



MAGYAR NEMZETI BANK

MNB-tanulmányok

50.

2006

CZETI TAMÁS–HOFFMANN MIHÁLY

A magyar államadósság dinamikája:
elemzés és szimulációk

Czeti Tamás–Hoffmann Mihály

**A magyar államadósság dinamikája:
elemzés és szimulációk**

2006. január



Az „MNB-tanulmányok” sorozatban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák,
és nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

MNB-tanulmányok 50.

A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk*

Írta: Czeti Tamás–Hoffmann Mihály

(Magyar Nemzeti Bank, Pénzügyi elemzések)

E-mail: czetit@mnb.hu és hoffmannm@mnb.hu

Budapest, 2006. január

Kiadja a Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Missura Gábor

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1585-5678 (on-line)

* A tanulmány korábbi változataihoz fűzött észrevételeiért és tanácsaikért köszönetet mondunk Oblath Gábornak, az anyag diszkutánsának, illetve Antal Juditnak, Barabás Gyulának, Kopits Györgynek, Koroknai Péternek, Neményi Juditnak, Sándor Györgynek és mindazoknak, akik részt vettek a tanulmány MNB-n belül zajlott vitáján. Az esetlegesen fennmaradó tévedésekért a szerzőké a felelősség.

Tartalom

Összefoglaló	5
Bevezetés	7
Az államadósság fogalma	8
1. Elemzési keret	11
1.1. Államadósság és hiány	11
1.2. A modell	13
1.3. A jegybanki finanszírozás – a jegybank és az államháztartás kapcsolata	15
2. A magyar államadósság alakulása 1995–2005	24
2.1. A jegybank és a költségvetési elszámolások konszolidációja	24
2.2. Az adósságdinamikára ható tényezők alakulása	27
2.3. Az adósságráta alakulása	37
3. Az adósságráta várható jövőbeli alakulása	43
3.1. Az adósságráta stabilizálásához szükséges elsődleges egyenleg	44
Irodalom	57
Mellékletek	58
1. Az államháztartási hiány különböző mutatói	58
2. Az MNB-mérleg és a költségvetés adósságkonszolidációjának levezetése	59
3. A szélesebb értelemben vett államháztartás hiányának és adósságának múltbeli alakulása	60
4. Hogyan gyűrűzik át a forinthozamok emelkedése a kamatkiadásokba?	62
5. Az infláció hatása az adósságdinamikára	63

Összefoglaló

Az államadósság a magyar gazdaság egyik legfontosabb mutatója. Alakulása egyrészt jól jelzi a költségvetési folyamatok fenntarthatóságát, másrészt – mint az egyik maastrichti kritérium – kulcsfontosságú az euro magyarországi bevezetése szempontjából is. Az állam GDP-arányos adóssága a '90-es évek elejének csúcspontja után előbb gyorsabban, majd 2001-ig egyre lassuló ütemben mérséklődött. 2002-től azonban ismét növekedésnek indult, így jelenleg sem szintjében, sem dinamikájában nem felel meg a Stabilitási és növekedési paktum előírásának. Tanulmányunk egy kifejezetten a magyar intézményi környezetre (többféle devizában fennálló adósság, a jegybank konverziós tevékenysége) kialakított elemzési keret segítségével vizsgálja az adósság múltbeli alakulására ható tényezőket, illetve készít a jövőre vonatkozó szimulációkat. Legfőbb megállapításunk, hogy a kilencvenes évek közepén az adósságspirál megállításában a fiskális kiigazítás mellett kulcsszerepe volt a privatizációnak és az infláció megugrásából származó állami jövedelemnek az úgynevezett seigniorage-nak. Jelenleg ez utóbbi két eszköz már csak korlátozottan, illetve nem áll rendelkezésre, ezért az adósság növekedését csak a hiány számottevő csökkentésével lehet megállítani. A szimulációk azt mutatják, hogy az előbb vagy utóbb mindenképpen átvállalandó kvázifiskális adósságok magas szintje miatt rövid távon kicsi az esély arra, hogy az adósságot a GDP 60 százaléka alá lehessen csökkenteni. Ezért Magyarország egy költségvetési kiigazítást követően is valószínűleg csak az adósság csökkenő trendjével lesz képes teljesíteni a maastrichti adósságkritériumot.

JEL: E62, H63.

Kulcsszavak: államadósság, költségvetési hiány, fiskális fenntarthatóság, seigniorage.

Bevezetés

A gazdaság helyzetét csak több mutatószám együttes elemzésével lehetséges megítélni. Ezen mutatószámok közül az egyik legfontosabb indikátor az államadósság, mivel alakulásában számos fontos gazdasági folyamat – gazdasági növekedés, kamatszint, költségvetési hiány – egyszerre tükröződik. Az államadósság alakulásának azért is tulajdonítanak kiemelt szerepet, mert jelzi, hogy az aktuális gazdasági folyamatok hosszú távon fenntarthatóak-e vagy sem. Ha az államadósságnak a gazdaság teljesítményéhez (a GDP-hez) viszonyított aránya trendszerűen emelkedik, akkor ez az esetek többségében azt jelzi, hogy a folyamatok nem fenntarthatóak, eladósodási pályán halad a gazdaság, a gazdaság növekedését részben a túlzott mértékű hitelfelvétel finanszírozza. Ezzel szemben a stabil vagy csökkenő államadósság/GDP arány általában a folyamatok fenntarthatóságát jelzi, ahol a költségvetési hiány nagysága összhangban van a gazdaság teljesítőképességével és a reálkamatszinttel.

A GDP-arányos bruttó államadósság hangsúlyos szerepet kap az euroövezethez való csatlakozás folyamatában is. Az adósságra vonatkozó maastrichti konvergenciakritérium szerint a bruttó államadósság nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, vagy ha erre rövid időn belül nincs lehetőség, akkor az adósságráta csökkentését és a küszöbértékhez való közelítést követeli meg. Elemzésünkben ezért külön hangsúlyt helyezünk a maastrichti kritériummal konzisztens adósságráta, illetve dinamika elérésére.

Az elmúlt tíz évben Magyarország GDP-arányos bruttó államadóssága nagy változáson ment keresztül. A kilencvenes évek második felének dinamikus adósságcsökkenése 2001-ben megtorpant, majd 2005 végére a GDP-arányos adósságállomány újra meghaladta a 60 százalékos küszöbértéket (1. táblázat). Előrejelzéseink szerint 2006 végéig nem várható a kedvezőtlen folyamat megfordulása. Tanulmányunk célja annak feltérképezése, hogy milyen tényezők befolyásolták az elmúlt években az adósságráta változását, és ezen tényezők hogyan befolyásolják a GDP-arányos államadósság alakulását az elkövetkező években.

1. táblázat

A GDP-arányos államadósság alakulása

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Maastrichti kritériummal konzisztens államadósság a GDP arányában	87,1	73,6	63,9	61,6	60,9	55,0	53,0	56,6	58,9	60,3	61,5

Forrás: MNB, 2005: előzetes adatok alapján a szerzők számítása.

A tanulmány felépítése a következő. Az elemzés három fő részből áll: egy elméleti keretből, az államadósság múltbeli alakulásának empirikus vizsgálatából és a jövőre vonatkozó szimulációkból.

Az *első részben* egyrészt definiáljuk az államadósság fogalmát, illetve bemutatjuk az alapvető összefüggéseket. Ezt követően levezetjük a GDP-arányos államadósságot befolyásoló tényezők közötti összefüggést. Az MNB az elmúlt évtizedben speciális szerepet töltött be az államadósság kezelésében, ami megnehezíti az államháztartási statisztikák közvetlen adósság-dinamikai felhasználását. A hazai szakirodalomban ennek a problémának a kezelésére az úgynevezett konszolidált államháztartás adósságát használták. Ez a koncepció azonban megítélésünk szerint több szempontból is nehezen értelmezhető, ezért az első rész utolsó szakaszában bevezetjük a transzformált államháztartás fogalmát, amelynek segítségével egy új módszerrel azonosítjuk be a folyamatosan változó intézményi környezet mögött végbemenő fundamentális folyamatokat.

A *második részben* áttekintjük a GDP-arányos adósságállomány változására ható legfontosabb tényezők alakulását 1995-től 2005 végéig, illetve megpróbálunk az adósságráta alakulása szempontjából viszonylag homogén szakaszokat beazonosítani.

A *harmadik részben* megvizsgáljuk az adósságráta jövőbeli alakulását befolyásoló tényezőket, majd kísérletet teszünk az egyes tényezők várható hatásainak számszerűsítésére. A fennálló kockázatok figyelembevételével három lehetséges

forgatókönyv mentén vizsgáljuk az adósság alakulását, végül meghatározzuk, hogy a jelenlegi gazdasági feltételek mellett mekkora hiánycsökkentésre lenne szükség az elsődleges egyenleg szintjén ahhoz, hogy megálljon az adósságráta növekedése.

AZ ÁLLAMADÓSSÁG FOGALMA

Az államadósság egyszerre szól a múlttól és a jövőről. Az államadósság egyfelől megfelel a múltban felhalmozott államháztartási hiány kumulált összegének. Másfelől viszont úgy is lehet definiálni, mint az állam jövőben rögzített kötelezettségeinek a jelenértékét.

Amennyiben az államháztartás kiadásai egy adott évben meghaladják a bevételeit, akkor az így keletkezett hiány finanszírozására az állam adósságpapírokat bocsát ki vagy hitelt vesz fel. A hiány finanszírozására kibocsátott adósságelemeknek az évek során felhalmozódott állománya az államadósság. Az államnak meglévő adóssága után kamatfizetési kötelezettsége áll fenn. Egy eladósodott országban az állam kamatfizetések nélkül számított úgynevezett elsődleges egyenlege hiába kerül egyensúlyba, a kamatfizetések miatt hiány alakul ki. Az adósságállomány és az adósságszolgálat (kamatfizetés) növekedésének pozitív visszacsatoláson keresztül megvalósuló, egymást erősítő folyamata a költségvetés részéről az elsődleges egyenleg szintjén többlet elérését teszi szükségessé annak érdekében, hogy az adósságállomány növekedése megálljon. Ez a megállapítás természetesen a nominális értékekre vonatkozik, azonban jól érzékelteti az eladósodási folyamat természetét.

Az adósság azonban felfogható úgy is, mint az állam jövőbeli kötelezettségeinek a jelenértéke. Ez a megközelítés azért fontos, mert megmutatja, hogy a gazdaságpolitikának a jövőben mekkora mozgásteret lesz. Sokszor vannak az államnak olyan kötelezettségvállalásai, amelyek nem jelennek meg a hivatalos hiányszámokban, ugyanakkor a jövőben biztosan megjelenő kötelezettséget jelentenek.

A makroökonómiai modellek általában egy jól definiált, egyértelmű fogalomnak tekintik az állam adósságát. A gyakorlatban azonban az adósságnak többféle köre létezik, ezért az empirikus elemzésekben a fogalom összetettsége miatt többféle mutatót is használnak.

Magyarország esetében az állam adósságának több szintjét lehet megkülönböztetni (1. ábra).

1. A legszűkebb kört az *állami költségvetés* (központi költségvetés, társadalombiztosítási és elkülönített alapok), illetve az önkormányzatok adóssága képezi. A bruttó államadósságon belül a döntő rész a központi költségvetés adósságához kötődik.¹ Az önkormányzatok adóssága az elmúlt néhány évben vált érzékelhetővé, de szerepe még így is marginálisnak tekinthető a teljes adósságon belül. A társadalombiztosítási alapok nem jelennek meg önállóan az adósságpiacon, a hiányuk finanszírozásához szükséges forrásokat a központi költségvetés biztosítja, kivéve az 1993 és 1995 közötti időszakot, amikor a tb-alapok önálló adóssággal is rendelkeztek.
2. Közgazdasági és statisztikai szempontból² az államadósság részét képezheti *bizonyos állami tulajdonú kvázifiskális tevékenységet folytató vállalatok adóssága* is. Magyarország esetében ebbe a körbe tartozik többek között az ÁPV Rt., a Nemzeti Autópálya Rt., a Magyar Televízió és Magyar Rádió. Ezen vállalatok kiemelését az indokolja, hogy ennek a tágabb körnek az adóssága is beletartozik a maastrichti kritériumban használt adósságkategóriába.
3. A *kvázifiskális tevékenységet végző, tartósan veszteséges állami tulajdonú vállalatoknak* van egy másik köre is, amit az európai statisztikai előírások már nem tekintenek az államháztartás részének, ugyanakkor közgazdasági szempontból sok tényező az államhoz való sorolásukat indokolja. Ezek között a két legjelentősebb a MÁV és a BKV. Ezek adósságát a költségvetés időről időre átvállalja, működésük állami irányítás mellett zajlik.
4. Az adósságstatisztikában szintén nem jelennek meg a magánszektor bevonásával, úgynevezett PPP-konstrukció keretében megvalósuló, államilag irányított és állami célokat szolgáló beruházások sem. A Magyarországon PPP-ben

¹ A központi költségvetés adóssága a teljes adósságon belül jelenleg közel 98 százalék, és ez az arány az elmúlt 15 évben sosem volt ennél alacsonyabb.

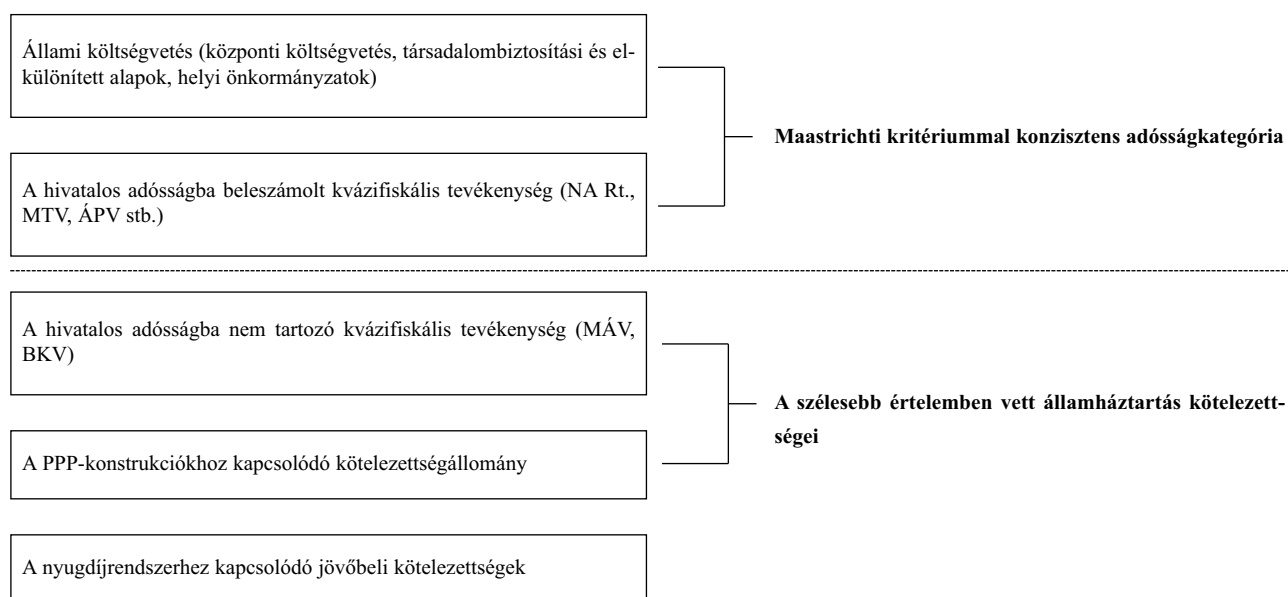
² Az Európai Unió statisztikai hivatala, az Eurostat szigorúan szabályozza az államadósság számításakor figyelembe veendő adósságtételek körét. Szükség esetén egyedi elbírálást is alkalmazhatnak az egyes esetek értékelésénél.

megvalósuló beruházások túlnyomó többsége piaci bevételekből nem képes kitermelni a kezdeti beruházás finanszírozását, ezért az államnak a jövőben valamilyen előre rögzített fizetési kötelezettsége van (pl.: rendelkezésre állási díj). Ez az összeg tehát a jövőbeli költségvetésben ugyanolyan determinált kiadási tétel, mint az adósság után fizetendő kamat, éppúgy csökkenti a fiskális politika mozgásterét. Jelenleg a legjelentősebb kvázifiskális tevékenység az Állami Autópálya Kezelő Zrt. (ÁAK Zrt.) keretében folyik.

5. Az állam implicit jövőbeli kötelezettségének a legnehezebben számszerűsíthető részét az állami nyugdíjrendszer jelenti. A felosztó-kirovó nyugdíjrendszerben az állam garanciát vállal arra, hogy a járulékot fizető polgárainak a jövőben nyugdíjat fog fizetni. Az állam ilyen jellegű nettó kiadásainak a jelenértéke szintén az állam széles értelemben vett kötelezettségének tekinthető.

1. ábra

Az állam kötelezettségeinek szintjei



Tanulmányunkban alapvetően a maastrichti kritériumban megfogalmazott adósságkategóriából indulunk ki. Ez egy adott pillanatban az első és második szint adósságából áll.

A harmadik kategóriába tartozó adósságelemek különleges kapcsolatban állnak az első két kör adósságával, hiszen egy ideig az államháztartási körön kívül halmozódnak, majd – az eddigi tapasztalatok alapján – a költségvetés általában egy összegben vállalja át. Ez azt indokolja, hogy ennek a körnek az adósságát külön is vizsgáljuk.

A PPP-konstrukciók megítélése sok bizonytalanságot hordoz. Ez egyrészt arra vezethető vissza, hogy az egyes PPP-konstrukciók statisztikai megítélése a meglévő szabályok alapján egyedi mérlegelést igényel. A PPP-konstrukciók egy jelentős része valószínűleg soha nem fog bekerülni a hivatalos adósságszámokba, ugyanakkor befolyásolják azok dinamikáját, ezért tanulmányunk végén megvizsgáljuk a szélesebb értelemben vett államháztartás adósságjellegű kötelezettségeit is, amely tartalmazza a PPP-konstrukciók hatását is.

A nyugdíjrendszerből származó implicit állami kötelezettség nagysága igen fontos gazdaságpolitikai kérdés. Ugyanakkor ennek a témakörnek a nagysága meghaladja tanulmányunk kereteit, így ezzel nem foglalkozunk.³

³ A nyugdíjrendszerben meglévő implicit államadósság nagyságáról lásd: Orbán–Palotai (2005).

Az adósság dinamikájának szempontjából egy speciális problémát jelent a központi bank szerepének a kérdése. A kilencvenes évek közepéig az adósságkezelésben meghatározó szerepe volt a jegybanknak, mivel a költségvetés adósságának nagyobb része az MNB-vel szemben állt fel. A kilencvenes évek második felétől azonban az államháztartás fokozatosan átvette az MNB-nél lévő adósság kezelését, illetve az MNB már nem jelent meg a külföldi tőkepiacokon hitelfelvevőként.⁴ A változó intézményi környezet nagyban megnehezíti az adósság idősor egységes kezelését. Egy ilyen helyzetben mindenképpen szükséges egy, az intézményi megoldásokra invariáns adósságmutató konstruálása, amit a jegybank és a költségvetés mérlegének valamilyen szintű összevonásával lehet elérni. A tanulmányban ezért nagy hangsúlyt fektetünk a jegybanknak az adósságdinamikában meglévő szerepére.

⁴ Az adósságkezelés intézményi megoldásainak változásáról, az ÁKK bekapcsolódásáról a finanszírozási folyamatba bővebben lásd például Dunavölgyi (1997). Az adósságkezelés nemzetközi gyakorlatáról lásd például *Guidelines for Public Debt Management* (2003).

1. Elemzési keret

Az államadósság alakulását számos fontos gazdasági változó: az államadósság kiinduló szintje, a gazdasági növekedés, az árfolyam, a reálkamat és a költségvetési hiány együttesen határozza meg. A fejezet első szakaszában bemutatjuk az adósságdinamikai modellek magját képező összefüggést, és illusztrációs szinten meghatározzuk – bizonyos feltételezések mellett –, milyen hiányszint szükséges az államadósság növekedésének elkerüléséhez, illetve arra is kitérünk, hogy mit jelenthet Magyarország számára a 3 százalékos maastrichti hiánykritérium teljesítése az államadósság szempontjából. A második szakaszban kialakítjuk azt az elemzési keretet, amelyben a magyar államadósság alakulását vizsgálni fogjuk. A harmadik szakaszban pedig a jegybank kezelésével kapcsolatos módszertani problémákat elemezzük, és bemutatjuk, hogy a rendelkezésünkre álló alapadatokon milyen transzformációkat kell végeznünk, hogy azokat be tudjuk építeni a kialakított elemzési keretbe.

1.1. ÁLLAMADÓSSÁG ÉS HIÁNY

Az államháztartás hiányának finanszírozása a klasszikus, tankönyvi képlet szerint alapvetően kétféle formában, kötvény- és pénzfinszírozással biztosítható. Magyarországon – a modern pénzügyi rendszerrel rendelkező országokhoz hasonlóan – a pénzteremtéssel történő finanszírozás két okból sem járható út. Egyrészt a jegybank 1997 óta a jegybanktörvény alapján nem nyújthat hitelt az államnak,⁵ másrészt még a jegybanki hitelnyújtás esetén sem történne pénzteremtés, hiszen a keletkezett többletlikviditás nem a pénzállományt, hanem a jegybank nem pénz jellegű kötelezettségeit, az úgynevezett sterilizációs állományt növelné. (Ezzel részletesebben a jegybank és az államháztartás kapcsolatánál foglalkozunk.) Ha a pénzteremtéssel történő finanszírozás lehetőségétől eltekintünk, akkor az államadósság adott időszakban bekövetkező nominális növekedése alapesetben megegyezik az államháztartás hiányával.

Tanulmányunkban a GDP-arányos államadósság alakulását vizsgáljuk, hiszen ez az a mutató, amely a gazdaság teljesítményéhez viszonyítva mutatja meg az adósságteher nagyságát, és amelynek növekedése ezért a jövő terhére folytatott költségeknek tekinthető. A GDP-arányos adósság változását az adósság kiinduló szintje (B) és az államháztartás hiánya mellett a gazdasági növekedés (g) és az árszínvonal emelkedése (π) is befolyásolja. Ahhoz, hogy a GDP-arányos adósság ne változzon, az szükséges, hogy az adósságot növelő deficitnek az adóssághoz viszonyított aránya éppen megegyezzen a GDP nominális növekedésével.

$$B \cdot (g + \pi) = \text{deficit}^6 \quad (1)$$

A magyar gazdaság potenciális növekedési üteme jelenleg hozzávetőleg 3,6%-ra, az árstabilitásnak megfelelő inflációs szint pedig mintegy 3%-ra tehető.⁷ A reálgazdasági növekedés és az infláció tehát együttesen a nominális GDP mintegy 6,7 százalékos éves növekedését eredményezi. Az (1) képlet alapján egy egyszerű számítással megállapítható például, hogy az államadósságnak a maastrichti kritériumban meghatározott 60 százalékos maximális GDP-arányos értéke hosszú távon $60 \times 0,067 = 4,0$ százalékos GDP-arányos államháztartási hiánnyal konzisztens.

Az összefüggést fordított irányban alkalmazva meghatározható például, hogy a maastrichti kritériumnak még éppen megfelelő maximális hiány (3%) fenntartása hosszú távon mekkora államadósságszintet eredményezne – feltételezve, hogy az államháztartási hiány az egyedüli tényező, amely befolyásolja az államadósság nagyságát.⁸ Háromszázalékos államháztartási hiány mellett az adósság $3/0,067 = 44,7$ százalékos GDP-arányos szinthez közelít, ez az az adósság-

⁵ A kilencvenes évek első felében a jegybanktörvény elvileg még lehetőséget adott a rövid és a hosszú lejáratú hitel nyújtására, azonban ez a lehetőség fokozatosan megszűnt, illetve a jegybank korábban sem élt már vele. 1997-től a jegybank már jogilag sem nyújthat hitelt az államháztartásnak, és nem vásárolhat közvetlenül kibocsátáskor állampapírokat.

⁶ Fontos hangsúlyozni, hogy itt és a további számításoknál infláció alatt a GDP-deflátor és nem a hivatalos fogyasztóiár-emelkedést kell érteni. Ennek oka, hogy az államadósság/GDP ráta alakulását nem az infláció, hanem a GDP nominális növekedésére ható GDP-deflátor befolyásolja.

⁷ A potenciális GDP becsléséről lásd Benk–Jakab–Vadas (2005), az inflációról pedig Kiss–Krekó (2004).

⁸ A számítás – mint az a következő fejezetből kiderül – számos erős feltételezésen alapul. Egyrészt ahhoz, hogy az államadósság változását csak az államháztartási hiány határozza meg, többek között az is szükséges, hogy az állami vállalatok vesztesége, illetve kvázifiskális tevékenységek miatt az állam ne kényszerüljön adósságvállalásra. Másrészt az ESA-módszer szerint számított hiány és adósság nem minden esetben konzisztens egymással, azaz a hiány és az adósság változása nem feltétlenül esik egybe.

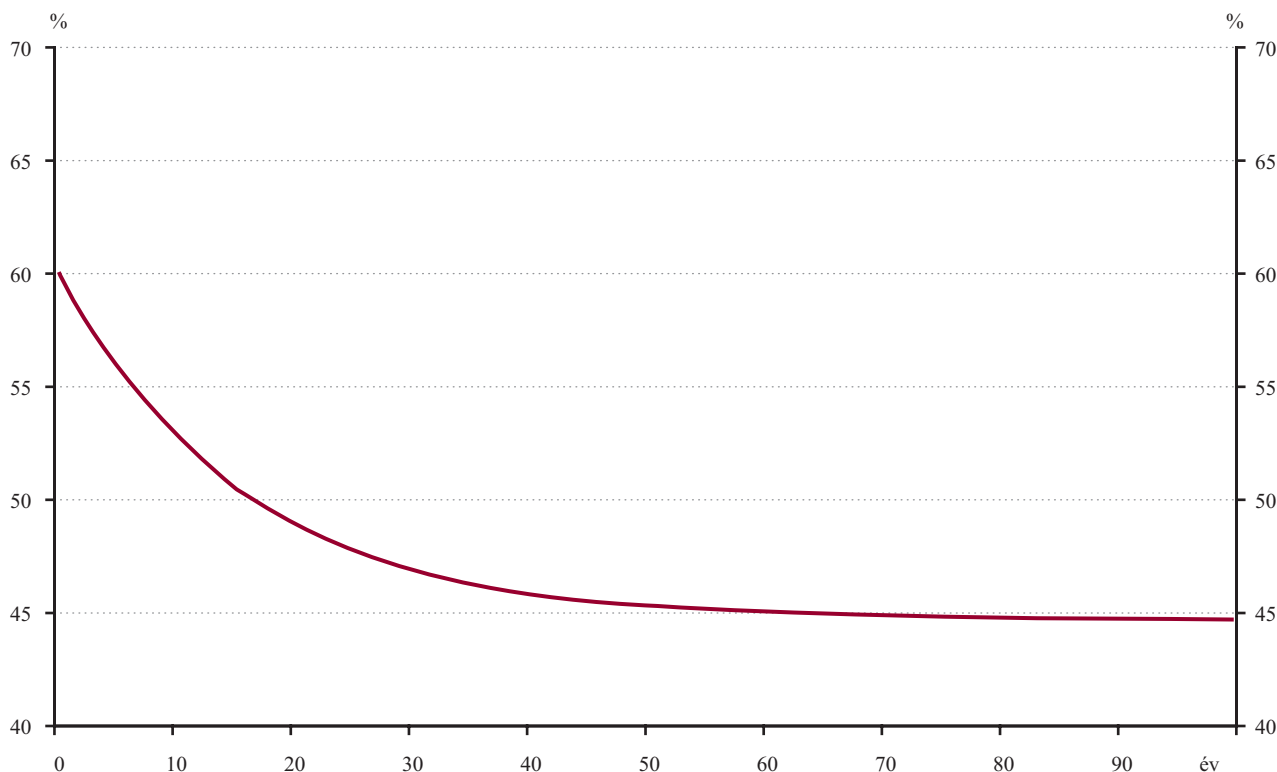
szint, amelyen stabilizálódik. A növekedésre és az inflációra tett feltételezések mellett, 3 százalékos államháztartási hiány esetén 60 százalékos szintről az államadósság 17 év alatt csökkenne 50 százalék alá, majd pedig a fent említett 45 százalékos érték közelében stabilizálna⁹ (2. ábra).

A 3 százalékos államháztartásihiány-kritérium és a 60 százalékos államadósság-feltétel közül tehát a hiánykritérium Magyarország esetében szigorúbbnak tűnik: a GDP-növekedés és az infláció eurorégióban megfigyelhetőnél magasabb szintje miatt az államadósság 60 százalék körüli szinten történő stabilizálódása mintegy 1 százalékkal magasabb hiány mellett is elérhető, 3 százalékos hiány mellett pedig az adósság 60 százaléknál alacsonyabb szintre is csökkenthető.¹⁰

2. ábra

A GDP-arányos államadósság alakulása 3 százalékos deficit mellett az idő függvényében

(kiinduló érték: 60%, növekedés: 3,6%, infláció: 3%)



A valóságban ugyanakkor vannak az adósság növekedésében hosszabb távon megjelenő tételek, amelyek miatt a 60 százalék körül stabilizálódó államadósság és a 3 százalékos hiányszám mégsem áll annyira távol egymástól, mint amennyire első ránézésre tűnik. Az MNB rendszeresen publikálja az állami szektor tágan értelmezett, ún. kiegészített SNA szemléletű hiányát, ami a legtöbb évben magasabb szokott lenni a maastrichti kritériumok teljesítésénél figyelembe vett ESA 95 szemléletű hiánynál.¹¹ Ennek egyik oka, hogy a magyar állam, más országokhoz hasonlóan, számos olyan ún. kvázifiskális tevékenységet végez, amely valójában befolyásolja a belföldi keresletet, ugyanakkor nem jelenik meg az Eurostat szerinti hivatalos hiányszámban. Ugyancsak az SNA-hiányban szereplő, de az ESA 95 hiányt nem növelő tétel egyes tartósan veszteséges állami vállalatok „hiánya”. Ezen kvázifiskális tevékenységekből, illetve vállalati vesztesé-

⁹ Hangsúlyozzuk, hogy a fenti számítás, illetve az arra vonatkozó ábra csak az összefüggés illusztrációjának tekinthető, hiszen változatlan növekedéssel és optimális inflációs rátával számol. Ilyen hosszúságú időtávon természetesen már nem feltétlenül marad a potenciális növekedés és optimális infláció ezen a szinten.

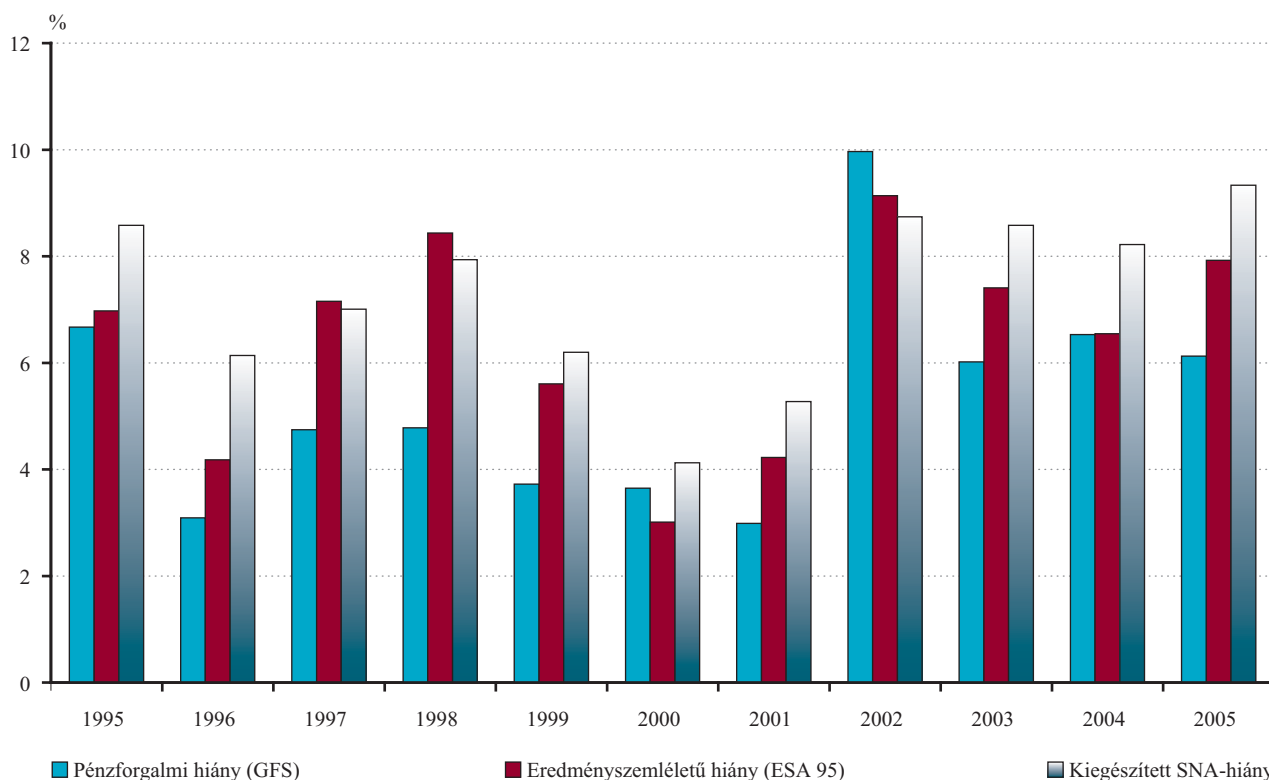
¹⁰ Mindemellett hangsúlyozni kell azt is, hogy a Stabilitási és Növekedési Paktum értelmében a tagállamoknak kiegyensúlyozott költségvetési pozíció elérésére kell törekedniük, a 3 százalék a megengedett hiány maximális értéke.

