

Baksay Gergely–Berki Tamás–Csaba Iván– Hudák Emese–Kiss Tamás–Lakos Gergely– Lovas Zsolt–P. Kiss Gábor: Az államadósság alakulása 1998 és 2012 között Magyarországon: trendek, okok, hatások*, 1

Az elmúlt évtizedben a magyar gazdaság egyik legfontosabb problémájává vált a növekvő államadósság, ami jelentősen szűkítette a költségvetési politika mozgásterét, illetve egyes időszakokban annak fenntarthatóságát is megkérdőjelezte. A GDP-arányos bruttó államadósság az évtized első felében elsősorban a magas költségvetési hiány következtében emelkedett, majd a gazdaság stagnálása, illetve recessziója, valamint az árfolyam gyengülése akadályozta meg, hogy a szigorúbb költségvetési politika mellett érdemben csökkenjen az adósságráta. Az évtized végére kialakult 80 százalékos körüli GDP-arányos államadósság az ország gazdasági fejlettségéhez és régiós versenytársaihoz képest is igen magas. A szigorú fiskális politika és a magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakításából eredő egyedi hatás következtében 2010 óta már az államadósság-ráta enyhe csökkenése figyelhető meg, amit mérsékel a devizaadósság átértékelődése a forint árfolyamgyengülése következtében.

A következőkben bemutatjuk, hogy milyen tényezők járultak hozzá a 2000-es évek végére historikusan magas államadósság-ráta kialakulásához, és milyen szakaszokra bontható az idevezető 1998–2012 közötti időszak. Külön foglalkozunk a magas államadósság következményeivel, majd nemzetközi összehasonlításban vizsgáljuk az eladósodottság mértékét, és bemutatjuk, miben különbözött az államadósság válság alatti alakulása Magyarországon és más EU-tagországokban.

AZ ADÓSSÁG VÁLTOZÁSÁNAK LEGFONTOSABB TÉNYEZŐI 1998 ÉS 2012 KÖZÖTT

A bruttó államadósság a múltbeli fiskális politika örökségének tekinthető állami pénzügyi kötelezettségek megragadására használt elsődleges közgazdasági mutató. A bruttó adósságrátára közvetve vagy közvetlenül a költségvetési politika minden döntése, és ezenfelül egy ország gazdasági életének számos mozzanata hatással van, de az adósságráta változásának okai mégis jórészt megragadhatóak négy – a hatásokat sűrítve magukban foglaló – makrogazdasági mutató változásával. A GDP-arányos adósságráta felbontható e négy makrogazdasági mutató, továbbá az egyéb tényezők hatására:

- a költségvetés kamatkiadások nélkül számított elsődleges egyenlege,

- a fennálló adósság reálkamatterhei,
- a reálárfolyam és
- a gazdasági növekedés, valamint
- egyéb tényezők, ugyanis egyes esetekben az államnak a költségvetés egyenlegétől függetlenül is változhatnak a pénzügyi követelések és tartozásai.

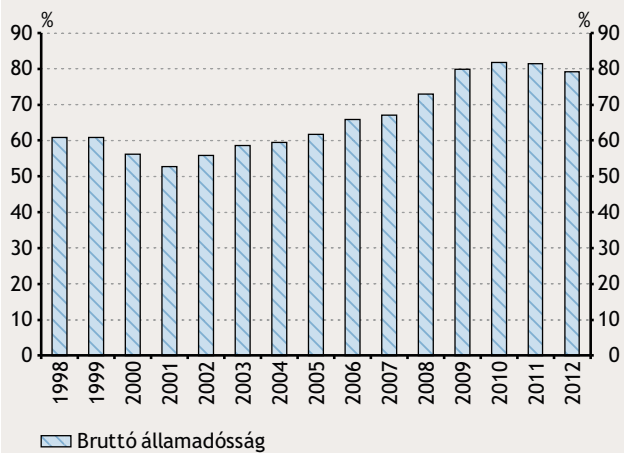
Adott reálkamat, reálárfolyam és reálnövekedés ismeretében meghatározható, hogy kiegyensúlyozott elsődleges egyenleg mellett, pusztán a korábban említett makrogazdasági tényezők hatására, miként változna az adósságráta. Az eredményt a fennálló adósság nagysága is befolyásolja, ugyanis egységnyi hatás nagyobb adósságrátát nagyobb mértékben csökkent vagy növel. Növekvő pálya esetén ezt a szakirodalom hólabdahatásnak (snowball-effect) nevezi.

Az adósságra fizetett reálkamat és reálárfolyam együttesen az adósság reálfinszírozási költségének nevezhető, és

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

¹ Elemzésünk időhorizontját a cikk alapjául szolgáló pályázati kiírás határozta meg. Az államadósság alakulásával kapcsolatos korábbi folyamatokat Czeti–Hoffmann (2006) ismerteti a rendszerváltástól kezdődően.

