

## Szalai Ákos:

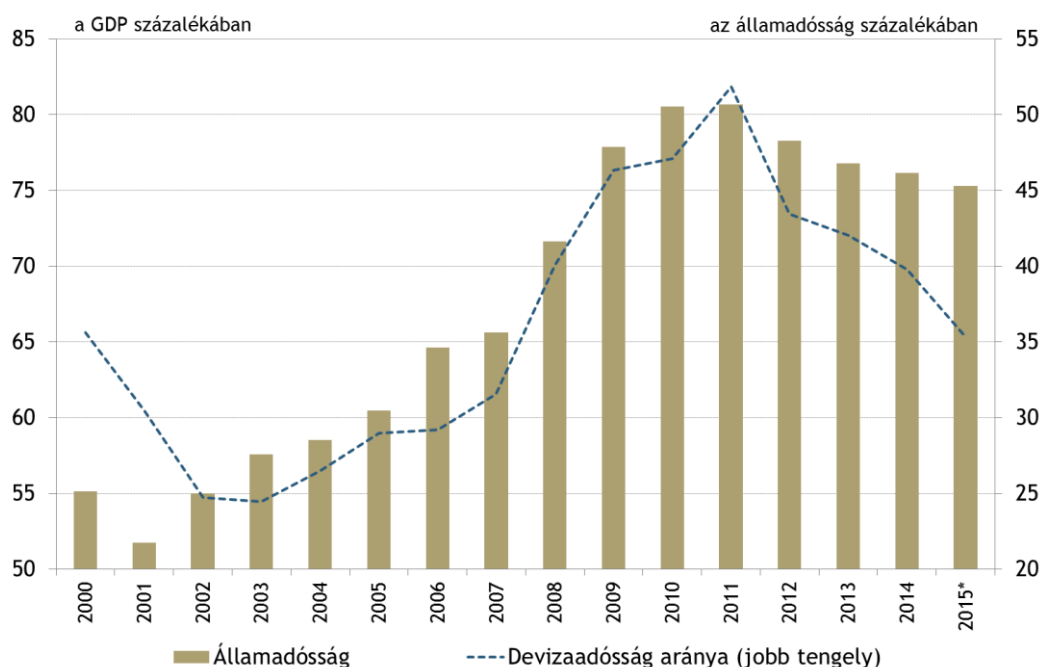
### A 2015. évi államadósság-csökkenés részletei

Magyarország GDP-arányos bruttó államadóssága 2015 végére 75,3 százalékra csökkent, így folytatódott a 2011 után elindult csökkenő államadósság-pálya, eleget téve az erre vonatkozó hazai és uniós követelményeknek. A gazdasági növekedés és az alacsony államháztartási hiány tavaly is az államadósság-csökkenés irányába hatottak, amelyet azonban számos egyedi és exogén tényező nehezített. Az MNB programjai is közrejátszottak abban, hogy e negatív külső hatások ellenére is csökkenhetett az adósságráta. A hazai államháztartási hiány és az államadósság-ráta elmúlt években mutatott kedvező alakulása nemzetközi összehasonlításban is figyelemre méltóak.

#### 1. 2015-ben tovább csökkent a magyar államadósság-ráta

Magyarország GDP-arányos bruttó államadóssága 2015 végére 75,3 százalékra csökkent a 2014. év végi 76,2 százalékos szintről az MNB február 17-én megjelent előzetes pénzügyi számla adatai és a KSH március 8-án közzétett 2015-ös GDP adata szerint (1. ábra). Az adósságráta mintegy 1 százalékpontos mérséklődése illeszkedik a 2011 óta tartó csökkenő trendbe, és megfelel mind a hazai, mind pedig az uniós adósság-szabályoknak. Az adósságráta mérséklődésével párhuzamosan az államadósság devizaaránya is tovább csökkent a 2014. végi 39,8 százalékról becslésünk szerint 35 százalék közelébe.

1. ábra: A magyar bruttó államadósság és a devizaarány alakulása



\*Megjegyzés: A 2015-ös államadósság előzetes adat, a 2015. év végi devizaarány pedig becslés.

