

**Magyarország külső
adósságállományának és a külföldiek
kezében lévő adósságának elemzése**

Készült a Költségvetési Tanács részére

2015. október 30.

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A tanulmányt Virovác Péter kutatásicsoport-vezető szerkesztette.

A tanulmány egyes részeit készítették: Isépy Tamás, Mándli Marinetta és Virovác Péter

A tanulmány az Országgyűlés Hivatala Költségvetési Tanács szervezete megbízásából, kizárólag a Költségvetési Tanács és a Költségvetési Bizottság részére és felhasználására készült.

Tartalomjegyzék

1. Előszó	1
2. Vezetői összefoglaló.....	2
3. A külső devizaadósság alakulása és szerkezete Magyarországon	5
4. A nem rezidensek tulajdonában lévő adósságállomány elemzése Magyarország esetében	11
5. Az eddigi magyar intézkedések vizsgálata	14
5.1. Önfinszírozási program I.....	16
5.2. Önfinszírozási program II.....	19
5.3. Lakossági szerepvállalás és a forintfinanszírozás előtérbe helyezése	21
6. Az adóssághelyzet fiskális politikára gyakorolt hatása.....	28
7. Az adóssághelyzet: nemzetközi körkép, avagy a KKE-i és a nyugat-európai régió kiválasztott országainak összehasonlító elemzése	36
8. Legjobb gyakorlat, gazdaságpolitikai ajánlások	41
9. Irodalomjegyzék.....	45

1. Előszó

A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült azzal a céllal, hogy részletesen bemutassa Magyarország külföld felé fennálló devizaadósságának, valamint a nem rezidensek kezében lévő teljes adósság alakulását, szerkezetét és mindezek mozgatórugóját. A múltbéli tendenciák és a jelenlegi állapot felmérése kiindulási pontot jelent abból a szempontból, hogy ez milyen hatást gyakorol a konjunktúrára és a fiskális politikára. Ezt kiegészítendő, a hazai és a nemzetközi szakirodalom segítségével elemzésünkben feltárjuk, hogy az adósságállomány és szerkezetének változása milyen előnyöket vagy kockázatokat rejt magában a fiskális politika oldaláról.

A magyarországi állapot kontextusba helyezésének érdekében tíz kelet-közép-európai ország (az unió három legutóbbi bővítésekor csatlakozott tagállamok),¹ valamint az adósságproblémával küzdő néhány kiválasztott európai ország² helyzetelemzését is elvégezzük. A kellően széles minta segítségével kutatásunkban elemezzük az eladósodás költségvetési folyamatokra gyakorolt hatásait. Vizsgáljuk az államadósság és az adósságszolgálat alakulását, a kockázati megítélés változását, a hitelminősítések alakulását és a mentőcsomagok szerepét. A nemzetközi kitekintés és a szakirodalom segítségével bemutatjuk a legjobb gyakorlatot („best practice”). Az elemzésben vizsgáljuk az optimális adósságrátát és az adósságspirál elkerülésének lehetőségeit, rámutatva a gazdaságpolitika lehetséges beavatkozási pontjaira.

¹ Bulgária, Csehország, Észtország, Horvátország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Románia, Szlovákia és Szlovénia.

² Belgium, Görögország, Írország, Olaszország, Portugália és Spanyolország

2. Vezetői összefoglaló

A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült azzal a céllal, hogy részletesen bemutassa Magyarország külföld felé fennálló devizaadósságának, valamint a nem rezidensek kezében lévő teljes adósság alakulását, szerkezetét és mindezek mozgatórugóját.

A tanulmány első részében azt elemezzük, hogy milyen devizában és milyen mértékben adósodott el Magyarország. Elméletileg a gyengülő devizában történő eladósodás előnyös egy adott hiteladós számára. Magyarország esetében domináns a dollárban és euróban történő eladósodás, előbbi aránya növekedett, míg utóbbié csökkent. Alapvetően mivel a dollár erősödött az euróval szemben, ezért az adósságszerkezet hátrányos lenne. Fontos azonban kiemelni, hogy a dollárban felvett hiteleket – kivédendő a dollár erősödéséből származó kockázatokat – az adósságkezelő swapolta, így az állam a hitel árfolyamkockázatát nem dollárban, hanem euróban vállalja. Éppen ezért döntően csak az érdekes, hogy miképpen alakul a forint euróárfolyama. A devizaarány csökkentése egy egyértelmű célja az ÁKK-nak, és ezzel az árfolyamkockázat is csökkenő mértékűvé válik. Ennek érdekében a devizaadósságok lejáratakor nem devizában, hanem forintban újítja meg forrásait, ill. előtörleszthet is devizában.

A második részben azt vizsgáltuk, hogy hogyan alakult a nem rezidensek tulajdonában lévő adósságállomány Magyarországon. Vizsgáltuk a külföldiek aránya a forintban denominált állampapírból és a forint euróárfolyama közötti kapcsolatot 2003 és napjaink között. Megállapítható, hogy minél nagyobb a külföldiek aránya a forintban denominált állampapírból a hazai befektetőkhez képest, annál erősebb a forint árfolyama az euróval szemben. Nyilván jó néhány tényező van hatással a forint euróárfolyamának alakulására, azonban az kijelenthető, hogy a külföldi állomány jelentős csökkenése esetében a forint euró árfolyama gyengül. A gazdaságpolitikai döntéshozóknak nyilván figyelembe kell venniük azt, hogy milyen az az optimálisnak tekinthető külföldiek kezében lévő forint állampapírállomány-arány, amely mellett az önfinanszírozási program elképzelései nem sérülnek, ugyanakkor a külföldi állomány csökkenése révén nem kerül jelentős nyomás alá a forint a devizapiacon. Alapvető érdek, hogy az állampapírpiac ne döntő módon a külföldiek tulajdonában legyen, hiszen a tartott mennyiség változékonyabb lehet, ami a hozamok jelentős ingadozásához vezethet. Könnyebben alakulhat ki az egyedi aukciónál a felkínált mennyiségnél kevesebb ajánlat. A külső sérülékenység további csökkenésével tehát javulhat hazánk hitelminősítése, csökkenhet a kockázati felár és a külső finanszírozási költség.

A harmadik rész az eddigi magyar intézkedések vizsgálatáról szól. A hazai jegybank 2014. április 24-én jelentette be első, majd a 2015. június 2-án második önfinanszírozási programját. Az önfinanszírozási program keretében a belső források felé fordulás a meghatározó, azaz, hogy a külföldi befektetők részaránya csökken és a belföldi bankok és a lakosság veszi át helyüket. A bankok esetében a II. lépésben egyértelmű, hogy nem

beszélhetünk kiszorítási hatásról. Az MNB azt célozza csupán, hogy a nála mindeddig kéthetes betétben parkoló pénzek az államot finanszírozzák, tehát a bankok jelenjenek meg az állampapírpiacon. A lakosságnál azonban felmerülhet a kiszorítási hatás, azaz a lakossági betétek csökkenésével együtt járó lakossági állampapír vásárlás lakossági vagy vállalati hitelektől veszi el a forrást. Vizsgálatunk során arra következtetésre jutottunk, hogy a lakossági betétállomány csökkenése nem jár együtt a vállalati hitelek zsugorodásával.

A negyedik fejezet az adóssághelyzet fiskális politikára gyakorolt hatásait boncolgatja. A GDP-arányos államadósság alapvetően négy tényező változásától függ. A költségvetés elsődleges egyenlegétől, a reálkamatok és a reálárfolyam alakulásától, a gazdasági növekedéstől és egyéb tényezőktől. Ezek segíthetnek egy adott országnak, hogy ne kerüljön adósságspirálba vagy csökkenthesse adósságállományát. Az utóbbi évek szakirodalmában teret nyertek az adósság/GDP küszöbérték minél pontosabb meghatározására tett kísérletek. Reinhardt és Rogoff (2010a) a 90 százalékos aránynál talált törést, azaz eddig a szintig a GDP-t növeli az adósság szintjének növelése. E felett azonban már csökkentőleg hat, azaz a növekvő eladósodás csökkenti a bruttó hazai terméket. Cikkük jelentős visszhangot váltott ki a kutatók körében, azonban a 90 százalékos arányt megtartották, mint hüvelykujj-szabályt. A politikusok egy része kiemelt figyelmet szentelt a cikk konklúziójának, muníciót kapva a küszöbérték feletti GDP-arányos adósságnál megszorítások alkalmazásához.

Általánosságban elmondható, hogy az átlagos GDP-arányos államadósság értékek növekedtek az országok többségében a válság óta. A növekedés mértéke azonban csökkenő trendet mutat 2009 óta, összhangban a szigorúbb fiskális politikákkal. A 2000-es évek konjunktúrájában sok országra a felelőtlen gazdaságpolitika vált jellemzővé, ami komoly egyensúlytalanságokat alakított ki. Megugrottak a GDP-arányos államadósság-ráták, majd bekövetkezett a 2008-as gazdasági világválság, ami miatt gazdaságpolitikai szigorításra volt szükség. Az eladósodott országoknak jelentősen beszűkült a fiskális mozgásterük, ami súlyos adósságválsághoz vezetett. Az EU már 1997 óta szükségesnek találta a tagországok közös fiskális politikai szabályozását, de a fokozódó instabilitás miatt további intézkedésekre kényszerült a közösség. 2011-ben bevezették a hatos, majd 2013-ban a kettes csomagot, amik folyamatos szigorításokat tartalmaztak. A bajba jutott tagországok számára helyreállítási folyamatokat határoztak meg, továbbá prevenciók céljával monitoring folyamatokat hoztak létre. Az eltelt idő rövidsége miatt nehéz hosszú távú következtetéseket levonni, de a széles körben véghezvitt restriktív a magas adósságállománnyal rendelkező országokban a strukturális egyenlegek nagymértékű kiigazítását hozta.

Az ötödik fejezetben az adóssághelyzetet nemzetközi körkép formájában elemezzük, amelyben a KKE és a nyugat-európai régió azon országait vizsgáltuk, ahol magas az államadósság. A kamat és az adósság összevetésével azt vizsgáltuk, hogy az egyes országok esetében miképpen alakult az államadósság és a kamatkiadás. Azt vártuk, hogy a magasabb államadóssághoz magasabb kamatfizetési kötelezettség is tartozik. Az összehasonlító

országtanulmány rámutat arra, hogy a többéves átárazódás miatt egyes országokban még alacsonyabbak a kamatterhek, míg Magyarország esetében a kamatcsökkentési ciklusok lezárását követően is csak később árazódnak be az alacsonyabb kamatfizetések. Másrészt fontos, hogy explicit mekkora az a kamatnyereség éves, ill. féléves szinten, amelyet a kamatcsökkentési ciklusok miatt az állam az alacsonyabb kamatkiadások miatt nyer.

A záró fejezetben a legjobb gyakorlatok kimutatására és gazdaságpolitikai ajánlások megfogalmazására került sor. Elemeztük az Eichengreen és szerzőtársai (2002) által eredendő bűnnek nevezett eladósodási folyamatokat. Ők első számú eredendő bűnnek nevezik azt a jelenséget, amikor egy ország nem képes hazai fizetőeszközben külföldön kötvényt kibocsátani és ezért idegen devizában teszi meg ezt. A második típusú eredendő bűn a belföldi eladósodásban keresendő. A probléma abból keletkezik, ha egy adott ország nem képes hosszú lejáraton és fix kamatozás mellett finanszírozni adósságát. Rövid lejáratú adósság esetében a finanszírozás megújításnak kockázata meglehetősen nagy lehet. Harmadik eredendő bűnt jelenthet az, ha egy adott országban a hazai fizetőeszközben denominált adósság jelentős részét külföldiek birtokolják. A külföldiek hazai fizetőeszközben tartott portfóliójánál az aktivitás meglehetősen volatilis lehet, amely jelentősen felülmúlhatja a hazai piaci szereplők magatartásváltozásait. Ez különösen válság szituációkban érinti kedvezőtlenül az adott országot.

Kutatásunkban arra jutottunk, hogy Magyarország tekinthető best practice-nek, mivel a jegybank az önfinanszírozási programjának bevezetésével az eredendő bűn tompítását helyezte a középpontba. Pontosabban azt, hogy elsősorban az államadósság devizaaránya csökkenjen. Ezt a lejáró devizaadósságok forintban történő megújításával, előtörlesztésekkel valósíthatja meg az MNB, ill. az ÁKK. Másrészt a jegybank a banki állampapír állomány felfutását igyekszik ösztönözni, pontosabban a jegybanknál tartott banki fölösleges likviditást az állampapírpiacon terelni és ott pedig a hosszabb lejáratú papírok vásárlását szorgalmazza. Harmadrészt a jegybank az államadósság külföldiek által tulajdonolt részarányát igyekszik csökkenteni a külső sérülékenység enyhítése érdekében. Habár a külföldiek által birtokolt államadósság részek 2013-ról 2014-re Csehországban és Romániában is csökkentek, nincs tudatos szándékuk ezen országoknak a külföldiek részarányának zsugorítására.

További fontos megállapítás és erősíti a legjobb gyakorlatot is az, hogy Magyarországon a Kormány, az MNB és a Bankszövetség együtt lépve 2014. november elején kötött megállapodás alapján forintosította a lakossági deviza jelzáloghiteleket, továbbá az autóhitelek forintosítása is folyamatban van, lényegében megszüntette a lakosság számára a deviza árfolyamkockázatot. Ami azt jelenti, hogy a lakossági szektort is figyelembe véve Magyarország külső sérülékenysége jelentősen csökkent. A gazdaságpolitikai döntéshozók intézkedései révén a lakosság már nem volt kénytelen idén januárban sem a svájci frank elengedése után a forinttal és az euróval szemben is jelentősen erősödő fizetőeszközben törleszteni tartozását. Továbbá a forintosítás módszertanával best practice-ként szolgált több hasonló problémákkal küzdő ország (Lengyelország, Horvátország) számára is.

3. A külső devizaadósság alakulása és szerkezete Magyarországon

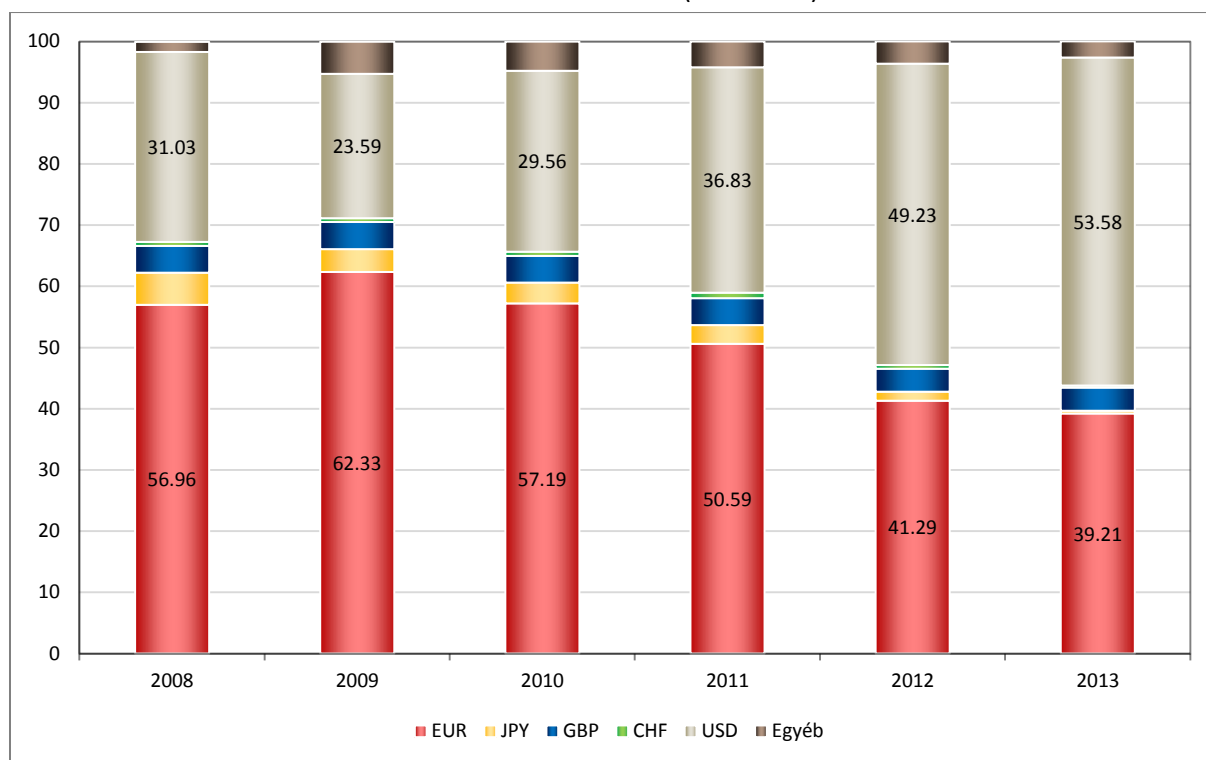
A nagy devizaadóssággal rendelkező országok sebezhetősége és emiatt az államcsőd kockázata megnő. A devizában történő eladósodás alapvetően a fejlődő országokat jellemzi, hiszen itt a belső piacok viszonylag fejletlenek, a hazai megtakarítások is elégtelenek az államadósság belső finanszírozásához, továbbá a külföldi megtakarítók sem hajlandóak belföldi fizetőeszközben finanszírozni az adott országot.

Devizában denominált adósság esetében három különböző kockázattípust különböztethetünk meg, amelyek közül kettő tekinthető relevánsnak. Elsőként az árfolyamkockázatot kell megemlíteni, hiszen egy jelentősen leértékelődő és nagy devizaadósság részarányal bíró országban az államadósság nominális és GDP-arányos mértéke jelentősen megnőhet. A második fontos kockázati típus, amely elsősorban válságok során jelentős, az a megújítási kockázat. Gyengülő devizánál és a magas eladósodottságnál a befektetők nagyobb hozamot érhetnek el az államadósság finanszírozásánál, illetve megnő az államcsőd valószínűsége, mivel bizonyos szint felett esetleg már jócskán magasabb hozam mellett hajlandók finanszírozni az államadósságot. A harmadik kockázat, amellyel általában számolni kell az a kamatkockázat, de az állampapírok többségénél általában hosszabb lejáratú és fix kamatozású kötvényekről van szó, így ez kevésbé jelentkezik. A lakossági és a vállalati hiteleknel ugyanis sokkal inkább jellemző a rövidebb futamidő és/vagy a rövidebb kamatperiódus. Így az aktuális kamatok a kamatperiódus kezdetén kerülnek rögzítésre, mindig az aktuális referenciakamat és egy felár alkalmazásával, ami pedig könnyíti a kiszámíthatóságot.

A devizaadósság összetételének vizsgálatánál az az alapvető kérdés, hogy az egyes országok milyen devizában adósodtak el. Az eladósodás mértékén túl elemi erejű jelentősége van annak, hogy mely devizák részaránya nő vagy csökken. Továbbá az a kérdés merülhet fel, hogy a devizák erősödtek-e vagy gyengültek a vizsgált időszakban.

Magyarország esetében megállapítható, hogy 2009-től kezdődően nőtt az amerikai dollár szerepe az adósságban. A dollár súlya a kezdeti 23,6 százalékról 2013 végére 53,6 százalékra emelkedett. A következő megválaszolandó kérdés így az, hogy mindeközben a dollár árfolyama erősödött vagy gyengült a forinttal szemben, hiszen előbbi esetében nőtt, míg utóbbi esetében csökkent a dollárban denominált adósság forint ellenértéke. A válasz az, hogy az egyik tényező a forint és az euró árfolyamának gyengülése volt a dollárral szemben. Ez pedig erősítette a dollár súlyát az adósságon belül.