¹¹ Erre példaként említhető az 2004-es év, amikor a kiegészített SNA-hiány a GDP 1,9 százalékával volt magasabb az eredmény szemléletű hiánynál. Az eltérés okai között megemlíthetjük az ÁPV Rt. hiányát, az útépítéssel kapcsolatos kvázifiskális hiány növekedését, vagy a MÁV és a BKV adósságállományának további emelkedését. A különböző államháztartásihiány-mutatók összehasonlító elemzését az 1. melléklet tartalmazza. A fogalmakról és a bemutatott kategóriákról részletes leírást ad Ferenczi–Jakab (2002), illetve P. Kiss (2002).

gekből fakadóan az állam időnként nagyobb összegű adósságvállalásra kényszerülhet, ami szintén növelheti az államadósságot. (Ez történt 1998-ban és 2002-ben is.) Így a 3 százalék körüli ESA 95-ös hiány nem feltétlenül mond ellent a 60 százalékos adósságszintnek, ha vannak egyéb, a hivatalos hiányon felüli tényezők, amelyek éves átlagban mintegy 1 százalékkal növelik a GDP-arányos államadósságot.

3. ábra

Különböző hiánymutatók alakulása a GDP arányában



Forrás: MNB, 2005: becslés, 2005-ben a pénzforgalmi hiánynál nem vettük figyelembe a budapesti repülőtér értékesítéséből származó rendkívüli bevételt.

Ennek ellenére bizonyosan kijelenthető, hogy *önmagában* az államadósság 60 százalékos szinten történő stabilizálása a gyorsabb növekedés és magasabb infláció miatt nagyobb költségvetési hiányt tenne lehetővé Magyarországon, mint az eurorégió legtöbb országában. Az eurorégióra előtekintve feltételezhető 2 százalékos növekedéssel és 2 százalékos inflációval számolva például az államadósság 60 százalékon történő stabilizálásához $60 \times 0,04 = 2,4$ százalékos GDP-arányos hiány adódik, ami lényegesen kisebb a Magyarországra becsült 4,0 százaléknál.

1.2. A MODELL

A fentiekben bemutatott egyszerű összefüggés a GDP-arányos *teljes hiány* és az államadósság közötti kapcsolatot mutatta be. A képlet egyik fő következtetése az, hogy adott növekedés és árszínvonal-emelkedés mellett minden hiányszinthez tartozik egy hosszú távú, stabil eladósodási szint, amihez az állam adóssága – függetlenül a kiindulási szinttől – konvergál. Ez az összefüggés – bár a gazdaságpolitika számára is egy hasznos hüvelykujjszabályt jelent – az adósság dinamikájának elemzése szempontjából erős implicit feltételezést tartalmaz.

A költségvetési hiány két részből áll: az elsődleges egyenlegről és a kamatkidásokból. A kamatkidások nagyságát a kamatszint mellett az adósság nagysága határozza meg. A GDP-arányos hiány szinten maradásának feltételezése azt jelenti, hogy a kamatkidások változásának a nagyságát a gazdaságpolitika az elsődleges egyenleg alakításában minden évben ellensúlyozni tudja. A valóságban az adósságcsapda-szituációk kialakulását éppen az okozza, hogy a kezdeti adósságszinttel nem konzisztens (azt meghaladó) hiány mellett az adósság folyamatosan nő, és annak növekvő ter-

heit a gazdaságpolitika nem tudja ellensúlyozni. Ezt a folyamatot felerősítheti, hogyha a növekvő adóssággal együtt az elvárt kamatszint is emelkedik. Mindez azzal a következménnyel jár, hogy a GDP-arányos hiány is nő, ezért a GDP-arányos államadósság ahelyett, hogy valamilyen szinthez konvergálna, explozívvá válik.

Az adósságdinamikai modellek ezért mindig külön hangsúlyt helyeznek a már meglévő és a kialakuló adósság kamatterheire. Elemzésünkben mi is egy olyan leegyszerűsített modellből indulunk ki, amelyik alkalmas a legfontosabb adósságdinamikai összefüggések bemutatására, majd ezt követően a kezdeti feltételek fokozatos feloldásával bővítjük modellünket, annak érdekében, hogy minél jobban használható legyen a magyar helyzet értelmezésére. A modell az adósságráta változásának szétbontásán alapszik, és az alábbi összefüggések segítségével próbálja megragadni az államadósság változására ható tényezők dinamikáját.¹²

Alapesetben feltesszük, hogy a hitelfelvétel kizárólag hazai devizában történik. Emellett feltételezzük, hogy az állami költségvetés elsődleges egyenlegén és a kamategyenlegen felül nem jelentkezik más finanszírozandó tétel. Ennek megfelelően felírható az alábbi egyenlet, ami a finanszírozó és a finanszírozandó tételek egyenlőségén alapszik:

$$\Delta B = -PB_t + i \cdot B_{t-1}, \quad (2)$$

ahol az egyenlet bal oldalán az adott időszak adósságnövekménye (ΔB), míg a jobb oldalon az államháztartás elsődleges egyenlege (PB), illetve az előző időszak adósságállománya (B_{t-1}) és a kamat (i) által meghatározott kamategyenleg szerepel. A nominális kamatot tovább lehet bontani reálkamatra (r) és inflációra (π). Az adott időszaki adósságot tehát a következőképpen lehet felírni:

$$B_t = (1+i) \cdot B_{t-1} - PB_t = (1+\pi) \cdot (1+r) \cdot B_{t-1} - PB_t \quad (3)$$

Tanulmányunkban az államadósság GDP-hez viszonyított arányát vizsgáljuk, így az egyenlet mindkét oldalát leosztjuk az adott időszaki GDP-vel (Y_t):

$$b_t = \frac{B_t}{Y_t} = \frac{(1+\pi) \cdot (1+r) \cdot B_{t-1}}{(1+\pi) \cdot (1+g) \cdot Y_{t-1}} - \frac{PB_t}{Y_t} = \frac{(1+r) \cdot B_{t-1}}{(1+g) \cdot Y_{t-1}} - \frac{PB_t}{Y_t} = \frac{(1+r)}{(1+g)} \cdot b_{t-1} - pb_t \quad (4)$$

Tehát a GDP-arányos adósságráta (b_t) alakulása a reálkamat (r), a reálnövekedési ütem (g), az előző időszak adósságrátája és az adott időszak GDP-arányos elsődleges egyenlegének (pb_t) függvénye. Ebből már könnyen levezethető az adósságráta változására vonatkozó, a szakirodalomban széles körben használt egyenlet:

$$\Delta b = b_t - b_{t-1} = \frac{(1+r)}{(1+g)} \cdot b_{t-1} - pb_t - b_{t-1} = \frac{(r-g)}{(1+g)} \cdot b_{t-1} - pb_t \quad (5)$$

A fenti egyenletből következik, hogy az adósságráta változása alapvetően a reálkamat és a reálnövekedés viszonyától, illetve az elsődleges egyenlegtől függ. A fenti összefüggésből már meghatározható, hogy adott növekedés és reálkamat mellett milyen elsődleges egyenlegre van szükség ahhoz, hogy az adósság szinten maradjon.

$$\Delta b = 0 = \frac{(r-g)}{(1+g)} \cdot b_{t-1} - pb_t \Rightarrow pb_t = \frac{(r-g)}{(1+g)} \cdot b_{t-1} \quad (6)$$

Amennyiben a reálkamat meghaladja a reálnövekedés nagyságát, akkor az elsődleges egyenleg szintjén többlet szükséges a változatlan adósságrátához, míg a reálnövekedési ütemtől elmaradó reálkamat mellett még elsődleges hiány esetén is biztosítható az adósságráta stabilitása.

¹² Az alábbiakban bemutatott elemzési keret kissé más formában több tanulmányban is megtalálható, például: Cuddington (1996), Caselli–Giovannini–Lane (1998), Antal (2004).

Az eddig levezetett modell a valósághoz képest jelentős leegyszerűsítéseket tartalmaz. Egyrészt nem veszi figyelembe, hogy az adósságinstrumentumokon belül nemcsak saját devizában, hanem idegen devizában denominált tételek is szerepelhetnek. Ez befolyásolhatja a reálkamat nagyságát és az árfolyam változásán keresztül a devizaadósság átértékelődéséhez is vezethet.

$$B_t = (1 + i^{HUF}) \cdot B^{HUF}_{t-1} + (1 + i^{FX}) \cdot (1 + d_t) \cdot e_{t-1} \cdot B^{FX}_{t-1} - PB_t \quad (7)$$

ahol a felső indexek a megfelelő változók denominációjára (HUF: forint, Fx: deviza) utalnak, e_{t-1} az előző időszaki árfolyamot, d_t az adott időszaki nominális árfolyamváltozást (leértékelődést) jelzi. A (5) egyenlet mintájára a kibővített egyenletet is fel lehet írni a GDP-arányos adósság változásaként:

$$\Delta b = b_t - b_{t-1} = \frac{r^{HUF} - g}{1 + g} \cdot b_{t-1}^{HUF} + \frac{(1 + r^{FX}) \cdot (1 + \pi^{FX}) \cdot (1 + d_t) - (1 + g) \cdot (1 + \pi^{HUF})}{(1 + g) \cdot (1 + \pi^{HUF})} \cdot b_{t-1}^{FX} - pb_t \quad (8)$$

A nominális árfolyam változása felbontható a reálárfolyam változására, illetve a hazai és a külföldi inflációra:

$$1 + d_t = (1 + \eta_t) \cdot \frac{1 + \pi_t^{HUF}}{1 + \pi_t^{FX}} \quad (9)$$

ahol η_t a reálárfolyam-változást jelöli.¹³ Mivel az r_t^{FX} és a η_t kis értékei mellett az alábbi közelítést lehet használni:

$$(1 + r_t^{FX}) \cdot (1 + \eta_t) - (1 + g_t) \approx r_t^{FX} + \eta_t - g_t \quad (10)$$

ezért a (9) összefüggést a (8) egyenletbe helyettesítve az alábbi összefüggést kapjuk:

$$\Delta b_t \approx -pb_t + \frac{r_t^{FX} + \eta_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{FX} + \frac{r_t^{HUF}}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{HUF} - \frac{g_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1} \quad (11)$$

A (11) összefüggés már megfelelően kezeli a forint- és devizaadósság dinamikáját, ugyanakkor az elsődleges egyenlegen túl más, egyszeri tényezők is befolyásolhatják az adósság alakulását. Ezek közül a legfontosabbak a privatizációs bevételek – mint adósságcsökkentő – és az állam adósságvállalásai – mint az adósságot növelő – tételek, amelyek nincsenek benne a hiányban. Ezek figyelembevételével az eredeti egyenleteink további tagokkal bővülnek.

$$\Delta b_t \approx -pb_t + \frac{r_t^{FX} + \eta_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{FX} + \frac{r_t^{HUF}}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{HUF} - \frac{g_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1} - p_t + da_t + o_t \quad (12)$$

Ahol p_t a privatizáció, da_t az adott évben átvállalt adósság, o_t pedig az egyéb, adósságra ható tényezők GDP-arányos összessége. Elemzésünk fókuszában a (12) egyenlet áll. Ahhoz azonban, hogy az egyenlet egyes elemeit empirikusan is meg tudjuk vizsgálni, először egy fontos módszertani problémát is meg kell oldani: hogyan lehet a jegybank speciális tevékenységeinek az eredményét ebbe a keretbe beilleszteni.

1.3. A JEGYBANKI FINANSZÍROZÁS – A JEGYBANK ÉS AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS KAPCSOLATA

Az adósságdinamikai elemzés fókuszában az áll, hogy az adósságráta-alakulásra hogyan hat az adott időszaki államháztartási hiány, a múltban felhalmozott adósság, illetve az átlagos hozamszint és a gazdasági növekedés. Ebből a szempontból az egyik legfontosabb módszertani problémát a jegybank mérlegével és kamategyenlegével való elszámó-

¹³ A η_t pozitív értéke a hazai deviza reálleértékelődését jelenti.

lás jelenti. A jegybank kiemelt szerepét az adósságalakulás elemzésében az indokolja, hogy az államháztartás és a jegybank közötti elszámolások összetett és időben változó rendszere a hivatalos adatok szintjén átcsoportosítást okozhat az állam közgazdasági értelemben vett elsődleges és kamategyenlege között, így a statisztikai adatok direkt használata félrevezető következtetésekre vezethet. Ahogy ezt a későbbiekben bemutatjuk, Magyarországon ez a hatás az elmúlt tíz évben igen nagy mértékű volt, ami indokolja, hogy ezzel a kérdéssel részletesen foglalkozzunk.

A jegybank speciális szerepe az adósságdinamikai elemzésekben alapvetően három tényezőre vezethető vissza. Egyrészt a jegybank rendelkezik a pénzkibocsátás állami monopóliumával, amin általában komoly nyereséget, az úgynevezett seigniorage-ot realizál. Másrészt Magyarországon a központi bank mérlegében található meg az állam legnagyobb volumenű követelése, a devizatartalék. Harmadrészt az MNB, mint az állam bankja, számtalan mérleg- és eredménytelen keresztül kapcsolódik az állami adósságkezeléshez.

Az MNB eredménye a költségvetési statisztikákban két ponton jelenik meg: egyrészt a költségvetés és a jegybank közötti kamatelszámolásoknál, másrészt a jegybanki eredménybefizetésén keresztül. Az adósságdinamika időbeli alakulását vizsgálva ez azért okoz problémát, mert korábban hosszú időn keresztül az állam adósságterhének jelentős része a MNB-nél jelentkezett, ugyanakkor ez a teher a jegybanki eredményen keresztül nem vagy időben eltérő ütemezésben jelent meg a költségvetésben. Ahhoz, hogy az adósság tényleges terhéről és annak időbeli alakulásáról pontos képet kapjunk, elkerülhetetlen az állam adósságának és az MNB mérlegének együttes kezelése.

1.3.1. Az államadósság és a jegybankmérleg konszolidációja

A kilencvenes években az államadósság magyarországi alakulásáról viszonylag nagy irodalom alakult ki.¹⁴ Ezek a tanulmányok az áttételes jegybanki finanszírozás problémáját a két intézmény: a kormányzat és az MNB mérlegének konszolidációjával oldották meg. A két intézmény mérlegének összevonásával, az egymással szemben fennálló kötelezettségek és követelések kioltásával állítható össze az (MNB-vel) konszolidált államháztartás mérlege (4. ábra).

4. ábra

Az államháztartás konszolidált mérlegének meghatározása

(Az értékek 2004-re vonatkoznak és a GDP százalékában értendők)

MNB				Konszolidált állam			
Devizatartalék	15	Monetáris bázis	9	Devizatartalék	15	Monetáris bázis	9
<i>MNB költségvetéssel szembeni Ft-követelése</i>	1	MNB Ft-kötelezettség	4	Egyéb követelés	3	MNB Ft-kötelezettség	4
<i>MNB költségvetéssel szembeni €-követelése</i>	2	MNB €-kötelezettség	3			MNB €-kötelezettség	3
		<i>Kincstári egységes számla</i>	2			Adósság €	14
eszköz	18 forrás		18			Adósság Ft	43
						Konszolidált kötelezettség:	74
						Bruttó konszolidált adósság:	64
						Nettó konszolidált adósság:	47
Kormányzat							
<i>Kincstári egységes számla</i>	2	Adósság €	14				
Egyéb követelések	3	Adósság Ft	43				
		<i>MNB költségvetéssel szembeni Ft-követelése</i>	1				
		<i>MNB költségvetéssel szembeni €-követelése</i>	2				
összes követelés	4	összes tartozás	60				

A két intézmény egymással szembeni (dőlt betűvel jelzett) követelése a konszolidáció során kiesnek.

¹⁴ Lásd pl.: Barabás–Hamecz–Neményi (1998), Neményi (1995), Neményi (1996).

A konszolidált államháztartás mérlegének a forrásoldala adja ki a konszolidált államháztartás összes kötelezettségét. Mivel ebben a megközelítésben a monetáris bázis nem része az állam adósságának, ezért ahhoz, hogy a konszolidált államháztartás bruttó adósságát megkapjuk, ezt a tételt le kell vonni az államháztartás összes kötelezettségéből. A konszolidált állam adósságának változását tehát befolyásolja a monetáris bázis változása is, ezért ezzel a megközelítéssel a seigniorage ún. monetáris megközelítése a konzisztens: a monetáris bázis növekedése – a többi tényező változatlan-sága mellett – közvetlenül csökkenti a konszolidált állam adósságát.

A bruttó konszolidált államadósság változását a hiány és a monetáris bázis változása mellett nagyban befolyásolja az állam követeléseinek változása is. Ennek érdekében az idézett tanulmányok kiszámítják a konszolidált állam nettó adósságállományát is, amelyet a konszolidált bruttó adósság és a konszolidált állam követeléseinek különbségeként definiálnak.

1.3.2. A konszolidált államháztartással kapcsolatos módszertani problémák

A konszolidált államháztartás megközelítés több szempontból is hasznos elemzési keretet nyújt az adósság elemzéséhez. A mérlegek konszolidálása segítségével ki lehet szűrni a két intézmény közötti elszámolások változásából származó torzításokat, és így egy egységes idősort lehet létrehozni. Ugyanakkor jelen adósságdinamikai elemzésünk szempontjából a bemutatott konszolidált államháztartási keret több módszertani problémát vet fel:

- Mind a bruttó, mind a nettó konszolidált államadósság szintjében számottevően eltér a maastrichti kritériumokban megfogalmazott államadósságtól.
- Az államháztartási hiánnyal szorosabban együttmozgó nettó konszolidált adósság esetében problémát jelent a releváns devizakamatszint megállapítása.
- A monetáris politikában végbement változások a monetáris seigniorage megközelítést már csak korlátozottan teszik lehetővé.

Az alábbiakban részletesebben is áttekintjük ezeket a kérdéseket, és bemutatunk egy olyan elemzési keretet, amely megőrzi a konszolidált államháztartási mutatók pozitív tulajdonságait, ugyanakkor ezeket a problémákat kezelni tudja.

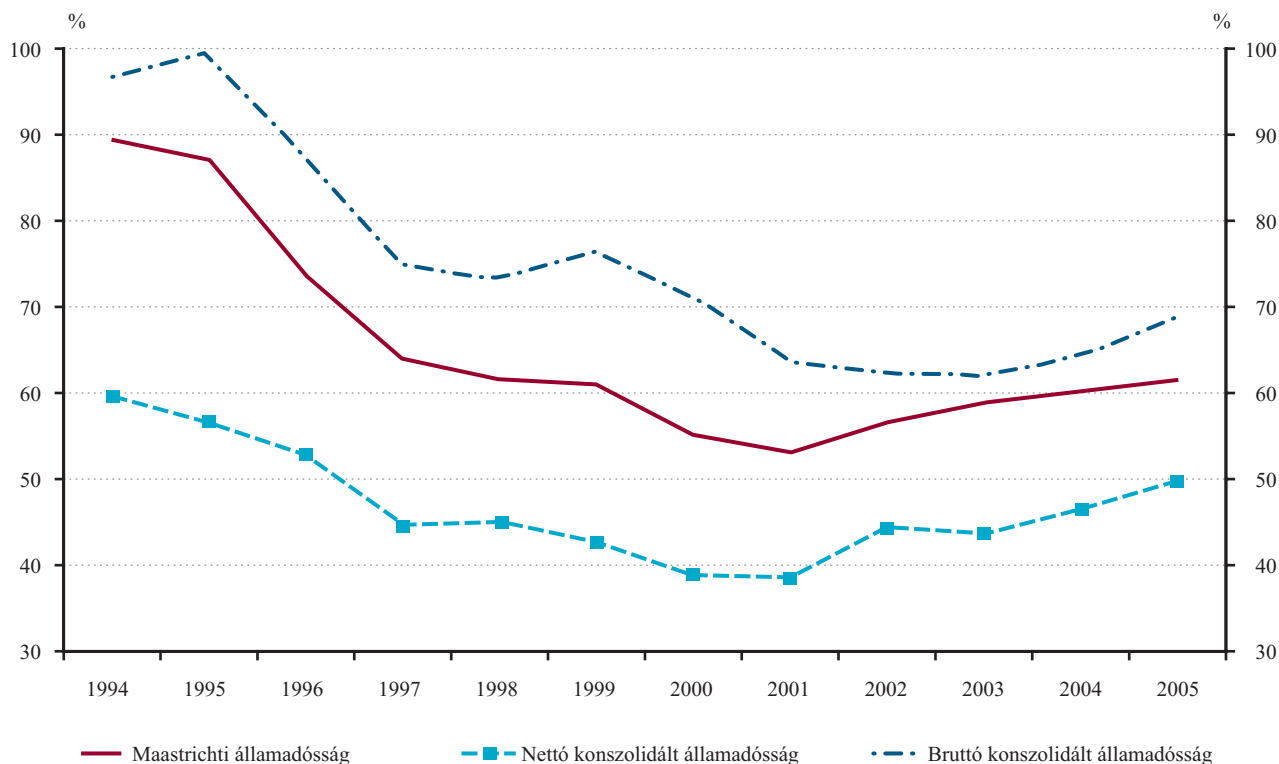
A konszolidált államadósság és a maastrichti adósságkritérium

Az Európai Unió Stabilitási és Növekedési Paktuma az államadósságra vonatkozó kritériumot az államháztartás bruttó adósságára határozta meg. Ebben a megközelítésben tehát az adósságnak nem része a jegybank harmadik féllel szemben fennálló tartozása, ugyanakkor része az államháztartásnak a jegybankkal szemben fennálló kötelezettsége. Mivel elemzésünk egyik célja éppen a maastrichti kritérium teljesíthetőségének a kérdése, ezért fontos, hogy a vizsgált adósságkategória egyértelműen megfeleltethető legyen a maastrichti adósságkategóriának.

A megfigyelt időszakban az államháztartás bruttó konszolidált adóssága rendre magasabb, a nettó konszolidált adóssága pedig rendre alacsonyabb volt, mint az államháztartás bruttó adóssága (5. ábra). A bruttó konszolidált adósság a devizatartalék és az ehhez kapcsolódó források időbeli változékonysága miatt időnként még dinamikájában is eltérő képet mutatott, mint a bruttó államadósság.

5. ábra

A bruttó és nettó konszolidált adósság, valamint a maastrichti kritériumnak megfelelő államadósság a GDP százalékában



A releváns devizakamatszint meghatározásának problémája

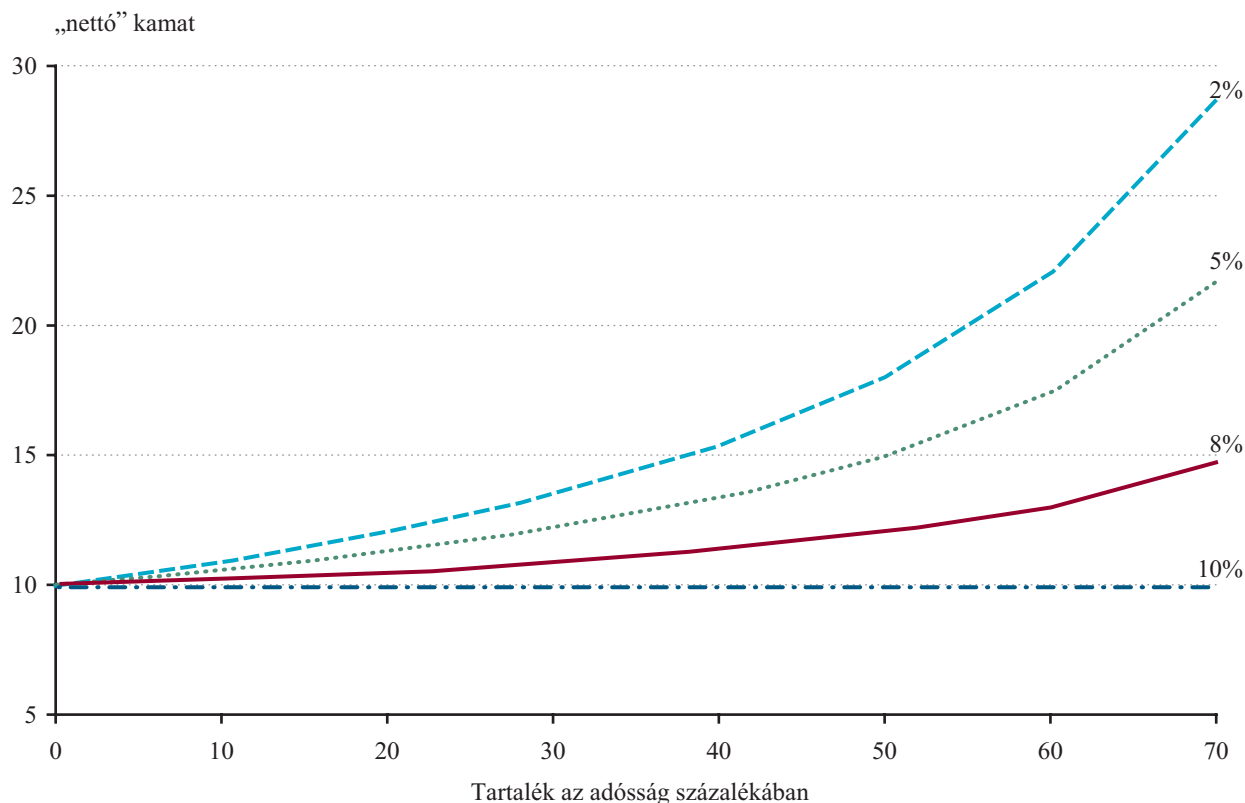
A maastrichti kritériummal konzisztens adóssággal a két konszolidált adósságmutató közül a nettó konszolidált adósság mozog jobban együtt. Ennek az az oka, hogy a nettó konszolidált adósság nagyságát nem befolyásolja, ha az adósság növekedése a devizatartalék bővülésével van összefüggésben. Mivel az eladósodottság szempontjából egészen más vonzata van annak, ha az adósság azért nő, mert a devizatartalék is nő, ezért egy olyan adósságmutató használata a célravezető, amelyet nem befolyásol a devizatartalék nagyságának a változása.

A nettó konszolidált adósság számításánál a legfontosabb problémát éppen a releváns kamatszint meghatározása jelenti. Az adósságdinamikai számításokban a kamatszintnek kitüntetett szerepe van. Az a kérdés, hogy egy adott elsődleges egyenleg mellett az adósság konvergál-e valamilyen GDP-arányos szinthez, illetve ha igen, akkor milyen szinthez, attól függ, hogy milyen a gazdaság növekedési ütemének és az adósságra fizetendő kamatnak a relatív nagysága.

A devizatartalékokat az MNB az ország szuverén adósságánál jobb hitelbesorolású likvid eszközökben tartja. Ennek következtében a devizatartalékon realizálható hozam alacsonyabb, mint amit az ország a saját devizaadóssága után fizet. Ez azzal a következménnyel jár, hogyha a *nettó adósságot* összevetjük a *nettó kamatkidávással*, akkor egy olyan kamatlábat kapunk, ami közgazdaságilag nem értelmezhető. Ha a devizaadósság nagyobb, mint a devizatartalék, akkor az ilyen módon számított „nettó” kamatláb nagyobb lesz, mint a devizaadósság után fizetendő tényleges kamatszint. A torzítás annál nagyobb, minél nagyobb a devizatartaléknak a devizaadóssághoz viszonyított aránya, vagyis a bruttó és a nettó devizaadósság eltérése, illetve minél nagyobb a kamatfelár, vagyis a devizaköveteléseken realizálható és a devizaadósság után fizetendő kamat nagysága közötti különbség (6. ábra).

6. ábra

A nettó devizaadósságra számított kamat a tartalék/devizaadósság százalékos arányának függvényében, 10 százalékos devizaadósság-kamat és különböző devizatartalék-kamat feltételezése mellett



Egy devizában eladósodott ország általában a monetáris politika támogatása, illetve az ország adósságának biztonságos finanszírozása érdekében tart – a hiteleinél alacsonyabb kamatozású – devizatartalékokat. Úgyis lehet fogalmazni, hogy *a devizatartalék tartásának költsége van*, amit annak szintje és az ország devizaadósságának kamatfelára határoz meg. A nettó adósságra vetített nettó kamat éppen azért olyan magas, mivel ezt a költséget a nettó adósságra halmozza rá.

Mivel a devizatartalék-tartás költsége közvetlenül nem függ az adósság szintjétől, ezért indokoltnak tartjuk, hogy az adósságdinamikai elemzésben ez a költség mint egyfajta fiskális jellegű kiadás jelenjen meg, ami független a devizaadósság kamatkiadásától. Ezt a költséget az állam két okból vállalhatja fel.

Az egyik a monetáris politika és az ország biztonságos finanszírozásának a támogatása: az árfolyamrendszerbe vetett bizalmat, illetve az ország hitelképességét nagyban befolyásolhatja a devizatartalékok szintje. A befektetői bizalom megszerzéséből, illetve megőrzéséből származó közvetett haszon érdekében a gazdaságpolitika felvállalja a devizatartalék tartásából származó költségeket.

A nagyobb devizatartalék, illetve az ezzel járó nagyobb költség másik forrása az államadósság-kezelési stratégia lehet. Abban az esetben, ha valamilyen oknál fogva a devizakibocsátások nagyságát nem csak a jegybanki devizatartalékok szintje befolyásolja, akkor előfordulhat olyan helyzet, hogy a devizatartalék szintje a gazdasági folyamatok alapján optimálisnak tekinthetőtől eltér, ami így a devizatartalék tartásának költségét is befolyásolja.

A pénzteremtéses finanszírozás problémája

Mivel a konszolidált államháztartás megközelítésben a monetáris bázis nem része az adósságnak, ezért az állam bruttó kötelezettségéből ezt a részt le kell vonni. Ebben a megközelítésben ezt úgy lehet interpretálni, hogy az adósság finan-

szírozásának két módja van: egyrészt a hitelfelvétel, másrészt jegybanki pénzteremtés (bankóprés). A konszolidált államháztartási keret a seigniorage ún. monetáris vagy pénzáram alapú megközelítésével konzisztens, azaz az állam pénzteremtéséből származó nyeresége megegyezik a monetáris bázis változásának és a kötelező tartalék után fizetett kamatnak a különbségével¹⁵:

$$S_M = \Delta(CC + RR) - i_{RR} \cdot RR \quad (13)$$

ahol S_M a monetáris seigniorage, CC a forgalomban lévő készpénz, RR a kötelező tartalék, i_{RR} a kötelező tartalékra fizetett kamat.¹⁶

Megítélésünk szerint ez a fajta megközelítés a pénzügyi rendszer fejlődésével párhuzamosan egyre nehezebben értelmezhető. Ennek alapvetően az az oka, hogy ez az összefüggés arra az implicit feltételezésre épül, illetve azt sugallja, hogy a jegybank közvetlenül tud hatni a monetáris bázis nagyságára, és az valamilyen módon összefüggésbe hozható az államháztartási deficit nagyságával. A modern pénzrendszerekben ezzel szemben a jegybank – függetlenül attól, hogy mennyire van állami irányítás alatt, illetve finanszírozza-e az államot – közvetlenül nem képes hatni a monetáris bázis nagyságára. A forgalomban lévő készpénz állományát a gazdasági szereplők kereslete határozza meg, a kötelező tartalékot pedig (adott tartalékráta mellett) a bankok szuverén hitelezési döntései befolyásolják. Ezekre a tényezőkre a jegybank csak közvetetten, a monetáris kondíciók megváltoztatásával, összetett folyamatokon keresztül tud hatni.

A másik probléma a seigniorage monetáris megközelítésével, hogy az államháztartás pénzkibocsátási monopóliuma egy jog, amiből folyamatosan nem negatív bevételnek kellene képződnie. A monetáris bázis azonban a jegybanknak egy olyan pénzügyi kötelezettsége, amely hosszú távon, trendjében ugyan nő, de előfordulnak olyan hosszabb időszakok is, amikor csökken. Ez Magyarország esetében például különösen akkor volt látványos, amikor a jegybank csökkentette a kötelező tartalék rátáját.

