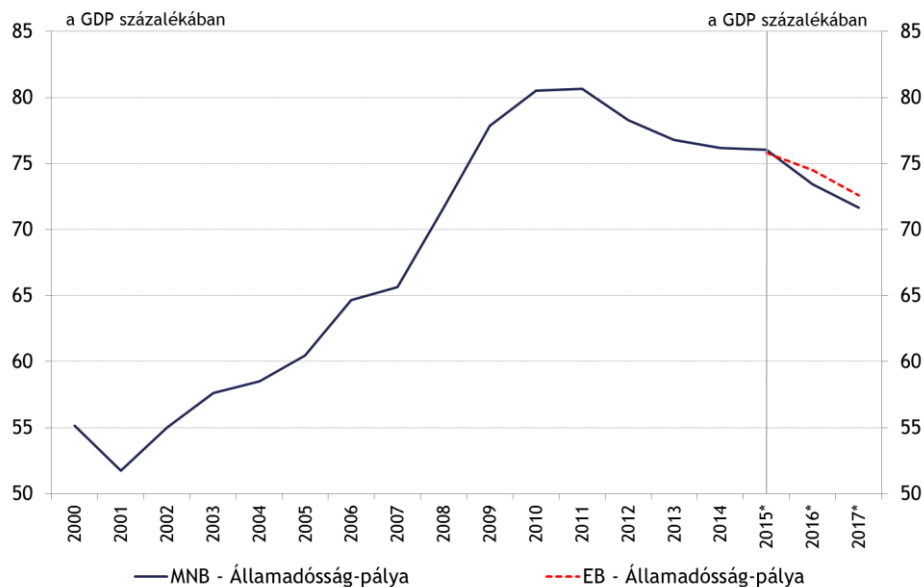
Az Európai Bizottság (EB) – a 2015 őszi előrejelzésén alapuló – aktuális fiskális fenntarthatósági jelentése szerint a kedvező magyar költségvetési pozíció és az államadósság csökkenő trendje rövid és hosszabb távon egyaránt fenntartható, amelyet alapvetően alacsony – illetve középtávon közepes – kockázatok öveznek.

1.1 Kedvező rövid távú kilátások

Az MNB a 2015. decemberi Inflációs jelentésben a 2015-2017 közötti előrejelzési horizonton folyamatosan, és 2016-ban gyorsulva csökkenő államadósságot jelzett előre. Ehhez hasonlóan az Európai Bizottság előrejelzése szerint Magyarország GDP-arányos bruttó államadóssága a 2014-es 76,2 százalékról 75,8 százalékra mérséklődhetett 2015-ben, 2017 végére pedig elérheti a 72,6 százalékot. A Bizottság prognóza alapján tehát – az elmúlt éveket követően – tavaly is teljesülhetett a csökkenő adósság-rátára vonatkozó magyar alkotmányos kritérium. Az EB által előre jelzett adósságszámok továbbá megfelelnek a 2016-tól már hazánkra is érvényes úgynevezett 1/20-os uniós adósság szabálynak is.

¹ Az Európai Bizottság 3 évente teszi közzé az uniós tagországokat vizsgáló Költségvetési fenntarthatósági jelentését, melyből az elsőt 2006-ban publikálta. Az elemzés célja, hogy a Bizottság egy egységes módszertan keretein belül átfogó képet alkothasson a tagországok fiskális pozícióiról, valamint azok rövid és hosszabb távon várható alakulásáról. A jelentés fókuszában a tagországok GDP-arányos bruttó államadósságának jövőbeni pályája, illetve annak fenntarthatósága áll. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/ip018_en.htm

1. ábra: A magyar adósságpálya 2017-ig várható alakulása az MNB és az Európai Bizottság előrejelzése szerint



*Megjegyzés: Előrejelzés.