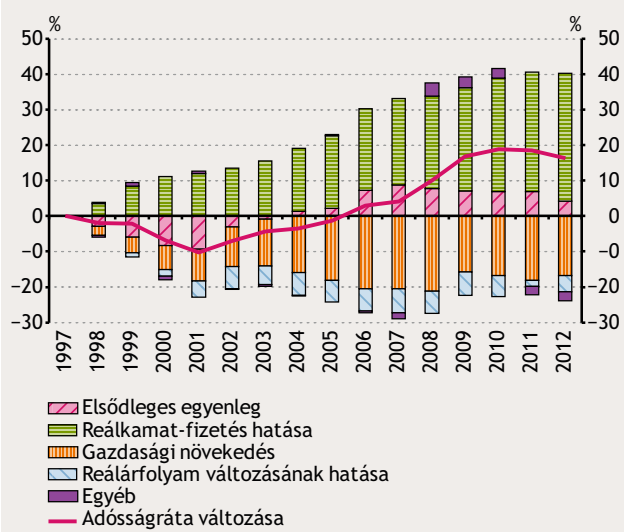
1. ábra
A GDP-arányos bruttó államadósság alakulása



jellemzően – a pozitív reálkamat miatt – növeli az adósságot. Ezt a hatást részben vagy teljesen ellensúlyozhatja a gazdasági növekedés, amennyiben az pozitív: magas növekedés mellett lehet képes egy ország „kinőni” az adósságot. A finanszírozási költség és a gazdasági növekedés együttese határozza meg azt az elsődleges egyenleget (adósságstabilizáló elsődleges egyenleg), tehát a fiskális politikai változót, ami legalább szükséges az adósságráta csökkentéséhez.

Az államadósságra ható tényezők dekompozíciójával meghatározható, hogy azok egyenként milyen mértékben járultak hozzá az adósságráta 1997 és 2012 között bekövetkezett

2. ábra
A GDP-arányos államadósság kumulált változása 1997 óta és a változás okai



mintegy 16 százalékpontos növekedéséhez (1. ábra). Előbb azt vizsgáljuk meg, hogy a 15 év alatt összességében mekkora volt az egyes tényezők hatása (2. ábra), majd azt, hogy az adósság évről évre történő változásában milyen periódusok különböztethetők meg e tényezők alapján (3. ábra).

A 2. ábra alapján látható, hogy az adósság növekedését az 1997-tel kezdődő 15 év alatt elsődlegesen a fennálló adósságállományra fizetett reálkamat-kiadások okozták, ami jelzi, hogy a fennálló adósság hólabdaszerűen növekszik, ha más tényezők nem fejtenek ki ellentétes hatást. Az adósságráta mérséklődését a szigorú fiskális politika és a dinamikus gazdasági növekedés eredményezhetné, de Magyarországon a vizsgált időszak nagy részében ehhez nem voltak megfelelőek a körülmények.

A költségvetési politika a 2000-es évek nagy részében, elsősorban 2002 és 2006 között olyan nagy hiányt engedett meg, hogy az államháztartás – kamatkidadások nélkül számított – elsődleges egyenlege a vizsgált 15 évben összességében nem mérsékelte, hanem növelte az adósságot (az elsődleges egyenleg az időszak egészében átlagosan negatív volt).

A dinamikus gazdasági növekedés 2006-ig képes volt mérsékelni a kamatkidadások és – 2002-től kezdődően – az elsődleges költségvetési hiány által okozott hatásokat, de később a reál-GDP stagnálása következtében ez a hatás megszűnt, sőt 2009-ben a recesszió mintegy 5 százalékponttal növelte az adósságrátát. Meg kell említeni, hogy a gazdasági növekedés alakulása a 2000-es években jelentős részben épp a fiskális politika ciklusaitól függött Magyarországon. Összességében a fiskális impulzus számottevően hozzájárult a gazdaság dinamikus bővüléséhez 2002–2006 között, majd ezután az ellenkező irányú impulzus mérsékelte a növekedés dinamikáját.²

A fentieknél kisebb hatású volt a reálárfolyam trendszerű felértékelődése, ami a hazai és a fejlett országok közötti tartós inflációs különbség következménye. A nominális árfolyam viszonylag stabil volt, 2008-at követően kezdett gyengülni, és csak 2011-ben és 2012-ben befolyásolta számottevő mértékben az adósságot.

Mindezek mellett több egyedi tényező is befolyásolta a vizsgált időszakban a bruttó nominális adósság alakulását, amelyek közül az utóbbi években a legjelentősebb az IMF és az EU hitelkeretéből felvett hitelek összege 2008-ban, illetve a magánnyugdíjpénztáraktól az államhoz került állampapírok kivezetése 2011–2012-ben.

² Hornok et al. (2008).

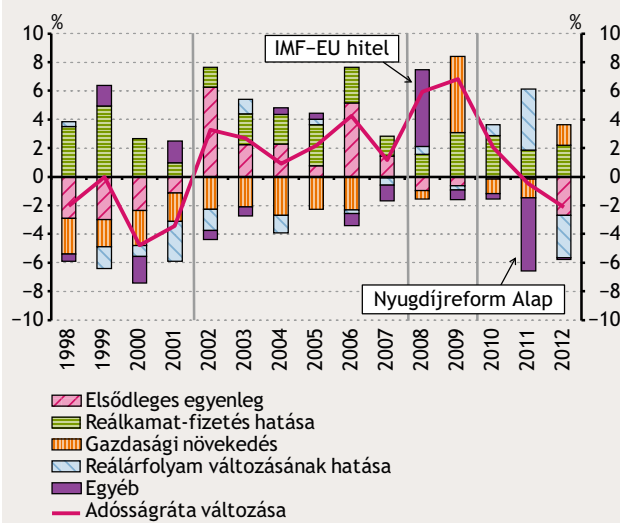
• 2008-ban a magyar állam az IMF-től és az Európai Bizottságtól az aktuális finanszírozási igényénél nagyobb összegű hitelt vett fel. A többletet az adósságkezelő a jegybanknál devizabetétben helyezte el, illetve ideiglenesen továbbhitelezte a magyar tulajdonú kereskedelmi bankoknak. A hitel koncentrált lehívása 2008-ban a bruttó adósságot a GDP 5,5 százalékával növelte (az itt nem vizsgált nettó adósságmutató csak kisebb mértékben emelkedett a betétben elhelyezett és továbbhitelezett összeg következtében). Később azonban ez a többletadósság mérséklődött, mert az adósságkezelő új adósságok kibocsátása helyett a devizabetét egy részét használta fel, ami 2009–2010-ben tompította a költségvetési hiány adósságnövelő hatását. A fennmaradó hitelből 1,4 milliárd eurót a MOL-részvények tőzsdei megvásárlására fordított az állam, a többi része pedig az MNB-nél volt elhelyezve devizabetétként.

