



MAGYAR NEMZETI BANK

## OKTATÁSI FÜZETEK

4. szám

2016. augusztus

---

BAKSAY GERGELY – KICSÁK GERGELY –  
SZALAI ÁKOS

**Államadósság**





# Oktatási füzetek

Baksay Gergely – Kicsák Gergely – Szalai Ákos

## **Államadósság**

MAGYAR NEMZETI BANK

Oktatási füzetek

Államadósság

Az elemzést készítette: Baksay Gergely – Kicsák Gergely – Szalai Ákos

(Magyar Nemzeti Bank Költségvetési és versenyképességi elemzések igazgatóság)

A kiadványt jóváhagyta: Palotai Dániel, ügyvezető igazgató

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

# Tartalom

<b>1. Bevezetés</b>	5
<b>2. Az államadósság fogalma</b>	7
<b>3. Az államháztartás pénzügyi pozíciójának alternatív mutatói</b>	11
3.1. Explicit eszközök és források	12
3.2. A kormányzati szektor eszközeinek és forrásainak alakulása Magyarországon	18
3.3. Implicit eszközök és források	20
<b>4. Az államadósság kezelése</b>	22
4.1. Az adósságkezelési stratégia célja	22
4.2. Az adósságelemek főbb tulajdonságai	22
4.3. Az adósságkezelés főbb szempontjai és a trade-offok	23
4.4. A magyar adósságkezelés teljesítménymutatói	30
4.5. A főbb adósságmutatók nemzetközi összehasonlítása	32
4.6. A magyar államadósság instrumentális szerkezete	39
4.7. Az államadósság-kezelés és a jegybank kapcsolata	42
<b>5. Az adósságkezelés végrehajtása</b>	48
5.1. Az adósságkezelés végrehajtásának története	48
5.2. Az adósságkezelés jogi és tőkepiaci keretei	50
5.3. Az elsődleges forgalmazók	51
5.4. Az elsődleges piac működése	52
<b>6. Az államadósság gazdasági hatásai</b>	67
6.1. Vita a növekedési hatásról	68
6.2. Hatás a pénz- és tőkepiacokra	70
6.3. Hatás a stabilitásra	71
<b>7. Források</b>	72



# 1. Bevezetés<sup>1</sup>

Az államadósság az egyik legfontosabb makrogazdasági változó, így a gazdasági folyamatok értelmezéséhez és elemzéséhez különösen fontos tartalmának pontos ismerete. Módszertani kézikönyvünk célja az államadóssággal és annak kezelésével kapcsolatos fogalmak bemutatása, és illusztrálása, elsősorban az aktuális magyar adatokon és gyakorlatokon keresztül.

A nemzetközi pénzügyi válság, amely egyes országokban alapvetően adósságválságként jelentkezett, a korábbiaknál is jobban rávilágított az államadósság jelentőségére, mégpedig nemcsak a fejlődő országokban, hanem a leginkább fejlettekben is. Szintén nagyobb figyelmet kapott a korábbiaknál az államadósság szerkezete, amelynek jelentőségét Magyarország is erőteljesen megérezte. Ezzel egyidejűleg az adósságkezelés fontossága is megnőtt, mert megfelelő stratégiával és módszerekkel akár a magasabb adósságráta kockázatossága is ellensúlyozható, csökkenthető.

Magyarországon is kiemelt gazdasági mutatószám a GDP-arányos államadósság, amit jelez, hogy az adósságráta csökkentésének célja az Alaptörvénybe is bekerült. Ezt indokolja, hogy Magyarország a hozzá hasonló fejlettségű országokhoz és régiós versenytársaihoz képest magas államadóssággal küzd. Az elmúlt években érdemi javulást sikerült elérni e téren, és az adósságráta 2011 óta évente átlagosan a GDP 1 százalékával csökken. Nem utolsósorban ennek köszönhető hazánk kockázati megítélésének javulása, mert a gazdasági élet szereplői, a befektetők és a hitelminősítők is nagy figyelemmel követik az adósság alakulását, mint az államháztartással kapcsolatos kockázatok egyik legfontosabb mérőszámát.

A kézikönyvben valamennyi fent említett témát végigjárunk, kezdve a második fejezetben az államadósság fogalmával, bemutatva annak definícióit, tulajdonságait. A harmadik fejezet az államháztartás pénzügyi pozíciójának az adósságtól eltérő alternatív mutatóit járja körül. A negyedik rész az adósságkezelés

---

<sup>1</sup> A készítőik köszönetet mondanak értékes szakmai tanácsaikért Babos Dánielnek, Bangó Zsoltnak, Hoffmann Mihálynak, Kékesi Zsuzsánának, Mohai Ádámnak, Simon Bélának és Vitéz Krisztiánnak, valamint a szerkesztés során nyújtott segítségért Benkő Dávidnak.

elméleti szempontjait, és ezzel összefüggésben az adósság szerkezeti kérdéseit tárgyalja. Az ötödik fejezet az adósságkezelés végrehajtásával foglalkozik, elsősorban az aktuális magyar gyakorlaton keresztül. A hatodik részben az államadósság közvetett gazdasági hatásairól lehet olvasni.



## 2. Az államadósság fogalma

Az államadósság a kormányzati szektor múltban felhalmozott tartozásainak, számviteli kötelezettségeinek összessége. Bár a fogalom lényegi tartalma egyértelmű, a részleteket tekintve többféle definíció létezik. A leginkább átfogó gazdaságstatisztikai rendszerek, az ENSZ által alkalmazott Nemzeti számlák rendszere (SNA) és az Európai Unióban ennek alapján kialakított Nemzeti számlák európai rendszere (ESA) tartalmazzák az adósság fogalmára meghatározást, amely konzisztens a teljes nemzetgazdasági számlarendszerrel. Azonban Magyarország és az Európai Unió számára relevánsabb a kormányzati adósság fogalmának az Európai Közösséget létrehozó szerződéshez csatolt jegyzőkönyv szerinti meghatározása: „...az év végén névértéken fennálló ... kormányzati alszektorok között és az azokon belül összevont teljes bruttó adósság.”<sup>2</sup> Az így definiált adósság az, amelyre az Európai Unió egyes költségvetési szabályai vonatkoznak, és amely általában „államadósságként” szerepel a hírekben, statisztikákban. Az alábbiakban e meghatározás részleteit mutatjuk be, kitérve a lehetséges alternatívákra.

Az adósság *elemeit* úgy lehet definiálni, hogy olyan pénzügyi kötelezettség, amely jövőbeni kamat- és/vagy tőkefizetéseket keletkeztet az adóstól a hitelező felé.<sup>3</sup> Az adósság része lehet készpénz, a mások által elhelyezett betét, adósságot kifejező értékpapírok, hitelek, fizetési kötelezettséget előíró biztosítások, nyugdíj-kötelezettségek és garanciák, egyéb fizetendő számlák és SDR<sup>4</sup>. Ennél szűkebb értelemben definiálja a magyar államadósság szempontjából is meghatározó uniós rendelet az adósságot: az adósság részei a készpénz és betét, részvényeken kívüli értékpapírok a pénzügyi derivatívák kivételével (tehát az állampapírok) és a hitelek.<sup>5</sup>

Az államadósság *lefedettség* tekintetében a kormányzati szektorhoz tartozó szervezetek adósságát jelenti. A kormányzati szektor a gazdaság szervezeti

---

<sup>2</sup> Az Európai Közösséget létrehozó szerződéshez csatolt 12. Jegyzőkönyv, 2. cikk

<sup>3</sup> Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users, <http://www.tffs.org/PSDStoc.htm>

<sup>4</sup> Special Drawing Rights (Különleges Lehívási Jogok) az IMF által használt kosárváluta

<sup>5</sup> A Tanács 1993. november 22-i 3605/93/EK-rendelete az Európai Közösséget létrehozó szerződéshez csatolt, az előírtat meghaladó államháztartási hiányra vonatkozó eljárásról szóló jegyzőkönyv alkalmazásáról

egységeinek (azaz szereplőinek) statisztikai módszertan által definiált halma-za a háztartások, a pénzügyi és nem pénzügyi vállalatok, valamint a külföldi szektor mellett. Az államadósság szinte teljes egésze a központi költségvetés adósságkezelő intézményénél és az államigazgatás más szintjein (tartományi és helyi önkormányzatok, társadalombiztosítás) áll fenn, amelyek kormányzati szektorhoz való tartozása egyértelmű. Általában nem jelentős azon szervezetek, például állami vállalatok adóssága, amelyek szektorbesorolása (állami vagy magán) nem egyértelmű.

Az államadósság elemeinek *értékelése* is többféle módon képzelhető el: piaci érték, könyv szerinti érték és névérték szerint. A fent idézett uniós jogszabály a névértéket használja, mert az az összeg, amelyet törlesztéskor az adósnak vissza kell fizetnie a hitelezők felé, valamint talán a legkönnyebben meghatározható a fentiek közül. Megjegyzendő, hogy a nemzeti számlák teljes rendszere (SNA) és annak uniós megfelelője (ESA) azonban az aktuálisan fennálló piaci értéken vesz figyelembe minden tartozást. A piaci érték a névértéktől lényegében folyamatosan eltér, mégpedig két okból. Egyrészt attól függően, hogy miként ítélik meg az adós törlesztési képességét és a tőle elvárt hozamokat, az állampapírok nettó értéke elszakad a névértéktől. Másrészt a nettó értéken felül az állampapírok felhalmozott kamatot tartalmaznak az utolsó kamatfizetési időponttól számítva (amit csak a következő kamatfizetési időpontban fizet meg az adós), és ez növeli a papír értékét. A felhalmozott kamatot is figyelembe vevő piaci ár a bruttó árfolyam.

Az adósságot rendszerint *konzolidáltan* veszik figyelembe, tehát a kormányzati szektoron belüli tartozások kioltják egymást. A konszolidálást természetesen csak akkor lehet elvégezni, ha rendelkezésre áll, hogy az egyes szervezetek által birtokolt adósságból mennyi vonatkozik a kormányzati szektorra.

Az államadósságot *bruttó* módon számítják, tehát nem csökkentik a kormányzati szektor követeléseivel. Ez az egyik legfontosabb és legvitatottabb sajátossága az adósságszámítás módszertánának, ugyanis sok szempontból pontosabb képet fest a költségvetés helyzetéről, ha nemcsak az adóssága, hanem a vele szemben fennálló követelések mértéke is kimutatásra kerül, illetve a kettő különbsége, amelyet nettó adósságnak lehet nevezni. A nettó adósság fogalmával a következő alfejezet foglalkozik részletesebben.

A *devizaadósságot* a számbavétel napján érvényes árfolyamon számítják át hazai devizára. Ennek következtében a magas devizaadóssággal rendelkező országok adóssága a devizaárfolyam napi ingadozására is igen érzékeny, és nagy a jelentősége, hogy a számbavétel időpontjában, azaz például az év utolsó napján hogyan alakul a devizaárfolyam. Ha a devizaadósságot más pénznemre cserélték devizacsere-ügylet keretében, akkor az új deviza árfolyama mérvadó az adósság értékének kiszámításánál.

Az Európai Unió által definiált adósságmutató mellett kiemelendő a *Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló 2011. évi CXCV. törvény* (továbbiakban Gst.) által definiált államadósság, ugyanis az Alaptörvényben előírt adósságcsökkenést e definíció alapján kell vizsgálni. Lényegében megegyezik az Európai Unió által definiált fogalommal, mindössze néhány részletet vesz másképp figyelembe (a diszkont kincstárjegyeket nem névértéken, hanem piaci értéken veszi számba, és az uniós módszertannal szemben nem szerepel benne a Gripen repülőgépek hosszú távú bérlése miatt elszámolt külföldi hiteltartozás).

A fent bemutatott mutatókon kívül fontos az *Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) által kezelt adósságra* vonatkozó statisztika, ami több ponton eltér az EU módszertanától. A legnagyobb különbség abból fakad, hogy az ÁKK által publikált statisztikai adatok *csak az ÁKK által kezelt adósságot tartalmazzák*, tehát a kormányzati körbe tartozó más intézményekét és az önkormányzatokét nem. Ebből következően az ÁKK-adósság alacsonyabb, mint a fent definiált államadósság, bár ez a különbség minimálisra csökkent, mióta a központi költségvetés átvállalta az önkormányzatok adósságát 2011–2014-ben. Az adósság *elemei* közül csak adósságot megtestesítő értékpapírok, hitelek és betétek szerepelnek az ÁKK adósságában. További különbség, hogy ez a mutató nem konszolidált, mert tartalmazza az ÁKK által kibocsátott, de a kormányzati szektor által birtokolt adósságot is. Hasonló viszont az EU által definiált adóssághoz abban, hogy *bruttó* módon és (a DKJ-kat kivéve) *névértéken* számítják, valamint a *devizaadósság* elszámolása is hasonló. Az ÁKK által kezelt adósságra részletes és gyorsan frissülő adatok állnak rendelkezésre, ezért az elemzés során gyakran ezekre hivatkozunk. Bár a fenti módszertani okokból az ÁKK által kezelt adósság kissé különbözik a hivatalos adósság értékétől, de ez nem akadályozza az elemzést, mert a nagyságrend és a tendenciák teljes mértékben megegyeznek.

## 1. keretes írás

### Devizacsere-ügyletek elszámolása a statisztikában

Különleges esetet jelent az a devizaadósság, amelyet devizacsere-ügylet keretében (swap) más devizára vagy hazai pénznemre cseréltek. A cserét követően úgy kell tekinteni, mintha az adósság az új pénznemben állna fenn, és abból kell átszámítani az adósság értékét hazai pénznemre. Tehát ha egy ország a kibocsátott dolláradósságát euróra cseréli, akkor a későbbiekben az euró árfolyama lesz mérvadó.

Magyarországon az ÁKK éppen azzal a céllal köti a swapokat, hogy fedezze magát a nem EUR/HUF viszonylatban fennálló árfolyammozgások ellenében, tehát csak euróval szemben álljon fenn árfolyamkitettsége. A devizacsere alapján az ÁKK a más devizában (például dollár) bevont forrásokat euro ellenében átadja a swap partnernek, és a swap lejártakor, ami rendszerint egybeesik a végső törlesztéssel, visszakapja előre meghatározott árfolyamon euro ellenében. Így az időközben bekövetkező EUR/USD árfolyammozgástól függetlenül nem szükséges több (vagy kevesebb) forrást bevonnia a lejártakor a dollár adósság törlesztéséhez.

Az adósság alakulása szempontjából fontos, hogy a swap-kötések olyan megállapodást tartalmaznak, hogy a két fél rendszeresen kiértékeli az egymással szemben fennálló pozícióját az aktuális piaci árfolyamok és hozamok függvényében. A kiértékelés alapján a felek pótlólagos fedezetet (margin betétet) helyeznek el a másiknál a pozíció kiegyenlítése érdekében. A pénzbetét formában kapott fedezet a partner követeléseként jelenik meg a statisztikában, tehát növeli az államadósságot. Másfelől, amennyiben az ÁKK helyez el másutt margin betétet, akkor azt adósságkibocsátással kell bevonnia. Az árfolyamkitettség csökkentésének tehát „ára” van, és az adósság átmeneti emelkedését is okozhatja.

### 3. Az államháztartás pénzügyi pozíciójának alternatív mutatói

A bruttó államadósság az állam pénzügyi pozíciójának kiemelt mutatószáma, azonban nem az egyetlen ilyen célú mutató, nem a legteljesebb körű és nem is minden szempontból a leginkább kifejező. Nem terjed ki valamennyi pénzügyi kötelezettségre, nem veszi figyelembe az állam pénzügyi eszközeit és állóeszközeit sem, és korántsem tartalmaz minden, a jövőbeni fizetési kötelezettséget. Az alábbiakban az állam követeléseiből és tartozásaiból eredeztethető más mutatószámokat ismertetjük, és elhelyezzük e kontextusban a bruttó adósságadatot is. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy minél szélesebb lefedettségre törekszünk, annál inkább csökken a statisztikák megbízhatósága, erősödnek a módszertani bizonytalanságok, illetve az adatok csak jelentős késéssel állnak rendelkezésre.

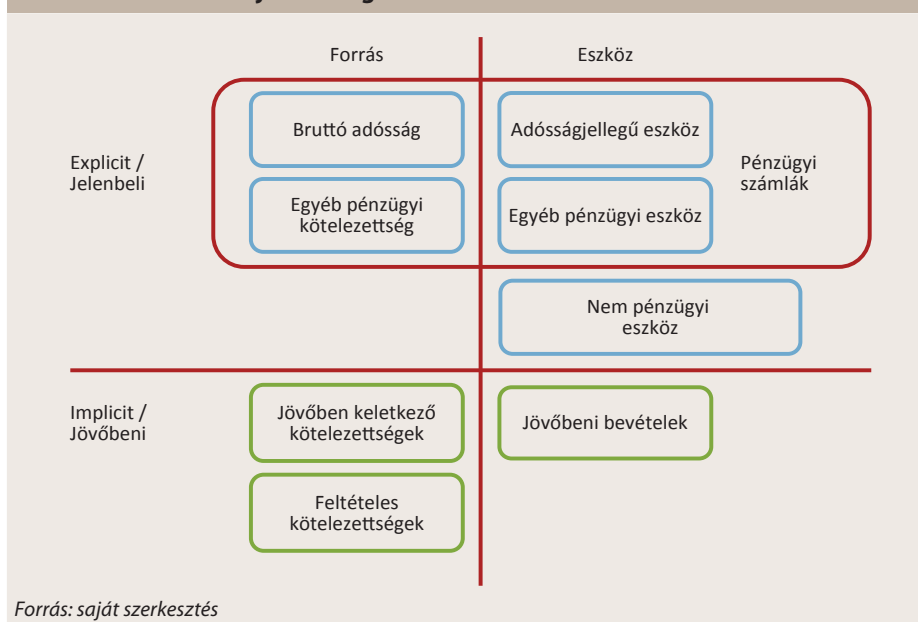
Az alábbiakban az állam teljes, jelenbeli és jövőbeli kötelezettségeit és követeléseit tartalmazó mérlegének sematikus vázát mutatjuk be. Az így értelmezett mérleg egészére nincsen standard módszertan, így az alábbiaktól eltérő módon is felvázolható.<sup>6</sup>

A lenti megközelítés alapvetően kétdimenziós: egyfelől a hagyományos értelemben vett eszközöket és forrásokat, másrészt a jelenleg fennálló és jövőbeli tételeket különbözteti meg. Az eszközök az államháztartás követeléseit az államháztartáson kívüli szereplőkkel szemben, a források pedig kötelezettségek. A másik nézőpontból megkülönböztethetjük a jelenleg fennálló, explicit tételeket azoktól, amelyek felmerülése a jövőben várható, így csak impliciten léteznek (például nem jogi alapú ígéret alapján).

---

<sup>6</sup> Például az angol költségvetési felelősségi hivatal kiadványában (Office for Budgetary Responsibility, 2015) és az angol forrásra is támaszkodó jegybanki elemzésben MNB (2012).

## 1. ábra Az államháztartás teljes mérlege



### 3.1. Explicit eszközök és források

A nemzeti számlák rendszere (System of National Accounts, SNA) és az Európai nemzeti számlák rendszere (European system of national and regional accounts, ESA) is csak azokat a követeléseket és kötelezettségeket tartalmazza, amelyek a mérlegfelvétel időpontjában feltétel nélkül fennállnak. Megkülönböztetünk pénzügyi és nem pénzügyi tételeket a mérlegben. Az alábbiakban bemutatjuk a nemzeti számlákban megjelenő eszközöket és forrásokat, idézve a rendelkezésre álló magyar adatokat a kormányzati szektorra nézve.<sup>7</sup>

#### 3.1.1. Explicit pénzügyi források

A pénzügyi számla forrásoldalán szerepelnek a pénzügyi kötelezettségek. Ennek nagy része adósság jellegű tétel (készpénz és betét, hitelek és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok), de más pénzügyi kötelezettségek is léteznek, például szállítói tartozások, pénzügyi derivatívák. Bár az államadósság

<sup>7</sup> A nemzeti számlákon belül a nem pénzügyi eszközöket Magyarországon a KSH tartja nyilván, míg a pénzügyi jellegű eszközöket és forrásokat bemutató ún. pénzügyi számla a jegybankban készül.

elemei megjelennek a pénzügyi számlákban, azonban az közvetlenül mégsem tartalmazza az adósságadatot, hanem utóbbi általában külön kerül kifejtésre. Különösen igaz ez az Európai Unióban (így Magyarországon is), ahol a pénzügyi számla piaci áron, a gyakorlatban alkalmazott államadósság-mutató azonban névértéken tartalmazza a kötelezettségeket. Az 1. táblázat mutatja, hogy Magyarországon az államháztartás adósság jellegű pénzügyi kötelezettségeinek összege 2015 végén a GDP 85,0 százaléka (hitelek és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, valamint a készpénz és betétek összege), miközben a bruttó államadósság ugyanekkor a GDP 75,3 százaléka volt. A kettő közötti különbség a fenti módszertani különbségekből (figyelembe vett elemek, értékelés) származik.<sup>8</sup>

### 1. táblázat

#### Az államháztartás pénzügyi számlái, 2015. december 31.

(a GDP százalékában)

	Eszközök	Források
1. Készpénz és betétek	2,8	0,2
2. Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok	0,5	73,5
3. Hitelek	0,6	11,1
4. Részvények és részesedések	11,0	-
5. Biztosítástechnikai tartalékok	0,0	0,1
6. Pénzügyi derivatívák	3,0	0,1
7. Egyéb követelések	5,7	13,1
<b>Összesen</b>	<b>23,6</b>	<b>98,1</b>
<b>Nettó pénzügyi vagyon</b>		<b>-74,4</b>

Forrás: MNB

### 3.1.2. Explicit pénzügyi eszközök

A pénzügyi számlák eszközoldala olyan tételeket ölel fel, amelyekre nézve az államháztartásnak van pénzügyi követelése más szektorokkal szemben. Ezek teljesen hasonlóak a forrásoldalon lévő tételekhez, és leginkább betétek, részesedések, másoknak nyújtott hitelek, kölcsönök formájában állnak fenn.