Forrás: MNB

**Az államadósság-ráta 2015-ös alakulását egyszerre több, egymással ellentétes irányba ható makrogazdasági és egyedi tényező is érdemben befolyásolta.** A tavalyi folyamatokat vizsgálva megállapítható, hogy a hazai makrogazdasági alapfolyamatok kedvezően alakultak, és így nagymértékben támogatták a GDP-arányos államadósság csökkenését. Ezzel szemben számos egyedi, illetve a kormányzati gazdaságpolitiká-

tól független, ún. exogén tényező azonban kedvezőtlen irányba befolyásolta a 2015-ös adósságráta alakulását.

#### Az államadósság alapfolyamatát befolyásoló tényezők:

1.) **A rendszerváltozás óta mért legkedvezőbb GDP-arányos államháztartási hiány az adósságráta csökkenése irányába hatott.** A GDP-arányos államadósság trendszerű alakulását befolyásoló egyik legfontosabb tényező az államháztartás nettó finanszírozási igényének mértéke. A februári pénzügyi számlák adatai szerint az államháztartás finanszírozási oldalról számított GDP-arányos hiánya 2015-ben 1,8 százalék volt, ami a rendszerváltozás óta regisztrált legalacsonyabb érték. A tavalyi kedvező hiány kialakulásában egyszerre játszott szerepet a feszes költségvetési gazdálkodás, a bővülő és fehéredő reálgazdaság miatt stabilan növekvő adó- és járulékbévételek, valamint a historikusan alacsony kamatkörnyezetből eredően mérséklődő költségvetési kamatkidadások.

2.) **A 2015-ben is dinamikusan bővülő reálgazdaság szintén támogatóan hatott az adósságráta csökkenésére.** Az államadósság-pályát érdemben befolyásoló másik fundamentális tényező a GDP-bővülés alakulása. A reálgazdasági növekedés a nevezőn keresztül közvetlenül, valamint a számlálón keresztül közvetve is hatással van az államadósság/GDP hányados mértékére. A tavaly mintegy 3 százalékos ütemben bővülő reálgazdaság számottevően hozzájárult az államadósság-ráta 2015-ös csökkenéséhez.

#### Alapfolyamaton felüli tényezők:

3.) **Az Európai Unió által 2015-ben át nem utalt transzferek jelentősen növelték a tavalyi államadósságot.** Tavaly rendkívül nagy összegű uniós támogatást sikerült kifizetni a költségvetésen keresztül, azonban részben a standard uniós gyakorlatnak megfelelően, részben bizonyos vitás kérdések miatt az EU nem utalta át e támogatásokat teljes mértékben. A Magyarországnak ítélt, ám az EU által még át nem utalt források kifizetését tehát gyakorlatilag megelőlegezte a költségvetés. A hazai gazdaság, illetve a beruházások szempontjából ez kedvező ugyan, de jelentősen növeli az államháztartás adott évi pénzforgalmi hiányát, finanszírozási igényét és az államadósságot is. Eltekintve a standard gyakorlatnak megfelelően későbbre halasztott transzferektől, a vitás ügyek miatt át nem utalt támogatások összege tavaly megközelítette a GDP 1,5 százalékát.

4.) **A Budapest Bank állami megvásárlása az újraértékesítésig átmenetileg növeli az államadósságot.** 2015-ben a Corvinus Zrt. 195 milliárd forint értékben megvásárolta a Budapest Bankot. Mivel a statisztikai elszámolás szerint a Budapest Bankot tulajdonló Corvinus Zrt. a kormányzati szektor része, így annak az MFB-vel szemben fennálló adóssága az államadósság részét képezi. A tranzakció a tavalyi államadósságot a GDP mintegy 0,6 százalékaival növelte, amely hatás akkor szűnhet meg, amikor a kormányzati szándék alapján a bank értékesítésre kerül.

5.) **A 2015-ös adósságvállalások némileg szintén növelték az államadósságot.** A BKV teljes adósságának, valamint a MÁV hiteleinek részbeni átvállalása a központi költségvetés részéről a GDP több mint 0,2 százalékaival növelte tavaly az államháztartás konszolidált bruttó adósságállományát.

6.) **A dollár tavalyi erősödése is az adósságráta csökkenése ellen hatott.** Az államadósság egy része dollár kötvények formájában került kibocsátásra (összesen mintegy 14 milliárd dollár). Ezt az adósságkezelő euró adósságra cserélte el, azonban közvetve, e piaci csereügyletek értékén keresztül a dollár árfolyamváltozása mégis hat a bruttó államadósságra. A dollár az euróval szemben 2015-ben 10 százalékot erősödött, ami önmagában a GDP több mint 1,3 százalékaival növelte az államadósságot. Az euró-forint árfolyam éves alapú elmozdulása érdemben nem befolyásolta a tavalyi államadósságot.