• 2011–2012-ben a magán-nyugdíjpénztári tagok döntő része átlépett az állami nyugdíjrendszerbe, és ezzel párhuzamosan a magánnyugdíjpénztárak átadták a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap részére az átlépő tagokhoz tartozó, a GDP közel 10 százalékára rúgó értékpapír-portfóliót. A portfólió felhasználása jelentős, a GDP közel 8 százalékát kitevő mértékben járult hozzá az adósságráta mérséklődéséhez. Az adósságcsökkentő hatás alapvetően három csatornán keresztül érvényesült (1. táblázat). Ezenfelül a GDP mintegy 2 százalékának megfelelő értékű értékpapír és betét áll még az alap rendelkezésére, ami az elkövetkező időszakban szintén a bruttó adósság csökkentésére fordítható.

AZ ÁLLAMADÓSSÁG MÚLTBÉLI ALAKULÁSÁNAK FŐBB PERIÓDUSAI

Az adósság évről évre történő változását vizsgálva az látható, hogy az adósságráta nem egyenletes pályát követett, hanem csökkenő és emelkedő periódusok váltották egymást. Az alábbiakban a fenti módszertant folytatva az államadósság 1998–2012 közötti alakulását a főbb trendek

3. ábra
A GDP-arányos bruttó államadósság éves változása és a változás okai



alapján négy szakaszra bontjuk, és az adósságra ható legfontosabb makrogazdasági tényezők alapján megvizsgáljuk, hogy az egyes időszakokban mik voltak az adósságráta változásának főbb mozgatórugói.

1. **A fiskális szigor évei: 1998–2001.** A kilencvenes évek közepén fennálló igen magas adósságszintet követően folyamatos csökkenés következett be 2001-ig, ami a gyorsuló gazdasági növekedés és a szigorúbbá váló – elsődleges egyenleget javító – fiskális politika következménye volt. Mindezek következtében 2001-re a bruttó államadósság a GDP 52,7 százalékára csökkent az 1997. évi 63 százalékos szintjéről.

2. **Magas költségvetési hiány évei: 2002–2007.** 2001 után az adósságráta emelkedni kezdett, amiben 2002 és 2006 között az elsődleges költségvetési egyenleg számottevő romlásának volt a legnagyobb szerepe, de hatással volt rá a viszonylag magas reálkamatter is. Ezzel szemben az átlagosan 4 százalékos gazdasági növekedés (ami

1. táblázat

A magánnyugdíjpénztáraktól átvett portfólió hatása az államadósságra

(a 2012. évi GDP százalékában)

1. Összes átvett vagyon (2+3)	9,8
2. 2012 végén fennálló értékpapír- és betétállomány (becsült)	2,0
3. Adósságcsökkentésre felhasznált összeg (4+5+6)	7,7
4. Közvetlen állampapír-bevonás	4,9
5. Adósságtörlesztés és -visszavásárlás	1,2
6. Költségvetési bevételként elszámolt összeg 2011-ben	1,6

Megjegyzés: Számításainkban egyfelől abból a feltevésből indultunk ki, hogy a nyugdíjpénztári vagyon átvétele a költségvetéssel kapcsolatos egyéb döntéseket, kiadási folyamatokat nem befolyásolta. Másfelől a megnövekedett járulékbévételek hatását nem vettük figyelembe.

viszont részben épp a fiskális impulzus eredménye volt) és kisebb mértékben a reálárfolyam felértékelődése mérsékelte az adósság növekedését. 2006-ban megkezdődött ugyan az államháztartás konszolidációja, de 2007-et mégis ehhez az időszakhoz lehet sorolni, mert negatív volt az elsődleges egyenleg, és 2008-ban a válság kitörése jelentett markánsabb választóvonalat. 2007 végén 67,1 százalék volt az államadósság GDP-arányos értéke.

3. A válság első éve: 2008–2009. Már a válság kirobbanása előtt egyértelművé vált, hogy a magas elsődleges hiány rövid távon sem tartható fenn, így több lépésben jelentős költségvetési kiigazításokra került sor. A kiigazítás hatására a költségvetés már 2008-ban elsődleges többletet mutatott. Ezzel párhuzamosan viszont a gazdasági növekedést stagnálás, majd a nemzetközi pénzügyi válság következményeként visszaesés váltotta fel. 2008-ban a nemzetközi szervezetektől felvett, de akkor még nagyobb részben fel nem használt hitel növelte meg az adósságrátát, 2009-ben pedig a gazdasági visszaesés. Két év alatt 12,7 százalékponttal emelkedett az adósságrata, amiből 10,7 százalékot e két tényező okozott.