A monetáris megközelítésű seigniorage harmadik komoly problémája, hogy míg a monetáris bázis készpénzkomponense esetében viszonylag egyértelműen az állomány változása jelenti a bevételt, addig a kötelező tartalékráta esetében problémát okoz, hogy arra a jegybank általában kamatot fizet. Ilyenkor általában egy olyan vegyes megoldást alkalmaznak, hogy a jegybank által fizetett kamatot levonják a változás nagyságából.¹⁷ Az EU-csatlakozás óta például az MNB a kötelező tartalékra az irányadó kamatot, azaz egy piaci szintű kamatot fizet. Ez azt jelenti, hogy a kötelező tartalékon megszűnt a jövedelemelvonás, azaz végképp ellentmondásossá vált, hogy annak növekedését miként lehet bevételként vagy jövedelemként elkönyvelni.

Megítélésünk szerint a seigniorage mérésére a monetáris megközelítésnél sokkal alkalmasabb mutatószám a monetáris bázison realizálható kamatnyereség¹⁸, azaz mekkora kamatot kellett volna fizetni a monetáris bázis után, ha az piaci kamatozású kötelezettség lenne.

$$S_A = i \cdot (CC + RR) - i_{RR} \cdot RR = i \cdot CC + (i - i_{RR}) \cdot RR \quad (14)$$

ahol S_A az eredményszemléletű seigniorage, és i a piaci kamatszint nagysága.

Mivel a készpénz után a jegybank nem fizet kamatot, és a kötelező tartalék után is legfeljebb a piacnak megfelelő szintű kamatot fizeti, ezért az így számított seigniorage soha nem lehet negatív. Az eddig felsorolt indokokon túl – az akadémiai irodalom nagyobb részével szemben – a jegybankok általában azért is ezt az eredményszemléletű megközelítést alkalmazzák, mivel a jegybanki eredményszámítás és befizetés is ezzel a megközelítéssel konzisztens.¹⁹ A monetáris bázis ugyanis *nem egyfajta terméke* a jegybanknak, amit más pénzügyi eszközökért „értékesít”, *hanem egy kötelezettsége*, amit bármikor vissza lehet váltani valamilyen más pénzügyi eszközre.

¹⁵ Ez utóbbi a jegybank eredményét csökkentő tételként jelenik meg a költségvetés folyó egyenlegében.

¹⁶ Lásd például Oblath–Valentinyi (1993), Kun (1996).

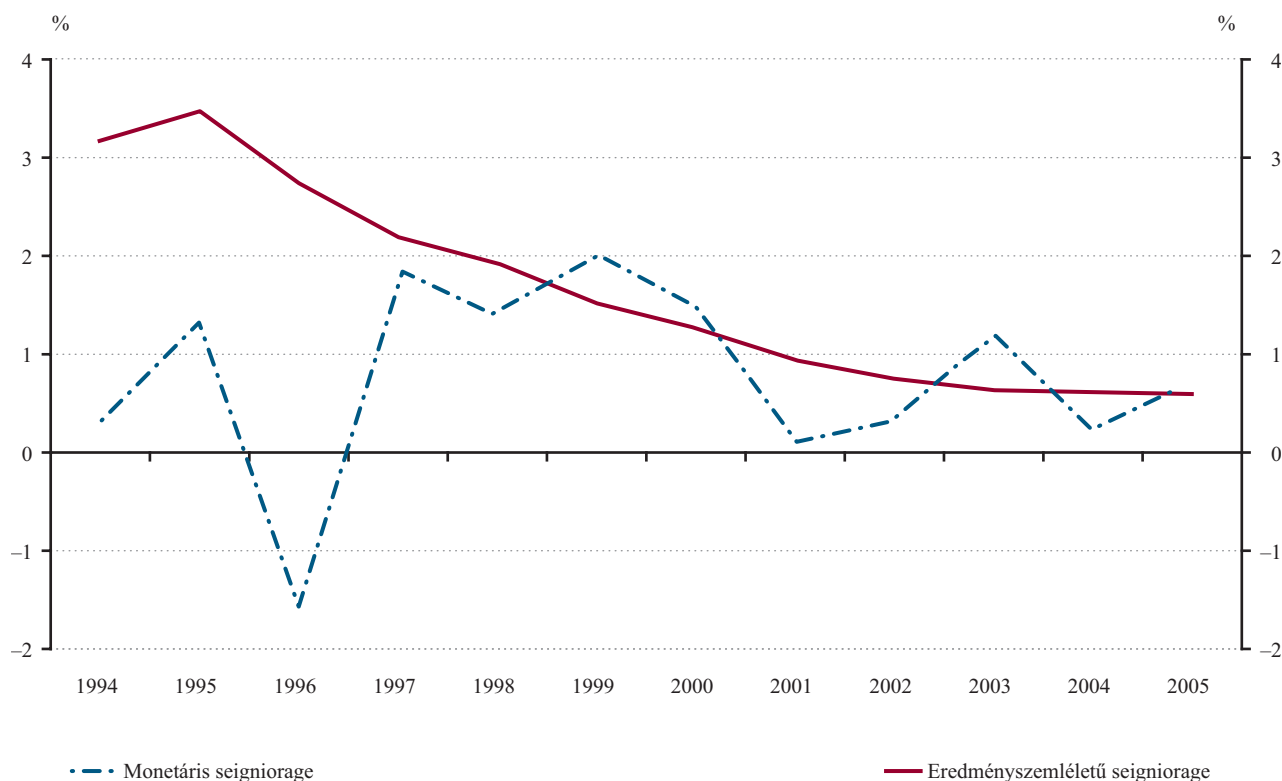
¹⁷ Lásd Klein, M.–Neumann M. J. M. (1990), Barabás (1994).

¹⁸ A magyar szakirodalomban ez a típusú megközelítés fiskális vagy opportunity cost értelemben vett seigniorage néven terjedt el. Mi a továbbiakban inkább az eredményszemléletű seigniorage kifejezést használjuk.

¹⁹ Reserve Bank of Australia (1997).

7. ábra

A monetáris bázis változásaként (monetáris), illetve kamatnyereségként (eredmény szemléletű) definiált seigniorage alakulása Magyarországon



Hosszú távon a kétféle megközelítés azonos értéket eredményez²⁰, ugyanakkor a kamatnyereség típusú megközelítés időszora általában lényegesen stabilabb (7. ábra). Mindezek alapján egy olyan adósságdinamikai modell kialakítására törekedtünk, amely a pénzkibocsátási monopóliumból származó bevételt kamatnyereségként definiálja.

1.3.3. A „transzformált” államháztartás mérlege

A fent bemutatott problémák miatt elemzésünkben nem a szakirodalomban elterjedt konszolidációs technikát alkalmazzuk, hanem egy új elemzési keretet alakítottunk ki. Az új elemzési technika kialakításával az volt a célunk, hogy egyrészt megtartsuk a konszolidált államháztartási keret nyújtotta előnyt, a statisztikai és intézményi változásokra nézve semleges idősort, ugyanakkor kezelni tudjuk a korábban felvázolt problémákat. Annak érdekében, hogy ezt a technikát meg tudjuk különböztetni a széles körben használt konszolidált államháztartás megközelítéstől, előbbit *transzformált államháztartás* névvel fogjuk illetni.

A transzformált államháztartási mérleg kialakításának alap gondolata abban különbözik a konszolidált államháztartásétól, hogy a két intézmény mérlegét nem egyszerűen összevonja, hanem egyértelmű szabályok alapján átrendezi.

A transzformálás technikáját intuitív módon a következőképpen lehet bemutatni. (A formális levezetés a 2. mellékletben található.) Az első lépés itt is a két intézmény mérlegének a konszolidációja. Ezt követően a konszolidált államháztartás mérlegének eszközei és forrásai közé párhuzamosan olyan elemzési célú mérlegtételeket veszünk fel, amelyek segítsé-

²⁰ Mindezt intuitív módon viszonylag egyszerűen be lehet bizonyítani. Tekintsünk egy K névértékű bankjegyet. Az egyszerűség kedvéért feltételezzük, hogy egy időszakot van forgalomban. A monetáris megközelítésben a jegybank ezen a bankjegyen az időszak elején K , az időszak végén $-K$ nagyságú seigniorage-ot realizál. Az eredmény szemléletű megközelítésben a jegybank az időszak végén iK seigniorage-ot realizál, ahol i a piaci kamatláb. Időszak eleji jelenértékben kifejezve a monetáris seigniorage nagysága:

$$K - \frac{K}{1+i} = \frac{K(1+i) - K}{1+i} = \frac{iK}{1+i}$$

Ami éppen megegyezik az eredmény szemléletű seigniorage időszak eleji jelenértékével. A valóságban a bankjegyek több (megsemmisülésük esetén akár „végtelen”) időszakon keresztül is forgalomban vannak, de innentől kezdve teljes indukcióval belátható, hogy az egyezőség akkor is fennmarad.

gével a konszolidált államháztartás mérlegét szét tudjuk bontani egy „tisztá” jegybankmérlegre és egy „átalakított” kormányzati mérlegre (8. ábra).

A jegybank mérlegének két meghatározó speciális tétele van: a seigniorage alapját képező monetáris bázis, illetve a devizatartalék. Ez a két tétel jelenti a jegybankmérleg alapját. A „tisztá” jegybankmérleg alatt azt értjük, hogy ezeken túl csak piaci kamatozású tételek vannak a mérlegben, és a jegybanknak a nettó forint- és a nettó devizakövetelése egyaránt nulla. (Ez utóbbi feltétel biztosítja, hogy a jegybank eredményét nem befolyásolja sem a forint- és a devizakamatszint közötti különbség, sem a devizaárfolyam változása.) Ahhoz, hogy ez a két feltétel teljesüljön, egyrészt a jegybank mérlegében létrehozunk egy olyan, a kormányzattal szemben fennálló piaci kamatozású forintkövetelést, aminek a nagysága megegyezik a monetáris bázissal. A jegybank forrásai közé pedig behelyezzük a devizaadósságnak egy akkora részét, amelyik megegyezik a devizatartalékkal. Ebben a megközelítésben a jegybankmérleg tehát ebből a négy tételből áll. A konszolidált állam többi követelése és kötelezettsége a transzformált államháztartás mérlegébe kerül. (8. ábra).

8. ábra

Az államháztartás transzformált mérlegének meghatározása

(Az értékek 2004-re vonatkoznak és a GDP százalékában értendők)

Konszolidált állam				Jegybank	
Devizatartalék	15	Monetáris bázis	9	Jegybank állammal szembeni Ft-követelése	9
ÁHT egyéb követelése	3	MNB Ft-kötelezettség	4	Devizatartalék	15
		MNB €-kötelezettség	3		
		Adósság €	14		
		Adósság Ft	43		
<hr/>					
<i>Kincstári egységes számla</i>	2	<i>Kincstári egységes számla</i>	2		
Jegybank állammal szembeni Ft-követelése	9	Jegybank állammal szembeni Ft-követelése	9	<i>Kincstári egységes számla</i>	2
		Állam jegybankkal szembeni €-követelése	15	ÁHT egyéb követelése	3
		Állam jegybankkal szembeni €-követelése	-15		
<hr/>					
				Állam	
				MNB Ft kötelezettség	4
				Adósság Ft	43
				<i>Kincstári egységes számla</i>	2
				Jegybank állammal szembeni Ft-követelése	9
				MNB €-kötelezettség	3
				Adósság €	14
				Állam jegybankkal szembeni €-követelése	-15
					60

Dölt betűvel jelöljük azt a tételt, amelyik a konszolidáció során kiesett, ugyanakkor most visszahelyezzük (Kincstári egységes számla). Vastag betűkkel jelöljük azokat az új, az elemzés céljára létrehozott tételeket, amelyek a mérlegek szétbontásához szükségesek.

Mivel a jegybank mérlege mind az eredeti, mind a transzformált esetben egyensúlyban van, és az államháztartás követelése nem változnak, ezért a transzformált államháztartás bruttó adóssága megegyezik a tényleges államháztartás bruttó adósságával, azaz az euro bevezetésénél releváns adósságkategóriával.

A transzformáció során kialakított jegybankmérleg közvetlen módon lehetőséget ad az eredményszemléletű seigniorage-jövedelem és a tartaléktartás költségének a meghatározására. A seigniorage-jövedelem nagyságát a monetáris bázissal szemben álló, vele azonos nagyságú, de piaci kamatozású forintkövetelés után számított és a monetáris bázis (kötelező tartalék része) után fizetett kamat különbsége határozza meg. Ezzel párhuzamosan, mivel a költségvetés tartozásai között is megjelentjük ezt a forintkötelezettséget, a költségvetés kamatkidásai között explicit módon megjelenik az a költség, amit akkor kellene fizetni, ha a költségvetés finanszírozásában a jegybank nem vett volna részt valamilyen formában.

A devizatartalék-tartás költségét pedig egyszerűen úgy lehet meghatározni, hogy a devizatartaléknak megfelelő nagyságú devizaadósság után fizetendő kamatból levonjuk a devizatartalékon realizálható hozamot.

A konszolidáció során a jegybankmérleg többi eleme a költségvetés adósságai közé kerül, míg a költségvetéssel szemben fennálló követelése pedig kiesnek.

1.3.4. A jegybank beépítése a modellbe

Az adósság dinamikájára felírt (12) összefüggésben a jegybanknak – a seigniorage jövedelemből és a tartaléktartás költségéből származó – eredménye önálló változóként nem jelent meg, hanem azt az elsődleges egyenleg (pb) tartalmazta. Ez torzította az elsődleges egyenleget, így indokolt, hogy a jegybanki tevékenység eredményét külön kezeljük.

$$\Delta b_t \approx -pb_t + \frac{r_t^{FX} + \eta_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{FX} + \frac{r_t^{HUF}}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{HUF} - \frac{g_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1} - p_t + da_t + o_t \quad (15)$$

A jegybanki tevékenységből, elsősorban a seigniorage-ból származó eredmény külön kezelését több tényező is indokolja. Egyrészt a vizsgált periódus korai szakaszában komoly mértékben hozzájárult a hiány finanszírozásához. Másrészt azáltal, hogy a jegybanknak elsődleges feladatává vált az árstabilitás biztosítása, a seigniorage nagysága a gazdaságpolitika számára adottsággá vált, azaz az adósságráta mérsékléséhez az infláció felpörgetése és ezáltal a seigniorage növelése már nem jelent reális alternatívát.

$$\Delta b_t \approx -pb_t^f - pb_t^m + \frac{r_t^{FX} + \eta_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{FX} + \frac{r_t^{HUF}}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{HUF} - \frac{g_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1} - p_t + da_t + o_t \quad (16)$$

ahol pb_t^m a seigniorage-jövedelem és a tartaléktartás költsége, amit röviden monetáris egyenlegnek fogunk hívni, és pb_t^f : az államháztartásnak a seigniorage-jövedelemmel és a tartaléktartás költségével korrigált elsődleges egyenlege, amit a teljes elsődleges egyenlegtől való megkülönböztetés érdekében továbbiakban röviden fiskális elsődleges egyenlegnek fogunk nevezni. A fiskális elsődleges egyenleg alatt tehát egy olyan szűkített értelmű elsődleges egyenleget értünk, ami már teljesen független mind az adósság, mind a kamat, mind a monetáris bázis szintjétől. Empirikus elemzésünkben a (16) egyenlet komponenseit számszerűsítjük. Az egyenlet összetett tagjai közül:

$$\frac{r_t^{FX}}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{FX} : \text{a deviza reálkamat,}$$

$$\frac{\eta_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{FX} : \text{a reálárfolyam,}$$

$$\frac{r_t^{HUF}}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{HUF} : \text{a forint reálkamat,}$$

$$-\frac{g_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1} : \text{a reálnövekedés}$$

hatásának nevezzük. A fenti – deviza- és a forintreálkamat, reálárfolyam, illetve a reálnövekedés – komponenseket együttesen reál vagy dinamikus komponenseknek nevezzük. A (16) egyenlet átrendezésével megkapható a fiskális elsődleges egyenlegnek az a szintje, amely mellett az adósságráta nem változik, azaz $\Delta b_t = 0$.

$$pb_t^f \approx -pb_t^m + \frac{r_t^{FX} + \eta_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{FX} + \frac{r_t^{HUF}}{1 + g_t} \cdot b_{t-1}^{HUF} - \frac{g_t}{1 + g_t} \cdot b_{t-1} + p_t + da_t + o_t \quad (17)$$

Az elsődleges egyenlegnek a fenti összefüggés által meghatározott értékét az adósság stabilizálásához szükséges elsődleges egyenlegnek nevezzük.

2. A magyar államadósság alakulása 1995–2005

Tanulmányunk első részében bemutattuk az adósság változására ható legfontosabb tényezőket és kialakítottunk egy elemzési keretet, amelyben ezeket a hatásokat számszerűsíteni lehet. Ebben a fejezetben a maastrichti kritériumnak megfelelő adósságkategória alakulására az elmúlt tíz évben ható tényezőket vizsgáljuk.

Az MNB és a költségvetés közötti elszámolások intézményi sajátosságai miatt a korábbiakban bemutatott elemzési technika különös jelentőséggel bír. Bár a kimutatott adósság nagysága érdemben nem változik, a két intézmény közötti kamatszámolások átrendezése egyaránt érinti az államháztartás elsődleges egyenlegét és a kamatkidadásokat, azaz az adósság alakulásának a fiskális politika által meghatározott és dinamikus komponenseit. A fejezet első szakaszában ezért elvégezzük ezeket a korrekciókat, és megvizsgáljuk, hogyan viszonyult egymáshoz az MNB tényleges és számított kamateredménye, illetve hogyan jelent meg az állam bevételei között a monetáris egyenleg, azaz a jegybankhoz kapcsolódó tevékenység pénzügyi eredménye. A második szakaszban bemutatjuk, hogy az államadósságra ható változók időben hogyan alakultak, a harmadik szakaszban pedig megvizsgáljuk, hogy az adósság szempontjából milyen viszonylag homogén szakaszokat lehet beazonosítani.

2.1. A JEGYBANK ÉS A KÖLTSÉGVETÉSI ELSZÁMOLÁSOK KONSZOLIDÁCIÓJA

Az MNB mint az állam bankja speciális szerepet tölt be az államadósság finanszírozásával kapcsolatos tevékenységben. Egyrészt a pénzkibocsátás állami monopóliumából, illetve a bankok tartalékoltatásából származó seigniorage-jövedelem a jegybanknál keletkezik, másrészt a jegybank mérlegében található az ország devizatartaléka. Az infláció és a bankrendszer adóztatása (kötelezőtartalék-kötelezettség) miatt az MNB-nél jelentős bevételnek kellett volna képződnie, azonban amiatt, hogy a jegybank a költségvetés részére végez adósságkezelést („adósságkezelési ügynök szerep”), ez a bevétel nem közvetlenül a jegybanknál jelent meg. Az első fejezetben bemutattunk egy olyan elemzési keretet, amelyből explicit módon meghatározható, hogy a seigniorage-ból mekkora állami jövedelem generálódik, illetve mekkora költsége van a devizatartalék tartásának.

A valóságban az MNB kamateredménye az elemzési keretben meghatározottól lényegesen eltérő pályát írt le. Ezt az okozta, hogy az MNB mérlege soha nem volt annyira kiegyensúlyozott, mint az elméleti keret transzformált jegybankmérlege, így a jegybankhoz társított funkciók tényleges nyeresége és költsége nem mutatkozott meg ilyen tiszta formában a jegybank eredményében, hanem részben a költségvetés kamategyenlegének alakulásában jelent meg. Itt fontos hangsúlyozni, hogy ha az MNB-vel ezeket a korrekciókat nem végezzük el, akkor az adósságdinamika szempontjából kiemelten fontos finanszírozási kamatszintre torzított számokat kapunk.

Az MNB kamategyenlegét az elemzési keretben számított eredménytől alapvetően két tényező térítheti el: a nem piaci (kedvezményes) kamatozású hitelek és a nyitott devizapozíció. A kedvezményes kamatozású hitelekből származó jövedelemtranszfer keletkezése triviális: piacinál alacsonyabb kamatú hitel nyújtásával a jegybank a seigniorage egy részét kamattámogatás formájában fizeti a költségvetésnek. A nyitott devizapozíció kérdése már nem ennyire nyilvánvaló. Az elméleti keretben kialakított transzformált jegybankmérlegben a devizaforrások mennyisége megegyezik a devizatartalék nagyságával. A valóságban azonban a jegybank devizaeszközeinek és devizaforrásainak a mennyisége eltér. Mivel a devizaeszközök kamatozása alacsonyabb, mint a forinteszközöké, ezért a hosszú devizapozíción, azaz ha a devizaeszközök egy részével szemben forintforrás áll, kamatvesztés keletkezik. A fedezetlen kamatparitás elmélete szerint hosszú távon elvileg az árfolyamok ártértékelődésének (a forint leértékelődésének) kellene kompenzálnia ezért a különbözetet.

Az MNB-nek 1997-ig rövid devizapozíciója, 1997-től hosszú devizapozíciója volt, ennek ellenére – első ránézésre paradox módon – mindkét időszakban a seigniorage egy részét kamat és nem eredmény formájában transzferálta a költségvetés felé (9. ábra).

Az 1997-es adósságcsere megelőzően a külföldi devizahiteleket az MNB vette fel, amelyek egy részét a költségvetésnek forintban hitelezte tovább. Változatlan árfolyamszint mellett ennek elvileg a jegybanknál addicionális kamatnyeresé-

get kellett volna biztosítania. Erre azért nem került sor, mivel az MNB a forinthiteleit a devizaforrások kamatához árazta, azaz tulajdonképpen kedvezményes kamatozású hiteleket nyújtott a magyar államnak. A forint trendszerű leértékelődése következtében a jegybank forrásainak az értéke forintban megnőtt, a mérlegben így keletkező veszteséget az állam zéró kamatozású jegybankkal szembeni kötelezettséggel, az úgynevezett nullás állománnyal egyenlítette ki, ami gyakorlatilag kézzelfoghatóvá tette az állam kedvezményes hitelezését.

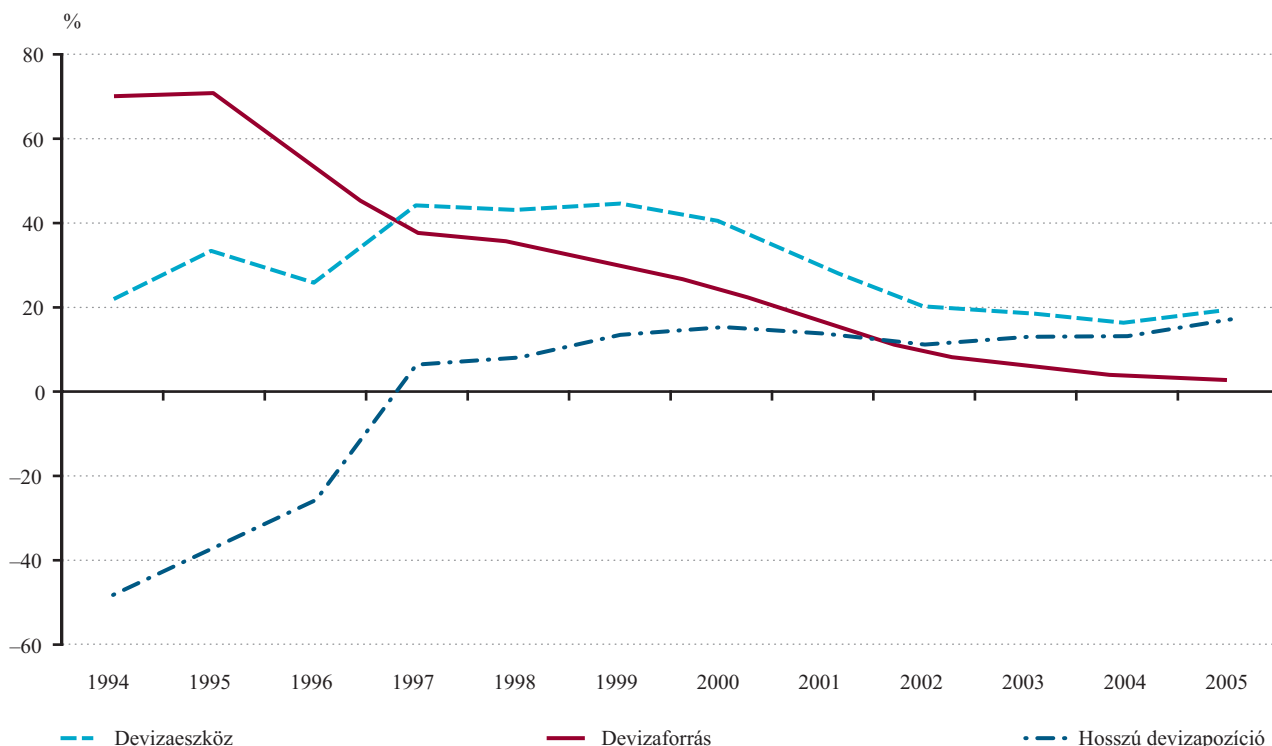
1997-ben a költségvetés és az MNB adósságcsereét hajtott végre. Ennek keretében a nullás állományt átalakították az MNB forrásainak megfelelő kondíciójú devizahitelekké. Ezzel – ha rövid időre is – megszűnt az MNB nyitott devizapozíciója. Az adósságcsereét követően az adósságfinanszírozás intézményi struktúrájában is változás következett be: a külső devizahiteleket ettől kezdve nem az MNB, hanem az ÁKK vonja be, ugyanakkor az állam devizakonverzióit továbbra is a jegybank végzi.

Miközben a jegybank devizaforrásainak többsége fokozatosan lejárt, a gazdasági mutatók egyre nagyobb tartalékszintet indokoltak. Mivel a tartalék feltöltése nem devizaforrás-bevonással, hanem konverzióval történt, a jegybank devizapozíciója a hosszú deviza irányába mozdult el.

A szűk sávós csúszó árfolyam fennállásának idején a monetáris politika legfőbb eszköze a havi leértékelési ütem meghatározása volt. A kamatpolitika ebben az időszakban elsősorban az árfolyamrendszer fenntartásának az eszköze volt. Mindez azzal a következménnyel járt, hogy az MNB – az 1998-as orosz válság rövid időszakát leszámítva – gyakorlatilag devizavásárlással az intervenció sáv erős szélén tartotta az árfolyamot. Ez a mechanizmus biztosította, hogy a devizatartalék és ezzel párhuzamosan az MNB-nek a bankrendszerrel szemben fennálló monetáris bázison kívüli kötelezettsége folyamatosan emelkedett. Mivel ebben az időszakban az ország devizaadóssága végig meghaladta a devizatartalék nagyságát, ezért elméletileg lehetőség lett volna arra, hogy a devizakötvény-kibocsátások mérséklésével csökkenteni lehessen a devizatartalékot. Erre gyakorlatilag egyetlen évben, 2001-ben került sor.

9. ábra

Az MNB nyitott devizapozíciója (nettó devizakövetelése) és annak összetevői a GDP százalékában



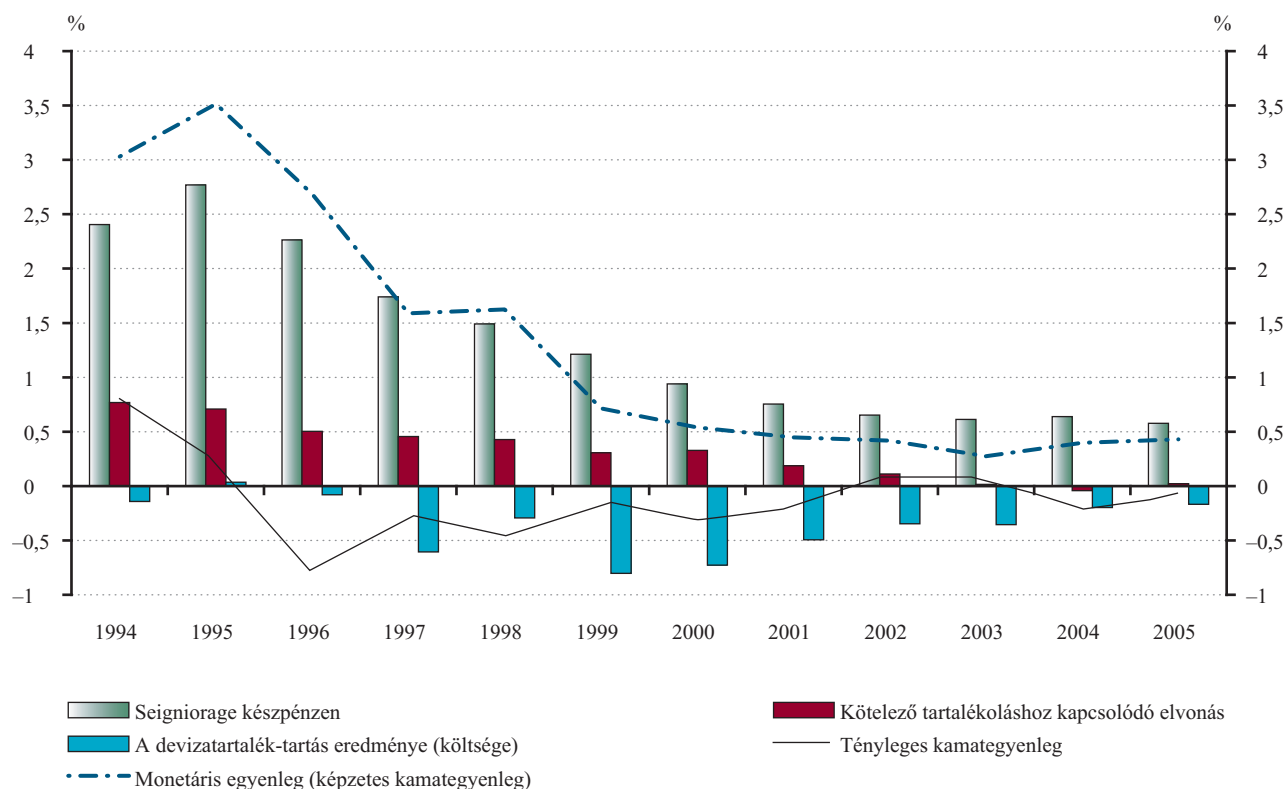
A sávzélesítést követően a jegybank devizapiaci aktivitása – 2003-at leszámítva – számottevő mértékben csökkent. Ebben az időszakban így a tartalék nagyságát, és a tartaléktartás költségét már nem a jegybank devizapiaci intervenciói, hanem a költségvetés devizafinanszírozási stratégiája határozta meg.

2004 elejétől a költségvetés a lejáró devizahiteleit meghaladó mértékben támaszkodik devizafinanszírozásra. Ez az MNB-vel konszolidált államháztartás szintjén – a többi tényező változatlansága mellett – azzal a következménnyel jár, hogy a tartalék szintje és a tartaléktartás költsége emelkedik. A lejáratot meghaladó devizakötvény-kibocsátás hatására az államnak a rövid, az MNB-nek a hosszú devizapozíciója nő. Mindez azzal a következménnyel jár, hogy a költségvetés kamategyenlege és az MNB eredménye ellentétesen változik: míg a költségvetés kamatkidásai mérséklődnek, addig a jegybank tényleges kamategyenlege a tartaléktartás költségét meghaladó mértékben romlik.

Az elmúlt tíz évben a transzformált állam seigniorage-jövedelme minden évben jelentősen meghaladta a devizatartalék tartásának a költségét. Ennek ellenére – a fent említett okokból – a jegybank tényleges kamategyenlege az évek többségében, a csúszó leértékelés ideje alatt végig negatív volt. (Az a tény, hogy a jegybank nem volt veszteséges és így a költségvetésnek nem kellett évről évre feltőkésítenie, annak volt köszönhető, hogy az MNB az 1997-től meglévő hosszú devizapozícióján keletkező átértékelődést eredményként elkönyvelte.) A seigniorage-jövedelem tehát döntő részben nem a jegybank eredményében, hanem a költségvetés kamategyenlegében jelent meg.

10. ábra

Az MNB képzetes (monetáris egyenleg) és tényleges kamategyenlege (a GDP százalékában)



A kötelező tartalékrendszeren keresztüli elvonásnál az állam átlagos forintforrásköltségével számolunk. 2004-ben a hozamgörbe inverzitása miatt ez az érték alacsonyabb volt, mint a jegybanki irányadó kamat. Ezért bár 2004-ben közgazdasági értelemben már nem volt elvonás a kötelező tartalékon, számításaink egy elhanyagolható nagyságú (a GDP 0,1 százalékánál kisebb abszolút értékű) negatív összeget eredményeztek.

A monetáris egyenleg nagysága az elmúlt tíz évben erősen csökkenő trendet mutatott. Míg a kilencvenes évek közepén elérte a GDP 3-3,5 százalékát, addig 2001-től a GDP 0,5 százaléka alá csökkent (10. ábra). Komponenseit tekintve a kötelező tartalékoláshoz kapcsolható elvonás a kilencvenes évek közepén meghaladta a GDP 0,5 százalékát, míg 2004-re teljesen megszűnt. A készpénzen keletkező seigniorage nagysága az infláció alakulásához hasonló képet mutat. Míg az állam kamatkidásai esetében a tényleges terhet csak az inflációs kompenzáción felüli reálkamat jelenti, addig a seigniorage-nál a teljes elmaradt nominális kamatkidás jövedelmet jelent az állam számára, azaz valóban egyfajta inflációs adóként funkcionál. 1995-ben az infláció felpörgésének és a hozamszint megemelkedésének hatására a készpénzállományon keletkező seigniorage meghaladta a GDP 2,5 százalékát. Az infláció és a kamatszint mérséklődésével párhuzamosan a készpénzen realizálható seigniorage jelentősen mérséklődött, a sávszélesítést követő gyors deflációval párhuzamosan annak nagysága a GDP 0,5 százaléka közelébe csökkent.