<sup>8</sup> Az állam egyéb pénzügyi kötelezettségei között 2011 óta szerepel a magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakításából származó állami kötelezettség. Azonban ez nem befolyásolta az állam nettó pénzügyi vagyonát, mert a vagyonátvétel hatására csökkent a kinnlévő adósságállomány, illetve emelkedett az állami betétek, részvénytulajdon és más típusú követelések összege. A nyugdíjvagyonból eredő egyéb kötelezettséget a nyugdíjfizetések időszakában kell csökkenteni.

Az állam által birtokolt pénzügyi eszközök összege nagymértékben eltérő az egyes országok között. Azokban az államokban kimagasló, amelyek jelentős bevételt értek el viszonylag rövid idő alatt (például nyersanyagtermelésből, gyors gazdasági fellendülésből) és a bevételből hosszú távú tartalékot képeztek. Ezt állami tulajdonú pénzügyi alapok szokták kezelni (sovereign wealth fund), amelyek közül a legnagyobbak Norvégiában, Kínában és egyes közel-keleti olajexportőr országokban vannak, de jelentős Hongkong és Szingapúr alapja is.<sup>9</sup>

A pénzügyi eszközök a forrásokhoz hasonlóan csoportosíthatóak adósság jellegű és nem adósság jellegű eszközökre, de más szempontból feloszthatóak likvid (könnyen számlapénzzé tehető) és nem likvid tételre. A likvid eszközök (elsősorban betétek, esetleg tőzsdei részvények, egyéb likvid értékpapírok) tartásának célja elsősorban az államadósság és a hiány folyamatos és biztonságos finanszírozásának biztosítása. Pénzügyi turbulenciák idején, a finanszírozási kockázatok csökkentése érdekében az állam dönthet a likvid pénzügyi tartalékok szintjének növeléséről külön alap létrehozása nélkül, az adósságkezelés keretein belül. A pénzügyi eszközök vásárlását általában adósságkibocsátással finanszírozzák, ezért a bruttó adósság emelkedését eredményezi. Más időszakokban pedig a likvid tartalékok leépítése szerepet játszhat az adósságráta csökkentésében.

A nem likvid eszközök többek között az államháztartáson kívülre nyújtott hiteleket, nem tőzsdei vállalatokban meglévő üzletrészeket jelentenek, amelyek hosszú távú befektetésnek tekinthetőek és nem értékesíthetőek azonnal. A nem likvid pénzügyi eszközök döntő részét az államháztartás állami feladatokat ellátó vállalatokban meglévő részesedései teszik ki, ami viszonylag stabil. Mindazonáltal, ha egy kormány az állami feladatok körének változásáról dönt, az maga után vonhatja állami vállalatok értékesítését (privatizáció) vagy további vállalatok megvásárlását, amint Magyarországon is volt példa ezekre. Hosszú időtávon tehát a nem likvid eszközök is befolyásolhatják az államadósság alakulását.

---

<sup>9</sup> forrás: Sovereign Wealth Fund Institute ([www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org))



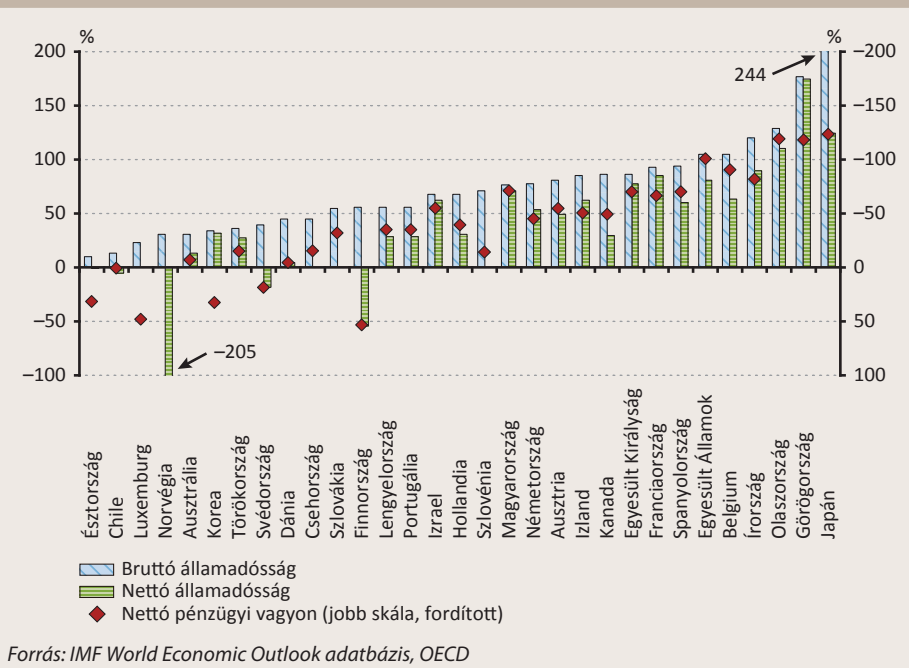
### 3.1.3. Nettó államadósság, nettó pénzügyi érték

Közgazdasági szempontból a bruttó államadósság mellett fontos mutató a **nettó államadósság**, amelyben a bruttó államadóssággal szembeállítva az állam pénzügyi eszközeinek egy részét is figyelembe veszik. A nettó adósságra nincsen egyértelmű definíció, általában két módon értelmezik: (i) a bruttó adósság és az adósság jellegű eszközök (tehát az állam által nyújtott hitelek, kölcsönök és betétek) különbözete, illetve (ii) a bruttó adósság és az állam likvid, könnyen pénzzé tehető pénzügyi eszközeinek a különbsége. Elvileg konzisztensebb az első definíció, mert az adósság jellegű tételeket állítja szembe egymással. Gyakorlati szempontból azonban a második meghatározás mellett szól, hogy az adósság törlesztése során a hiteleket gyakorlatilag nem lehet rövid távon felhasználni, de a likvid eszközöket, például a tőzsdei részvényeket igen (értékesítésük révén). A nettó államadósság azokban az országokban tér el jelentősen a bruttó adósságtól, ahol az állam nagy összegben birtokolt pénzügyi forrásokat, például a fent említett szuverén állami pénzügyi alapokon keresztül.

További, ritkábban használt fogalom a kormányzati szektor **nettó pénzügyi vagyona**, amely egyszerűen a pénzügyi eszközök és források különbsége. A definícióból eredően erős hasonlóságot mutat a nettó adóssággal, bár az a források és eszközök szűkebb körét veszi figyelembe. Említésre méltó, hogy eltérnek az előjelek is a két megközelítésben: magas nettó adósság mellett a pénzügyi érték valószínűleg negatív lesz, hacsak nem ellensúlyozzák a nettó adósságban figyelembe nem vett eszközök. Mindebből következik, hogy a kormányzati szektor nettó értéke általában azokban az országokban pozitív, ahol az államadósság alacsony vagy az eszközállomány magas. A negatív nettó pénzügyi vagyont nettó pénzügyi tartozásnak is szokás nevezni.

## 2. ábra A bruttó, a nettó államadósság és a nettó pénzügyi vagyon

(a GDP százalékában)



### 3.1.4. Nem pénzügyi eszközök

A pénzügyi mérlegen kívül nem pénzügyi eszközöket is birtokol az állam (nem pénzügyi forrásai azonban a statisztikai definíció szerint nincsenek). A kormányzati szektor **nem pénzügyi eszközei** kiterjednek mindazon eszközre, amelyekre nézve nem áll fenn másnak követelése, értéket képvisel és használatával vagy tulajdonosi jövedelem révén haszon érhető el általa (és természetesen nem pénzügyi jellegű az eszköz maga).<sup>10</sup> Termelés révén előállított (gépek, berendezések, ingatlanok, készlet, szellemi termék) és nem termelt (természeti erőforrások, föld) eszközök is tartoznak ide. A nem pénzügyi eszközökre vonatkozó statisztikák kevésbé széles körűen elérhetőek, mint a pénzügyi eszközöké. Értékelésüket megnehezíti, hogy egy részük a piacon ritkán forog vagy egyedi jellegű (föld, ingatlanok). Számítható rájuk nézve bruttó, illetve amortizációval csökkentett nettó érték, amelyek közül utóbbi áll közel

<sup>10</sup> Bova et al (2013)

a nemzeti számlákban elvárt piaci áras megközelítéshez (2. táblázat).<sup>11</sup> Magyarországon a kormányzati szektor ingatlanokban meglévő vagyonát nettó értelemben a GDP 180 százalékára becsüli a statisztika (bruttó értéken 180 százalék), amelynek jelentős részét utak, vasutak, gátak, tehát piaci értékesítésre nem váró építmények teszik ki. A nem termelt nem pénzügyi eszközökre jelenleg még nem áll rendelkezésre statisztika (több országban azonban ezt is számítják, és rendszerint magas a természeti erőforrások súlya).

Az államháztartás **nettó értéke** az összes eszköz és összes forrás különbözete. Mivel a nem pénzügyi eszközök általában jelentős értéket képviselnek, ezért az állam nettó értéke még negatív nettó pénzügyi érték mellett is pozitív a legtöbb esetben.

<b>2. táblázat</b>	
<b>A magyar kormányzati szektor nem pénzügyi eszközeinek nettó állománya a GDP százalékában</b>	
	<b>Nettó érték</b>
<b>I. Termelt nem pénzügyi eszközök</b>	<b>112,2</b>
I.1. Lakások	3,1
I. 2. Egyéb épületek és építmények	102,0
I. 3. Gépek és berendezések	5,4
I. 4. Művelés alatt álló biológiai erőforrások	0,0
I. 5. Szellemi tulajdont képező termékek	1,7
<b>II. Nem termelt nem pénzügyi eszközök</b>	<b>n.a.</b>
II.1. Természeti erőforrások (föld nélkül)	n.a.
II.2. Föld	n.a.
II.3. Egyéb	n.a.
<b>III. Nem pénzügyi eszközök összesen</b>	<b>n.a.</b>
<i>Forrás: KSH</i>	

<sup>11</sup> A nem termelt eszközök állományát tekintve Magyarországra nézve nem áll rendelkezésre adat, de egyes országok statisztikái elérhetőek az OECD statisztikai honlapján. Az OECD National Accounts / Detailed Tables and SimplifiedAccounts / 9B Balancesheetsfor non-financial assets: [https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA\\_TABLE9B#](https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA_TABLE9B#)

## 3.2. A kormányzati szektor eszközeinek és forrásainak alakulása Magyarországon

A fent tárgyalt statisztikai mutatók Magyarországra vonatkozó éves idősorait mutatjuk be az alábbiakban. A GDP-arányos, **névértékes bruttó államadósság** a kilencvenes évek első felében elért csúcspontja után fokozatosan csökkent a 2002-ben bekövetkezett trendfordulóig. Ezt követően folyamatos emelkedés volt megfigyelhető, kezdetben elsősorban a magas költségvetési hiányból, majd részben már a gazdasági növekedés lassulásából fakadóan. A 2008-ban kezdődő pénzügyi válság felgyorsította a folyamatot: a nemzetközi szervezetektől felvett adósság hatására hirtelen megugrott az adósság. A válság által eredményezett recesszió, árfolyamgyengülés és hozamemelkedés nyomán tovább emelkedett az adósságráta a 2011-es fordulópontig. Ezt követően a fegyelmezett fiskális politika, a kibontakozó gazdasági növekedés, a nyugdíjrendszer átalakítása, majd 2012-től a mérséklődő hozamok egyaránt hozzájárultak az adósságráta csökkenéséhez. Az **ÁKK által kezelt adósság** alapvetően abban különbözik a teljes államadósságtól, hogy nem tartalmazza az önkormányzatok és a kormányzati szektorba sorolt intézmények adósságát. Az önkormányzatok adósságát 2011–2014-ben átvállalta a központi kormányzat, és a kötelezettségek az ÁKK portfóliójába kerültek, így a teljes adósság és az ÁKK által kezelt adósság közötti számszerű eltérés a GDP mindössze 2 százalékára csökkent.

A **nettó államadósságot** a bruttó adósság és a likvid eszközök (készpénz, betétek, tőzsdei részvények) különbözeteként számítottuk ki. A nettó adósságráta hasonló tendenciákat követ, mint a bruttó érték, de a köztük fennálló különbség némiképp változékony. A stabil 5 százalékpontos különbség 2008-ban nőtt meg 8-9 százalékpontra, majd 2011-ben 10 százalékpontra emelkedett. A 2008-as változás oka, hogy a nemzetközi szervezetektől felvett hitel meghaladta a költségvetés finanszírozási szükségletét, és a különbség az állam devizabetétében csapódott le. Ezt később fokozatosan vonta be az állam a finanszírozásába, illetve egy részét egészen a törlesztésig fenntartotta. 2011-ben a nyugdíjrendszer reformja okozta a két mutató elválását: az államhoz került vagyon egy része betétekben és részvényekben testesült meg, ami mérsékelte a nettó adósságot. (Az állampapírok formájában kapott vagyon az

állampapírok bevonása után egyszerre mérsékelte a bruttó és a nettó adósságot.)

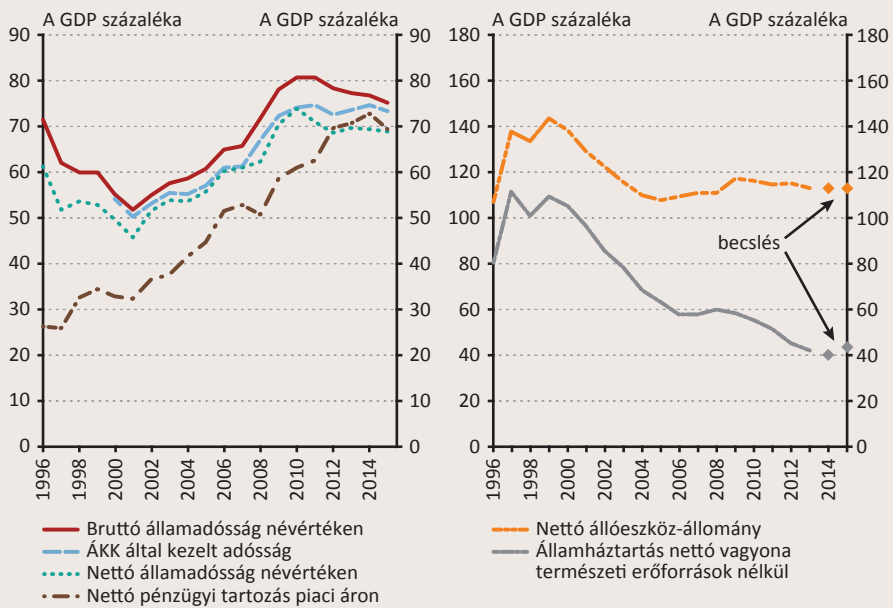
A **nettó pénzügyi tartozás** az állam összes pénzügyi eszközének és összes forrásának (kötelezettségének) piaci értéken számított különbsége (azaz a nettó pénzügyi vagyon ellentétes előjellel). A definícióból eredően erős hasonlóságot mutat a nettó adóssággal, bár az a források és eszközök szűkebb körét veszi figyelembe. A nettó pénzügyi tartozás hazánkban megfigyelhető trendszerű emelkedése mögött összetett folyamatok állnak. Egyszeri növekedést okozott, hogy 2011 óta az egyéb kötelezettségek között számolja el a statisztika a magán-nyugdíjpénztárakból az állami rendszerbe visszalépő tagok felé fennálló nyugdíj-kötelezettséget. Másrészt a piaci értéken történő számítás növeli a pénzügyi kötelezettségek értékét az – államadósság számítása során alkalmazott – névértékes módszertanhoz képest. Ennek oka, hogy a magyar állampapírok piaci árfolyama a kibocsátás óta lecsökkent hozamok következtében magasabb, mint a névértéke. Az elmúlt években meglehetősen erős volt az ebből származó hatás.

A lenti ábra jobb paneljén az állam **nettó állóeszköz-állománya**, azaz a meglévő ingatlanok, gépek és berendezések amortizációval csökkentett értéke látható. Az állomány több mint 95 százaléka épületekben és egyéb építményekben (utak, vasutak, gátak stb.) ölt testet. Az ezredforduló körül megfigyelt ingadozás után az utóbbi tíz évben meglehetősen stabilan alakul ezek értéke, a GDP 110 százaléka körül. A nem termelt eszközökre (föld és más természeti erőforrások) nem áll rendelkezésre a fentiekkel összehasonlítható adat, bár ezek mértéke szintén igen jelentős lenne.

Az **államháztartás eszközeinek és kötelezettségeinek nettó értéke** az utolsó két mutató, tehát a nettó állóeszköz-állomány és a nettó pénzügyi tartozás különbsége. Ez tehát az államháztartás teljes – pénzügyi és nem pénzügyi eszközeinek figyelembevételével – számított **nettó vagyona** (a természeti erőforrásokra vonatkozó adatok hiányában azok nélkül). Ennek fokozatos csökkenése már lassan két évtizede a nettó pénzügyi tartozás emelkedéséből fakad, de 2015-ben becslésünk szerint a csökkenés megállt, mivel a nettó pénzügyi tartozás is mérséklődött. Az államháztartás nettó vagyonának

korábbi trendszerű csökkenése mögött egyrészt az államadósság 2011-ig tartó növekedése, másrészt a fenti technikai jellegű elszámolások (magán-nyugdíj-pénztári elszámolások, értékpapírok árfolyamának változása) állnak.

**3. ábra**  
**Az államháztartás különböző adósság- és tartozásmutatói**  
 (a GDP arányában)



Megjegyzés: A bruttó államadósság az EU jogi definíciójának megfelelően névértéken kerül számbavételre. A pénzügyi számlák ezzel szemben piaci értékben mutatják be a kötelezettségeket, így az értékpapírok árfolyammozgása ingadozást okoz a kötelezettségek értékében. Az eltérő módszertan következtében az államadósság-mutatók és a nettó pénzügyi tartozás közvetlenül nem hasonlítható össze, ugyanakkor az eltérő módszertan a tendenciákra nincs hatással, az összképet nem befolyásolja. A nettó államadósságot a maastrichti bruttó államadósság és az államháztartás likvid pénzügyi eszközeinek különbségeként határoztuk meg. A likvid eszközként a készpénzt, a betétet és a tőzsdei részvényeket vettük figyelembe. A nettó állóeszköz-állomány változatlanúságát tételeztük fel 2014–2015-re, és ennek alapján becsültük meg az államháztartás nettó vagyonát (az ehhez szükséges másik input, az államháztartás nettó pénzügyi tartozása tényadaton nyugszik).

Forrás: MNB, Pénzügyi számlák; KSH, Nemzeti számlák

### 3.3. Implicit eszközök és források

Az eddig bemutatott fogalmak az államháztartás mérlegében fennálló követelések és kötelezettségek alapján adnak képet a költségvetés aktuális helyzetéről. Sok esetben azonban olyan elköteleződések is léteznek, amelyekre nézve

ma még nem ismert pontosan, hogy kapcsolódik-e hozzá tényleges jövőbeni kifizetés, illetve ha igen, mikor és milyen összegben. Megkülönböztethetünk feltételes kötelezettségeket (garanciák, biztosítások), és egyéb kötelezettségeket, melyek ígéretekből, morális elköteleződésből vagy szükségszerűségekből fakadnak: ilyenek például a járulék fejében járó egészségügyi és nyugellátás, az állami vállalatoknál jövőben szükségessé váló tőkeemelések, adósságtólvállalások, valamint például az esetleges természeti katasztrófák utáni helyreállítás.

Méreténél fogva kiemelkednek az egyéb jövőbeli kötelezettségek közül a **várható nyugellátások**. Bár jogi alapja van, de mind a kifizetés időpontja, mind mértéke bizonytalan – még ha a jelenleg fennálló szabályok szerint adottnak is tekinthető, mivel a szabályok változtatásával változik a kötelezettség mértéke is. A már befizetett nyugdíjjárulékokhoz kapcsolódó nyugdíjfizetési kötelezettségállományt az állam implicit nyugdíjadósságának is szokták nevezni, amit a jóléti államok kiterjedésével, illetve a demográfiai trendekből fakadóan az utóbbi időben növekvő figyelem övez. Az Európai Unióban 2017-től a statisztikai hivataloknak becslést kell készíteniük az implicit nyugdíjadósságra nézve. Természetesen csak nagyfokú bizonytalansággal számítható ki ez a mutató, de a nagyságrendje önmagában is érdekes és fontos.

## 4. Az államadósság kezelése

### 4.1. Az adósságkezelési stratégia célja

Az adósságkezelés feladata, hogy minimális költségek és reális kockázatok vállalása mellett hosszú távon és folyamatosan biztosítsa a költségvetés finanszírozási igényét.<sup>12</sup> Az adósságkezelési stratégia célja, hogy az adósságkezelő e legfőbb mandátumát a gazdaságpolitika aktuális keretein belül a lehető leghatékonyabb módon, az adósságfinanszírozási alternatívák legjobb kihasználásával valósítsa meg. Ennek következtében hosszú távon a legkedvezőbb költség-kockázat aránnyal rendelkező adósságszerkezet valósulhat meg. A hatékony optimalizáció az előnyök, valamint a költségek és a potenciális kockázatok egyidejű számbavételével lehetséges. Az adósságkezelő által legfontosabbnak ítélt kockázati tényezők a – kamatkockázat és a megújítási kockázat együtteséből adódó – finanszírozási kockázat, valamint az árfolyamkockázat és a partnerkockázat. Az államadósság GDP-hez viszonyított arányának fenntartható csökkentése mellett hazánkban jelenleg kiemelt adósságstratégiai célkitűzés az adósság deviza-részarányának mérséklése, továbbá az átlagos futamidő növelése és a belföldi befektetői bázis (ezen belül is elsősorban a lakossági finanszírozás) erősítése.

### 4.2. Az adósságelemek főbb tulajdonságai

Az adósságkezelők a kiszámíthatóság és tervezhetőség céljából igyekeznek robusztussá tenni az államháztartás finanszírozását, ezért törekednek a váratlan (elsősorban negatív) piaci sokkok hatásainak kiszűrésére, minimalizálására. Ennek hatékony megvalósítása céljából különböző típusú adósságelemek kibocsátásával diverzifikálják az államadósság szerkezetét. Az adósságkezelést a kibocsátó szándékai mellett a keresleti viszonyok, vagyis a pénz- és tőkepiaci folyamatok alakulása is erősen befolyásolja.

