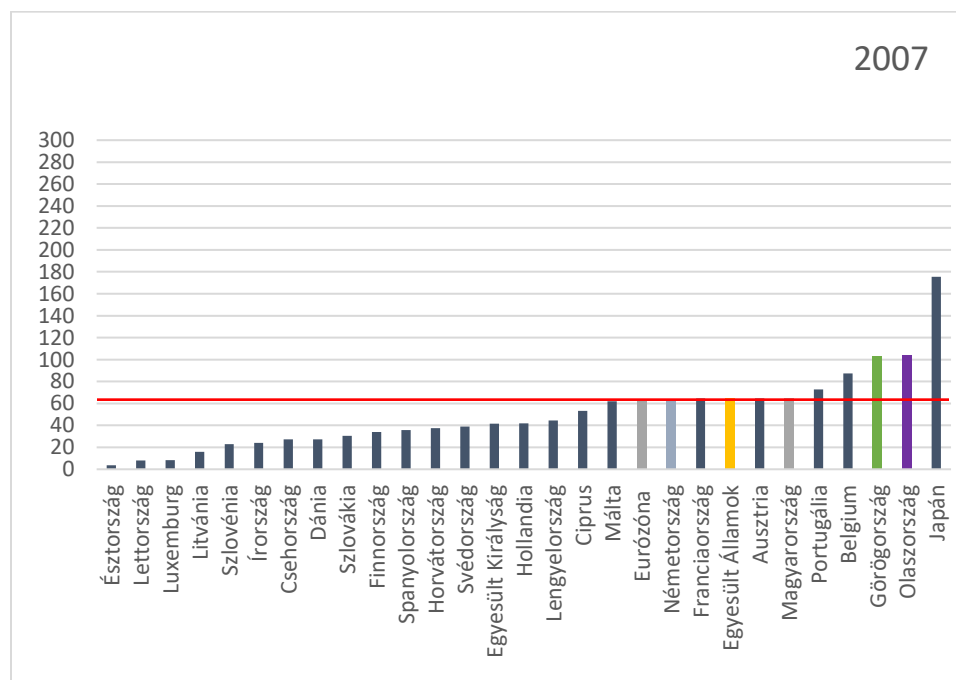


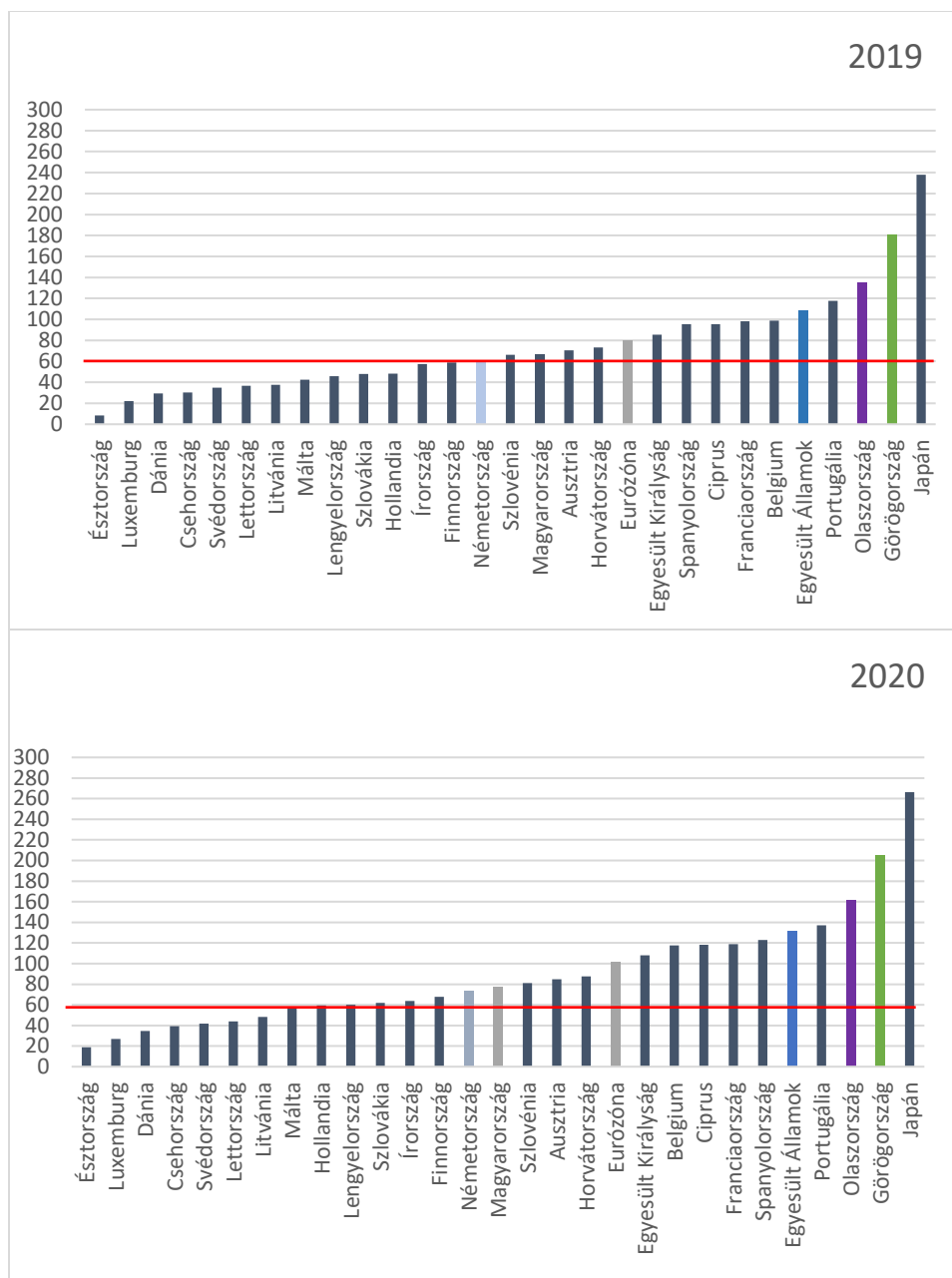
## Szapáry György-Hardi Zsuzsanna

### Maradandó vendég a magas államadósság?

Izgalmas és tanulságos vita alakult ki a szakirodalomban az államadósság fenntarthatóságáról. A kiváltó ok, hogy az államadósságok a fejlett gazdaságok többségében a II. világháború óta nem látott szintekre emelkedtek a Nagy Pénzügyi Válságra és a Covid-19 válságra adott expanzív költségvetési politikák eredményeként. Vegyük az EU tagországokat, az Egyesült Államokat és Japánt. Míg 2007-ben csak 5 országban haladta meg szignifikánsan az államadósság a GDP 60 %-át és csak 3 országban, Japánban, Görögországban és Olaszországban haladta meg a 100%-ot, addig 2020-ban már 15 országban volt az államadósság szignifikánsan 60% felett, ebből 10 országban 100% felett. A legmagasabb szintek Japánban (266%), Görögországban (205%), Olaszországban (162%), Portugáliában (közel 140%) és Amerikában (131%) tapasztalhatók. Az eurozónában is 100% felett volt az adósság. Nincs vita abban, hogy fiskális ösztönzésre szükség van a gazdaság helyreállításának és a növekedés beindításának érdekében, főleg most, amikor a monetáris politikák mozgásteret beszűkült a nullához közeli vagy negatív jegybanki kamatok következtében. Ugyanakkor felvetődik a kérdés, hogy meddig növekedhet az adósság és hol van az a szint, amikor a fenntarthatóság megkérdőjeleződik.