2.2. AZ ADÓSSÁGDINAMIKÁRA HATÓ TÉNYEZŐK ALAKULÁSA

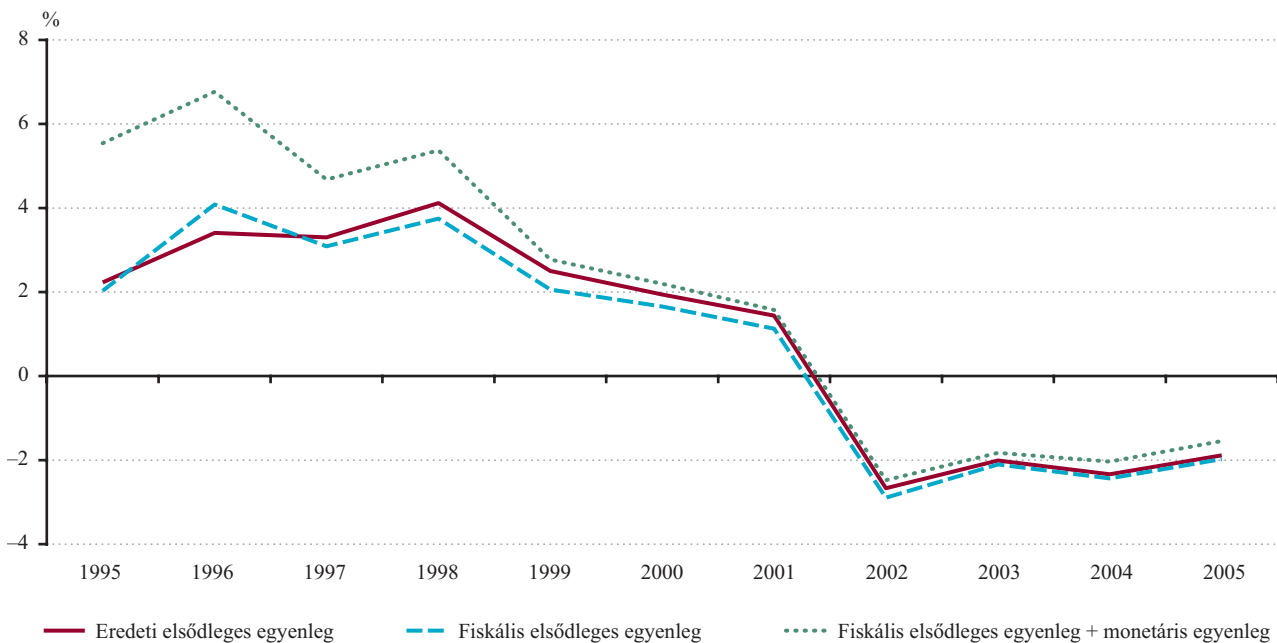
2.2.1. Az elsődleges egyenleg

A jegybankkal való korrekció a költségvetés kimutatott egyenlegeit kétféle módon befolyásolja. Egyrészt megváltoztatja az elsődleges egyenleg és a kamatkidadások arányát a teljes egyenlegen belül. Másrészt kisebb mértékben a költségvetés egyenlegét is befolyásolja, mivel a vizsgált időszakban az MNB kimutatott eredményének egy részét nem tekintjük tényleges jövedelemnek. Az állam így számított elsődleges egyenlegét az elemzési keretnek megfelelően tovább bontjuk a jegybanki funkciókhoz kapcsolódó monetáris egyenlegre, illetve a fiskális politika által befolyásolható részre, amit fiskális elsődleges egyenlegnek nevezünk. Az alábbiakban áttekintjük, hogy a konszolidáció során kapott egyenlegek hogyan viszonyulnak a kimutatott egyenlegekhez.

Első lépésben az államháztartás elsődleges egyenlegéből kiemeltük a jegybank eredménybefizetését, és helyére az MNB-nek a működési jellegű ráfordításait építettük be, így kapjuk meg a fiskális elsődleges egyenlegét (pb_t^f). Az adósságdinamikai keretrendszerünkben a monetáris egyenleg (pb_t^m) is hasonlóan viselkedik, mint a fiskális elsődleges egyenleg, ugyanakkor fel kell hívni a figyelmet arra, hogy ez egy olyan része az elsődleges egyenlegnek, amire a fiskális politikának nincsen közvetlen ráhatása.

11. ábra

Az államháztartás eredeti és korrigált fiskális elsődleges egyenlege, illetve a fiskális elsődleges egyenleg a monetáris egyenleggel együtt



A hivatalosan publikált pénzforgalmi szemléletű elsődleges egyenleg és a fiskális politika által befolyásolható korrigált elsődleges egyenleg (pb_t^f) lényegében hasonló pályát ír le. (Ez tulajdonképpen annak a már említett jelenségnek a visszatükröződése, hogy a monetáris egyenleg elsősorban nem az MNB eredményében, hanem inkább a költségvetés kamategyenlegének „fundamentálisnál” jobb alakulásában jelent meg.) Az elsődleges többlet az 1995-ös 2 százalékos körüli szintről 1998-ig 3,5 százalékos szintre emelkedett, majd 2001-ig 1 százalékos közelébe csökkent. Az igazi törés 2002-ben következett be, hiszen elsődleges hiány alakult ki, melynek mértéke megközelítette a GDP 3 százalékát.²¹

²¹ 2005 decemberében az állam értékesítette a budapesti repülőtér kezelői jogát. Az ebből származó bevétel nagyobbik része – ami megközelítette a GDP 2 százalékát – megjelent a költségvetés pénzforgalmi szemléletű folyó bevételei között. Közgazdasági értelemben ez a tétel egyértelműen egyszéri, privatizációs jellegű bevételeknek számít, nagyságrendje miatt pedig számottevő torzítást vinne az elemzésbe, ezért ezt az összeget az elemzési keretünkben nem az elsődleges egyenlegben, hanem a privatizációs bevételek között számoljuk el.

Azonban, ha a monetáris egyenleget is figyelembe vesszük, akkor jól látható, hogy 1995 és 1999 között a magas inflációból származó seigniorage miatt a teljes elsődleges többlet a GDP 1-2 százalékával magasabb volt, ugyanakkor a kimutatásokban ez a bevétel a ténylegesnél alacsonyabb állami kamatkiadásban jelent meg.

Elvileg, ha a jegybank működési költségét és a monetáris egyenleget is beépítjük a költségvetés egyenlegébe, akkor az államháztartás teljes egyenlegének éppen meg kellene egyeznie a „hivatalos” költségvetési egyenleggel. A gyakorlatban ez az összefüggés azonban nem teljesült. A vizsgált időszakban az MNB eredményében több olyan tétel is megjelent, amelyek az elemzési keretünkben nem részei az állam folyó egyenlegének. Ezek a tételek a konszolidáció során kiesnek, ezért az államháztartás tényleges egyenlege eltér a hivatalosan publikált szinttől.²²

A legnagyobb ilyen tétel a csúszó árfolyamrendszer idején a devizatartalékon keletkező árfolyamnyereség. Mivel a csúszó árfolyamrendszer idején az árfolyam lényegében egy determinisztikus pálya mellett mozgott, az MNB a devizatartalékon elkönyvelt, de nem realizált árfolyamnyereséget is eredményjavító tételként könyvelte el. Ez a tétel részben kompenzálta a magas kamatozású forintforrásokon és az alacsony kamatozású devizaeszközökön keletkezett kamatvesztést, így a jegybank nem vált veszteségessé. Ez a tétel azonban éppúgy nem tekinthető folyó bevételnek, mint ahogyan a költségvetés nettó devizaadósságának átértékelődésén keletkező árfolyamvesztés, amit a költségvetés – helyesen – nem is számolt el folyó kiadásnak.

2. táblázat

Az államháztartás eredeti és korrigált egyenlegének levezetése (milliárd forint)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
A) Eredeti egyenleg	-330	-296	-380	-286	-488	-458	-428	-1112	-1104	-1279	-1211
1. nem MNB-hez kapcsolódó elsődleges egyenleg	120	293	276	395	250	238	188	-475	-375	-477	-413
2. MNB működési költsége	-6	-11	-12	-17	-15	-18	-19	-15	-17	-19	-19
B) Fiskális elsődleges egyenleg (1+2)	114	281	264	378	235	220	169	-490	-392	-497	-432
3. Seigniorage	195	191	188	193	173	168	141	129	117	122	131
4. Tartaléktartás költsége	-2	6	52	30	92	97	74	59	66	40	37
C) Monetáris egyenleg (3-4)	197	185	136	164	81	72	67	70	51	81	94
5. korrigált devizakamat kiadás	197	157	141	83	108	38	5	9	4	17	5
6. korrigált forintkamat kiadás	442	612	678	829	765	790	737	706	760	907	906
D) Korrigált egyenleg (B+C-5-6)	-328	-303	-420	-371	-557	-537	-506	-1134	-1105	-1340	-1250
Egyenlegek eltérése (A-D)	-2	6	40	85	70	80	78	22	2	61	38
1. MNB céltartalék, egyéb tételek	0	8	30	-51	-4	-1	-1	-3	-9	-5	1
2. MNB eredménytartalék igénybevétele osztfíz.-re	0	0	0	0	0	6	24	23	-78	43	22
3. MNB árfolyamnyereség	0	0	10	136	74	75	55	-3	89	23	15
4. MNB mérleg szerinti eredménye	-1	-2	0	0	0	0	0	5	0	0	0
Összesen (1+2+3+4)	-2	6	40	85	70	80	78	22	2	61	38

A másik ilyen tétel a jegybank nem monetáris politikai céljaihoz kapcsolódó műveletek eredménye volt. A jegybank folyó eredményét rontotta a CW Bank konszolidációjához kapcsolódó jelentős kiadás, illetve jövedelemként jelent meg például a CIB Bank értékesítéséből származó bevétel is. Ezeket a tételeket szintén korrigáltuk a folyó hiányból. 2002-től a számviteli szabályok letisztulása következtében a kétféle egyenleg közötti különbség bezárult. 2004-2005-ben ugyanakkor a költségvetés egyenlegét a GDP összesen közel 0,5 százalékával javította az MNB-nek az előző évi spekulatív tá-

²² A helyzetet tovább bonyolítja, hogy a vizsgált időszakban többször változott a jegybanki osztalékbefizetés rendje, azaz a kimutatott jegybanki eredmény és a befizetett, költségvetésben elkönyvelt eredmény is elszakadt egymástól.

madás idején realizált árfolyamnyeresége. Ez a tétel ugyan egyszeri valós nyereség volt, de az elemzési keretünkben nem része a folyó egyenlegnek.

12. ábra

Az államháztartás eredeti és korrigált pénzforgalmi egyenlege a GDP százalékában



1997 és 2001 között a fenti korrekciókat elvégezve az államháztartás hiánya GDP-arányosan 0,5-0,6 százalékponttal volt magasabb, mint korrekció nélkül. A korrekciók a teljes egyenleg trendjét ugyanakkor nem nagyon befolyásolják, 1995 és 2001 között – elsősorban a nominális kamatkidadások csökkenése következtében – a hiány trendjében mérséklődött, majd 2002-től egy lényegesen magasabb szinten stabilizálódott.

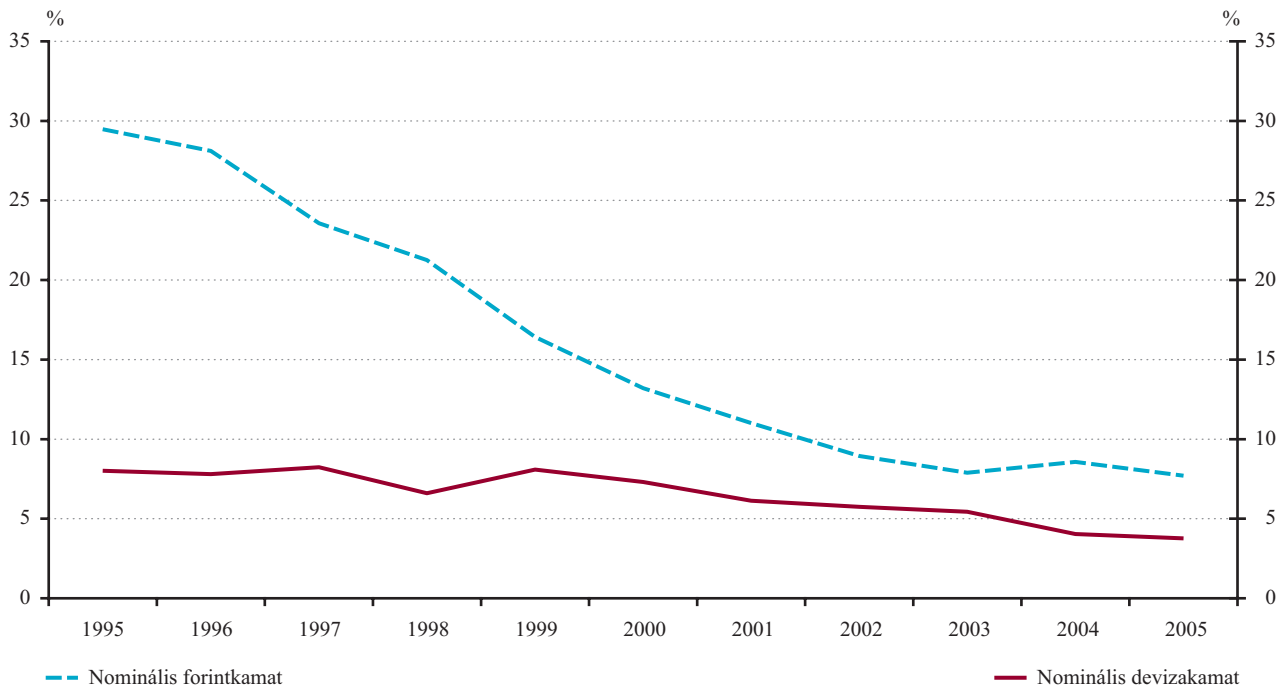
2.2.2. Reálkamat, reálárfolyam és reálnövekedés

A GDP-arányos adósság alakulása szempontjából kiemelt szerepet játszik a reálkamat és a reálnövekedés egymáshoz viszonyított nagyságának alakulása. Amennyiben az adósság után fizetett reálkamat meghaladja a gazdaság növekedésének ütemét, akkor a GDP-arányos adósság – egyensúlyban lévő elsődleges egyenleg és az egyéb tényezők változatlansága mellett – növekedni fog, míg a növekedési ütemtől elmaradó reálkamat esetén csökkenni fog. A magyar államadósság egyaránt tartalmaz saját és idegen devizában denominált adósságelemeket, ezért a reálkamat és a reálnövekedés kapcsolata némileg összetettebb. A csak saját devizában denominált adósságot feltételező modellekben szereplő „reálkamat” itt három tényezőből áll össze: a forintreálkamatból, a deviza-reálkamatból és a forint reálárfolyamának a változásából.

A forintban denominált adósság után fizetett átlagos nominális kamatszint fokozatosan mérséklődött az elmúlt tíz év folyamán. Az 1995-ben 30 százalék körüli forintkamatszint 2005-re 8 százalék alá csökkent. A devizaadósságra fizetett kamattal ennél lényegesen stabilabb volt, értéke 8 százalék körüli szintről 4 százalék közelébe mérséklődött (13. ábra). A forintkamatok csökkenésében az infláció mérséklődése volt a meghatározó, a devizakamatoknál pedig az ország javuló hitelminősítése és a korábbi magas kamatozású hitelek kifutása játszott meghatározó szerepet.

13. ábra

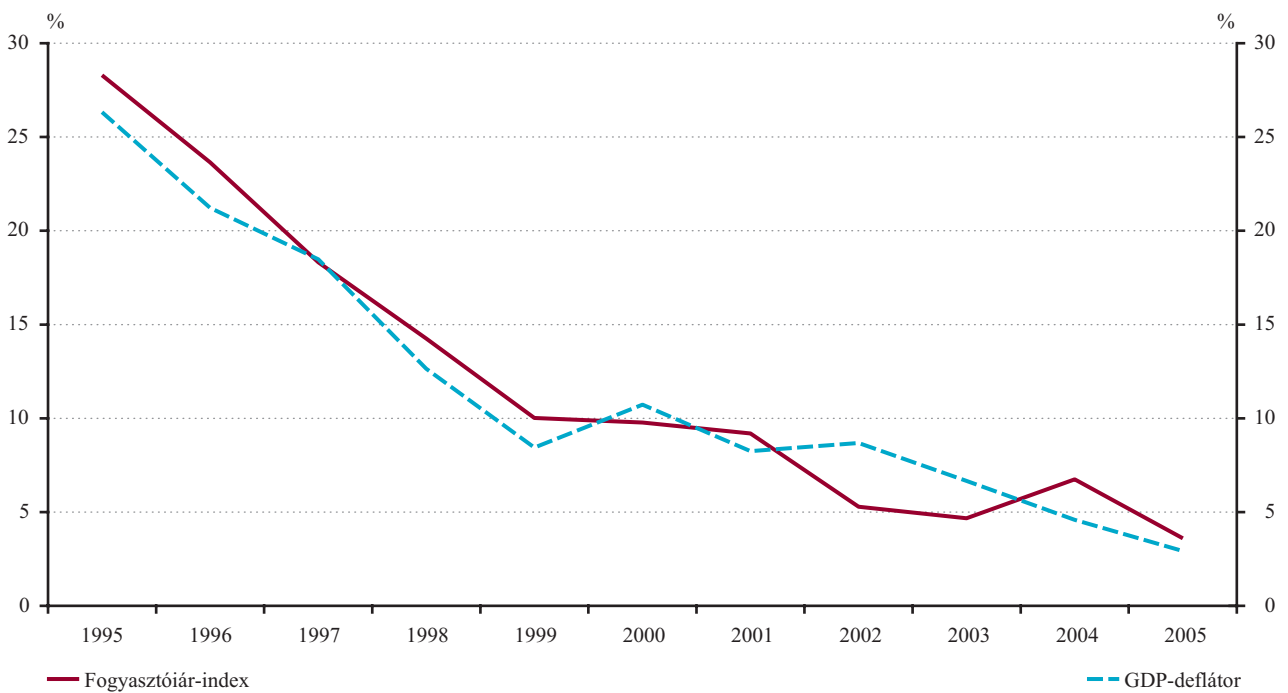
Az állam forrásai után fizetett átlagos nominális forint- és devizakamatok alakulása



A reálkamat szint számításakor a fogyasztóiár-index használata a leginkább elterjedt. A GDP-arányos adósság elemzésénél azonban reálnövekedéssel való konzisztencia miatt a GDP-deflátor a releváns inflációs mutató (14. ábra).

14. ábra

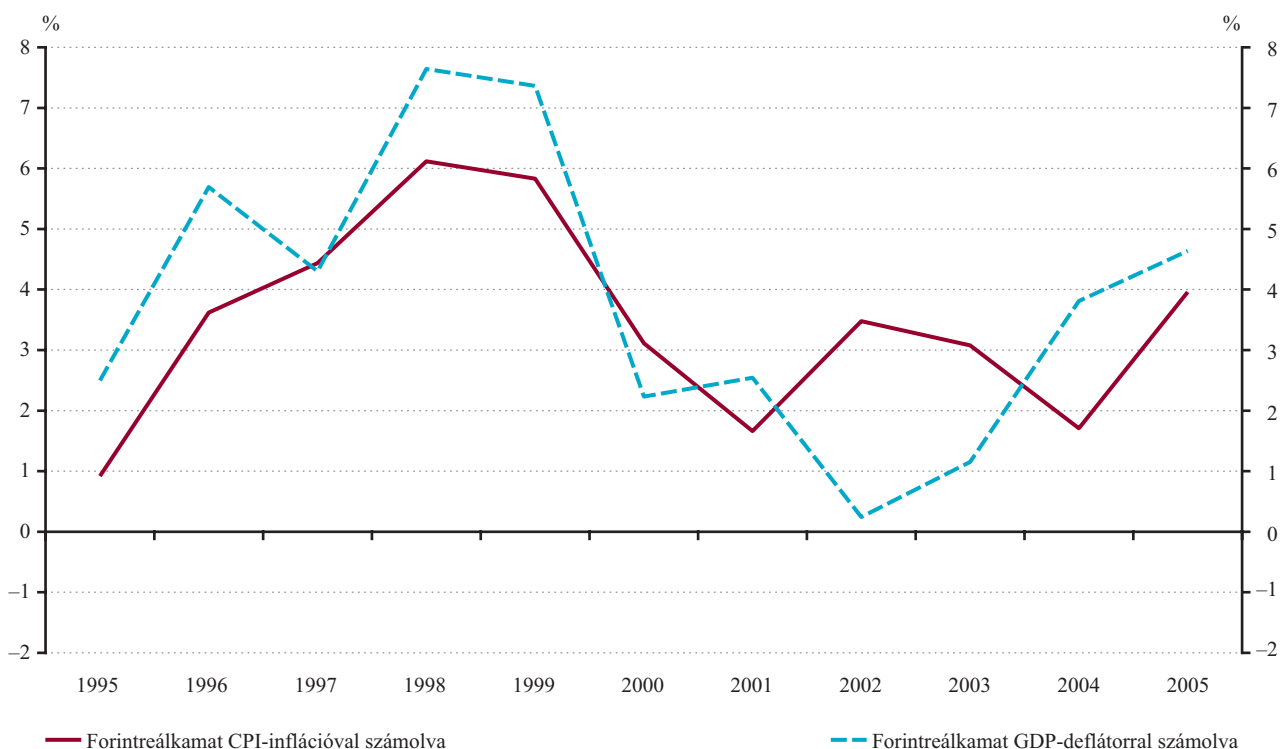
A fogyasztóiár-index és a GDP-deflátor alakulása



Míg 1995 és 1999 között jellemzően a fogyasztóiár-index alapú mutató jelzett magasabb értéket, 2002 és 2003 között a GDP-deflátor alapú. 1999 és 2001 között azonban mindkét módon számított reálkamat számottevő, 3-5 százalékpontos csökkenést mutatott (15. ábra). A reálkamat gyors csökkenése több tényezőre vezethető vissza. Az orosz válság lecsengetését követő hozamcsökkenés mellett a fenti időszakban a forint-adósságportfólió átlagos futamideje egyre növekedett: az ÁKK a rövidebb távú finanszírozás felől fokozatosan a hosszabb futamidejű kibocsátások irányába mozdult el. 1999-től már a 10 éves, majd 2001 végétől már a 15 éves szegmensben is megjelent az adósságkezelő állampapír-kínálatával, ami jelentősen növelte az adósság futamidejét. A hozamgörbe erőteljes inverzitása miatt a rövidebb futamidejű állampapírok hosszabbra cserélése nagyban hozzájárult a teljes forintadósságra vetített reálkamat csökkenéséhez. Az elmúlt öt évben a fogyasztóiár-inflációval számolt forintreálkamat jellemzően a 2-4 százalékos, míg a GDP-deflátorral számolt a 0-4 százalékos tartományban mozgott.

15. ábra

Az állam forintadóssága után fizetett reálkamatok alakulása

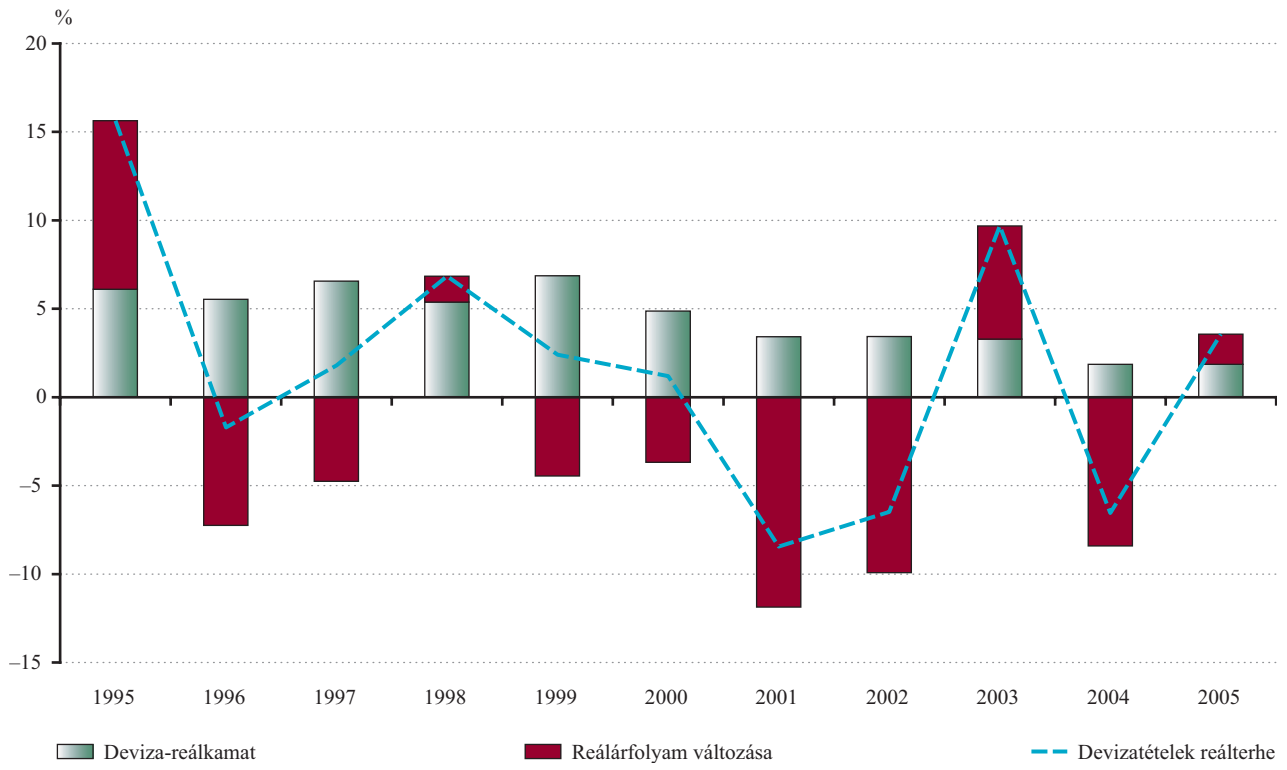


A devizaadósságra fizetett reálkamat az elmúlt években a forintreálkamathoz hasonlóan fokozatosan csökkent. Ennek hátterében főként az állt, hogy a korábban felvett magasabb kamatozású devizahitelek fokozatosan jártak le, és azokat lényegesen alacsonyabb országkockázati prémium mellett lehetett refinanszírozni. Főként a reálárfolyam-változás nagyfokú ingadozásának következtében a devizatételek összes reálterhe jóval volatilisebbnek bizonyult az elmúlt tíz évben, mint a forintadósság reálterhe (16., 17. ábra).

A devizaadósság dinamikájában a reálkamat mellett meghatározó jelentőségű a reálárfolyam alakulása. Az 1995-ben bevezetett csúszó leértékeléses árfolyamrendszerben a forint (GDP-deflátor alapú) reálárfolyama évente átlagosan körülbelül 3,5 százalékponttal értékelődött fel. A 2001-es sávszélesítést követően a magasabb infláció ellenére a forint árfolyama nominálisan is felértékelődött, a reálfelértékelődés nagysága így a következő két évben elérte a 11-12 százalékot. Ez azt is jelentette, hogy így a devizaadósság után fizetendő reálkamat és a reálfelértékelődés összege negatívá vált.

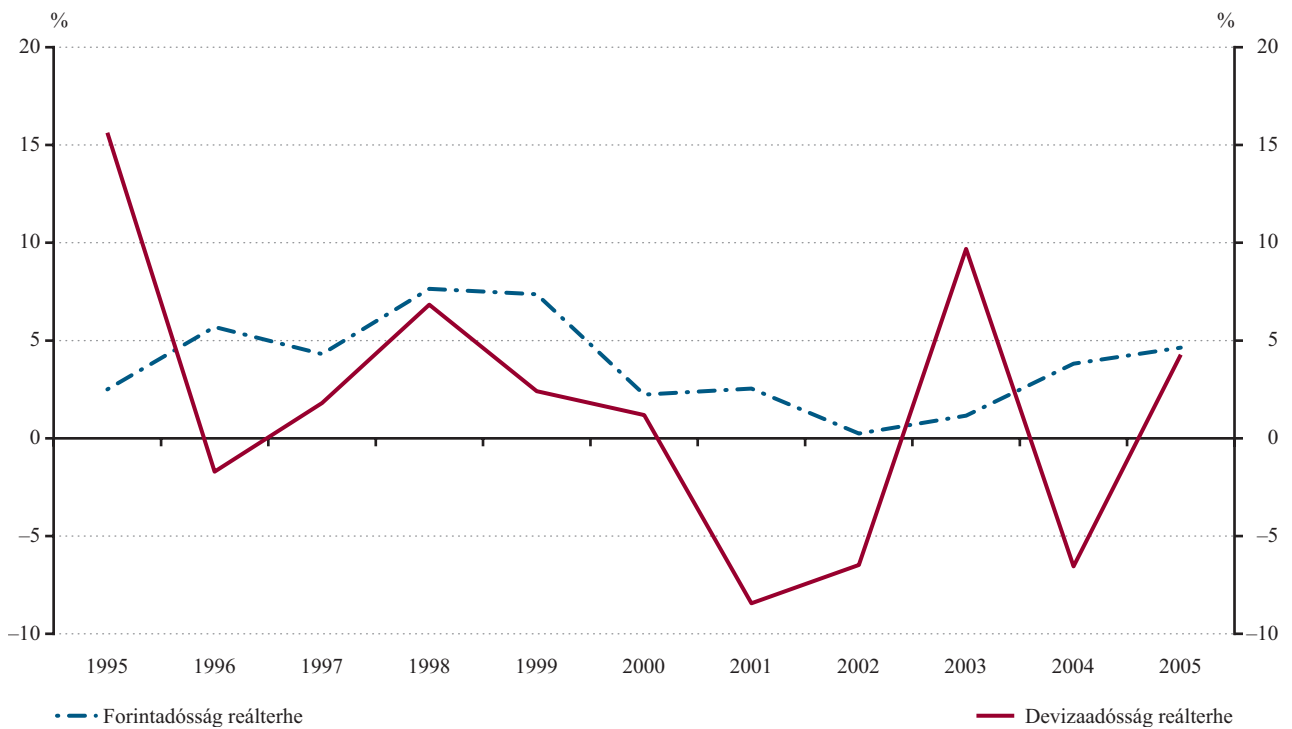
16. ábra

A devizaadósság reálkamata, valamint a reálkamat és reálfelértékelődés együttes hatása (GDP-deflátorral számított)



17. ábra

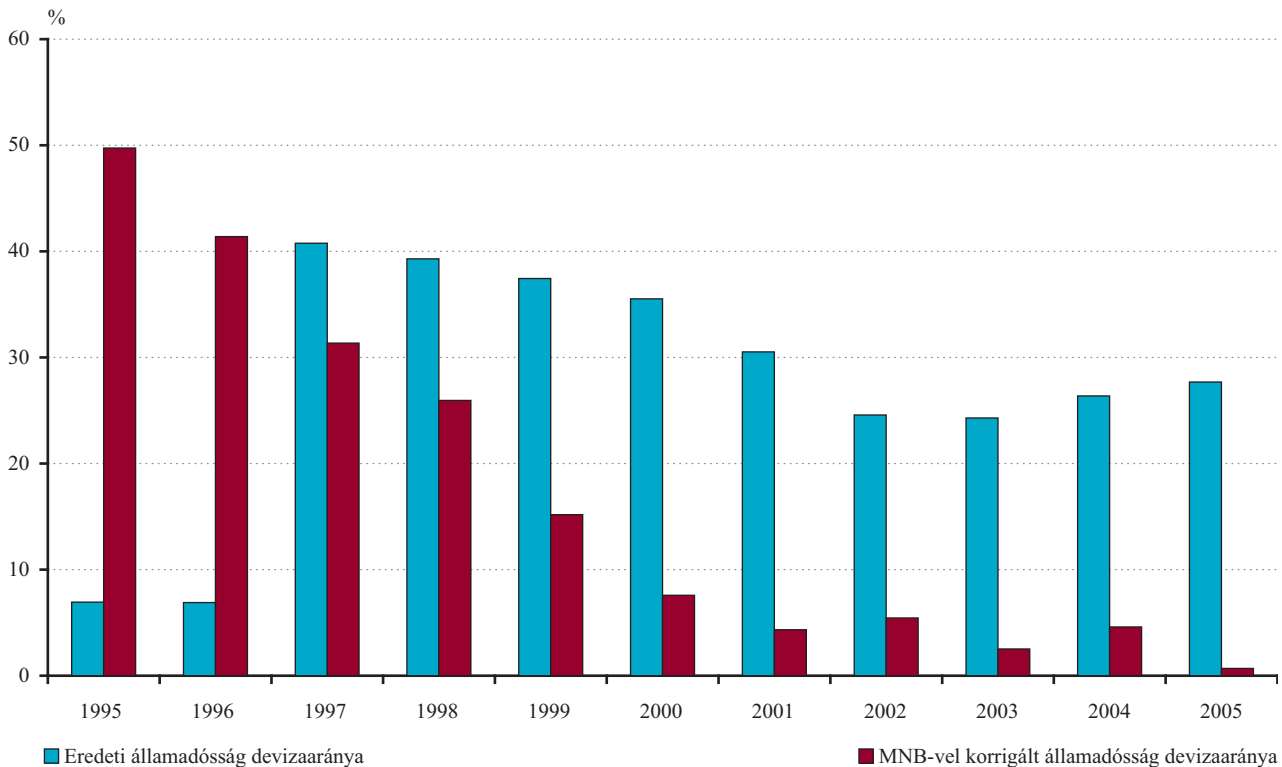
A forint- és a devizaadósság reálterhének alakulása



A transzformált államháztartás adósságán belül a deviza aránya az 1995-ös 50 százalék körüli szintről 2001-re 5 százalék alá csökkent. Ez azt jelenti, hogy a transzformált államháztartás adósságdinamikája szempontjából ma már döntő mértékben a forintreálkamat a meghatározó. Ezen az elmúlt évek devizában történő eladósodása sem változtatott, mert a devizafinanszírozás arányának növekedése az MNB-nél is megjelent a devizatartalékok szintjének emelkedésében, és a jegybank sterilizációs állományának növekedésében.