Forrás: MNB, 2015. decemberi Inflációs jelentés; Európai Bizottság, 2015-ös Fiskális fenntarthatósági jelentés

A Bizottság által előrevetített adósságpálya összhangban van az MNB 2015. decemberi Inflációs jelentésében megjelent előrejelzéssel. Csekély különbséget csak az jelent, hogy az MNB várakozása szerint kissé gyorsabban csökkenhet a GDP-arányos bruttó államadósság, és így 2017 végére akár 72 százalék alá is süllyedhet (1. ábra). Az eltérés elsősorban abból ered, hogy 2016-2017-re az Európai Bizottság az MNB-nél kissé mérsékeltebb reál-GDP bővülést feltételez. A Bizottság ugyanakkor a jegybanki várakozásokhoz hasonló, a GDP 1 százalékát meghaladó elsődleges költségvetési többlettel kalkulál.

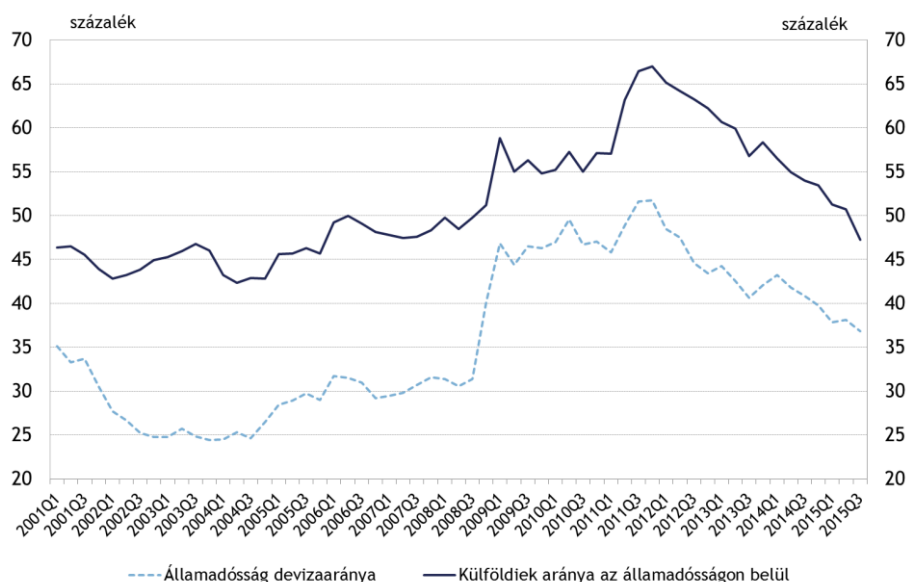
A reál-GDP növekedés és a kedvező elsődleges egyenleg mellett a költségvetés tartósan mérséklődő kamatkiadása is érdemben hozzájárul a GDP-arányos államadósság csökkenéséhez. A Bizottság jelentése 2013 és 2015 között – az MNB becslésével összhangban – a GDP 1 százalékának megfelelő költségvetési kamatmegtakarítással számol, ami 2017-re további, közel fél százalékponttal nőhet, így a GDP-arányos kamatkiadás mértéke 2017-re 3,1 százalékra csökkenhet a 2013-as 4,5 százalékról. A kamatkiadások csökkenésében a fiskális fegyelem, az ország javuló kockázati megítélése, az alacsony infláció és a monetáris politikai fordulat játszott leginkább szerepet².

Az Európai Bizottság értékelése szerint Magyarország rövid távon nem szembesül költségvetési kockázatokkal, ugyanakkor például a nettó államadósság nagysága kihívásokat jelenthet. Az államadósság finanszírozási szerkezetét illetően az EB a külföldi tulajdon és a devizaadósság magas arányában látja a lehetséges sérülékenységi pontokat. Hangsúlyozandó azonban, hogy e mutatók tekintetben jelentős előrelépés volt megfigyelhető az elmúlt években, és ezek javítása jelenleg is az adósságstratégia fontos eleme. Emellett éppen e sérülékenységi pontok hatékonyabb kezelése céljából indította az MNB az Önfinszírozási programot. Hosszabb időtávon vizsgálva látható, hogy 2004-től kezdett emelkedni az államadósságon belül a külföldi tulajdon és a deviza-résarány, amelyek az európai adósságválság kirobbanását követően