1. Ábra: Államadósság  
(a GDP százalékában)



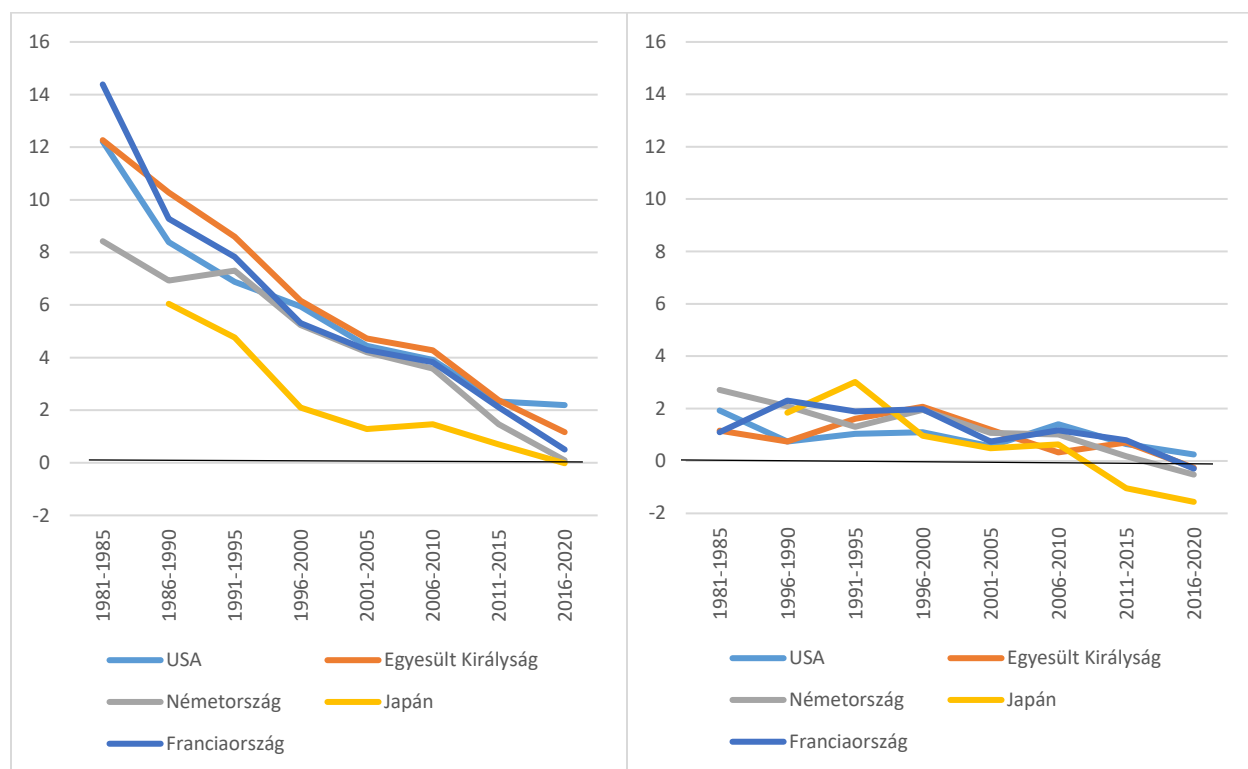


Ismert, ha a nominális kamatláb ( $r$ ) alacsonyabb a nominális GDP ( $g$ ) növekedésnél, akkor az államadósság fokozatosan csökken. Képletben kifejezve  $r-g < 0$ . Olivier Blanchard, az IMF volt vezető közgazdásza egy cikkében bemutatta<sup>1</sup>, hogy 1950 óta a nominális kamatláb konzisztensen a nominális GDP növekedésének rátája alatt volt az Egyesült Államokban, kivéve az 1980-as évek elejének dezinflációs periódusát. 1980 óta mind a nominális kamatláb mind a növekedés csökkent, de a kamatlábak jobban, mint a növekedés, tehát az  $r-g$  negatív tartományban tartózkodott. A fejlett országokban a hosszú távú nominális és reálkamatok is trendszerűen

<sup>1</sup> Olivier Blanchard, *Public Debt and Low Interest Rates*, American Economic Review 2019, 109(4), pp. 1997-1229 <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.109.4.1197>

csökkentek (Ábra 2). Lawrence Summers és más közgazdászok véleménye szerint ennek a csökkenésnek strukturális okai vannak (népességfogyatkozás vagy a növekedés ütemének csökkenése, elöregedés) amit [itt](#) elemeztünk a szekuláris stagnáció hipotéziséről írt cikkünkben. Az elmélet szerint az úgynevezett biztos (*safe*) hosszú távú kamatok strukturális okok miatt nagyon alacsonyak maradnak majd az előrelátható időben, megközelítőleg a jelenlegi szintek közelében.