7.) **A kormányzat likvid pénzügyi tartalékainak tavalyi csökkenése azonban hozzájárult az adósságráta mérséklődéséhez.** A kormányzat likvid forint és deviza tartalékai 2014 végéről 2015 végére 988 milliárd forintról 660 milliárd forintra süllyedtek (így is számottevően meghaladva a válság előtt jellemző szintet), mintegy 1 százalékponttal csökkentve az adósságrátát.

## **2. Az MNB szerepe az államadósság-ráta 2015-ös csökkenésében**

**Az államadósság-ráta tavalyi csökkenését az MNB több csatornán keresztül támogatta.** A jegybank egyfelől a makrogazdasági alapfolyamatokra (gazdasági növekedés, állampapírpiazi hozamok, költségvetési hiány) hatott kedvezően, másfelől az Önfinszírozási Program keretein belül megvásárolt devizakötvények lehetőséget teremtettek az ÁKK szabad likviditásának év végi felhasználására.

**A jegybank által biztosított alacsony kamatkörnyezet és az NHP jelentős mértékben növelte a GDP-t, ami pedig hozzájárult a hiány és az adósság csökkenéséhez.** A reálgazdasági növekedés egyrészt az adósságráta nevezőjének növelésével közvetlenül, míg a bővülő adó- és járulékalapok miatti költségvetési egyenlegjavulás a számláló csökkenésével közvetve is kedvezően hat az adósságrátára. Az MNB becslése szerint a kamatcsökkentési ciklus és a Növekedési Hitelprogram (NHP) együttesen mintegy 0,8 százalékponttal járult hozzá tavaly a reál GDP bővüléséhez, ami az állami adóbevételeket körülbelül a GDP 0,3 százalékaival növelhette.<sup>1</sup>

**A historikusan alacsony irányadó ráta és az Önfinszírozási program a költségvetési kamatkiadások csökkenéséhez és a belső finanszírozási bázis bővítéséhez vezetett.** A rekord alacsony szintre csökkentett jegybanki alapkamat és az Önfinszírozási program nagymértékben hozzájárultak az állampapírpiazi hozamok általános mérséklődéséhez. Ennek következtében a költségvetés kamatkiadásai 2015-ben a GDP közel 0,4 százalékaival csökkentek (2013 óta összesen 0,8 százalékponttal), ami az államháztartás nettó finanszírozási igényének mérséklődésén keresztül az államadósságot ugyan ilyen mértékben csökkentette.<sup>2</sup>

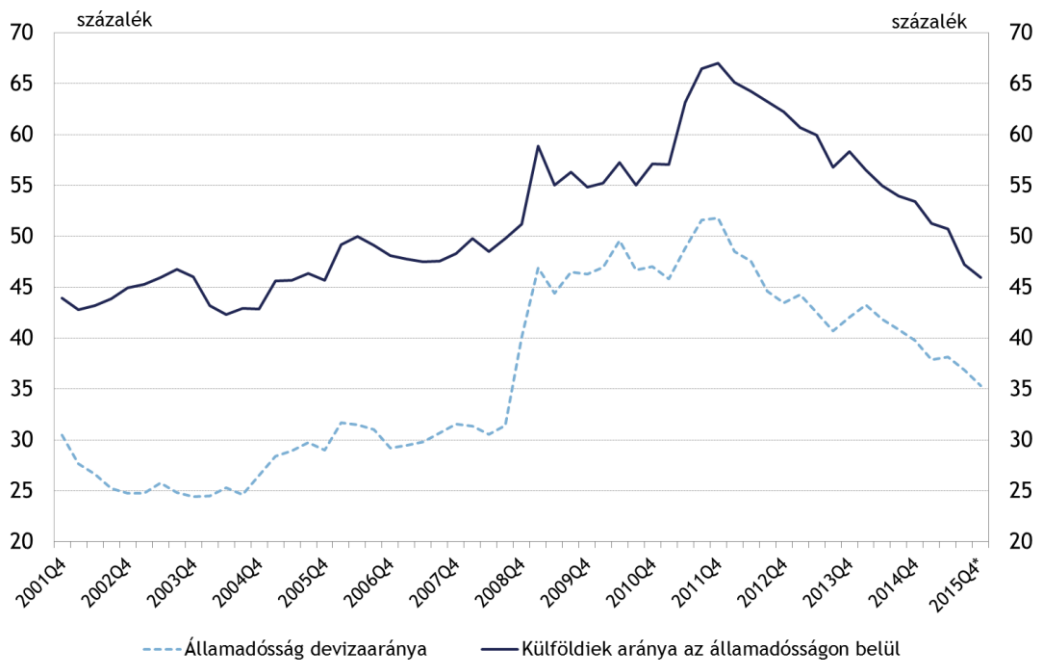
Ezzel egyidejűleg az Önfinszírozási program, összhangban az adósságstratégiai célokkal, támogatja a belföldi finanszírozási bázis növelését és az adósságon belüli devizaarány csökkenését. Mindkét mutató tekintetében szignifikáns javulás volt tapasztalható az elmúlt pár évben. Az európai adósságválság kitörését követően, 2011. év végén historikus csúcson álló mutatók négy év alatt visszaestek a válság előtti szintjük alá. Az államadósságon belüli külföldi tulajdon aránya 67 százalékról 46 százalékra, míg a devizaarány 52 százalékról 35 százalékra süllyedt 2011 és 2015 vége között, ami érdemben csökkentette hazánk külső sérülékenységét (2. ábra).