1. ÁBRA: MAGYARORSZÁG DEVIZÁBAN DENOMINÁLT ADÓSSÁGÁNAK MEGOSZLÁSA 2008 ÉS 2013 KÖZÖTT (SZÁZALÉK)



Forrás: World Bank WDI Database, ÁKK, Századvég-számítás

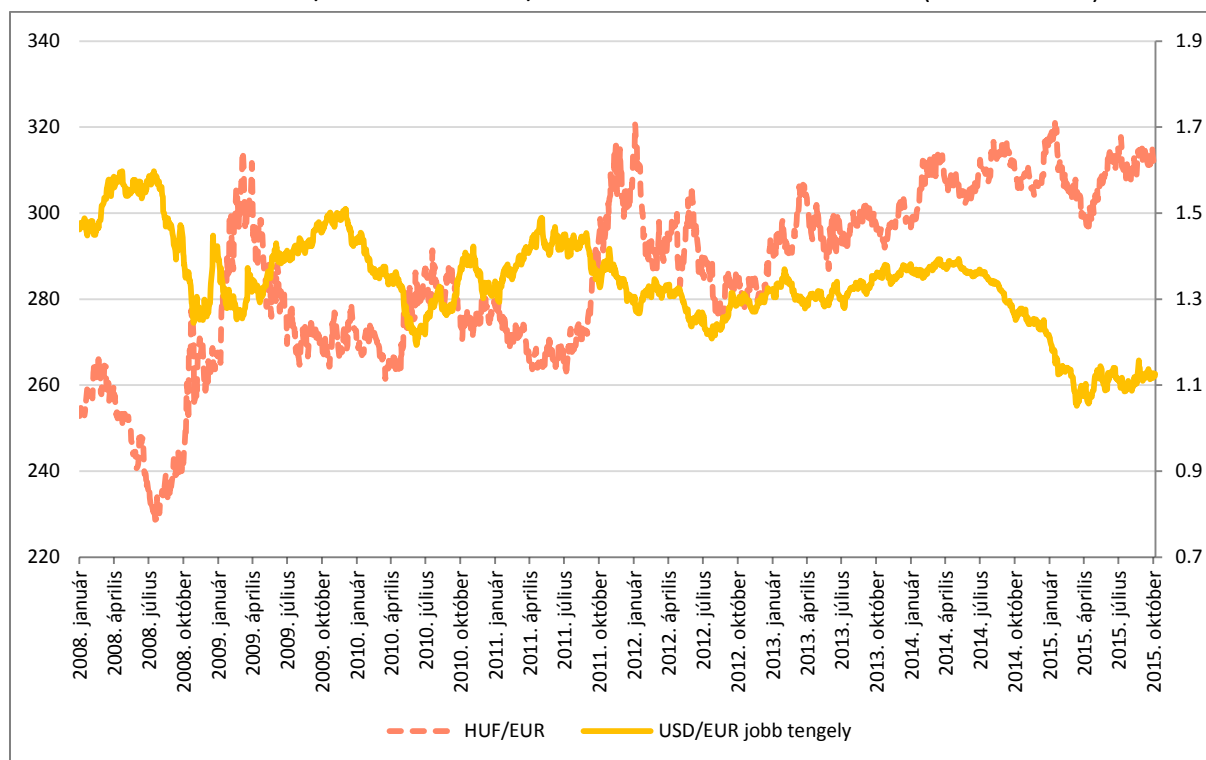
A devizális szerkezetet tovább vizsgálva jól látható, hogy miközben a dolláradósság súlya 2009 és 2013 között növekedett, az euróban denominált adósságé csökkent: 62,3-ről 39,2 százalékra. A szerkezeti eltolódásnak két oka lehet, egyrészt több adósság járt le euróban a vizsgálat alá vont időszak alatt, mint dollárban, ill. több dollárban denominált adósság alakult ki (hitelfelvétel vagy kötvénykibocsátás révén). A válságot követően Magyarország az idegen devizák közül döntően dollárban denominált kötvényeket bocsátott ki, amivel választ is kaptunk a második kérdésünkre.

Ebben szerepet játszhatott az, hogy a devizapiacra elsősorban ehhez juthatott hozzá, valamint az is hozzájárulhatott a választáshoz, hogy az eurózónát a gazdasági válság után az adósságválság terhelte, ami így kevésbé tette vonzó választássá az eurót, mivel annak erősödésére lehetett számítani hosszú távon.

Az elmélet szerint gyengülő devizában érdemes eladósodni, hiszen ekkor a törlesztéseken túl a fennálló tőketartozás forint ellenértéke is csökken. Persze egyrészt ez előre nehezen prognosztizálható, másrészt a teljes futamidőt érdemes vizsgálni. Tekintettel arra, hogy az elvi kérdés úgy merülhetett fel 2009 óta, hogy euróban vagy dollárban érdemesebb-e eladósodni, így nem is a forint vezető devizákkal szembeni árfolyama, hanem az euró dollárárfolyamának várt erősödése vagy gyengülése volt a befolyásoló tényező. Az adatok

alapján megállapítható, hogy a dollár árfolyama az euróval szemben a 2009. évi 1,5-es értékről 2015. közepére 1,1-re erősödött (2. ábra).

2. ÁBRA: HUF/EUR ÉS AZ USD/EUR ÁRFOLYAMOK ALAKULÁSA (2008–2015)



Forrás: Thomson Reuters Datastream

Mindennek következtében az adósság forintban számított ellenértéke nőtt ahhoz képest, mintha a kötvényeket euróban bocsátotta volna ki Magyarország, vagyis visszatekintve inkább az újonnan keletkező devizaadósság euró-túlsúlya lett volna indokolt. Előre tekintve, az árfolyam további alakulása nehezen becsülhető. Azonban várható, hogy az Egyesült Államok jegybanki szerepét betöltő Fed előbb-utóbb megkezdí kamatemelési ciklusát. Ennek legkorábbi kezdete 2015. decemberben várható, ám a törekény munkaerő-piaci helyzet ezt akár a jövő évre is kitolhatja. A kamatemelések, habár a korábbi elképzelésekkel szemben kisebb mértékűek lehetnek (pont a kedvezőtlenebb munkaerő-piaci folyamatok következtében), mégis támogatólag hatnak a dollárra a kamatparitáson alapuló árfolyamelmélet szerint. A dollárhozamok emelkedése a dollár iránti keresletet megemeli, gyengítve ezzel az eurót és a forintot egyaránt. Várakozásunk szerint mind az EKB, mind pedig az MNB a Fed lépésére jelentős eltolással reagál, vagyis később emeli majd irányadó kamatát, így a dollár tovább erősödhet az euróval és a forinttal szemben.

Az elméleti okfejtés után azonban fontos kiemelni, hogy az ÁKK az eurótól eltérő devizanemekben kibocsátott devizakötvényeit swap-ügyletekkel euróra váltva fedezi, és az adósságkezelővel üzletet kötő bank a partnerkockázat csökkentése céljából az aktuális piaci

devizaárfolyamok függvényében mark-to-market betétet³ helyeznek el az ÁKK-nál, melyet az ÁKK az MNB-nél vezetett devizaszámláján tart. Az elhelyezett betét mértéke attól függ, mekkora a swap-ügylet piaci értéke. Ha az ügylet piaci értéke az ÁKK számára pozitív, akkor a partnerei helyeznek el nála fedezetet, ellenkező esetben az ÁKK helyez el betétet partnereinél. 2015-ben a III. negyedév végéig az euró 7,6 százalékkal gyengült a dollárral szemben, így az ÁKK partnerei a korábbinál nagyobb fedezetet helyeztek el. Az ÁKK-nak **így csak az euróban fennálló kitettséget kell vizsgálni és azt, hogy hogyan változik az euró forintárfolyama.**

A költségvetés szempontjából nyilvánvalóan a fizetett kamatok forintellenértékének alakulása lehet érdekes. Ennek megfelelően az államadósság devizaarányának csökkentése egyidejűleg csökkenti a fizetendő kamatok mértékét. Továbbá az alacsonyabb devizában denominált kamatfizetéseket értelemszerűen kevésbé érinti az árfolyamok nagyobb volatilitása. 2015. augusztus végén az államadósság devizaaránya 35,5 százalék, amely megfelel az előírásoknak, hiszen ÁKK a finanszírozási tervében maximumként 40 százalékot jelölt meg. Az ÁKK célja, hogy ez a szint 25 százalékra csökkenjen 2018-ra. Ha az államadósság devizaaránya tényleg jelentősen csökkenni tud, akkor a folyamat nagyban hozzájárulhat a tervezhetőbb és jobban kalkulálható forintban kifejezett államadósság kialakításához.

Az ÁKK annak érdekében, hogy a devizaadósság már az idén jelentősebben csökkenhessen, előrehozza a jövő évben lejáró 5,5 milliárd eurós adósságból 1,2 milliárd euró adósság törlesztését idénre. Ennek következtében csökken az adósság devizaaránya és kevésbé lesz ingadozó az adósság forintban számított értéke.

További dilemma, amely adósságmenedzselési kérdés is egyben, hogy jelentős a túlkereslet az állampapírok elsődleges piacán. Emiatt a papírok rekord alacsony hozamok mellett értékesíthetőek, amelyre később a vélhetően magasabb hozamkörnyezetben (egy esetleges Fed kamatemelés után) már nem lenne lehetőség. Ezért kérdés, hogy mekkora legyen az a nettó kibocsátás, amely mellett nem sérül az alkotmányos adósságszabály, ami kimondja, hogy éves bázison 0,1 százalékponttal kell csökkennie a GDP-arányos államadósságnak. A számolást nyilvánvalóan nehezíti, hogy az év végi szükséges árfolyamadat (HUF/EUR) csak nehezen becsülhető, előny viszont, hogy az ÁKK-nak és az MNB-nek megvannak a szükséges eszközei az adósságráta leszorításához. Előbbinek a nettó forint állampapír-kibocsátás visszafogása, utóbbinak a devizapiaci intervenció, ahol a devizatartalékainak terhére erősítheti a forint euróárfolyamát és dollárárfolyamát.

³ Az ÁKK Zrt. és partnerei között létrejött swap ügyletek piaci értékének változása alapján a partnerek által az ÁKK Zrt.-nél, valamint az ÁKK Zrt. által a partnereknél elhelyezett betétek. Az ÁKK Zrt.-nél – amennyiben a swap pozíciók értéke (árfolyamváltozás következtében) az ÁKK Zrt. javára változik – a partnerek betétet helyeznek el.

1. táblázat: Magyarország nevében az ÁKK Zrt. által kibocsátott még élő devizakötvények leltára

Eredeti devizanem	Eredeti kibocsátási összeg (M Ft)	Kibocsátás dátuma	Lejárat dátuma	Futamidő (év)	Kamatozás (százalék)
EUR	1000	2005.02.24.	2020.02.24.	15	3,875
GBP	500	2005.05.09.	2017.05.09.	12	5,0
EUR	1000	2006.01.18.	2016.07.18.	10,5	3,5
GBP	500	2006.03.30.	2016.03.30.	10	5,0
EUR	1000	2007.02.01.	2017.07.04.	10	4,375
JPY	25000	2007.10.26.	2017.10.26.	10	2,11
CHF	200	2008.05.20.	2016.05.20.	8	4,0
EUR	1500	2008.06.11.	2018.06.11.	10	5,75
USD	2000	2010.01.29.	2020.01.29.	10	6,25
USD	3000	2011.03.29.	2021.03.29.	10	6,375
USD	750	2011.03.29.	2041.03.29.	30	7,625
USD	500	2011.04.11.	2041.03.29.	30	7,625
EUR	1000	2011.05.11.	2019.01.11.	7	6,0
USD	1250	2013.02.19.	2018.02.19.	5	4,125
USD	2000	2013.02.19.	2023.02.21.	10	5,375
USD	2000	2013.11.22.	2023.11.22.	10	5,75
USD	1000	2014.03.25.	2019.03.25.	5	4,0
USD	2000	2014.03.25.	2024.03.25.	10	5,375

Forrás: ÁKK

A másik tényező a kamatfizetésnél a kamatszint nagysága, amit a devizaadósság elemzése során vizsgálni szükséges. Egyfelől az ÁKK által Magyarország nevében kibocsátott kötvények kamata fix, azaz nem valamely referenciakamat alapján változik az adott kamatperiódusban fizetendő kamat nagysága. Az nyilván nem mindegy, hogy mekkora ez a fix kamat, pontosabban, ha változatlan referenciakamatot feltételezünk, akkor miképpen alakul a kamatfelár. Ahogyan a fenti táblázatból is látszik, a válság előtt jóval alacsonyabb kamat mellett vett fel Magyarország euróban 10 éves hitelt, mint tette azt a válság után. Továbbá az amerikai dollárban kibocsátott devizakötvények kamata csökkent a válság utáni időszakban. Elmondható tehát, hogy a piacon a nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek (S&P, Moody's, Fitch) által nem befektetési kategóriába sorolt Magyarország által devizában kibocsátott kötvények a gyenge bonitás ellenére kedvezőbb feltételekkel kerültek a piacra, azaz a devizaforrások olcsóbbá váltak. Fontos megemlíteni, hogy a dollár esetében a Fed által meghatározott jegybanki alapkamat 2009 óta változatlanul 0–0,25 százalék, azaz a Magyarországra vonatkozó kamatfelár csökkent ezen időszakban. Ennek oka, hogy a piac által fontosnak vélt, az ország csődkockázatát mérő CDS (Credit Default Swap) felárak is csökkentek, pontosabban annak valószínűsége jelentősen csökkent, hogy az állam nem tudja kifizetni az állampapírai után járó kamatokat, hozamokat (diszkontkincstárjegyek után), vagy tartósan nem képes új források bevonására, adósságának megújítására.

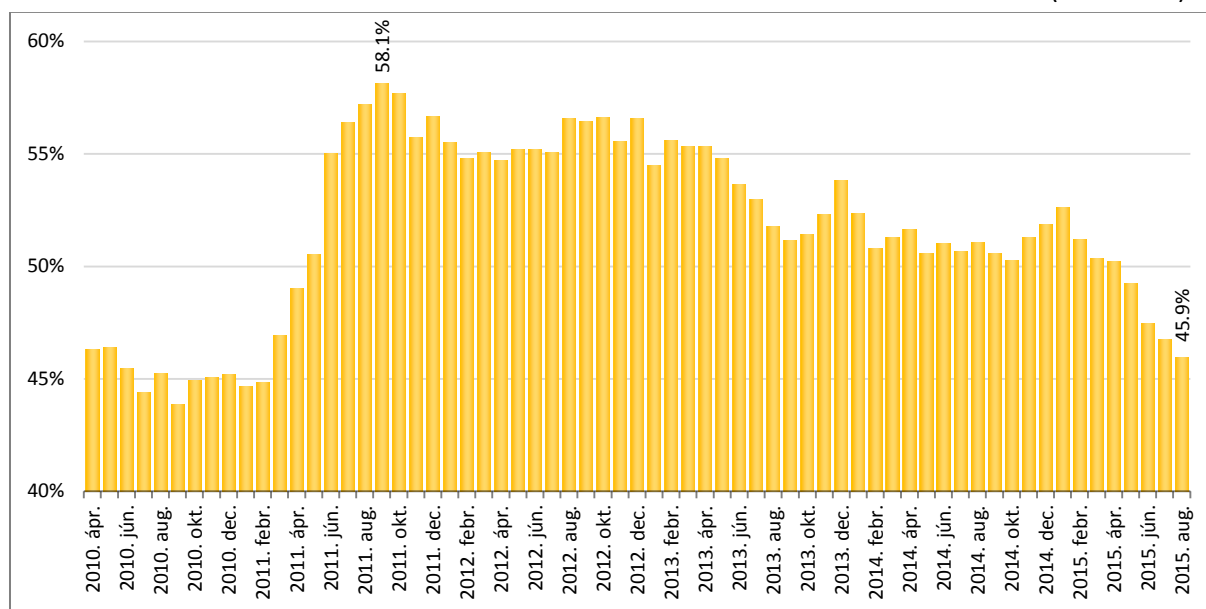
Mindettől függetlenül nagyon fontos lenne, hogy mihamarabb sor kerüljön a Magyarország által devizában és forintban kibocsátott államkötvények felminősítésére, azaz befektetési kategóriába sorolására a befektetésre nem ajánlott (bóvli) kategória legfelső szintjéről, mert ettől kezdődően számos potenciális intézményi befektető (nyugdíjalapok, befektetési alapok) vehetnének belőle, akiknél a befektetési kategória előfeltétel. A megnövekvő kereslet hozzájárulna az árak növekedéséhez, azaz a hozamok további csökkenéséhez.

A következő időszakban a három legnagyobb amerikai hitelminősítő intézet közül kettő az alábbi időpontokban értékelheti Magyarország szuverén adósságát: Moody's: november 6. és Fitch: november 20. Egy felértékelés jelentősen javítaná mind a forintban, mind pedig a devizában kibocsátott kötvények árfolyamát. Ez azonban a másodpiaci szereplők nyereségét növelheti, az államét azonban abban az esetben nem, ha fix kamatozású az adott papír (mint ahogy Magyarország esetében az). Ha változó kamatozású, akkor csökkenő hozamkörnyezetben mindig a csökkenő referenciakamatot (és kamatfelárat) kell fizetnie, azaz csökken az állam kamatkiadása. A fix kamatozású állampapírok ára tehát, hogy a kiszámíthatóságért cserébe egy kedvezőbb kamatkörnyezetben nincs azonnali kamatkiadás-csökkenés. Ugyanakkor fontos azt is megjegyezni, hogy a felértékeléshez tartozó további előny az is, hogy az állam kedvezőbb feltételekkel tud a későbbiekben kötvényt kibocsátani vagy hitelt felvenni. Hosszú távon tehát mindenképpen csökkenő trend érvényesül a kamatfizetésekben.

4. A nem rezidensek tulajdonában lévő adósságállomány elemzése Magyarország esetében

A külföldiek (nem rezidensek) megjelenésére a hazai állampapírpiacra kezdetben úgy tekinthettünk, hogy már a külföldiek is vásárolják a hazai állampapírokat, ami nagyobb forgalmat és stabilitást jelenthetett. A válság azonban egyértelművé tette, hogy a külföldiek adósságállománya meglehetősen volatilis. Ezért a gazdaságpolitikai döntéshozóknak a hazai (rezidens) piaci szereplők előtérbe helyezése meglehetősen fontos feladat lehet. Tett is lépéseket a hazai jegybank és az ÁKK ennek érdekében. A hazai bankokat igyekszik az állampapírpiacra terelni, kizorítva őket az MNB által kínált eszközökből, és a hozamgörbén ösztönözve őket a hosszabb lejáratok választásához.

3. ÁBRA: A KÜLFÖLDIEK TULAJDONÁBAN LÉVŐ ÁLLOMÁNY A TELJES ADÓSSÁGBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A külföld által birtokolt teljes államadósság alakulásában egy csökkenő trend figyelhető meg 2011. szeptembere óta, amely a jegybanki lépéseket (önfinanszírozás) követően felerősödött. A külföldiek számára elsősorban az jár nagyobb kockázattal, ha forintban denominált állampapírt vásárolnak, hiszen ebben az esetben a forint/euró árfolyamkockázatot is vállalják. Ezért ezt a részpiacot elemezzük tovább, hiszen a külföldiek megjelenése és (részbeni) kivonulása a hazai állampapírpiacra jelentősen érinti az állampapír-piaci hozamokat és a forint/euró árfolyamot.

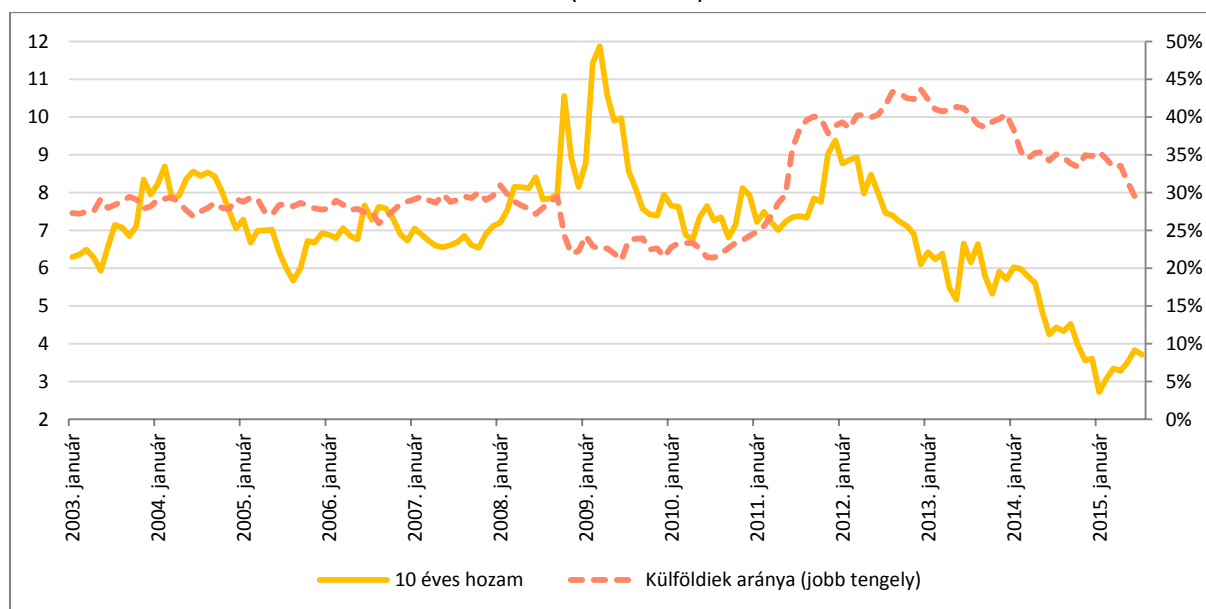
A következőkben két területen vizsgálódunk. Egyfelől arra keressük a választ, hogy a külföldiek részarányának változása hogyan hat a hosszú papírok hozamaira. Ez után pedig azt elemezzük, hogy a külföldiek állományának változása miképpen van összefüggésben az

árfolyam alakulásával. Ha az állományuk túlságosan nagy vagy túlzottan nagy pakettet adnak el a nem rezidensek, akkor az a hozamok emelkedéséhez és a hazai fizetőeszköz árfolyamának csökkenéséhez vezet-e.