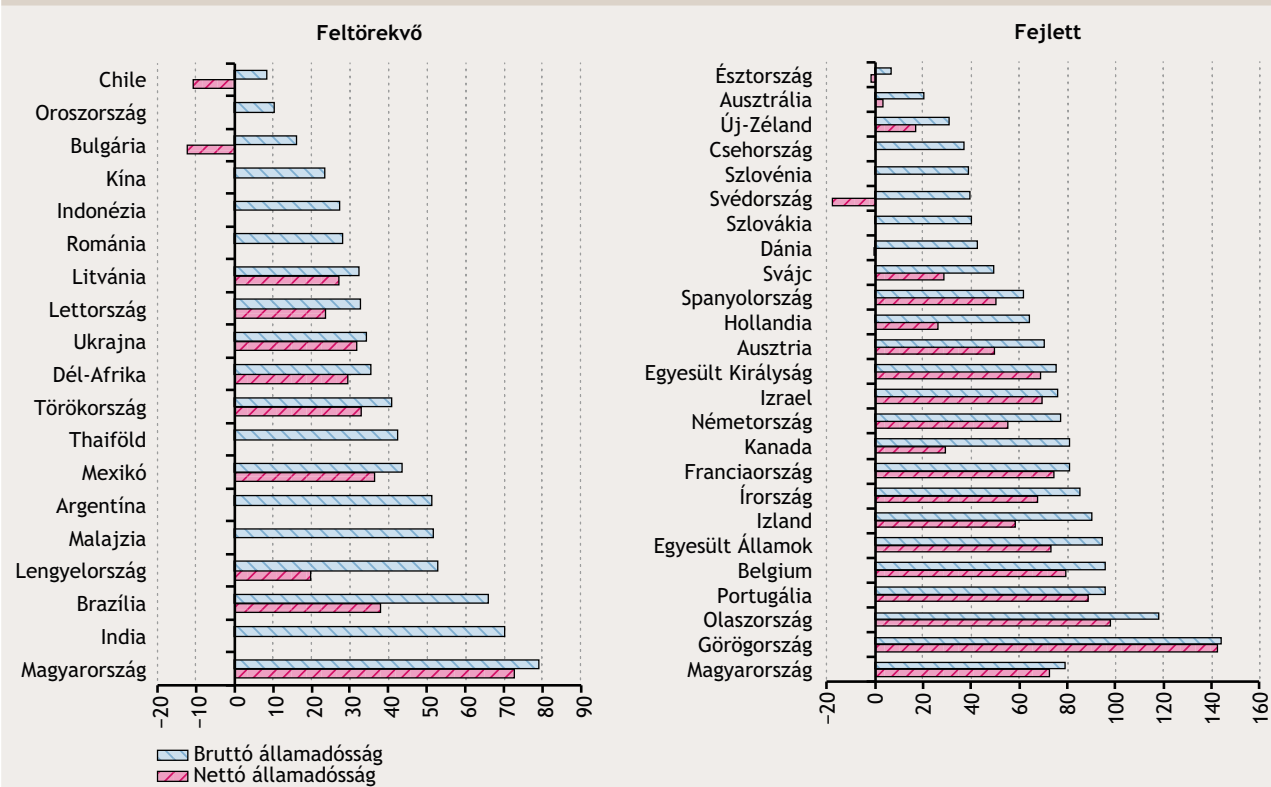
4. Stabilizálódó adósság: 2010–2012. Az elmúlt három évben a GDP-arányos államadósság 80 százalék körüli szinten stabilizálódott, illetve 2011–2012-ben már csökkent. A csökkenést elsősorban a magánnyugdíjpénztáraktól az állami költségvetéshez került portfólióban lévő állampapírok bevonása és további eszközök értékesítése okozta, ami közel 8 százalékponttal járult hozzá az adósságcsökkenéshez. Ebben az időszakban a forint árfolyamának a korábbiaknál nagyobb változásai jelentős mértékű kilengéseket okoztak az adósságrátában: 2011-ben a forint év végi gyengülése növelte a devizaadósság forintban mért értékét, de 2012-ben az árfolyam erősödése megfordította ezt a hatást.

A MAGYAR ÁLLAMADÓSSÁG NEMZETKÖZI ÖSSZEVETÉSBE

Magyarország GDP-arányos bruttó és nettó államadóssága nemzetközi összehasonlításban kiemelkedően magas. Miközben a költségvetési kiigazítási sorozat hatására az elmúlt években a gazdasági ciklus hatásától szűrt költségvetési hiánymutatók nemzetközi összehasonlításban kedvezően alakultak, a 2008–2012-es évek átlagában jellemző 79 százalékos bruttó és 73 százalék körüli nettó adósságrata a

4. ábra
Bruttó és nettó államadósság a GDP százalékában

(2008–2012 átlaga, százalék)



Forrás: IMF (2013).

feltörekvő országok hasonló adataival összehasonlítva számottevően magasabb (4. ábra).³