2. Ábra: Nominális és Reál 10 éves kamatlábak  
(5 éves átlag, százalék, 1981-2020)



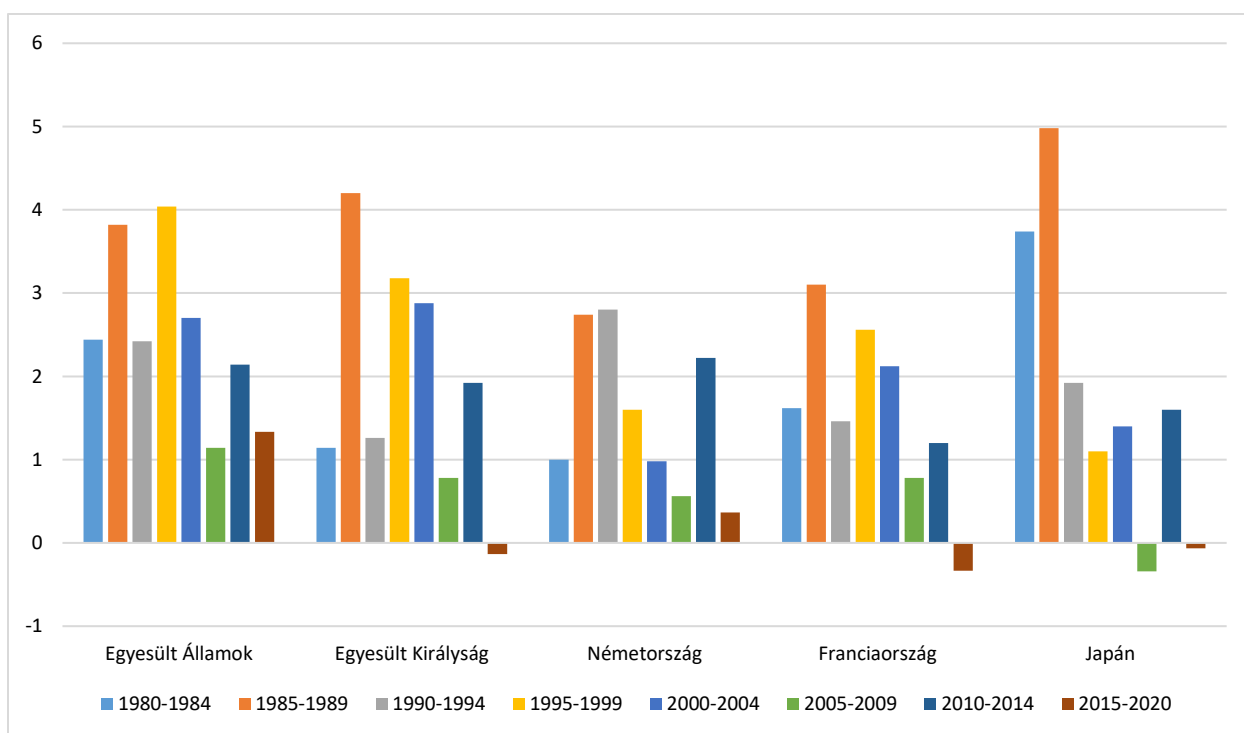
Ezen közgazdászok azon a véleményen vannak, hogy még a pesszimista scenáriók szerint is a GDP növekedése a fejlett országokban ezt az alacsony kamatszintet trendszerűen meg fogja haladni, kivéve komoly gazdasági sokkok esetén, mint pl. háború, járvány, természeti katasztrófa okozta válságok. Tehát az  $r-g < 0$  fenn fog maradni és az adósság fokozatosan el fog olvadni. Így nem lesz szükség a kamatkidadások nélküli elsődleges költségvetési egyenleget pozitív tartományban tartani. Elég az egyensúly, de néha lehet enyhén negatív is, ha van mozgástér az adók emelésében és a költségek csökkentésben úgy, hogy az nem veszélyezteti a potenciális növekedés fenntartását, illetve emelését.