A forintban denominált állampapírok külföldiek által tulajdonolt arányának és a 10 éves állampapírhozamok idősorában öt különböző szakaszt, periódust különböztethetünk meg 2003 és 2015. július vége között. Az elsőben a külföldiek részaránya jóformán a 30 százalékos szinten stagnált 2008 közepéig, míg a 10 éves állampapírhozamok 5,5–9 százalék között ingadoztak. 2008 októberében a külföldiek részaránya jelentősen, mintegy 5 százalékponttal 24 százalékra esett, és ezzel egyidejűleg a 10 éves papírok hozama nagymértékben megugrott. Ezek után 20 százalékon stabilizálódott a külföldiek részaránya, míg a 10 éves állampapírok hozama 7–8 százalék közé süllyedt.

A külföldi befektetők részaránya 2010 közepétől meredeken emelkedett és 45 százalék közelében tetőzött 2012-ben. A 2012 augusztusától kezdődő két kamatcsökkentési ciklus 2015 júliusában zárult le, amely mindenképpen éreztette hatását a hosszabb hozamokon is. A kedvező nemzetközi likviditási környezet is hozzájárult ahhoz, hogy a 10 éves állampapírok hozama 3 százalék alá süllyedhetett. Az év eleje óta az önfinanszírozási program szándékainak megfelelően a külföldi befektetők részaránya 35-ről 30 százalék alá csökkent, miközben a 10 éves papírok hozama 4 százalék közelébe emelkedett.

4. ÁBRA: KÜLFÖLDIEK ARÁNYA A FORINT ÁLLAMPAPÍROKBÓL ÉS A 10 ÉVES HOZAM (2003–2015)
(SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK, Századvég-számítás

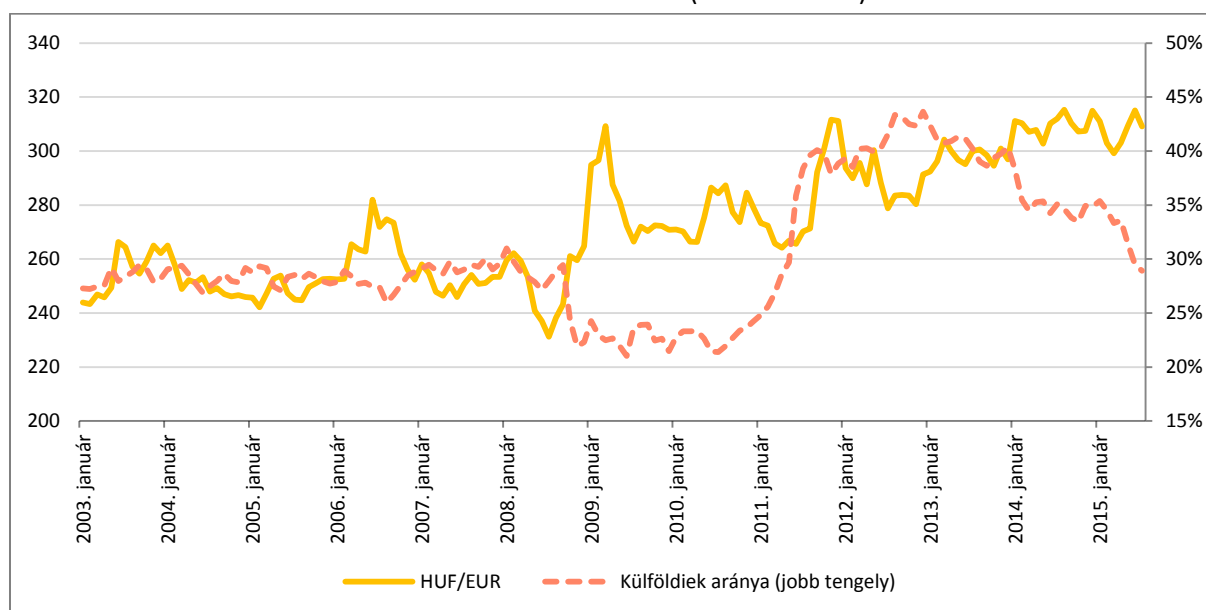
A 4. ábrán az látszik, hogy a külföldiek állományának jelentős csökkenése 2008-ban (30 százalékról 20 százalék közelébe) jelentős hozamemelkedéssel párosult. Ez az összefüggés 2012–2013-ban is tartotta magát, azaz növekvő külföldi részarány mellett a

hozamok csökkenését figyelhettük meg. A többi időszakban azonban nem tapasztalhattuk a várt összefüggések teljesülését.

Érdekesebb a külföldiek aránya a forintban denominált állampapírból és a forint euróárfolyama közötti kapcsolat elemzése (5. ábra). Az egyes szakaszokat vizsgálva ugyanis megállapítható, hogy minél nagyobb a külföldiek aránya a forintban denominált állampapírból a hazai befektetőkhez képest, annál erősebb a forint árfolyama az euróval szemben. Nyilván jó néhány tényező van hatással a forint euróárfolyamának alakulására, azonban az megállapítható, hogy a külföldi állomány jelentős csökkenése esetében a forint euró árfolyama gyengül. A kapcsolat szorosságáról elmondható, hogy az $R^2=0,2477$.

A gazdaságpolitikai döntéshozóknak nyilván figyelembe kell venniük azt, hogy milyen az az optimálisnak tekinthető külföldiek kezében lévő forint állampapírállomány-arány, amely mellett az önfinanszírozási program elképzelései nem sérülnek, ugyanakkor a külföldi állomány csökkenése révén nem kerül jelentős nyomás alá a forint a devizapiacon.

5. ÁBRA: KÜLFÖLDIEK ARÁNYA A FORINT ÁLLAMPAPÍROKBÓL (SZÁZALÉK) ÉS A FORINT/EURÓ ÁRFOLYAM ALAKULÁSA (2003–2015)



Forrás: MNB, ÁKK, Századvég-számítás

Az önfinanszírozás felfuttatásának sokadik célja tehát az, hogy az állampapírpiac ne döntő módon a külföldiek tulajdonában legyen, hiszen a tartott mennyiség változékonyabb lehet, ami a hozamok jelentős ingadozásához vezethet. Könnyebben alakulhat ki az egyedi aukciónál a felkínált mennyiségnél kevesebb ajánlat. A külső sérülékenység további csökkenésével tehát javulhat hazánk hitelminősítése, csökkenhet a kockázati felár és a külső finanszírozási költség.

5. Az eddigi magyar intézkedések vizsgálata

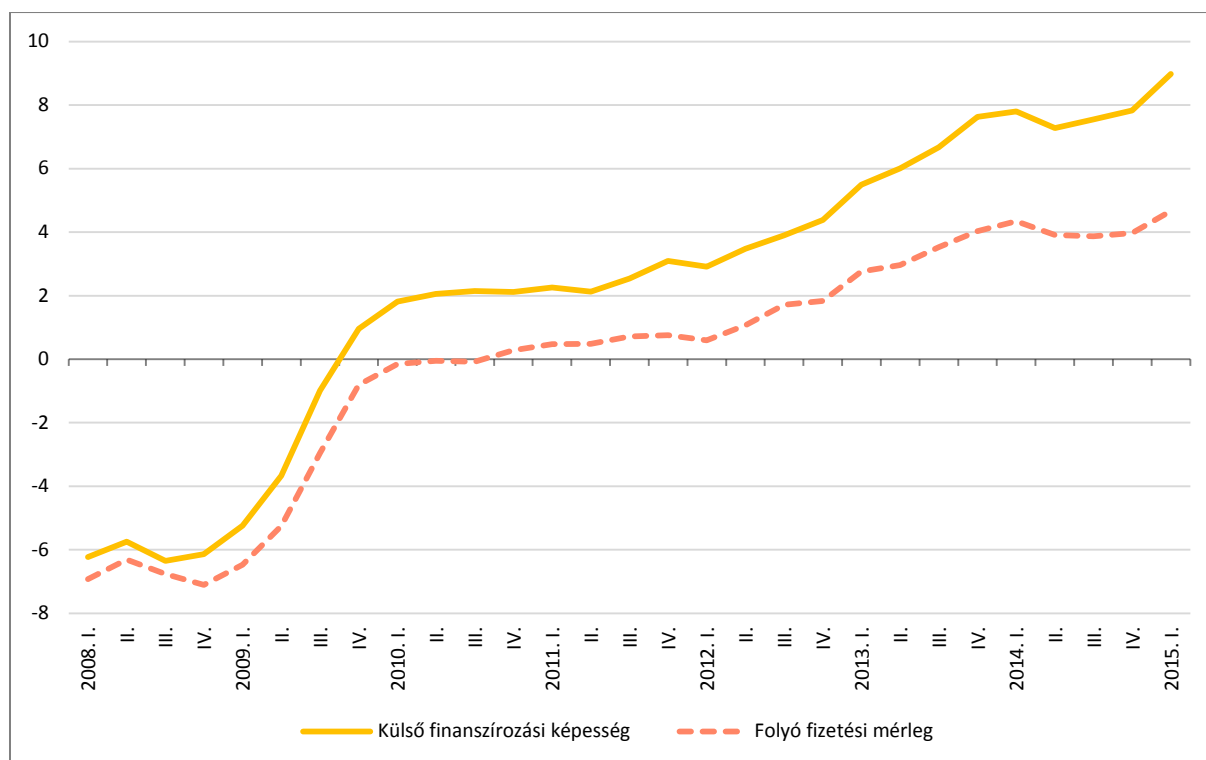
A fejezet célja, hogy bemutassa az önfinanszírozási programok keretében bejelentett intézkedéseket, valamint azok hatásait. Továbbá ezzel szoros összefüggésben értekezünk a forintfinanszírozás előtérbe helyezésének eredményeiről.

A 2008–2009-es válság időszakában Magyarország szembesült azzal a ténnyel, hogy a külső sérülékenység krízishelyzetekben különösen jelentős veszteségekhez vezethet. Az ország külső sérülékenységét ugyanis jelentősen emeli a magas külső adósság, amikor a külföldiek kezében az adósság jelentős része összpontosul. Továbbá a magas devizaadósság, amikor egyes szektorok forrásainak jelentős része devizában van. Ez utóbbi különösen jellemző volt a lakosságra, amely szektor esetében csak elenyésző részt beszélhetünk arról, hogy a jövedelmeik is idegen devizában képződtek, míg a vállalatoknál már magasabb részarányban fordulhatott elő mindez. A lakossági devizában denominált hitelek mindenesetre rendszerkockázatot jelentettek, hiszen jelentős deviza nyitott pozíció alakulhatott ki, és a gyengülő hazai árfolyam tovább súlyosbította ezt a kockázatot.

Az állam esetében is az adósság magas devizaaránya növelte a kockázati kitettséget, továbbá az árfolyam ingadozások a GDP-arányos államadósság-ráta előre kalkulálhatóságának nehézségeit jelentették. A külföldiek kezében levő adósság elemek, amelyek lehetnek forintban vagy devizában denomináltak szintén a sérülékenységet erősítették, hiszen az államcsőd kockázata nagyobb abban az esetben, ha a finanszírozási szerkezet túlzottan a külföldi befektetők és azon belül is a portfólióbefektetők nagy arányára támaszkodik. Turbulenciakor, a külső források megújításakor, a régiót egységesen kezelő portfólió menedzserek tőke kivonási döntéseikor egyszerre nehezedhet az állampapírok és a forint piacára leértékelődési nyomás. Márpedig a külföldi befektetők a portfólió optimalizálása során könnyebben meghozzák eladási döntéseiket, nem fűződik elemi érdekük a magyar eszközök tartásához. Ez a jelenség nagymértékben megnöveli az államcsőd kockázatát, azaz annak valószínűségét, hogy a forint állampapírok piacán a jegyzéskor több esetben nem talál elegendő befektetőt az ÁKK és/vagy a hazai fizetőeszköz árfolyama jelentősen gyengül.

A külpiaci pozíciónk 2010 óta a folyó fizetési mérleg növekvő aktívuma miatt jelentősen javult, ami részben a devizatartalékok növekedésében is megnyilvánult. 2008-ban az IMF–EKB–EU-hitel igénylésekor az ország messze alatta volt a Greenspan–Guidotti által előírt rátának, hiszen az éven belüli kötelezettségek rendkívüli módon meghaladták a jegybank devizatartalékainak szintjét. Jelenleg a helyzet fordított, és a külső sérülékenységet jelentősen csökkenti a magas devizatartalékok szintje, amely még a devizahitelek forintosításánál felhasznált teljes összeg levonásakor is teljesíti az 1-ben minimalizált rátát. Eközben pedig teljes egészében kivezetik a lakossági devizahiteleket, pontosabban a folyamat az autóhitelek forintosításával zárulhat le 2015 decemberében.

6. ÁBRA: NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG ÉS FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG EGYENLEG A GDP SZÁZALÉKÁBAN

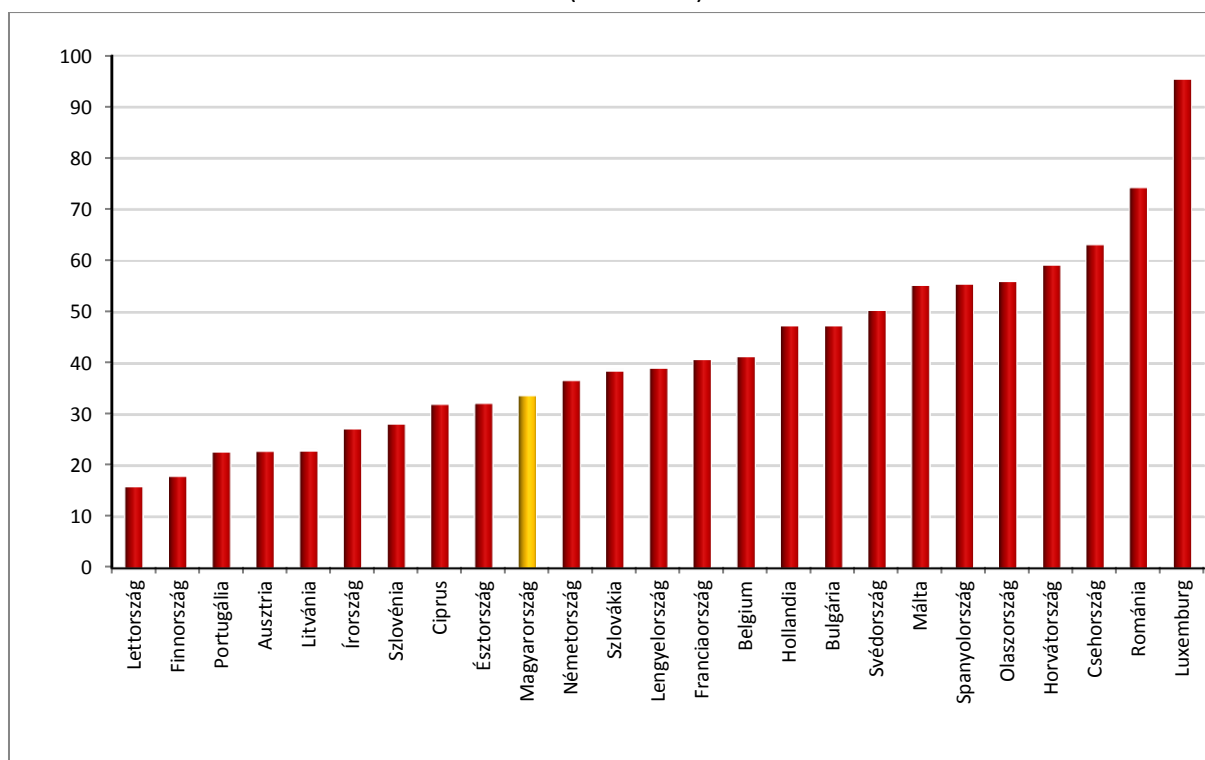


Forrás: MNB

Az adósságfinanszírozás tekintetében a lakossági piaci szereplők és a bankok részarányának növelése egyre inkább előtérbe került az elmúlt évek során, azaz a belső- és forintfinanszírozás megerősítése az ún. önfinanszírozási program elindításában öltött testet 2014 áprilisában. A koncepció lényegi eleme az, hogy a hazai bankok inkább a jegybanksi irányadó instrumentumban tartották felesleges likviditásukat, semmint hogy megjelentek volna az állampapírpiacra. Precízebben szólva nemzetközi összehasonlításban a bankok állampapírban tartott eszközeinek szintje emelhető (7. ábra), és erre a jegybank ösztönzi is a bankokat az önfinanszírozási programjának két lépcsőjében.

Az első lépés során 2014 áprilisában az MNB a külföldiek számára tiltotta meg a jegybanksi irányadó instrumentumban történő befektetést, míg a 2015 júniusában bejelentett intézkedés szerint a bankok számára tendereztetéses formában egyre kisebb összeget ajánl fel a jegybank a kéthetes betétre, annak érdekében, hogy a kéthetes betétben az 5000 milliárd forintos szintről 1000 milliárdra csökkenjen az állomány 2015. december végére. Ennek kíséretében döntött a jegybank arról is, hogy az irányadó instrumentuma 2015 szeptemberétől már nem a kéthetes, hanem a háromhónapos betét. A cél itt mindenképpen az, hogy a bankok felesleges likviditásukkal az állampapírpiacra jelenjenek meg, csökkentve az aukciókon a hozamokat és ez által a költségvetés kiadásait.

7. ÁBRA: A PÉNZÜGYI VÁLLALATOK RÉSZESEDESE A TELJES ÁLLAMADÓSSÁGBAN 2014 VÉGÉN
(SZÁZALÉK)



Forrás: Eurostat

5.1. Önfinszírozási program I.

A következőkben a jegybank 2014. április 24-én bejelentett intézkedéssorozatát⁴ elemezzük az eladósodottság, a jegybanki devizatartalékok szerepének és a likviditás kérdéskörének vizsgálatával.

A nemzetgazdaság magas bruttó külső adósságának és így a magas refinanszírozási igénynek a mérséklése volt a fő célja az MNB által bejelentett, összetett hatású intézkedéscsomagnak, amelynek sikeres végrehajtásával csökkenhet az ország külső pénzügyi sérülékenysége.

A jegybank saját eszköztárával is támogatja a belső források felé való fordulást, így a külső sérülékenységünk mérséklését. A külső sérülékenység csökkentése összefügg a pénzügyi rendszer stabilitásával, így a jegybank – elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül – szerepet vállalhat a belső források felé fordulás ösztönzésében. Ennek érdekében a Monetáris Tanács határozott a jegybanki eszköztár átalakításáról, aminek keretében az alábbi intézkedésekre került sor:

⁴ <http://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlomenyek/2014-evi-sajtokozlomenyek/az-orszag-adossagszerkezete-tovabb-javithato> (Letöltve: 2015.10.27.)