---

<sup>1</sup> Magyar Nemzeti Bank (2016): Féligős jelentés 2013–2016; <http://www.mnb.hu/letoltes/felidos-jelentes-2013-2016-hun-0303.pdf>

<sup>2</sup> Kicsák Gergely – Baksay Gergely (2015): A jegybanki programok hatása az államháztartás kamatkiadásaira – Mit mutatnak a tények?; <http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-baksay-gergely-a-jegybanki-programok-hatasa-az-allamhaztartas-kamatkiadasaira.pdf>

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



\*Megjegyzés: A 2015Q4-es érték MNB becslés.

Forrás: MNB, ÁKK

**Az MNB és az ÁKK szakmai együttműködése lehetővé tette, hogy az adósságkezelő a szabad likviditását év végén részben az adósság csökkentésére fordíthassa.** A fent írottaknak megfelelően az államadósság alapfolyamatát befolyásoló makrogazdasági tényezők kedvezően alakultak 2015-ben, azonban ezek pozitív hatását egyedi tényezők nagymértékben rontották, amelyeket ellensúlyozni kellett. Az MNB által birtokolt forint kötvények, az Önfinszírozási program keretében vásárolt deviza állampapírok, illetve másfelől az ÁKK oldaláról rendelkezésre álló likvid pénzügyi tartalékok lehetővé tették, hogy az ÁKK az MNB-től történő állampapír-vásárlásokkal is mérsékelje az államadósságot. A forint- és devizakötvények ÁKK általi visszavásárlása tartósan csökkenti az államadósságot (a GDP mintegy 1,2 százalékaival) és azon belül a deviza részarányt.

A Magyar Nemzeti Bank az Önfinszírozási programja keretében 2015. július óta a másodpiacon magyar állami devizakötvényeket vásárolt. A devizakötvények vásárlása szervesen illeszkedik az Önfinszírozási programba, hiszen ezzel a lépéssel a döntően nem rezidensek által tartott devizakötvények hazai kézbe kerülnek. Így csökken a nettó külső adósság, és mivel a jegybank alapvetően a rövidebb hátralévő futamidejű papírokat vásárolt, egyben mérséklődik a devizatartalék-igényt leginkább befolyásoló rövid külső adósság pályája is. Az MNB a program végrehajtása során kiemelt figyelmet fordított arra, hogy a devizatartalék-megfelelés folyamatosan biztosított legyen. Az MNB az új programja keretében lehetőséget nyújtott arra is, hogy az Államadósság Kezelő Központ az államadósság növekvő arányú forint finanszírozásából az MNB devizakötvényeiből piaci áron visszavásárolhasson. A forintfinanszírozás felé való elmozdulásra a kiemelkedő mértékű lakossági vásárlások mellett a belföldi banki kereslet – ugyancsak az Önfinszírozási program egyéb elemeihez (jegybanki eszköztár átalakítása) köthető – emelkedése teremtette meg a lehetőséget.