18. ábra

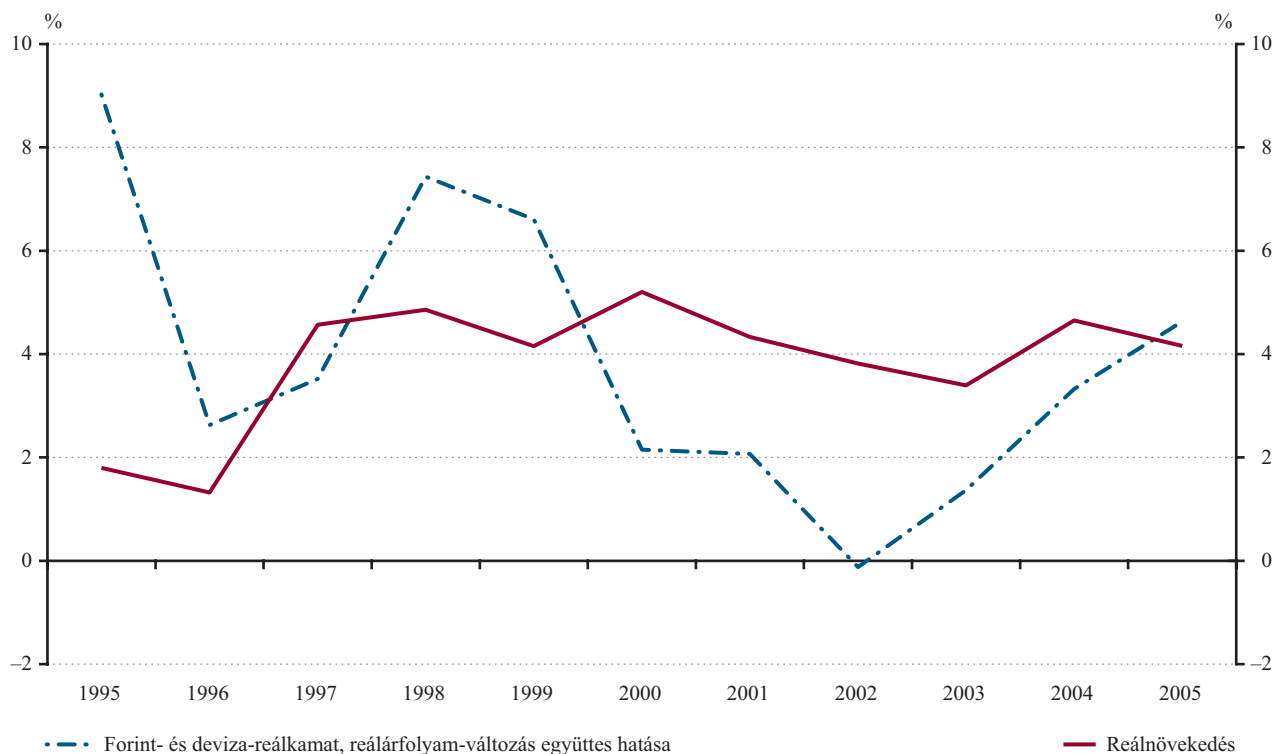
Az eredeti és az MNB-vel korrigált bruttó államadósság denominációs megoszlása – devizaarány a teljes adósság százalékában



A teljes adósságra vetített reálkamat alakulása hasonló a forintkamat alakulásához, azaz 1998-tól kezdődően, a kockázati megítélésének a javulásával, az átlagos futamidő hosszabbodásával az erőteljesen inverz hozamgörbe mellett – az adósságráta csökkenésével párhuzamosan – a reálkamatszint csökkent. 2003–2004-ben a hozamszint emelkedése a reálkamatszint gyors korrekciójához vezetett.

19. ábra

A reálkamat és a reálnövekedés viszonya



A reálkomponensek alakulásában a 2000-es év jelentett fordulatot (19. ábra). Azt megelőzően az adósságra fizetett reálkamat jellemzően meghaladta a reálnövekedés nagyságát, így a két tényező viszonya a GDP-arányos adósságráta növekedésének irányába hatott. 2000 után a viszonylag stabil reálnövekedés és az adósságra fizetett reálkamat látványos csökkenése összességében már erőteljesen az adósság mérséklődésének irányába hatott. 2003-tól a reálkamat szint emelkedése következtében a két mutató közötti eltérés mérséklődött, és 2005-re a reálkamat és a reálnövekedés viszonya már az adósságráta kismértékű emelkedését eredményezte.

2.2.3. Privatizáció

A vizsgált időszakban a privatizációs bevételeknek elsősorban 1995 és 1997 között volt komoly szerepük az adósságráta csökkentésében. Ebben az időszakban került sor a közüzemi vállalatok, energiaszolgáltatók, egyes bankok, és más stratégiai jelentőségű cégek privatizációjára. Három év alatt a privatizációs bevételek összesen mintegy 7,5 százalékponttal járultak hozzá a GDP-arányos államadósság mérsékléséhez.

1998-tól a privatizációnak az adósság csökkentésében betöltött szerepe marginálissá vált, nagyobb, a GDP 0,5 százalékát elérő bevételekre az állam csak 2003-ban tett szert, illetve 2005 végén került sor egy jelentős privatizációs tranzakcióra, ami a GDP közel 2 százalékát tette ki.

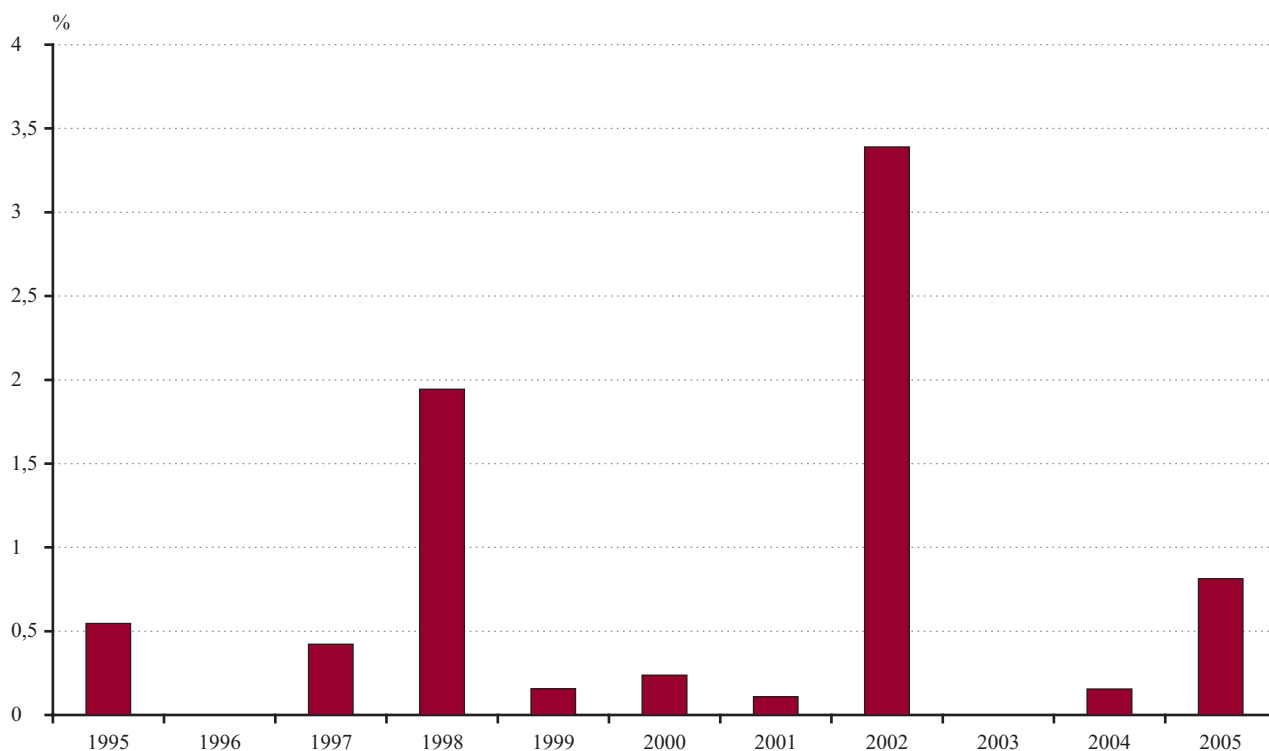
20. ábra**A GDP-arányos privatizációs bevételek****2.2.4. Adósságvállalások**

Az állami feladatok egy jelentős részét olyan állami tulajdonú intézmények végzik, amelyek ugyan állami tulajdonban és állami irányítás alatt állnak, ugyanakkor formálisan nem részei az államháztartásnak. Ebbe a kategóriába tartozik például a MÁV és a BKV is. Ezekre a kvázifiskális tevékenységet végző intézményekre általánosan jellemző, hogy működésük alulfinanszírozott, és a költségvetés ahelyett, hogy folyamatos támogatást nyújtana, időről időre átvállalja az adósságukat.

Az adósság átvállalásakor az adott adósságelem az állami vállalat mérlegeiből kikerül, az adott évi költségvetési hiány és az államadósság részévé válik. Az átvállalások általában diszkrét időpontokban történnek, miközben az adósság felhalmozódása folyamatosan történik az egyes állami vállalatoknál. A veszteséges üzletmenetet folytató állami vállalatok felhalmozott adósságának átvállalása és az egyéb rendkívüli állami szerepvállalás a tapasztalatok szerint általában a választási évekhez köthető. Ez volt megfigyelhető a Postabank 1998-as megsegítése és a közlekedési infrastruktúrát fejlesztő állami vállalatok (MÁV, BKV, NA Rt., ÁAK Rt., GYSEV) adósságának 2002-es költségvetés általi átvállalása esetében is. Ebből a szempontból kivételnek számít a 2005-ös év, ami nem volt választási év, mégis jelentős költségvetés általi átvállalásra került sor. Ebben az esetben a közvetlen kiváltó ok az Európai Unió statisztikai hivatalának, az Eurostatnak a meglévő és építés alatt álló autópályák értékesítésével kapcsolatos állásfoglalása volt.

21. ábra

Az állam adósságtvállalásai a GDP százalékában



Az adósságtvállalások torzító hatásának a kezelésére két szélső megoldás adódik. Az egyik, hogy az adósságot – a pénzforgalmi hiány-statisztikához hasonlóan az átvállalás időpontjában könyveljük el a hiányban. A másik, hogy a felhalmozott adósságot megpróbáljuk szétteríteni azokra az évekre, amikor az valóban felhalmozódott. A tiszta közgazdasági elmélet szempontjából több érv szól az utóbbi megoldás mellett, ugyanakkor gyakorlati szempontból több probléma merül fel. Egyrészt nem áll rendelkezésünkre minden esetben pontos információ arról, hogy az átvállalt adósság pontosan melyik évben keletkezett. Másrészt, ha az adósságtvállalással realizált hiányt visszakönyvelnénk azokra az évekre, amikor az vélhetően keletkezett, akkor az adósságot is vissza kellene könyvelni, azaz el kellene szakadni a hivatalos adósságszámoktól. Elemzésünkben azt a közbülsőnek tekinthető megoldást alkalmazzuk, hogy az átvállalásokat kivesszük az adott évi hiányból, és azokat külön soron tüntetjük fel. A jövőre vonatkozó számításainknál ugyanakkor kockázatként megjelenítjük a kvázifiskális tevékenységeket végző vállalatok felhalmozott adósságát, hiszen ezek átvállalására a jövőben elvileg bármikor sor kerülhet. A 3. számú mellékletben azonban megvizsgáljuk, hogyan alakult volna a hiány és az adósság, ha a kvázifiskális tevékenységeket végző intézmények veszteségét az állam minden évben a keletkezésükkor átvállalta volna.

2.2.5. További tételek

A maastrichti kritériummal konzisztens, ESA szemléletű adósság változása leginkább a pénzforgalmi hiány alakulásával konzisztens. Az eddig felsorolt tényezőkön túl azonban vannak olyan tényezők is, amelyek miatt a pénzforgalmi hiány és az államadósság változása nem egyezik meg. Ezek beazonosítása sokszor nehézségekbe ütközik, azonban sok esetben – főként az időben közelebb lévő évekre vonatkozóan – pontosan lehet ismerni ezen egyedi tételek keletkezésének és a statisztikákba kerülésének körülményeit.

Az egyéb tételek között fontos szerepet játszanak egyedi tételek is. Egyes kvázifiskális tevékenységet végző állami vállalatok esetében a hiány nem jelenik meg a hiánymutatókban, ugyanakkor az adósságuk megjelenik az ESA szemléletű adósságban, ilyen volt 2003–2004-ben a Nemzeti Autópálya Rt. (NA Rt.) adóssága. A bruttó adósság változását a hiány mellett befolyásolja az állam követelésállományának változása is. Vannak olyan speciális műveletek, amelyek szintén

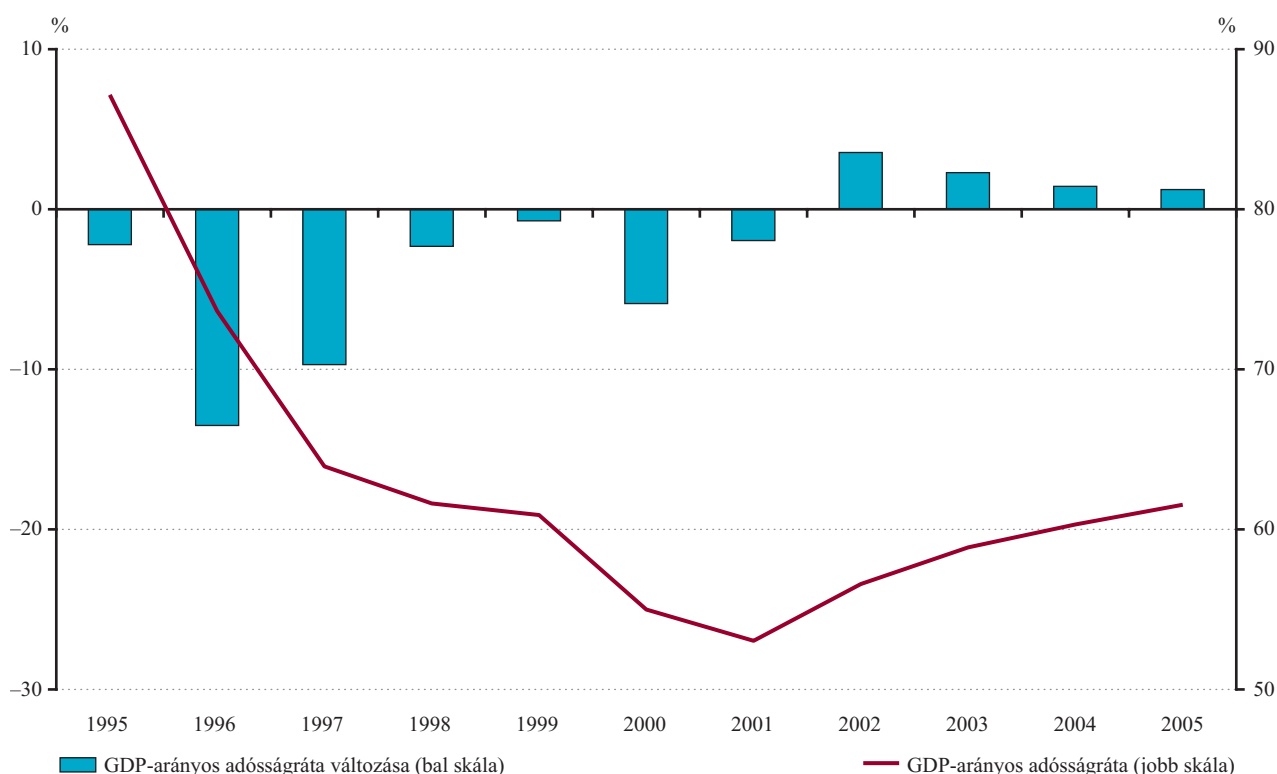
aszimmetrikusan érintették a hiányt és az adósságot, például 2004-ben a kereskedelmi bankok által faktorált mezőgazdasági támogatások állománya is. Ezek a tételek egyedi elbírálást követően kerültek be az adósságstatisztikákba.

2.3. AZ ADÓSSÁGRÁTA ALAKULÁSA

A magyar államadósság alakulását illetően a vizsgált időszak három jól elkülöníthető szakaszra bontható. 1995 és 1997 között a stabilizációs programot követően átlagosan évi 8,5 százalékponttal csökkent az adósságráta nagysága. Ezt követően, 1998-tól kezdődően a csökkenés üteme évi 2,5 százalékponttal lassult, egészen 2001-ig, amikor a lokális minimumának elérése után az adósságráta újra emelkedni kezdett. 2002 és 2005 között a GDP-arányos államadósság éves átlagban mintegy 2,0 százalékponttal növekedett (22. ábra).

22. ábra

A GDP-arányos adósságráta változása



2.3.1. Első szakasz: A stabilizációs programot követő gyors adósságráta-csökkenés (1995–1997)

1993–94-ben a bruttó államadósság a GDP 90 százaléka körül stabilizálódott, miközben a költségvetési hiány 5-7 százalék között ingadozott. Az államháztartási hiány és adósság finanszírozhatatlanságával kapcsolatos félelmek által motivált kiigazítás hatására az államháztartás pénzforgalmi hiánya 1996-ra a GDP 3 százalékára csökkent.

1996-ban és 1997-ben összességében mintegy 23 százalékponttal csökkent az adósságráta nagysága, és az 1993-as 90 százalékos maximumot követően 1997 végére 63,9 százalékra csökkent. Ebben az időszakban az adósságráta csökkenésében főként az elsődleges egyenleg többlete, a jelentős privatizációs bevételek és az infláció felpörgéséből származó seigniorage játszott szerepet. Ezek a hatások egyenként körülbelül egyharmad-egyharmad arányban járultak hozzá az adósságráta csökkenéséhez. Ezzel szemben az 1995-ös jelentős nominális és reálleértékelődés a devizaadósság ártértékelődésén keresztül növelte az adósságráta nagyságát. Ezt a hatást erősítette a jelentős kamatfizetési kötelezettség és a magas kamatszint miatt fellépő nagymértékű reálkamatmathatás is (3. táblázat).

3. táblázat

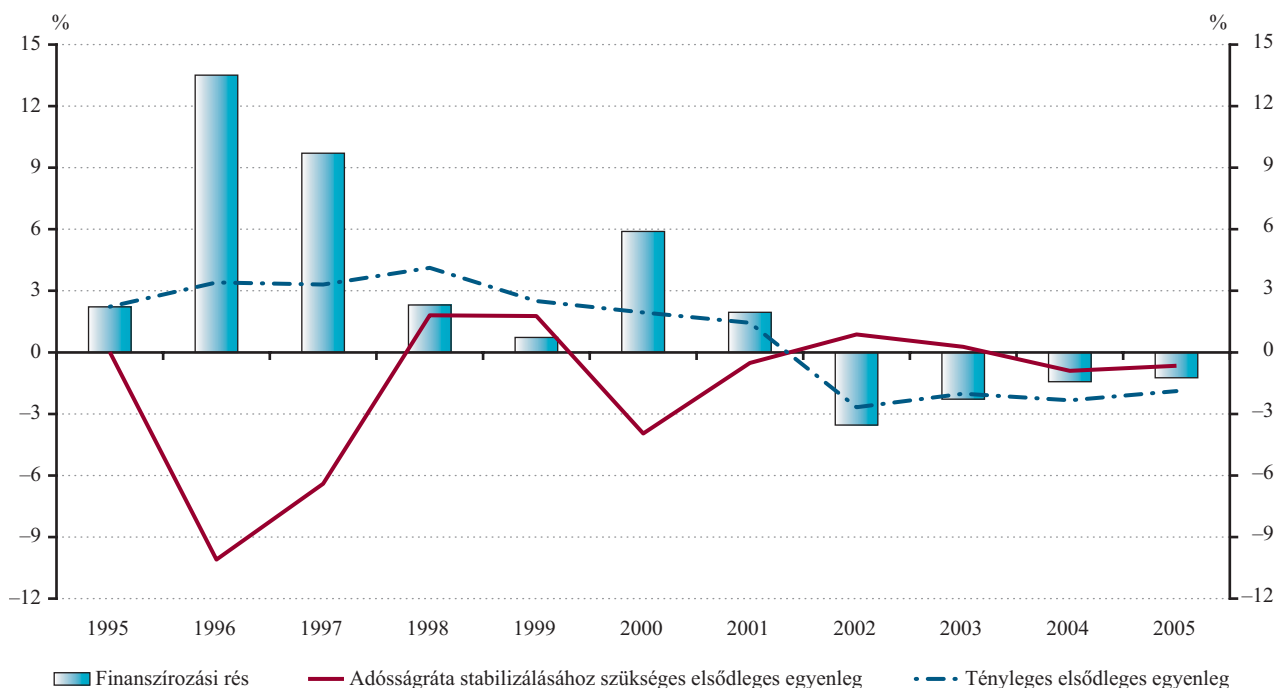
A maastrichti kritériummal konzisztens adósságráta változására ható tényezők reálértéken kifejezve a GDP arányában (százalék)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Adósságráta változása (1+...+5)	-2,2	-13,5	-9,7	-2,3	-0,7	-5,9	-2,0	3,5	2,3	1,4	1,2
1. Fiskális elsődleges egyenleg hatása	-2,0	-4,1	-3,1	-3,7	-2,1	-1,7	-1,1	2,9	2,1	2,4	2,0
2. Monetáris egyenleg hatása	-3,5	-2,7	-1,6	-1,6	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
3. Reáltényezők hatása (a+b+c+d)	6,3	1,1	-0,7	1,6	1,5	-1,8	-1,2	-2,0	-1,1	-0,7	0,3
a) forint reálkamat	1,1	2,9	2,1	3,4	3,7	1,2	1,3	0,1	0,6	2,0	2,7
b) deviza reálkamat	2,7	2,0	1,4	0,9	0,6	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
c) reálárfolyam	4,2	-2,6	-1,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	0,1	-0,2	0,0
d) reálnövekedés	-1,6	-1,1	-3,2	-3,0	-2,5	-3,0	-2,3	-2,0	-1,9	-2,6	-2,4
4. Egyedi tételek (privatizáció, adósságtóvállalás) hatása	-0,6	-4,2	-1,9	1,8	0,1	0,2	0,0	3,4	-0,5	0,9	-1,0
5. Egyéb	-2,4	-3,7	-2,4	-0,3	0,5	-2,2	0,8	-0,3	2,1	-0,7	0,5

A költségvetési konszolidáció a fiskális elsődleges egyenleg szintjén jelentős többletet eredményezett a vizsgált időszakban. Az adósságráta 1995 és 1997 közötti mintegy 25 százalékpontos csökkenéséből 9 százalékpontot a fiskális elsődleges egyenleg okozott. Az adósságdinamikai elemzés alapján meghatározható az adósságráta növekedésének megállításához szükséges és a ténylegesen megvalósult elsődleges egyenleg viszonya. Ezek alapján az látszik, hogy az elsődleges egyenlegen kívüli egyéb tételek 1996–97-ben egyensúlyban lévő elsődleges egyenleg mellett is az adósság csökkenésének az irányába hatottak volna, azonban a ténylegesen megvalósult elsődleges többlet az adósságráta jelentős mérséklődéséhez vezetett (23. ábra). Meg kell azonban jegyeznünk, hogy ez elsősorban a jelentős, 1995–1997-ben összességében 7,6 százalékot elérő privatizációs bevételeknek, illetve az inflációs adó magas szintjének köszönhető.

23. ábra

Az adósságráta növekedésének megállításához szükséges és a ténylegesen megvalósult fiskális elsődleges egyenleg (pb¹) viszonya, illetve az elsődleges rész



1995-ben, a csúszó leértékelés bevezetését megelőzően sor került a forint egyszeri 9 százalékos leértékelésére. Az egyszeri árfolyam-kiigazítás a kezdeti magas leértékelési ütem mellett az első évben a forint jelentős reáleértékelődését eredményezte.

4. táblázat

Az adósságrátára ható fontosabb tényezők összehasonlítása (kumulált értékek)

	1995–1997 kumulált hatás	1998–2001 kumulált hatás	2002–2005 kumulált hatás
Adósságráta változása	-25,4	-10,9	+8,5
Fiskális elsődleges egyenleg	-9,2	-8,6	+9,4
Monetáris egyenleg	-7,8	-3,3	-1,5
Privatizációs bevételek	-7,6	-0,3	-2,4
Reáltényezők együttes hatása	+6,7	+0,1	-3,6
Átvállalások, egyéb adósságelemek	+1,0	+2,4	+5,1

A vizsgált időszak elején a reáltényezők viszonylag nagymértékben mérsékeltek az adósságráta csökkenését. A korrigált szerkezetű adósságállományra elvégzett számítások szerint 1995 és 1997 között a reálkamatok mintegy 12 százalékponttal növelték önmagukban az adósságráta nagyságát, miközben a reálárfolyam változása közel semleges hatással volt az adósságrátára. Ezt a hatást csak részben tudta ellensúlyozni a GDP reálnövekedésének mintegy 6 százalékpontos adósságcsökkentő hatása.

2.3.2. Második szakasz: Az adósság lassuló ütemű mérséklődésének szakasza (1998–2001)

1998 és 2001 között a GDP-arányos adósságráta összességében további 11 százalékponttal mérséklődött, ami nagy részben az elsődleges egyenleg többletére vezethető vissza. Az államháztartás elsődleges egyenlegének többlete ugyan fokozatosan mérséklődött, de a többi tényezőt figyelembe véve mindig felette volt az adósságráta csökkentéséhez szükséges szintnek. A finanszírozási rés az elsődleges egyenleg többletének csökkenő trendje mellett fokozatosan szűkült.

Ebben az időszakban az erőteljes gazdasági növekedés mintegy 10 százalékponttal járult hozzá az adósság csökkenéséhez, azonban ezt a hatást teljes mértékben ellensúlyozta a reálkamatok adósságnövelő hatása. A dinamikus tényezők együttes hatása 1998–1999-ben elsősorban az orosz és a délkelet-ázsiai pénzügyi válságok következtében megemelkedett reálkamathatás miatt az adósságráta növekedésének irányába mutatott. A vizsgált időszak a reáltényezők alapján nem mutat egységes képet, ugyanis a dinamikus komponensek együttes hatása 1995 és 2000 között alapvetően az adósságráta emelkedésének irányába hatott, míg 2000-et követően a reáltényezők viszonylagosan stabilnak mondható mértékű adósságráta-mérséklő hatása volt jellemző (24. ábra). Az előző – 1995–1997-es – időszakra jellemző privatizációs bevételek fokozatosan elapadtak, és gyakorlatilag nem voltak meghatározóak az adósságcsökkentés szempontjából.

24. ábra

A reáltényezők alakulása



A vizsgált időszakban 1998-ban a Postabank konszolidációja és a gázközművek korábbi privatizációjával kapcsolatos önkormányzati követelések rendezése kapcsán kibocsátott kötvények, majd a további évek kisebb adósságvállalásai több mint 2 százalékponttal emelték az adósságráta nagyságát. Ez azt jelentette, hogy míg az egyedi tételek a korábbi időszakban a privatizációs bevételeken keresztül adósságcsökkentő tételként jelentkeztek, addig az 1998 és 2001 közötti időszakban inkább az adósságráta növekedésének az irányába hatottak.

A monetáris egyenleg ebben az időszakban – az infláció és a nominális kamatszint mérséklődésével összhangban – fokozatosan csökkent. Emellett a devizatartalékok állományának főként 1998 és 2000 között megfigyelhető erőteljes növekedésével párhuzamosan emelkedett a tartaléktartás költsége. A két hatás eredőjeként a jegybanki tevékenység fiskális eredménye fokozatosan mérséklődött, egyre kevésbé járult hozzá az adósságráta csökkenéséhez. Miközben az 1995 és 1997 közötti időszakban a monetáris hatás éves átlagban a GDP 2,6 százalékát tette ki, addig 1998 és 2001 között mindössze átlagosan 0,8 százaléket jelentett az adósságráta csökkenésében.

2.3.3. Harmadik szakasz: Újra eladósodási pályán (2002–2005)

2002-ben fordulat következett be a GDP-arányos államadósság alakulásában. A megelőző nyolc év mérséklődését követően 2002 és 2005 között összességében 8,5 százalékponttal növekedett az adósságráta nagysága. A növekedés hátterében egyértelműen az államháztartás magas elsődleges hiánya és a nagymértékű adósságvállalások állnak.

2002-től kezdődően a költségvetés növekvő kiadásai az addig többletet mutató fiskális elsődleges egyenleget deficitessé tették, ami 2002 és 2005 között 9,5 százalékponttal növelte az adósságrát. A 2002–2005-ös évek átlagában a fiskális elsődleges egyenleg egyensúly közeli szintje, illetve kismértékű hiánya lett volna szükséges az adósság növekedésének megállításához, azonban mindhárom évben jelentős, a GDP 2 százalékát meghaladó nagyságú elsődleges hiány alakult ki, így az elsődleges rés negatívvá vált.

Az (átvállalások nélküli) elsődleges hiány mellett jelentős szerepet játszott az adósság növekedésében az állami vállalatok felhalmozott adósságainak átvállalása és az egyéb, költségvetésben nem megjelenő, de statisztikailag az államadósság részét képező adósságelemek terebélyesedése. 2002-re a közlekedési infrastruktúrát fejlesztő és működtető állami vállalatok (MÁV, GYSEV, BKV, NA, ÁAK) előző években felhalmozott adóssága elérte a GDP 3,5 százalékát, ami szűkessé tette az adósságátvállaláson keresztül megvalósuló állami szerepvállalást.

A kilencvenes évek végének erőteljes gazdasági növekedése az ezredfordulón és az azt követő években megtorpant. A lassuló reálnövekedési ütem ellenére – a reálkamatok fokozatos csökkenése következtében – a reálnövekedés és a reálkamatok viszonya – még az egyéb, egyedi tételek figyelembevételével is – megengedte volna kismértékű elsődleges hiány kialakulását az adósságráta stabilizálásához, azonban a ténylegesen kialakuló hiány ennél lényegesen nagyobb lett. A reáltényezők 1999 után egészen 2004-ig egyértelműen az adósságráta csökkenésének irányába mutattak, azonban ez a kedvező jelenség 2005-ben megváltozott, és a reálkamat, ha csak kismértékben is, de meghaladta a reálnövekedés nagyságát. Ez azt jelentette, hogy az előző évekkel ellentétben 2005-ben nemcsak az elsődleges egyenleg szintjén mutatkozó hiány, hanem a reálkomponensek hatása is kedvezőtlen irányba mozdította az adósságrátát (24. ábra).

2003-ban nominális és reálértelemben egyaránt leértékelődött a forint, azonban ettől eltekintve 2002 és 2004 között összességében a reálértékelődés adósságcsökkentő hatása volt meghatározóbb. A seigniorage szerepe az elmúlt három évben a korábbi évekhez képest csekélyebbé vált az adósságráta csökkenésében, mértéke a GDP 0,4-0,5 százalékának megfelelő szinten látszik stabilizálódni.

2.3.4. A bemutatott szakaszok jellemzőinek összefoglalása

Összességében megállapítható, hogy a jelenlegi helyzetet az 1995-ös konszolidáció előttivel összehasonlítva, néhány alapvető eltérés fedezhető fel (5. és 6. táblázat). 1995-ben a magyar gazdaság magas, 20 százalék feletti inflációs környezettel szembesült. A jelenlegihez viszonyítva magas volt a GDP-arányos államadósság induló mértéke, emellett aránylag jelentős volt a privatizálható állami vagyon nagysága, amiből származó bevételt az adósság csökkentésére lehetett fordítani. A stabilizációhoz kapcsolódó költségvetési szigorítás – jelentős részben az infláció emelkedésén keresztül – számottevő elsődleges többletet eredményezett, és a vizsgált időszak kezdetén nem volt jellemző a költségvetési körön kívüli adósságok átvállalása sem.