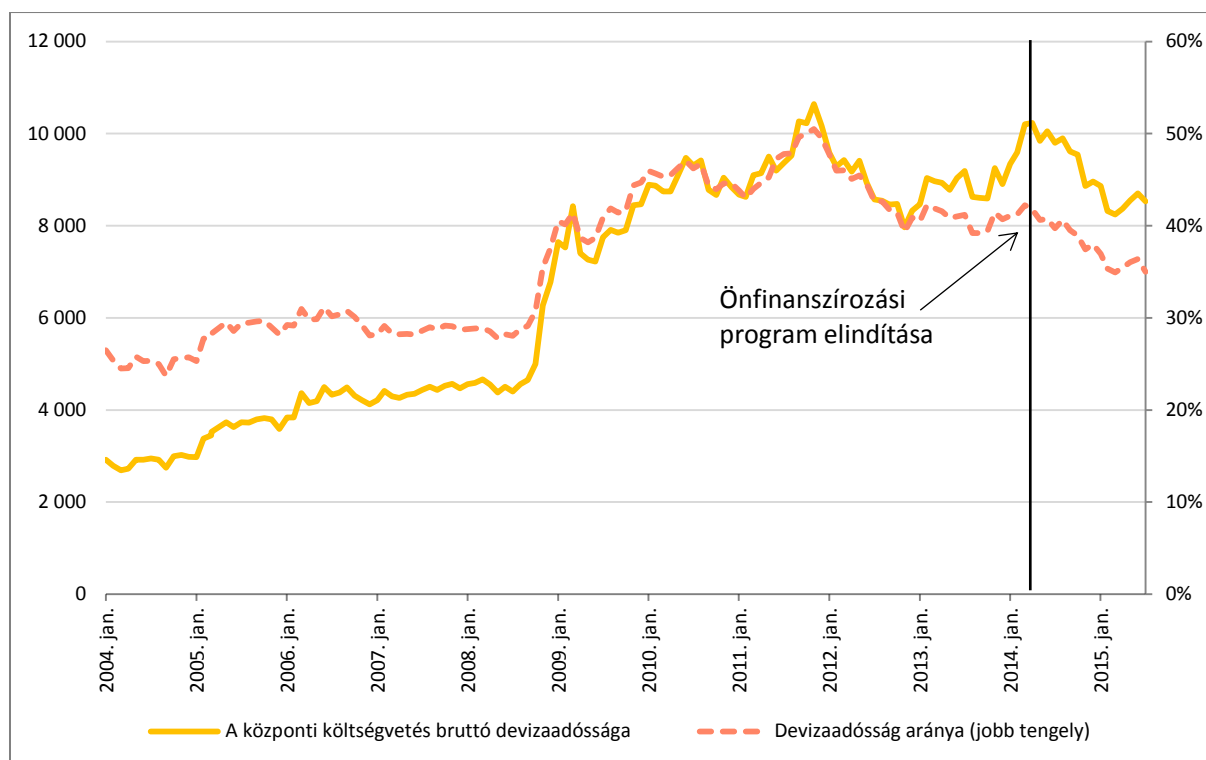
- 2014. június 16-tól bevezettek egy forint kamatcsere eszközt, amely a partnerkörbe tartozó intézmények számára lehetőséget biztosít az általuk tartott vagy újonnan vásárolt hosszú forrinteszközök kamatkockázatának mérséklésére.
- 2014. június 16-tól a potenciális jegybanki eszköztár részévé vált egy változó kamatozású hosszú lejáratú fedezett forinthitel, ami a forintlikviditáshoz jutást segítheti.
- 2014. június 16-tól a potenciális jegybanki eszköztár részévé vált egy eszközcseres ügylet, amelynek keretében a partnerkörbe tartozó intézmények hosszú lejáratú forint értékpapírokért cserébe deviza értékpapírokhoz juthatnak, ami a devizalikviditáshoz jutást segítheti.
- 2014. augusztus 1-jétől a jegybank irányadó instrumentumának formája megváltozott, a kéthetes MNB-kötvény kéthetes lejáratú betétté alakult át, amit csak a partnerkör intézményei tarthatnak a jegybanknál.⁵ Az MNB-nél elhelyezett betétek továbbra sem tartoznak a jegybank által hitelműveletei során elfogadható fedezetek körébe.

A bejelentett intézkedések egyik célja az volt, hogy a teljes államadósságon belül a devizában denominált részarányt a válság előtti szintre szorítsák vissza. Ez elméleti síkon mindenképpen jó megoldásnak tűnt, azonban a gyakorlatban már kevésbé bizonyult sikeresnek. A külföldiek zömében valószínűleg hazai bankok segítségével, felárral jutottak kéthetes betéthez, mivel az új instrumentum volumene még növekedett is 2014 augusztusában (4837 milliárd forint) a megelőző időszakhoz (4445 milliárd forint rezidenseknél és 275 milliárd nem rezidenseknél) képest, továbbá kisebb részben átkonvertálták forintjukat.

A válság előtti átlagos deviza-részarány némileg 30 százalék alatt alakult, amelynek ismételt elérése a döntéskori devizaadósság részarányának közel 10 százalékpontos csökkentésével lenne elérhető. A 2014. márciusi adatokat figyelembe véve az államadósság forintban és devizában denominált teljes összege 24 256 milliárd forint, ennek 30 százaléka 7277 milliárd forint. Ennek eléréséhez 2925 milliárd, devizában denominált adósság forinttá alakulására lenne szükség. Nyilvánvalóan minél nagyobb forint kereslet jelenik meg az aukciókon, annál nagyobb lehetősége van az ÁKK-nak megemelt összegű állampapír kibocsátására, és később devizában tervezett kibocsátások elhagyására, csökkentésére, illetve devizában denominált adósságok lejáratánál azok nem megújítására.

⁵ Tehát a külföldiek nem vehetnek MNB kéthetes betétet.

8. ÁBRA: A KÖZPONTI KÖLTSÉGVETÉS BRUTTÓ DEVIZAADÓSSÁGA (MILLIÁRD FORINT) ÉS AZ ÁLLAMADÓSSÁG DEVIZÁBAN DENOMINÁLT RÉSZARÁNYA A TELJES ÁLLAMADÓSSÁGBAN



Forrás: MNB, ÁKK, Századvég-számítás

A jegybank szerint a nemzetgazdaság nettó külső adósságának további leépítése kívánatos volt, míg a devizatartalék körületekintő mérséklése lehetséges, így összességében a devizatartalékok egy része felhasználható a külső sérülékenységek további csökkentése érdekében. Ez azt jelenti, hogy a költségvetés 2014-ben lejáró devizaadósságának forintadósságból való refinanszírozása érdekében a Magyar Nemzeti Bank hajlandó volt a devizatartalékokból biztosítani a szükséges devizát, amennyiben az ÁKK növeli a forintkibocsátások nagyságát.

A jegybank ugyan nem definiálta, hogy milyen összegű forint kibocsátásnövelés esetén hajlandó a jegybank devizatartalékai csökkentése révén a devizaadósság kiváltására és a forintadósság irányába terelésre, ugyanakkor nyilvánvalóan a hazai és külföldi banki szerepvállalás növekedése a forint állampapírpiacon és az ÁKK sikeres kibocsátásai nagyban befolyásolják mindezt. A devizatartalékok jelenlegi szintje bőséges fedezetet nyújt az ún. Greenspan–Guidotti-szabály teljesítésére.

Meglátásunk szerint a külső adósság csökkentésére vonatkozó cél helyes, de egy nagyon fontos tény nem szabad elfelejteni. A 30 százalékos devizaarányt elérni az államadósságban csak hosszú távon lehet. A közel 10 milliárd eurós jegybanki devizatartalék csökkenés egyrészt már az előbbi mutató 1 alá csökkenését is jelentené, másrészt a devizapiacok a kisebb csökkenést is jelzésként értelmezhetnék, amelynél csak a fenti összefüggések

ismeretének birtokában nem következnenének téves piaci reakciók. Gondoljunk a 2003. évben történt kismértékű sáveltolási intézkedésre, amelyet a piac egy egyértelmű leértékelésként értelmezett, és azt a forint árfolyamának jelentős, előre nem prognosztizált leértékelődése követte.

A forint árfolyamának gyengülése jelentős hatást gyakorolhat az adósságmutatók alakulására is. 2014 áprilisában a 42 százalékos devizaadósságot figyelembe véve például egy 10 százalékos forintgyengülés 88,1 százalékra növelné meg az GDP-arányos adósságmutatót (a tényadat 84,6 százalék volt 2014 első negyedévében). Az előírt 30 százalékos devizaarány esetében jelentősen kisebb mértékben emelkedne az adósságmutató (87,1 százalékra), azaz ez is jól szemlélteti, hogy mennyivel sérülékenyebb az árfolyamingadozásokra (sokkokra) Magyarország a magasabb devizaadósság-arány esetében.

5.2. Önfinszírozási program II.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa 2015. június 2-i ülésén döntött arról, hogy 2015. szeptember 23-tól kezdve nem a jegybanki kéthetes betét, hanem a jegybanki három hónapos betét lesz az irányadó instrumentum.

A döntés háttérében az alábbi motivációk állnak: egyrészt a jegybank azt szeretné, ha az önfinszírozási program keretében a hazai piaci szereplők egyre inkább az államot finanszíroznák. Ezzel az intézkedéssel a bankok fölösleges likviditása a kéthetes betétből az állampapírpiacra terelődne. Másrészt az önfinszírozási program folytatásaként az intézkedés segíti az államadósság devizaarányának további csökkenését, hiszen a lejáró devizaadósságot forintban denominált állampapírok kibocsátásával újítaná meg az ÁKK, amihez a jegybank a devizatartalékaival rendelkezésre áll.

A döntés meghozatalakor a kéthetes betétben a bankok közel 5000 milliárd forintot tartottak.⁶ Tekintettel arra, hogy a kéthetes betét volumene 2015 végére lépcsőzetesen 1000 milliárdra csökken, így a kérdés az, hogy milyen instrumentumokban csapódik le a fölös mennyiség. Erre négy lehetőség kínálkozik:

- 3 hónapos betét, amelynek a kamata a futamidő alatt fix, azaz nem árazódik át;
- 2 hetes betét, amelynek maximuma 2015 végétől 1000 milliárd forint, és aukciós technikával kerül meghirdetésre;
- állampapír-vásárlás, amelynek volumene a jegybank becslései alapján két év alatt 1000–1500 milliárd forint;
- az adott összeg devizára váltása, amivel gyengül a forint árfolyama.

⁶ A 2015. július végi állomány ennél jóval alacsonyabb: 4553 milliárd forint.

A kérdés nyilván az, hogy az egyes alternatívák milyen mértékben valósulnak meg a későbbiekben. A döntés óta eltelt első időszakban a hazai állampapírok másodpiaci hozamgörbéjének rövid végén jelentős csökkenés következett be, amely csak részben jelentette a további kamatvágás feltételezését, mivel a jegybanki bejelentést követően nagy mennyiségű likviditás jelent meg, leszorítva ezzel a rövid lejáratú hozamokat. Az MNB Monetáris Tanácsa júliusi döntésének értelmében lezárta második kamatcsökkentési ciklusát és 1,35 százalékra mérsékelte a jegybanki alapkamatot. Innentől kezdve a piac nem vár további kamatvágást, így az alacsony rövid lejáratokhoz tartozó hozamok „csak” a magasabb likviditás és a hosszabb futamidőkre vonatkozó kockázatkerülés miatt alakultak ki. A nemzetközi kötvénypiaci turbulenciák következtében a hosszú lejáratú állampapírok hozamai jelentősen emelkedhetnek a jövőben is, ezáltal a hozamgörbe meredekebbé válik. A hosszú papírok hozamemelkedése pedig az adott állampapírok árfolyamcsökkenését idézi elő. Egy biztos, hogy a rövid lejáratú papíroknál az ÁKK-nak nagyon alacsony hozamokat kell fizetnie, tehát alacsony költséggel finanszírozhatja a költségvetést. Az adósságkezelőnek ez egy kedvező időszak, a többletkibocsátásnál a limitet nyilvánvalóan az alkotmányos adósságszabály betartása jelenti.

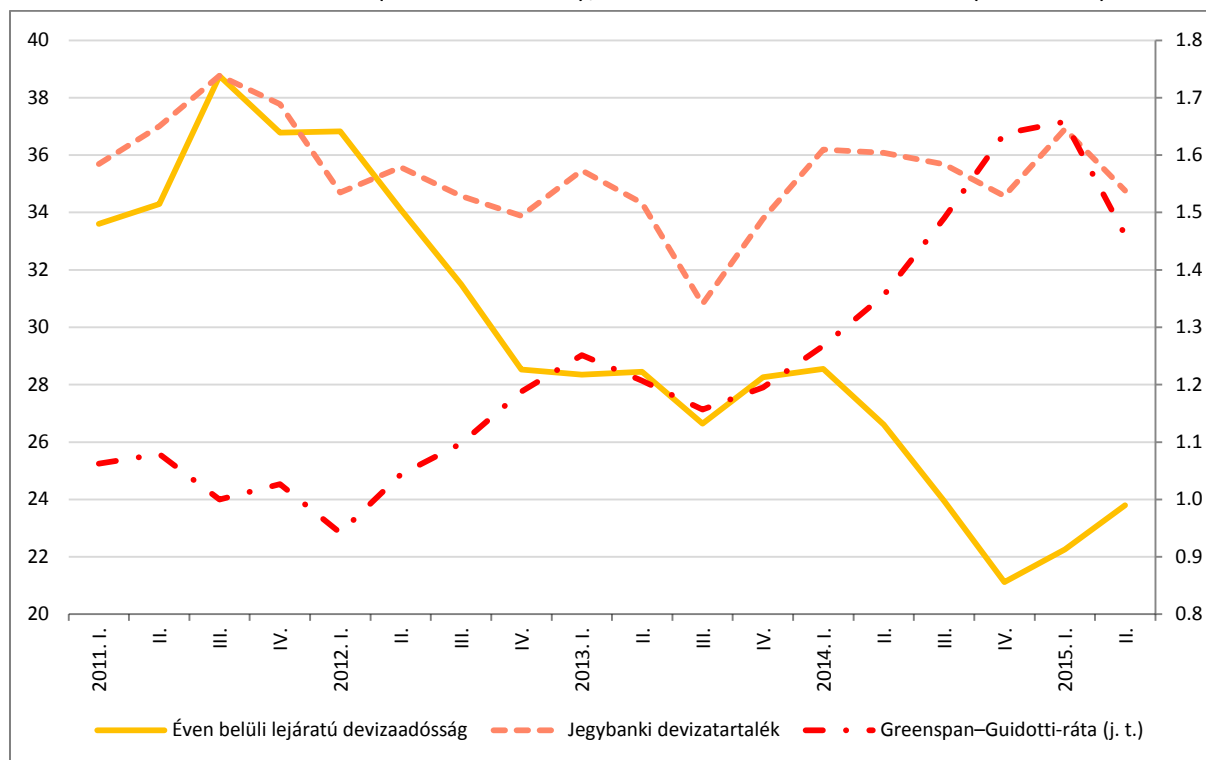
A jegybank a 3 hónapos betétből az állampapírpiacra terelést azzal valósítja meg, hogy a 3 hónapos betétet nem veszi figyelembe a likviditási megfelelési rátánál, míg a 3 hónapos állampapírokat igen. A hozamgörbén a hosszabb lejáratok irányába terelést pedig a jegybank a jegybanki kamatcsere ügyletekkel (IRS – interest rate swap) valósítja meg, amelynek alkalmazásával a jegybank akár a teljes állampapírpiacra irányított állomány esetében fix kamatot kapna, miközben változót fizet. A kamatkockázat a bankrendszer számára így teljesen kivédhető lenne, hiszen a fix kamatozású papírok esetében emelkedő kamatkörnyezetben a bankok az emelkedő fix kamatot kapnák. A devizapiacot vizsgálva megállapítható, hogy a bejelentés napján a forint árfolyama több mint két forinttal gyengült az euróval szemben, hiszen a lépés mennyiségi lazításnak értelmezhető.

A jegybank által alkalmazott eszközrendszer újszerű, de nem egyedi a világban. A jelenlegi kéthetes betétnél hosszabb kamatot alkalmaz a Svájci Nemzeti Bank, a kínai jegybank és az MNB is alkalmazott már 3–12 hónapos eszközöket a banki likviditás lekötésére. Az igénybe vehető eszközök mennyiségi korlátozása szempontjából sem egyedi a hazai eset, hiszen a dán és a svájci jegybank is mennyiségi korlátozást alkalmaz a kedvezőbb (Magyarországon a kéthetes betét) eszközre.

Az önfinanszírozás folytatásával, kiterjesztésével csökkenne az államadósság devizaaránya is, ami devizapiaci turbulenciák esetében kevésbé érintené a forintban denominált adósságot, ezáltal annak tervezhetősége könnyebbé válna. Az önfinanszírozási program meghirdetése óta az államadósság devizaaránya a 2014. márciusi 42-ről 35,5 százalékra csökkent 2015. augusztus végére. A jegybanki devizatartalékok csökkenése nem veszélyezteti, hogy a benchmarkként használt Greenspan–Guidotti-ráta az előírt 1-es határérték felett maradjon.

Azaz a rövid lejáratú devizaadósságot jelentősen meghaladják a jegybanki devizatartalékok, jelenleg ugyanis a Greenspan–Guidotti-ráta 1,46.

9. ÁBRA: AZ ÉVEN BELÜLI LEJÁRATÚ DEVIZAADÓSSÁG (MILLIÁRD EURÓ), JEGYBANKI DEVIZATARTALÉK (MILLIÁRD EURÓ), GREENSPAN–GUIDOTTI-RÁTA (SZÁZALÉK)



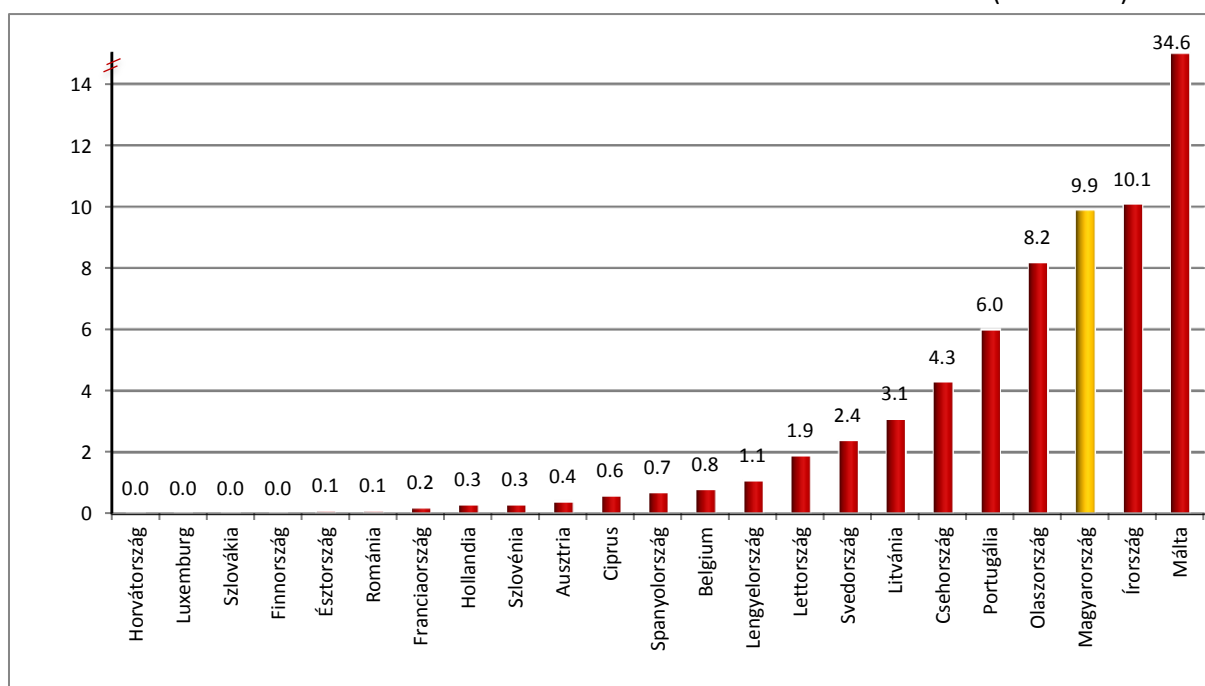
Forrás: MNB, Századvég-számítás

A jegybanki devizatartalékok csökkenthetik a jövőben a deviza jelzáloghitelekhez, majd az év végétől pedig az autóhitelek forintosításához a bankrendszernek adott összegek. Továbbá a folyó fizetési mérleg többlete, az EU-transzferek beáramlása és a rövid devizakötelezettségek csökkenése pedig a ráta emelkedésének irányába hat. Az éven belüli lejáratú devizakötelezettségek értéke a 2011. év eleji 34 milliárd euróról csökkent 2015 II. negyedév végére 23,8 milliárd euróra, továbbá a jegybanki devizatartalékok szintje 36 milliárd körül maradt, így az ország sérülékenysége jelentősen csökkent, a Greenspan–Guidotti-ráta pedig 1 körüli értékről emelkedett jelentősen.

5.3. Lakossági szerepvállalás és a forintfinanszírozás előtérbe helyezése

A 2014 IV. negyedévére vonatkozó adatok alapján a magyar lakosság a kibocsátott állampapírok 10 százalékának tulajdonlásával Európában jelenleg a harmadik legnagyobb állampapír tartó. Nálunk többet csak az ír és a máltai lakosság tulajdonol a teljes állampapír-állomány százalékában.

