

Baksay Gergely- Palotai Dániel- Szalai Ákos:

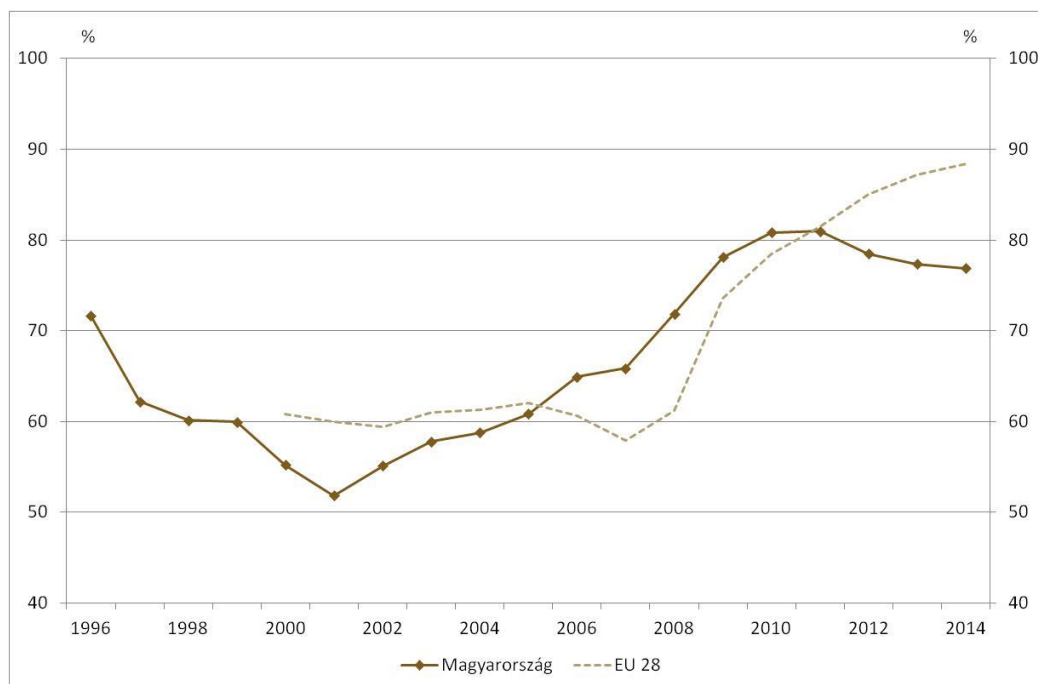
Az államadósság alakulása nemzetközi összehasonlításban és az alacsony infláció hatása

Az előzetes adatok szerint a GDP 76,9 százaléka volt Magyarországon a 2014. évi államadósság, ami mintegy 4 százalékponttal alacsonyabb, mint a három éve mért legmagasabb éves értéke. Távolabbra visszatekintve az látható, hogy az államadósság emelkedő trendje 2010-2011-ben megtört, és azóta fokozatos csökkenés következett be, ami a fegyelmezett költségvetésnek, az élénkülő gazdasági növekedésnek és a mérséklődő kockázati feláraknak köszönhető egyéb tényezők mellett. Az Európai Unióban ezzel ellentétesen alakult az átlagos államadósság az elmúlt másfél évtizedben: a válság előtt alig változott, majd gyors emelkedésnek indult, ami 2014-ben is folytatódott. Elemzésünkben az ellentétes folyamatok alapvető okait és tényezőit mutatjuk be.

1. AZ ÁLLAMADÓSSÁG ALAKULÁSA

A GDP-arányos államadósság mértéke Magyarországon 2014 végén 76,9 százalék volt a Magyar Nemzeti Bank és a KSH adatai szerint. Az adósságráta mértéke tehát 0,4 tized százalékponttal csökkent a 2013. év végi 77,3 százalékos szintjéhez képest, és 4 százalékponttal alacsonyabb, mint a legmagasabb év végi értéke. Hosszabb időszakot vizsgálva látható, hogy a GDP-arányos bruttó államadósság emelkedő trendje 2010–2011-ben megtört, és az adósságráta azóta trendszerűen csökken. Az Európai Unióban összességében épp ellenkezően alakult az adósság dinamikája. 2000-2008 között az adósságráta stagnált, 2009-től kezdve pedig folyamatosan nőtt az uniós adósság. Az alábbiakban az eltérő mozgások okait mutatjuk be, kiterjesztve valamennyi uniós tagországra, amelyre elérhetőek az adatok.¹