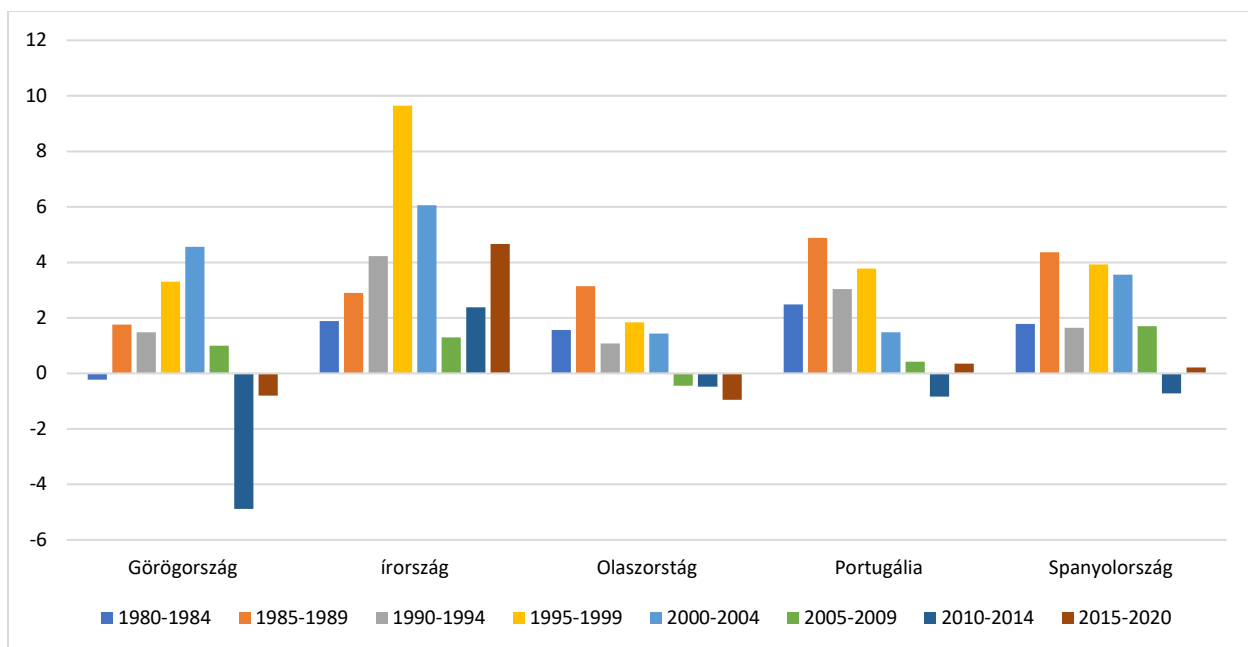
Ezt az optimista gondolkodást sokan vitatják. Charles Wyplosz számításai<sup>2</sup> szerint 1961 óta az OECD országokban az  $r-g$  csak mintegy 50%-ban tartózkodott negatív tartományban, mert bár a

<sup>2</sup> Charles Wyplosz, *Olivier in Wonderland*, 17 June, 2019 <https://voxeu.org/content/olivier-wonderland>

kamatok csökkentek, a növekedés is mérséklődött (Ábra 3). Ráadásul az  $r-g$  erős volatilitást mutat. Emellett nem elég csak a kamatkidadásokat figyelembe venni, mert a befektetők arra is érzékenyek, hogy vajon az adott ország a befektetett tőkét is vissza tudja-e majd fizetni, nem csak a kamatokat. Lehet, hogy az  $r-g$  negatív, de ha kétely merül fel, hogy az ország nem tudja visszafizetni a tőkét, pl. mert az elsődleges hiány deficitese, a fizetési mérleg hiánya magas, a külső eladósodás jelentős, akkor a bizalom megrendül, a befektetők kiszállnak az adott ország állampapírjaiból, a kamatok megnövekednek, a  $r-g$  pozitív tartományba kerül és az adósság nem csökken, hanem növekedik. A szakirodalom ezt nevezi többszörös egyensúlynak (*multiple equilibria*). A többszörös egyensúly elvét Blanchard is elfogadja, de úgy véli, hogy ez az állapot időről időre ugyan előfordulhat, de ha jövő úgy alakul, mint a múlt – erős feltételezés, elismeri - akkor az államadósság idővel csökkenni fog.