10. ÁBRA: A LAKOSSÁGI RÉSZESEDÉSE A TELJES ÁLLAMADÓSSÁGBÓL 2014 (SZÁZALÉK)⁷



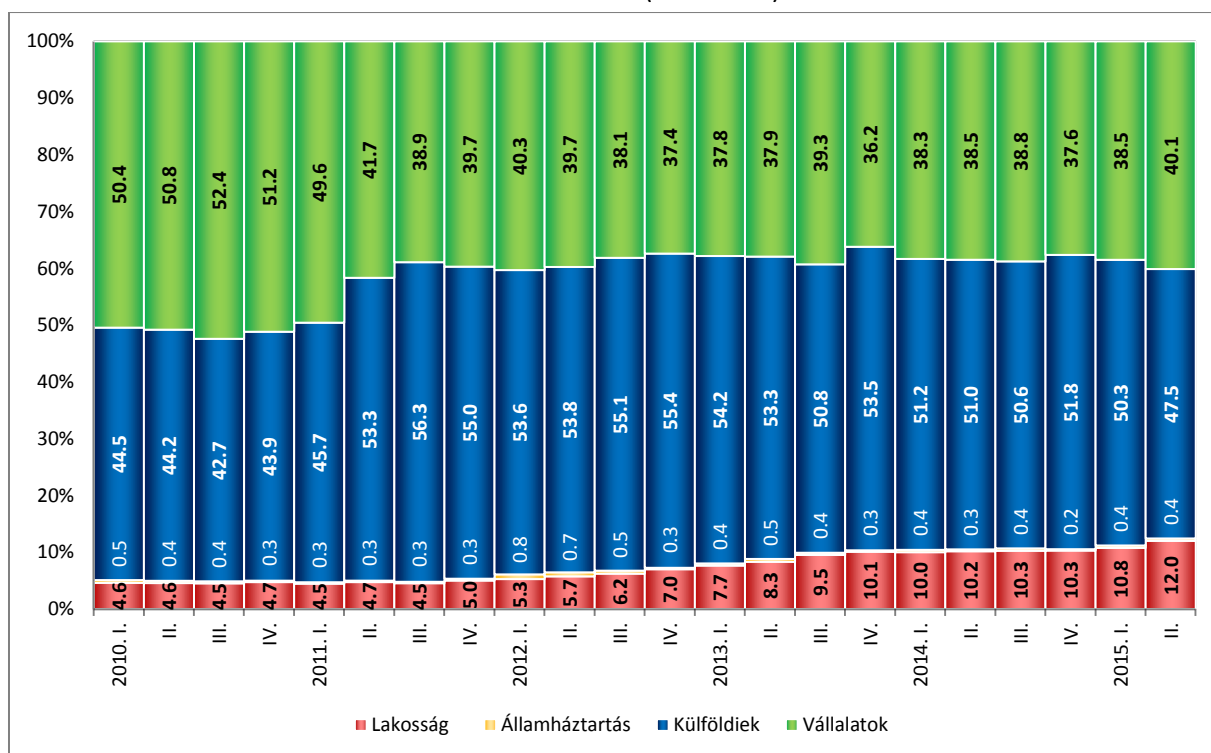
Forrás: Eurostat

2010. év eleje óta jelentősen nőtt a lakosság tulajdonosi részaránya az állampapírokból: 4 százalék körüli értékről 12 százalékra, miközben a vállalati súly (pénzügyi és nem pénzügyi) 50 százalékról csökkent le, és 4 éve 40 százalék körüli értéknél jóformán stagnál. Eközben az állampapírok külföldiek kezében lévő aránya csökkenő trendet mutat, és jelenleg 47 százalékos értéke van. A csökkenő külföldi arányt az emelkedő lakossági részarány kompenzálja. Fontos tehát kiemelni, hogy a külföldiek csökkenő aránya vélhetően a jövőben is a lakossági állampapírarány jelentős növekedésével képzelhető el. Ilyen alacsony hozamkörnyezetben a lakosság kevésbé reagál vélhetően a hozamingadozásokra és nagyobb valószínűséggel tart állampapírokat lejáratig.

Ezzel szemben a külföldiek a deviza árfolyamváltozásokat és az állampapír-piaci hozamokat is figyelembe veszik, továbbá portfólió menedzselési- és régiós szempontok is előtérbe kerülnek döntéseik kialakításánál. Feltételezhető tehát, hogy a külföldi állomány arányának csökkentése és a lakosság szerepében bővítése nagymértékben hozzájárul a hozamingadozások mérsékléséhez.

⁷Az ábrán csak azok az országok szerepelnek, amelyek esetében rendelkezésre állt az adat.

11. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ÁLTAL KIBOCSÁTOTT BELFÖLDI ÉRTÉKPAPÍROK TULAJDONOSI SZERKEZETE (SZÁZALÉK)

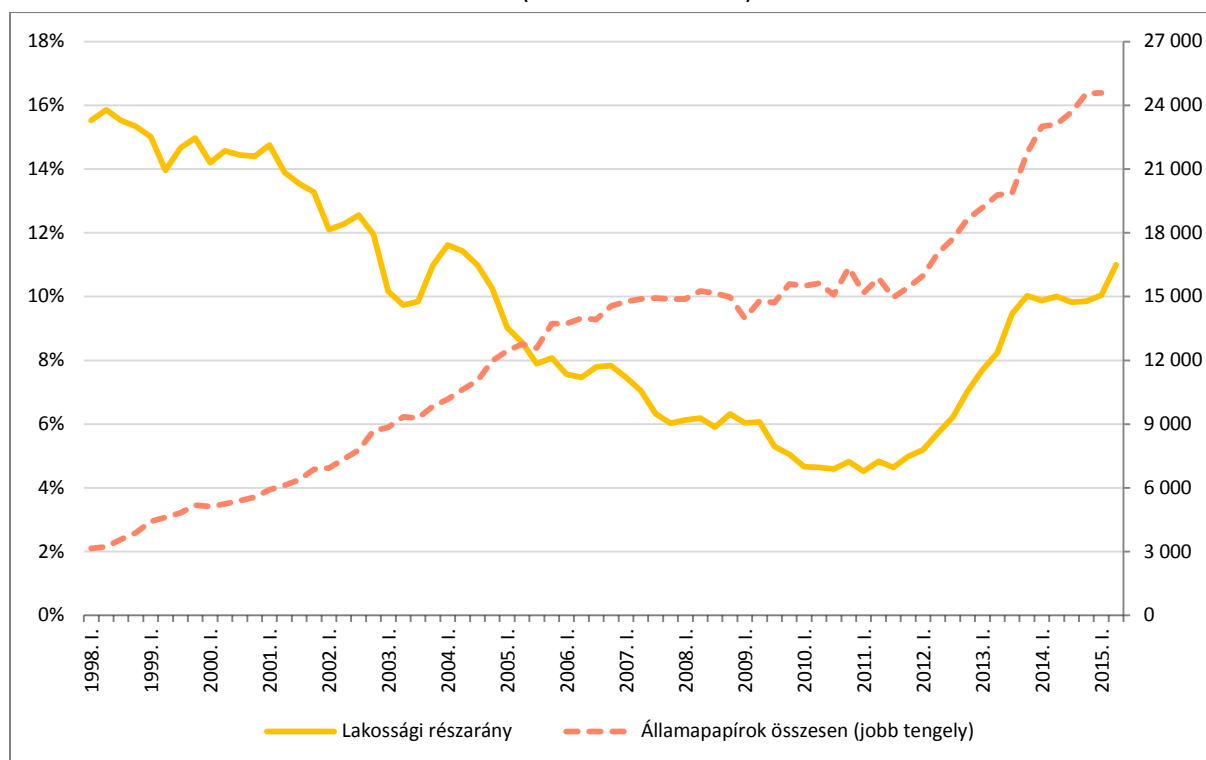


Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az Államadósság Kezelő Központ és az MNB célja a lakossági állampapírok széles körű elterjesztése és a lakossági részarány növelése. Felmerül azonban a kérdés, hogy van-e kizorító hatása az állampapíroknak, azaz a lakossági betétek csökkenése együttmozog-e a lakossági állampapírok felfutásával és kisebb teret hagy a lakossági vagy vállalati hitelek növekedési lehetőségének.

A lakosság egyre nagyobb szerepet vállal az államadósság finanszírozásában különböző állampapírok vásárlásával és a legkülönbözőbb lejáratok tartásával. Fontos kiemelni azonban, hogy 2014-ben a lakossági állampapír-arány (10 százalékos) jelentősen alacsonyabb volt a korábbi szinteknél. 1998 elején a lakosság által tartott állampapírok és a teljes állampapír-állomány aránya 16 százalékos volt, majd egy csökkenő trendet követően 2009 III. negyedév és 2012 I. negyedéve között 5 százalékos szinten állt ez a mutató. A növekedés, majd stagnálás tekinthető egy arányaiban a korábbi szintre történő visszarendeződésnek, amely egy jóval magasabb teljes állampapír-állomány mellett valósult meg.

**12. ÁBRA: LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍR-RÉSZARÁNY ÉS A TELJES ÁLLAMPAPÍRÁLLOMÁNY-PIACI ÉRTÉKEN
(MILLIÁRD FORINT)**

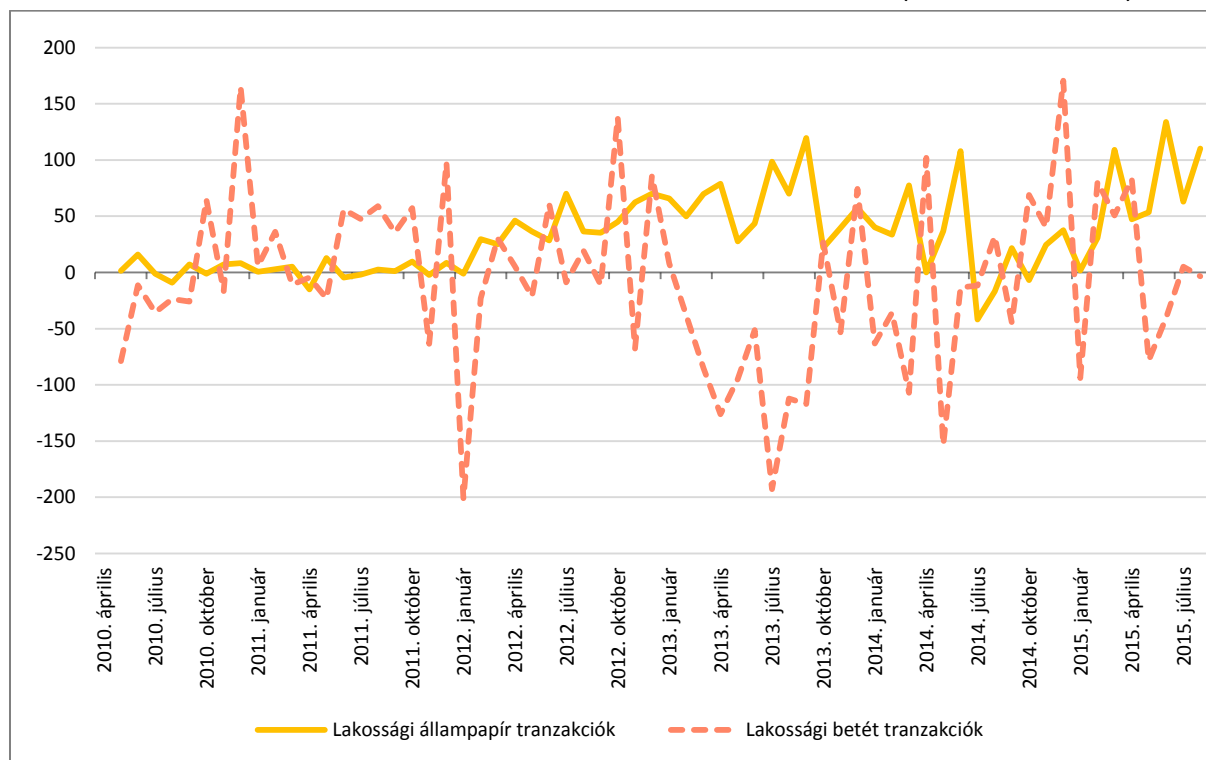


Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az egy érdekes kutatói kérdés, hogy a nagyobb lakosság által tartott állampapír-állomány a lakossági bankbetétekből áramlott-e az állampapírpiacra vagy a lakosság egyszerűen növelte e két pénzügyi eszközben tartott megtakarítását. A következőkben a rendelkezésre álló havi adatok alapján azt vizsgáltuk, hogy van-e valamilyen összefüggés a banki betétek tranzakciói és a lakossági állampapírok tranzakciói között. 2010 áprilisa és 2015 augusztusa között 64 vizsgált hónapban 29 alkalommal egyirányúak voltak a tranzakciók. Azaz a lakossági betétállomány csökkenésével (növekedésével) párhuzamosan a lakossági állampapírok állománya is csökkent (nőtt). 35 alkalommal voltak ellentétes irányúak a lakossági betét- és állampapír tranzakciók. Ez esetekben a lakossági betétcsökkenés (növekedés) az állampapír lakossági vásárlásával (eladásával) voltak egy időben. Egy fontos időszak emelhető ki: 2013 jelentős része (9 hónap), amikor túlnyomóan a lakossági állampapír-vásárlás és lakossági betétkivonás történt több hónapon keresztül. Összességében a vizsgált rendelkezésre álló tranzakciós adatok alapján megállapítható, hogy a korrelációs koefficiens $-0,48$, azaz negatív összefüggés van a betétek állományának változása és lakossági állampapírok állományának változása között, de az összefüggés szorossága meglehetősen gyenge ($R^2=0,05$).

Héjjas és Mosolygó (2012) 1992 elejétől 2011 végéig 81 negyedévben vizsgálta az MNB adatai alapján a lakossági betétek és a lakosság közvetlen állampapír megtakarításai⁸ közötti kapcsolatot, és laza, pozitív 0,08-as korrelációt talált. Összességében megállapították, hogy tartós és negatív kapcsolat nem volt jellemző a vizsgált területen.

13. ÁBRA: LAKOSSÁGI BANKI BETÉT ÉS ÁLLAMPAPÍR TRANZAKCIÓK (MILLIÁRD FORINT)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Adódik a következő alapkérdés, hogy a bankrendszerből, a bankok mérlegéből nem hiányoznak-e a forrás oldalon a lakossági betétek. Nem fogja-e vissza a banki hitelezést a lakossági hitelek átvándorlása, az állam finanszírozására nem okoz-e kiszorítási hatást (crowding out), amely a produktív beruházások elől vonná el a forrást. Persze a forrás nem feltétlenül kizárólagosan a lakossági banki betét lehetne, azonban fontos megjegyezni, hogy mindenképpen stabilabbnak tekinthetők ezek a források, mint például a bankközi betétek. Nagyon fontos, hogy ha a kiszorítási hatás érvényesülne, akkor a hitelezés elmaradása miatt zsugorodnának a bankok mérlegfőösszegei és növekedést visszafogó hatásról beszélhetnénk.

Vizsgálataink alapján a 2009. évi szinthez képest a hitel/betét mutató jelentősen csökkent, és egységnyi érték alatt tartózkodik, ami azt jelenti, hogy egy forint elhelyezett betét mellett jelenleg kevesebb, mint egy egységnyi hitelkihelyezés valósul meg. Azt azonban fontos kiemelni, hogy egyfelől a betétek állománya a vizsgált időszakban emelkedett, míg a hitelek volumene a mérlegalkalmazkodás miatt elsősorban a lakossági és vállalati devizahitelek

⁸ Lakossági betétek = folyószámla betétek és egyéb betétek, Állampapírok = Központi kormányzat által kibocsátott rövid és hosszú lejáratú papírok. Az adatok a tranzakciókra vonatkoztak és negyedéves bontásban álltak rendelkezésre.

miatt csökkent. A jelenlegi hitel/betét arány – Csehországot, Lengyelországot, Romániát, Bulgáriát és Szlovákiát magában foglaló nemzetközi összehasonlításban (MNB [2014]) még mindig magasnak mondható, külön említést érdemel a csehországi 80 százalékos érték.

A korábbi magasabb – és régiós szinten is kiugró – értékek a hitelboom miatt következtek be. Elsősorban az alacsonyabb kamatozású devizahitelek elterjedése egyfelől árfolyam-, másfelől kamatkockázatot jelentettek a rendszerben, továbbá a devizahiteleket a bankok javarészt bankközi rövidelejáratú hitelekkel finanszírozták. A bázeli banki szabályozás (Basel III.) kitüntetett szerepet szán a stabil források kialakításának (NSFR – net stable funding ratio), így nem meglepő, hogy a válságot követően csökkent a hitel/betét arány is.

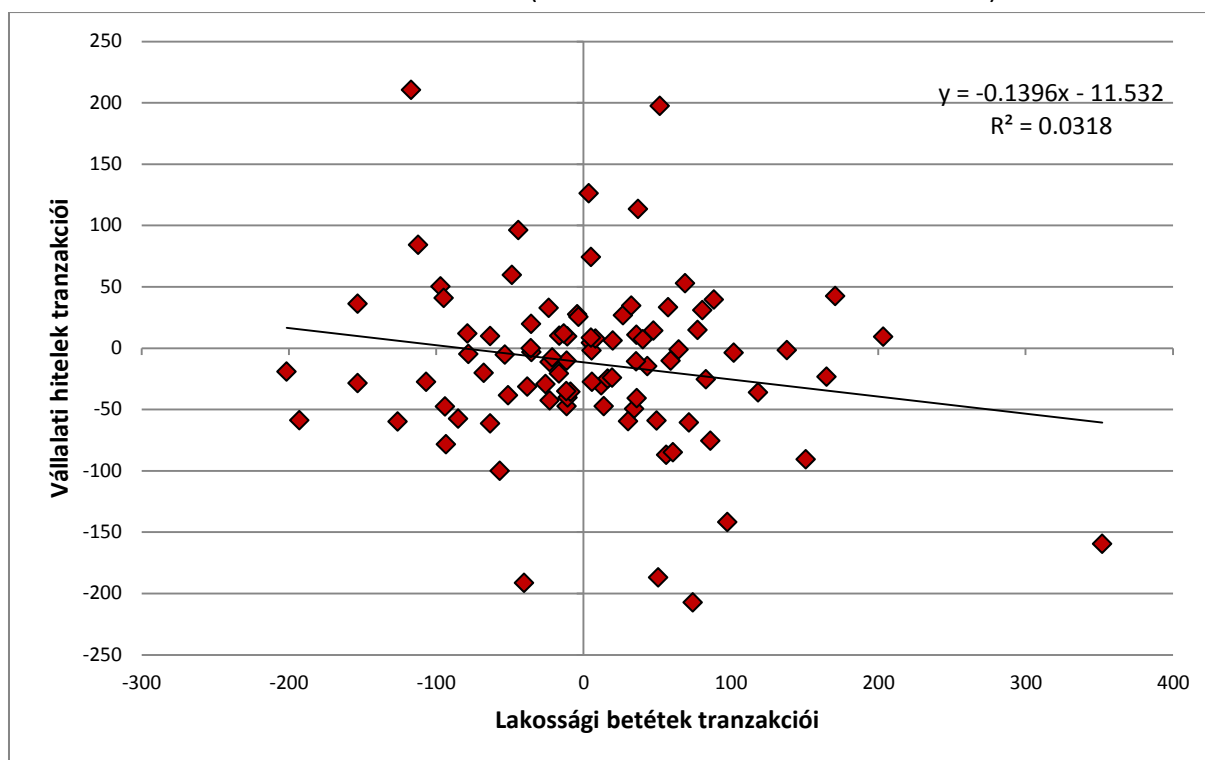
14. ÁBRA: BETÉT- ÉS HITELÁLLOMÁNYOK (MILLIÁRD FORINT) ÉS HITEL/BETÉT ARÁNY



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A lakossági betétek volumenének változása és a vállalati hitelek állományának változása közötti összefüggéseket vizsgálva akkor beszélhetünk a lakossági betétek csökkenésénél káros hatásról, ha ez a jövőbeli hitelezésnél visszafogó erővel bír, hiszen nincs elegendő forrása a banknak a további hitelezéshez. Ha tehát az összefüggés szignifikánsan pozitív, azaz a betétállomány csökkenése (növekedése) a hitelek csökkenésével (növekedésével) jár. A 2008 januárja és 2015 augusztusa közötti havi tranzakciós adatokat vizsgálva azonban arra a következtetésre jutottunk, hogy a lakossági betétek és a vállalati hitelek tranzakciói között nincs szignifikáns pozitív korreláció, sőt negatív korreláció ($-0,178$) figyelhető meg a teljes vizsgált időszakban. Ebből arra a következtetésre jutottunk, hogy nincs szignifikáns pozitív összefüggés, tehát a betétek csökkenése nem jár együtt a vállalati hitelek ezzel egyidejű zsugorodásával.

15. ÁBRA: A LAKOSSÁGI BETÉTEK ÉS A VÁLLALATI HITELEK TRANZAKCIÓI (MILLIÁRD FORINT)
KÖZÖTTI KAPCSOLAT (2008. JANUÁR – 2015. AUGUSZTUS)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Nem igazolható tehát rugalmassági vizsgálatokkal az a feltevés, hogy a lakossági betétkivonások a nem pénzügyi vállalati hitelezés gátját jelentenék. Következtetésünk szerint a betétkivonások nem vezetnek kisebb vállalati hitelezéshez és mérsékeltabb gazdasági növekedéshez.