1. ábra: A GDP-arányos államadósság alakulása az Európai Unióban és Magyarországon



Forrás: Eurostat, MNB

¹ Elemzésünkben alapvetően az Európai Bizottság AMECO gazdasági adatbázisát használtuk. Az adatbázis 2014-re vonatkozóan még nem tényadatokat, hanem az Európai Bizottság friss, 2015 februári prognózisát tartalmazza. Magyarországra vonatkozóan ezt a KSH és az MNB által publikált GDP- és adósságadatokkal korrigáltuk.

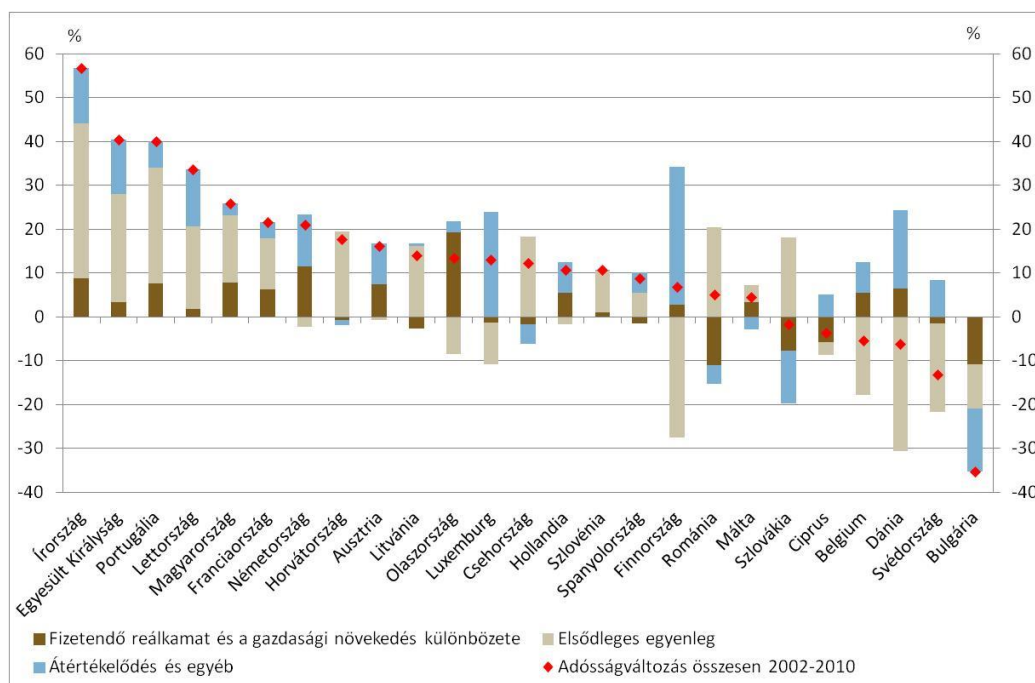
Az adósság változását három tényezőre bontjuk fel. Egyrészt az ún. dinamikus tagra (vagy „hólabda-hatásra), ami azt mutatja, hogy az adott évig felhalmozott adósság reálkamat-terhe hogyan viszonyul a gazdasági növekedéshez. Ha előbbi nagyobb, akkor a dinamikus tag összességében növeli, ha utóbbi, akkor csökkenti az adósságrátát. Másrészt a fiskális politika adósságra gyakorolt hatását tükröző elsődleges egyenlegre, azaz a kamatkidások nélkül számított költségvetési egyenlegre. Végül pedig az átértékelődési és egyéb hatásokra, ami a devizaadósság átértékelődését, az adósságvállalásokat, illetve a válság alatt a bankrendszer számára nyújtott pénzügyi mentőcsomagokat tartalmazza (valamint Görögország esetében az adósság részbeni elengedését és átstrukturálását).

1.1. Az adósság emelkedő időszaka: 2002–2010

A magyar államadósság a 2002–2010 közötti emelkedő időszakában az egyik legnagyobb növekedést mutatta az Európai Unióban (2. ábra). E nyolc év a tekintetben egységes volt, hogy a magyar államadósság mindvégig emelkedett, de valójában két markánsan elkülönített szakaszra bontható: a válság előtti időszakra és a pénzügyi válság éveire.