Az eltérő típusú finanszírozási formák több szempontból eltérő tulajdonságokkal rendelkeznek, amelyek közül a legfontosabbak: a devizanem, a futamidő,

---

<sup>12</sup> Államadósság Kezelő Központ (2015)



a kamatozás és a célzott befektetők kör. Ez utóbbi négy jól elkülöníthető csoportra bontható: hazai kisbefektetők (háztartások), hazai nagybefektetők (bankok, nyugdíjalapok, biztosítótársaságok), külföldi intézményi nagybefektetők (külföldi bankok, nyugdíjalapok és biztosítótársaságok), illetve a nemzetközi szervezetek (IMF, EU, EIB, EBRD). A hazai adósságelemek legfőbb jellemzőit az alábbi tábla foglalja össze (3. táblázat).

<b>3. táblázat</b>						
<b>A magyar adósságelemek főbb jellemzői</b>						
	<b>Forint kötvény</b>	<b>Diszkontkincstárjegy</b>	<b>Lakossági papírok</b>	<b>Forint hitelek</b>	<b>Deviza kötvények</b>	<b>Deviza hitelek</b>
<b>Devizanem</b>	forint	forint	forint és deviza	forint	deviza	deviza
<b>Kamatozás</b>	fix vagy változó	zéró kupon papírok	fix vagy változó	fix vagy változó	fix vagy változó	fix vagy változó
<b>Futamidő</b>	3, 5, 10, 15 év	3 vagy 12 hónap	0,5-10 év	3-15 év	3-30 év	3-10 év
<b>Befektetőkör</b>	hazai és külföldi nagybefektetők, kisebb részben hazai háztartások	hazai és külföldi nagybefektetők, kisebb részben hazai háztartások	hazai háztartások, kisebb részben hazai nagybefektetők	nemzetközi fejlesztési bankok (EIB, EBRD, CEB)	külföldi nagybefektetők	nemzetközi szervezetek (IMF, EU), nemzetközi fejlesztési bankok (EIB, EBRD, CEB)
<b>A forrásbevonás csatornája</b>	piaci	piaci	piaci	nem piaci	piaci	nem piaci

*Forrás: saját szerkesztés*

### 4.3. Az adósságkezelés főbb szempontjai és a trade-offok

Az adósságstratégia lényege, hogy az adósságkezelő az eltérő tulajdonságú adósságelemek kibocsátásával olyan adósságszerkezet mellett tudja stabilan finanszírozni a költségvetési hiányt és a lejáró adósságokat, amely hosszú távon optimális költség-kockázat arányt biztosít. Egyes kockázatok között átváltás van, vagyis egyes kockázatok csak egy másik növelésével csökkenthetők (trade-off), amire jellemző példa az árfolyam- és a kamatkockázat gyakran egymással ellentétes mozgása. Az alábbiakban az adósságelemek főbb tulajdonságai mentén bemutatjuk az egyes szempontok előnyeit és hátrányait,

valamint az adósságkezelés területén jellemző, az egyes kockázatok közötti trade-offokat.

#### **4.3.1. Az adósság denominációs szerkezete (forint vagy deviza)**

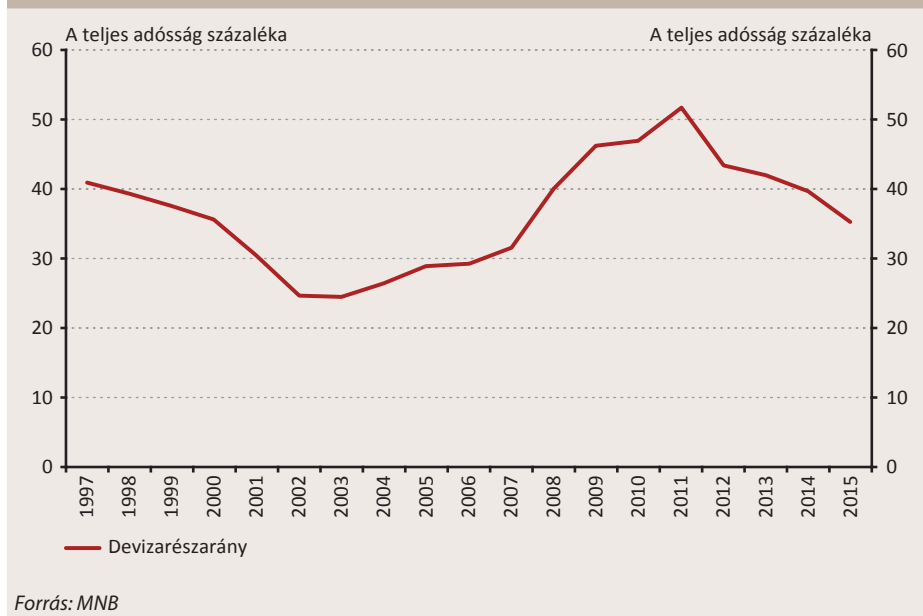
Az adósságstratégia számára egyik legmeghatározóbb szempont, hogy mekkora a teljes államadósságon belül a devizaadósság részaránya. Főként a fejlődő országokra jellemző a devizaadósság arányának számottevő súlya, amelynek több oka is van. A legalapvetőbb, hogy ezen országok nem rendelkeznek elegendő hazai megtakarítással az állam finanszírozási igényének teljes biztosításához. Emellett a külföldi befektetők gyakran nem preferálják a hazai devizában kibocsátott adósságelemeket, amiktől piaci turbulencia esetében jóval nagyobb hajlandósággal is válnak meg, ami elsősorban az árfolyamkockázat miatti potenciális veszteséggel magyarázható. Mindezekből adódóan a fejlődő országok esetében célszerűnek tűnik a forrásbevonás diverzifikálásának növelése külföldi valutában denominált adósságelemek kibocsátásával, ugyanis így a befektetők szélesebb köre érhető el. Ennek egyik legfőbb pozitív következménye, hogy a forrásköltség alacsonyabb lehet a hazai denominációjú papírokénál, mert nem kell árfolyam-kockázati felárat fizetni és az infláció is jellemzően alacsonyabb az idegen pénznemben. Továbbá egy kibocsátás alkalmával nagyobb volumenű és hosszabb lejáratú állampapír értékesíthető, amit így ritkábban kell megújítani.

A devizaadósság növelése ugyanakkor az adós ország számára jelentős kockázatokat is hordoz. Ezek közül a legjelentősebb az árfolyamkockázat, mert a devizaárfolyam elmozdulására a hazai pénznemben számolva törlesztendő és a statisztikailag kimutatott adósság is nagymértékben változhat. Az árfolyam leértékelődése esetén jelent ez valódi problémát, mert a törlesztendő összeg ekkor hazai pénznemben kifejezve nő, a statisztikai adósság pedig emelkedik. Mindemellett az államadósság nagymértékű devizarészaránya az esetleges árfolyam-volatilitás miatt az adott évi adósság tervezését és az adósságkezelést is jelentősen megnehezítheti, ugyanis az árfolyam hirtelen megváltozása az adósságot jelentősen eltérítheti az előírányzottól és a trendszerű alakulásától is. A külföldi forrásbevonás emelkedésével párhuzamosan növekvő árfolyamkitettség tehát jelentős makropénzügyi sérülékenységet

eredményezhet, ezért komoly körültekintést igényel az államadósság devizarányának optimális meghatározása.

Magyarországon 2015 végén a teljes államadósságon belül 35,3 százalék volt a devizarésarány, ami jelentős javulás a 2011 végi mintegy 52 százalékos historikus csúcstól követően. A központi alrendszer adósságának devizaránya 2015 végén 33,5 százalék volt, ami közel 100 százalékban euróból állt. Az önkormányzatoktól korábbi években átvállalt svájci frank alapú devizahitelek a devizaadósság mindössze kevesebb mint 1 százalékát tették ki.<sup>13</sup> Számos eurótól eltérő külföldi denominációjú (jellemzően amerikai dollár alapú) adósságkibocsátás is történt, azonban az árfolyamkockázat minimalizálása érdekében ezeket euro alapúra cseréli (swapolja) az adósságkezelő. A csereügyletek mögött margin betétek biztosítják a fedezetet, amelyek volumene – a keresztárfolyamok elmozdulásának függvényében – szintén befolyásolja a statisztikai adósság nagyságát.

**4. ábra**  
**A magyar államadósság devizarányának alakulása 1997 és 2015 között**  
(százalék)



<sup>13</sup> Államadósság Kezelő Központ (2015)

### 4.3.2. A bevont forrás futamideje (rövid vs. hosszú)

Stratégia szempontjából szintén fontos aspektus a bevont források átlagos futamideje (vagy durációja). Az 1 éves, illetve az annál rövidebb lejáratú adósságelemeket rövid, míg az annál hosszabb lejáratúakat hosszú futamidejű papíroknak hívjuk. A rövid futamidejű források költsége jellemzően alacsonyabb, mint a hosszúaké, ugyanakkor forrásmegújítási kockázatuk érdemben magasabb, ugyanis évente (gyakran többször is) meg kell őket újítani, míg egy hosszú futamidejű állampapírt (pl. kötvény) lényegesen ritkábban. A rövid elemek által rejtett makropénzügyi kockázat ezért magasabbnak tekinthető. Az, hogy a befektetők milyen arányban preferálják a rövid, illetve hosszabb papírokat, nagyban függ a piac aktuális kockázatvállalási hajlandóságától. Amennyiben jó az általános pénz- és tőkepiaci hangulat, a befektetők hajlamosak hosszabb lejáratokban hitelezni. Piaci turbulencia vagy válság esetén viszont megcsappan a bizalom, ami jellemzően a hitelezés lerövidülését eredményezi.

A futamidő által meghatározott fontos tulajdonságok közé tartozik az államadósság átárazódási sebessége. Fix kamatozású adósságelemek esetében minél hosszabb az adósság átlagos futamideje, annál lassabban árazódik át az adósságállomány. A magyar forintadósság durációja 2015 végén mintegy 3,1 év volt, ami összhangban van az adósságstratégiai célokkal.<sup>14</sup>

### 4.3.3. Az adósságelem kamatozása (fix vagy változó)

Az adósságot finanszírozó elemek fix vagy változó kamatozásúak lehetnek. A futamidő mellett a kamatozás típusa befolyásolja az adósság átárazódási sebességét. Minél nagyobb a fix kamatozású elemek adósságportfólión belüli aránya, annál lassabb az adósság átárazódása. A fix kamatozású konstrukciók előnye, hogy a jövőbeli kamatkiadásokat kiszámíthatóvá teszik, ami kibocsátói oldalról megkönnyíti az éves finanszírozási igény tervezhetőségét. Ebből adódóan kisebb makropénzügyi sérülékenységgel járhat a fix kamatozású elemek nagyobb aránya.

---

<sup>14</sup> Államadósság Kezelő Központ (2015)

Hazánkban az adósság közel kétharmada rögzített kamatozású mind a forint, mind pedig a deviza alapú portfólión belül, összhangban a releváns hazai referenciamutatók elfogadási tartományaival.<sup>15</sup>

#### **4.3.4. A befektetői kör típusa (hazai vagy külföldi)**

Az adósság szerkezete szempontjából az is fontos szereppel bír, hogy a teljes adósságon belül mekkora a külföldi befektetők aránya. A devizaaránytól ez nyilvánvalóan akkor térhet el, ha devizaadósságot hazai befektetők is, vagy hazai pénznemben kibocsátott adósságot külföldiek is birtokolnak. Ez utóbbi jelentősebb. A fejlődő országokban ez abból ered, hogy a hazai megtakarítások általában nem elegendőek az állam finanszírozási igényének teljes fedezéséhez. A külföldi befektetők révén tehát sokkal több forrást lehet bevonni, azonban a tapasztalatok szerint ez kockázattal is jár, mert a külföldi tőkeáramlás jelentős ingadozást mutat. Válsághelyzetben a külföldi tőke jellemzően kiáramlik az országból, ami a gazdaság egyes szegmensein keresztül hozzájárulhat a válság elmélyüléséhez.

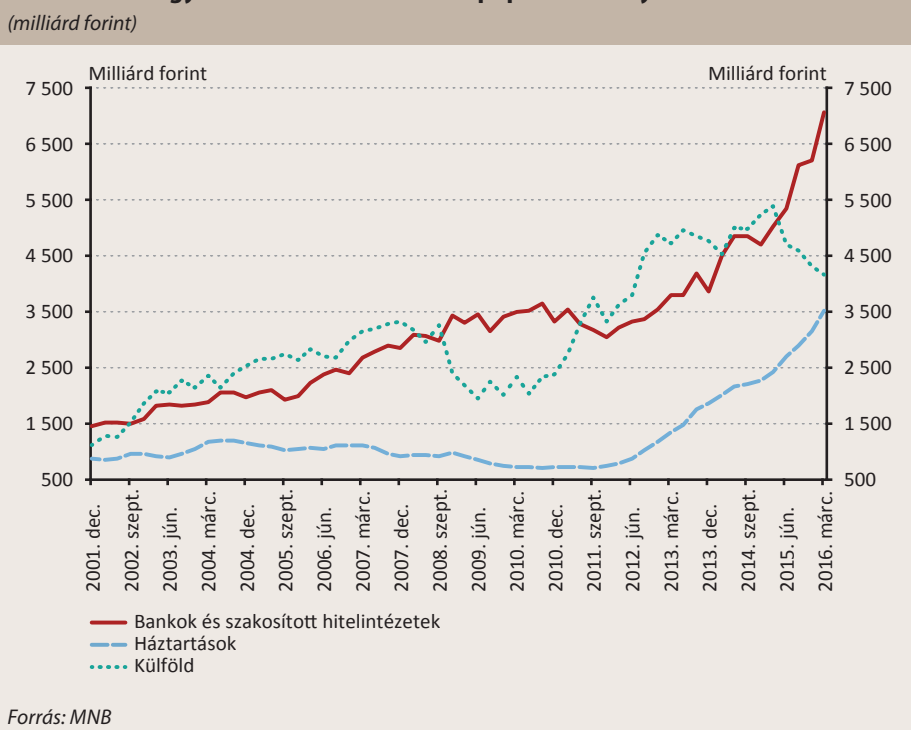
Hasonló szituáció volt megfigyelhető Magyarországon a pénzügyi válság begyűrűzésekor 2008 végétől kezdve szűk egy évig. Nemcsak megállt a külföldiek állampapír-vásárlása, hanem eladóként jelentkeztek a piacon, ami nagymértékben hozzájárult a hozamok emelkedéséhez. 2008. szeptember végétől 2009 közepéig a külföldi befektetők birtokában lévő forint állampapír-állomány több mint 40 százalékkal, 1300 milliárd forinttal csökkent (5. ábra). A hazai befektetők (bankok, befektetési és nyugdíjalapok, kisbefektetők) viszont strukturális okokból kevésbé képesek és hajlamosak csökkenteni állampapír-portfóliójuk méretét, ezért kevésbé érzékenyek a visszafizetési kockázat emelkedésére, ráadásul az ilyenkor magasabb hozamok vonzóak számukra. Így a hazai állampapírtulajdonosok válság esetén az államháztartás finanszírozása szempontjából inkább stabilizálóerőt képviselnek, míg a külföldi befektetők a válság negatív hatásait erősítik. Makropénzügyi sérülékenység szempontjából tehát kedvező lehet a belső források arányának minél nagyobb mértékű növelése.

---

<sup>15</sup> Államadósság Kezelő Központ (2015)

A 2011-es európai adósságválságot követően Magyarországon a hazai tulajdonban lévő államadósság aránya számottevő és tartós emelkedésnek indult, ami a 2011-es 33-ról 2015 végére 54 százalék fölé nőtt. Bár a hazai bankok – hasonlóan a külföldi nagybefektetőkhez – több mint megkétszerezték befektetések mértékét az adósságválság fokozatos lecsengésével, a magyar háztartások finanszírozási hajlandóságának elmúlt években bekövetkezett gyors felfutása azonban ennél is kiemelkedőbb. A lakossági adósságfinanszírozás mértéke 2011 és 2015 vége között több mint megnégyszereződött, amiben nagy szerepe volt az adósságstratégia által célul tűzött termékportfólió-bővítésnek, a lakossági papírok által kínált versenyképes hozamoknak, a marketing erősítésének, valamint az értékesítési pontok szélesítésének.

**5. ábra**  
**A külföldi és egyes hazai szektorok állampapír-állományának alakulása**  
 (milliárd forint)



#### 4.3.5. A forrásbevonás csatornája (piaci vagy nem piaci)

Elsősorban a kevésbé fejlett és fejlődő országokban fontos az államadósságon belül a piaci és nem piaci forrású adósság aránya. Míg a fejlett országok szinte teljes egészében a tőkepiacokról finanszírozzák magukat, addig a fejlődő országok (és válság során esetenként a fejlettek is) jelentős mértékben nem piaci intézményi befektetőkre támaszkodnak. Legismertebb közülük az IMF és a Világbank, de jelentős szerepet játszanak a regionális fejlesztési bankok (EIB, EBRD stb.) is. Az intézményi befektetők által nyújtott hitelek kamata általában alacsonyabb, mint az adott ország által elérhető piaci hozamok. Ez abból eredhet, hogy a tőkepiacokon a nagyobb hitelességű intézmények alacsonyabb hozammal jutnak hitelhez, mint a hitelre rászoruló, kockázatosnak tekintett gazdaságok, az intézmények pedig a forrásköltséget alig meghaladó hozammal (némi díjat felszámítva) továbbíthatják a forrást a végső adós felé. Az alábbi három csoportba lehet sorolni az intézményi befektetőktől való hitelfelvétel okait.

- Az adott ország tartósan nem fér hozzá piaci finanszírozáshoz a szükséges mértékben. Ennek hátterében elsődlegesen a nem megfelelő makrogazdasági és intézményi környezet állhat, ami gyakran történelmi örökség, például a szub-szaharai Afrikában. A rendszerváltást követő piacgazdasági átmenet időszakában az IMF és a Világbank jelentős összegben nyújtott hiteleket a volt keleti blokk országainak, köztük Magyarországnak.
- Számos ország hozzáfér a tőkepiacokhoz, azonban egyes – jellemzően infrastrukturális – beruházásaihoz beruházási bankok hitelét veszi igénybe. Elvi okát a hitelnyújtó oldaláról az jelenti, hogy e beruházások nagy volumenűek és lassan megtérülők, azaz piaci forrásból valószínűleg kedvezőtlen feltételekkel finanszírozhatóak. Továbbá a tőkepiacokhoz képest addicionális és azoknál gyakran olcsóbb forrást jelent a beruházási hitel, és az így bevont tőke esetében nem merül fel a hirtelen kivonulás veszélye. A gazdasági fejlettség emelkedésével e hitelek szerepe háttérbe szorul.
- Válsághelyzetben előfordulhat, hogy olyan országok sem jutnak a tőkepiacokon forráshoz, amelyek máskülönben képesek onnan finanszírozni magukat. Ez történt a 2008-ban kezdődő pénzügyi válság során is, amikor a fejlett

gazdaságnak tekinthető Görögország, Írország és Portugália is az EU és az IMF hitelét vette igénybe. Ide sorolható a Magyarország által 2008-ban az EU-val, az IMF-fel és a Világbankkal kötött 20 milliárd euro összegű hitelkeret, amelyből hazánk 2008–2009-ben összesen mintegy 13 milliárd euro összegű hitelt vett fel.

<b>4. táblázat</b>							
<b>Jellemző trade-offok az adósságkezelésben</b>							
	Hozam	Átlagos futamidő	Forrás megújítási kockázat	Külföldi befektetői preferencia	Adósság árfolyam-kitettsége	Tervezhetőség (adósságkezelés szempontjából)	Makropénzügyi sérülékenység
Hazai deviza finanszírozás	magasabb	rövidebb	alacsonyabb	alacsonyabb	nincs	erősebb	kisebb
Deviza alapú finanszírozás	alacsonyabb	hosszabb	magasabb	magasabb	van	gyengébb	nagyobb
Rövid lejáratú finanszírozás	alacsonyabb	rövidebb	magasabb	piaci hangulat függvénye	nem releváns	gyengébb	nagyobb
Hosszú lejáratú finanszírozás	magasabb	hosszabb	alacsonyabb			erősebb	kisebb
Fix kamatozású finanszírozás	lassabb átárzódás	–	–	magasabb	nem releváns	erősebb	kisebb
Változó kamatozású finanszírozás	gyorsabb átárzódás	–	–	alacsonyabb	–	gyengébb	nagyobb
Belföldi finanszírozás	–	–	piaci hangulat függvénye	–	–	erősebb	kisebb
Külföldi finanszírozás	–	–		–	–	gyengébb	nagyobb
Piaci finanszírozás	magasabb	–	–	–	–	–	–
Nem piaci finanszírozás	alacsonyabb	–	–	–	–	–	–

*Forrás: saját szerkesztés*

#### 4.4. A magyar adósságkezelés teljesítménymutatói

Az adósságstratégia hatékony megvalósítását segítő az adósságkezelők kiemelten figyelt referenciamutatókat dolgoznak ki, amelyek tevékenységük legfontosabbnak ítélt szegmenseit jellemzik. Az adósságkezelő referenciamutatói a stratégiai célokat hivatottak számszerűsíteni. A benchmark szerkezet



létrehozása nagyban segíthet e célok elérésében, ugyanis a valós és a referenciaszerkezet eltéréseinek kiszámításával könnyen mérhetővé válik az adósságkezelő tevékenységének eredményessége.

A magyar adósságstratégiát számszerű módon is tükröző teljesítménymutatók az alábbiak.

- Az adósságportfólió denominációs összetétele (forint vs. deviza aránya),
- a devizaadósságon belüli devizaszerkezet (euró vs. egyéb deviza aránya),
- a forint és a devizaadósság-portfóliók hozamszerkezete (fix vs. változó),
- a forintadósság durációja.

Az alábbi táblázat a magyar adósságkezelés referenciaportfólióját mutatja, illetve azt, hogy a 2015. végi adatok alapján a hazai államadósság valós portfóliója mennyiben tesz eleget az előre meghatározott célkitűzéseknek. A tényadatok alapján az összes mutató a referenciatartományban van (5. táblázat).