6. Az adóssághelyzet fiskális politikára gyakorolt hatása

A GDP-arányos államadósság alapvetően négy tényező változásától függ (Hoffmann [2011]):

1. **Költségvetés elsődleges egyenlege:** kisebb elsődleges hiány (nagyobb többlet) segít az államadósság csökkentésében. Erre a tényezőre a kormányzati egyenlegjavító – kiadáscsökkentő és/vagy bevételnövelő – intézkedések hathatnak.
2. **Reálkamatok és reálárfolyam:** az államadósság magas állománya miatt a reálkamatok csökkenése csak fokozatosan fejti ki pozitív hatását. Továbbá a szabadon lebegő árfolyamrendszerben nincs a jegybanknak hivatalos árfolyamcélja, így a hiteles kiigazítás miatt javuló kockázati megítélés elsődleges fontosságú.
3. **Gazdasági növekedés:** ha a kiigazítás növekedést elősegítő szerkezetben valósul meg, azaz ha növekedést serkentő strukturális intézkedéseket hoz a kormány, akkor javíthatja a költségvetési egyenleget, továbbá az államadósság egy jelentős része kinőhet.
4. **Egyéb tényezők:** általánosságban elsősorban a privatizációs bevételek, amelyek sok KKE-országban a rendszerváltás utáni időszakban, míg pl. Görögországban napjainkban kerültek előtérbe.

Ezek a tényezők segíthetnek egy adott országot annak elérésére, hogy ne kerüljön adósságspirálba⁹ vagy csökkenthesse adósságállományát.

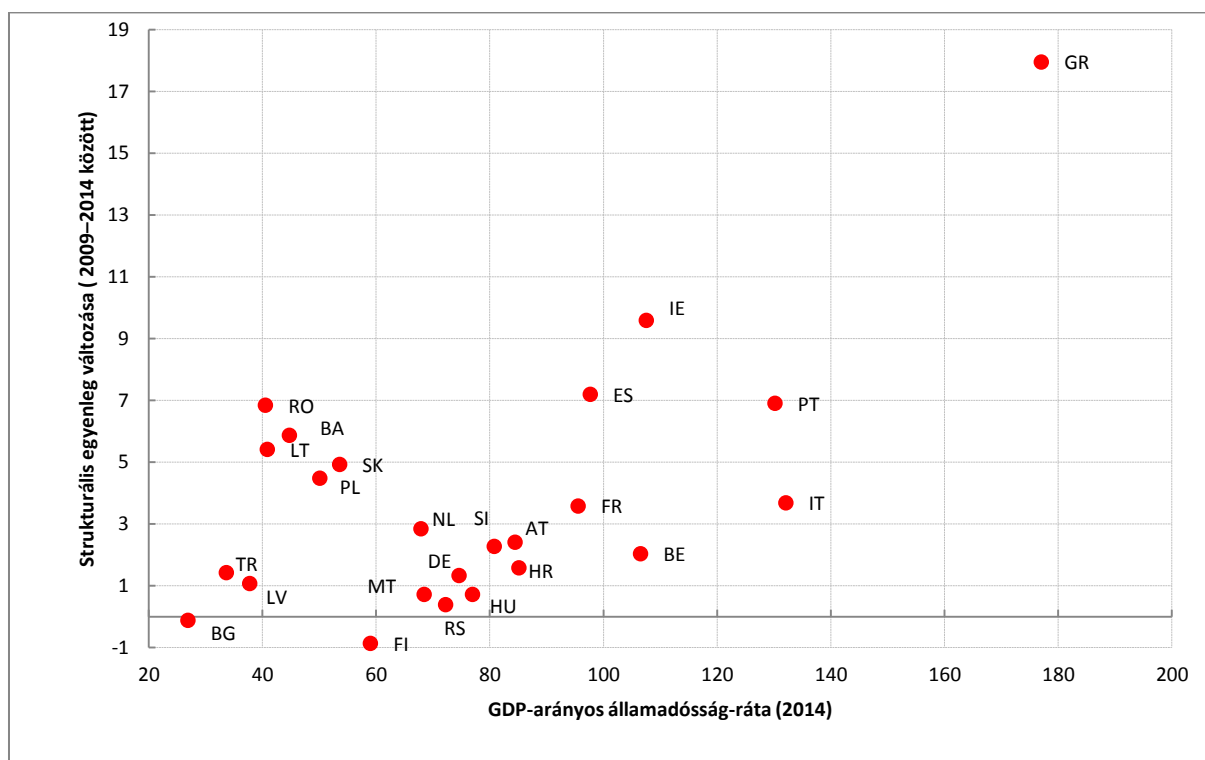
Az utóbbi évek szakirodalmában teret nyertek az adósság/GDP küszöbérték minél pontosabb meghatározására tett kísérletek is. Reinhardt és Rogoff (2010a) a 90 százalékos aránynál talált törést, azaz eddig a szintig a GDP-t növeli az adósság szintjének növelése. E felett azonban már csökkentőleg hat, azaz a növekvő eladósodás csökkenti a bruttó hazai terméket. Cikkük jelentős visszhangot váltott ki a kutatók körében. Pontatlan számítás miatt, amelyre Herndon és szerzőtársai (2013) hívták fel a figyelmüket, módosították írásukat, azonban a 90 százalékos arányt megtartották, mint hüvelykujj-szabályt.

A politikusok egy része kiemelt figyelmet szentelt a cikk konklúziójának, muníciót kapva a küszöbérték feletti GDP-arányos adósságnál megszorítások alkalmazásához. Paul Ryan republikánus amerikai kongresszusi képviselő erre a küszöbértékre, mint empirikus tényre hivatkozott, amelynél már a költségvetési kiadások csökkentésének kell következnie. Oli Rehn, az Európai Bizottság alelnöke 2013 februárjában a széles körben elterjedt 90 százalékos GDP-arányos államadósság limitre hivatkozott akkor, amikor annak elérésekor fiskális megszorítást javasolt (Economist [2013]).

⁹ Az emelkedő adósságállomány növekvő kamatterhet ró egy adott országra, amely további hitelfelvételekre kényszeríti, amelynek kamatterhei még magasabbak. Továbbá a nagyobb államadósság a hitelezők szempontjából magasabb (visszafizetési) kockázattal jár, amely növeli az újabb hitelek kamatterheit.

A 16. ábra pontosan követi a fenti bekezdésben leírtakat. Az adósságválság idején legmagasabb államadósság/GDP aránnyal rendelkező országok, mint például Görögország, Portugália, Írország vagy Spanyolország a trendeknek megfelelően szigorítottak gazdaságpolitikájukon. A megszorítások eredménye a függőleges tengelyen látszik, miszerint ezek az országokban ment végbe a legnagyobb strukturális egyenleg javulás 2009–2014 között.

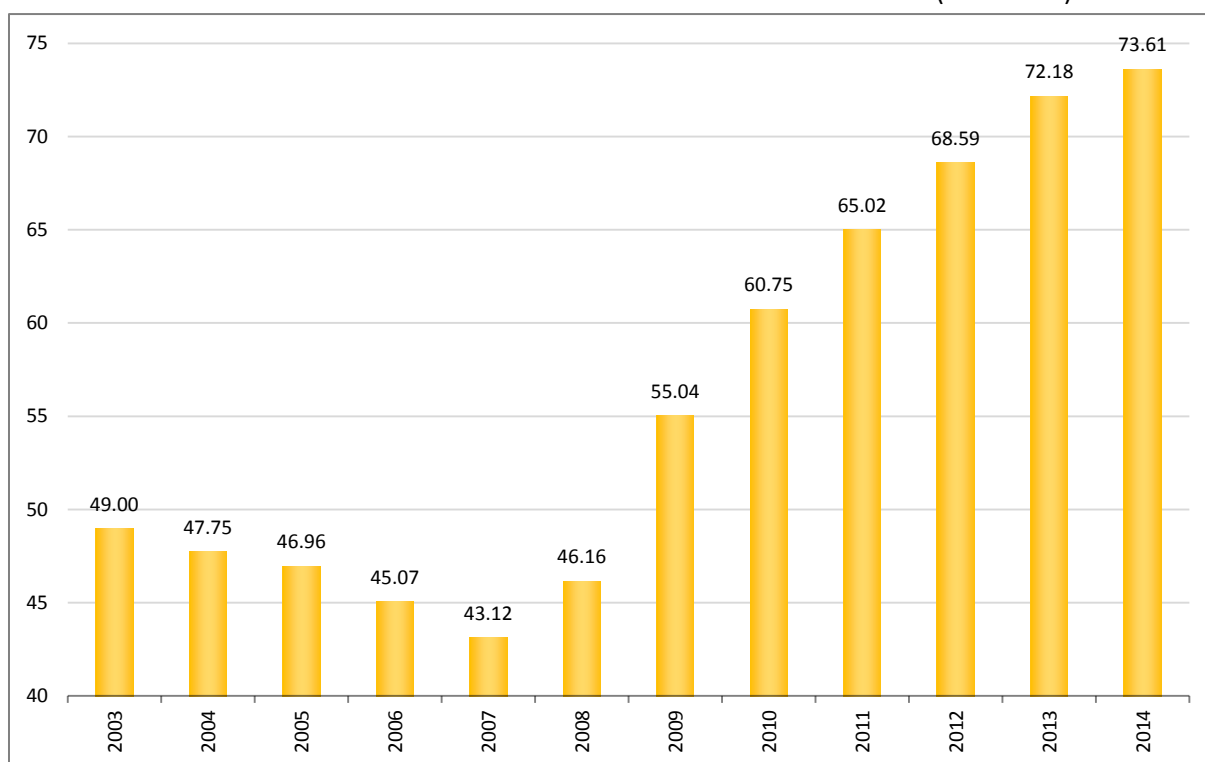
16. ÁBRA: A FISKÁLIS FOLYAMATOK VIZSGÁLATA 2009–2014 KÖZÖTT



Forrás: IMF, World Economic Outlook Database, October 2015, Századvég-szerkesztés

A 16. ábra az adósságállományról csak egy pillanatképet mutat. Általánosságban azonban elmondható, hogy az átlagos GDP-arányos államadósság értékek növekedtek az országok többségében a válság óta. A növekedés mértéke azonban csökkenő trendet mutat 2009-et követően, összhangban a szigorúbb fiskális politikákkal (17. ábra).

17. ÁBRA: AZ EU28 ÁTLAGOS GDP-ARÁNYOS ÁLLAMADÓSSÁGA (SZÁZALÉK)



Forrás: Eurostat

A jelentős szakmai vitákat kiváltó 90 százalékos szabály első ránézésre és az EU vonatkozó maastrichti kritériumának fényében (60 százalék) viszonylag magasnak tűnik. Az adósság mellett szóló egyik legfontosabb érv az az elméleti megközelítés, miszerint az adósság önmagában nem rossz dolog, megfelelő szerkezetű növekedéssel az adós ország túlléphet tartozásain. Ennek a kedvező trendnek a legfontosabb momentuma a növekedés szerkezetében lenne, ami ország-specifikus, ráadásul az időben előrehaladva dinamikusan változó, így a megfoghatatlan fogalom helyett az adósok egy része inkább az „eladósodás ideiglenes” részére fordítanak több figyelmet. Továbbá az elméleti megközelítés legtöbbször végtelen időhorizonton optimalizáló, racionális gazdasági szereplőket feltételez, a döntéseket pedig a Társadalmi tervező hozza, aki választásaival a társadalom egészének jólétét kívánja maximalizálni.

A feltevés több ponton sérül, így az országoként eltérő helyzetek és vélemények ellenére szükségképpen ki kellett alakulnia egy nemzetközi konszenzusnak. A kialakult konszenzus eredménye az Európai Unió esetében egy szigorúbb szabályozás lett. Az európai közösség fiskális tevékenységét 1997 óta az Európai Unió Stabilitási és Növekedési paktuma szabályozza. Az unió fiskális szerepvállalásának célja, hogy segítse a hatékony és eredményes államháztartási gyakorlat kialakítását és fokozza a tagországok közti konvergenciát. Az egyezmény egyik követelménye, hogy a költségvetési hiány nem haladhatja meg a GDP 3 százalékát, a másik hogy az államadósság nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, a feltételek nem-teljesülése esetén az unió szankcionálási jogával élhet.

A paktumot 2005-ben módosították, ebben a változatban már a költségvetési szabályok megalapozottságának fontosságát, a nemzeti politika nagyobb felelősségét hangsúlyozza, továbbá az eladósodottságtól az egyensúlyi állapot felé tereli a tagországokat. A 2008-as válság további kihívások elé állította az uniós közösséget. Az adósságválság mélyülésével ismételt beavatkozásra lett szükség, a Gazdasági és a Monetáris Unió zökkenőmentes működésének biztosítása érdekében.

2011 márciusában fogadták el az új stabilitási és versenyképességi paktumot, az Euró Pluszt, ami másképpen a „hatos csomag” néven vált ismertté. Ennek elsődleges célja továbbra is az euró-övezeti stabilitás garantálása, ami a versenyképesség javításával egészült ki. A paktum négy fő területre terjed ki, a versenyképességre, a foglalkoztatásra, az államháztartás rendszereinek fenntarthatóságára és a pénzügyi stabilitás megteremtésére.

Makrogazdasági egyensúlyhiány nyomon követése:

A hatos csomag eredménye volt a tagországok makrogazdasági egyensúlyának folyamatos nyomon követése, így az esetleges gazdasági problémákat már kialakulásukkor kezelni lehet. A problémák eliminálására specifikus eljárást hoztak létre, továbbá amennyiben a súlyos egyensúlyhiánnyal szembenező tagország több felszólítás ellenére sem hajlandó rendezni gazdasági folyamatait, végső eszközként pénzbírsággal is sújthatóvá vált.

Költségvetési fegyelem erősítése:

A 2011-es korrekció tartalmazza a költségvetési fegyelem biztosítására irányuló szigorító szabályozásokat is. Meghatározásra került a költségvetési egyensúlynak a középtávú céltól vett „jelentős eltérése”, egyszerűbbé és gyorsabbá vált a túlzott egyensúlyhiány miatt életbelépő eljárás és megjelentek a lépcsőzetes szankciók.

Európai szemeszter:

Bevezették az európai szemesztert, aminek köszönhetően a tagállamok meg tudták teremteni az összhangot a saját és az uniós szintű szakpolitikák között.

A hatos csomag párjaként 2013-ban megérkezett a „kettes csomag”, amely a Stabilitási és Növekedési Paktum egy további változata, annyi különbséggel, hogy hatálya csak az euróövezeti tagállamokra terjed ki.

Új fiskális ellenőrzési ciklus

Az euróövezeti tagállamok következő évre szóló költségvetési tervezetüket minden év október 15-éig kötelesek megküldeni az Európai Bizottság számára. Ezt a Bizottság november végéig véleményezi, amennyiben ellenvetése van, „vétójogával” élhet és új tervezet benyújtását kérheti. Kivételt képezhetnek azok az euróövezeti tagországok, akik makrogazdasági kiigazító programot visznek végbe.

A túlzottdeficit-eljárás szabályának szigorítása:

Azok az euroövezeti tagországok, akikkel szemben eljárás folyik, kötelesek a túlzott hiány csökkentése érdekében tervezett fiskális és strukturális reformokról részletes programot, „gazdasági partnerség programot” benyújtani.

Megerősített felügyeleti eljárás:

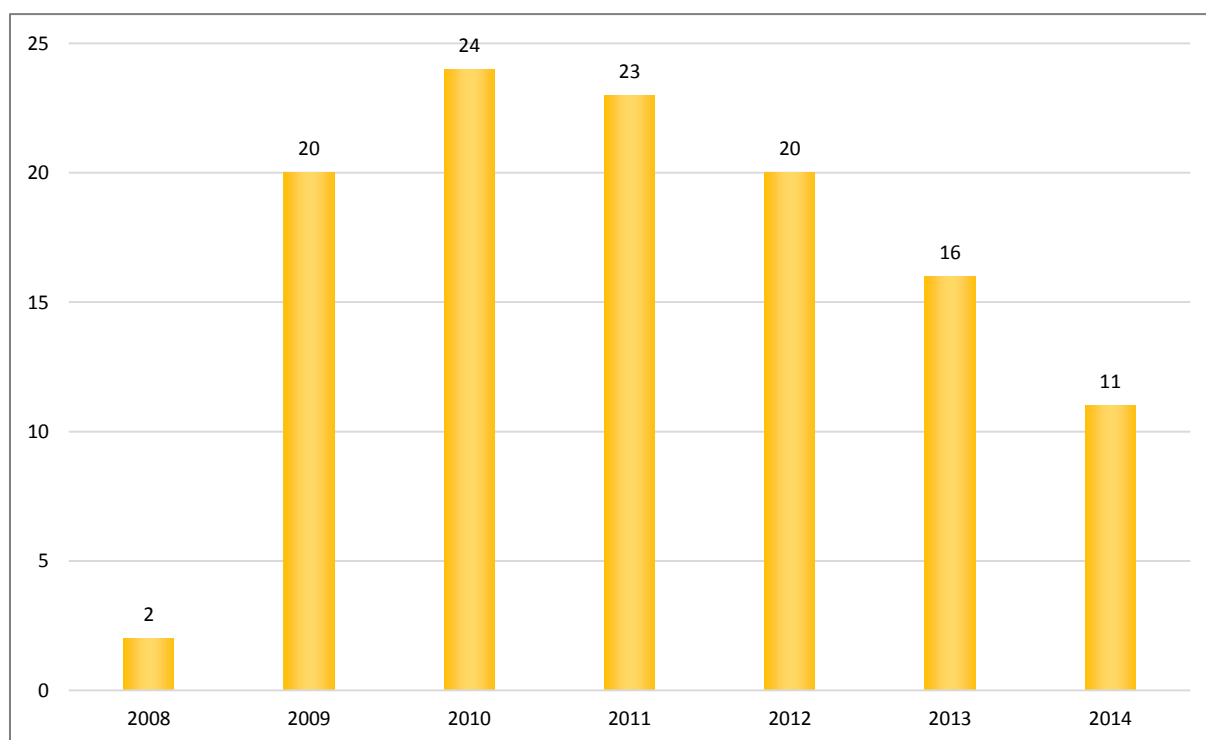
Amennyiben szükséges, megerősített felügyeleti eljárást indítható, az érintett tagországnak lépéseket kell tennie pénzügyi problémáinak kezelésére, az eredményeket az Európai Bizottság figyeli.

Pénzügyi támogatások

Az euróövezet egészére veszélyes, súlyos problémákkal küzdő tagországokat makrogazdasági kiigazítási programok kidolgozására kérhetik fel, amiről az Európai Tanács dönt a Bizottság javaslata alapján. A programok negyedévente felülvizsgálatra kerülnek, az érintett tagország pedig csak szigorú feltételekkel kaphat pénzügyi támogatásokat. A programot követően a felügyelet egészen addig folytatódik, amíg a tagállam a folyósított támogatás 75 százalékát vissza nem téríti.

Mindazonáltal mit sem ér egy szabályozás, ha utólagos vizsgálatokkal nem verifikálják hatékonyságát. Az említett hatos és kettős csomag erőfeszítéseinek eredményeiről szóló felülvizsgálatot először 2014 februárjában tették közzé (Európai Bizottság [2014]). A vizsgálat a tagországok makrogazdasági és pénzügyi stabilitásának alakulását hivatott ellenőrizni.

18. ÁBRA: A TÚLZOTTHIÁNY-ELJÁRÁS ALATT LÉVŐ TAGÁLLAMOK SZÁMA



Forrás: Európai Bizottság (2014)

Az Európai Bizottság (2014) által végzett felülvizsgálat megállapította, hogy az uniós tagországok túlnyomó többségében megkezdődött a fiskális szigorítási folyamat, melyet az adósságválság kikényszerítette új fiskális paktumok segítettek. Ezt a megállapítást kellően alátámasztja a túlzotthiány-eljárás alatt lévő tagországok számának 2010 óta tartó folyamatos csökkenése. Mindezek mellett a tanulmány is belátja, hogy a hivatkozott csomagok célkitűzései közép és hosszú távú időhorizonton válnak minőségükben értékelhetővé, így a kedvező fiskális folyamatok ellenére a munkát és az intézkedések felülvizsgálatát továbbra is folytatni kell.

A következőben egy másik szempontból is áttekintjük, hogy valóban ilyen szigorú előírásként értelmezhető-e a 90 százalékos limit, az empirikus irodalom valóban ennyire konszenzusos-e, továbbá hogyan alakultak az utóbbi évek államadósság-ráta adatai és mennyiben gyakoroltak hatást a fiskális politikára és a bruttó hazai termék volumenének növekedési rátájára.