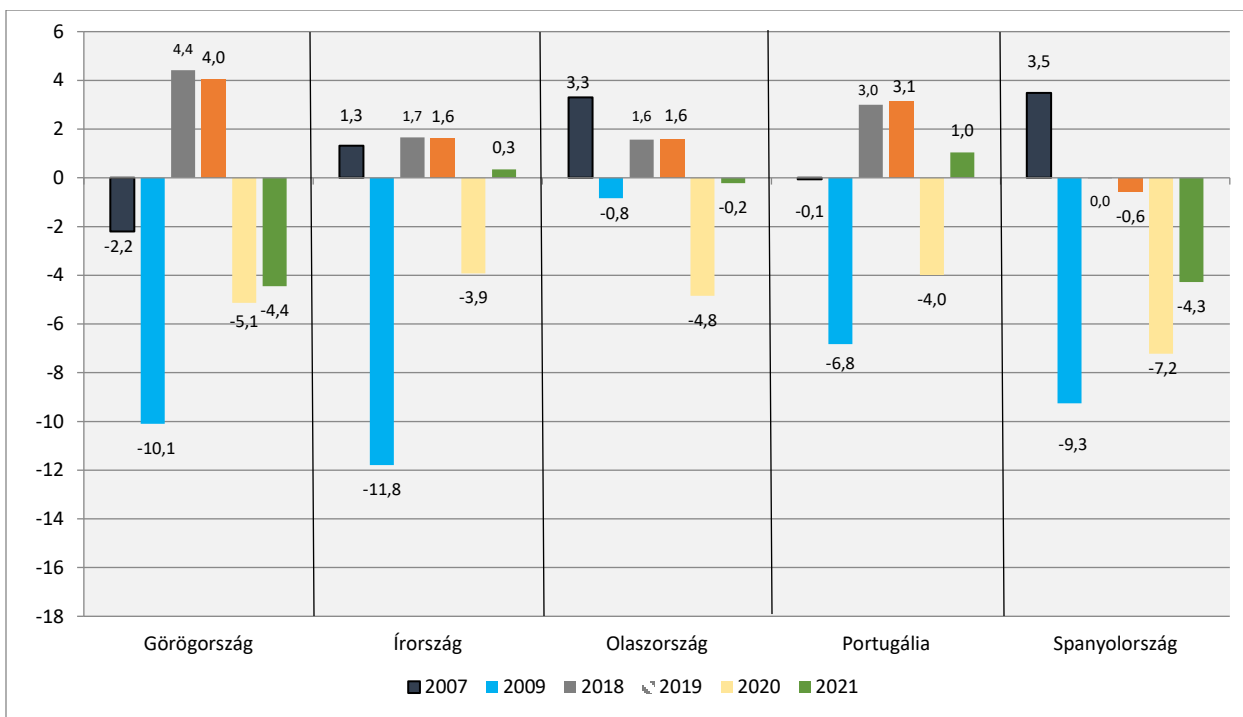
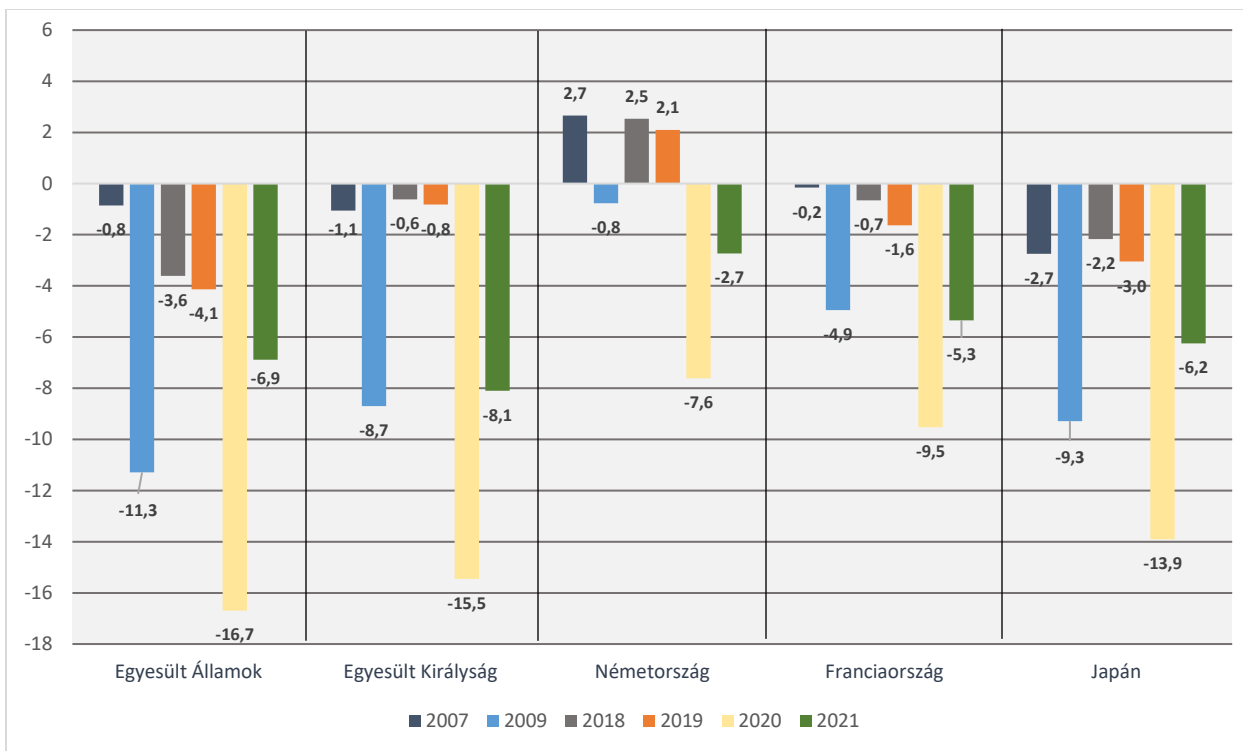
3. Ábra: GDP növekedés, fejlett- és peremországok (százalék, 1980-2020)