Ezzel szemben az elmúlt években a költségvetés elsődleges egyenlege deficitet mutatott, és egyre jelentősebbé váltak a költségvetésen kívüli, de a szélesebb értelemben vett államháztartás részét képező adósságelemek is. Ezenkívül a privatizációs folyamat a vége felé közeledik, és a jövőben ebből a forrásból néhány nagyobb részvénycsomag értékesítésén kívül nem várható nagymértékű bevétel, az adósságot a korábbihoz hasonló mértékben már nem lehet ebből a forrásból csökkenteni. Kedvezőtlen hasonlóság ugyanakkor a kilencvenes évek közepén tapasztalt helyzettel, hogy a reáltényezők hatása az 1999–2004 közötti időszakkal ellentétben 2005-ben újra az adósságráta növekedésének irányába mutat.

5. táblázat

Az adósságrátára ható tényezők alakulása (éves átlagos értékek)

	1995–1997 éves átlag	1998–2001 éves átlag	2002–2005 éves átlag
Adósságráta változása	-8,5	-2,7	+2,1
Fiskális elsődleges egyenleg	-3,1	-2,1	+2,4
Monetáris egyenleg	-2,6	-0,8	-0,4
Privatizációs bevételek	-2,5	-0,1	-0,6
Reáltényezők együttes hatása	+2,2	+0,0	-0,9
Átvállalások, egyéb adósságelemek	+0,3	+0,6	+1,3

A jelenlegi gazdasági környezetben (privatizáció 2007-től várható lezárulása, alacsony inflációs környezet) a gazdaságpolitika az elsődleges egyenleg javításán keresztül tud hatással lenni az adósság mérséklésére. Emellett kiemelt figyelmet érdemel a költségvetésen kívüli, de az államadósságba tartozó kötelezettségek visszaszorítása, mivel ez a fajta adósság nem transzparens módon, de mégis hozzájárul a maastrichti kritériumban megfogalmazott adósságráta növekedéséhez.

6. táblázat

Az adósságrátát befolyásoló tényezők alakulása

	1995–1997	1998–2001	2002–2005
Adósságráta	Nagymértékben csökkenő adósság	Lassuló ütemben mérséklődő adósságráta	A mérséklődés megfordul, az adósságráta növekszik
Fiskális elsődleges egyenleg	Jelentős elsődleges többlet (átlag 3%)	Továbbra is meghatározó elsődleges többlet (átlag 2,1%)	Hiány az elsődleges egyenleg szintjén (átlagosan évi 2,5% deficit)
Monetáris egyenleg	Jelentős seigniorage-bevétel és alacsony tartaléktartási költségek	Csökkenő seigniorage-bevétel, de továbbra is adósságcsökkentő hatással	Csekély mértékűre zsugorodott monetáris hatás
Privatizációs bevételek	Jelentős adósságcsökkentő bevételek	Nem jelentős	Kismértékben növekedett
A reálkamat és növekedés viszonya	Az adósság növekedésének irányába hat	Időszak elején a növekedés, 2000-től a csökkenés irányába hat	A reálkamat és -növekedés viszonya csökkenti az adósságrátát
Reálárfolyam	A kezdeti (1995-ös) reálleértékelődés növelte az adósságrátát	A reálfelértékelődés folytatódásának adósságrátamérséklő hatása	Kismértékű reálfelértékelődés és ennek adósságcsökkentő hatása
Átvállalások, egyéb adósságelemek	Explicit hatásuk nem jelentős	Főként a Postabankhoz (1998) kapcsolódó átvállalások	Egyre meghatározóbb a költségvetésen kívüli adósság mértéke (2002)

3. Az adósságráta várható jövőbeli alakulása

Ebben a részben az előző fejezetben bemutatott elemzési keretben több forgatókönyv mellett számszerűsítjük az adósságállomány várható nagyságának alakulását. Ehhez feltételezéseket kell tennünk az adósságrátát befolyásoló legfontosabb tényezőkre, azaz a fiskális elsődleges egyenlegre, a reálkamat és a reálnövekedés viszonyára, és az egyedi tényezőkre (privatizáció, adósságátvállalások) vonatkozóan. Először megvizsgáljuk, hogy feltételezéseink mellett mekkora fiskális elsődleges egyenleg lenne szükséges az adósságráta növekedésének megállításához, majd a fiskális elsődleges egyenleg különböző pályái mellett vizsgáljuk az adósságráta várható alakulását.

Mivel 2005-re vonatkozóan még nem rendelkezünk hivatalos statisztikával az államadósság nagyságát illetően, ezért a 2005-re vonatkozó érték is becslésnek tekinthető. Mindemellett már rendelkezésünkre állnak a 2005-ös ténybecslést segítő információk, így a tényleges előrejelzés 2006-tól indul.²³

A reálkamat és reálnövekedés várható alakulása

Az elmúlt években a reálkamat és a reálnövekedés egymáshoz viszonyított nagysága önmagában az adósságráta csökkenésének irányába mutatott. A következő években a 2006. januári hozamgörbe és a gazdasági növekedésre vonatkozó várakozások alapján az alapesetnek az tekinthető, hogy a két tényező közötti viszony várhatóan közel semleges hatással lesz az adósságráta alakulására. A konszolidált államháztartás szintjén a devizaarány alacsonynak tekinthető, így a reálkamatot elsősorban a forintadósság után fizetett kamat határozza meg.

Az előrejelzési horizontunk elején – 2005 és 2007 között – a reálnövekedés – a 2005. novemberi inflációs jelentés makrogazdasági előrejelzése és az azóta napvilágot látott legfrissebb adatok alapján – várhatóan a potenciális növekedési ütemnek megfelelő 3,6 százalék felett alakulhat. Ezt követően számításainkban a 3,6 százalékos növekedési ütemet feltételeztük.²⁴ Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a forintreálkamat a 2006 januárjára jellemző hozamgörbe és a várható infláció mellett átlagosan 3,5 százalék körül alakulhat, eltekintve a 2006–2007-es átmeneti emelkedéstől, aminek hátterében a GDP-deflátor átmeneti csökkenése áll. A devizaadósságra vonatkozóan az euro-hozamgörbéből számított enyhén növekvő, átlagosan 1,4 százalékos reálkammattal számoltunk.

Tanulmányunkban változatlan 250 forintos euroárfolyammal számolunk. Ettől eltérő árfolyam mellett a devizaadósság átértékelődésén keresztül változhat a forintban kifejezett államadósság nagysága, ami a többi tényező változatlansága mellett befolyásolja a GDP-arányos adósságráta nagyságát is. Az árfolyamváltozás által kiváltott hatás szoros összefüggésben áll a devizaadósság teljes adósságon belüli részarányával. Konszolidált szinten a jelenlegi devizaarány mellett az árfolyam átértékelődésén keresztül játszott szerepe az elemzési keretünk sajátossága következtében nem tekinthető számottevőnek.²⁵

Privatizációs bevételek

Előrejelzésünkben 2006-ra vonatkozóan számolunk nagyobb privatizációs bevételekkel. Feltételezésünk szerint 2006-ban sor kerülhet a MOL állami részvénytársaság értékesítésére, ami a bevételi terv túlnyomó részét teljesítené. A 2006-os tranzakciókból összesen a GDP 0,9-1,0 százalékának megfelelő bevétel származhat. 2006 után a privatizációs folyamat lassú lezárulását feltételezzük, azaz ezt követően már nem számolunk jelentősebb állami vagyon értékesítésével.

²³ A 2005-ös államadósság első hivatalos publikációja 2006. március végén várható.

²⁴ A potenciális GDP becsléséről lásd: Benk-Jakab-Vadas (2005). A következő évek várható GDP-alakulásánál pedig az MNB 2005. novemberi inflációs jelentésének adatait vettük alapul. Jelenlegi ismereteink alapján a GDP-módszerben bekövetkezett változás kismértékben, néhány tízed százalékponttal növelheti a potenciális GDP nagyságát, azonban ez számításainkat nem befolyásolja érdemben.

²⁵ Ez a közel semleges hatás azonban két ellentétes folyamat eredőjeként alakul ki. Egyrészt a hivatalos adósságstatisztikák alapján számolt, jegybankkal nem konszolidált államadósság esetén az árfolyam egyszázalékos változása 0,18 százalékpontos adósságráta-változást okoz. Másrészt azonban a jegybanknál a fentivel ellentétes irányú nem realizált árfolyamnyereség (-veszteség) keletkezik. Az elszámolás aszimmetrikus jellegéből adódóan, bár a konszolidált állam tényleges pozíciója csak kismértékben változik, mivel a jegybank árfolyamnyeresége nem csökkenti az adósságot, míg a költségvetés árfolyamvesztése növeli azt, ezért egy leértékelődés adósságra gyakorolt hatása megegyezik az államháztartás árfolyamvesztésével.

A fentiekén túl a privatizációhoz kapcsolódik a Richter 2004-es magánosításakor kibocsátott átváltható kötvények 2009-ben történő részvényre váltása, ami a GDP 0,6 százalékával csökkenti az adósságportfólió nagyságát.

Adósságátvállalások várható alakulása

Az elmúlt években GDP-arányosan is számottevővé vált a szélesebb értelemben vett államháztartáshoz tartozó, kvázi-fiskális tevékenységet végző vállalatok adósságának növekedése, illetve a formailag magánvállalatok keretében zajló, de államilag kezdeményezett és irányított PPP-beruházások volumene.

A MÁV és a BKV 2002-es, 150 milliárd forintot meghaladó hiteleinek átvállalását követően tovább folytatódott a veszteséges üzletmenet, ami azt eredményezte, hogy 2004 végére további mintegy 180 milliárd forint adósság halmozódott fel az említett társaságok mérlegeiben. Az adósságállomány jelenlegi növekedési üteme valószínűleg a hitelképesség megítélésének romlásával jár együtt, ami a következő években szükségessé teheti a költségvetés részéről az adósságok vagy egy részük újabb átvállalását. 2005 végén a két társaság felhalmozódott adósságállománya a GDP 1,3 százalékát tette ki, amiből 0,6 százalékpontnyi államilag garantált. 2006 végére a MÁV-hoz és BKV-hoz kapcsolódó, potenciálisan átvállalható adósság GDP-arányosan várhatóan 1,8 százalékra (400 milliárd forint) nő.

A 2002-es adósságátvállalások másik jelentős csoportját az útépitéshez kapcsolódó beruházások alkották. Az NA Rt. és az ÁAK Rt. által kivitelezett építkezések összességében 255 milliárd forintos adósságállomány átvételét tették szükségessé. 2006-tól kezdődően átalakul az autópálya-építések finanszírozásának intézményi szerkezete. Az eddig alapvetően állami funkciónak tekintett beruházásokat a Nemzeti Autópálya Rt. finanszírozta, aminek a felhalmozott adóssága az államadósság részét képezte.

A tervek szerint 2005-től kezdődően a finanszírozást a magánszektorba sorolt Állami Autópálya Kezelő Rt. vette volna át, amely kötvénykibocsátásokkal biztosította volna az építkezésekhez szükséges forrásokat. Azonban 2005 őszén az Eurostat kifogásokat fogalmazott meg az autópálya-építések finanszírozási rendszerének tervezett megváltoztatásával kapcsolatban. Ennek eredményeképpen az NA Rt. által felvett 2005-ös hitelek egy része, mintegy 180 milliárd forint a költségvetés által átvállalásra került, és 2006-ban is közel 240 milliárd forint adósságátvállalás szerepel a költségvetési törvénytervezetben.

Az Eurostat állásfoglalása egyelőre nem foglalkozott az újonnan PPP-beruházások keretében épülő autópályákkal. Ezzel kapcsolatban módszertani kockázatot jelent, hogy az autópályák építéséhez kapcsolódó kötelezettségek a jövőben az adósság részét fogják-e képezni. 2006 végére az autópálya-építésekkel összefüggő kvázifiskális kötelezettségállomány nagysága elérheti a GDP 2,1 százalékát is, ami a következő években hasonló ütemben növekedhet.

3.1. AZ ADÓSSÁGRÁTA STABILIZÁLÁSÁHOZ SZÜKSÉGES ELSŐDLEGES EGYENLEG

Az adósságráta jövőbeli alakulását az eddigi elemzésünkben használt módszertan segítségével számszerűsítjük. Az egyes változókra a következő feltételezéseket tesszük:

7. táblázat

A szimuláció során használt alapfeltételezések összefoglaló táblázata*

	2006	2007	2008	2009	2010
Forintreálkamat (%)	4,2	4,0	3,5	3,5	3,5
Deviza-reálkamat (%)	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5
Hazai GDP-deflátor (%)	2,4	2,6	3,0	3,0	3,0
Külföldi infláció (%)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Privatizációs bevételek (GDP százalékában)	-0,9	0,0	0,0	-0,6	0,0
Monetáris egyenleg (GDP százalékában)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

* A 2009-ben a GDP 0,6 százalékát kitevő privatizációs bevétel a Richter 2004 végi privatizációjához köthető. 2004 szeptemberében került sor a tranzakcióra, amelynek keretében a Richter részvényre átváltható, 5 éves lejáratú kötvények kibocsátásával valósította meg a magánosítást. Ez azt jelenti, hogy az így kibocsátott kötvények 2009-ig az adósságportfólió részét képezik, majd azt követően – amennyiben nagy valószínűséggel sor kerül a részvényre való átváltásra – ki kerülnek az államadósság-statisztikákból.

A fenti feltételezések mellett megkapjuk az adósságstabilizáló elsődleges fiskális egyenleg nagyságát. Számításainkból az látszik, hogy a jelentősebb privatizációs bevétellel járó 2006-os és 2009-es évektől eltekintve az elsődleges fiskális egyenleg körülbelül 0,6–0,7 százalékos hiánya lenne megengedhető az adósságráta növekedésének megállításahoz (8. táblázat, illetve 25. ábra). Miközben a reálkamat átlagosan 2,3 százalékpontos növekedést, addig a reálnövekedés 2,5 százalékpontos csökkenést okozna az adósságráta dinamikájában. A dinamikus komponensek hatása összességében kismértékű adósságráta-csökkenés irányába mutatna, amennyiben az elsődleges egyenleg egyensúlyba kerülne. Ezt a hatást erősíti még a monetáris egyenleg is, ami átlagosan további fél százalékponttal mérsékli az adósságrátát. A privatizációs bevételek ugyan szintjében hatással vannak az adósságráta alakulására, azonban hosszú távon az adósság dinamikájára nincsenek komoly hatással.

8. táblázat

Az adósságrát befolyásoló tényezők várható alakulása (a GDP arányában)

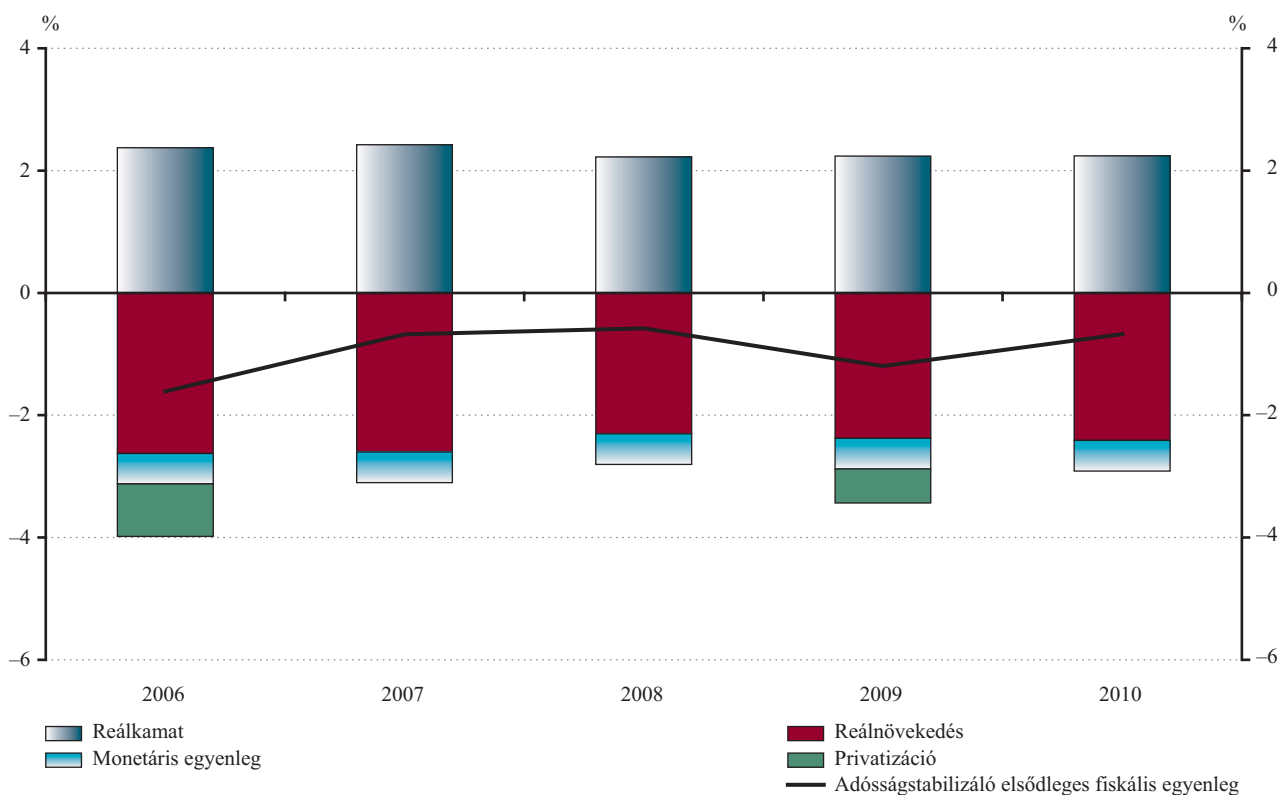
	2006	2007	2008	2009	2010
1. Reáltényezők hatása (a+b+c+d)	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
a) Forint reálkamat	2,4	2,4	2,2	2,2	2,2
b) Deviza reálkamat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
c) Reálárfolyam	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
d) Reálnövekedés	-2,6	-2,6	-2,3	-2,4	-2,4
2. Privatizáció	-0,9	0,0	0,0	-0,6	0,0
3. Monetáris egyenleg	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
4. Egyedi tételek	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adósságstabilizáló elsődleges fiskális egyenleg (1+2+3+4)	-1,5	-0,7	-0,6	-1,2	-0,7

A fent kiszámított adósságstabilizáló elsődleges egyenleg a fiskális elsődleges egyenlegre vonatkozik. Ez az a része az egyenlegnek, amire elemzési keretünkben a fiskális politikának tényleges ráhatása van. A hivatalos pénzforgalmi elsődleges egyenleg ettől a képzetes egyenlegtől eltér, mivel abban nemcsak az MNB működési költsége, hanem a kamategyenlege is megjelenik.

Ahhoz, hogy meg tudjuk becsülni, mekkora lesz az MNB jövőbeli kamategyenlege, feltételezéseket kell tenni a nyitott pozíciójára, illetve a deviza- és a forintkamatok alakulására. GDP-arányosan szinten maradó devizatartalék feltételezése mellett, a forint és az euro forwardhozamok alapján az MNB kamatvesztesége az elkövetkező években megközelítőleg a GDP 0,2-0,3 százaléka lehet. Ez azt jelenti, hogy az adott fiskális elsődleges egyenleghez a GDP 0,2-0,3 százalékaival rosszabb (tehát nagyobb hiányt vagy kisebb többletet tartalmazó) hivatalos elsődleges egyenleg tartozik.

25. ábra

Az adósságrátát befolyásoló tényezők várható hatása



Az elsődleges egyenleg forgatókönyveinek vizsgálata

A gazdaságpolitika közvetlenül a fiskális elsődleges egyenlegre tud hatni. Ebben a szakaszban megvizsgáljuk, hogy a fiskális elsődleges egyenleg különböző pályái mellett hogyan alakulna az adósságrátá. Abból a célból, hogy a modell-számításaink eredményét közvetlenül össze lehessen vetni a hivatalos elsődleges egyenleg alakulásával, a pályákat nem a fiskális elsődleges egyenlegre, hanem a teljes elsődleges egyenlegre írjuk fel. (Ez a jegybank viszonylag stabil kamatvesztése miatt nem okoz torzítást.)

2006-ra az MNB 2005. novemberi inflációs jelentésében szereplő pénzforgalmi hiány előrejelzéssel konzisztens 4,5 százalékos elsődleges hiányt fogadjuk el kiindulási alapként, azonban ez már tartalmaz mintegy 1 százalékos adósságrátavállalást, ezért az átvállalások nélküli elsődleges hiány nagysága várhatóan 3,5 százalék körül alakulhat.²⁶ 2007-től kezdődően azonban nem rendelkezünk elfogadott fiskális pályával, így erre az időszakra három forgatókönyv várható hatását vizsgáltuk meg: (1) az elsődleges egyenleg szinten marad, (2) az elsődleges egyenleg szintjén 2007-ben meghatározó nagyságú kiigazítás történik, (3) az elsődleges egyenleg 2007-től kezdődően az előző év magasabb hiányát követően évi 0,5 százalékpontos javulást mutat.

1. **Az elsődleges egyenleg szinten maradása:** ebben az esetben azt feltételezzük, hogy az államháztartás elsődleges egyenlege a 2007–2010-es időhorizonton a 2006-os szinten marad, tehát nem következik be fiskális megszorítás. A szimulációban továbbá két forgatókönyvvel számolunk a reálkamatok alakulását illetően. Az egyik forgatókönyv szerint a reálkamatok a 2006. januári hozamgörbe és a várható infláció függvényében alakulnak, míg a második forgatókönyv azzal számol, hogy a reálkamatok 2007-től kezdődően 100 bázisponttal magasabbak ennél a szintnél. Er-

²⁶ A 2006-ban esedékes, NA Zrt.-től átvállalt hitelek nem növelik az államadósság nagyságát, mert már 2005-ben is a részét képezték. Az átvállalással az adósságelem csak átkerül a központi költségvetés adósságába. Emellett azzal az erős feltételezéssel is élünk, hogy a 2006-os adósságrátavállalást követően az államháztartás hivatalos pénzforgalmi hiánya 2007-től automatikusan javul ezzel az összeggel, és az egyes felvázolt forgatókönyvekben az átvállalások nélküli elsődleges egyenleg változására alkalmazzuk feltevéseinket.

re a második esetre azért van szükség, mert a fiskális kiigazítás további halasztásával nagymértékben megnő a valószínűsége annak, hogy az állam csak magasabb hozamszint mellett lesz képes finanszírozni a magas szinten megrekedő hiányt.

A 3,5 százalékos szinten maradó elsődleges hiány ebben az esetben azt feltételezi, hogy a jelenlegi jogszabályi és gazdasági környezetben a determinációk következtében az alapesetben emelkedő hiányt megfelelő intézkedésekkel ellensúlyozzák, de ezen túlmenően nem történik egyéb fiskális politikai lépés. Ennek fényében ez az eset valószínűleg alulbecsli a hiány nagyságát, hiszen a változatlan szint eléréséhez is implicit megszorításokkal számol.

2. **Gyors kiigazítás:** 2006-ban az alappályában feltételezett hiány valósul meg, azonban 2007-ben a költségvetés jelentős kiigazítást hajt végre, aminek eredményeképpen az elsődleges egyenleg nullára esik vissza. Ezt követően az elsődleges egyenleg változatlan szinten marad. Feltételezéseink szerint a javuló fiskális pálya következtében a forintkamatok 2007-től jelentős mértékben csökkenhetnek, és 2010-re szintjükben elérhetik a devizakamatok szintjét.
3. **Elnyújtott kiigazítás:** 2007-től kezdődően megindul ugyan a fiskális kiigazítás folyamata, azonban az elsődleges egyenleg hiánya csak évi fél százalékpontos ütemben csökken. A lassabb korrekciós pálya mentén a reálkamatok várhatóan az alapesetnek tekintett, jelenlegi hozamgörbe alapján adódó pályán mozoghatnak.

9. táblázat

A különböző forgatókönyvek mellett adódó elsődleges egyenlegek és a várható adósságráta-változások a GDP arányában

	2006	2007	2008	2009	2010
Államháztartás feltételezett elsődleges egyenlege					
1. Szinten maradó elsődleges egyenleg	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
2. Lassú kiigazítás	-3,5	-3,0	-2,5	-2,0	-1,5
3. Gyors kiigazítás	-3,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Szükséges elsődleges egyenleg					
1/a. Szinten maradás	-1,3	-0,5	-0,4	-1,0	-0,5
1/b. Szinten maradás (emelkedő reálkamat)	-1,3	0,2	0,3	-0,3	0,2
2. Lassú kiigazítás	-1,3	-0,5	-0,4	-1,0	-0,5
3. Gyors kiigazítás	-1,3	-0,9	-1,3	-2,3	-2,1
Várható adósságráta-változás					
1/a. Szinten maradás	2,2	3,1	3,1	2,5	3,0
1/b. Szinten maradás (emelkedő reálkamat)	2,2	3,7	3,8	3,2	3,7
2. Lassú kiigazítás	2,2	2,6	2,1	1,0	1,0
3. Gyors kiigazítás	2,2	-0,9	-1,3	-2,3	-2,1

A három forgatókönyv közül egyedül a gyors fiskális kiigazítás biztosítja, hogy az adósságráta 2007-től kezdődően csökkenő pályára álljon, azonban még ebben az esetben sem mérséklődik az adósságráta szintje 2008-ban 60 százalék alá. A lassabb ütemű kiigazítás és a szinten maradó elsődleges egyenleg mellett nemcsak szintjében, de várhatóan dinamikájában sem lehet teljesíteni az adósságrátára vonatkozó maastrichti kritériumot.

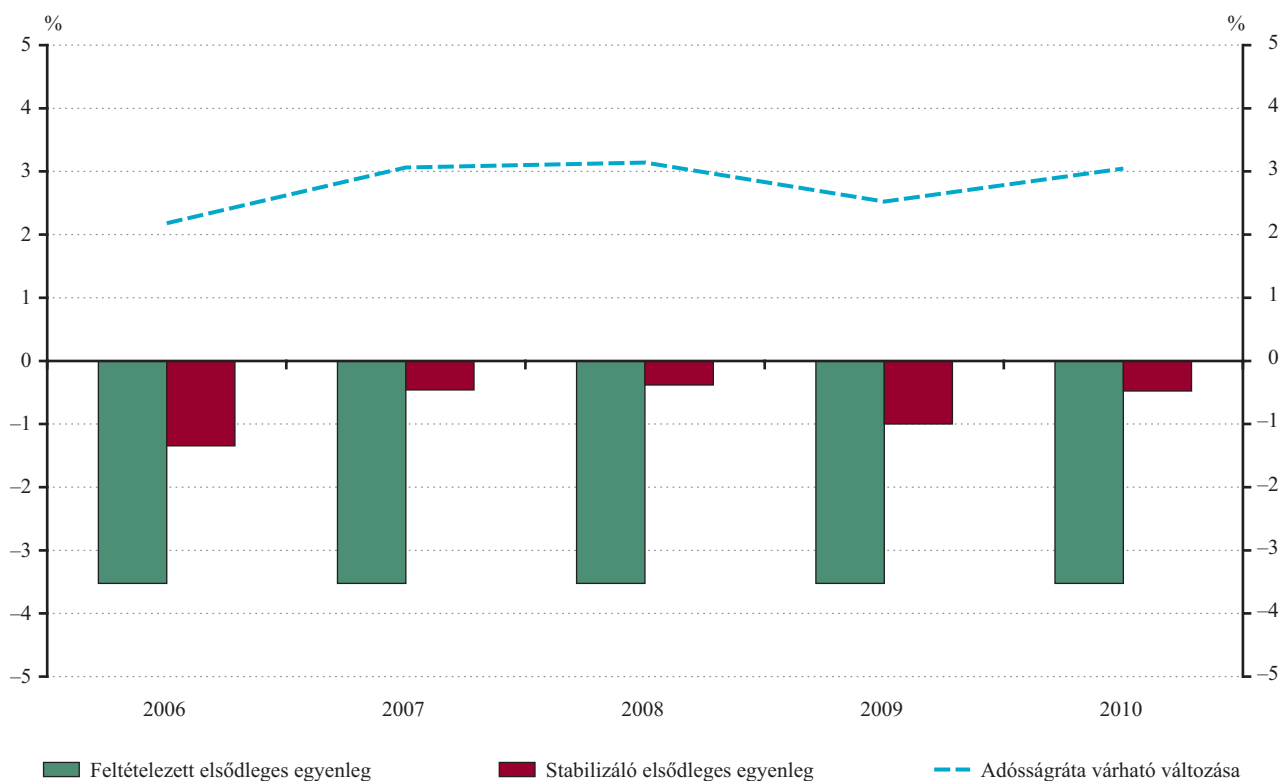
A következőkben bemutatandó eredményeknél hangsúlyoznunk kell, hogy nem számolunk a kvázifiskális adósságok eddigiekben ismertnél nagyobb mértékű átvállalásával. Mivel 2006 végére a kvázifiskális adósság nagysága elérheti a GDP 3 százalékát, ennek átvállalása az összes bemutatott forgatókönyv esetén hasonló mértékben növelné az adósságráta nagyságát.

Az elsődleges egyenleg szinten maradásával számoló forgatókönyv megvalósulása esetén a GDP-arányos államadósság a 2005–2006-os időszakot követően is tovább növekszik, és 2008-ra megközelíti a 70 százalékot, míg a reálkamatok emelkedése melletti 1/b. forgatókönyv esetén kismértékben meghaladja a 71 százalékot is. Amennyiben 2007-ben

meghatározó nagyságú korrekció történik az államháztartásban, aminek eredményeképpen az elsődleges egyenleg egyensúlyba kerül, akkor 2007-től a markánsan javuló elsődleges egyenleg és a várhatóan felgyorsuló hozamkonvergencia az adósságráta látványos mérséklődéséhez vezethet. Ez azt jelenti, hogy 2008-ban a GDP-arányos adósság 61 százalék közelébe csökkenhet, tehát még ebben az esetben sincs esély arra, hogy a maastrichti kritérium szintjében teljesüljön. Abban az esetben, ha 2007-ben csak kisebb mértékű, évi fél százalékpontos fiskális kiigazítás történik, akkor az adósságráta lassabb ütemű emelkedése várható, és a vizsgált időhorizonton – a szinten maradó elsődleges egyenleghez hasonlóan – nem valószínű a ráta növekedésének megfordulása, annak mértéke 2008-ra meghaladhatja a 68 százalékot. A konvergenciaprogram időhorizontja 2008-ig terjed, azonban azt követően is évi 0,5 százalékpontos hiánycsökkentést feltételezünk a lassabb konszolidációs pálya mellett. 2008-at követően az adósságráta csökkenése csak a gyors kiigazítás mellett folytatódik, a másik két forgatókönyv megvalósulása esetén az adósságráta eltérő ütemben, de tovább emelkedhet. Gyors hiánymérséklést feltételezve 2010-re az adósságráta 57 százalék közelébe süllyedhet. Amennyiben az elsődleges egyenleg továbbra is szinten maradna, akkor 2010-re a GDP-arányos államadósság várhatóan 75-78 százalék közelébe emelkedne, míg a lassú kiigazítás pályája mellett a mérséklődő dinamikájú, de továbbra is növekvő eladósodás 2010-re 70-71 százalékos adósságrát eredményezne (28–31. ábrák).