Reinhardt és Rogoff (2010b) írásukban 20 fejlett országban vizsgálták az 1790 és 2009 közötti intervallumban a GDP-arányos államadósság és a reál-GDP növekedési rátája közötti kapcsolatot. Az egyes országoknál az idősor kezdeti dátumai váltakoztak. A leghosszabb periódus az Egyesült Államoknál 1790-től volt, míg a legrövidebb 1949-től Írországból volt. Arra jutottak, hogy a központi kormányzat adóssága és a GDP hányadosa amennyiben 30 százalék alatti, akkor az átlagos GDP-növekedés 3,7 százalékot tett ki a vizsgált periódusokban. Ha az államadósság és a GDP hányadosa 30 és 60 százalék közé esett, akkor az átlagos reál GDP-növekedés értéke 3 százalékot ért el, míg 60 és 90 százalék között 3,4 százalékot, majd 90 százalék felett már csak 1,7 százalékot ért el a gazdasági növekedés üteme.

Még jelentősebb az átlagos GDP-növekedés esése a 90 százalékos limit felett, ha a vizsgált 20 ország 1945 utáni idősorát vizsgálják a szerzők, itt ugyanis csak 1 százalékos a gazdasági növekedés. Érdekes eredményre jut Minea és Parent (2012), mivel 1880 és 2009 között 20 fejlett országra vonatkozó elemzésük alapján 115 százaléknál is van töréspont a 90 százalék feletti régióban, ugyanis a magasabb eladósodottság 115 százalék felett már ismét magasabb átlagos GDP növekedési rátához vezet. Ennek okát azonban nem nevezték meg. Reinhardt és Rogoff (2010b) 24 feltörekvő országra kiterjedő elemzésükben a fejlett országokhoz hasonló eredményre jutottak. 1397 adatpont felhasználásával arra a következtetésre jutottak, hogy a 30 százalékos GDP-arányos államadósság intervallumban az átlagos reál GDP növekedési ráta 4,3 százalékot tett ki. A 30-tól 60 százalékig és a 60-tól 90 százalékig tartó régióban nem változott jelentősen az átlagos növekedés, hiszen rendre 4,1 és 4,2 százalékot mutatott. Azonban a 90 százalék feletti régióban az átlagos gazdasági növekedés már csak 1 százalékot ért el.

Szabó (2014) kiemeli, hogy a 2000-es évek első felében még 68 százalék, míg 2012-ben már 86 százalékos adóssághányad jelentette azt a feltételezett értéket, amely leginkább

kedvezett a magas szintű gazdasági növekedés és fejlettség elérésének. Éppen ezért jelentős növekedési áldozatot szenvednek el azok az országok, ahol a maastrichti kritériumként előírt adósságrátát (60 százalékot) igyekeznek elérni az eurózónába igyekező országok.

A töréspont megtalálása (amennyiben tényleg létezik) azonban nem lehet elegendő, hiszen a magasabb GDP-arányos adósság és alacsonyabb GDP növekedési ráta közötti ok-okozati viszony feltárását nem teszi lehetővé. Megjegyzendő ugyanis, hogy az alacsonyabb növekedési ráta a magasabb GDP-arányos eladósodásnak okozója és következménye is lehet egyben.

2. táblázat: A GDP-arányos államadósság és a GDP-növekedés alakulása az EU 28 tagországában (2003–2014 átlaga)

Adósságrátá /Ország	<30 százalék	30–60 százalék	60–90 százalék	90–120 százalék	>120 százalék
Ausztria			1,38		
Belgium			3,00	1,16	
Bulgária	2,62	6,00			
Ciprus		2,48	1,80	–3,85	
Csehország	5,00	0,02			
Dánia	0,80	0,55			
Egyesült Királyság		2,48	0,77		
Észtország	3,42				
Finnország		1,09			
Franciaország			1,16	0,45	
Görögország				3,57	–4,73
Hollandia		1,38	0,28		
Horvátország		2,11	–0,95		
Írország	5,18	0,20	–3,35	3,80	–0,05
Lengyelország		3,96			
Lettország	7,65	–0,12			
Litvánia	1,58	3,54			
Luxemburg	2,83				
Magyarország		4,30	0,93		
Málta			2,27		
Németország			1,13		
Olaszország				0,22	
Portugália		–0,90	0,65	0,05	–1,57
Románia	4,21	1,98			
Spanyolország		2,23	–0,90	0,10	
Svédország		1,98			
Szlovákia	8,05	3,30			
Szlovénia	5,24	1,94	0,80		
Átlag	3,97	1,88	0,99	1,04	–2,72
Megfigyelések száma	71	123	89	36	14

Forrás: Eurostat, Századvég-számítás

A saját elemzésünkben egy jóval rövidebb idősort vizsgáltunk, annak érdekében, hogy a válság környéki adatok nagyobb súllyal essenek számításba. Az Európai Unió 28 tagországaról 2003 és 2014 közötti időszakról tartalmaz adatokat a 2. táblázat. Az egyes adatok az adott országban a meghatározott intervallumban az átlagos reál GDP-növekedést jelentik. Az üres cellák azt jelölik, hogy az adott országban nem volt a meghatározott intervallumban a GDP-arányos államadósság 2003 és 2014 között egyik évben sem.

Ha az átlagos értékeket elemezzük a vizsgált időszakban, akkor megállapítható, hogy az GDP-arányos államadósság-ráta növekedésével csökken az átlagos gazdasági növekedés. Pontosabban, ha a 60–90 százalék közötti intervallumot a 90–120 százalék közötti intervallummal vetjük össze, akkor átlagosan 0,05 százalékos GDP növekedés különbség látható. 120 százalék felett azonban egy egyértelmű jelentős reál-GDP csökkenés figyelhető meg átlagosan. Véleményünk szerint tehát nem igazolható a vizsgált 12 évben az EU tagországaikra vonatkozóan az a tézis, hogy létezik egy 90 százalék körüli töréspont, amelynél már negatívba fordul a gazdasági növekedés átlaga. Sokkal inkább arról van szó, hogy 120 százalék feletti intervallumban figyelhető meg egy drasztikus visszaesés. Persze ennek több oka is lehet, és mivel a minta nagyon kicsi (14 darabos és három országra vonatkozik), ezért a visszaesés mértékét óvatosan kell értelmezni. Nyilván a rövidebb idősnak fontos előnye az, hogy nem csökkenti a válság és a válság utáni időszak súlyát az egész idősorban, míg a túl hosszú idősoroknál már az átlag nem mutatja azok relatív fontosságát. Nagy idősorokban pedig nem torzítják el esetlegesen a válság alatti kiugró értékek a növekedési ráta értékeket.

Egyedileg vizsgálva a 28 tagországot elmondható, hogy 14 ország esetében a rendre nagyobb GDP-arányos államadósság intervallumokban rendre alacsonyabb átlagos reál-GDP növekedés figyelhető meg. Kilenc ország esetében az eladósodottság mértékének változása nem vezetett új kategóriához, azaz csak egy intervallumba sorolódtak a 12 év adatai. Bulgária és Litvánia esetében a következő kategóriába lépés – magasabb GDP-arányos államadósság elérése – magasabb növekedési rátához vezetett. Továbbá három országban (Írországból, Portugáliából és Spanyolországból) elmondható, hogy az átlagos GDP-növekedés nem egyértelműen alakult, azaz nem fedezhető fel egy csökkenő vagy növekvő trend.

7. Az adóssághelyzet: nemzetközi körkép, avagy a KKE-i és a nyugat-európai régió kiválasztott országainak összehasonlító elemzése

Az államadósság alakulására vonatkozóan egy szigorúnak mondható és a döntés meghozatalakor a jövőbeni folyamatok becslését nélkülöző limitet alakítottak ki a Maastrichti Szerződésben 1991-ben, amikor azt a bruttó hazai termék 60 százalékában maximálták. A 1996-ban a Stabilitási és Növekedési Paktumban már definiálták költségvetési hiány túllépésének szankcionálását. A büntetés mértékét definiálták ugyan a tagországok számára,¹⁰ de azt az euró bevezetését követően egyetlen országra sem érvényesítették eddig.

A PIIGS és Belgiumból álló országcsoport¹¹ mindegyike, a kelet-közép-európai országok közül pedig Magyarország (csökkenő trendben ugyan), Horvátország és immáron Szlovénia is túllépi az előírt államadóssági limitet (3. táblázat). Az államadósság-ráta GDP-arányos értéke önmagában azonban még nem jelent semmit. Sokkal beszédesebb annak vizsgálata, hogy az adósságállományhoz kapcsolódóan mekkora fiskális terhek társulnak, ez az ugyanis, ami jelentősen befolyásolja a költségvetés mozgásterét és így a gazdasági növekedés ösztönzésének lehetőségét. A következőkben ezért a kamatkiadások alakulása felé fordítjuk figyelmünket.

A magyarországi államadósságra fizetett nettó kamatkiadás elsősorban a hazai kamat-, másrészt a külföldi kamat, ill. az árfolyam alakulás, továbbá adóbsesorolásunk függvényében változik. A kamatkiadás szintjének emelkedését 2003-ban és 2008-ban a jelentős jegybanki kamatemelések emelték. Továbbá 2012-ben a nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek leminősítései a külföldi új források költségeit drágították. A jegybanki kamatemelések és a hitelminősítők lépései csak késleltetve jelennek meg a nettó kamatkiadások alakulásában, mivel azok jelentős részben fix kamatozásúak, így az átárazódás elhúzódik. A magasabb költség a költségvetést csak később terhelte új kibocsátásoknál és a változó kamatozású eszközöknél. Magyarország nettó kamatkiadásai éppen ezért csak egy évvel később 2004-, 2009- és 2013-ban emelkedtek lokális maximumukra.

¹⁰ Az előírás szerint az eurózóna tagországok a GDP 0,5 százalékát kell elhelyezniük az EKB-nál kamatmentes betétként. Ha két évig nem teljesül az előírás, akkor ez a betét elveszik.

¹¹ Portugália, Írország, Olaszország, Görögország, Spanyolország (PIIGS) és Belgiumból álló országcsoport hasonló eladósodási rátákkal rendelkezik.

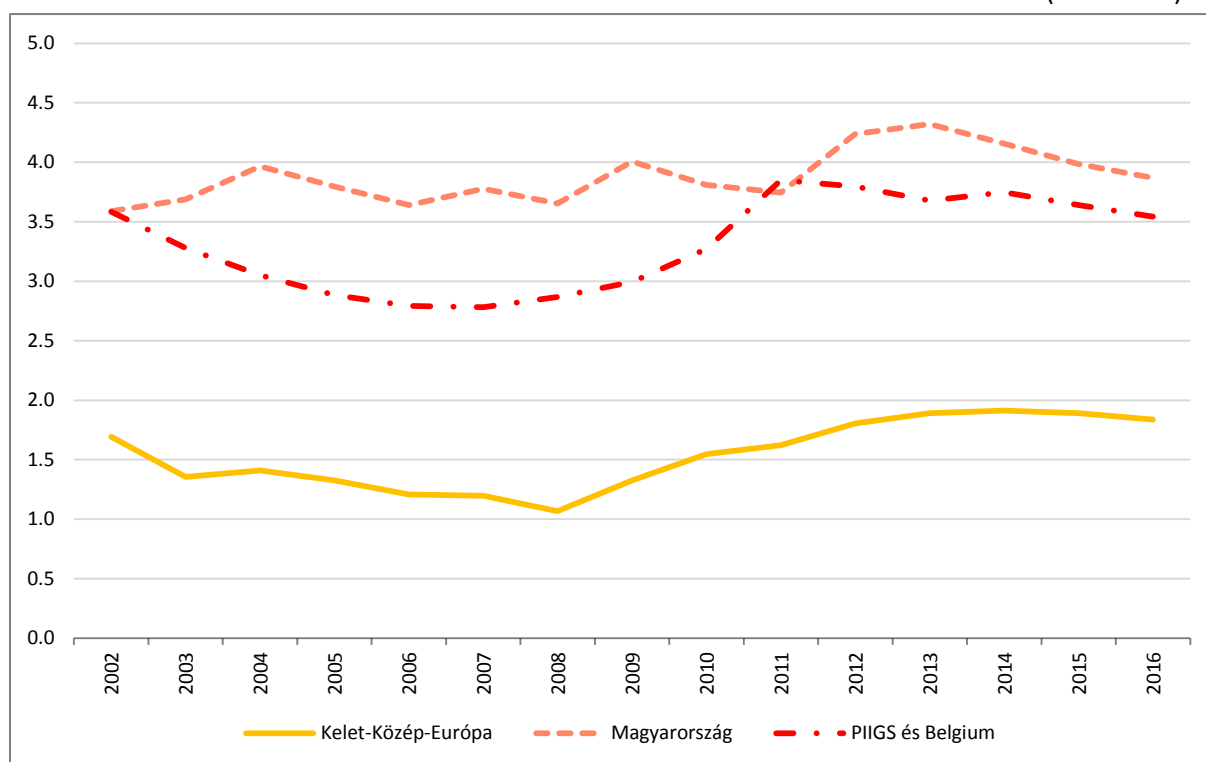
3. táblázat Bruttó államadósság a GDP százalékában

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (e)	2016 (e)
Kelet-Közép										
Európa	25,89	27,28	35,49	40,37	42,28	45,29	47,90	49,82	50,18	50,54
Bulgária	16,6	13,3	14,2	15,9	15,7	18	18,3	27,6	29,8	31,2
Csehország	27,8	28,7	34,1	38,2	39,9	44,6	45	42,6	41,5	41,6
Észtország	3,7	4,5	7	6,5	6	9,7	10,1	10,6	10,3	9,8
Horvátország	37,1	38,9	48	57	63,7	69,2	80,6	85	90,5	93,9
Lettország	8,4	18,6	36,4	46,8	42,7	40,9	38,2	40	37,3	40,4
Litvánia	15,9	14,6	29	36,2	37,2	39,8	38,8	40,9	41,7	37,3
Magyarország	65,9	71,9	78,2	80,9	81	78,5	77,3	76,9	75	73,5
Lengyelország	44,2	46,6	49,8	53,6	54,8	54,4	55,7	50,1	50,9	50,8
Románia	12,7	13,2	23,2	29,9	34,2	37,3	38	39,8	40,1	42,4
Szlovénia	22,7	21,6	34,5	38,2	46,5	53,7	70,3	80,9	81,5	81,7
Szlovákia	29,8	28,2	36	40,9	43,4	52,1	54,6	53,6	53,4	53,3
PIIGS és										
Belgium					113,53	119,28	125,48	125,55	125,28	123,12
Belgium	86,8	92,2	99,2	99,5	102	103,8	104,4	106,5	106,5	106,4
Írország	24	42,6	62,3	87,4	111,2	121,7	123,2	109,7	107,1	103,8
Görögország					171,3	156,9	175	177,1	180,2	173,5
Spanyolország	35,5	39,4	52,7	60,1	69,2	84,4	92,1	97,7	100,4	101,4
Olaszország	99,7	102,3	112,5	115,3	116,4	123,1	128,5	132,1	133,1	130,6
Portugália	68,4	71,7	83,6	96,2	111,1	125,8	129,7	130,2	124,4	123

Forrás: Eurostat

Az államadósságra fizetett GDP–arányos kiadás jelentősen magasabb Magyarországon, mint a közép-kelet-európai országok átlagában. Továbbá a vizsgált időszak jelentős részében meghaladta a PIIGS és Belgium országok átlagos rátáját. Az OECD becslése alapján Magyarországon az átlagos nettó kamatkiadása közelíti ugyan, a fenti országok kamatkiadási arányát a következő években, de továbbra is felette marad (19. ábra).

19. ÁBRA: ÁLLAMADÓSSÁGRA FIZETETT NETTÓ KAMATKIADÁS A GDP ARÁNYÁBAN (SZÁZALÉK)

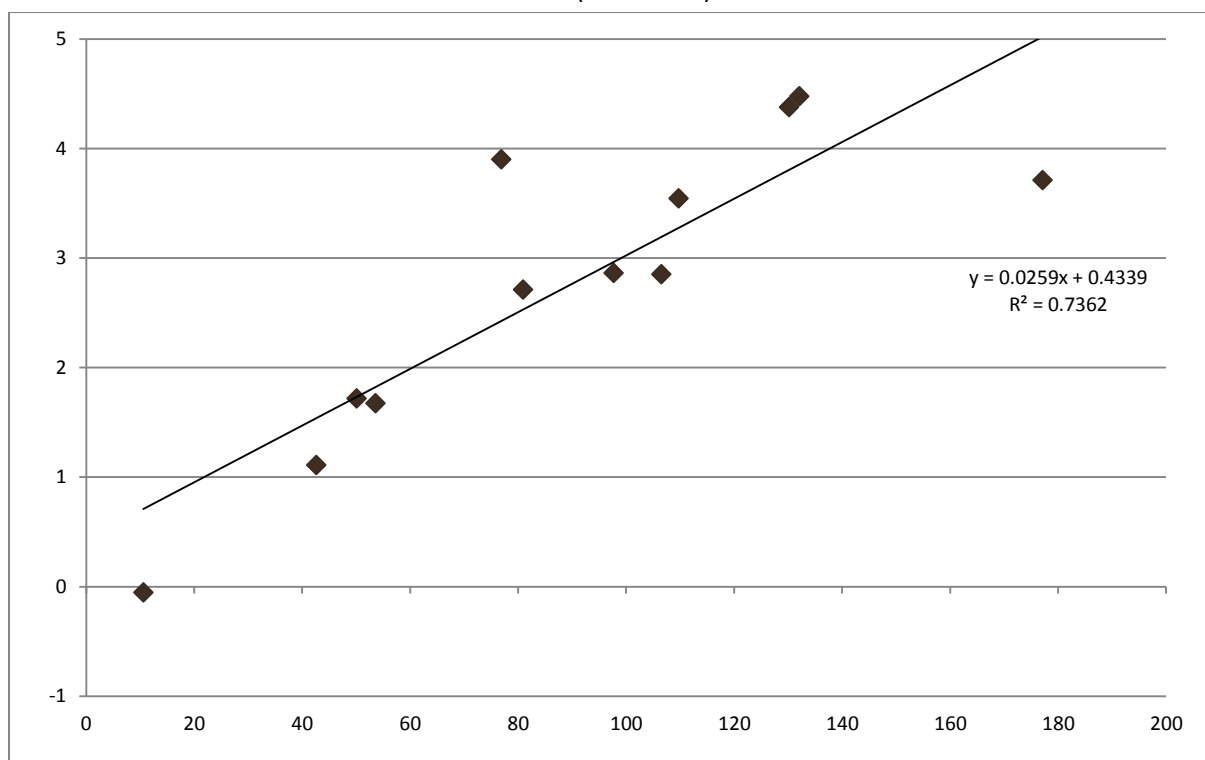


Forrás: OECD Economic Outlook, 2015. június

Nagyon érdekes, hogy alapvetően az a várakozásunk, hogy a magasabb országoké a bruttó államadósság/GDP értékhez nagyobb nettó kamatfizetés/GDP érték tartozik. Ez az esetek többségében így is van, azonban néhány ország kivételnek tekinthető. Görögország esetében az utóbbi években megnövekedett adósság még nem árazódott át teljesen, így a kamatfizetési kötelezettség alacsonyabb a regressziós egyenes adatpontjaihoz képest. Magyarország esetében pedig azt találjuk, hogy habár a kamatfizetési kötelezettség és a bruttó államadósság csökkenő trendet mutat, a későbbi átárazódás miatt a nettó kamatfizetés még jelentősen meghaladja a regressziós egyenes adatpontját.

Nyilvánvalóan ennek egyik oka az, hogy a jegybank kamatcsökkentési ciklusai csak később éreztetik hatásukat a kamatfizetési kötelezettség csökkenésében. A másik hatás pedig az, hogy Magyarországon meglehetősen magas az államadósság devizaaránya. A gyengülő hazai fizetőeszköz árfolyam pedig magasabb kamatfizetési kötelezettséget indukál. Nos ezért fontos az államadósság devizaarányának csökkentése, továbbá a befektetési kategóriájú hitelminősítés elérése, hiszen így csökkenhet a jövőbeni devizaforrások költsége.

20. ÁBRA: A 2014. ÉVI GDP-ARÁNYOS ÁLLAMADÓSSÁG (SZÁZALÉK) ÉS A GDP-ARÁNYOS NETTÓ KAMATFIZETÉS (SZÁZALÉK) ÖSSZEVETÉSE



Forrás: OECD Economic Outlook, 2015. június, Századvég-szerkesztés

A hazai jegybank kamatcsökkentési ciklusai beleillenek a nemzetközi trendbe. A második kamatcsökkentési ciklus lezárása az alapkamat 1,35 százalékra vágásával egyidejűleg történt. Ha az EU országait vizsgáljuk 2015 augusztusában, akkor Nagy-Britanniában 0,5 százalék, az eurózónában 0,05 százalék, Svédországban -0,35 százalék, Lengyelországban 1,5 százalék, Csehországban 0,05 százalék, Romániában 1,75 százalék, Bulgáriában 0,01 százalék, míg Horvátországban 5 százalék a jegybanki alapkamat.