² Kicsák Gergely (2015): Az állami kamatmegtakarítások jelentősen megnövelik a költségvetés mozgásterét, <http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-az-allami-kamatmegtakaritasok-jelentosen-megnoveelik-a-koltsegvetes-mozgasteret.pdf>

2011 végére historikus csúcstól érték el (2. ábra). A 2011 óta azonban mindkét mutató tekintetében érdemi és trendszerű csökkenés tapasztalható az erre vonatkozó stratégia eredményeképp. Az államadósság devizaaránya 15 százalékponttal, a külföldi tulajdon aránya pedig mintegy 20 százalékponttal csökkent 2011 vége és 2015 harmadik negyedéve között. E mutatók számottevő javulása, amelyet a jegybank Önfinszírozási programja is aktívan támogatott, érdemben hozzájárult az ország külső sérülékenységének mérséklődéséhez.

2. ábra: A külföldi tulajdon és a devizarész aránya a magyar államadósságon belül 2001-től



Forrás: MNB, ÁKK

1.2 Fenntartható adósság, mérsékelt kockázatok

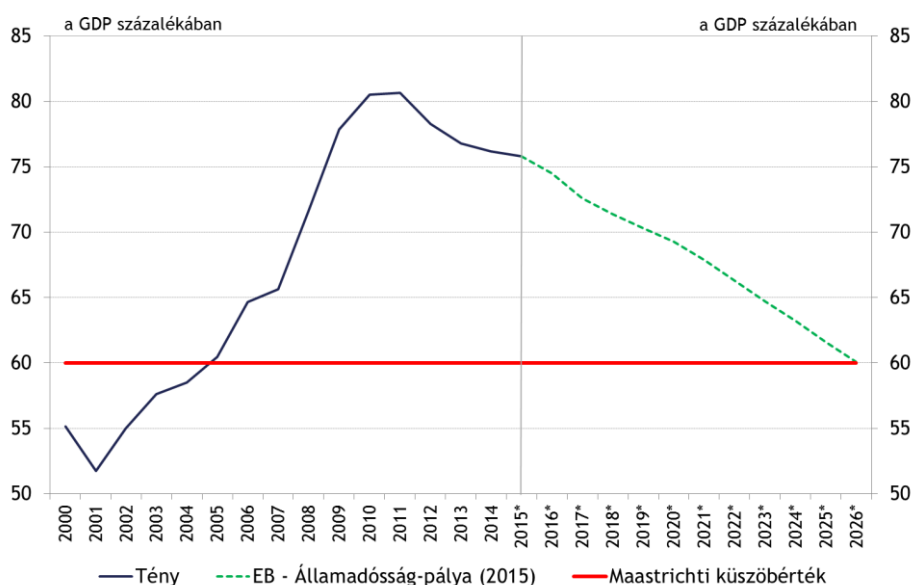
Az Európai Bizottság előrejelzése szerint Magyarország GDP-arányos bruttó államadóssága 2026 végére süllyedhet a maastrichti adósságcél közvetlen közelébe. Az adósság folyamatos csökkenését egyaránt támogatja az elsődleges egyenleg magas többlete és a középtávon tovább csökkenő kamatkidadások. Az elsődleges egyenleget tekintve a Bizottság 2018-tól 2026-ig fokozatosan emelkedő, a GDP 1,2 százalékról 1,9 százalékra növekvő többletet jelez előre. Emellett – az alacsonyabb hozamok mellett kibocsátott állampapírok arányának adósságon belüli növekedése miatt – hosszabb távon is folytatódó kamatkidadás-csökkenést feltételeznek, amely szerint 2013-hoz képest az előrejelzési horizont végére a GDP 1,7 százalékanak megfelelő megtakarítása keletkezhet az állami költségvetésnek az államadósság finanszírozási költségeinek mérséklődéséből. Ez összhangban van az MNB által korábban készített becsléssel.³