A program keretében 2015 második felében összesen mintegy 310 milliárd forintnyi, döntően a következő két évben lejáró, devizakötvényt vásárolt az MNB, ami nagyságrendileg 1 milliárd euróval csökkentette az

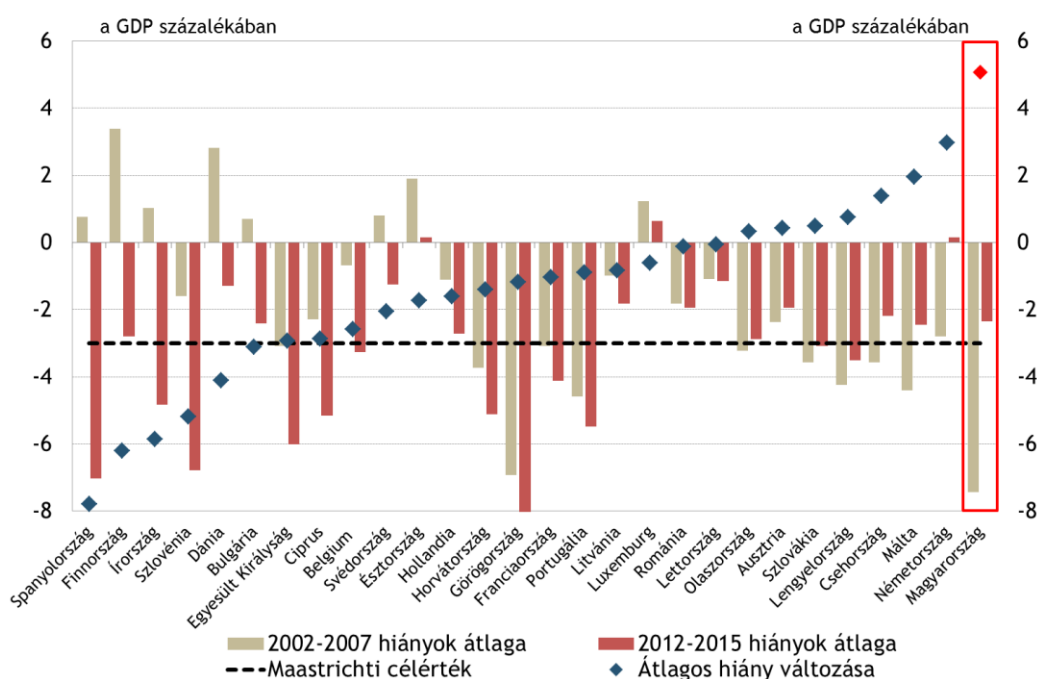
ország külső adósságát. Az ÁKK 2015 második felében élt az MNB devizakötvényeinek visszavásárlási lehetőségével. Így az MNB és az ÁKK devizakötvény vásárlási aktivitásának eredményeképpen a tavalyi év során egyszerre csökkent érdemben, közel a GDP 1 százalékpontjával az állam devizaadóssága és a következő évek rövid külső adósság pályája is.

Az ÁKK a korábbi években már alkalmazott gyakorlatnak megfelelően 2015-ben is élt azzal a lehetőséggel, hogy az MNB mérlegében lévő (részben 2008 őszén vásárolt, részben a 90-es évek MNB–állam közötti adósságcsere keretében kapott) forint állampapírokból is piaci áron visszavásárolt. A tavalyi évben e forint papírok visszavásárlásával összességében további 100 milliárd forinttal csökkent a bruttó államadósság.

### 3. Nemzetközi összehasonlításban is kedvező az államháztartási egyensúly javulása

**Az Európai Unión belül Magyarországon a legnagyobb mértékű a költségvetési hiány javulása a válság előtti időszakhoz képest.** A 2010 után végrehajtott fiskális konszolidáció eredményeképpen az államháztartás GDP-arányos hiánya 2012-től tartósan alacsony szinten, átlagosan 2,4 százalék alatt stabilizálódott, ami az Európai Unió által elvárt 3 százalékos célérték alatt van. 2010 előtt az indokolatlanul laza költségvetési politika következtében a magyar államháztartási hiány folyamatosan és nagymértékben a maastrichti kritérium felett alakult. A 2002 és 2007 közötti időszakban a hazai hiány átlagosan a GDP mintegy 7,5 százalékát tette ki. Ez uniós összevetésben a legnagyobb átlagos hiány volt ebben az időszakban, és jelentősen hozzájárult az államadósság gyorsütemű emelkedéséhez. Tehát összességében a 2008. év előtti és a 2012. év utáni államháztartási hiányok alakulásában bekövetkezett változás több mint 5 százalékpontos egyenlegjavulást mutat Magyarországon, ami az Unióban a legnagyobb mértékű (3. ábra).