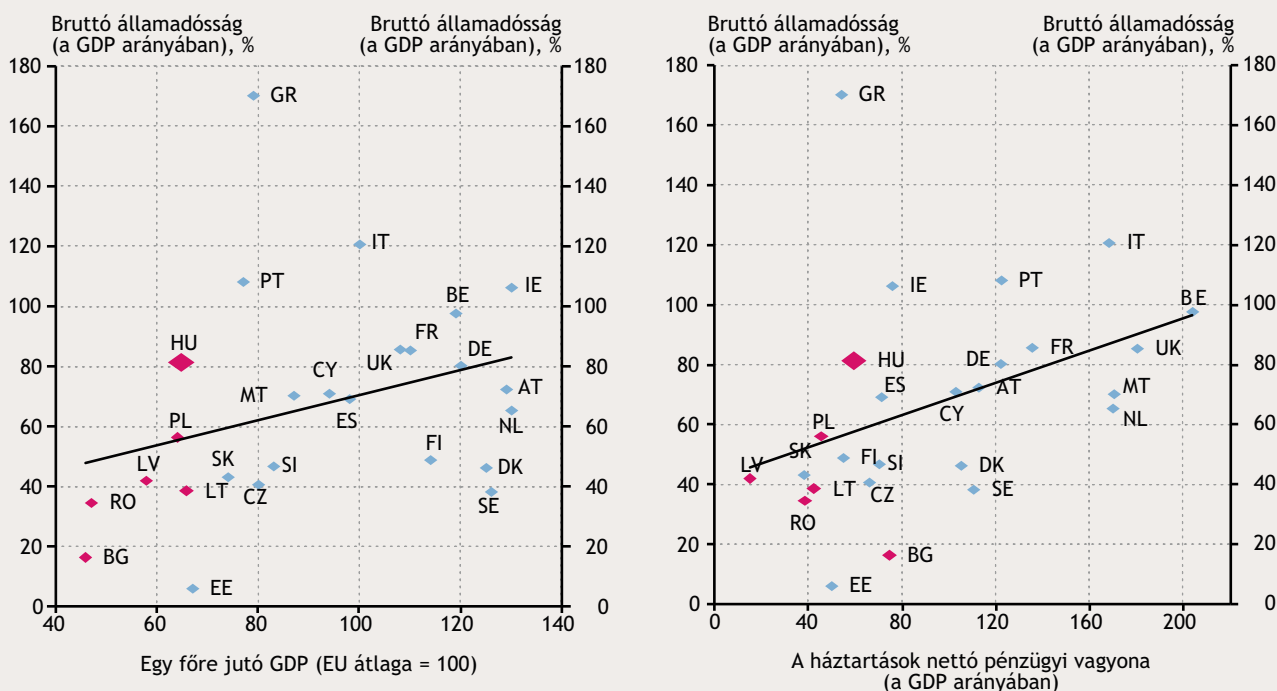
A fejlett országokhoz viszonyítva a magyar állam bruttó és nettó eladósodottsága nem jelent kiugró értéket, ugyanakkor ezen országok nagyobb része a magas adósságszint ellenére lényegesen alacsonyabb finanszírozási költséggel szembesül. Ennek következtében a feltörekvő országok költségvetési hiányaiban megjelenő nettó kamatkiadás sokszor a magasabb adósságszint ellenére is elmarad a fejlett országokban jellemző szinttől. Az alacsonyabb finanszírozási költségekben fontos szerepet játszhat az, hogy a magasabb fejlettségi szinttel összefüggésben a befektetők relatíve kisebb fenntarthatósági kockázatot tulajdonítanak adott mértékű adósságnak. A magasabb jövedelemtermelő képesség ugyanis biztonságosabb fedezetét jelenti a későbbi adósságtörlesztésnek.⁴

A jövedelemtermelő képességet a vásárlóerő-paritáson mért egy főre jutó GDP-vel számolva azt mondhatjuk, hogy Magyarország fejlettségéhez képest az állam eladósodottsága kiugróan magas (5. ábra). A magyar fejlettségi szintre jellemző adósságráta a 2011-es adatok alapján 50–60 százalékra tehető.

Az államadósság az ország fejlettségi szintje mellett a magyar háztartások nettó pénzügyi vagyonához viszonyítva is magas (5. ábra). Ez azért fontos mutató, mert számos fejlett ország – így Belgium, Japán és Olaszország – esetében a magas GDP-arányos államadósságot döntően a belföldi megtakarítások finanszírozzák. Magyarországon a tartósan laza fiskális politika időszakában a háztartási megtakarítások messze nem fedezték a költségvetési hiányt, részben azért, mert erre az időszakra esett a háztartások eladósodása is. Így az államadósság növekedését a külső

5. ábra
Bruttó államadósság a fejlettség és a háztartások pénzügyi vagyona viszonylatában

(2011, százalék)



Megjegyzés: A piros színű pontok a feltörekvő, a kékek a fejlett országokat jelölik. A feltörekvő és fejlett besorolást az IMF (2012) csoportosítása szerint alakítottuk ki.
Forrás: Eurostat.

³ Az államháztartás likvid pénzügyi eszközeivel csökkentett nettó adósságrátát vizsgálva az eltérés még szembetűnőbb. Ugyanis számos feltörekvő országban a felhalmozott finanszírozási tartalékok mellett – a devizatartalék forrásául szolgáló állami devizabetétek, a nyugdíjrendszer tartalékai vagy az olaj-, illetve egyéb nyersanyag-bevételekből felhalmozott pénzügyi eszközök következtében – a bruttó adóssággal szemben jelentős mennyiségű likvid eszköz áll.

⁴ Az államadósság optimális szintjére, illetve a fejlett és feltörekvő országok eltérő adósságköltségeire vonatkozó szakirodalom legfontosabb megállapításait az MNB (2011) 3.2. számú keretes írása foglalja össze.

finanszírozási igény növekedése és a külső adósság és tartozás mutatóinak emelkedése kísérte. A jelentős külső és belső eladósodottság a finanszírozási kockázatok és ezáltal a hazai befektetésektől elvárt prémium tartós emelkedését okozta.

A MAGAS ÁLLAMADÓSSÁG KÖVETKEZMÉNYEI

Az államadósság magas szintje számos csatornán keresztül érinti egy ország gazdaságát, de nehéz számszerű megállapításokat tenni a hatásairól. Az adósság szintje mellett annak szerkezete és az ország gazdasági kilátásai is meghatározóak az adósságráta hatásainak megítélésében. Az európai szuverén adósságválság ugyanakkor láthatóan felértékelte az államadósság szerepét az országok kockázatoságának megítélésében, és a korábinál erősebb korlátokat állított a fiskális politika számára. Ennek nyomán megelénkült ugyan az államadósság hatásaival foglalkozó kutatás, de továbbra sincsen konszenzus arról, hogy az adósság milyen szintje optimális, és vitatott az a határ is, amelyen felül megfoghatóvá válnak az adósságráta negatív hatásai.

