

Tóth Gábor – Vonnák Balázs

## Az államadósság fenntarthatósága globális kontextusban

*Az utóbbi években több neves közgazdász érvelt amellett, hogy a jelenlegi alacsony kamatkörnyezetben bátrabban lehet fiskális eszközökkel élénkíteni a gazdaságot. Az érvrendszer alapvetően Olivier Blanchard azon észrevételére épít, mely szerint az USA-ban nem kivételes, hanem inkább tipikus az a helyzet, amikor a GDP növekedése meghaladja az adósságra fizetett kamatot, ami miatt a GDP-arányos államadósság csökkentéséhez nincsen szükség költségvetési többletre. Írásunkban bemutatjuk, hogy globálisan egyáltalán nem nevezhető tipikusnak ez az állapot, az USA esetében ezt olyan specifikus tényezők okozhatják, melyek más országok számára nem adóttak.*

**Olivier Blanchard nagy hatású tanulmányában<sup>1</sup> bemutatja, hogy az USA-ban a második világháború után – a nyolcvanas évektől és a kilencvenes évek elejétől eltekintve – a gazdaság gyorsabb ütemben nő, mint az államadósságra fizetett kamat.** Ennek azért van különös jelentősége, mert így az államadósság GDP-arányos mértéke kiegyensúlyozott költségvetés mellett is zsugorodik, vagy másképpen, a hánycsúcsos még bizonyos mértékű tartós hiány mellett sem növekszik. Ezt mások (például a Nobel-éremes Paul Krugman a The New York Times-ban tavaly decemberben megjelent cikkében<sup>2</sup>) úgy interpretálják, hogy az államadósság magas szintje megszünt kockázati tényező lenni.

**Kérdés azonban, hogy ez a megállapítás érvényes-e az Egyesült Államokon kívül más országokra is.** Az Egyesült Államok gazdasági erejénél, geopolitikai helyzeténél, valamint a dollár világpénz státuszánál fogva régóta a legjobb adós pozíciójában van, és vélhetően még marad is évtizedekig. Más országok, még a legfejlettebbek sem bíznak feltétlenül hasonlóan.

**A kérdés megválaszolásához országok széles mintáján megvizsgáltuk, hogyan viszonyult az államadósságra fizetett kamat a GDP növekedési üteméhez. A**

---

<sup>1</sup> Blanchard, O. (2019): *Public Debt and Low Interest Rates*. American Economic Review, 109(4): 1197-1229.

<sup>2</sup> Krugman, P. (2020): *Learn to Stop Worrying and Love Debt*. The New York Times

legátfogóbb és legmegbízhatóbb adatbázisnak az IMF International Financial Statistics adatbázisa bizonyult erre a célra. Megfelelő minőségű kamat- és növekedési adatokat az 1980-as évektől kezdve találtunk. Az IFS adatbázist bizonyos országokra kiegészítettük a Bloomberg államkötvény-kamat adataival.