Az Európai Bizottság fiskális jelentése középtávon, azaz a 2026-ig tartó időhorizonton, közepes kockázatúnak ítéli a csökkenő magyar adósságpálya fenntarthatóságát, hosszútávon azonban nem lát fenntarthatósági kockázatokat. A középtávon említett kockázat alapvetően abból ered, hogy a Bizottság kalkulációja szerint a GDP-arányos államadósság az előrejelzési horizont végére éppen nem éri el 60 százalékos maastrichti küszöbértéket, hanem 60,1 százalékponton, azaz a lehető legkisebb mértékben felette marad (3. ábra). Amennyiben azonban a gazdasági növekedés jövőbeni üteme meghaladja a Bizottság által feltételezett 2,1 százalékos átlagos mértéket, akkor az adósság számottevően 60 százalék alá is csökkenhet a

³ Csomós Balázs - Kicsák Gergely (2015): A jegybanki programok hosszú távú hatása az államháztartás kamatkidadásaira, <http://www.mnb.hu/letoltes/a-jegybanki-programok-hosszu-tavu-hatasa-az-allamhaztartas-kamatkiadasaira.pdf>

horizont végére. Az EB érzékenységvizsgálatát alapul véve, ha a reál-GDP dinamika fél százalékponttal magasabban alakulna az alappályában feltételezettnél, akkor körülbelül 2 évvel korábban, azaz már 2024-ben is teljesíthetné Magyarország a 60 százalékos uniós adósság-kritériumot. A jelentés továbbá említi, hogy az adósságpálya a kiinduló szintje miatt meglehetősen érzékeny a nominális növekedés, a hozamok és az elsődleges költségvetési egyenleg változására is, ami szintén hozzájárul a középtávú kockázatokhoz. Ezzel szemben a Bizottság hosszú távon nem lát fenntarthatósági kockázatokat.

3. ábra: A magyar adósságpálya 2026-ig várható alakulása az Európai Bizottság aktuális előrejelzése szerint



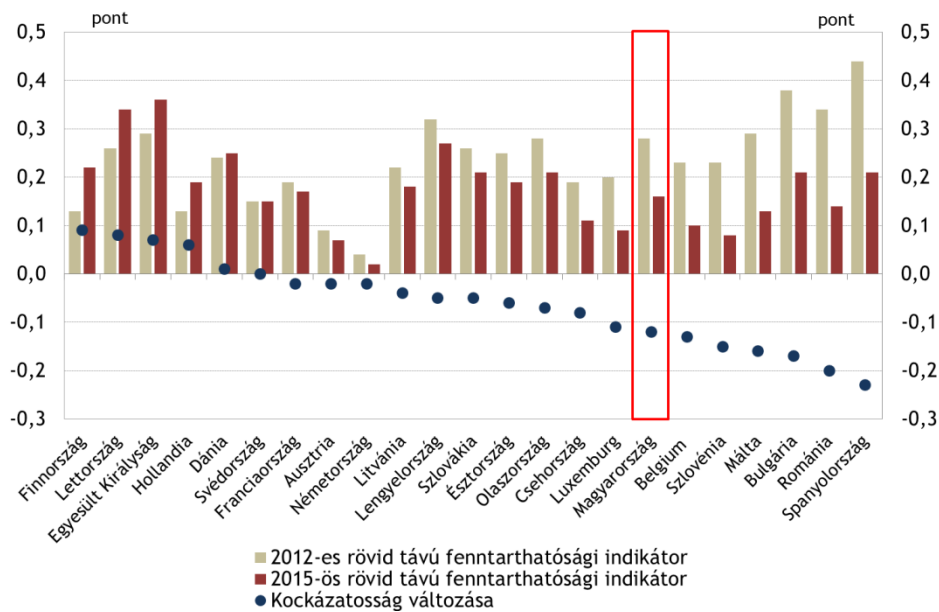
*Megjegyzés: Előrejelzés.