Historikus vizsgálatok alapján Reinhart-Rogoff (2010) azt találta, hogy a fejlett országok esetében a GDP 90 százaléka körüli a határ, ahol az adósság számottevő negatív hatást fejt ki a növekedésre. Bár a módszertant és az eredményeket többen erősen támadták (például Irons-Bivens, 2010), de az eurozóna tagországaira hasonló mértékűre tette ezt a határt Checherita-Rother (2010), megjegyezve, hogy 70–80 százalék körüli szinten már jelentkezhetnek negatív hatások.

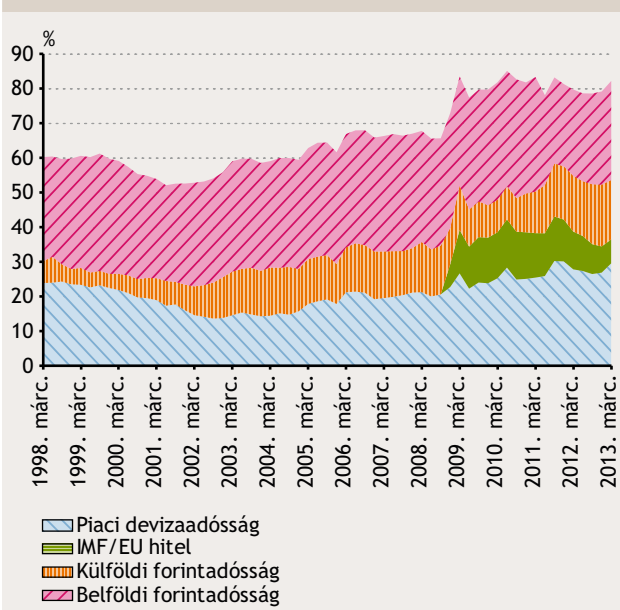
A magas adósság költségvetésre gyakorolt negatív hatása egyértelmű: az adósságra fizetett kamatok a költségvetést terhelik, és az ország fizetési mérlegét is rontják abban a mértékben, amennyiben fizetésük a külföld felé történik. A magas kamatkidás számottevően korlátozza a költségvetési politika mozgásterét, és mérsékli a gazdasági növekedés szempontjából hasznosabb kiadásokra (pl. beruházás, oktatás, egészségügy) fordítható összeget.

A magas adósság ráadásul növeli is az ország kockázatoságát a befektetők szemében, ami egyaránt emeli az állammal és a magánszektorral szemben elvárt hozamokat. A magas hozamok következtében csökken a magánszektor beruházási tevékenysége, ami rontja a gazdaság növekedési kilátásait. Nemcsak a hozamokon keresztül érvényesül a kiszorítási hatás: az adósság emelkedését kiváltó magas költségvetési hiány a nemzetgazdasági megtakarítások magasabb arányát emésztí fel, ami szintén a privát beruházások csökkenését vagy a külső adósság növekedését okozza.

6. ábra

Az államadósság tulajdonosi megoszlása

(a GDP százalékában)



A magyar államadósság növekedését jelentős részben külföldi megtakarítások finanszírozták. Az államadósságon belül a hazai szereplők felé fennálló adósság mindvégig a GDP 30 százaléka körül ingadozott, míg a külföldi adósság a GDP 30 százalékaról 50 százalékra emelkedett, ami a nettó külső adósság emelkedésében is megmutatkozik. A külföldi tulajdonosok felé fennálló államadósság aránya az EU/IMF hitelek felvételekor ugrott meg, 2011-től pedig a forint-állampapírok iránti külföldi kereslet emelkedett.

A válság fokozta a magas adósság negatív hatásait. A kockázatkörülő piaci környezetben a reálhozamok megugrottak, de súlyosabb finanszírozási problémák is felléptek az állampapírpiacra. A magyar adósságkezelő 2008 végén és 2009 elején nem volt képes hosszú futamidejű magyar állampapírt értékesíteni. Jelentős részben a fennálló magas adósság és kedvezőtlen költségvetési helyzet okozta, hogy Magyarország a nemzetközi szervezetekhez fordult 2008-ban stand-by hitelkeretért.

Ennek nyomán nemcsak az adósság szintje nőtt meg, hanem annak deviza-összetétele is jelentősen változott. A korábban 30 százalék körüli devizarészarány 40 százalék fölé ugrott fel. Ez növelte egyrészt az adósság refinanszírozási kockázatait, másrészt az adósság jövőbeli alakulása körüli bizonytalanságot, mert a forint leértékelődése lökészerűen növelhette a GDP-arányos adósságot – amint az be is következett.

Nagymértékben korlátozta a magyar fiskális politika lehetőségeit, hogy a válság kitörésekor mind a régióban, mind

pedig fejlettségéhez képest igen magas volt Magyarországon az államadósság. Az adósság fenntarthatóságával kapcsolatos kételyek, a befektetők növekvő kockázaterzékenysége és fiskális politikára irányuló figyelme következtében Magyarország prociklikus, hiánycsökkentő gazdaságpolitikát volt kénytelen követni. Bár ez pozitív hatással lehetett az ország hosszú távú növekedési kilátásaira, illetve az adósság fenntarthatósága miatt szükségszerű is volt, de rövid távon nem segített csökkenteni a gazdasági visszaesést. Eközben a kedvezőbb költségvetési helyzetben lévő országok lazító fiskális politikával próbálták ellensúlyozni a válság hatásait.