26. ábra

Az 1/a. forgatókönyv esetén adódó és az adósságráta stabilizálásához szükséges elsődleges egyenlegek



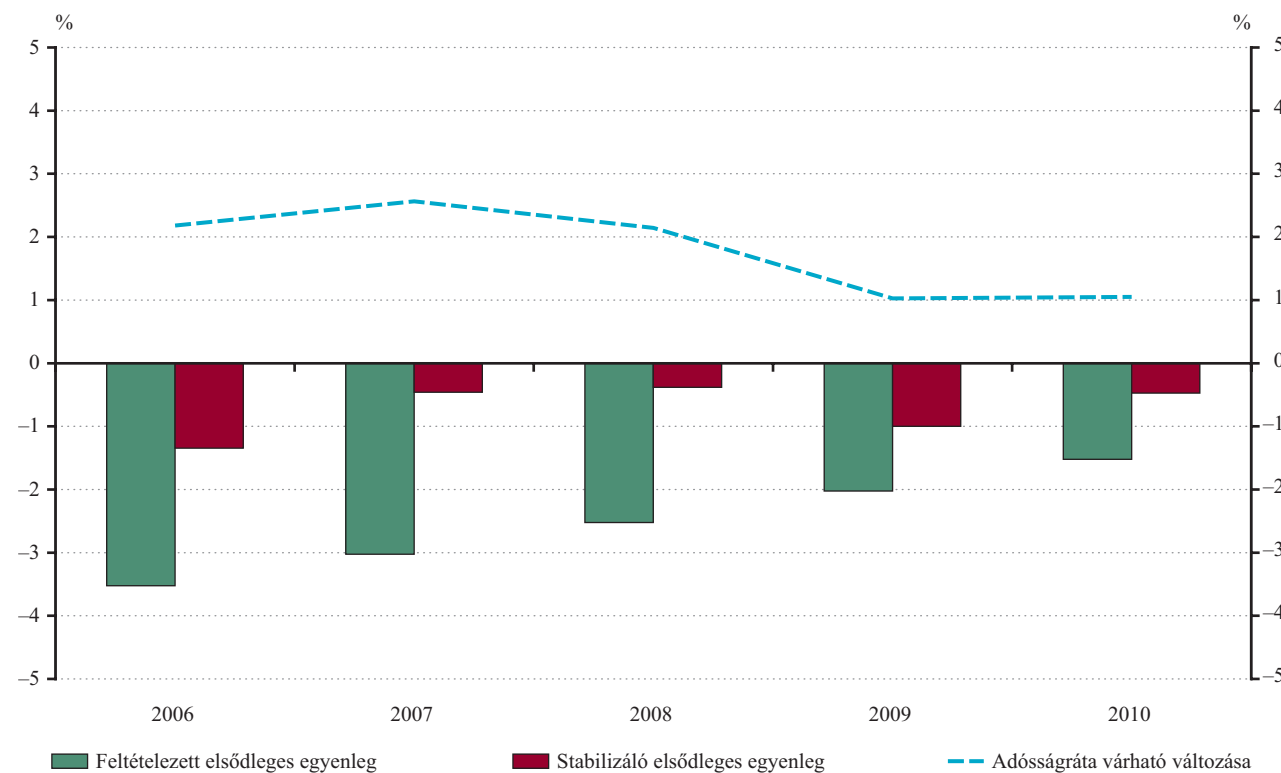
27. ábra

Az 1/b. forgatókönyv esetén adódó és az adósságráta stabilizálásához szükséges elsődleges egyenlegek



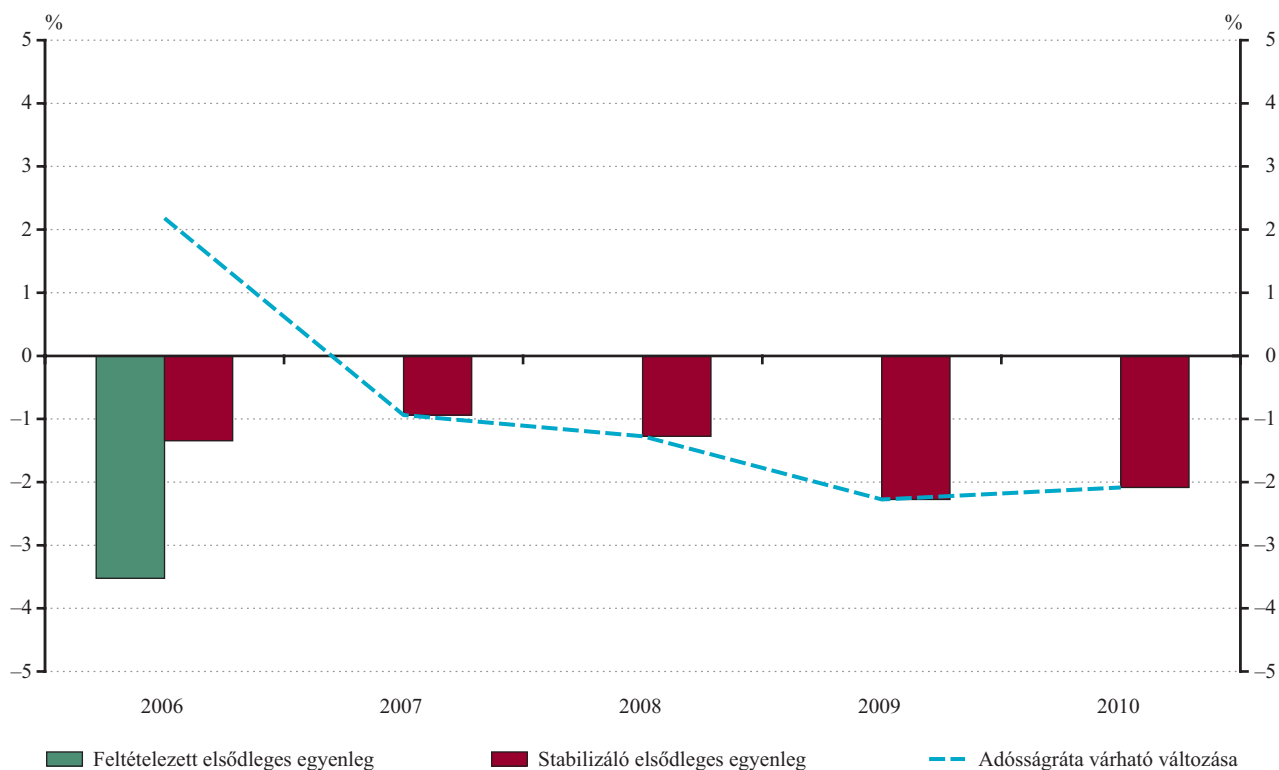
28. ábra

A 2. forgatókönyv esetén adódó és az adósságráta stabilizálásához szükséges elsődleges egyenlegek



29. ábra

A 3. forgatókönyv esetén adódó és az adósságráta stabilizálásához szükséges elsődleges egyenlegek



A nagy részben determinált 2005–2006-os időszakot követően 2007-ben az elsődleges egyenleg szintjén a GDP mintegy 3,0-3,5 százalékának megfelelő fiskális kiigazításra lenne szükség ahhoz, hogy az adósságráta növekedése megálljon. Ezt követően az ezen a szinten maradó elsődleges egyenleg is biztosítja az adósságráta csökkenését, azonban ezen a költségvetési pályán nem lehetséges 2008-ra az adósságrát 60 százalék alá csökkenteni. 2008-ra 60 százalék alatti adósságráta eléréséhez 2007–2008-ban igen jelentős, összesen a GDP mintegy 4,0-4,5 százalékának megfelelő elsődleges hiánycsökkentésre lenne szükség. Ez azonban azt feltételezi, hogy nem kerül sor a következő években a költségvetés általi adósságátvállalásra, ami a jelenlegi folyamatok alapján azonban nagy valószínűséggel nem látszik elképélhetőnek. Ezek alapján valószínűnek tűnik, hogy 2008-ra csak dinamikájában lehet teljesíteni a maastrichti kritériumot, szintjében az adósságráta várhatóan 2008 végén is felette marad a 60 százalékos küszöbértéknek.

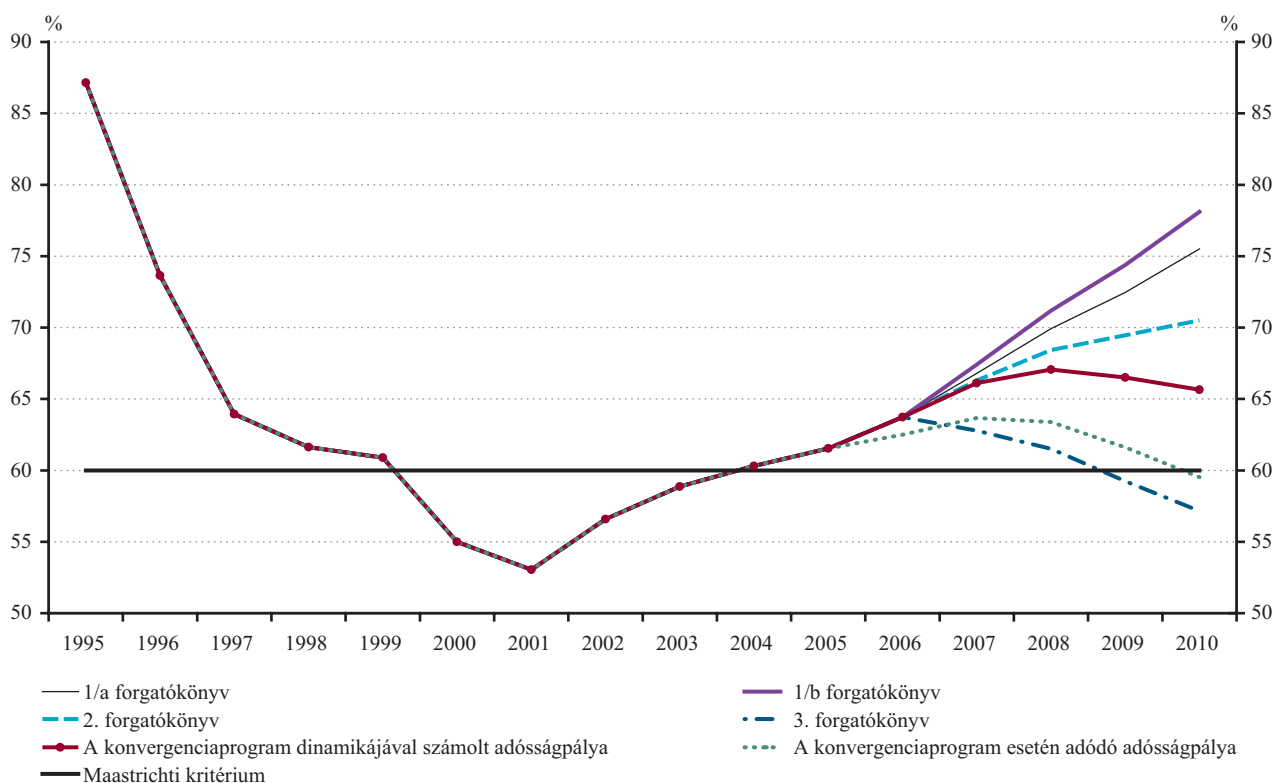
A fenti forgatókönyvek mellett megvizsgáltuk annak hatását is, ha az elsődleges egyenleg a konvergenciaprogramban bemutatott pálya mentén alakulna. Itt két esetet különböztettünk meg: az első azt feltételezi, hogy 2006-ban még a 2005. novemberi *inflációs jelentésben* feltételezett hiány valósul meg, azonban 2007-től kezdődően a hivatalos pénzforgalmi hiány szintjén a konvergenciaprogram hiánycsökkentési dinamikája valósul meg, míg a második esetben már 2006-ban is az elfogadott költségvetési törvényben szereplő hiány realizálódik.²⁷

Számításaink azt mutatják, hogy az első esetben az adósságráta 2008-ig fokozatosan emelkedik, majd a 2008–2010-es időszakban kismértékű mérséklődés következik be, aminek eredményeképpen az adósságráta 2010 végére 65 százalék körül alakulhat. A második esetben is csak 2007 után indulhat meg az adósságráta csökkenése, azonban várhatóan ebben az esetben sem lehetséges 2008 végére az adósságrát a kívánatos 60 százalékos szint alá csökkenteni (30. ábra). A második – optimistább – eset megvalósulása mellett az adósságráta 2008-ban megközelítőleg 63 százalék közelébe süllyedhet, és értéke 2010 végére 59 százalék körül alakulhat.

²⁷ A jelenleg aktuális konvergenciaprogram 2006-tól kezdődően évi 1,4 százalékpontos hiánycsökkentéssel számol a hivatalos pénzforgalmi hiány szintjén. Az első esetben az adósságátvállalások nélküli elsődleges hiány csak kismértékben csökken 2007-ben, mivel a hivatalosan kitűzött hiánycsökkentés nagy része az adósságátvállalás kieséséhez köthető. A konvergenciaprogram által le nem fedett, 2008 utáni időszakra az addig elért elsődleges egyenleg további 0,5 százalékpontos évenkénti javulását feltételezzük.

30. ábra

Az adósságráta alakulása különböző forgatókönyvek mellett



Összefoglalóan elmondható, hogy a 2008-ra dinamikájában csökkenést mutató adósságráta eléréséhez két út vezet: vagy teljesül 2006-ban a törvényben meghatározott hiány és azt követően a konvergenciapálya mentén alakul az elsődleges egyenleg, vagy 2007-ben a már említett jelentős mértékű fiskális korrekcióra kerül sor. Az első esetben 2008 végére mindössze egyévnnyi csökkenő adósságrátát tud Magyarország felmutatni, míg a fiskális korrekció esetén az előbb elinduló mérséklődés következtében 2008 végén várhatóan már kétéves rátacsökkenés lesz látható. A minél korábban kezdődő – tehát egyszeri nagy hiánycsökkentést feltételező – rátacsökkenés feltételezhetően nagyobb hitelességet biztosíthat a maastrichti konvergenciafolyamatnak az államadósság tekintetében is.

Mindemellett meg kell említenünk, hogy már 2006-ra vonatkozóan is jelentős kockázatokat látunk a konvergenciaprogram megvalósulását illetően (ezt jelzi, hogy a bemutatott forgatókönyvekben 2006-ra mindhárom esetben az inflációs jelentés magasabb és valószínűbbnek tartott hiányával számolunk), így az első eset realizálódásának valószínűsége is csekélynek mondható. Ennek következtében a dinamikájában csökkenő adósságráta elérésére egyetlen reális lehetőségnek jelenleg a második – jelentős mértékű fiskális korrekciót feltételező – eset tűnik.

A makrogazdasági változók hatása az adósságrátára

Forgatókönyv-elemzésünkben eddig szinte kizárólag az elsődleges egyenleg pályájára fókuszáltunk, míg a többi tényezőt változatlanak tartottuk. Bár az adósságráta alakulása szempontjából az elsődleges egyenleg alakulása a meghatározó, a többi eddig adottnak tekintett tényező változása is számottevő mértékben befolyásolhatja az adósságráta adósságát. A két legfontosabb ilyen tényező, a reálkamat és a reálnövekedés alakulását az adósságdinamika szempontjából exogénnek tekinthető tényezők mellett a fiskális politika is befolyásolja. Mivel a fiskális politikának ezekre a változókra gyakorolt hatását elemzési keretünk nem tudja számszerűsíteni,²⁸ ezért a direkt hatások megbecsülése helyett egy egy-

²⁸ Ahhoz, hogy egy esetleges költségvetési kiigazításnak a rövid és hosszú távú növekedésre gyakorolt hatását meg lehessen becsülni, többek között ismerni kellene azt, hogy a kiigazítás milyen költségvetési tételeket érint.

10. táblázat

Az adósságstabilizáló elsődleges egyenleg a GDP százalékában, a reálnövekedés (g) és a reálkamat (r) függvényében (60 százalékos eladósodottság mellett)

g \ r	0	1	2	3	4
-2	-1,2	-1,8	-2,4	-2,9	-3,5
-1	-0,6	-1,2	-1,8	-2,3	-2,9
0	0,0	-0,6	-1,2	-1,7	-2,3
1	0,6	0,0	-0,6	-1,2	-1,7
2	1,2	0,6	0,0	-0,6	-1,2
3	1,8	1,2	0,6	0,0	-0,6
4	2,4	1,8	1,2	0,6	0,0
5	3,0	2,4	1,8	1,2	0,6
6	3,6	3,0	2,4	1,7	1,2

szerű érzékenységvizsgálatot végzünk, majd a következő szakaszban megvizsgáljuk, hogy ezen változók különböző forgatókönyvei hogyan hatnak az adósságráta alakulására.

60 százalék körüli eladósodottság mellett a reál-GDP egy százalékponttal nagyobb növekedése vagy a reálkamat egy százalékponttal alacsonyabb szintje – a többi tényező változatlansága mellett – körülbelül a GDP 0,6 százalékpontjával csökkenti az adósságráta nagyságát. A GDP lassulása, vagy a reálkamat szintjének emelkedése hasonló mértékben növeli az adósságráta nagyságát.

A reálkamat esetében érdemes a felbontást tovább folytatni. Az adósságráta dinamikája szempontjából releváns reálkamat két tényező függvénye: alakulását az adósság átlagos nominális kamatszintje és a GDP-deflátorral reprezentált infláció határozza meg.

Az állam nominális kamatkidadásainak nagyságát jelentős részben a múltban kibocsátott adósságelemek nagysága határozza meg, ezért egy nominális hozamsokk az állam kamatkidásaiban csak fokozatosan jelenik meg. Az állam 2005 végi adósságprofilja mellett a kamatkidadásokban egy tartós hozamsokk hatása az első évben 40, és az ötödik évben is kevesebb mint 90 százalékban jelenik meg.²⁹

Az inflációval kapcsolatban érdemes megemlíteni, hogy bár a GDP-arányos adósságot meghatározó képletből kiesett, hiszen azt a reálkamat és a reálnövekedés kapcsolata határozza meg, a jegybank monetáris egyenlegén keresztül hatással lehet az adósság dinamikájára. Bár az MNB alapvető céljával szöges ellentétben állna egy ilyen szempontból akkomodatív monetáris politika, a historikus összehasonlítás érdekében érdemes megnézni, hogy az infláció megemelkedése hogyan hatna az adósságdinamikára. Számításaink szerint az infláció egy százalékpontos emelkedése a monetáris egyenleget a GDP 0,07 százalékával javítaná, ami hatásában a reálkamat szintjének 0,1 százalékpontos csökkenésével lenne hasonló hatású.³⁰ Vagyis az infláció emelkedése csak akkor lassítaná az eladósodást, ha nem járna együtt a reálkamat emelkedésével, és ez a hatás akkor is csak viszonylag kismértékű lenne.

A reálkamat és reálnövekedés forgatókönyvei

Az alábbiakban megvizsgáljuk, hogy a bemutatott fiskális pályák közül köztesnek tekinthető lassú kiigazítás esetén milyen hatást okoz a reálkamat és a gazdasági növekedés változása az adósságrátára. Ezen köztes megoldásnak tekinthető pálya mellett az adósságráta 2008-ban 68,5, míg 2010-ben 70,5 százalék körül alakulhat.

²⁹ Erről részletesen lásd a 4. mellékletet.

³⁰ Erről részletesen lásd az 5. mellékletet.

Számításainkban először egy 2007-es tartós, 100 bázispontos forint-reálkamatemelkedés hatását modelleztük. Ennek hatására az adósságráta éves átlagban 0,6 százalékponttal gyorsabb ütemben emelkedik, és 2010-re nagysága megközelítheti a 73 százalékat.

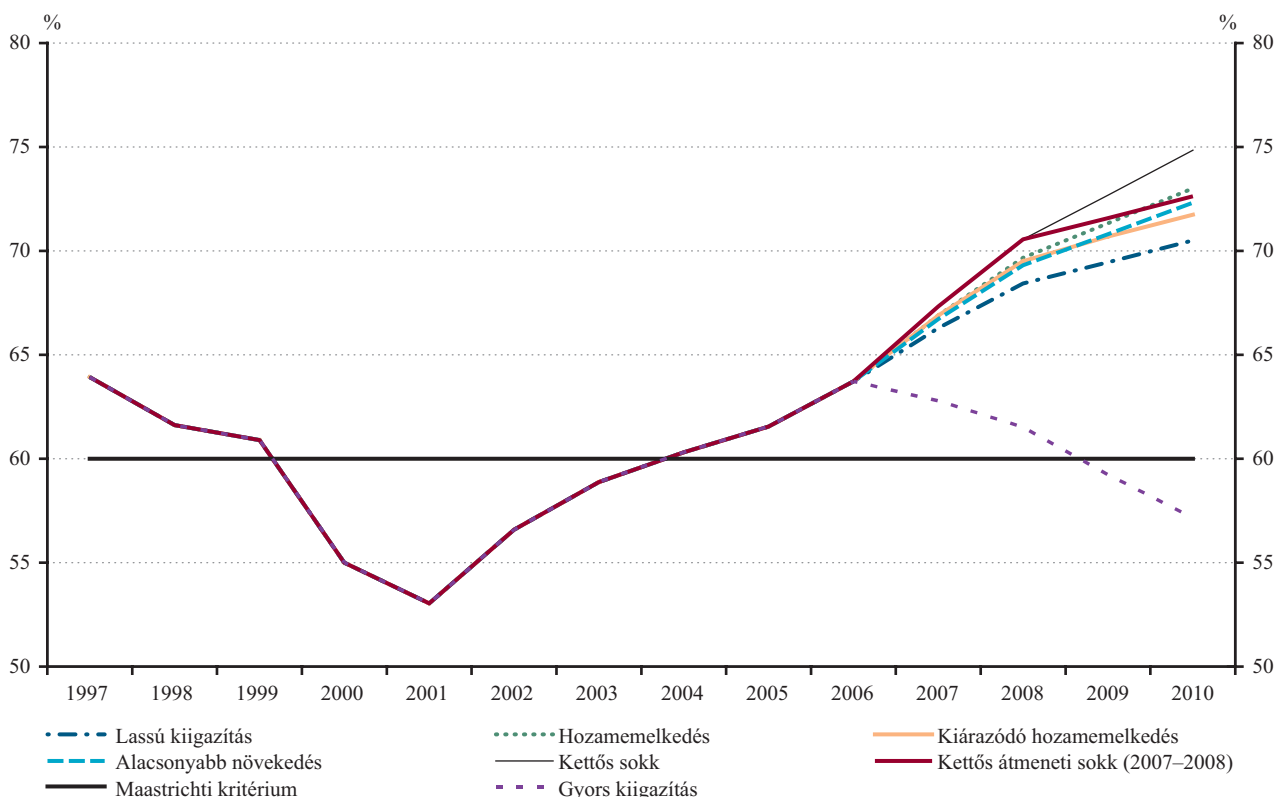
Amennyiben 2007-ben a 100 bázispontos reálkamat-emelkedés úgy megy végbe, hogy az 2010-ig fokozatosan kiárazódik, és a reálkamat visszatér az eredeti pályához, akkor az adósságráta-növelő hatás mérsékeltebb. Ebben az esetben az adósságráta 2010-re 72 százalék közelébe növekedhet.

A reálkamat mellett további fontos kockázati tényező a gazdasági növekedés. A reálnövekedés tekintetében alapvetően a kisebb növekedési ütem irányába mutató kockázatok megvalósulása tekinthető valószínűbbnek. 1997 óta a reálnövekedés átlagos üteme 4 százalék feletti, és az időszakra vonatkozó értékek standard hibája 0,7 százalék. Ha 2007-től kezdődően az alappálya esetén feltételezettnél egy standard hibával kisebb gazdasági növekedéssel számolunk, annak hatására éves átlagban 0,4-0,5 százalékponttal növekszik az adósságráta, aminek eredményeképpen értéke 2010-re meghaladhatja a GDP 72 százalékát.

Szélsőséges forgatókönyvként megvizsgáltuk a tartós reálkamat-emelkedés és a gazdasági növekedés lassulásának adósságrátára gyakorolt együttes hatását. Abban az esetben, ha mindkét kockázati tényező realizálódik, akkor a hatások kumulálódása következtében az adósságráta gyors ütemben emelkedne, és értéke 2010-re elérné a GDP 75 százalékát. Amennyiben a kettős sokk csak átmenetinek bizonyulna, és a reálkamatemelkedés fokozatosan kiárazódna, illetve a növekedés visszaesése csak 2007–2008-ra korlátozódna, az adósságráta a vizsgált időszak végére ebben az esetben is 72,5 százalék közelébe emelkedne.

31. ábra

Egyes makrogazdasági változók hatása az adósságrátára (a GDP arányában)



Mivel a jegybankkal konszolidált államháztartás szintjén az államadósság zöme forintban denominált, ezért az árfolyam változása nincs komoly közvetlen hatással az adósságrátára. Még egy jelentős, 10 százalékos leértékelődés is önmagában csak 0,1–0,3 százalékpontos kumulált hatást jelent a 2006–2010-es időszakra vonatkozóan. Valószínűleg az árfolyam leértékelődése lényegesen nagyobb hatást gyakorol az adósságrátára más csatornákon, a növekedés és a reálkamat változásán keresztül, ezeket azonban ebben az elemzési keretben nem tudjuk meghatározni.

Emellett azonban meg kell említenünk, hogy a nem konszolidált államháztartás szintjén az árfolyamnak lényegesen jelentősebb hatása van. Ebben az esetben – amint azt korábban már leírtuk – az árfolyam 1 százalékos változása megközelítőleg 0,18 százalékponttal változtatja a központi költségvetés GDP-arányos adósságrátájának nagyságát. A devizaadósság arányának növekedésével ez a hatás is arányosan növekedhet, azonban ennek határt szabhat az ÁKK által benchmarknak tekintett 25–32 százalékos devizaarány tartására irányuló törekvés.

A makrogazdasági változók fent bemutatott – alapfeltételezésektől eltérő – változásainak kumulált hatása összességében 2010-re elérheti a GDP 2,0–4,0 százalékát, azaz megállapítható, hogy az elsődleges egyenlegnek, így a fiskális politikának jóval nagyobb a szerepe az adósságráta alakulásában, mint a reálkamatnak, az árfolyamnak vagy a reálnövekedésnek.

A kvázifiskális tevékenységgel összefüggő kockázatok

Az eddigiekben bemutatott – a fiskális pályával, illetve a makrogazdasági változók feltételezettől eltérő alakulásával összefüggő – kockázatok mellett más, a kvázifiskális tevékenységgel összefüggő bizonytalanság is felléphet. A kvázifiskális tevékenységhez kapcsolódó hiány és adósság eddig megfigyelhető jellegzetessége, hogy míg gyakorlatban folyamatosan képződnek, addig a statisztikákban diszkrét időpontokban, az adósság átvállalásakor jelennek meg. Ebben a szakaszban a kvázifiskális tevékenységnek az adósságra gyakorolt hatását két szempontból is vizsgáljuk. Egyrészt, hogyan alakulna az állam elsődleges egyenlege, ha ezentúl a költségvetés minden évben megfinanszírozná a kvázifiskális tevékenységek veszteségét („széles értelemben vett elsődleges egyenleg”). Másrészt megvizsgáljuk azt, hogy amennyiben a költségvetés 2006-ban átvállalná az addig felhalmozott, államháztartáson kívüli, de a szélesebb állami körhöz tartozó állami tulajdonú vállalatok adósságát, akkor 2007–2008 folyamán mekkora mértékű fiskális konszolidációra lenne szükség ahhoz, hogy az adósságráta 2008-ra csökkenő tendenciát mutasson, illetve értéke 60 százalék alá süllyedjen.

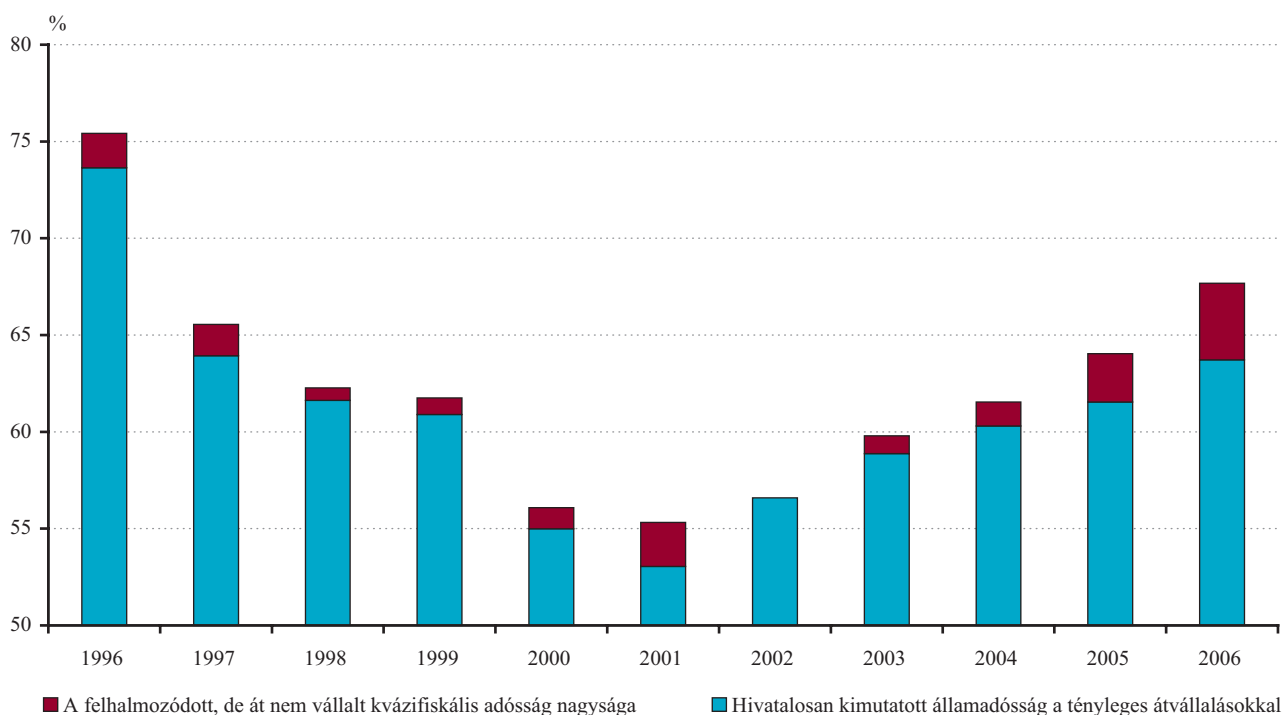
A szélesebb értelemben vett elsődleges egyenleg

A szélesebb értelemben vett elsődleges egyenleget a tényleges elsődleges egyenleg és a kvázifiskális tevékenységet végző, veszteséges állami vállalatok adott évre vonatkozó veszteségének összegeként definiálhatjuk. (A széles értelemben vett elsődleges egyenleg és az ezzel konzisztens adósságráta múltbeli alakulására vonatkozó becslésünk a 4. mellékletben található.) Az elmúlt évekhez hasonlóan a kvázifiskális tevékenységgel összefüggő hiány várhatóan 2005–2006-ban is számottevő mértékű, így a korrigált, szélesebb állami kört felölelő elsődleges egyenleg hiánya is magasabb a hivatalos statisztikákban megjelenőknél. A kétfajta elsődleges egyenleg eltérése 2005-ben várhatóan a GDP 1,2, míg 2006-ban 1,3 százalékát teszi ki, miközben a hivatalos hiánystatisztikák is 0,8, illetve 1 százalékponttal növekednek a ténylegesen megvalósuló adósságátvállalások következtében.

A kvázifiskális hiánnyal korrigált elsődleges egyenleg az adósságráta alakulására is hatással van. A korrekció elvégzésével 2005–2006-ban a különböző forgatókönyvek bemutatásakor tárgyalt, az adósságráta stabilizálásához szükséges elsődleges egyenlegek a kvázifiskális hiány nagyságával változnának.

32. ábra

A hivatalos és a felhalmozott, de át nem vállalt kvázifiskális adósságállomány alakulása a GDP arányában



2006-ban átvállalásra kerülő kvázifiskális adósságállomány esetén szükséges fiskális korrekció mértéke

A kvázifiskális feladatok tartós alulfinanszírozása miatt az ilyen tevékenységet végző vállalatok egyre nagyobb adósságállományt halmoztak fel. Ez a kötelezettségállomány egy szinten túl nem növelhető tovább, így érdemes megvizsgálni, hogy a felhalmozott kvázifiskális adósság 2006-ban történő átvállalása milyen adósságrátát eredményezne, illetve, hogy ezt követően mekkora fiskális korrekcióra lenne szükség az adósságráta csökkenő pályára állításához.

Az adósságráta az alapfeltevéseink mellett 2006 végére várhatóan 64 százalék körül alakul. Ez az érték figyelembe veszi a már bejelentett és ismert, 2005–2006-ban összességében 1,8 százalékpontot kitevő adósságvállalásokat, azonban nem számol a költségvetésen kívül addigra felhalmozódó kvázifiskális adóssággal. Ez utóbbinak a mértéke várhatóan a GDP 3,9 százalékát teszi ki, összességében tehát a szélesebb értelemben vett államadósság 68 százalék környékén lehet 2006 végén. Amennyiben az addig felhalmozott kvázifiskális adósság teljes mértékben átvállalásra kerülne, akkor a hivatalos adósságráta is ezen érték körül alakulhat.

Ebben az esetben ahhoz, hogy 2007-től kezdődően az adósságráta csökkenő pályára álljon, az elsődleges egyenleg szintjén közel kiegyensúlyozott pozíció lenne szükséges. Eszerint a 2006-os év várhatóan 3,5 százalékos (átvállalások nélkül számított) elsődleges hiányához viszonyítva mintegy 3,0-3,5 százalékpontos fiskális kiigazítás szükséges az adósságráta növekedésének megállításához. Ez az érték gyakorlatilag megegyezik az átvállalások nélkül számított szükséges kiigazítással, ugyanis az induló szint kismértékű elmozdulása csak csekély hatással van az adósságstabilizáló egyenlegre. A kiindulási szint azonban annál fontosabb a tekintetben, hogy a növekedés megállítását követően sikerül-e 2008-ra a kívánt 60 százalékos szint alá csökkenteni az adósságrátát. Ebből a szempontból már nem mindegy, hogy az átvállalások nélküli 64 százalékról, vagy az átvállalások utáni 68 százalékos szintről kell-e az adósságot 60 százalék alá szorítani. Ezek alapján Magyarország a maastrichti kritériumot nagy valószínűséggel az adósság szintjével nem, legfeljebb dinamikájával tudja teljesíteni.

A szimulációkból levonható következtetések

A szimulációs részből több fontos következtetést vonhatunk le. A jelenlegi helyzetet a kilencvenes évek közepének márkáns adósságráta-csökkenésével összehasonlítva elmondható, hogy a privatizáció, illetve a monetáris egyenleg várhatóan már nem járul hozzá érdemben az adósság mérsékléséhez. Az akkori gazdasági környezet a magánosításra váró állami tulajdon magasabb részarányával és 20 százalék feletti inflációval volt jellemezhető, míg jelenleg ezek közül egyik sem áll fenn. A magas infláció emellett ellentétes a jegybank elsődleges céljával is, így várhatóan a jövőben sem lesz felhasználható az államadósság reálértékének csökkentésére. Ezekből következően a jövőben az adósságráta alakulása szempontjából elsősorban az elsődleges egyenleg lesz a meghatározó.