Forrás: Európai Bizottság, 2015-ös Fiskális fenntarthatósági jelentés

2. A Bizottság szerint a költségvetési fenntarthatóság javult az elmúlt években

Az Európai Bizottság indikátorai és adósság-előrejelzése alapján a Bizottság magyar fiskális fenntarthatóságról alkotott képe szignifikánsan javult az elmúlt években. A Bizottság a fiskális fenntarthatóságot befolyásoló kockázatok rövid távú (2 éves) megítélésére egy olyan kompozit indikátort (S0 néven) használ, ami egy fiskális és egy pénzügyi versenyképességi alindexből tevődik össze. A főindex (és az alindex is) mindig 1-nél kisebb értéket vesz fel, és annál kisebb fenntarthatósági kockázatra utal, minél kisebb a felvett szám. A bizottsági módszertan szerint a kritikus értéket a 0,43-as szint jelenti, így az e feletti érték esetén már magas a kockázatosság. A magyar rövid távú kompozit index értéke 2009-ben még kimagasló, 0,60 volt, ami érdemben meghaladta a kritikus szintet. E mutatószám értéke 2012-re jelentősen, 0,28-ra csökkent, majd 2015-re tovább mérséklődött, elérve a 0,16-os szintet (4. ábra). A bizottsági jelentés szerint 2012 és 2015 között e kategóriában az EU-ban mindössze 6 ország tudta Magyarországnál nagyobb mértékben csökkenteni a fiskális fenntarthatósági kockázatát, amelynek 2015-ös abszolút értéke is kedvezőnek tekinthető uniós összevetésben.

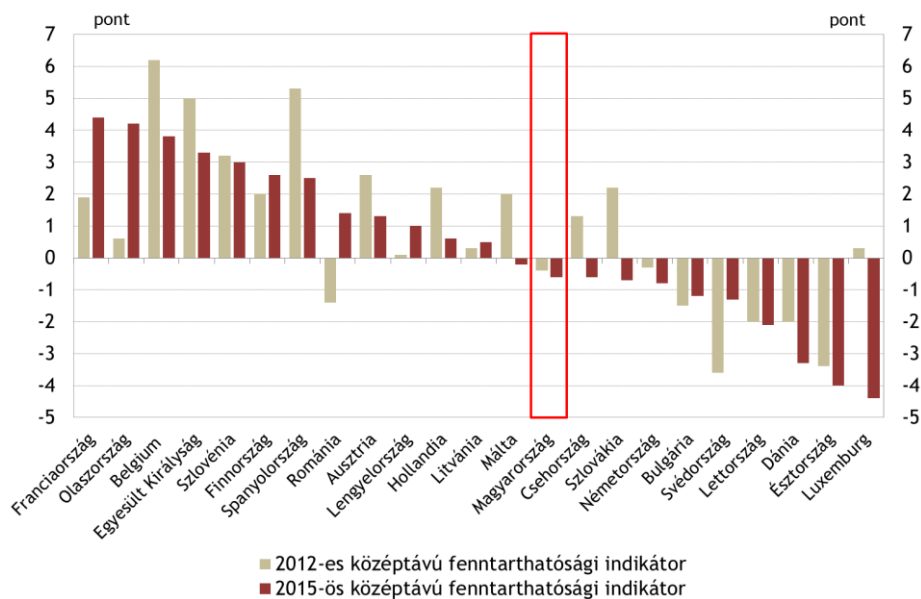
4. ábra: A magyar rövid távú fiskális fenntarthatóság (S0) javulása 2012 és 2015 között uniós összehasonlításban