2007 óta a válságok következtében megugrott adósságszintek eredményeként a fejlett országokban az elsődleges egyenlegek erősen negatív szinteken mozognak (Ábra 4). Valószínű, hogy a válság utáni visszapattanásban a negatív elsődleges egyenlegek több országban csökkenni fognak, akár egyensúlyba vagy pozitív egyenlegbe fordulnak át. Az  $r-g < 0$  akár érvényesülhet is, de ha az államadósság magas és a fent felsorolt sebezhetőségi tényezők jelen vannak, az veszélyes helyzetet teremt, amennyiben a kormány nem tudja, vagy nem akarja mérsékelni az eladósodottságot és ezért a bizalom megrendül.

4. Ábra: Elsődleges egyenlegek, fejlett- és peremországok (a GDP százalékában)



Megvan a kockázata annak, hogy egyes országok, például Olaszország, szembesülnek majd a többszörös egyensúly kapcsán említett problémákkal. Ilyenkor a tőke elhagyja az országot, ami jelentős valutaárfolyam leértékelődést indíthat be. Egy darabig ezt az állapotot mérsékelni tudja az EKB által vásárolt olasz államkötvények, de nem lehet arra számítani, hogy ez hosszútávon is

fenntartható lesz. Ilyenkor nincs más megoldás, megszorító intézkedéseket kell hozni, annak a növekedésre ható negatív konzekvenciáival együtt. Ez a helyzet a kisebb eurozónán kívüli európai országokra még meghatározóbb, mert ők nem számíthatnak az EKB kiegészítésére, csak a saját jegybankjaik segítségére, de ennek is megvan a határa ha a jegybankok meg akarják tartani a hitelességüket. Ha egy ilyen országban az adósság magas és az elsődleges hiány negatív, a befektetők, külföldi és honi, elfordulhatnak az ország állampapírpiacától, mert megrendül a bizalmuk. Az ilyen országoknak különösen fontos, hogy az államadósságukat kordában tartsák. Nem arról van szó, hogy ne legyenek jelentős kiadások a válság idején, hanem arról, hogy jól költsenek, úgy, hogy az erősítse a potenciális növekedést. Ahogy Mario Draghi fogalmazott, van jó és rossz adósság.