A különböző forgatókönyvek vizsgálata alapján az valószínűsíthető, hogy 2008-ig Magyarország legfeljebb dinamikájában lesz képes teljesíteni a maastrichti adósságkritériumot, de az adósságráta szintje várhatóan meghaladja a 60 százalékot. A csökkenő dinamika elérése két pálya mentén lehetséges: vagy teljesül a 2005. decemberi konvergenciaprogram alapján adódó hiánypálya, vagy 2007-ben jelentősebb – mintegy 3,0-3,5 százalékpontos – kiigazítás történik az elsődleges egyenlegben. Ez utóbbi esetben már 2007-től, míg a konvergenciaprogram mellett csak 2008-tól indulna meg az adósságráta mérséklődése.

A fiskális pálya mellett további kockázatot jelentene a kvázifiskális tevékenység során felhalmozódó adósság esetleges költségvetés általi átvállalása (amint az 2005–2006-ban már részlegesen megtörtént), ami tovább növelné az adósságrátát, és a szint elérése helyett még inkább a dinamikára helyezné a hangsúlyt.

Irodalom

1. ANTAL LÁSZLÓ (2004): Fenntartható-e a fenntartható növekedés? *Közgazdasági Szemle Alapítvány*, 2004.
2. BARABÁS GYULA (1994): Seigniorage (Elmélet és valóság), *Külgazdaság*, 1994. július.
3. BARABÁS GYULA–HAMECZ ISTVÁN–NEMÉNYI JUDIT (1998): A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése I–II, *Közgazdasági Szemle*, 1998. július–augusztus.
4. BENK SZILÁRD–JAKAB M. ZOLTÁN–VADAS GÁBOR (2005): Potential Output Estimations for Hungary: A Survey of Different Approaches, *MNB Occasional Papers* 43.
5. BLANCHARD, OLIVIER JEAN (1990): Suggestions for a new set of fiscal indicators, *OECD Working Papers*, April 1990.
6. BUITER, WILLEM (1990): Principles of budgetary and financial policy, *Harvester Wheatsheaf*.
7. CASELLI, FRANCESCO–GIOVANNINI, ALBERTO–LANE, TIMOTHY (1998): Fiscal discipline and the cost of public debt service: some estimates for OECD countries, *IMF Working Paper*, April 1998.
8. CHAMON, MARCOS (2004): Can debt crises be self-fulfilling? *IMF Working Paper*, June 2004.
9. CUDDINGTON, JOHN T. (1996): Analysing the sustainability of fiscal deficits in developing countries, July 1996.
10. DARBY, MICHAEL R. (1984): Some Pleasant Monetarist Arithmetic: *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Spring 1984.
11. DUNAVÖLGYI MÁRIA (1997): A külső és a belső államadósság egységes kormányzati kezelésének nemzetközi tapasztalatai és magyarországi kezdetei, *Közgazdasági Szemle*, 1997. június.
12. FERENCZI BARNABÁS–JAKAB M. ZOLTÁN (szerk., 2002): *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához*, Magyar Nemzeti Bank, 2002.
13. GUIDELINES FOR PUBLIC DEBT MANAGEMENT (2003). World Bank, IMF, 2003.
14. KISS GERGELY–KREKÓ JUDIT (2004): Optimális infláció Magyarországon, *MNB háttér tanulmány* 2004/1, 2004. április.
15. KLEIN, MARTIN–NEUMANN, M. J. M. (1990): Seigniorage: What Is It and Who Gets It? *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1990.
16. KONDRÁT ZSOLT–WENHARDT TAMÁS (2004): Magyarország helyzete nemzetközi összehasonlításban a Gazdasági és Monetáris Unió konvergenciakritériumainak teljesítésében 2003 végén, *MNB Műhelytanulmány*, 2004.
17. KUN JÁNOS (1996): Seigniorage és az államadósság terhei I–II, *Közgazdasági Szemle*, 1996. szeptember.
18. MELLÁR TAMÁS (2002): Néhány megjegyzés az adósságdinamikához, *Közgazdasági Szemle*, 2002. szeptember.
19. MNB Éves jelentések 1994–2000.
20. Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2004): „Államadósság-kezelés stabilitási szempontból” címen megjelent tanulmány, 2004. június.
21. NEMÉNYI JUDIT (1995): A Magyar Nemzeti Bank devizaadósságán felhalmozódó árfolyamveszteség kérdései, *MNB Füzetek*, 1995.
22. NEMÉNYI JUDIT (1996): A tőkebeáramlás, a makrogazdasági egyensúly és az eladósodási folyamat összefüggései a Magyar Nemzeti Bank eredményének alakulásával, *MNB Füzetek*, 1996.
23. OBLATH GÁBOR–VALENTINYI ÁKOS (1993): Seigniorage és inflációs adó, *Közgazdasági Szemle*, 1993. október–november.
24. ORBÁN GÁBOR–PALOTAI DÁNIEL (2005): A magyar nyugdíjrendszer fenntarthatósága, *MNB-tanulmányok* 40.
25. P. KISS GÁBOR (2002) „Fiskális jelzőszámok új megközelítésben” *Közgazdasági Szemle*, 2002. április.
26. Reserve Bank of Australia (1997): Measuring Profits from Currency Issue, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, July 1997.
27. SARGENT, THOMAS J.–WALLACE, NEIL (1981): Some Unpleasant Monetarist Arithmetic: *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall 1981.
28. Törvény a Magyar Köztársaság adott évi költségvetésének végrehajtásáról, az 1995–2005 közötti időszakra vonatkozóan.

Mellékletek

1. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSI HIÁNY KÜLÖNBÖZŐ MUTATÓI

Az államháztartási hiány mérésére sokféle különböző mutatószám használatos. Ezek közül a legfontosabbak a GFS-, az ESA 95- és az SNA-hiánymutatók.

Az egyes mutatók alapvetően két tulajdonságuk alapján csoportosíthatóak. Az egyik szempont a jövedelem és a fogyasztás időbeli viszonyát figyelembe vevő pénzforgalmi és eredményszemlélet elkülönítése, ami gyakorlati szempontból a valós pénzmozgással járó és a közgazdaságilag az adott időszakot terhelő, de tényleges pénzmozgással nem járó tételek megkülönböztetése az állami kiadások és bevételek között. A másik fontos szempont annak vizsgálata, hogy az államháztartás milyen széles körét tekintjük meghatározónak a hiány vizsgálatokor.

A GFS (Government Finance Statistics) alapvetően a kevésbé fejlett piacgazdaságok számára alkalmas elszámolási rendszer. Pénzforgalmi szemléletű mutató, azaz abból indul ki, hogy a magánszektor szereplőinek fogyasztása a pénzforgalmilag realizált jövedelemtől függ. A rendszer elszámolási tulajdonságaiból adódóan (feltételezi, hogy a gazdasági szereplők rövid távon terveznek, illetve likviditáskorlátjuk viszonylag erős) a likviditásmenedzselés céljára jól alkalmazható mutató. A mutató számításakor figyelembe vett államháztartási kört illetően a GFS-statisztika az állami vállalatokat határozottan elkülöníti az államháztartástól. A jelentős mértékű magánszféra irányába mutató eladási, szolgáltatási tevékenységet folytató állami tulajdonú vállalatok a vállalati szféra részét képezik.

Az ESA 95-statisztika a GFS-hez képest már fejlettebb piacgazdaságot feltételez. Ez azt jelenti, hogy a gazdasági szereplők jellemzően nem szembesülnek likviditáskorláttal, azaz fogyasztásukat nem a pénzforgalmilag realizált jövedelmük határozza meg. A pénzügyi tervezés hosszabb távra szól, és az eredményszemlélet a meghatározó a cash-flow szemlélettel szemben. Emellett a mutató mindazon állami tulajdonú vállalatokat, amelyek nem piaci termelők vagy szolgáltatók, az államháztartás körébe tartozónak számítja.

Az SNA (System of National Accounts) rendszere átmenetet képez a pénzforgalmi és az eredményszemléletű elszámolás között a fiskális politika keresletre és a megtakarítási-beruházási egyensúlyra gyakorolt hatásának minél pontosabb értékelése érdekében. Ez a fajta statisztika figyelembe veszi, hogy a gazdaság egyes szereplői likviditáskorláttal szembesülnek, azonban ezt nem tekinti általánosnak a gazdaság egészére nézve. Ebből adódóan például a jelentősebb gazdasági szereplőkre jellemző kamatkidadások, áfa-visszatérítés és koncessziósdíj-befizetések esetében eredményszemléletű elszámolást alkalmaz.

Az elmúlt 10 évben a háromfajta mutató közel azonos dinamikát mutatott, azonban jelentős szintbeli eltérések voltak tapasztalhatók (3. ábra). A pénzforgalmi és eredményszemléletű, illetve az államháztartás valós finanszírozási igényét mutató SNA-egyenleg egymástól való elszakadása alapvetően a költségvetésen kívüli, de a szélesebb értelemben vett államháztartáson belüli kiadások növekedéséhez köthető. Egyes veszteséges állami vállalatok adósságállományának növekedése, a PPP-konstrukcióban megvalósuló beruházások és az esetleges állami adósságvállalások mind a pénzforgalmi szemléletű mutatót meghaladó SNA-hiány kialakulásához vezetnek, amint az az elmúlt két évben is tapasztalható volt.

Az adósságállomány változása rövid távon a pénzforgalmi hiány-mutatóval áll szoros kapcsolatban, ugyanis az adósság növekedését alapvetően az államháztartás folyó hiányának finanszírozására kibocsátott értékpapírok és felvett hitelek határozzák meg. Természetesen amennyiben a pénzforgalmi hiányból kiindulva határozzuk meg az államadósság változását, akkor részletesen figyelembe kell vennünk az egyéb, adósságra ható tényezők alakulását is (például: a hivatalos statisztikák az állami vállalatok egy részének adósságát is az államadósság részének tekintik; átértékelődés; értékelési eltérések).

2. AZ MNB-MÉRLEG ÉS A KÖLTSÉGVETÉS ADÓSSÁGKONSZOLIDÁCIÓJÁNAK LEVEZETÉSE

Leegyszerűsítve és a főbb tételeket kiemelve a jegybank és a költségvetés mérlege a 33. és 34. ábrán szemléltetett elemekből áll.

33. ábra

Az MNB egyszerűsített mérlege

Devizatartalék	(IR)	Monetáris bázis	(MB)
Költségvetéssel szembeni devizakövetelés	(D_{MNB}^{Fx})	MNB devizaadóssága	(L_{MNB}^{Fx})
Költségvetéssel szembeni forintkövetelés	(D_{MNB}^{HUF})	Sterilizációs állomány	(L_{MNB}^{HUF})
		Kincstári egységes számla	(SA)
		Nettó egyéb	(ON_{MNB})

34. ábra

A költségvetés egyszerűsített mérlege

Kincstári egységes számla	(SA)	MNB-vel szembeni devizakötelezettség	(D_{MNB}^{Fx})
Egyéb követelések	(OA)	MNB-vel szembeni forintkötelezettség	(D_{MNB}^{HUF})
		Piaci devizaadósság	(D_M^{Fx})
		Piaci forintadósság	(D_M^{HUF})

Az MNB mérlegében az eszközök és a források állománya megegyezik, azaz az alábbi azonosságot lehet felírni:

$$IR + D_{MNB}^{Fx} + D_{MNB}^{HUF} = MB + L_{MNB}^{Fx} + L_{MNB}^{HUF} + SA + ON_{MNB} \quad (18)$$

Az MNB mérlegét a konszolidáció során úgy alakítjuk ki, hogy az eredeti eszközei és forrásai közül csak a devizatartalék és a monetáris bázis maradjon meg. A jegybank eszközei közé felvesszünk egy olyan a költségvetéssel szembeni piaci kamatozású forintkövetelést, amelynek nagysága megegyezik a monetáris bázissal (A_{MB}^{HUF}). (Az erre kapott kamatot és a kötelező tartalék után fizetett kamatot tekintjük a jegybank seigniorage jövedelmének.) A jegybank forrásai közé pedig felvesszünk egy olyan a költségvetéssel szembeni devizatartozást (L_{IR}^{Fx}), amelynek az átlagos hozamszintje megfelel a konszolidált államháztartás devizaadósságának átlagos hozamával. (Ennek segítségével közvetlenül meghatározható a devizatartalék tartásának költsége.)

35. ábra

Az MNB mérlege a konszolidációt követően

A_{MB}^{HUF}	MB
IR	L_{IR}^{Fx}

$$MB = A_{MB}^{HUF} \quad (19)$$

$$IR = L_{IR}^{Fx} \quad (20)$$

A (19) és a (20) azonosságot a (18) mérlegazonosságba behelyettesítve és az egyenletet rendezve az alábbi összefüggést kapjuk:

$$D_{MNB}^{Fx} + D_{MNB}^{HUF} = A_{MB}^{HUF} + L_{MNB}^{Fx} - L_{IR}^{Fx} + L_{MNB}^{HUF} + SA + ON_{MNB} \quad (21)$$

A (21) összefüggés bal oldala éppen kiadja a költségvetésnek az MNB felé ténylegesen fennálló adósságát. A konszolidáció során tehát a költségvetés adósságai között az MNB-vel szemben ténylegesen fennálló adósságát „lecseréljük” az MNB mérlegének bizonyos tételére, illetve két virtuális állományra. A költségvetés bruttó adóssága nem változik, ugyanakkor a tényleges árfolyam-pozíciója megegyezik a konszolidált állam árfolyam-pozíciójával, a forrásai között csak piaci kamatozású kötelezettség marad.

Az így kapott költségvetési pozícióval kapcsolatban érdemes két apróbb megjegyzést tenni:

Egyrészt a kamatszámítás szempontjából elvileg problémát okozhatna, ha az állam így számított nettó devizapozíciója pozitív lenne ($D_M^{Fx} + L_{MNB}^{Fx} - L_{IR}^{Fx} < 0$), azaz devizában nettó hitelnyújtó lenne. Az elemzés szempontjából ez a kérdés nem jelentett problémát, mivel a vizsgált időpontokban a devizaadósság mindig meghaladta a devizatartalékot.

Másrészt első ránézésre talán meglepő, hogy a kincstári egységes számla (SA) egyenlege a költségvetésnek az eszközei és forrásai között is megjelenik. A kincstári számla állományát azért nem célszerű a költségvetés mérlegében kintetózni, mivel akkor az átrendezett bruttó adósság éppen a kincstári számla összegével kisebb lenne a tényleges adósságnál. Ennél a követelésnél nem szembesülünk a nettó kamatfizetésnek a devizatartalék-állomány kapcsán bemutatott problémájával, mivel ennek hozama éppen megegyezik a forrásoldalon lévő állomány hozamával.

A konszolidáció során a teljes adósságból csak a költségvetés adósságával foglalkoztunk. Ennek az az oka, hogy a jegybank az államháztartásnak csak ezzel a szegmensével áll pénzügyi kapcsolatban. Az állam tényleges adósságának a meghatározásához természetesen ezt a kört még ki kell egészíteni az államháztartás egyéb részeinek az adósságával is.

3. A SZÉLESEBB ÉRTELEMBEN VETT ÁLLAMHÁZTARTÁS HIÁNYÁNAK ÉS ADÓSSÁGÁNAK MÚLTBELI ALAKULÁSA

A költségvetés 2002-ben átvállalta a közlekedési vállalatok (MÁV, BKV, GYSEV), a közlekedési infrastruktúrát fejlesztő vállalatok (NA Rt., ÁAK Rt.), illetve az MFB veszteséges működéséből származó adósságát, ami akkor az elsődleges hiány 3,5 százalékpontos emelkedését eredményezte. Ezt követően azonban tovább folytatódott ezen vállalati kör veszteséges működése és ezáltal adósságának felhalmozódása. Az eddigi elemzéseinkben használt elsődleges egyenleg nem tartalmazza az átvállalásokat, azokat külön kategóriaként jelenítettük meg a tényleges átvállalás évében.

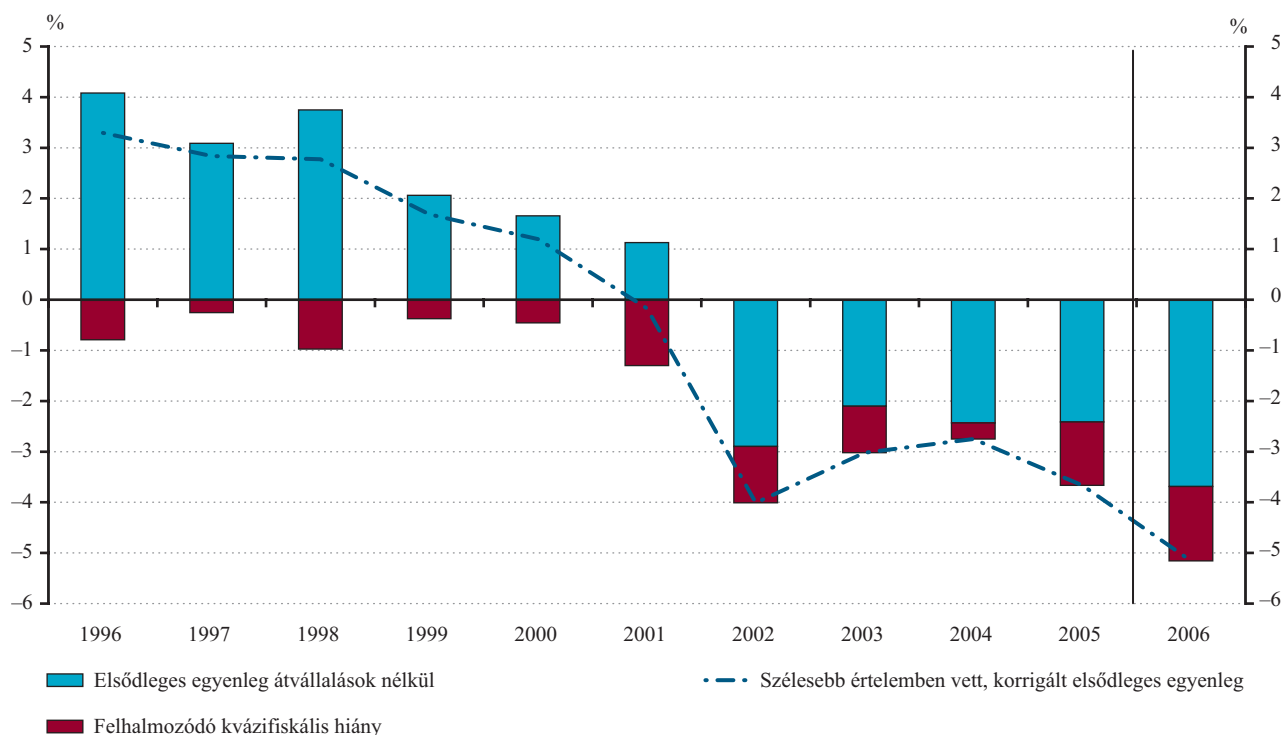
A kvázifiskális hiányt is tartalmazó „szélesebb értelemben vett elsődleges egyenleg” fogalmának bevezetésével lehetőség nyílik arra, hogy nyomon kövessük a kvázifiskális adósság felhalmozódásának folyamatát is (36. ábra). 2002-t megelőzően 1998-ban történt jelentősebb adósságvállalás, amikor elsősorban a Postabank konszolidációjára és az önkormányzatok gázközművagyonával kapcsolatos követelések rendezésére került sor.

Az államháztartási egyenleg korrekciójával párhuzamosan az adósságrátát is korrigálnunk kell. Ez alapján az látszik, hogy az adósságvállalásokat megelőző években a kvázifiskális tevékenységhez kapcsolódó adósságállomány fokozatosan halmozódott az egyes vállalatok mérlegében, majd az átvállalás évében az addig államháztartási körön kívül lévő adósság (nagy részben) bekerült a hivatalos statisztikákba is. Azonban az is megfigyelhető, hogy az adósságvállalások – strukturális változások nélkül – csak átmenetileg voltak képesek a kvázifiskális tevékenységhez kapcsolódó adósságot csökkenteni, az átvállalást követően – 1998 és 2002 után is – tovább folytatódott a kvázifiskális adósságállomány felhalmozódási folyamata (37. ábra).

A hiány és az adósságpálya vizsgálata alapján megállapítható, hogy a kvázifiskális tevékenységből származó hiány évenkénti elkönnyvétele számszakilag ugyan megváltoztatja az adósságpályára ható tényezőket, ugyanakkor a folyamatok értékelését érdemben nem befolyásolja.

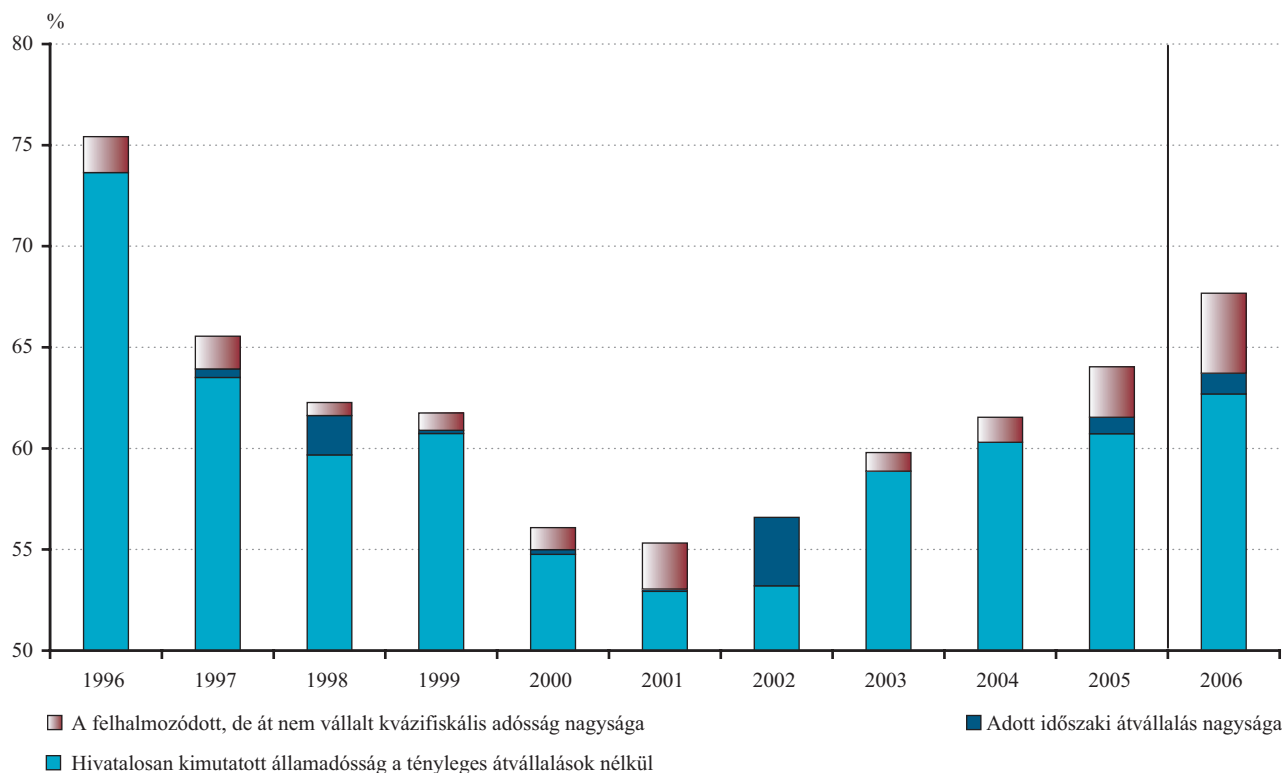
36. ábra

Az eredeti és a szélesebb értelemben vett államháztartás elsődleges egyenlege a GDP arányában



37. ábra

A hivatalos és a kvázifiskális tevékenységet eredményszemléletben figyelembe vevő adósságráta alakulása



4. HOGYAN GYŰRŰZIK ÁT A FORINTHOZAMOK EMELKEDÉSE A KAMATKIADÁSOKBA?

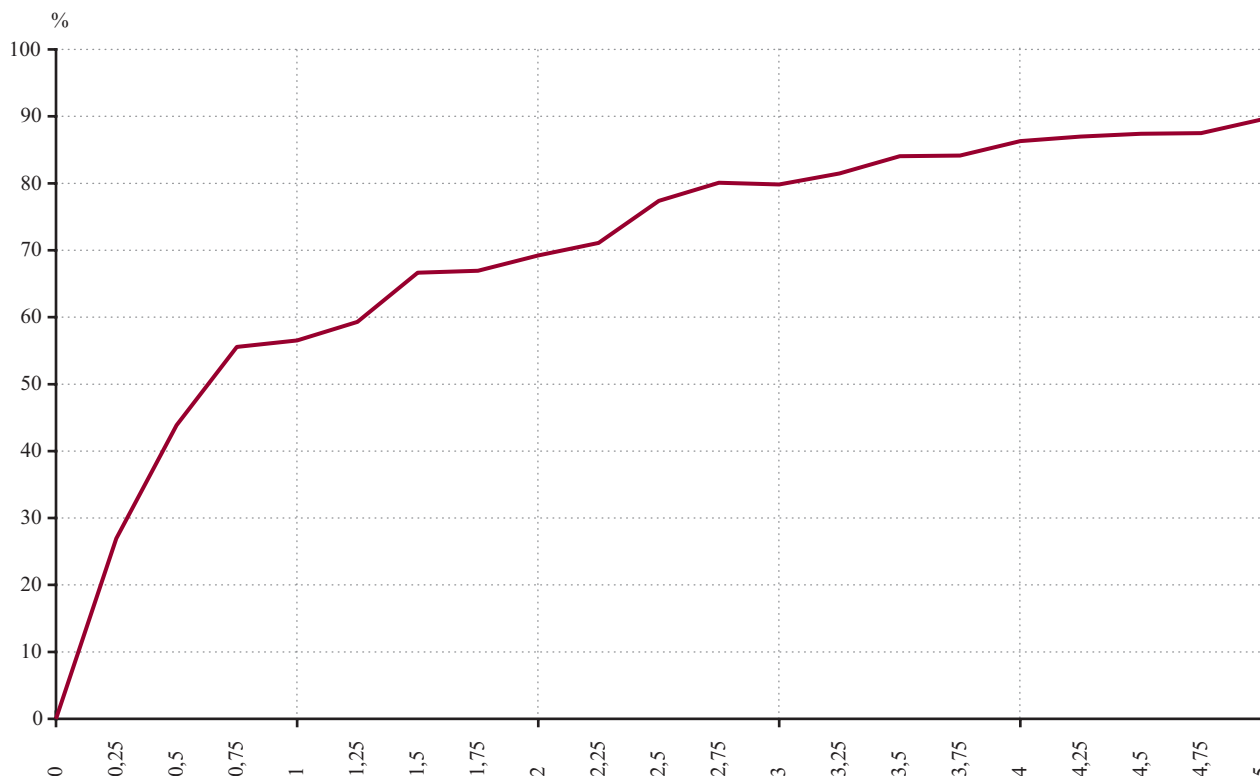
Az adósságráta dinamikáját leíró modellben az átlagos adósságállománnyal és átlagos hozamszinttel számolunk. Az alábbiakban megvizsgáljuk, hogy a forinthozamgörbe változása mennyi idő alatt gyűrűzik át a hozamokba, azaz a teljes adósság átlagos hozamszintje egy hozamsokkot követően hogyan változik.

A rögzített kamatozású, hosszú futamidejű kötvények kibocsátásakor az adósságkezelő hosszú távra berögzíti a kibocsátás kori hozamszintet, így a hozamok változása ezt az állományt már nem befolyásolja. Egy esetleges hozamváltozásnak az átlagos kamatteherbe történő átgyűrűzésének dinamikája éppen attól függ, hogy mekkora nagyságú és milyen lejáratú a fix kamatozású kötvények állománya. A hozamsokk csak azokat az adósságinstrumentumokat érinti, amelyeket a sokkot követően bocsátottak ki. Az átgyűrűzés kiszámításához tehát a fennálló forintkötelezettség-állomány lejáratú (átárazódási) profilját kell összevetni a forintkötelezettség-állomány várható pályájával.

A konszolidált államháztartás leggyorsabban átárazódó forintpasszívája a kéthetes betét és a bankoknak a jegybanknál elhelyezett kötelező tartaléka. Ezeknél az eszközöknél gyakorlatilag két héten belül megtörténik az átárazódás.³¹ Ezek az instrumentumok a konszolidált állam forintforrásainak körülbelül egy hatodát teszik ki. Ezekkel együtt a meglévő forintforrások valamivel több mint negyede egy negyedéven belül átárazódik. Egy év időtávon ez az arány valamivel több, mint 50 százalék, és körülbelül öt év alatt éri el a kilencven százalékot (38. ábra).

38. ábra

A hozamsokk után kibocsátott adósságinstrumentumok aránya a konszolidált állam forintkötelezettségein belül



A konszolidált állam forintkötelezettségeinek 2005 végi profilja és a fokozatos kiigazítás melletti adósságállomány mellett. A konszolidált állam nettó devizaadósságát a teljes adósságon belül fixnek feltételeztük.

³¹ Ez a két tétel az MNB mérlegében van, ezért a költségvetés csak az MNB nyereségének befizetések vagy veszteségének megtérítéskor, azaz a következő év márciusában „szembesül” a megváltozott hozamszinttel. Konszolidált államháztartási szinten azonban a kamatváltozás gyakorlatilag azonnal végbemeleg.

A 38. ábrát úgy is lehet értelmezni, hogy a hozamgörbe egy százalékpontos párhuzamos eltolódása megközelítőleg a grafikon alatti területtel növeli az adott időszakos átlagos kamatkidást. Ez alapján a hozamgörbe tartós, egy százalékpontos elmozdulása – változatlan hiányszint mellett – az első évben 40, a másodikban 64, az ötödik évben 88 bázisponttal emeli a forintadósság átlagos kamatterhét.

5. AZ INFLÁCIÓ HATÁSA AZ ADÓSSÁGDINAMIKÁRA

Az adósságdinamikai elemzési keret összefoglaló egyenletében a dinamikus komponensek között már csak reálváltozók – reálnövekedés, reálkamat és reálárfolyam – maradtak. Az infláció önmagában tehát nem, csak más változókon keresztül hat az államadósság dinamikájára. Ez a hatás lehet a költségvetés fiskális egyenlegén keresztül: például ha a kiadások vagy a jövedelem adósávok nem követik tökéletesen az árindex alakulását. Egy ilyen hatás igen komplex, és mindig az adott környezettől függ, ezért ezt a hatást elemzésünkben nem tudjuk számszerűsíteni. Sokkal közvetlenebb és könnyebben számszerűsíthető hatása van az inflációnak a seigniorage inflációs adó komponensén keresztül. Ez azért egy fontos kérdés, mivel a például a kilencvenes évek közepén a seigniorage komoly mértékben hozzájárult az adósságráta mérséklődéséhez.

Míg az adósságráta dinamikus komponensei szempontjából csak a reálváltozók alakulása számít, a monetáris bázison realizálható seigniorage szempontjából nem a reál, hanem a nominális kamatkidás számít. Mivel jelenleg az MNB piaci szintű, az alapkamattal megegyező nagyságú kamatot fizet a kötelező tartalékrátára, ezért a seigniorage lényegében megegyezik a forgalomban lévő készpénz állományának és a kamatszintnek a szorzatával. 2005-ben a forgalomban lévő készpénz éves átlagos nagysága a GDP 7,2 százalékának felel meg. Ha azt feltételezzük, hogy ez az arány stabil, akkor a nominális kamatszint egy százalékpontos emelkedése a seigniorage-ot a GDP 0,07 százalékával emeli.

Abban az esetben, ha a hozamok emelkedése kizárólag az infláció növekedése miatt következik be, akkor a hozamszint változása az adósságráta alakulásának dinamikus komponenseit nem érinti. Abban az esetben, ha az átlagos kamatkidások növekedése a reálkamatot is érinti, akkor annak változása a teljes forintkötelezettség-állomány terhét is befolyásolja. A konsolidált államháztartás teljes forint kötelezettség-állománya megközelítőleg a GDP 60 százalékát teszi ki, azaz a reálkamat 1 százalékos emelkedése változatlan elsődleges egyenleg mellett 0,6 százalékponttal növeli a GDP-arányos adósságrátát. Az árstabilitáshoz közeli inflációs szintek mellett az infláció alakulása a seigniorage-on keresztül már érdemben nem befolyásolja az adósságrátát: az infláció 1 százalékpontos változásának hatása megközelítőleg 0,1 százalékpontos reálkamat-változással egyenértékű. Vagyis ha megemelkedik az infláció, akkor elsősorban attól függ az államadósságra gyakorolt hatás, hogy az hogyan érinti a reálkamat szintjét.

MNB-tanulmányok 50.

2006. január

Nyomda: D-Plus

H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.