<b>5. táblázat</b>				
<b>A magyar államadósság teljesítménymutatóinak 2015. végi alakulása<sup>16</sup></b>				
		<b>2015q4</b>	<b>Elfogadási tartomány</b>	
I.	Devizaadósság részaránya (devizabetét nélkül)	33,5%	25%	40%
II.	Euró aránya a devizaadósságban	100,0%	95%	105%
III.	Fix kamat aránya a devizaadósságban	66,9%	62,7%	67,7%
IV.	Fix kamat aránya a forintadósságban	62,6%	61%	83%
V.	Forintadósság durációja	3,1 év	2,5 év	3,5 év

*Forrás: ÁKK*

A nemzetközi gyakorlattal összhangban a magyar államadósság-kezelési stratégia is csak az államháztartás központi alrendszerének (központi költségvetés, társadalombiztosítási alapok és elkülönített állami pénzalapok) adósságfinanszírozására vonatkozik, és nem terjed ki sem az önkormányzatokra, sem pedig a kormányzati szektor egyéb intézményeire (pl. MNB, MNV Zrt.).

<sup>16</sup> Államadósság Kezelő Központ (2015)

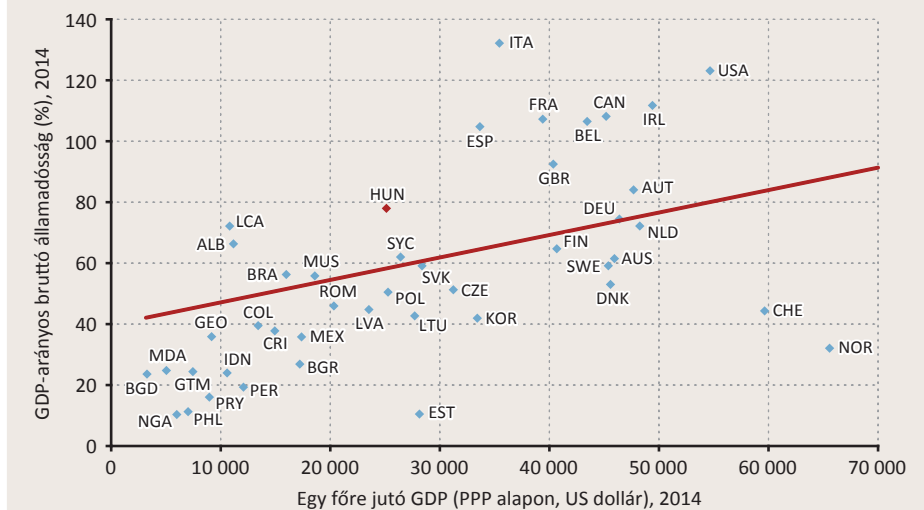
## 4.5. A főbb adósságmutatók nemzetközi összehasonlítása

### 4.5.1. A GDP-arányos államadósság

Magyarország makropénzügyi sérülékenységének egyik legfőbb oka, hogy nemzetközi összevetésben magasnak mondható az ország GDP-arányos bruttó államadóssága. Számos ország rendelkezik nálunk jóval nagyobb államadósság-rátával, például Olaszország (132 százalék), Portugália (140 százalék) vagy Japán (245 százalék). Ugyanakkor ezen országok a fejlett ország-csoportok körébe tartoznak, ahol jellemzőbb és a pénzpiacok által jobban tolerált a magasabb jövedelemarányos eladósodottság.

6. ábra

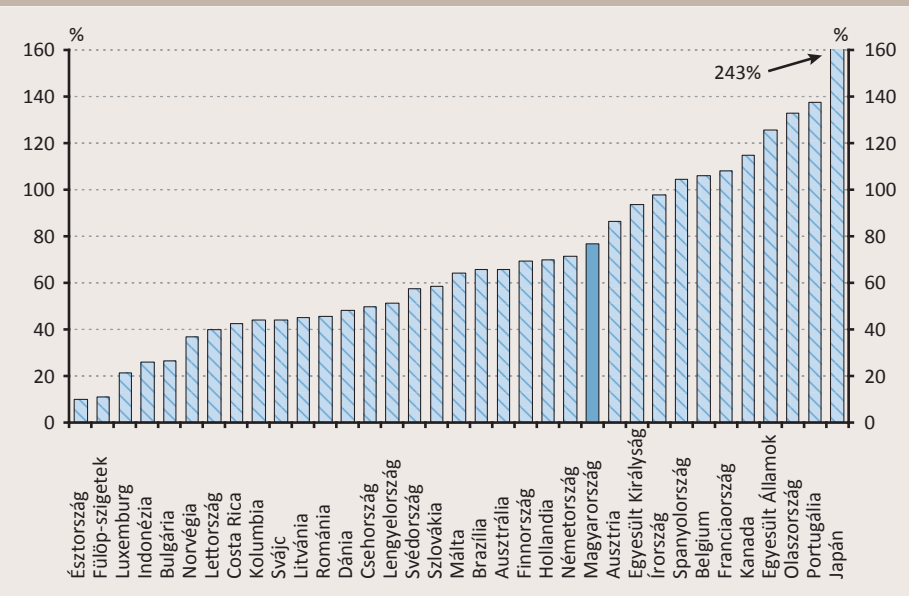
A fejlettség és a GDP-arányos bruttó államadósság kapcsolata



Forrás: IMF–Világbank-adatbázis

Amennyiben hazánk államadósságának mértékét a hozzánk hasonló fejlettségű régiós versenytársak 53 százalék körüli átlagához mérjük, szembeötlő a különbség. Többek közt hazánk relatíve magas adósságrátájának tulajdonítható, hogy a globális pénzügyi és az európai adósság válságok kirobbanásakor a régióénál nagyobb mértékben romlott hazánk kockázati megítélése.

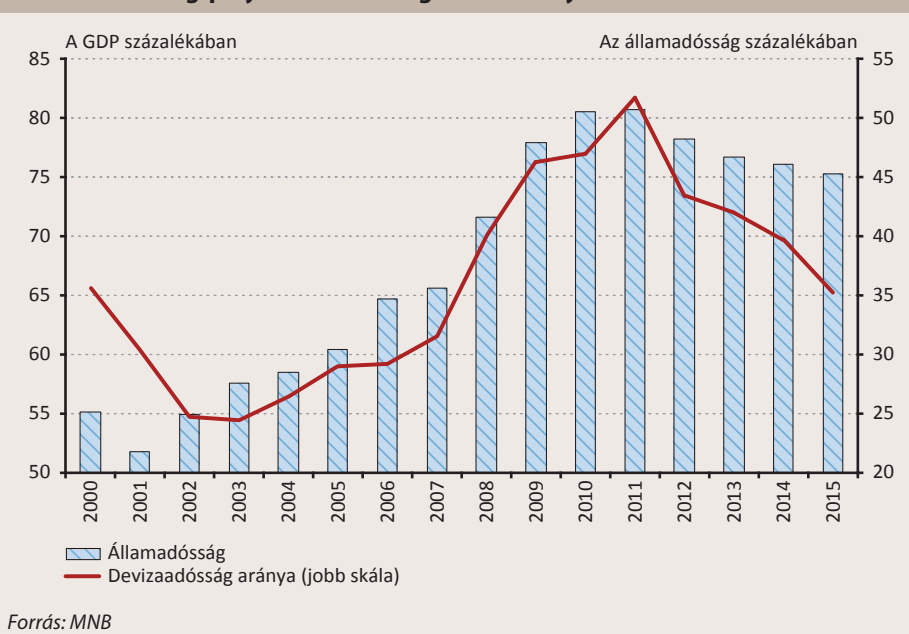
**7. ábra**  
**Az egyes országok GDP-arányos államadóssága 2015 végén**



Forrás: IMF–Világbank, Quarterly Public Debt-adatbázis

A magyar GDP-arányos államadósság év végi szintje a 2000-es évek elején csupán 55 százalék környékén alakult, ami a pénzügyi válság idején a kilencvenes évek eleje óta nem tapasztalt 80 százalékos szint fölé emelkedett. 2011 után azonban a fegyelmezett költségvetési politika, a válságból való gazdasági kilábalás és a tartósan csökkenő kamatkondíciók következtében mérséklődő pályára állt a magyar adósságráta, ami 2015 végére már 75 százalék közelébe süllyedt (8. ábra).

**8. ábra**  
**Az államadósság-pálya és az adósság devizarányának alakulása 2000-től**



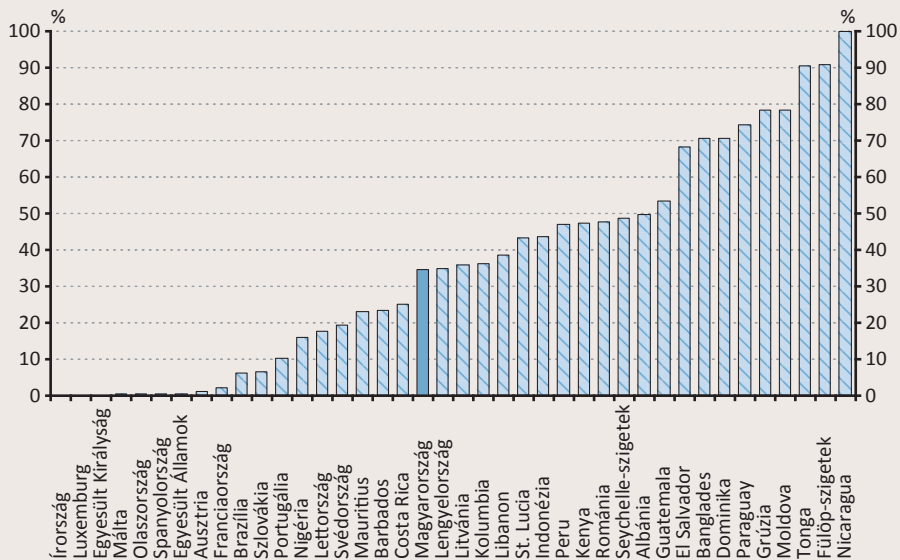
#### 4.5.2. A devizaadósság részaránya

Makropénzügyi sérülékenység szempontjából kiemelten fontos tényező az államadósság denominációs összetétele. A nagy arányú devizaadóssággal rendelkező országok hazai valutában számított teljes adóssága a nagyobb árfolyamkiettség miatt erőteljesebben reagál az árfolyam-ingadozásokra. Ez azért káros, mert az aktuális piaci hangulattól függő árfolyamkilengések jelentősen eltéríthetik az adósságot a trendszerű alakulásától, továbbá érdemben megnehezíthetik az adósságfinanszírozás tervezését.

A 2015. végi adatok alapján Magyarország államadósságának devizarészaránya 35 százalék volt, ami számottevő javulás a 2011-es történelmi, 52 százalékos csúcsot követően. Ez ma már mintegy másfél százalékponttal alacsonyabb a nemzetközi átlagánál, amely országok gazdasága ugyanakkor meglehetősen eltérő nagyságú és szerkezetű. A hazánkéhoz hasonló struktúrájú régiós versenytársaink átlagos devizaadósságánál azonban még mindig közel 5 százalékponttal volt magasabb 2015 végén a magyar devizarány szintje,

ami számottevő különbség. Az adósságválság legmélyebb éve, 2011 végén hazánk és a régió adósságának devizakitettsége közti különbség, ennél jóval nagyobb, 25 százalékpont körül volt. A 2002-ben még 25 százalék körüli magyar devizaadósság 2011 végére 52 százalék közelébe emelkedett, és az államadósság devizakitettsége közel kétszerese volt a régiós átlagnak, ami miatt hazánkat tartották az egyik legkockázatosabb országnak a válság idején. 2011 és 2015 között azonban – a régió körülbelül 4 százalékpontos növekedésével szemben – mintegy 17 százalékponttal mérséklődött a magyar államadósság devizakitettsége, ami 2015 végére 35 százalékra csökkent. Az adósság devizaarányának mérséklésében nagy szerepe volt az elmúlt években visszafogott, jellemzően negatív nettó devizakibocsátásoknak, az EU–IMF-hitel visszafizetésének, valamint az MNB Önfelhalmozási programjának.<sup>17</sup> E folyamatok és a következetes adósságstratégia következtében hazánk külső sérülékenysége és kockázati megítélése érdemben javult.

**9. ábra**  
A devizaadósság teljes államadósságon belüli aránya 2015 végén



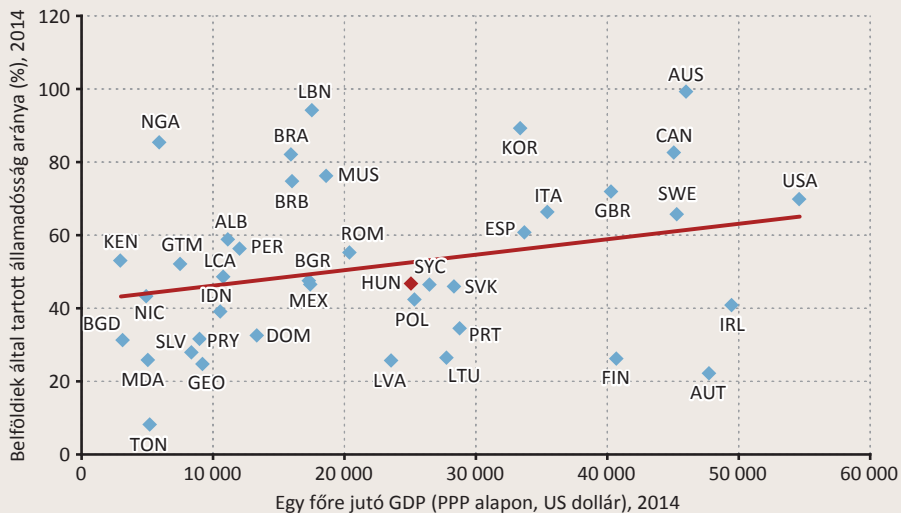
Forrás: IMF–Világbank, Quarterly Public Debt-adatbázis

<sup>17</sup> Az EU–IMF-hitelen belül az Európai Unió felé fennálló tartozásunk utolsó, 1,5 milliárd eurós része 2016. április elején került törlesztésre. Az IMF-től felvett hitelrészt 2013 augusztusában már teljesen törlesztette a magyar állam.

### 4.5.3. A belföldi befektetők aránya

Az államadósság devizális összetételéhez hasonlóan a tulajdonosi szerkezet is rendkívül meghatározó tényező az államháztartás központi alrendszerének finanszírozási igényének stabil biztosítása szempontjából. A globális pénzügyi és az európai adósságválságok egyértelműen rávilágítottak a nagymértékű külső adósságból fakadó makropénzügyi kockázatokra, illetve azok negatív reálgazdasági hatásaira. A 2008 végi, 2009 eleji magyar pénz- és tőkepiaci események jól mutatták, hogy a nagyarányú külső eladósodottság milyen mértékben növelheti egy ország makropénzügyi sérülékenységét. Az adósság devizarészarányának csökkentése mellett ezért hazánkban kiemelt adósságstratégiai céllá vált a belföldi befektetők arányának növelése. A fejlettebb országok esetében sokszor az állam finanszírozási igényét inkább belföldi megtakarításokból biztosítják (lásd 10. ábra), ami kevésbé érzékeny a pénz- és tőkepiaci hangulat hullámzásaira.

**10. ábra**  
A fejlettség és az államadósság belföldi finanszírozásának kapcsolata



Forrás: IMF–Világbank-adatbázis

Hazánk államadósságának belföldi hitelezői aránya 2000-ben még 55 százalék körül alakult, ami 2011 végére 33 százalékra süllyedve elérte historikus mélypontját. A magyar adósságkezelő lépései (új, relatíve magas hozamokat

kínáló lakossági konstrukciók kidolgozása és a belföldi értékesítési hálózat ki- szélesítése) azonban hozzájárultak ahhoz, hogy 2011 után megfordult a trend, amelyet a 2013 utáni jegybanki programok is támogattak. 2015 végére a bel- földi befektetők aránya 52 százalék fölé emelkedett, ami közelítőleg megfelel mind a nemzetközi, mind a régiós átlagnak (11. ábra).

**11. ábra**  
A belföldi hitelezők teljes adósságon belüli részarányai 2015 végén



Forrás: IMF–Világbank, Quarterly Public Debt-adatbázis

Egy kicsi és fejlődő gazdaság esetében korlátozott a belföldi adósságfinanszírozás potenciálja, de határozott és következetes stratégiával, a gazdaság jövedelemtermelő képességének javulásával, valamint a magyar háztartások pénzügyi tudatosságának fejlesztésével azonban ez az arány növelhető.

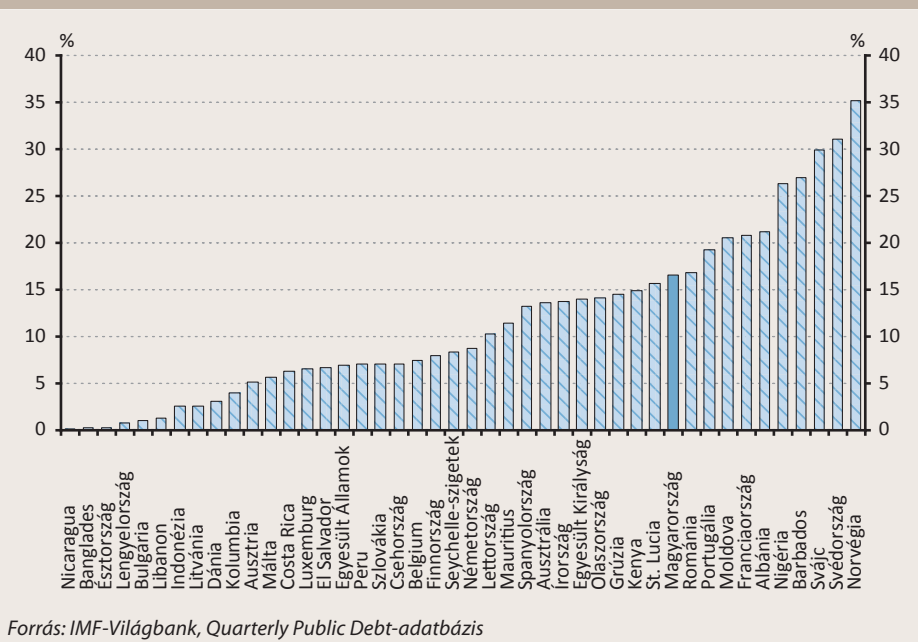
#### 4.5.4. A rövid lejáratú adósságok aránya

A lejáró adósságelemek és a költségvetési hiány finanszírozási kockázata nagymértékben függ a lejárat szerkezettől. Minél nagyobb a rövid lejáratú adósság aránya, annál nagyobb a forrásmegújítási kockázat, ezért ennek mértékét célszerű alacsonyan tartani. Ezt a rövid lejáratú adósságelemek kibocsátásának visszafogásával és a hosszabb lejáratúak (valamint csereaukciók) növelésével

lehet biztosítani. A hosszabb futamidejű adósság költségei ugyanakkor magasabbak, és ezek iránt alacsonyabb is a piaci kereslet.

A 2015. végi adatok alapján hazánk adósságának lejárat szerkezete nemzetközi összevetésben meglehetősen kedvezőtlen, ugyanis a rövid lejáratú adósság teljes adósságon belüli aránya magas. Ez leginkább a lakossági értékesítések felfutásával magyarázható, aminek számos előnye mellett az egyik hátránya, hogy a rövid állampapírok (KKJ, FKJ) aránya magas az új lakossági kibocsátások esetében. A mutató közel 17 százalékon áll, ami a nemzetközi átlagot mintegy 5 százalékponttal, a régióét pedig 10 százalékponttal múlja felül. Ez azt jelenti, hogy Magyarországnak egy adott éven belül két és félszer annyi forrást kell a piacról bevonnia, mint régiós versenytársainak, ami jelentős makropénzügyi kockázati tényező, ezért e mutató csökkentése szintén kiemelkedően fontos.

**12. ábra**  
A rövid lejáratú adósság teljes adósságon belüli részarányai 2015 végén





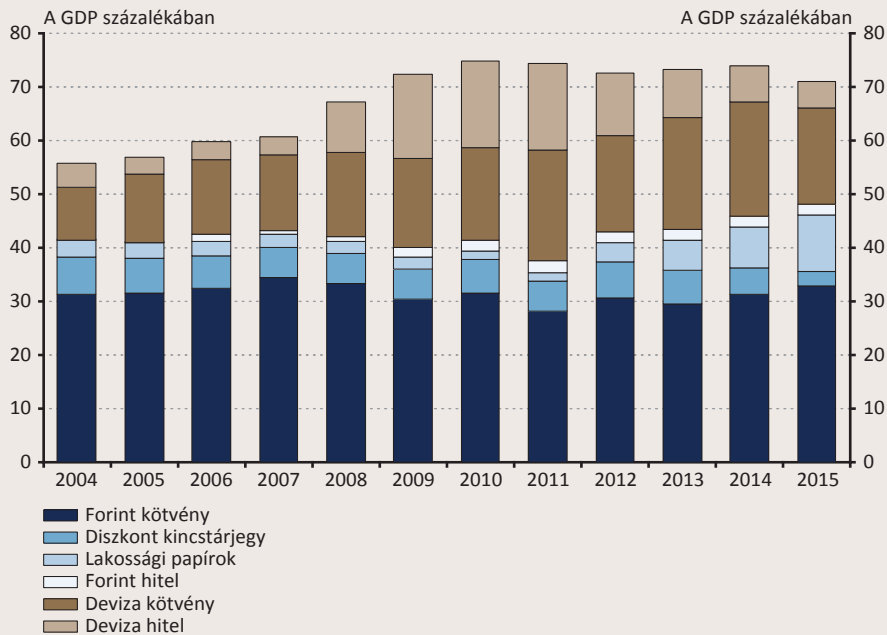
## 4.6. A magyar államadósság instrumentális szerkezete

Az adósságállomány struktúrája lassan alakítható. Az államadósság aktuális szerkezete az elmúlt évek forrásmegújítási és hiányfinanszírozási struktúrájának végeredménye, halmozódása. Az adósságállomány összetételének változását a finanszírozási elemek nettó kibocsátásainak változása befolyásolja, amelyet elsősorban a hosszabb távú adósságstratégia, valamint a keresleti viszonyok határoznak meg.