Az Egyesült Államok helyzete más, mert a dollár dominanciája miatt számíthat a külföldi befektetők amerikai állampapír vásárlásaira, így számára a költségvetési hiány és az államadósság növekedése és annak finanszírozása kisebb problémát jelent, legalábbis középtávon. Ráadásul számos tényező következtében az amerikai potenciális növekedés magasabb, mint a legtöbb fejlett országban. Japán annyiban más, hogy ott a háztartások megtakarítása történelmileg igen magas és a folyófizetési mérleg az 1980-as évek elejétől folyamatosan többletet mutat, így a magas államadósság költségének finanszírozása „házon belül” előreláthatólag megoldható.

A kisebb európai fejlett országoknak viszont oda kell figyelni az államadósságuk alakulására és törekedni kell annak csökkentésére a Covid válság lecsengése után. Több veszély is fenyeget. Jöhet bármikor egy újabb sokk, akár kívülről, akár belülről, aminek kezeléséhez szükséges „békeidőben” felépíteni a megfelelő fiskális mozgásteret. Arra is fel kell készülni, hogy idővel az infláció és kamatok is növekedhetnek. Komoly vita folyik jelenleg a közgazdászok és jegybankárok között, hogy a jegybankok meddig és milyen mértékben folytathatják a mennyiségi lazítást, meddig vásárolhatnak ekkora mennyiségben államkötvényeket, és mikor veti fel az infláció újra a fejét. Abban konszenzus van, hogy pillanatnyilag ez a veszély nem áll fent és inkább a túl alacsony infláció okoz gondot. Előre tekintve azonban nem vonatkozhatunk el a hatalmas pénzmennyiségtől, amit a fejlett országok a gazdaságba pumpáltak. Előbb vagy utóbb ennek lesz hatása az inflációs várakozásokra. Ahogy Kenneth Rogoff, volt IMF vezető közgazdásza és a Harvard Egyetem professzora fogalmaz<sup>3</sup>, az infláció kockázata hosszabb távon sokkal inkább felfelé mutat, mint ahogy azt a piacok és a politikusok realizálnák. Amikor az infláció nő, a meghatározó jegybankok kamatot emelnek és ez kihat majd a kis országok kamatjaira is. Ha ez bekövetkezik, akkor az  $r-g$  pozitív tartományba vált át és az adósság növekedésnek indul.

Nem csak a kamatok emelkedhetnek, de a növekedés üteme is csökkenhet, ami az  $r-g$ -t szintén a pozitív tartomány felé tolja. A szekuláris stagnáció hipotézise pont arra hívja fel a figyelmet, hogy ha a befektetések nem megfelelően növelik a termelékenységet, akkor bizony a potenciális növekedés üteme mérséklődni fog a fejlett országokban. Mindez abba az irányba mutat, hogy Amerikát és Japánt talán egyelőre kivéve, minden fejlett országnak arra kell törekednie, hogy a válságok által felduzzasztott államadósságukat csökkentsék. Figyelembe véve a

---

<sup>3</sup> Kenneth Rogoff, *Are Inflation Fears Justified?* Project Syndicate, March 1, 2021. <https://www.project-syndicate.org/commentary/long-term-inflation-risks-central-banks-globalization-by-kenneth-rogoff-2021-03>

bizonytalanságokat, érdemes óvatosnak lenni. Az egymás után bekövetkező sokkok és az arra adott válaszok a bizonytalanság érzését állandósíthatják az emberekben. Ahogy Wyplosz találóan figyelmeztet az említett cikkében, a pénzügyi világ veszélyessé válhat, ha a kormányok elhiszik, hogy egy csodaországban élnek, ahol a fiskális kényszer nem érvényesül.

*„Szerkesztett formában megjelent a portfolio.hu oldalon 2021. március 16-án.”*