2002 és 2008 között a viszonylag magas gazdasági növekedés és alacsony hozamok tették lehetővé, hogy az Unió tagállamainak mintegy felében csökkenjen az adósságrátá, átlagosan pedig mindössze 2 százalékponttal növekedjen. Az EU-ban a gazdasági konjunktúra hatására 2006–2007-ben 3 százaléket meghaladó gazdasági növekedés volt megfigyelhető, az államháztartás hiánya pedig a GDP 1 százaléka körül alakult. Ugyanebben az időszakban Magyarországon a kedvező külső körülmények és a 2006-ig tartó dinamikus gazdasági növekedés ellenére nőtt az államadósság, mégpedig nagyobb mértékben, mint az Unió bármely más tagállamában. A GDP-arányos államadósság a 2001. évi 51,9 százalékról 2008-ra 71,9 százalékra emelkedett, elsősorban a költségvetés jelentős túlköltekezésére visszavezethetően: az államháztartás hiánya 2002 és 2008 között átlagosan a GDP közel 7 százaléka volt. A gazdasági növekedés ebben az időszakban még képes volt ellensúlyozni a felhalmozott adósság kamatterheiből származó adósságnövelő hatást.²

2. ábra: A GDP-arányos államadósság változása és főbb meghatározó tényezői 2002-2010 között



Forrás: AMECO, saját számítás

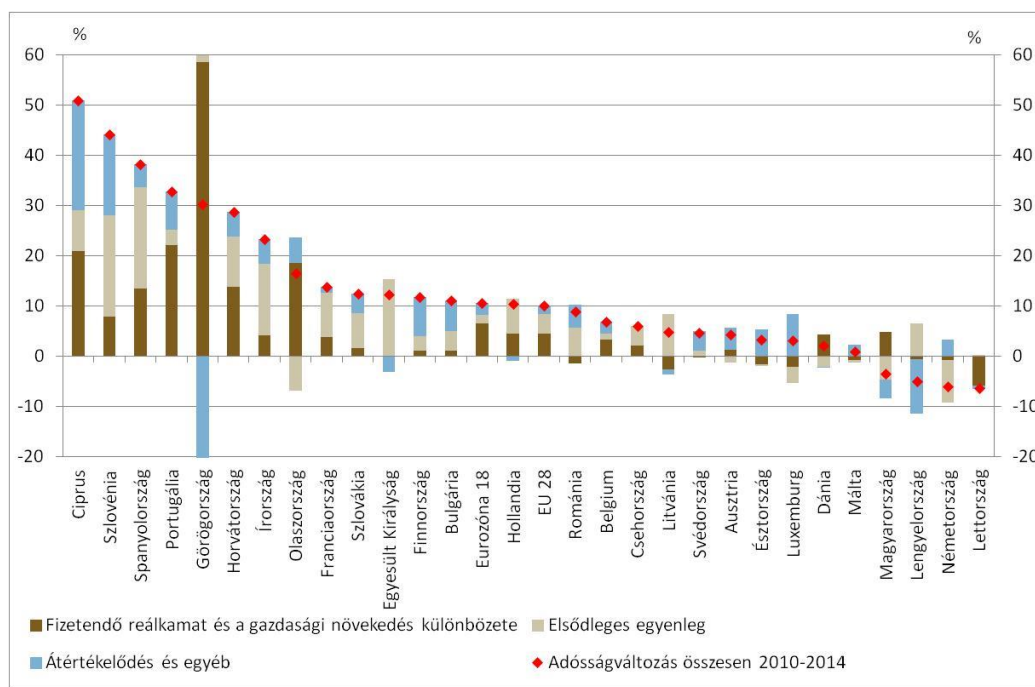
² A magyar államadósság 1998-2012 közötti alakulásának tényezőit részletesebben taglalja „Az államadósság alakulása 1998 és 2012 között Magyarországon: trendek, okok, hatások” című cikk az MNB Szemle 2013 októberi különszámában.