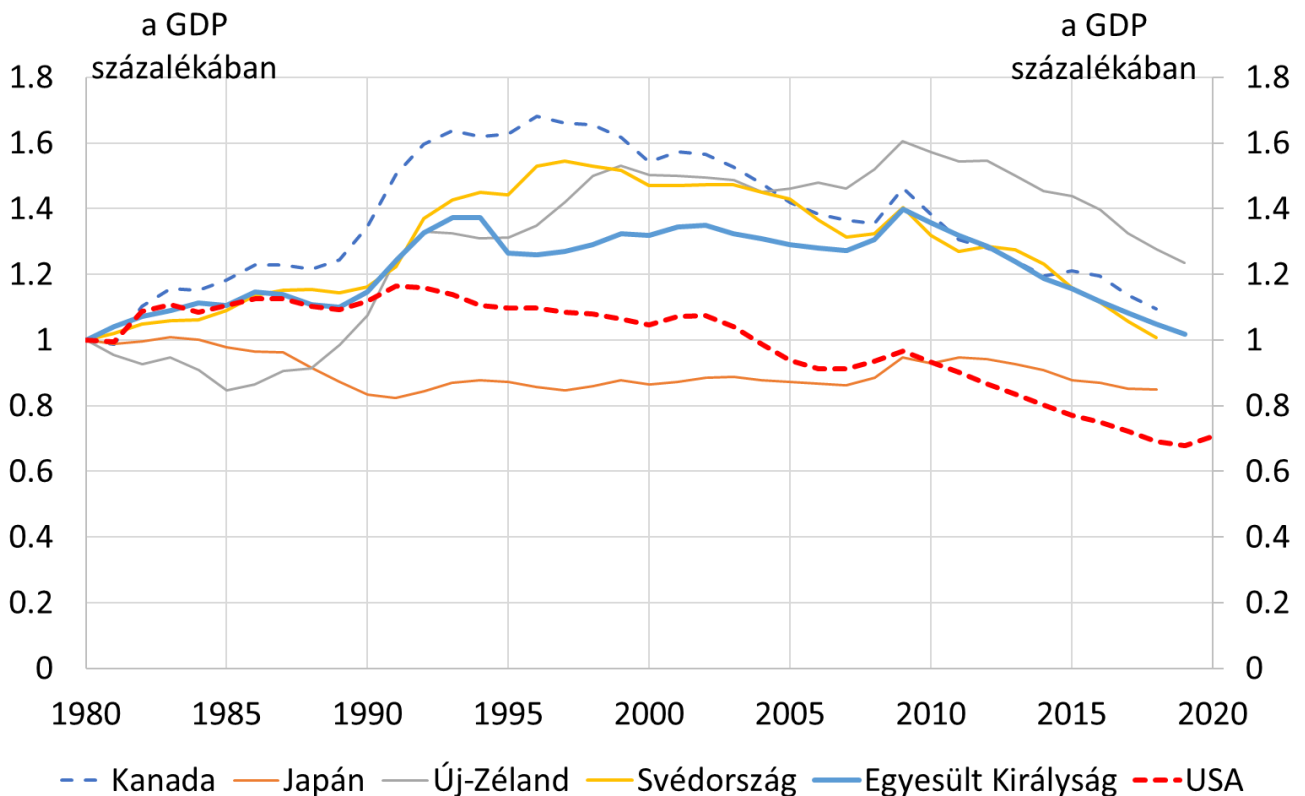
**Módszertanunkban egy, a GDP egy százalékának megfelelő államadósság hipotetikus pályájának alakulását vizsgáljuk.** A választott kezdődátumra az idősor értékét ennek érdekében 1-re állítjuk. A soron következő GDP-arányos államadósság értéket úgy kapjuk, hogy az előző időszaki értéket beszorozzuk az adott évi bruttó kamattal ( $1+i$ ), majd leosztjuk a nominális GDP növekedési ütemével ( $1+g$ ). Felmerülhet a kérdés, hogy miért nem elég egyszerűen összevetni, hogy hány időszakban haladta meg a növekedés ( $g$ ) a kamat ( $i$ ) értékét? A válasz az, hogy az eltérés mértéke is számít, hiszen megeshet, hogy bár a növekedés egy időpontban nagyobb, mint a kamat, ám ez a korábban felhalmozott adósságot csupán csökkenti, de nem feltétlenül viszi a kiinduló szintje alá.

**Eredményeink alapján a kamatok és a növekedés USA-hoz hasonló mértékű kedvező kapcsolata a többi ország esetében nem figyelhető meg.** Az 1. ábrán az látható, hogy egy, 1980-ban felvett, a GDP egy százalékának megfelelő államadósság hogyan alakult volna később különböző országokban<sup>3</sup> kiegyensúlyozott költségvetést (zéró elsődleges egyenleget) feltételezve. A változást az adósságra fizetett kamat és a GDP növekedése határozza meg: ha előbbi nagyobb, az adósság nő (a GDP arányában), ha utóbbi, az adósság csökken. Bár a pénzügyi válság után általánosan tapasztalható a kamatot meghaladó GDP-növekedési ütem adósságcsökkentő hatása, a vizsgált időszak egészére ez már nem igaz. Az időszak egészét tekintve a többi országban nem, vagy csak kisebb mértékben csökkent az adósság, mint az USA-ban.

---

<sup>3</sup> Amelyekre volt megbízható idősor erre az időszakra.