A 2015. végi állapot szerint a magyar adósságállomány két legmegmarkánssabb eleme a forint- és a devizakötvény. Előbbi a GDP-nek 33, utóbbi 18 százaléka, együttesen több mint 72 (46, illetve 25) százalékos súlyt képeznek a hazai államháztartás központi alrendszerében adósságában (13. ábra). A forint kötvényállomány jelenlegi GDP-arányos mértéke kissé meghaladja az elmúlt

**13. ábra**  
**A magyar államháztartás központi alrendszere adósságának év végi összetétele**

(a GDP százalékában)



Forrás: ÁKK

11 év átlagos értékét (31 százalék), azonban a 2008 végén kirobbant globális pénzügyi válság következtében számottevően mérséklődött e forrás teljes adósságon belüli aránya: míg 2004 és 2008 között 54 százalék volt, 2009 és 2014 között átlagosan már csak 41 százalékot tett ki. 2015-ben azonban újra a válság előtt jellemző szintek felé mozdult. Ezzel párhuzamosan ugyanilyen arányban megnőtt a külföldi valutában denominált források átlagos aránya (összesen 30-ról 43 százalékra), amelyet elsősorban az Európai Uniótól és az IMF-től felvett hitel miatt ugrásszerűen megemelkedett devizahitelek magyaráznak. A 2015-ös év e tekintetben is kedvező tendenciát mutat, hiszen a devizaadósság központi adósságon belüli – margin betétek nélkül számított – aránya 32 százalékra csökkent. A devizahitelek teljes adósságon belüli részaránya a 2009-es 22 százalékról 2015 végére 7 százalékra esett, amiben nagy szerepe volt az EU–IMF-hitel törlesztésének.

A diszkontkincstárjegyek (DKJ) adósságon belüli aránya némileg csökkent az elmúlt négy évben. A GDP arányában 2012-ben 7 százalékos állomány 2015 végére 3 százalék alá mérséklődött, ami a teljes adósság kevesebb mint 4 százalékát jelenti, és a nettó kibocsátások fokozatos csökkentésével magyarázható (6. táblázat). Ezzel szemben a lakossági papírok jelentős állománynövekedése figyelhető meg (a korábban már részletezett okoknak köszönhetően). A 2011 végén a GDP még 2 százalékának megfelelő állomány 2015 végére 10 százalék fölé emelkedett, így ez az adósságelem a teljes adósság már közel 15 százalékát adja, 11 százalékponttal meghaladva a DKJ-állományt.

Az alábbi táblázatból kiolvasható, hogy az adósságkezelő 2015-ben mely adósságelemek kibocsátásával fedezte az államháztartás finanszírozási igényét. A lejáró adósságelemek és a költségvetési hiány finanszírozásának elsődleges forrásai a forintkötvények, a lakossági papírok és a diszkont kincstárjegyek voltak, azonban utóbbi és főként a devizaadósság állományát az adósságkezelő folyamatosan csökkenti. E folyamatok összhangban vannak a deklarált stratégiával, amely a forint alapú (elsősorban) hazai finanszírozás erősítését és a futamidő növelését célozza.

**6. táblázat****A központi magyar adósságelemek kibocsátási szerkezete 2013 és 2015 között***(milliárd forint)*

	2013			2014			2015		
	lejárat	bruttó kibocsátás	nettó kibocsátás	lejárat	bruttó kibocsátás	nettó kibocsátás	lejárat	bruttó kibocsátás	nettó kibocsátás
<b>Forint adósság</b>	<b>6 881</b>	<b>7 592</b>	<b>711</b>	<b>10 047</b>	<b>11 572</b>	<b>1 525</b>	<b>8 002</b>	<b>9 464</b>	<b>1 463</b>
Hitel	165	29	-136	251	128	-123	282	231	-51
Állampapír	6716	7563	847	9796	11444	1648	7720	9234	1514
Kötvény	1591	1733	142	2410	3654	1244	1885	2985	1100
Lakossági	768	1471	703	1364	2086	723	1695	2802	1106
Diszkontkincstárjegy	4356	4359	2	6022	5704	-318	4140	3447	-693
<b>Deviza adósság</b>	<b>2 147</b>	<b>2 131</b>	<b>-17</b>	<b>1 989</b>	<b>1 224</b>	<b>-766</b>	<b>1 393</b>	<b>207</b>	<b>-1 186</b>
Kötvény	884	1921	1037	926	1178	252	929	207	-722
Hitel	1263	210	-1053	1064	46	-1017	464	0	-464
<b>Összesen</b>	<b>9 028</b>	<b>9 723</b>	<b>695</b>	<b>12 036</b>	<b>12 796</b>	<b>760</b>	<b>9 395</b>	<b>9 671</b>	<b>276</b>

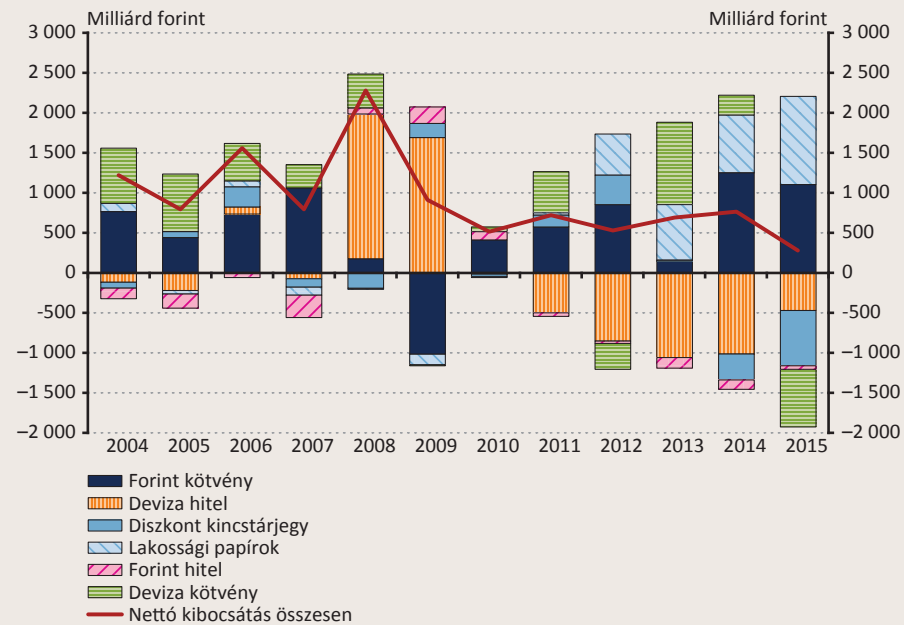
*Forrás: ÁKK*

Az adósságkezelő által bevont nettó források eltérhetnek a költségvetés nettó finanszírozási igényétől. Egyrészt a megvalósuló teljes nettó kibocsátás nem csupán a kínálati szándéktól, hanem a piaci kereslettől is függ, másrészt a központi alrendszer év végi hiánya – a magángazdasági, illetve pénz- és tőkepiaci folyamatok alakulásától függően – szintén eltérhet a tervezettől. Mindezek mellett a különbség lehet tudatos szándék eredménye is. A finanszírozási igény és a kibocsátások különbözete jellemzően a kormányzat (jegybanknál vezetett) folyószámlabetéte, a Kincstári Egységes Számlán (KESZ), vagy a devizabetét alakulásában jelentkezik. Amennyiben a nettó kibocsátás alacsonyabb a szektor nettó finanszírozási igényénél, a kormányzat likvid tartaléka csökken, ellenkező esetben növekszik.

A globális pénzügyi válságot követő években a – költségvetési hiányt jellemzően követő – nettó kibocsátások szintje számottevően alacsonyabb volt, mint azt megelőzően (14. ábra). 2004 és 2009 között átlagosan 1250 milliárd forint felett, míg 2010 és 2015 között átlagosan 600 milliárd forint alatt alakultak a nettó kibocsátások, ami a 2010-től megvalósuló, a korábbinál jóval fegyelmezettebb költségvetési politikának (alacsonyabb hiánynak) köszönhető.

Az egyes adósságelemek nettó kibocsátásának időbeli alakulása jól tükrözik a preferált stratégiát, ami a forintkötvények és a lakossági papírok nettó kibocsátásának 2009 utáni trendszerű növekedésében, illetve a devizaadósság leépítésében ölt testet. E folyamatok idővel az államadósság szerkezetében is megmutatkoznak.

**14. ábra**  
**A magyar államadósság nettó kibocsátási szerkezete 2004 és 2015 között**  
 (milliárd forint)



Forrás: ÁKK

## 4.7. Az államadósság-kezelés és a jegybank kapcsolata

Sokrétű kapcsolat áll fenn az állam finanszírozása és a jegybanki tevékenység, valamint a jegybankmérleg között. A jegybank vezeti a kincstári egységes számlát és az ÁKK pénzforgalmi számláját.<sup>18</sup> Továbbá az MNB az állam megbízottjaként az értékpapírpiacra eljárhat. Ezen belül az MNB közreműködhet az állam devizában történő hitelfelvételeiben és külföldi értékpapír-kibocsá-

<sup>18</sup> 2013. évi CXXXIV. tv. 145. §

tásban. Az MNB az állammal vagy az állam megbízottjaként határidős és fedezeti ügyleteket köthet – piaci feltételek mellett.<sup>19</sup> Egyes országokban az adósságkezelés nem is külön intézményben zajlik, hanem a jegybank végzi azt (nemcsak fejlődő országokban, hanem például Dániában is). Magyarországon is így történt ez az egyszintű bankrendszer idején, majd a rendszerváltás után is évekig tartott az államadósság-kezelő jogköreinek kiszélesítése a mai mértékig (lásd az 5. fejezetet). Jelenleg azonban az MNB a jegybanktörvény értelmében főként a devizaadóssággal kapcsolatos műveletekben játszik szerepet.

Az állam devizafinanszírozása a devizatartalék és ezen keresztül a jegybank mérlegének, valamint a sterilizációs eszköz állományának egyik fő meghatározó tényezője. Az állam devizaforrásait ugyanis a jegybanknál váltja forintra, illetve a törlesztés során az MNB-től vásárol forintért devizát a törlesztéshez. A hatásokat a jegybank egyszerűsített mérlegén keresztül érdemes bemutatni.

1. Devizakibocsátás<sup>20</sup> és annak forintra váltása, majd felhasználása során az alábbi folyamat zajlik le a jegybank mérlegében.

a. Amennyiben az **állam devizaadósságot bocsát ki**, akkor azt az MNB-nél vezetett devizaszámlájára helyezi (MNB-mérlegben forrás), amivel együtt a devizatartalék is megemelkedik (az MNB eszközei között). Az MNB mérleg mindkét oldala ugyanakkora mértékben, a kibocsátott devizaadósság összegével bővül.

b. Ezt követően a devizaszámlájáról az állam a szintén az MNB-nél vezetett forintszámlájára (kincstári egységes számla, KESZ) **konvertálja** a pénzt. Ez a tranzakció az MNB forrásoldalának átrendeződésével jár, és a mérlegfőösszeget nem érinti.

c. Az állam a kibocsátott devizaadósságot **felhasználja** folyó kiadásai és finanszírozási műveletei finanszírozására, így a KESZ szintje apadni kezd. A kiáramló pénz a bankközi likviditást növeli, és a kereskedelmi bankok végső soron az MNB-nél, sterilizációs eszközökben fogják elhelyezni. A kiáramló összeg

---

<sup>19</sup> 2013. évi CXXXIV. tv. 148. §

<sup>20</sup> A fenti esetben az eurokibocsátást elemezzük. Az egyéb devizanemekben történő kibocsátásból befolyó devizát az ÁKK euróra swapolja.

kisebbsége készpénzben is lecsapódhat a háztartásoknál vagy a vállalatok házipénztárában.<sup>21</sup> Mind a kereskedelmi bankok jegybanki betéte, mind a készpénz a jegybank tartozása az érintettek felé, tehát a jegybankmérleg forrásoldalán jelenik meg. Ezen lépés során tehát ismét csak a jegybank forrásoldala változik meg: csökkent a költségvetés forintbetéte, majdnem ugyanennyivel emelkedik a kereskedelmi bankoké, a különbség pedig készpénzben csapódik ki.

d. Amennyiben a KESZ a kiinduló szintjére csökken vissza, és feltételezve, hogy a készpénzállomány elhanyagolható mértékben változik, két következménnyel járnak a fenti tranzakciók az MNB mérlegében a kezdeti állapothoz képest.

i. Az MNB devizatartaléka a kibocsátott adósság összegével emelkedik.

ii. A kereskedelmi bankok MNB-nél elhelyezett betéte ugyanennyivel nő.

Mindez azzal jár, hogy egyfelől emelkedik az MNB által kapott kamatok összege (a devizatartalékon), másrészt emelkedik a jegybank által fizetett kamat is (a bankok betéteire). A kapott és fizetett kamatok különbsége az MNB eredményének egyik meghatározó tényezője.

2. A devizaadósság törlesztése esetén a fentiekkel ellentétes folyamat játszódik le, amennyiben a törlesztés forintforrásból valósul meg:

a. Az állam megnöveli a forint adósságkibocsátásait, hogy forrást szerezzen a devizatörlesztéshez. A költségvetés MNB-nél elhelyezett forint betétállománya megnő. Ezzel egyidejűleg csökken a forintlikviditás a piacon, és mérséklődnek a kereskedelmi bankok jegybanknál tartott betétei. Másként megfogalmazva, a kereskedelmi bankok jegybanki betétei az állam szintén MNB-nél vezetett számláira áramlanak át. Ez a jegybank forrásoldalának átrendeződését jelenti.

b. Az állam a forint betétjét devizára váltja. A devizát a jegybank nyújtja az állam részére. A konverzió a devizatartalékot még nem érinti, mert az MNB kezeli az állam devizaszámláját. Tehát ez a lépés is csak a jegybank forrásainak átrendeződésével jár, és a mérlegfőösszeget nem befolyásolja.

---

<sup>21</sup> Kis részben a kereskedelmi bankok pénztárában is.

**15. ábra**  
**A sematikus jegybankmérleg változása devizakibocsátás és annak felhasználása során**

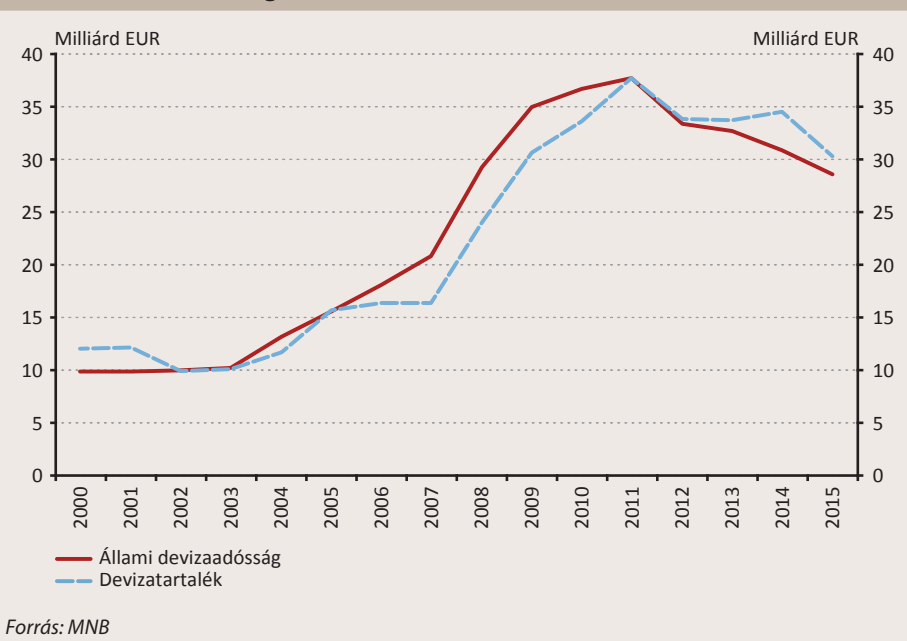
Kiinduló helyzet	Eszköz	Forrás
	Devizatartalék 3000	1000 Állam devizabetét
	Egyéb eszközök 1000	1000 Állam forintbetét (KESZ)
		1000 Kereskedelmi banki betét
		1000 Egyéb források
<b>1.a. lépés</b>	<b>Eszköz</b>	<b>Forrás</b>
Devizaadósság kibocsátása	↑ Devizatartalék 4000	2000 Állam devizabetét ↑
	Egyéb eszközök 1000	1000 Állam forintbetét (KESZ)
		1000 Kereskedelmi banki betét
		1000 Egyéb források
<b>1.b. lépés</b>	<b>Eszköz</b>	<b>Forrás</b>
Forintra konvertálás	Devizatartalék 4000	1000 Állam devizabetét ↓
	Egyéb eszközök 1000	2000 Állam forintbetét (KESZ) ↑
		1000 Kereskedelmi banki betét
		1000 Egyéb források
<b>1.c. lépés</b>	<b>Eszköz</b>	<b>Forrás</b>
A forint betét felhasználása	Devizatartalék 4000	1000 Állam devizabetét
	Egyéb eszközök 1000	1000 Állam forintbetét (KESZ) ↓
		2000 Kereskedelmi banki betét ↑
		1000 Egyéb források
<b>Végeredmény</b>	<b>Eszköz</b>	<b>Forrás</b>
	Devizatartalék 4000	1000 Állam devizabetét
	Egyéb eszközök 1000	1000 Állam forintbetét (KESZ)
		2000 Kereskedelmi banki betét
		1000 Egyéb források

c. Végül az állam a jegybanknál vezetett devizabetétjéből törleszti a lejáró devizaadósságát. Ezzel a lépéssel a jegybank forrásai (állami devizabetét) és eszközei (devizatartalék) egyidejűleg csökkennek. Visszaállt a fenti 1.a lépés előtti állapot:

- i. a jegybanki devizatartalék a törlesztés során csökkent és visszaállt a devizakibocsátás előtti szintre,
- ii. a kereskedelmi bankok által az MNB-nél elhelyezett sterilizációs állomány csökkent, és visszaállt a devizakibocsátás előtti szintre.

A fenti összefüggéseket szemlélteti, hogy az állam devizaadóssága, a devizatartalék és a jegybanki sterilizációs eszközök összege viszonylag szoros együttmozgást mutatott az elmúlt években. Különösen 2009–2010-ben figyelhető meg, hogy az IMF-től és az EU-tól felvett devizahitelek nyomán az állam devizaadóssága mellett a devizatartalék is emelkedett, valamint ezt követte – kis késéssel – a kereskedelmi bankok jegybanki betéteinek növekedése. Utóbbi lassabb reakció oka az volt, hogy az állam a felvett hitelek egy részét tartósan devizabetétben hagyta az MNB-nél, és csak fokozatosan váltotta őket forintra, illetve a forintbetéteket is magas szinten tartotta (tehát a fenti 1.b és 1. c lépés az 1.a-hoz képest később valósult meg).<sup>22</sup>

**16. ábra**  
Az állam devizaadóssága és a devizatartalék



<sup>22</sup> Az állami devizakibocsátások és -törlesztések mellett a devizatartalékokra természetesen erőteljesen hatnak további tényezők is. Az elmúlt években például nagymértékben növelték a tartalékok állományát az Európai Uniótól érkező transzferek. Csökkentik ezzel szemben a tartalékokat a devizaadósság után fizetett kamatok, vagy olyan egyedi programok, mint a devizahitelek forintosítása.



Ha a költségvetés hazai devizában fedezi a finanszírozási igényét, az a fentieknél egyszerűbb és csekélyebb hatást gyakorol a jegybankmérlegre. A mérlegfőösszeg változását nem is eredményezi, csak a jegybanki források át- és visszarendeződését. Forint kibocsátás során nő az állami betét egyenlege és csökken a kereskedelmi bankoké (lásd fent az 2.a pont), az adósság törlesztésénél pedig ennek az ellenkezője valósul meg (lásd 1.c pont).

Az MNB mérlegének megváltozása az MNB eredményére is közvetlen hatást gyakorol, tehát az állam devizafinanszírozása az MNB eredményét is befolyásolja. Valójában a konszolidált állam (kormányzati szektor és jegybank) eredménye és mérlege együtt vizsgálendő, máskülönben a gazdaságpolitikai lépéseknek csak parciális hatásait lehet nyomon követni. Ezt elsősorban a devizaadósság konszolidált államháztartási szinten jelentkező költségeinél lehet szemléltetni. Az állami devizakibocsátásnak gyakran alacsonyabb a hozama, mint a hazai pénznemben történő kibocsátásnak. Amennyiben azonban az állam a jegybanknál forintra konvertálja, majd a fenti módon bővíti a bankközi likviditást és végül lecsapódik a kereskedelmi bankok MNB-nél elhelyezett betéteiben, akkor a konszolidált államháztartás szintjén már más, magasabb hozam adódik. A jegybank a betétekre az alapkamatot fizeti,<sup>23</sup> míg a devizatartalékon devizahozamot realizál. Az MNB-t és az államháztartást konszolidáltan vizsgálva nem történt kamatmegtakarítás, ugyanis míg a forint-állampapír-kibocsátás esetén az összes költség a forintállampapírok kamata, addig a devizakibocsátás esetén a devizaforrás kamatát az állam, ezen felül pedig a sterilizációs állomány kamatát az MNB fizeti.

---

<sup>23</sup> A Kincstári Egységes Számla után az alapkamat és HUFONIA közül az alacsonyabbat.