A pénzügyi válság időszakában Magyarországon tovább nőtt az adósságráta, és 2010-re meghaladta a GDP 80 százalékát, de egyes uniós tagországokban a válság alatt még magasabb növekedés volt megfigyelhető, mégpedig alapvetően három okból. Egyrészt a GDP visszaesése önmagában is a ráta emelkedését okozta az Unió egészében. Másrészt az uniós országok többsége költségvetési lazítással próbálta mérsékelni a válság makrogazdasági hatásait. Végül egyes tagországokban a pénzügyi szektor jelentős mentőcsomagokat kapott, amelyet a költségvetés terhére finanszírozott az állam. A 2002–2010 közötti időszak során Magyarországon e három tényező közül csak a gazdasági teljesítmény 2009. évi visszaesése hatott erőteljesen az adósságra. A pénzügyi válság időszaka ugyanis egybeesett a költségvetési konszolidációval, ami a korábbi magas hiányt 2008–2010 között a GDP 4,3 százalékára mérsékelte. Bár a hazai tulajdonú bankoknak nyújtott az állam mentőcsomagot, de hitel formájában, amelyet a pénzintézetek néhány éven belül visszatérítettek, tehát nem vezetett az adósság tartós emelkedéséhez.

1.2. Az adósság csökkenő időszaka: 2010–2014

Hazánk GDP-arányos bruttó államadósságának 2010-ig emelkedő trendjét 2011-ben sikerült megállítani, majd az adósságválság enyhülésével és a gazdasági növekedés kibontakozásával párhuzamosan fokozatosan csökkenő pályára állítani. Ezzel szemben az Európai Unió (EU-28) átlagos adósságrátája – az elhúzódó kilábalás és a hazánknál magasabb elsődleges deficit miatt – jelentős növekedést mutatott 2010 és 2014 között. Ebben az időszakban Magyarország mellett csak Lettországnak, Lengyelországnak és Németországnak sikerült csökkentenie a GDP-arányos államadósságát (3. ábra).

3. ábra A GDP-arányos államadósság változása és főbb meghatározó tényezői 2010-2014 között



Forrás: AMECO

Hazánk GDP-arányos adóssága 2010 óta körülbelül 4 százalékponttal csökkent, míg az Unióé 10 százalékponttal emelkedett. Magyarországon a reálnövekedést meghaladó reálhozamok okozta adósságnövekedés (ún. „hólabdahatás”) az EU-átlaghoz hasonló mértékű volt a vizsgált időszakban, így az adósságpályák eltérése elsősorban az elsődleges költségvetési egyenlegek alakulásaiból fakad. Míg az EU-28 esetében a hazánknál szignifikánsan nagyobb elsődleges deficit az adósságráta növekedéséhez mintegy 4 százalékponttal járult hozzá, addig hazánk esetében közel 5 százalékponttal csökkentette azt, ugyanis Magyarország azon kevés országok közé tartozik, ahol a vizsgált időszakban az elsődleges egyenleg tartós szufficitet mutatott. Az uniós hólabdahatás nagysága többek között az eurózóna periferia hosszabb-rövidebb ideig megugró hozamaival és gyenge gazdasági teljesítményével magyarázható. Magyarország

az egyetlen olyan ország, ahol az elsődleges többlet adósságcsökkenítő hatása ellensúlyozni tudta a negatív hólabdahatását.

A gazdasági növekedés és a hozamok egyaránt kedvező irányban változtak a vizsgált négy évben Magyarországon. 2014-ben 3,6 százalékkal bővült a gazdaság, ami Írország közel 5 százalékos GDP-bővülése mögött a második az Unióban az előzetes adatok és becslések szerint. A költségvetési egyensúly helyreállításának pozitív eredményei hazánk kockázati megítélésében is tetten érhetőek. A kockázati felár és az állampapír hozamok is szignifikáns csökkenést mutattak az elmúlt években, ami a Magyar Nemzeti Bankot is segítette a hazai monetáris kondíciók lazításában. Az alapkamat mintegy 5 százalékpontos csökkentése nem csupán a reálgazdaságra hatott ösztönzően, hanem a hozamgörbe süllyedésével csökkenő kamatkidadásokon keresztül a költségvetési egyenlegre is pozitív hatást gyakorolt. A tartósan alacsonyabb szinten várható hozamok hazánk negatív hólabdahatását a jövőben tovább csökkenthetik.