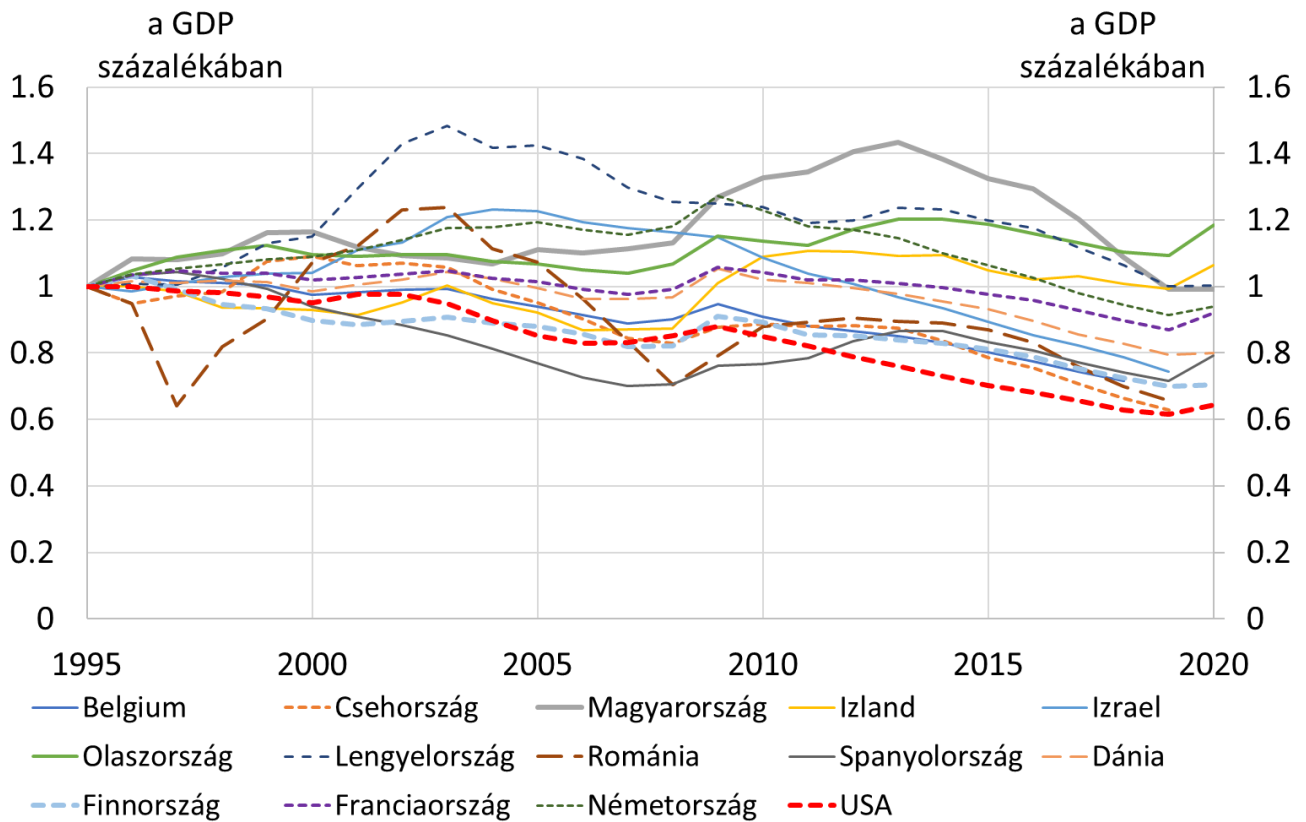
**1. ábra: A GDP 1 százalékának megfelelő, 1980-ban kibocsátott államadósság hipotetikus alakulása kiegyensúlyozott költségvetést feltételezve**



*Forrás: IMF International Financial Statistics, Bloomberg*

**Hasonló konklúzióra jutunk, ha azokat az országokat is összevetjük az Egyesült Államokkal, amelyekre csak 1995-től áll rendelkezésre adat (2. ábra).** Míg egy, az USA által 1995-ben felvett hitel GDP-arányosan kevesebb, mint kétharmadára zsugorodott, addig több vizsgált országban még 2020-ban sem süllyedt a hitel összege GDP-arányosan az eredeti szintje alá, még annak ellenére sem, hogy ebben a körben is általánosan érvényesült a válság után az alacsony kamatkörnyezet kedvező hatása. Azokban az országokban is, ahol összességében csökkenés figyelhető meg, annak mértéke elmarad az USA-étól, vagyis ez utóbbi ismét extrém esetnek bizonyult. Ezen megfigyelések alapján elmondható, hogy bár a pénzügyi válság utáni időszak általánosan az adósság csökkenésének irányában hatott, ezt a hatást az USA-n kívül csak kisebb mértékben lehetett kihasználni, valamint a korábbi években az adósság szempontjából általában kedvezőtlenebbül alakult a kamat és a növekedés viszonya.

**2. ábra: A GDP 1 százalékának megfelelő, 1995-ben kibocsátott államadósság hipotetikus alakulása kiegyensúlyozott költségvetést feltételezve**



*Forrás: IMF International Financial Statistics, Bloomberg*

**Összességében elmondhatjuk tehát, hogy azon vélemények, amelyek szerint a magas államadósság általában megszűnt kockázati tényezőnek lenni, túlzottan optimisták.** Az államadósság szintje továbbra is meghatározó gazdaságpolitikai szempontból, és csak nagyon kevés – jellemzően kivételes helyzetben lévő – gazdaság „hagyhat fel az aggodalommal”. A többség számára marad a fegyelmezett költségvetési politika folytatása, valamint az államadósság kordában tartása, vagy még ideálisabb esetben, csökkentése.

*„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2021. június 24-én.”*