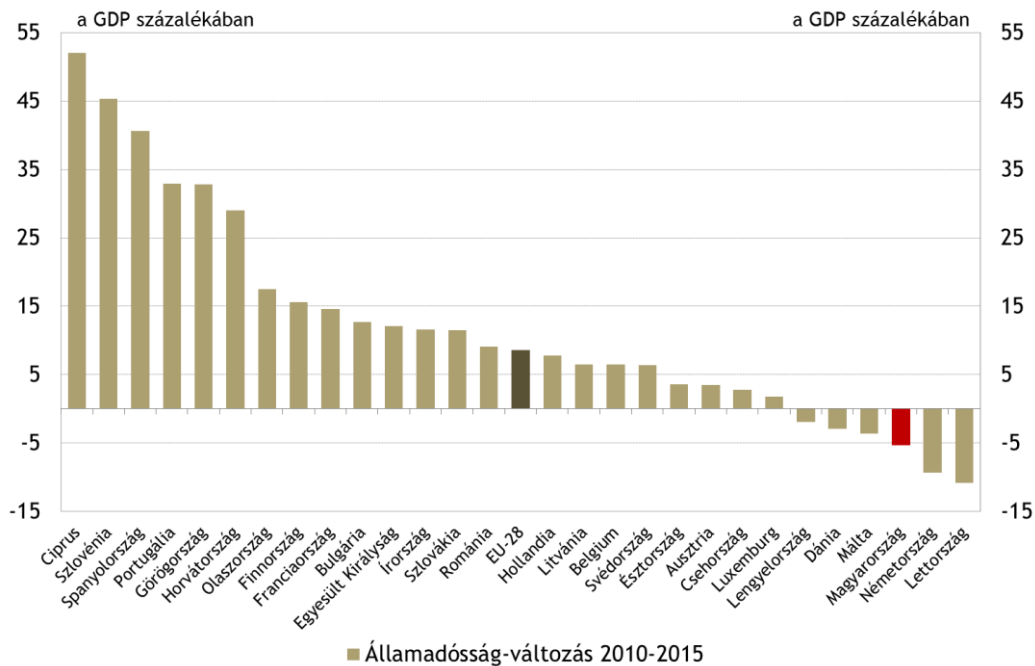
3. ábra: A magyar és az uniós államháztartási hiányok alakulása a 2008-as válság előtt és után



Forrás: Ameco

**A 2012-től megvalósult historikusan alacsony államháztartási hiány és a bővülő reálgazdaság stabil alapot biztosít az államadósság-ráta csökkenésének.** Az elmúlt 5 év magyar adósságcsökkenése uniós összevetésben kimagasló. 2010-ről 2015 végére hazánk több mint 5 százalékponttal mérsékelte a GDP-arányos államadósságát, miközben az Unió átlagos eladósodottsága közel 9 százalékponttal (87 százalék fölé) emelkedett, és a 28 tagállamból mindössze hat ország volt képes adósságcsökkentésre (4. ábra).

4. ábra: A magyar és az uniós államadósságok változása 2010 és 2015 között



Megjegyzés: A 2010 és 2015 közötti adósságváltozás számítása során Magyarország esetében az MNB előzetes pénzügyi számla 2015-ös adatát, a többi uniós tagállam esetében az Európai Bizottság legfrissebb 2015-ös becslését használtuk.

Forrás: Ameco, MNB

#### 4. Összegzés

A magyar államadósság-ráta 2015-ben is folytatta 2011 után indult csökkenő trendjét, és a 2014-es 76,2 százalékról 75,3 százalékára mérséklődött. Az adósságráta csökkenését támogatták a kedvező hazai makrogazdasági alapfolyamatok, amelyben az MNB monetáris politikájának jelentős szerepe volt, de több egyedi és exogén tényező az adósság növekedése irányába hatott. Utóbbiak ellensúlyozását segítette a jegybank Öntfinanszírozás Programja keretében vásárolt deviza állampapírok (és már régebben az MNB tulajdonában álló forint állampapírok egy részének) ÁKK által történt visszavásárlása. Az évek óta rekord alacsony államháztartási hiány és a negyedik éve folyamatosan csökkenő GDP-arányos államadósság idősorosan és európai uniós összevetésben is kiemelkedő eredménynek számíthatnak.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2016. március 23-án.”