A fentiekén túli egyéb hatások is markánsan befolyásolták a magyar államadósságot 2010 óta. A növekvő adósság megfordításában jelentős szerepet játszott a 2011-ben végrehajtott nyugdíjreform, amely később Lengyelországban is megtörtént. Az állami nyugdíjrendszerbe való visszalépések egyszeri hatásként mintegy 5 százalékponttal csökkentették az adósságrátát, később pedig az ismét a költségvetésbe áramló járulékbévételek 1 százalékponttal javították évente az államháztartás egyenlegét. Növelte ugyanakkor a magyar adósságrátát 2010 óta a devizaadósság átértékelődése és az állami tulajdon bővítése egyes szektorokban.

Összességében a költségvetési fegyelem, az állami nyugdíjrendszer kiterjesztése, az élénkülő gazdasági növekedés és az állampapír-piaci hozamok csökkenése tették lehetővé, hogy előbb megálljon, majd csökkenjen a korábban emelkedő trendet mutató magyar államadósság-ráta.

2. AZ ALACSONY INFLÁCIÓ ÉS AZ ÁLLAMADÓSSÁG KAPCSOLATA

A fenti elemzés eltekintett az infláció hatásától, és az adósság változását az inflációtól megszürt releváns változók: a reálkamat, a reálnövekedés és a reálárfolyam alakulásával magyarázta. Ez csak bizonyos megszorító feltevésekkel és hosszú távon tekinthető plauzibilisnek, rövid távon azonban a reálváltozók alakulása nem tükrözi teljes mértékben az adósságra ható tényleges makrofolyamatokat.

Módszertani szempontból indokolt lehet rövid távon figyelembe venni az inflációt, és így a reálnövekedés helyett a GDP nominális növekedését, a reálkamatok helyett a nominális kamatok alakulását, a reálárfolyam helyett pedig a nominális árfolyam változását elemezni két fő okból kifolyólag. Egyrészt az infláció és a GDP deflátor számottevően eltérhet egymástól, tehát a nominális kamatok és a nominális növekedést nem feltétlenül ugyanazzal az értékkel szükséges korrigálni. Másrészt a reálkamatot definíciószerűen a nominális kamatok és az infláció különbségeként határozzuk meg, de valójában a hozamok nem követik közvetlenül az infláció alakulását, hanem lassabban reagálnak, így csökkenő infláció mellett emelkedik a reálkamat-komponens.

Magyarország és a fejlett világ túlnyomó része alacsony infláció mellett törekszik az államadósság csökkentésére vagy korlátok között tartására ezekben az években, holott az alacsony árindex megnehezíti a cél elérését, a defláció pedig egyenesen növeli a tartozások reálértékét.³ A túlzottan alacsony inflációnak és a deflációnak - amennyiben hosszútávon fennmarad - kedvezőtlen hatásai lehetnek a gazdaságra, amit erősíthet a magas eladósodottság. A fogyasztási, beruházási, növekedési és egyéb hatásoktól eltekintve itt az a két csatorna emelendő ki, amelyeken keresztül a túlságosan alacsony infláció vagy az árak csökkenése akadályozza a GDP-arányos adósság mérséklését.

- Egyrészt amennyiben az államadósság után fizetendő nominális kamatok nem követik az infláció csökkenését, akkor a reálkamatok emelkednek. Tovább növeli a fizetendő reálkamat-terhet az, hogy az államadósság

³ Az eladósodottság, a defláció és a recesszió kapcsolatát tárgyalta Irving Fisher adósság-defláció (debt-deflation) elmélete már 1933-ban. Fisher, Irving, "The Debt Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, 1(4):337-57, October 1933. Letölthető: <https://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>