# 5. Az adósságkezelés végrehajtása

## 5.1. Az adósságkezelés végrehajtásának története

A rendszerváltást megelőzően a Magyar Állam képviselőiben a tőkepiacokon a Magyar Nemzeti Bank vont be forrásokat, amelyek aztán az MNB mérlegében jelentek meg, és jogilag a jegybank tartozásai voltak. Közvetlenül a rendszerváltást követően az adósságkezelés végrehajtásában a Pénzügyminisztérium, a Magyar Nemzeti Bank, majd 1993-tól az Állami Értékpapír Kibocsátást Szervező Iroda is fontos szerepet játszott. A Magyar Nemzeti Bank az ország devizában jelentkező finanszírozási igényének fedezésére külföldi hiteletet vett fel. Továbbá a költségvetés számára a piaci kamatoknál kedvezőbb feltételekkel nyújtott hitelekkel és állampapír-vásárlásokkal a költségvetési hiány finanszírozását végezte. Emiatt az adósságfinanszírozás magas költségei nem a költségvetésben, hanem a jegybanknál jelentkeztek.<sup>24</sup>

1995-ben alakult meg az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) az állami adósságkezelés integrációjának céljából. A funkciók összevonása csak fokozatosan ment végbe. A belföldi adósságkezelést 1996-tól az ÁKK végezte, valamint ezzel egy időben megalakult a Pénzügyminisztérium, a Kincstár, az ÁKK és a jegybank vezetőiből álló, az adósságkezelési stratégiát meghatározó Kincstári Tanács. Még ebben az évben megállapodás született a Magyar Államkincstár és az ÁKK között arról, hogy a Kincstár a fiókjain keresztül közvetlenül értékesít állampapírokat. A piaci kibocsátású állampapírok egyre növekvő súlya miatt, és a külföldi adósság kezelésének 1997-es átvétele után a költségvetésben fokozatosan jelentek meg az adósságfinanszírozás költségei is. Az 1997-es adósságcsere úgy segítette elő a monetáris és költségvetési funkciók szétválasztását, hogy az államadósság közben nem növekedett, csak annak belső szerkezete változott meg. Emellett a jegybank által az állam számára nyújtott kamatmentes hitelezés gyakorlata szintén megszűnt.

---

<sup>24</sup> Forrás: Lovas (1997) és <http://akk.hu/hu/oldal/akk#tortenete>

## 2. keretes írás

### Az MNB-ÁKK-adósságcsere

1997 előtt az MNB vett fel külföldről devizahiteleket piaci kamat mellett, míg a költségvetési hiány finanszírozását kedvező kamatozással, forint alapon végezte a jegybank. Az 1997. évi költségvetésről szóló törvény alapján azonban 1997-től a devizaadósság és kamatainak törlesztése a költségvetés feladata lett.

A megállapodás szerint az állam jegybankkal szembeni forinttartozása lényegében megszűnt, és helyette az állam fizette az MNB 1996. december 31-én fennálló nettó devizatarozását. Ez technikailag úgy valósult meg, hogy az MNB-nél lévő, fennálló adósságot az MNB törlesztette továbbra külföld felé, de közben egyúttal az állam engedélyével megterhelte az állam MNB-nél vezetett számláját, a Kincstári Egységes Számlát (KESZ).

A Kormány és az MNB a devizakötvények árfolyamkockázatának kezelése céljából kiegészítő swap-megállapodásokat kötött, valamint megegyeztek, hogy az MNB a külföldi értékpapír-kibocsátás és hitelfelvétel esetén az állam megbízottjaként jár el.

Az adósságcsere kiterjedt a „nullás adósság” egy részére, amely az MNB által a költségvetés számára a devizaárfolyam-veszteség fedezésére nyújtott kamatmentes hiteleket és az ezek lecserélésére korábban kibocsátott kötvényállományt jelentette. Az adósságcsere után az MNB-nél csak a külföldi adósságállomány rövid lejáratú része maradt, és az rövid időn belül kifizutott.

Végül az adósságkezelési intézményrendszer evolúciójának végén 2001-ben az államháztartási törvény módosítása nyomán a pénzügyminiszter megalapította az Államadósság Kezelő Központ Rt-t. Az ÁKK Rt. megalakulásával a stratégiai döntéseket a pénzügyminiszter és az ÁKK Igazgatósága hozta meg, és a Kincstári Tanács ezzel megszűnt. A társaság cégneve 2006. augusztus 28-án változott a jelenlegi elnevezésre: Államadósság Kezelő Központ Zártkörűen Működő Részvénytársaság.

A jelenlegi intézményi struktúra a fejlett országok mintájához áll közel. Ezzel szemben a fejlődő országok többségében az adósságkezelés a pénzügyekért és a gazdaságért felelős minisztériumon belüli szervezeti egység formájában működik. Néhány országban pedig az adósságkezelés a központi bankon belül, a monetáris politikától szigorúan elkülönítve zajlik (pl. Dánia). A visegrádi országok közül Csehországban és Lengyelországban a pénzügyminisztérium

részeként működik az államadósság kezelése (de például Romániában és Szlovéniában is ez a kialakult gyakorlat). Magyarország és Szlovákia a fejlett országok többségében elterjedt gyakorlatot követi, ahol különálló adósságkezelő ügynökség tevékenykedik.<sup>25</sup>

## 5.2. Az adósságkezelés jogi és tőkepiaci keretei

Jelenleg tehát a bruttó finanszírozási igény fedezéséről, vagyis a költségvetési hiány finanszírozásáról, illetve a lejáró adósságelemek megújításáról a központi kormányzat részéről az államháztartási törvény<sup>26</sup> alapján az államháztartásért felelős miniszter gondoskodik, és ezt a tevékenységet a gazdasági stabilitási törvény<sup>27</sup> értelmében az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) végzi. A finanszírozás keretein belül az adósságkezelő hitelfelvételeket és értékpapír-kibocsátásokat bonyolít le. A hitelek felvétele, illetve az értékpapírok értékesítése adósságot keletkeztető műveletek, míg a hitelek vagy értékpapírok tőketörlesztése, valamint az értékpapírok visszavásárlása csökkentik az államadósságot.

Az állampapírok elsődleges piacának nevezzük, amikor a kibocsátó állam hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat értékesít. Ennek leggyakoribb módjai az aukció és a jegyzés. Az aukciókon az ÁKK által előre meghirdetett mennyiségre tesznek ajánlatot a résztvevők. Részvételre és ajánlattételre kizárólag az elsődleges forgalmazók jogosultak, és az állampapírok közül a kötvényeket, illetve a diszkontkincstárjegyeket (DKJ) értékesíti ezen a módon az ÁKK. A kibocsátás másik módja a jegyzés, amikor a kibocsátó előre ismertetett ajánlatát a vásárló

---

<sup>25</sup> Források:

[http://www.nationalbanken.dk/en/governmentdebt/about\\_government\\_debt\\_management/Pages/default.aspx](http://www.nationalbanken.dk/en/governmentdebt/about_government_debt_management/Pages/default.aspx),

<http://www.mfcr.cz/en/themes/state-debt/basic-information/debt-and-financial-assets-management-dep>,

<http://www.finanse.mf.gov.pl/en/public-debt/basic-information>,

<http://www.mfinante.ro/trezorengl.html?pagina=domenii>,

[http://www.mf.gov.si/en/areas\\_of\\_work/general\\_government\\_finance/public\\_finances/central\\_government\\_debt/](http://www.mf.gov.si/en/areas_of_work/general_government_finance/public_finances/central_government_debt/),

<https://www.ardal.sk/en/about-us>

<sup>26</sup> 2011. évi CXCV. törvény az államháztartásról 5. § (3) bekezdése

<sup>27</sup> 2011. évi CXCV. törvény Magyarország gazdasági stabilitásáról 11–14. §-a

elfogadja és vállalja a teljesítést.<sup>28</sup> Az aukciókról szóló (5.4.1-es) fejezetben látható, hogy a forgalomba hozatal módjai a nemzetközi gyakorlatban nagy hasonlóságot mutatnak.

A *másodlagos piacon* a már kibocsátott, de még le nem járt értékpapírok adás-vétele zajlik. A másodlagos piac résztvevői az elsődleges forgalmazók és más befektetők, akik szabadon adhatják, illetve vehetik egymás között az aukción kibocsátott államkötvényeket és diszkontkincstárjegyeket.

### 5.3. Az elsődleges forgalmazók

Az elsődleges forgalmazói rendszer célja, hogy az elsődleges és másodlagos piac stabil, átlátható és likvid maradjon, valamint az állampapírok könnyebben eljuthassanak a befektetőkhez. Az elsődleges forgalmazók (primarydealer, PD) jogosultak az államkötvény- és DKJ-aukciókon ajánlattételre. A jogosultságért cserébe vállalják, hogy az aukciókon ajánlatot tesznek, és az összes kibocsátott állampapír legalább egy részét (évente minimum 3 százalékát) megvásárolják. Ezzel segítik, hogy az ÁKK értékesíteni tudja az állampapírokat az egyes aukciókon. Emellett vállalják, hogy a másodlagos piacon vételi, illetve eladási árat jegyeznek.

Az elsődleges forgalmazók kötelezettségeik mellett előnyökhöz is jutnak helyzetükből adódóan.<sup>29</sup> Jutalékot kapnak az aukciókon való részvételért. Az elsődleges piacon vásárolt állampapírokat a másodlagos piacon a körülményektől függően haszonnal értékesíthetik. A másodlagos piacon a vételi és eladási árak különbözetével juthatnak jövedelemhez.

Az elsődleges forgalmazók létszáma az utóbbi időben többször is változott, ugyanakkor általánosságban elmondható, hogy a hazai nagybankok és több nemzetközi befektetési bank található meg a listán. Elsődleges forgalmazó

---

<sup>28</sup> A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 5. § (1) bekezdése alapján alapján „a jegyzés az értékpapír forgalomba hozatala során az értékpapírt megszerezni szándékozó befektetőnek az értékpapír megszerzésére irányuló, feltételten és visszavonhatatlan nyilatkozata, amellyel az ajánlatot elfogadja és kötelezettséget vállal az ellenszolgáltatás teljesítésére”, míg az adagolt kibocsátás a „hitelviszonyt megtestesítő értékpapír nyilvános forgalomba hozatalának olyan módja, amelynek keretén belül az értékesítés a kibocsátó által meghatározott időszak alatt történik úgy, hogy az értékpapírok lejáratú időpontja azonos”.

<sup>29</sup> <http://akk.hu/uploads/bW7RDPwX.pdf>

lehet bármely, az Európai Gazdasági Térségben vagy OECD-tagországban bejegyzett pénzügyi vállalkozás, amely vállalja a fenti kötelezettségeket. A lakossági állampapírok forgalmazásának más feltételei vannak, mint az államkötvények és a DKJ-k esetében. A lakossági papírok forgalmazását is főként az elsődleges forgalmazók végzik, de rajtuk kívül mások is értékesíthetnek ilyen papírokat. Az FKJ és a KKJ esetében az elsődleges forgalmazói tagság előfeltétel, de alforgalmazóként más bankok és brókercégek is csatlakozhatnak. A PMÁK és a BMÁK esetében ugyanakkor lazább követelmények mellett is értékesítővé válhatnak az egyes intézmények.

## 5.4. Az elsődleges piac működése

Az elsődleges piacon többféle technikával történik az állampapírok értékesítése. Az aukciókon az államkötvényeket és DKJ-kat értékesíti az ÁKK az elsődleges forgalmazóknak, illetve rajtuk keresztül a befektetőknek, míg a jegyzés során akár egyéni befektetők is vásárolhatnak a már előre meghirdetett árfolyam és kamat mellett. Az adagolt kibocsátás azt jelenti, hogy a már piacon lévő értékpapírtípusokból egy előre meghatározott mennyiség erejéig folyamatosan értékesít az adósságkezelő.

A *kibocsátási naptár* fontos része a megbízható és kiszámítható államadósság-kezelésnek. Az ÁKK előre közzéteszi, hogy az év folyamán milyen napokon fog aukciókat tartani. Jelenleg ez teljesen szabályos menetrend szerint történik. 2016-ban (hasonlóan az elmúlt évekhez) 3 hónapos DKJ-aukcióra minden héten kedden, 12 hónapos DKJ-aukcióra minden második héten csütörtökön, a változó kötvények kibocsátására szintén ekkor, míg a fix kamatozású kötvények aukciójára ezektől eltérő heteken, szintén kéthetente csütörtökön kerül sor. Az ÁKK általában azt is előre meghatározza, hogy az egyes kötvényaukciókon mely kötvényeket fogja kibocsátani, de a piaci helyzet alapján ettől eltérhet. Az adósságkezelő páros heteken a kötvényaukción 3 vagy 5 éves változó kamatozású kötvényt bocsát ki, míg páratlan heteken 3 különböző kötvényt értékesít egyszerre, egy 3, egy 5 és egy 10 vagy 15 éves fix kamatozású papírt.

### 5.4.1. Forint állampapírok aukciója

A forint államkötvényeket és DKJ-kat nyilvános aukciókon bocsátja ki az ÁKK, amelyeken csak az elsődleges forgalmazók vehetnek részt. Az ajánlati áras aukció során minden elsődleges forgalmazó az általa ajánlott áron vásárolja meg az állampapírokat, ezért ezt az aukciótípust többáras aukciónak is nevezik. Az ÁKK előre meghirdeti a kibocsátásra szánt mennyiséget.

Az elsődleges forgalmazók délelőtt 11 óráig benyújtják az ajánlatukat, hogy mekkora értékben, milyen árfolyamon (hozamon) vásárolnának a papírból. A beérkezett ajánlatokat az ÁKK sorba rendezi és elfogadja a kedvező ajánlatokat.<sup>30</sup> Az ÁKK bizonyos mértékű, az aukciós lebonyolítási rendben előre rögzített szabadságot élvez abban a tekintetben, hogy több vagy kevesebb értékben is fogadhat el ajánlatot az aukcióra meghirdetett mennyiséghez képest. Például ha kedvezőnek ítéli a benyújtott ajánlatokat, akkor nagyobb összeget bocsáthat ki, mint előre tervezte. A tényleges fizetés, és az állampapírok kibocsátása nem az aukció napján, hanem körülbelül egy héttel később történik, az előre meghatározott pénzügyi teljesítési napon.

Az állampapír-piaci likviditás kezelésére, a pénzügy válság hatására az ÁKK 2009-ben bevezette a *nem kompetitív* elsődleges piaci tendereket. Ezek lényege, hogy az aukció eredményhirdetését követően, a résztvevőknek lehetősége van az aukciós átlagáron további összeg megvásárlására az adott értékpapírokból bizonyos értékhatárig.

Egy adott forint kötvényt nemcsak egy alkalommal bocsát aukcióra az ÁKK, hanem akár hosszabb időn keresztül rendszeresen. Egy adott papírnak a legelső alkalommal történő kibocsátásán felüli alkalmakat (tehát a kibocsátott mennyiség túlnyomó többségét) *rábocsátásnak* (másképpen ismételt kibocsátásnak vagy újranytásnak) nevezik. Ennek előnye, hogy nagyobb mennyiségű azonos paraméterrel rendelkező állampapír kerül piacra, ami megkönnyíti a kereskedést, illetve növeli a másodlagos piaci likviditást. Évente jellemzően egy-egy sorozat 3 és 5 éves fix kamatozású, míg az utóbbi időben szintén egy-egy sorozat 3 és 5 éves változó kamatozású papírt bocsát ki az adósságkezelő.

---

<sup>30</sup> A felsőoktatási felvételihez hasonlít ez a rendszer, amelyben a magasabb pontszámú hallgatókat veszik fel, míg a kvóta be nem telik.

A 10 és 15 éves papírt több éven keresztül értékesíti az ÁKK, és ez idő alatt a hozamkörnyezet változásának következtében az állampapírok árfolyama akár jelentősen is elszakadhat a névértéktől. Ha az elvárt hozamok csökkennek (fix kupon esetén) az állampapír árfolyama növekszik, ami így a kibocsátáskor kamatbevételként jelent az állam számára. A piaci hozamok növekedése esetén ugyanakkor csökken az állampapírok kibocsátáskori árfolyama, és a névértéknél alacsonyabb árfolyamon értékesített állampapírok névérték alatti része növeli a kamatkidadásokat. A DKJ-k között csak a 12 hónapos DKJ-nál jellemző a rábocsátás. A 3 hónapos DKJ-ból az esetek többségében új elnevezésű papírt bocsát ki az adósságkezelő, de kéthavonta egy már korábban kibocsátott 12 hónapos DKJ-ra bocsát rá az ÁKK.

A kibocsátásokról számos információt megtudhatunk az ÁKK honlapjáról.<sup>31</sup> A 7. táblázat tartalmazza néhány tipikus kibocsátás fontosabb adatait. A kibocsátás típusa alapvetően jegyzés, aukció, csereaukció vagy nem kompetitív tender lehet. A futamidő hetekben, hónapokban, vagy években fejezi ki az állampapír kibocsátáskor hátralévő futamidejét. A honlapon a diszkontkincstárjegyek, a féléves és kamatozó kincstárjegyek, illetve a kötvények kibocsátási adatai érhetőek el (a többi lakossági papír adatait nem közli ilyen módon az ÁKK). Az értékpapír hosszú neve mellett a kibocsátás pontos dátuma, a pénzügyi teljesítés értéknapja és a lejárat is megtalálható az adósságkezelő publikált adatai közt. Fontos információ a meghirdetett mennyiség, amely a kínálatot, és a benyújtott ajánlatok értéke, amely a keresletet jelenti. Az elfogadott mennyiség a piaci szereplők által megvásárolt mennyiséget tükrözi. Ezen felül az ÁKK közli a benyújtott ajánlatok esetében a minimális és maximális hozamot, illetve ezek átlagát is.

---

<sup>31</sup> <http://akk.hu/hu/oldal/statisztika#ertekesitesi-eredmenyek>



## 7. táblázat

### Kibocsátások 2016. június folyamán

Ügylet típusa	Futamidő	Típus	Értékpapír	Dátum	Értéknap	Meghirdetett mennyiség (m Ft)	Lejárat	Benyújtott mennyiség (m Ft)	Elfogadott mennyiség (m Ft)	Átlag hozam (%)
Jegyzés	M12	KKJ	K2017/23		2016.06.06	37 900	2017.06.07	45 378	45 378	
Jegyzés	M6	FKJ	F2016/49		2016.06.06	5 000	2016.12.07	14 104	14 104	
Aukció	M12	DKJ	D170524	2016.06.02	2016.06.08	30 000	2017.05.24	36 750	24 000	0,96%
Jegyzés	M12	KKJ	K2017/24		2016.06.13	35 500	2017.06.14	43 532	43 532	
Jegyzés	M6	FKJ	F2016/50		2016.06.13	10 000	2016.12.14	20 152	20 152	
Nem komp	Y3	KTV	2019/C	2016.06.09	2016.06.15	8 400	2019.10.30	4 980	4 980	1,74%
Nem komp	Y5	KTV	2021/B	2016.06.09	2016.06.15	6 720	2021.10.27	5 353	5 353	2,29%
Nem komp	Y10	KTV	2027/A	2016.06.09	2016.06.15	5 120	2027.10.27	5 120	5 120	3,27%
Aukció	Y3	KTV	2019/C	2016.06.09	2016.06.15	20 000	2019.10.30	34 810	23 000	1,74%
Aukció	Y5	KTV	2021/B	2016.06.09	2016.06.15	15 000	2021.10.27	33 900	18 000	2,29%
Aukció	Y10	KTV	2027/A	2016.06.09	2016.06.15	10 000	2027.10.27	69 600	15 000	3,27%
Aukció	M3	DKJ	D160914	2016.06.07	2016.06.15	40 000	2016.09.14	65 000	40 000	0,90%
Jegyzés	M12	KKJ	K2017/25		2016.06.20	37 900	2017.06.21	53 222	53 222	
Jegyzés	M6	FKJ	F2016/51		2016.06.20	9 300	2016.12.21	16 386	16 386	
Aukció	M12	DKJ	D170524	2016.06.16	2016.06.22	30 000	2017.05.24	30 412	24 500	0,96%
Aukció	M3	DKJ	D160921	2016.06.14	2016.06.22	40 000	2016.09.21	76 458	40 000	0,87%
Jegyzés	M12	KKJ	K2017/26		2016.06.27	60 100	2017.06.28	52 724	52 724	
Jegyzés	M6	FKJ	F2016/52		2016.06.27	9 300	2016.12.28	26 271	26 271	
Nem komp	Y3	KTV	2019/C	2016.06.23	2016.06.29	4 760	2019.10.30	1 571	1 571	1,74%
Nem komp	Y5	KTV	2021/B	2016.06.23	2016.06.29	5 368	2021.10.27	1 355	1 355	2,23%
Nem komp	Y15	KTV	2031/A	2016.06.23	2016.06.29	1 600	2031.10.22	1 200	1 200	3,41%
Aukció	Y3	KTV	2019/C	2016.06.23	2016.06.29	10 000	2019.10.30	17 400	13 000	1,74%
Aukció	Y5	KTV	2021/B	2016.06.23	2016.06.29	10 000	2021.10.27	25 581	15 000	2,23%
Aukció	Y15	KTV	2031/A	2016.06.23	2016.06.29	5 000	2031.10.22	8 900	5 000	3,41%
Aukció	M3	DKJ	D160928	2016.06.21	2016.06.29	40 000	2016.09.28	77 790	40 000	0,85%
Aukció	M12	DKJ	D170524	2016.06.30	2016.07.06	30 000	2017.05.24	39 800	30 000	0,94%
Aukció	M3	DKJ	D161005	2016.06.28	2016.07.06	40 000	2016.10.05	117 250	60 000	0,83%

Forrás: ÁKK

Az állampapír-kibocsátási aukciók módszerei a nemzetközi gyakorlatban is csak kis eltérést mutatnak, ugyanis az összekapcsolódó pénzpiacok és például az euro bevezetése támogatja az adósságkezelési folyamatok, valamint az értékpapírfajták sztenderdizálását. Az értékpapírok kibocsátását tekintve például a legtöbb országban hosszú és rövid lejáratú értékpapírokat is bocsátanak ki aukciókon, míg az ismételt vagy adagolt kibocsátás az OECD elemzése szerint kevésbé elterjedt forgalomba hozatali forma (lásd 8. táblázat).