Forrás: Európai Bizottság, 2012-es és 2015-ös Fiskális fenntarthatósági jelentés

Az Európai Bizottság szerint Magyarország középtávú fiskális fenntarthatósági kockázatát tükröző indikátora is mérséklődött az elmúlt 3 évben. E mutató azt kívánja tükrözni, hogy az adott országnak az első 5 évben milyen irányú és mértékű addicionális GDP-arányos kiigazítást kell végrehajtania az elsődleges strukturális költségvetési egyenlegén ahhoz, hogy államadósság-rátája 2030-ra a 60 százalékos maastrichti küszöbérték alá csökkenjen (a mutató neve, S1). Pozitív érték esetén fiskális restrikció szükséges, míg a negatív érték esetleges költségvetési lazítás mozgásterét mutatja. A Bizottság aktuális jelentése szerint hazánk azon 10 uniós ország csoportjába tartozik, akik a vizsgált időhorizonton belül költségvetési kiigazítás nélkül is elérhetik a kívánt adósságcélt (5. ábra).

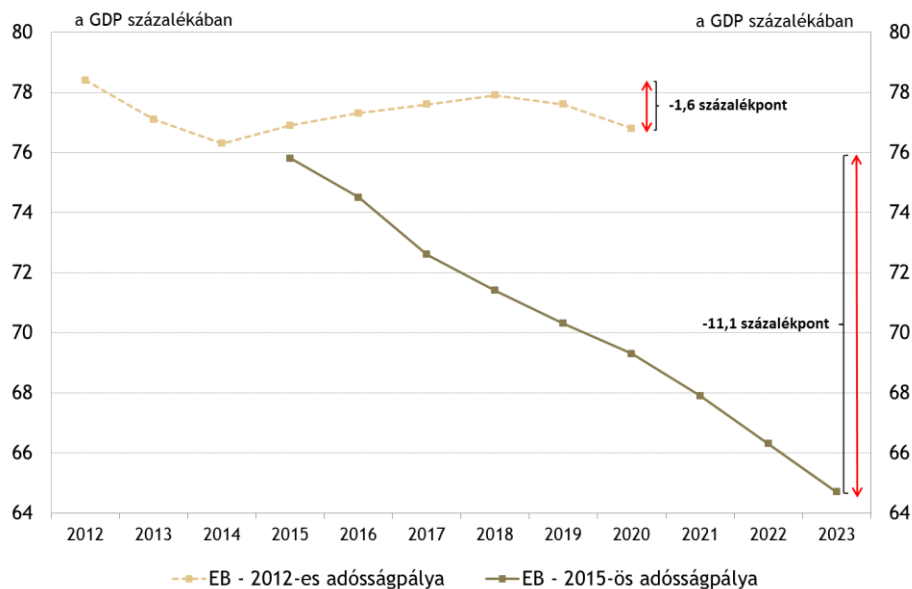
5. ábra: A magyar középtávú fiskális fenntarthatósági pozíció (S1) uniós összehasonlítása 2012 és 2015-ben



Forrás: Európai Bizottság, 2012-es és 2015-ös Fiskális fenntarthatósági jelentés

A Bizottság Magyarországra vonatkozó középtávú adósságprognózisai alapján is azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a hazánkról alkotott fiskális kilátások érdemben javultak. Az EB a 2012-es fiskális fenntarthatósági jelentésében t+8 évre előretekintve még egy alig csökkenő, időközben kissé emelkedő, lényegében szinte stagnáló magyar adósságpályát vázolt. Ezzel szemben a Bizottság most több mint 11 százalékpontos tartós csökkenést vár a magyar államadósság-ráta tekintetében 8 év alatt, ami jelentős különbség a 3 évvel ezelőtti prognózishoz képest (6. ábra).⁴

6. ábra: Az Európai Bizottság t+8 évre előretekintő magyar adósságpálya-prognózisa 2012-ben és 2015-ben



Forrás: Európai Bizottság, 2012-es és 2015-ös Fiskális fenntarthatósági jelentés

A két kivétel közötti különbség elsősorban az eltérő mögöttes makrogazdasági feltételezésekkel magyarázható, amelyek az elmúlt 3 évben előretekintve számottevően javultak. Erre példa, hogy a Bizottság a 2012-es jelentésében 2012 és 2020 között átlagosan 0,8 százalékos reál-GDP növekedési ütemmel, valamint 5,5 százalékos implicit nominális kamatlábbal kalkulált. Ezzel szemben 2015-ben 2015 és 2023 között átlagosan 2,1 százalékos reálgazdasági növekedéssel és 4,4 százalékos implicit kamatlábbal számolt az EB.