ÁLLAMADÓSSÁG-DINAMIKÁK A VÁLSÁG IDŐSZAKÁBAN – NEMZETKÖZI ÖSSZEHAJONLÍTÁS

Az elmúlt évek gazdasági válsága előtérbe hozta egyes országok eladósodottságának problémáját. A válság miatt szinte elkerülhetetlen növekedési problémákat sok esetben pénzügyi stabilitási feszültségek súlyosbították. A fejlettségükhez képest magas államadóssággal bíró országok finanszírozási költsége, annak prémiumsokkokkal szembeni érzékenysége megemelkedett. Egyes, a fejlettségükhez képest konszolidált adósságszinttel bíró országokban a bankrendszerrel kapcsolatos kiadások miatt emelkedett az adósságszint. Így a növekvő alkalmazkodási kényszer ellenére számos országban az adósságráta markáns emelkedését figyelhettük meg.

Az alábbiakban az adósságdinamikát meghatározó alapvető változók (az államháztartás elsődleges egyenlege, a gazdasági növekedés és a finanszírozási költség) mentén vizsgáljuk az EU-tagországok adósságrátáinak 2008 óta bekövetkezett változását (7. ábra). A magyar adósságdinamikát az unió három országcsoportjával – a centrummal, az euroövezet perifériaországaival, valamint az újonnan csatlakozott országokkal – hasonlítjuk össze.⁵

Magyarországot fejlettségéhez mérten magas adósságszinttel és növekedési problémákkal érte el a válság. A hozamok emelkedése, a források elapadása, azaz a szigorú finanszírozási korlátok – a gyors EU/IMF hitelmegállapodás ellenére – azonnali alkalmazkodási kényszert jelentettek. Így szemben az EU centrumországainak és az újonnan csatlakozott tagállamok többségével, a költségvetési politikának nem volt lehetősége arra, hogy a válság reálgazdasági hatásait anticiklikus gazdaságpolitikával tompítsa. A folyamatosan alacsony elsődleges hiány ellenére az adósságráta növekvő

pályát írt le, ami mögött az EU-átlagnál nagyobb gazdasági visszaesés, az adósság növekvő finanszírozási költsége és a forint árfolyamának gyengülése által okozott devizaadósság-felértékelődés állt. Mindezzel együtt Magyarországon az adósságráta emelkedése európai összehasonlításban visszafogott maradt, igaz, ebben szerepet játszott a magánnyugdíjpénztári portfólió felhasználásának adósságcsökkentő hatása.

Magyarország esetében a gazdasági visszaesésnek a kumulált adósságrátát növelő hatása az eurozóna perifériaországaiban tapasztalható volt mérhető. Az adósságon keletkező kumulált finanszírozási teher ugyanakkor – bár meghaladta az EU-centrumban tapasztaltat – elmaradt az eurozóna perifériáján jellemzőtől. Ez az időszak kezdetén jelentős részben az EU/IMF hitelmegállapodás által biztosított alacsonyabb forrásköltségnek, valamint az eurozóna perifériaországainál kisebb adósságon keletkező és mérsékelt kamattehernek volt köszönhető.

FELHASZNÁLT IRODALOM

CHECHERITA, CRISTINA–PHILIPP ROTHER (2010): The impact of high and growing government debt on economic growth: An empirical investigation for the euro area. *ECB Working Paper Series*, No. 1237.

CZETI TAMÁS–HOFFMANN MIHÁLY (2006): A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk. *MNB-tanulmányok*, 50.

EUROPEAN COMMISSION (2012a): Fiscal Sustainability Report 2012. *European Economy*, 2012/8.

EUROPEAN COMMISSION (2012b): *General Government Data, General Government Revenue, Expenditure, Balances and Gross Debt, Part 1: Tables by country*, Autumn.

EUROPEAN COMMISSION (2012c): The 2012 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010–2060). *European Economy*, 2012/2.

HORNOK CECÍLIA–JAKAB M. ZOLTÁN–P. KISS GÁBOR (2008): Tükör által homályosan: fiskális expanzió és makrogazdasági folyamatok, 2001–2006. *MNB-szemle*, április.