A hazai alapkamat alacsonyan tartása jó ideig elnyúlhat, hiszen a jegybank az inflációs ráta 3 százalék +/-1 százalékpontot tekinti elsődleges céljának, és ennek elérésekor várható kamatemelés először. A JP Morgan elemzése szerint 2016 januárjában a 12 havi infláció tetőzik Magyarországon, majd csökkenés következik a jövő év egészében. Az elemzőház 2017 előtt nem vár Magyarországon kamatemelést, ami megegyezik a piaci konszenzussal, amely szerint a hazai és a londoni elemzők is 2016 IV. negyedévében tartják valószínűnek a leghamarabbi kamatemelést.

Ezek alapján tartósan alacsony maradhat a jegybanki alapkamat. Annak megvalósulási esélyeit, hogy az alacsony alapkamat valóban serkenti a gazdasági növekedést itt nem vizsgáljuk, csak megemlítjük, hogy elméletben az alacsony kamatok miatt olcsóbb a hitelhez jutás, másrészt a befektetők a vállalatok finanszírozását részesítik egyre inkább előnyben, szemben az alacsony banki kamatokkal.

Az alacsony alapkamat az állampapírpiacra is érezteti hatását, sőt az önfinanszírozási program révén a rövid hozamok erőteljesen a jegybanki alapkamat szintje alatt tartózkodnak jelenleg. Ez nem további alapkamat csökkentést feltételez a jegybank részéről, amelyet a piac már áraz, hanem a likviditásbőséget mutatja. A jegybank ugyanis szándékai szerint áttérrel a bankok eszközeinek jegybanki betétben tartott részét az állampapírpiacra. Releváns tehát Csomós és Kicsák (2015) elemzése a tartósan alacsony kamatok és ez által alacsony kötvényhozamok feltételezéséről, amelynek alapján megbecsülték azt, hogy a jegybanki két kamatcsökkentési ciklus milyen kamatkidás-csökkentést eredményezett az állam számára.

A múltbeli tényadatok alapján Csomós és Kicsák (2015) arra jutnak, hogy az állam kamatkidásai jelentősen csökkentek a 2012 augusztusában beindított kamatcsökkentési ciklus kezdete óta. Kicsák (2015) továbbment és 2015 és 2016-ról teljes becslést készített, azaz mekkora kamatmegtakarítással járhat a kamatcsökkentési ciklusokkal, az önfinanszírozási programmal, a fiskális fegyelemmel és a kedvező nemzetközi környezettel indokolható alacsonyabb hozamkörnyezet. Cikkében azt elemezte, hogy 2015 és 2016-ra vonatkozóan a becsült kamatmegtakarítás megnöveli a költségvetési politika mozgásterét.

4. táblázat: Az állami kamatmegtakarítás mértéke a kamatcsökkentési ciklusok következtében (2012–2016; milliárd forint)

	Kamatmegtakarítás mértéke
2012	12
2013	93
2014	192
2015	300
2016	410
Összesen	1007

Forrás: Csomós és Kicsák (2015); Kicsák (2015)

A kamatcsökkentési ciklus kezdete óta (2012 augusztusától) 2016 végéig tartó időszakban összesen 1007 milliárd forintos kamatmegtakarítása van az államnak, azaz nagyjából átlagosan éves szinten 200 milliárd. A kamatmegtakarítást 2015 és 2016 éveket illetően összehasonlításképpen konkrét jövőbeni, ill. folyamatban lévő intézkedésekhez rendeli. A kamatmegtakarítások lehetőséget teremtenek az adócsökkentésre vagy kiadásnövelésre anélkül, hogy a költségvetési kiadás növekedne. Ilyen intézkedések 2015-ben a rendvédelmi dolgozók bérének emelése, a közfoglalkoztatás bővítése és a kórházak tartozásának egyszeri rendezése, míg 2016-ban a kamatmegtakarítás fedezi az áthúzódó hatásokat és az szja, a bankadó és a sertés tökehús áfájának csökkentéséből származó kieső összegeket is.

A tanulmány az Európai Bizottság 2015. tavaszi jelentésére hivatkozva kiemeli, hogy a magyarországi kamatkidás csökkenés és a GDP-arányos adósságcsökkenés mértéke 2013 és 2015 között régiós és uniós szinten is a legnagyobb.

8. Legjobb gyakorlat, gazdaságpolitikai ajánlások

A fejezet célja a Magyarország számára ajánlható legjobb gyakorlat (best practice) felkutatása és bemutatása. Mindazonáltal olyan ritka helyzet állt elő, hogy vizsgálataink során arra a megállapításra jutottunk, hogy ezen a területen, vagyis az adósságkezelés és az adóssághoz kötődő kockázatok leépítése területén Magyarország számít a legjobb gyakorlatnak. A következőkben a szakirodalom és az empiria területén mozogva kívánjuk bebizonyítani ezen állításunkat.

Az adósságkezeléssel kapcsolatos szakirodalomban létezik az úgynevezett eredendő bűn fogalma, melyet Eichengreen és szerzőtársai (2002) alkottak meg. A hivatkozott tanulmányban a szerzők eredendő bűnnek jelölnék három esetet.

Első eredendő bűnnek nevezik azt a jelenséget, amikor egy ország nem képes hazai fizetőeszközben külföldön kötvényt kibocsátani, és ezért idegen devizában teszi meg ezt. A felhalmozott devizaforrások mértékétől függően ugyanis számos negatív hatás érheti az adott országot (ÁKK [2012]):

- az országnak mérleg szerinti nyitott devizapozíciója keletkezik, amely heves árfolyam ingadozások esetén vagy a hazai fizetőeszköz árfolyamának jelentős leértékelődésekor jócskán megemeli az adósság ellenértékét a hazai fizetőeszközben;
- a jegybank a rövid távú kamatokat a kedvezőtlen árfolyammozgások kivédésének rendelteti alá, csökkentve a monetáris politika hatékonyságát;
- a jegybank a devizatartalék vonatkozásában jelentősen nagyobb és ez által költségesebb szint fenntartására kényszerül;
- a devizaadósság tehát korlátozza mindezek miatt a jegybankot a likviditási válság megfékezésében és a jegybank, mint végső hitelezői szerepkör ellátásában;
- a magas devizaadósság növeli a kockázati felárat és rontja a hitelminősítői besorolást;
- nő az adott országban a tőkeáramlás volatilitása.

A fentiek alapján könnyen belátható tehát, hogy miért szükséges kellő odafigyeléssel kezelni egy ország adósságának szerkezetét, különös tekintettel annak devizális megbontására.

A **második típusú eredendő bűn** Eichengreen és szerzőtársai (2002) szerint a belföldi eladósodásban keresendő. A probléma abból keletkezik, ha egy adott ország nem képes hosszú lejáraton és fix kamatozás mellett finanszírozni adósságát. Rövid lejáratú adósság esetében a finanszírozás megújításának kockázata meglehetősen nagy lehet. Éppen ezért üdvözlendő az, ha az adósságállomány hátralévő átlagos futamideje növekszik, mivel az a belföldi fizetőeszközben kibocsátott állomány sebezhetőségét csökkenti. A lakosság és a

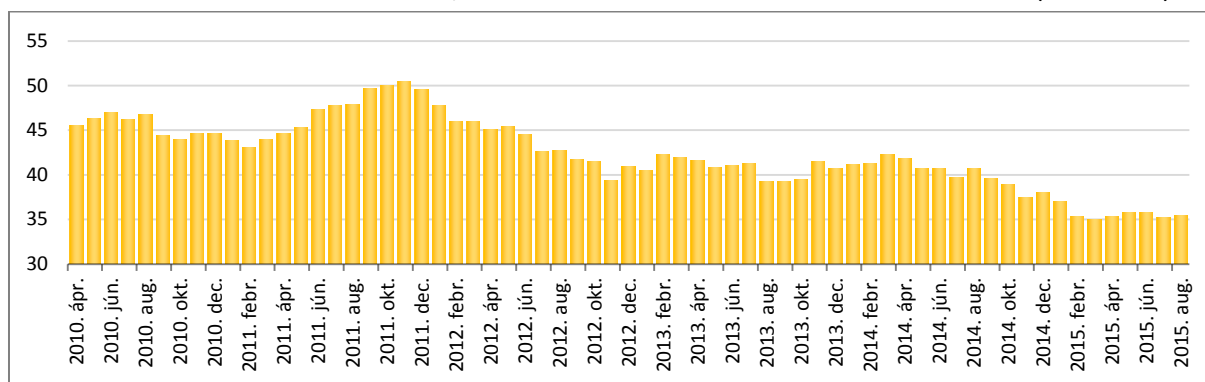
bankrendszer bevonása az adósságfinanszírozásba így akkor képes igazán kedvező lenni, amennyiben nem a rövid, hanem a hosszabb futamidők felé sikerül terelni a befektetőket.

További eredendő bűnt jelenthet Eichengreen és szerzőtársai (2002) szerint az, ha egy adott országban a hazai fizetőeszközben denominált adósság jelentős részét külföldiek birtokolják (**harmadik eredendő bűn**). A külföldiek hazai fizetőeszközben tartott portfóliójánál az aktivitás meglehetősen volatilis lehet, amely jelentősen felülmúlhatja a hazai piaci szereplők magatartásváltozásait. Ez különösen válság szituációkban érinti kedvezőtlenül az adott országot. A hozamok hirtelen megugorhatnak, és a külföldiek által eszközölt eladások a belföldi másodlagos piacon jelentős nehézségeket okozhatnak. Összességében megállapítható, hogy nemcsak a devizában -, hanem a hazai fizetőeszközben denominált adósságnál is felmerülhet a jelentős külföldi részarány problémája.

A következőkben azt vizsgáljuk, hogy Magyarországon hogy alakultak a vonatkozó mutatók:

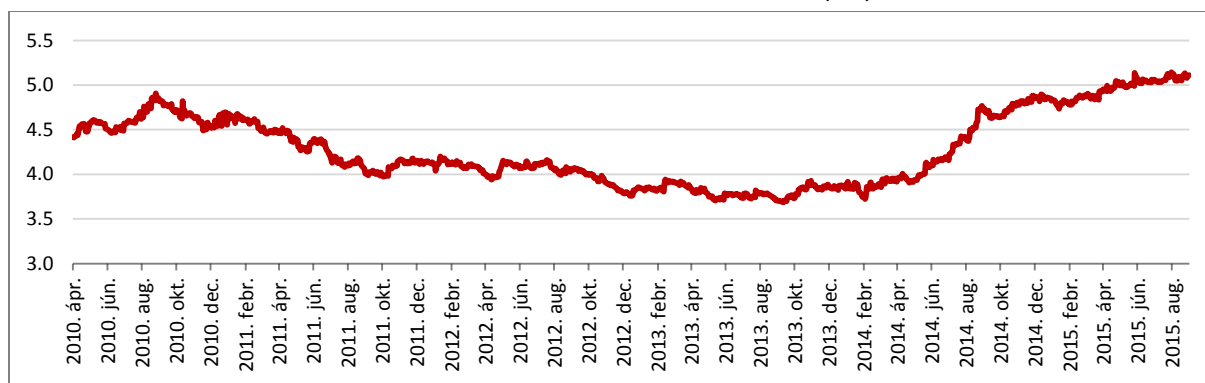
- az államadósság devizaaránya;
- az államadósság finanszírozásának hátralévő átlagos futamideje;
- külföldiek részaránya a forintban kibocsátott adósságpapírokból.

21. ÁBRA: ELSŐ EREDENDŐ BŰN, AZAZ A DEVIZAARÁNY AZ ÁLLAMADÓSSÁGBAN (SZÁZALÉK)



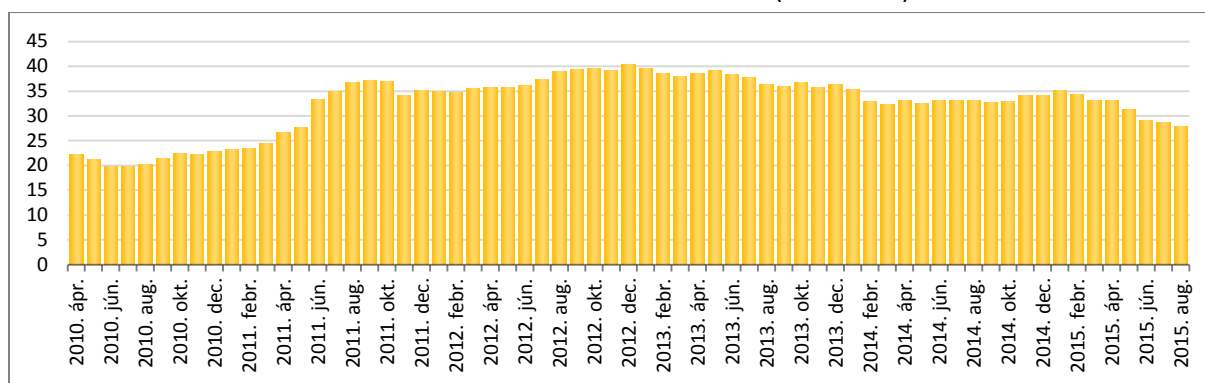
Forrás: ÁKK, Századvég-számítás

22. ÁBRA: MÁSODIK EREDENDŐ BŰN, AZAZ A KÜLFÖLDIEK ÁLLAMPAPÍR ÁLLOMÁNYÁNAK HÁTRALÉVŐ ÁTLAGOS FUTAMIDEJE (ÉV)



Forrás: ÁKK

**23. ÁBRA: HARMADIK EREDENDŐ BŰN, AZAZ A KÜLFÖLDIEK RÉSZARÁNYA A FORINTBAN
DENOMINÁLT ÁLLAMPAPÍROKBAN (SZÁZALÉK)**



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Elemzésünk során arra jutottunk, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozók összehangoltan tettek lépéseket az elmúlt időszakban az államadósság devizaarányának csökkentésére, a hátralévő átlagos futamidő (duration) hosszítására és a külföldiek részarányának csökkentésére a forintban kibocsátott adósságpapíroknál.

Az államadósság devizaarányának csökkentésére a jegybanki devizatartalékok magas szintje nyújtott és nyújthat a jövőben is lehetőséget. A lejáró devizaadósságok törlesztéséhez és forintban történő megújításához a jelentősen magas folyó fizetési mérleg többlet teremtheti meg az alapot. A második esetben a duration hosszítására csak a külföldi állomány esetében van adatunk. Ebben egyértelműen látszik (22. ábra), hogy a tartott portfólió durationje nőtt. Továbbá a jegybank lépéseket tett a bankok és a lakosság állampapírpiacra tereléséért, és ott a hosszabb futamidejű papírok előtérbe helyezésével igyekszik a finanszírozást hosszabb forrásokból megoldani. A harmadik esetben pedig a jegybank egy egyértelmű szándékot igyekszik megvalósítani az önfinanszírozási programmal a külföldi és meglehetősen volatilis állomány helyébe a hazai finanszírozás előtérbe helyezését a forint állampapírpiacra.

Megvizsgáltuk a külső sérülékenység szempontjából az egyik legfontosabb mutatónak számító külföldiek részarányát a teljes államadósságban az EU 28-ban (forrás: Eurostat). Csehországban, Magyarországon és Romániában találtuk csupán azt, hogy jelentősen csökkent ez a mutató 2013-ról 2014-re. Csehországban 35,4-ről 30,9 százalékra, Magyarországon 57,6-ről 54,5 százalékra, míg Romániában 26,8-ről 23 százalékra.

Felvettük a kapcsolatot a cseh és a román jegybankkal és mindkét helyről azt a választ kaptuk, hogy nincsen szándékukban csökkenteni a külföldiek részarányát az államadósságban, így ez a csökkenés nem egy tudatos intézkedés (-sorozat) következménye, és nem létezik egy a hazai önfinanszírozási programhoz hasonló vagy egyéb ezt célzó programjuk.

Ezt kiegészítve azzal, hogy Magyarországon a Kormány, az MNB és a Bankszövetség együtt lépve 2014. november elején kötött megállapodása alapján forintosította a lakossági deviza

jelzáloghiteleket, továbbá az autóhitelek forintosítása is folyamatban van, lényegében megszüntette a lakosság számára a deviza árfolyamkockázatot. Ami azt jelenti, hogy a lakossági szektort is figyelembe véve Magyarország külső sérülékenysége jelentősen csökkent. A gazdaságpolitikai döntéshozók intézkedései révén a lakosság már nem volt kénytelen idén januárban sem a svájci frank elengedése után a forinttal és az euróval szemben is jelentősen erősödő fizetőeszközben törleszteni tartozását. Továbbá a forintosítás módszertanával best practice-ként szolgált több hasonló problémákkal küzdő ország (Lengyelország, Horvátország) számára is.

9. Irodalomjegyzék

ÁKK – Statisztika; <http://www.akk.hu/hu/oldal/statisztika> (Letöltve: október 29.)

ÁKK (2012): Mítoszok és tények az államadósság-finanszírozásban: Devizaadósság kontra forintadósság. 2012. augusztus

<http://www.portfolio.hu/premium/mitoszok-es-tenyek-az-allamadossag-finanszirozásban-devizaadossag-kontra-forintadossag.170993.html> (Letöltve: 2015. október 19.)

Csomós Balázs – Kicsák Gergely (2015): A 2012-2015-ben bevezetett jegybanki intézkedések hatása az államháztartás finanszírozására, MNB Szakmai cikkek

Dr. Kaposi Zoltán (2007): Európai Unió alapismeretek, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Pécs

Economist (2013): A seminal analysis of relationship between debt and growth comes under attack (Apr 20th 2013)

Eichengreen, Barry – Ricardo, Hausmann – Ugo Panizza (2002): The Pain of Original Sin. Conference paper at Inter-American Development Bank Conference, November 2002

Európai Bizottság (2014): A gazdasági kormányzás felülvizsgálata. Jelentés az 1173/2011/EU, az 1174/2011/EU, az 1175/2011/EU, az 1176/2011/EU, az 1177/2011/EU, a 472/2013/EU és a 473/2013/EU rendelet alkalmazásáról.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/hu/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0905&qid=1428397441356&from=EN> (Letöltve: 2015. október 21.)

Európai Tanács (2015): A kettes és hatos csomag hatékonyságának értékelése. <http://www.consilium.europa.eu/hu/policies/six-pack-two-pack-review/> (Letöltve: 2015. okt. 20.)

Eurostat – Statisztika; <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (Letöltve: 2015. október 29.)

Herndon, Thomas – Ash, Michael – Pollin, Robert (2013): Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. PERI Working Paper 322, April 2013.

Héjjas Péter István – Mosolygó Zsuzsa (2012): Mítoszok és tények az adósságfinanszírozásban. Van-e kizorítási hatása a felfutó lakossági állampapír-értékesítésnek. Államadósság Kezelési Központ

http://akk.hu/kepek/upload/2012/lakossagi_kiszoritas.pdf (Letöltve: 2015. október 19.)

Hoffmann Mihály (2011): Az eladósodott állam: kockázatok és mellékhatások. MNB

IMF Database; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx> (Letöltve: 2015. október 20.)

IMF (2015): World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices. Washington (October) www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/text.pdf (Letöltve: 2015. október 19.)

Kicsák Gergely (2015): Az állami kamatmegtakarítások jelentősen megnövelik a költségvetés mozgásterét. MNB szakmai cikkek

Minea, Alexandru – Parent, Antoine (2012): Is High Debt Always Harmful to Economic Growth? Reinhardt and Rogoff and some complex nonlinearities. CERDI, Etudes et Documents, E 2012.18 (February 2012) pp. 1-23

MNB – Statisztika; <http://www.mnb.hu/statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok> (Letöltve: 2015. október 29.)

MNB (2014a) Stabilitási jelentés. 2014. júniusi adatok

MNB (2014b): Stabilitási jelentés. 2014. november

MNB (2015a): Fizetési mérleg jelentés. 2015. I. negyedév

MNB (2015b): Inflációs jelentés. 2015. március

OECD (2015): OECD Economic Outlook, Volume 2015 Issue 1, OECD Publishing, Paris http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2015-1-en (Letöltve: 2015. október 13.)

Reinhardt, C. M. – Rogoff, K. S. (2010a): Growth in a Time of Debt. American Economic Review: Papers & Proceedings 100 (May 2010) pp. 573-578

Reinhardt, C. M. – Rogoff, K. S. (2010b): Growth in a Time of Debt. NBER Working Paper No. 15639 (January 2010) pp. 26

Szabó, Zsolt (2014): Az államadósság gazdasági növekedésre és gazdasági fejlettségre gyakorolt hatása. MFB Zrt. pp 1–28. In: Pénzügyi Szemle LVIII. évf., 2013/3. (255–273)

Thomson Reuters Datastream

World Bank – World Development Indicators Database <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators> (Letöltve: 2015. október 29.)