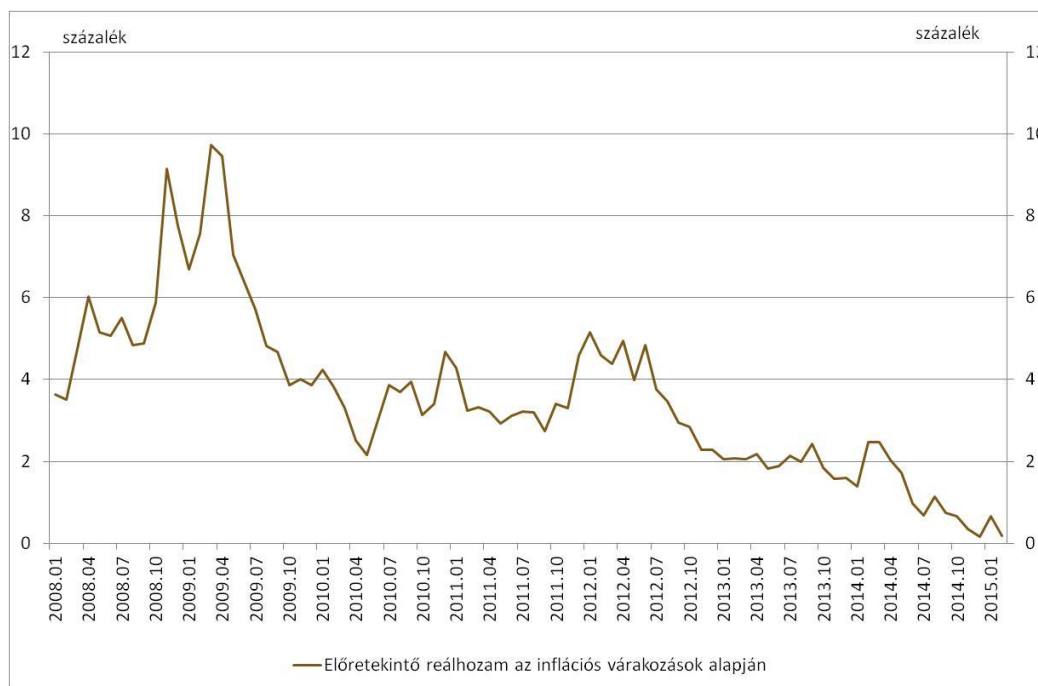
után fizetendő tényleges kamat pedig még az aktuális hozamok változásaira is csak jelentős késéssel reagál. Az adósság nagy része ugyanis fix kamatozású, így a lejáratig változatlan kamatot fizet, függetlenül az aktuális hozamok csökkenésétől.

- Másrészt ha az inflációval együtt a GDP-deflátor is csökken, akkor a nominális GDP növekedése kisebb lesz, ami visszafogja az adósság/GDP hányados csökkenését.

Kedvező, hogy Magyarországon a fenti két tényező közül 2015-ben egyik sem fejt ki túlságosan negatív hatást az adósságrátára.

- A nominális állampapír-piaci kamatok az elmúlt években lényegében az inflációhoz hasonló mértékben csökkentek, így nem alakultak ki magas reálhozamok, sőt az előzetekintő reálhozamok érdemben csökkentek az elmúlt két évben (4. ábra). Ebben jelentős szerepe van az ország kockázati megítélésében történt javulásnak, és az így lehetségessé vált és végrehajtott kamatcsökkentési ciklusnak.⁴
- A nominális GDP 2014-ben és várhatóan 2015-ben is dinamikusan nő, mert a GDP-deflátor az alacsony infláció ellenére 3 százalékos szinten marad. A KSH adatai szerint 2014-ben a fogyasztói árak 0,2 százalékos csökkenése mellett a GDP-deflátor 3,1 százalékos volt és 2015-ben is hasonló eltérés várható. A különbség abból fakad, hogy egyedi kínálati sokkok (rezsicsökkentés, olajár-csökkenés) okozzák az infláció alacsony szintjét, amelyek a deflátorra csekély mértékben vagy ellenkező előjellel hatnak.⁵

4. ábra: 3 éves állampapír-piaci reálhozam előzetekintő inflációval (inflációs várakozásból számolva Consensus Economics előrejelzéséből)



Összességében Magyarországon az alacsony infláció nem akadályozta az államadósság-ráta elmúlt években megfigyelt csökkentését, mert a nominális hozamok alapvetően követték az infláció mérséklődését, másrészt a nominális GDP növekedési üteme nem lassult.

„Szerkesztett formában megjelent a *Portfolio.hu* oldalon 2015. március 13-án.”

⁴ A kamatcsökkentési ciklus, az állampapír-piaci hozamok és a kamatkidávások kapcsolatáról részletesen ír a következő elemzés: [Ádám János, Kicsák Gergely, Várpalotai Viktor: A 2012-2014-ben végrehajtott főbb jegybanki programok költségvetési hatásai.](#)

⁵ Az inflációs és a GDP-deflátor közötti eltérés okairól a [2014. decemberi Inflációs jelentés](#) 17. oldalán található 1-2. keretes írás ad tájékoztatást.