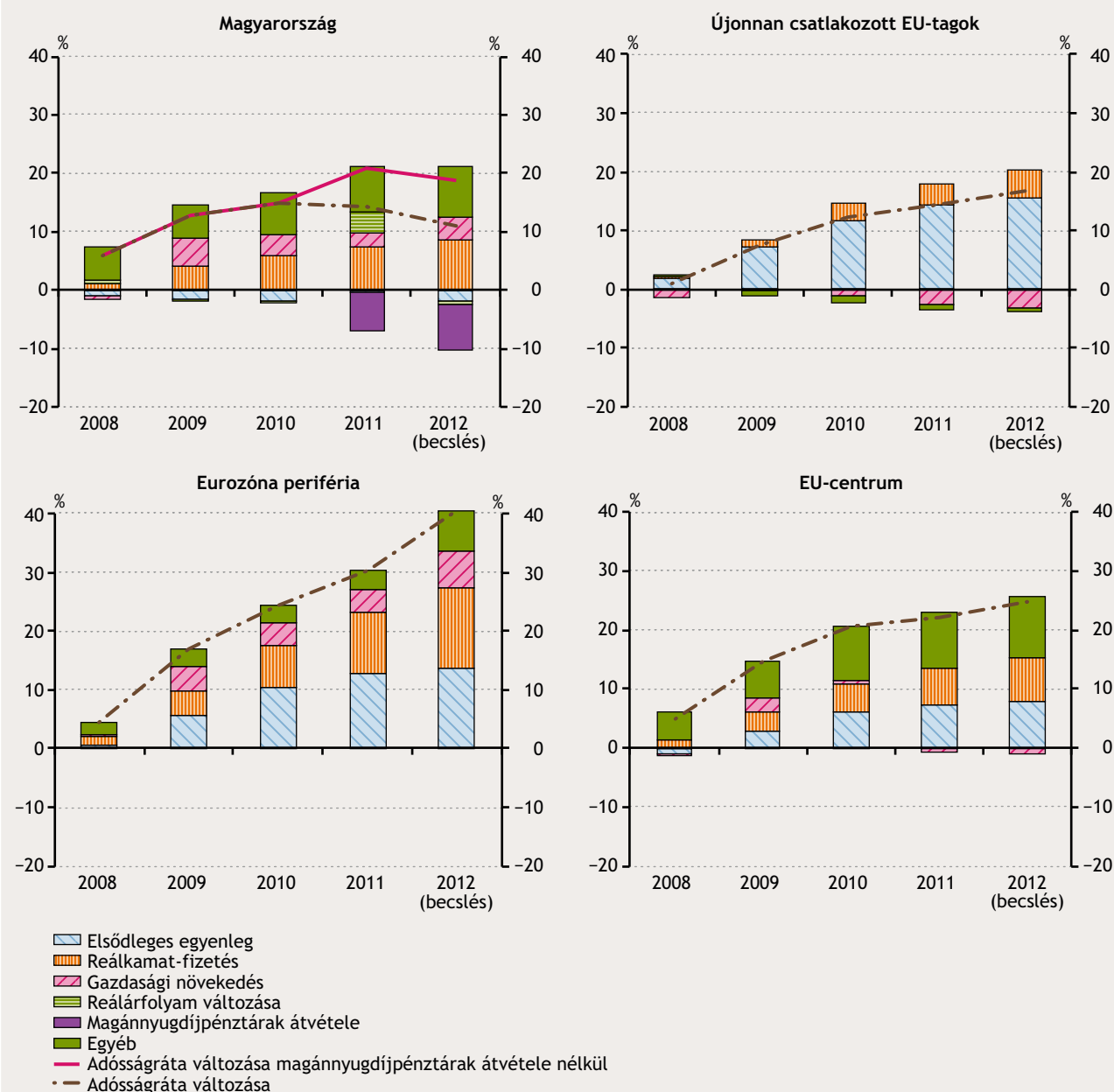
INTERNATIONAL MONETARY FUND (2012): Fiscal Monitor. Taking Stock: A Progress Report on Fiscal Adjustment. *World Economic and Financial Surveys*, October.

⁵ A kialakított országcsoportok tagjainak adósságdinamikája viszonylag homogén, kivéve az újonnan csatlakozott EU-tagokat, amelyek között az adósságráta növekedésében és annak okaiban is jelentős heterogenitás tapasztalható.

7. ábra

A bruttó államadósság-ráta kumulatív változásának dekompozíciója az EU különböző országaira, 2008–2012

(%)



Megjegyzés: (1) Az újonnan csatlakozott országok közé a 2004 óta EU-taggá vált 12 országot soroltuk be (Horvátország nélkül), az eurozóna periféria-tagok alatt Görögországot, Írországot, Olaszországot, Portugáliát és Spanyolországot értjük, a többi országot neveztük el EU-centrumba tartozóknak. (2) Magyarország esetén az MNB adatait használtuk, ami – szemben a többi ország eredményszámléletű elsődleges egyenlegével – pénzforgalmi számléletű. A magyar adatot azért nem akartuk igazítani a csak eredményszámléletben megtalálható európai adatokhoz, mert az adósságváltozás szempontjából a pénzforgalmi egyenleg a meghatározó. (3) Az Európai Bizottság tagállami szinten háromelemű (elsődleges egyenleghatás, dinamikus komponens és egyéb) dekompozíciót közöl. Ezeket az Eurostat adataival kiegészítve országcsoport szinten négyelemű dekompozíciót készítettünk. Az ún. dinamikus komponensből izoláltuk a gazdaság reálnövekedésének hatását, a maradék ugyanakkor nem pontosan a reálkamat-fizetés hatása, annak csak közelítése. A rendelkezésre álló adatokból az államadósság implicit reálkamatára helyett csak az alábbi kifejezést tudtuk azonosítani:

$$\frac{i-\pi}{1+\pi}$$

ahol i a nominális implicit kamat, π pedig a GDP-deflátor. Ez pontos közelítése az implicit reálkamatnak, ha (i) azon devizákra vonatkozó reálárfolyamok nem változnak jelentősen, amelyek devizáiban az államadósság denominálva van, és ha (ii) nincs nagy különbség az egyes országokon belül az infláció és a GDP-deflátor értékei között. Ez a becslésből eredő torzítás még az általunk képzett legheterogénebb országcsoport esetében is alacsony. Forrás: European Commission (2012a), Eurostat, MNB-számítás.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2013): Fiscal Monitor. Fiscal Adjustment in an Uncertain World. *World Economic and Financial Surveys*, April.

IRONS, JOSH–JOHN BIVENS (2010): Government Debt and Economic Growth. Overreaching Claims of Debt “Threshold” Suffer from Theoretical and Empirical Flaws. *EPI Briefing Paper*, No. 271. Economic Policy Institute.

MAGYAR NEMZETI BANK (2011): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról. Magyarország és az euroövezet: kihívások és lehetőségek.*

P. KISS GÁBOR–KARÁDI PÉTER–KREKÓ JUDIT (2005): Az euro bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika. *MNB Háttér tanulmányok*, 2005/1.

REINHART, CARMEN M.–KENNETH S. ROGOFF (2010): Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, vol. 100 (2), pp. 573–78.