<b>8. táblázat</b>						
<b>A forgalomba hozatali módok az egyes országokban</b>						
	Aukciók		Aukciók típusa		Ismételt vagy adagolt kibocsátás	
	Hosszú lejáratú papírok	Rövid lejáratú papírok	Egyenáras	Diszkriminatív áras	Hosszú lejáratú papírok	Rövid lejáratú papírok
Csehország	x	x	x	x		
Lengyelország	x	x	x	x		
Magyarország	x	x		x	x	x
Szlovákia	x	x	x	x	x	x
<b>Összes vizsgált ország</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>14</b>	<b>10</b>

*Forrás: OECD Sovereign Borrowing Outlook, 2012*

#### **5.4.2. Visszavásárlási és csereaukciók**

A visszavásárlási aukciókon a másodpiaci forgalomban lévő állampapírokat veszi vissza az adósságkezelő. A visszavásárlások egyik célja lehet a lejárat szerkezet simítása, a közeli lejáratok nagy mennyiségének mérséklése és ezzel együtt a refinanszírozási kockázat csökkentése. Másik cél lehet a másodpiaci likviditásának erősítése az új sorozatok kibocsátásának felgyorsítására. A normál aukciókhoz hasonlóan ezekben az esetekben is az elsődleges forgalmazók nyújtják be a hozamokra, vagy az árfolyamra vonatkozó eladási ajánlataikat, amelyeket az adósságkezelő mérlegelés után részben, vagy egészben elfogad.<sup>32</sup>

A csereaukció lényegében egy normál aukcióból és egy visszavásárlási aukcióból áll, amely során adott piaci értékű állampapír kibocsátása mellett, ugyanakkora piaci értékű visszavásárlás történik. Céljai és eljárásrendje a visszavásárlási

<sup>32</sup> A visszavásárlások menetrendjét a kibocsátási terv tartalmazza, és általában minden második héten szerdán zajlanak.

aukcióval egyezik meg, azzal a különbséggel, hogy a lejárat szerkezet simítása és az új forrás bevonása ez esetben egy lépésben történik meg. Továbbá a csereaukciók egyik fontos célja a futamidő növelése, mivel a csereaukciók keretében egy rövid futamidejű állampapírt cserél az ÁKK egy hosszabb futamidejű állampapírra.<sup>33</sup> A csereaukcióval egyben a kibocsátásra kerülő sorozat likviditása is javul, anélkül, hogy új forrás bevonására kerülne sor.

A nemzetközi gyakorlatban a fejlett országok között sem általános a visszavásárlási aukciók tartása, míg a csereaukciók még kevésbé elterjedtek.

## 9. táblázat

### A visszavásárlási és csereaukciók elterjedtsége

(2012)

Ország	Kötvény visszavásárlás	Kötvénycsere	Ország	Kötvény visszavásárlás	Kötvénycsere
Ausztrália	x	x	Kanada	x	x
Ausztria	x	x	Korea	n.a.	n.a.
Belgium	x		Lengyelország	x	x
Chile			Luxemburg		
Csehország	x		Magyarország	x	x
Dánia	x	x	Mexikó	x	x
Egyesült Államok	x		Németország	x	x
Egyesült Királyság	x		Norvégia	x	x
Észtország			Olaszország	x	x
Finnország			Portugália	x	
Franciaország	x	x	Spanyolország	x	x
Görögország	x		Svájc	x	
Hollandia	x		Svédország		
Írország	x	x	Szlovákia	x	
Izland	x	x	Szlovénia	x	x
Izrael		x	Törökország	x	x
Japán	x		Új-Zéland	x	

*Forrás: OECD Sovereign Borrowing Outlook, 2013*

<sup>33</sup> Csereaukciókat, a piaci kereslet függvényében, az ÁKK általában minden második szerdán tart, amikor nincsen visszavásárlási aukció.

### 5.4.3. A devizakötvények kibocsátásának folyamata

A devizakötvények értékesítése nem nyílt aukcióval történik, hanem az ÁKK egy vagy több nemzetközi pénzüzetet bíz meg a kibocsátás lebonyolításával. Ezek előzetes tájékozódás után vállalják, hogy egy benchmark hozamból és felárból álló hozamsávban felkínálják értékesítésre a kötvényeket a befektetőknek, illetve ha mégsem lenne kereslet, akkor maguk veszik meg azokat. A kibocsátást általában „roadshow” előzi meg, amely során a költségvetésért és gazdasági ügyekért felelős minisztérium és az adósságkezelő vezetői tárgyalnak a kibocsátást szervező pénzüzetekkel és a szóba jöhető befektetőkkel. Ennek során dől el a kibocsátandó mennyiség és a hozamsáv. A lebonyolító bankok az ÁKK-val egyeztetve és a keresletet, illetve a benchmark változását mérlegelve meghatározzák a végleges kibocsátási árat, valamint az értékpapír kuponját. Devizakötvényeket az utóbbi tíz évben túlnyomórészt euróban és dollárban bocsátott ki a magyar állam, de történt angol font, japán jen és svájci frank kibocsátás is. A kibocsátott mennyiség euróban mérve jellemzően 0,5–1,5 milliárd euro között van, de a válság óta nem ritka a 2 milliárd dollár értékű kötvénykibocsátás sem.

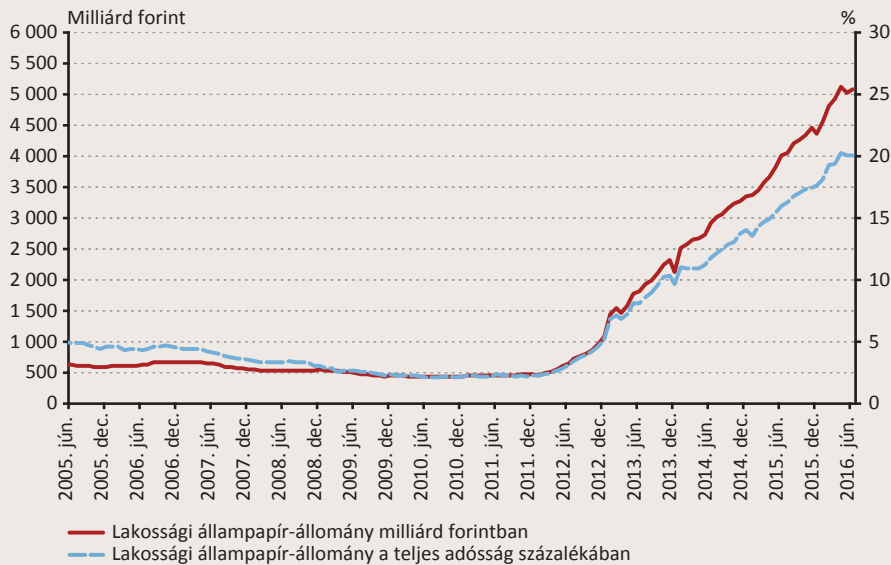
### 5.4.4. A lakossági állampapírok állománya

A lakossági állampapírokat vagy a Kincstártól közvetlenül vagy az elsődleges, illetve egyéb lakossági forgalmazókon keresztül, jegyzés, illetve adagolt kibocsátás útján vásárolhatják meg a kisbefektetők. Az értékesítés során a forgalmazók összegyűjtik a befektetői jegyzési megbízásokat, és azokat továbbítják az ÁKK-nak, majd végül a befektetők a papírokat a forgalmazókon keresztül kapják meg. Az utóbbi évek során a háztartások jelentősen növelték állampapír-állományukat, ami egyaránt köszönhető a többi befektetési formával szembeni magasabb kamat miatt megnövekedett keresletnek, a szélesebb termékkör nyomán jelentkező attraktív kínálatnak, az informatikai fejlesztések és a forgalmazói hálózat bővülése miatt egyszerűsödő elérhetőségnek, illetve az erőteljes marketingkampánynak. Ezt támogatta, hogy a forintban denominált állampapírok mentesek a kamat után fizetendő egészségügyi hozzájárulási adó fizetési kötelezettsége alól, így csak kamatadót kell fizetni a megszerzett kamatjövedelem után. Ennek következtében a lakossági állampapírok aránya a teljes adósságon belül jelentősen növekedett az elmúlt négy év során, és

2016 elején megközelítette az 5000 milliárd forintot. A lakossági állampapírokat azonban nem csak a lakosság, hanem több non-profit szervezet is vásárolhat, illetve a háztartások vehetnek nem lakossági állampapírokat is, így a lakossági állampapírok állománya és a ténylegesen a háztartások tulajdonában lévő állampapírok állománya némileg elválik egymástól. A háztartások körében a Kamatozó Kincstárjegy és a Féléves Kincstárjegy a legnépszerűbb lakossági állampapírfajta.

**17. ábra**

**A lakossági állampapírok mennyisége és aránya a teljes adósságon belül**

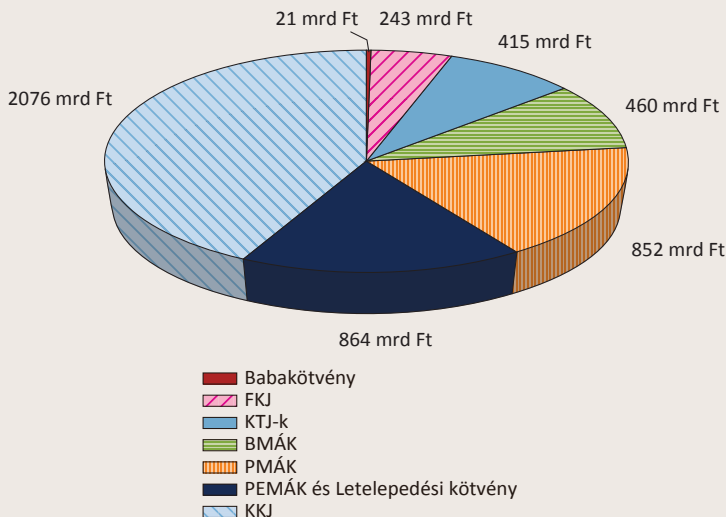


Forrás: ÁKK, MNB

A háztartások portfóliója nemcsak közvetlenül tartalmaz állampapírokat, hanem közvetve is. Áttételes módon például számos befektetési jegyen vagy nyugdíjpénztári megtakarításon keresztül tarthat a lakosság állampapírokat. A legmagasabb arányban a kötvényalapok tartalmazzak állampapírokat, de a legtöbb pénzügyi alapon, tőke- és hozamvédett alapon, valamint számos vegyes befektetési alapon is nagy az államkötvények, kincstárjegyek részaránya.

Az állam számára van kedvező oldala annak, ha a lakossági megtakarítások részaránya növekszik az államadósságon belül, ugyanis az adósság belső finanszírozása stabilabb, kevésbé függ a nemzetközi pénzpiaci hangulattól. Hátrányként említhető, hogy egyelőre a lakossági papírok átlagos hátralévő futamideje rövid, bár az állománynövekedés alapján arra következtethetünk, hogy a háztartások megújítják lejáró állományukat. Az átlagos futamidő növelése céljából az ÁKK az elmúlt években piacra bocsátott hosszabb futamidejű lakossági értékpapírokat is. Ezen felül hátrány, hogy a lakossági állampapírok kamata általában magasabb a hasonló futamidejű más állampapírokhoz képest, ez a kamat ugyanakkor közvetlenül növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. A lakossági állampapírok nem visszaválthatóak, de a forgalmazóknál lehetőség van a lejárat előtti eladásra: a Bónusz és Prémium Magyar Államkötvényekre, illetve a Kamatozó Kincstárjegyekre, Féléves Kincstárjegyekre a Magyar Államkincstár a lejáratot megelőző 5. napig minden nap jegyez vételi árat, míg a többi forgalmazónak vételi árjegyzési kötelezettsége van, amennyiben a kisbefektetők el kívánják adni állampapírjaikat. A Kincstári

**18. ábra**  
**A lakossági állampapírok állománya fajták szerinti bontásban, 2016. március végén**  
 (milliárd forint)



Forrás: ÁKK

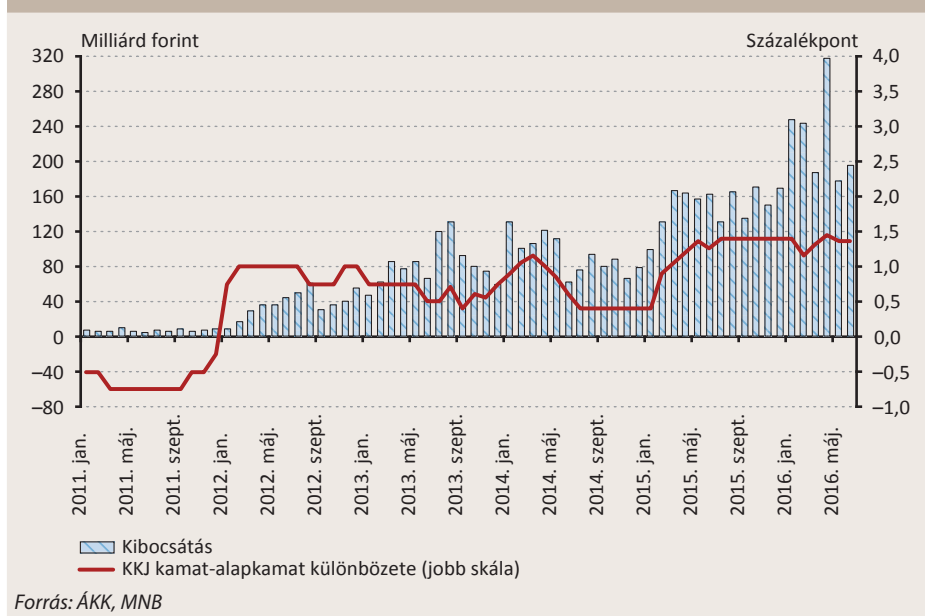
Takarékjegyek a Magyar Posta fiókjaiban lejárat előtt bármikor visszaválthatók, a hivatalos visszaváltási segédletben rögzített módon.<sup>34</sup>

#### 5.4.5. A lakossági állampapírok részletes bemutatása<sup>35</sup>

A **Féléves Kincstárjegy**et korlátozott kör számára értékesíti az ÁKK.<sup>36</sup> Előnye, hogy rövid futamideje miatt alternatívát nyújthat az egészen rövid időre lekötött bankbetétekkel szemben.

A **Kamatozó Kincstárjegy** a legnépszerűbb és egyben a legrégebben rendelkezésre álló lakossági állampapírfajta, amelyet ugyanaz a korlátozott befektetői kör érhet el, mint a féléves kincstárjegyet. A kamat a futamidő végén a tőkével együtt (a kamatadó levonását követően) kerül jóváírásra. Előnye a befektetők számára a kedvező kamatozásában és rövid futamidejében rejlik.

**19. ábra**  
A KJ kamatfelára a jegybanki alapkamathoz képest és a KJ havi kibocsátásának alakulása



Forrás: ÁKK, MNB

<sup>34</sup> <http://www.allampapir.hu/tudastar/gyik>

<sup>35</sup> A kifejtés során az egyes értékpapírfajták esetében az előny a megtakarító szemszögéből értendő.

<sup>36</sup> Devizabelföldinek és devizakülföldinek minősülő természetes személyek, valamint devizabelföldinek minősülő jogi személyek és jogi személyiség nélküli szervezetek vásárolhatják meg, a nonprofit gazdasági társaságnak nem minősülő gazdasági társaságok és a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 5. § (1) bekezdés 60. pontja szerinti intézményi befektetőnek minősülő szervezetek kivételével.

A **Prémium Magyar Államkötvényt** befektetői köre is a kamatozó kincstárjegyekhez hasonlóan van korlátozva. A PMÁK változó kamatozású, 3-5 éves futamidejű állampapír. A kamat mértéke megegyezik az inflációval és egy 250-500 bázispontos felárral sorozattól, lejárat és kibocsátási időtől függően. Előnye, hogy az infláció felett magas reálkamatot fizet, így hosszabb futamideje ellenére is alacsony a kamatkockázata.

A **Bónusz Magyar Államkötvény** a Prémium Magyar Államkötvényhez hasonlít a forgalomba hozatal, az átruházhatóság és tulajdonlási megkötések, illetve a kamatozás paramétereit tekintve. Eltérés a futamidő, amely 4, 6 és 10 év lehet, valamint a kamat mértéke, amely a 12 hónapos DKJ-hozamán felül 175-250 bázispontos felárral egyezik meg sorozattól, lejárat és kibocsátási időtől függően. A legfontosabb előnyei: a kamat megállapításának módja miatt alacsony inflációs környezetben is kedvező kamatozású (akár a PMÁK-hoz képest is), míg az 1 forintos névérték bárki számára elérhetővé teszi, illetve megkönnyíti a kamatok újrabefektetését.

A **Babakötvény** a Start-értékpapírszámlával rendelkező gyermekek számára, illetve a 18. életév betöltése után az ezen számlán elért kamatból vásárolható. A fiatalok életkezdési támogatásáról szóló törvény<sup>37</sup> alapján járó összeg, illetve szülői-nevelői befizetések helyezhetőek a számlára. Évente új sorozat kerül kibocsátásra, és a kamatbázisa a megelőző év fogyasztóiár-indexe, és a kamatfelár 300 bázispont (sorozatonként változhat). Célja és előnye: a gyermekek 18 éves koráig el nem költethető megtakarítás halmozható fel, a lehető legkedvezőbb kamatozás mellett.

A **Prémium Euró Magyar Államkötvényeket** devizabelföldinek és devizakülföldinek minősülő természetes személyek, valamint devizabelföldinek minősülő jogi személyek és jogi személyiség nélküli szervezetek szerezhetik meg, a nonprofit gazdasági társaságnak nem minősülő gazdasági társaságok és a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 5. § (1) bekezdés 60. pontja szerinti intézményi befektetőnek minősülő szervezetek kivételével. Az értékpapír 3 éves futamidejű, féléves kamatperiódusú, 1 eurós alapcímletű, változó kamatozású államkötvény, amelynek kamatbázisa az eurozóna fogyasztóiár-indexe,

---

<sup>37</sup> 2005. évi CLXXIV. törvény a fiatalok életkezdési támogatásáról



míg az efölötti kamatprémium 200-250 bázispont. Előnye, hogy a lakosság euro alapú megtakarításait is a piaconál lényegesen kedvezőbb, magas reálkamatot fizető, biztonságos állampapírba fektetheti. Hátránya ugyanakkor, hogy a többi lakossági állampapírral ellentétben a kamatjövedelmet a kamatadón felül egészségügyi hozzájárulás is terheli.

A **Kincstári Takarékjegyek** kizárólag belföldi magánszemélyek által vásárolható fix, lépcsős kamatozású értékpapírok, amelyet a Magyar Posta fiókhálózata árusít 1 vagy 2 éves futamidővel. A Kincstári Takarékjegy Plusz (KTJ Plusz) egy forint névértékű, dematerializált, fix, lépcsős kamatozású értékpapír, futamideje 12 hónap. A Kincstári Takarékjegyek előnye, hogy az értékpapír egy három hónapos türelmi időszak után az éves kamat egy részének jóváírásával visszaváltható, így ezután nincs teljes kamatvesztéség lejárat előtti visszaváltás esetén sem.

#### 10. táblázat

#### A legfrissebb elérhető hozamok az egyes lakossági állampapírfajták esetében

(2016. június végén)

Típus	Kamat
FKJ	2,00%
KKJ	2,25%
KTJ_I	2,00%
KTJ_II	2,50%
KTJ_PLUS	2,25%
PEMAK	2,20%
PMAK	2,75–3,25%
BMAK	3,05–3,80%
BABA	3,00%

Forrás: ÁKK

#### 5.4.6. Forint- és devizahitelek a fejlesztési bankoktól

A forint- és devizahitelek egy része nemzetközi fejlesztési bankoktól felvett hitel. A két legnagyobb hitelyújtó bank az Európai Beruházási Bank (EIB) és az Európa Tanács Fejlesztési Bankja (CEB). A hitelek feltételeiről az ÁKK honlapján érhetőek el egyes információk.

### 5.4.7. Nemzetközi szervezetektől származó hitelek

Magyarország 1982 óta tagja a Nemzetközi Valutaalapnak, és csatlakozása óta hazánk többször is igénybe vette a Valutaalap eszközeit készletlenti, kiterjesztett, valamint kompenzációs hitel-megállapodások formájában. Taggá válásától kezdve Magyarország összesen kilenc IMF-hitelmegállapodást kötött, majd a szervezettől felvett hiteleket teljes egészében előtörlesztette az ország.

<b>11. táblázat</b>				
<b>A magyar IMF-megállapodások összefoglalása</b>				
	<b>A megállapodás időpontja</b>	<b>Az utolsó lehívás időpontja</b>	<b>Megítélt összeg, millió SDR</b>	<b>Lehívott összeg, millió SDR</b>
Készletlenti hitel	2008.11.06	2010.10.05	10 538	7 637
Készletlenti hitel	1996.03.15	1998.02.14	264	0
Készletlenti hitel	1993.09.15	1994.12.14	340	57
Kibővített hitelkeret	1991.02.20	1993.09.15	1 114	557
Készletlenti hitel	1990.03.14	1991.02.20	159	127
Készletlenti hitel	1988.05.16	1989.06.30	265	215
Készletlenti hitel	1984.01.13	1985.01.12	425	425
Készletlenti hitel	1982.12.08	1984.01.07	475	475
<b>Összesen</b>			<b>13 580</b>	<b>9 494</b>

*Forrás: IMF*

A legutóbbi hitelfelvételre a 2008-as pénzügyi válság kirobbanása után került sor. Magyarország 2008. november 6-án 10 537 millió SDR értékű, 17 hónapon keresztül elérhető készletlenti megállapodást kötött.

2008 utolsó negyedében, a pénzügyi válság kirobbanása után a befektetők elfordultak a túlságosan kockázatosnak tartott magyar állampapíroktól. Az államháztartás hiányának finanszírozásához, a lejárató adósságok törlesztéséhez, az MNB devizatartalékának emeléséhez és a bankok támogatásának forrásához a kormány, illetve a jegybank az IMF, EU és a Világbank felé fordult támogatásért. A három szervezet rövid időn belül közel 19 milliárd euró hitelkeretet hagyott jóvá Magyarország számára. Az IMF hitelkerete 2010. október 5-ig állt fenn. Az elérhető hitelt részletekben lehetett igénybe venni („lehívni”), de nem kötelező a teljes, rendelkezésre álló keretet felhasználni.