Mindezek következtében az európai uniós tagországok aktuális fiskális fenntarthatóságának kockázati térképe alapján kedvező Magyarország bizottsági megítélése (1. tábla).

⁴ Az két időszak (2012 és 2015) hiteles összehasonlíthatósága érdekében választottuk a t+8 éves (vagyis a tárgyidőszak és még 8 évre előretekintő) időhorizontot, ugyanis ez volt a leghosszabb kivetített periódus, ami mindkét év bizottsági jelentésében azonos hosszúsággal és éves bontással is rendelkezett.

1. táblázat: Az európai uniós tagországok fiskális fenntarthatóságának kockázati térképe az EB aktuális jelentése alapján

Tagország	Rövid távú kockázat	Adósság-fenntarthatóság kockázata	S1 indikátor kockázata	Középtávú kockázat	Hosszú távú kockázat
Belgium	Alacsony	Magas	Magas	Magas	Közepes
Bulgária	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Közepes
Cseh Köztársaság	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Közepes
Dánia	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony
Németország	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony
Észtország	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony
Írország	Alacsony	Magas	Magas	Magas	Alacsony
Spanyolország	Alacsony	Magas	Magas	Magas	Alacsony
Franciaország	Alacsony	Magas	Magas	Magas	Alacsony
Horvátország	Alacsony	Magas	Magas	Magas	Alacsony
Olaszország	Alacsony	Magas	Magas	Magas	Alacsony
Lettország	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony
Litvánia	Alacsony	Alacsony	Közepes	Közepes	Közepes
Luxemburg	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Közepes
Magyarország	Alacsony	Közepes	Alacsony	Közepes	Alacsony
Málta	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Közepes
Hollandia	Alacsony	Közepes	Közepes	Közepes	Közepes
Ausztria	Alacsony	Közepes	Közepes	Közepes	Közepes
Lengyelország	Alacsony	Közepes	Közepes	Közepes	Közepes
Portugália	Alacsony	Magas	Magas	Magas	Alacsony
Románia	Alacsony	Magas	Közepes	Magas	Közepes
Szlovénia	Alacsony	Magas	Magas	Magas	Magas
Szlovákia	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Közepes
Finnország	Alacsony	Magas	Magas	Magas	Közepes
Svédország	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Alacsony	Közepes
Egyesült Királyság	Alacsony	Magas	Magas	Magas	Közepes

Forrás: Európai Bizottság, 2015-ös Fiskális fenntarthatósági jelentés

3. Összegzés

Az Európai Bizottság jelentése tehát egybecseng az MNB előrejelzésével, amely szerint a következő években nemcsak folytatódhat, hanem gyorsulhat is az adósságráta csökkenése. Ezt egyaránt támogatja a gazdasági növekedés, a fegyelmezett költségvetési politika és az államháztartás tartósan mérséklődő kamatkiadása. Az adósság fenntarthatóságát övező kockázatokat a Bizottság középtávon közepesnek látja, hosszútávon azonban egészen kedvezően ítéli meg, és Magyarországot a 11 alacsony kockázatú ország közé sorolja. Végül megállapítható, hogy mind az államadósság alakulását valamennyi időhorizonton kedvezőbbnek látja a Bizottság, mint a legutolsó (2012. évi) hasonló jelentésében.

"Szerkesztett formában megjelent a Vg.hu oldalon 2016. február 18-án."