**12. táblázat****Az IMF/EU-hitel lehívásának és törlesztésének éves ütemezése<sup>39</sup>***(milliárd euro)*

	IMF		EU	
	lehívás	törlesztés	lehívás	törlesztés
2008	5,0	–	2,0	–
2009	3,9	–	3,5	–
2010	–	–	–	–
2011	–	–	–	2,0
2012	–	3,5	–	–
2013	–	5,5	–	–
2014	–	–	–	2,0
2015	–	–	–	–
2016	–	–	–	1,5
<b>Összesen</b>	<b>8,8</b>	<b>8,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>

*Forrás: IMF, Európai Bizottság*

A megállapodás a felmerülő finanszírozási problémák enyhítését segítette, ugyanakkor általánosságban egy nemzetközi hitelfelvételnek több előnye és hátránya is van.

A készletli hitel a befektetők és a közvélemény szemszögéből egyaránt bizonyos megkülönböztető jegyet jelent, egyfelől mert a piaci finanszírozás nehézségeire világít rá, másfelől mert a gazdaságpolitikai függetlenség részleges feladásával jár. Ezen felül a le nem hívott hitelkeretre is kell rendelkezésre állási díjat fizetni. A 2008–2009 között felvett hitelek további hátrányaként említhető, hogy viszonylag koncentráltan jártak le 2011 és 2016 között, ami magas törlesztési terhet eredményezett ebben az időszakban.

A hitelek kamata azok felvételekor ugyanakkor egyaránt kedvezőbb volt a forint és a devizakötvényekkel elérhető kamatoknál. Az EU hitele fix kamatozású, és egy kisebb felár mértékével haladja meg azt, amilyen hozamon az Európai Bizottság maga hozzájutott a forráshoz a kötvénypiacokon. Az IMF ezzel szemben változó kamatozású hitelt nyújtott hazánknak, aminek kamata az IMF

<sup>38</sup> Az MNB lehívásával együtt. Az IMF-hitel esetében a lehívás és a törlesztés közti eltérést az SDR valutakosár euróban kifejezett árfolyamának változása okozza.

valutakosarának, az SDR-nek a kamatával együtt került megállapításra minden héten. Számunkra kedvező volt az SDR-kamat, mert azt a nagy gazdaságok rövid távú pénzüpi kamataihoz köti az IMF, ezek pedig a válságot követően alacsonyok voltak. A devizahitelek kamatait azonban a jegybanki költségekkel konszolidáltan érdemes vizsgálni (4.7. fejezet). A devizahitelek felhasználása növelte a gazdaságban forgó jegybankpénz mennyiségét, amelyre az MNB a – válság idején igen magas – jegybanki alapkamatot fizette ki. Ezt figyelembe véve már általános esetben sem feltétlenül kedvezőbb a devizahitelek kamata, mint a forint kötvényeké. A forint hozamok csökkenése következtében a hitelek futamideje végén már olcsóbb volt a forint finanszírozás.

#### **5.4.8. Nyújthat-e hitelt a jegybank az államnak?**

A gazdaságtörténeti tapasztalatok alapján az Európai Unióban azt a szabályozást hozták, hogy a központi bankok nem finanszírozhatják az államot. Magyarországra nézve is e szabály érvényes. Az MNB nem nyújthat hitelt az államháztartásnak, és nem vehet állampapírokat az elsődleges piacon. Ezzel szemben – erős korlátok között – a másodlagos állampapírpiacra piaci áron vásárolhat államkötvényeket a jegybank, amennyiben ezzel nem borítja fel a piaci egyensúlyt. Az EKB maga is nagy összegben vásárolt az elmúlt években állampapírokat a másodlagos piacon.

A világ más részein is hasonlóan szigorú a szabályozás, de amennyiben jogszabály engedi a parlament feloldhatja a tiltást. A válság alatt a Fed és a japán jegybank nagy összegben vásárolt állampapírokat (a másodlagos piacon), de nem az állam finanszírozásának céljával, hanem a piaci likviditás befolyásolása érdekében. A kevésbé fejlett országokban az államháztartás közvetlen jegybanki finanszírozása is előfordul.

## 6. Az államadósság gazdasági hatásai

Az államadósságnak számos hatása lehet egy adott ország gazdaságára. A hatások némelyikéről a szakirodalomban vita van ugyan, de általánosságban elmondható, hogy az adósság magas szintje közvetlenül, illetve közvetve is negatívan hathat az állami és a privát szektorra egyaránt. A leginkább közvetlen hatás, hogy az adósság kamatterhét adókból kell finanszírozni a költségvetésnek, amelyek a gazdasági döntésekre torzító hatással bírnak. Továbbá a költségvetés finanszírozási igényének növekedése kiszorító hatással lehet a magánszektor beruházásaira. Az államadósság növekedése a hitelkereslet emelkedésén keresztül növelheti a pénz- és tőkepiaci kamatokat, ami a beruházások visszaeséséhez vezethet. A beruházások csökkenésének eredményeként csökken a tőkeállomány, ennek hatására visszaesik a kibocsátás és a jövedelem. A magasabb állami finanszírozási igény rontja a befektetők országkockázati megítélését, és ezen keresztül emeli a rezidens hitelfelvevőkkel szemben elvárt hozamokat, illetve kedvezőtlen lehet a növekedésre is. A kockázati megítélés romlása, a magas devizaarány és a külföldieknek fizetett magas kamatok miatt az ország stabilitására is komoly hatása lehet az adósság magas szintjének.

Az államadósságot vizsgáló publikációk alapján vita van arról, hogy mekkora az adósság optimális szintje, mekkora az az adósságküszöb, amelynél már erőteljesebben érvényesülnek a negatív hatások. A fejlődő országokban alacsonyabb lehet az „optimális” adósságszint. A szint mellett természetesen számít az is, hogy milyen az adósság szerkezet megfelelő összetétele.

Az adósságnak természetesen nem csak negatív gazdasági hatásai vannak. Mint minden hitelfelvétel, segítheti a forráshiány mellett másként meg nem valósítható beruházások létrejöttét. Kedvező esetben ezek pozitív hatásai segítik a felvett adósság törlesztését. Nem elhanyagolható az államadósság szerepe a pénzügyi piacok létrehozásában és fenntartásában. Sztenderdizált, viszonylag alacsony kockázatú, többféle futamidejű papírok kínálatával, egy mindenkor elérhető állampapír-piaci hozamgörbe rendelkezésre állásával benchmarkot jelent más pénz- és tőkepiaci szegmensek számára.

## 6.1. Vita a növekedési hatásról

Az adósság növekedésre gyakorolt elméleti hatásáról Szabó (2013) összefoglalója alapján alapvetően háromféle megközelítés létezik. A keynesi iskola szerint a gazdasági visszaesés esetén a megfelelő szerkezetű fiskális impulzus az adósság növekedéséhez vezet ugyan, de egyúttal növeli az aggregált keresletet és ez nagyobb növekedést okozhat. Ezzel ellentétben a neoklasszikus iskola szerint a fiskális lazítás a jelenbeli fogyasztás növelésén keresztül csökkenti a megtakarítási rátát, ezáltal előbb a beruházások, majd a jövőbeni növekedés visszaeséséhez vezethet. A Ricardói ekvivalencián alapuló harmadik megközelítés szerint az eladósodás növekedési hatása a többi szereplő alkalmazkodása miatt semleges.

A szakirodalomban többen megpróbálkoztak annak az adósságkülönbnek a számszerűsítésével, amelynek az átlépése már szignifikánsan lassító hatással van a gazdaság teljesítményére. Ezek közül az egyik legismertebb: Carmen Reinhart és Kenneth Rogoff „Growth in a Time of Debt” című cikkében 44 ország több évtizedet felölelő adatait felhasználva 4 csoportra bontotta az egyes évek megfigyeléseit. Az első csoportba azok a megfigyelések kerültek, amikor 30 százalék alatt volt az adósságráta, a második csoport a 30 és 60 százalék közöttieket, a következő a 60 és 90 százalék közötti megfigyeléseket tartalmazta, és az utolsó csoportba azok az évek kerültek, amikor a GDP-arányos adósság 90 százalék fölött volt. A cikk arra az eredményre jutott, hogy alacsony és mérsékelt adósság mellett nincs kapcsolat az adósság és a növekedés között. Vizsgálatuk szerint annak ugyanakkor káros hatása van a növekedésre, ha az adósságráta a 90 százalékos küszöböt átlépi. Vagyis a 90 százaléknál magasabb GDP-arányos adóssággal bíró időszakokban például a fejlett országok esetében a medián növekedés 1 százalékponttal alacsonyabb, míg az átlagos növekedés 4 százalékponttal marad el (és negatív) az alacsony adóssággal rendelkező megfigyelésekhez viszonyítva. Fejlődő országokban ezen felül már 60 százalékos GDP-arányos külső adósság is jelentős visszaesést okoz a növekedésben.

Egy másik szerzőpáros Kumar–Woo (2010) szerint jelentős növekedési eltérés csak a nagyon alacsony (30 százalék alatti) és a nagyon magas (90 százalék feletti) adósság szintek között figyelhető meg. A kiinduló adósság szint 10

százalékpontos emelkedése 0,2 százalékponttal csökkenti az egy főre jutó GDP reálnövekedési ütemét a következő 5 évben. A fejlődő országokban az együttható magasabb, erősebbek a finanszírozási korlátok, és emiatt nagyobb a növekedési áldozat a magasabb eladósodás mellett.

A Reinhart–Rogoff-tanulmány megjelenése után többen vitatták annak eredményeit. Irons–Bivens (2010) például több kritikát fogalmazott meg az Egyesült Államok sajátosságait alapul véve. A szerzőpáros azt vitatta, hogy az adósságállomány adott időpontban fennálló szintje hatással lenne az azzal egyidejű növekedésre. Az USA adóssága a II. világháború utáni években volt magasabb a küszöbszintnél, ugyanakkor azokban az években gyors növekedés társult a magas adóssághoz. Kritikaként említették, hogy a tanulmány csak korrelációt talált a növekedés és az adósságszint között, ugyanakkor az ok-okozati kapcsolatot nem vizsgálta. Holott a szerzőpáros szerint az államadósság szintje és az azzal egyidejű GDP-növekedés között éppen a Reinhart–Rogoff-tanulmányban megállapítottal ellentétes az okság iránya, vagyis a növekedés mértéke hat az adósság szintjére és nem fordítva. Egy korábbi tanulmány – Ferreira (2009) – szerint viszont a kapcsolat mindkét irányban fennáll. Végül Irons–Bivens megjegyezte, hogy az eredeti tanulmány a bruttó adósságot vizsgálta, míg véleményük szerint inkább a nettó államadósság vizsgálata lett volna releváns.

Herndon–Ash–Pollin (2013) felhívták a figyelmet a Reinhart–Rogoff tanulmány számítási és módszertani hibáira. A többi kritikát megerősítve hangsúlyozták, hogy a két változó közötti oksági kapcsolat iránya nem egyértelmű. Egyfelől az alacsony növekedés okozhat a nevezőn keresztül magas adósságrátát, másfelől egy (eddig nem ismert) harmadik tényező akár egyidejűleg is alakíthatja a két folyamatot. A számítási probléma miatt ugyanakkor újraszámolták a publikáció eredményeit. Az új számításokat elemezve azt találták, hogy az eredeti eredményekkel ellentétben a 90 százalékos határt elérő, vagy annál magasabb adósságrátával rendelkező országok növekedése véleményük szerint nem tér el szignifikánsan a küszöböt át nem lépő országok növekedésétől. Azt, hogy ez az eltérés ne lenne szignifikánsnak tekinthető Reinhart és Rogoff egy viszontválaszában vitatta és a számítási hiba elismerésével együtt, módszertanuk mellett is kiálltak. Pescatori–Sandri–Simon (2014) azt találta, hogy

nincs bizonyíték egy konkrét küszöbszám létezésére, míg más szerzők<sup>39</sup> eltérő küszöb mellett érveltek. Az azonban valószínűnek tűnik, hogy a küszöb önkényes módon történő, vagy adott módszertan szerinti meghatározása nagyban befolyásolhatja a kapott eredményeket.

## 6.2. Hatás a pénz- és tőkepiacokra

A magas adósságszint a piaci befektetők szemében az ország kockázatoságának egyik jelzőszáma. Az eladósodott országok csődvalószínűségének növekedése miatt magasabb az adott állam adósságelemei után elvárt hozam. Vagyis a magas adósság miatt az állam finanszírozása egyre drágábbá válik, ami további eladósodáshoz és végső soron adósságcsapda kialakulásához vezethet. Az állampapír-piaci hozamok növekedése együtt jár a magánszektorból elvárt hozamok növekedésével, ami a magánberuházások finanszírozási költségét is növeli. Összességében a hozamok növekedése a magánberuházások kiszorítását okozza. A hozamok növekedése egyúttal csökkenti a hosszú távú megtakarítások értékét, és potenciális jóléti veszteséget okoz, mérsékelve a jövőbeni fogyasztásra fordítható kiadásokat. A megnövekedett állami kamatkidadások pedig csökkentik a hatékony beruházásokra fordítható állami kiadásokat, ami közvetve okozhat visszaesést a gazdaság növekedésében.

Az adósságállomány egy bizonyos mértékig hasznos, tehát nem optimális teljesen nullára csökkenteni egy ország adósságszintjét. Az állami adósságkezelési műveletek ugyanis elengedhetetlenek a hazai pénz- és tőkepiacok megfelelő működéséhez. Ehhez azonban arra is szükség van, hogy az állam az adósság finanszírozását legalább részben értékpapírok kibocsátásával oldja meg. A minél változatosabb lejáratú szerkezettel rendelkező kibocsátott állampapírok ugyanis segítik a piaci hiteltermékek, de akár a vállalatok, üzletrészek árazását is. Az állampapír-piaci hozamgörbe fontos inputként szolgál például az egyszerű vagy bonyolultabb pénzügyi termékek értékeléséhez: a határidős, opciós vagy csereügyletekhez, de más értékelések kockázatmentes hozamának kiindulópontjaként is szolgálhat.

---

<sup>39</sup> CANER, M. – GRENNES, T. – KOEHLER-GEIB, F. (2010): Finding the Tipping Point – When Sovereign Debt Turns Bad. *World Bank Policy Research Working Paper*. No. 5391. 2010. július



### 6.3. Hatás a stabilitásra

Az államadósság mértéke és szerkezete hatással van az állam stabilitására, sérülékenységre is. Azok az országok, amelyek magas külső adóssággal rendelkeznek általában sérülékenyebbek a piaci befektetők szemében, mint azok, amelyek az adósságuk finanszírozását főként belső forrásból finanszírozzák. Mérsékli a külső adósság által jelentett kockázatot, ha az adott országnak – a jegybankban – megfelelő mértékű devizatartaléka van felhalmozva.

A tágran értelmezett stabilitásra gyakorolt hatásba beleérthetjük a már tárgyalt növekedési és piaci hatásokat egyaránt. Ezen túlmenően az adósságszerkezeten belül a devizaarány, illetve az átlagos hátralévő futamidő hathat a stabilitásra. Az adósság devizában fennálló részaránya a hazai deviza gyengülése esetén jelentősen növekedhet hazai devizában kifejezve, ami fegyelmezett költségvetési politika esetén is az adósság jelentős növekedéséhez vezethet. A nem rezidenseknek fizetett kamatkidadások az ország fizetési mérlegében is megjelennek és a hazai deviza gyengülése nyomán a fizetett és kapott kamatok egyenlege jelentősen felborulhat, növelve az ország sérülékenységét. A nagy adósságállomány esetében nehezebb és drágább az adósság hosszú papírokkal történő refinanszírozása, aminek következtében rövidülhet az átlagos futamidő. A hátralévő futamidő csökkenése pedig tovább növeli a megújítási kockázatot.

## 7. Források

ÁLLAMADÓSSÁG KEZELŐ KÖZPONT (2014): Éves jelentés az államadósság kezeléséről, 2013

ÁLLAMADÓSSÁG KEZELŐ KÖZPONT (2015): Éves jelentés az államadósság kezeléséről, 2014

ÁLLAMADÓSSÁG KEZELŐ KÖZPONT (2015a): Történet, célok és tevékenység. [www.akk.hu](http://www.akk.hu), letöltés ideje 2016. április

ÁLLAMADÓSSÁG KEZELŐ KÖZPONT (2015b): Értékesítési eredmények. [www.akk.hu](http://www.akk.hu), letöltés ideje 2016. április

BAKSAY G. – BERKI T. – CSABA I. – HUDÁK E. – KISS T. – LAKOS G. – LOVAS ZS. – P. KISS G. (2013): Az államadósság alakulása 1998 és 2012 között Magyarországon: trendek, okok, hatások, MNB-szemle Különszám 2013. október

BLANCHARD, O., PEROTTI, R. (2002): An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output. *The Quarterly Journal of Economics*, 117 (4): 1329–1368.

BOVA, E. – DIPPELSMANN, R. – RIDEOUT, K. – SCHAECHTER, A. (2013): Another look at governments' balance sheets: the role of nonfinancial assets, IMF Working Paper 13/95.

CANER, M. – GRENNES, T. – KOEHLER-GEIB, F. (2010): Finding the Tipping Point – When Sovereign Debt Turns Bad. World Bank Policy Research Working Paper. No. 5391. 2010. július

CSÁKI, Gy. (2013): IMF-hitelek Magyarországnak, 1996–2008. *Pénzügyi Szemle*, 2013/1 (p. 94-108.)

DANMARKS NATIONALBANK (2015): About Government Debt Management. [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk), letöltés ideje 2016. április

DEBT AND LIQUIDITY MANAGEMENT AGENCY– SLOVAKIA(2015): About the Debt and Liquidity Management Agency. [www.ardal.sk](http://www.ardal.sk), letöltés ideje 2016. április

ENGEN, E. M. – HUBBARD, R. G. (2004): Federal government debt and interest rates, NBER Macroeconomics Annual 2004, Volume 19

ENSZ (2009): System of National Accounts, 2008

FERREIRA, C. (2009): Public Debt and Economic Growth: A Granger Causality Panel Data Approach. Instituto Superior de Economia e Gestão Working Paper. No. 24/2009

GREENSPAN, A. (1999): Currency reserves and debt, Remarks by Alan Greenspan Before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington D.C., 1999. április 29.

HERNDON, T.,ASH, M., POLLIN, R. (2013): Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff, Political Economic Research Institute, WP Series, 2013. április 15.

IMF (2015): Hungary: History of Lending Arrangements. [www.imf.org](http://www.imf.org), letöltés ideje: 2016. április

IRONS, J., BIVENS, J. (2010): Government Debt and Economic Growth, Overreaching Claims of Debt, „Threshold” Suffer from Theoretical and Empirical Flaws, Economic Policy Institute Breifing Paper, 2010. július 26.

KÉKESI, Zs. – KÓCZIÁN, B. (2014): Értékpapír vs. bankbetét – Miben takarít meg a lakosság? [www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu) Letöltés ideje: 2016. április

KINOSHITA, N. (2006): Government Debt and Long-Term Interest Rates. IMF Working Paper. No. 2006/63. March 2006

KUMAR, M. – WOO, J. (2010): Public Debt and Growth

LOVAS, Zs. (1997): Konvertált hitelek, Bank és tőzsde, 1997. július 18.

MAGYAR NEMZETI BANK (2015): Magyarország pénzügyi számlái

MAGYAR NEMZETI BANK (2009): IMF/EU pénzügyi segítségnyújtás. [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu), letöltés ideje 2016. április

MAGYAR NEMZETI BANK (2012a): Elemzés az államháztartásról – 15 éves kivetítés

MAGYAR NEMZETI BANK (2012b): Elemzés az államháztartásról: Kivetítés a költségvetési egyenleg és az államadósság alakulásáról (2012–2026), 2012. május

MAGYAR NEMZETI BANK (2013): Elemzés az államháztartásról: Kivetítés a költségvetési egyenleg és az államadósság alakulásáról (2013–2027), 2013. február

MAGYAR NEMZETI BANK (2015a): A Nemzetközi Valutaalap (IMF). [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu), letöltés ideje 2016. április

MAGYAR NEMZETI BANK (2015b): Fizetési mérleg jelentés, 2015. április. [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu), letöltés ideje 2016. április

MINISTRY OF FINANCE OF THE CZECH REPUBLIC (2015): Debt and Financial Assets Management. [www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz), letöltés ideje 2016. április

THE MINISTRY OF FINANCE OF THE REPUBLIC OF POLAND (2015): Basic information – Public debt. [www.finanse.mf.gov.pl](http://www.finanse.mf.gov.pl), letöltés ideje 2016. április

MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE (2015): Treasury and Public Debt. [www.mfinante.ro](http://www.mfinante.ro), letöltés ideje 2016. április

MINISTRY OF FINANCE, REPUBLIC OF SLOVENIA (2015): Central Government Debt. [www.mf.gov.si](http://www.mf.gov.si), letöltés ideje 2016. április

OECD (2012): Sovereign Borrowing Outlook, 2012. [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org), letöltés ideje 2016. április

OECD (2013): Sovereign Borrowing Outlook, 2013. [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org), letöltés ideje 2016. április

OECD (2014): Sovereign Borrowing Outlook, 2014. [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org),  
letöltés ideje 2016. április

OFFICE FOR BUDGET RESPONSIBILITY (2015): Fiscal sustainability report, 2011.  
június

PESCATORI, A., SANDRI, D., SIMON, J. (2014): Debt and Growth: Is There a Magic  
Threshold?, IMF Working Paper, 2014. február

REINHART, C. M., ROGOFF K. S. (2010): Growth in a Time of Debt, *The American  
Economic Review*, Vol. 100, No. 2, papers and proceedings of the One Hundred  
Twenty Second Annual Meeting of the American Economic Association (2010.  
május), 573–578.

REINHART, C. M. – ROGOFF, K. S. (2013): Response to Herndon, Ash and Pollin.  
2013. április 18. [http://scholar.harvard.edu/files/rogooff/files/response\\_to\\_herndon\\_ash\\_and\\_pollin.pdf](http://scholar.harvard.edu/files/rogooff/files/response_to_herndon_ash_and_pollin.pdf)

SZABÓ Zs. (2013): Az államadósság gazdasági növekedésre és gazdasági fej-  
lettségre gyakorolt hatása, *Pénzügyi Szemle*, LVIII. évfolyam, 2013/3. (255–  
273. o.)



**OKTATÁSI FÜZETEK**  
**ÁLLAMADÓSSÁG**

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium  
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

