

Amit nem árt tudni az államadósságról

Neményi Judit

Folyik a parlamenti vizsgálat. Ki a felelős, hogy megnőtt az államadósság? A Széll Kálmán Terv (SZKT), amiből kinőtt Magyarország 2011-es Konvergenciaprogramja, célként határozta meg az államadósság leküzdését, hogy „*a magyarok munkájából ne mások gazdagodjanak!*”¹

Ha nem is az államadósság, de *az állami eladósodottság* (az államadósság GDP-hez mért aránya, másként adósságráta) *csökkentése valóban kulcsfontosságú gazdaságpolitikai prioritás kellene, hogy legyen Magyarországon már régóta.* Ezt a magyar politikusok már közvetlenül a rendszerváltás után jól megtanulhatták (volna) a saját kárukon, azt követően pedig a sikerekből. Magyarország súlyosan eladósodott országgént kezdte a rendszerváltást. Az 1995-ös költségvetési kiigazítási csomaggal együtt a Bokros-éra az államadósságkezelésben is fordulatot hozott. Létrejött az Államadósságkezelő Központ (ÁKK), amely nem csupán azt kapta feladatul, hogy biztosítsa a költségvetési hiány finanszírozásához szükséges – belföldi és külföldi – hiteleket, hanem az adósságkezelést is, ami korábban nagyrészt ismeretlen volt Magyarországon. A kilencvenes évek második felében elért, nemzetközi összehasonlításban is szinte páratlan mértékű - öt év alatt közel negyven pontos - adósságráta-csökkentést nem lett volna szabad ugyanennyi idő alatt szinte teljesen erodálni.

De megtörtént, s 2011-ben majdnem ugyanolyan magas a magyar adósságráta, mint az 1995-ös kiigazítás előtt volt. A 80%-os adósságráta nemzetközi összehasonlításban kedvezőbb ugyan, mint két évtizede, de az ország fejlettségéhez képest még mindig tarthatatlanul magasnak tekinthető. Az állami eladósodás megfékezése és az adósságteher mérséklése nélkül nem fog tartósan csökkenni a fejlettségi rés Magyarország és Európa fejlett országai között. Másként: amennyiben egyszer mégiscsak bekövetkezne Magyarországon az állam eladósodottság *tartós* mérséklése, akkor ez alapvető támogatást adna a felzárkózásnak a fejlett európai országokhoz, ami megakadt a kétezres évek első évtizedében. Ezért korszakos jelentőségű, hogy a második Orbán kormány eljutott ugyanazokhoz a felismeréshez (kb. ugyanannyi idő – szűk egy év - alatt!), mint annó Horn Gyula kormánya 1995 elejére²: *elsődleges fontosságúnak hirdeti az eladósodás megfékezését.*

Sajnos ez a helyes cél a gazdaság szereplőihez, a közvéleményhez az államadósság visszafizetésének/csökkentésének céljaként ér el. *Pedig az adósságráta csökkentése semmiképp*

¹ „A Széll Kálmán Terv célja az adósságveszély elhárítása. Győzni indulunk. Alaposan felkészültünk a küzdelemre az elmúlt kilenc hónapban. De tudnunk kell, hogy ebben a küzdelemben csak az átfogó támadás lehet sikeres. Az életünk minden területén – az egészségügytől az oktatáson át a közlekedésig – le kell győzni az adósságot. Sok évtizedes csapdából kell kitörniünk.” – ez a hadvezéri lelkesítés uralja a magyar nyelvű SZKT bevezetőjét (lásd I. Függelék), amelyet maga a miniszterelnök írt alá. Az angol nyelvű változat ezt a bevezetőt, ami az adósság mellett áttétlesen a külföldi befektetéseket is leküzdendőnek tekinti, nem tartalmazza. A magyar változatban minden intézkedés-csoport címében szerepel: „és az államadósság”. De valójában csak arról van szó, hogy ez egy kiadáscsökkentő csomag, ami a költségvetési hiány tartós mérséklését szolgálja, s így módon valóban az államadósság növekedését fékezi.

² Horn Gyulának ebben a felismerésben a mexikói válság felől érkező csődfelnyezettség segített, Orbán Viktornak az európai szabályok brüsszeli őrei, amikor felhívták a figyelmét, hogy nincs engedmény hiány-ügyben.

sem egyenlő az államadósság nominális értékének csökkentésével, bármi áron való „leharcolásával”, amit a SZKT meghirdet és a szónokok lépten-nyomon hangsúlyoznak. Ez a jövőben ugyanis államháztartási többletet követelne meg és kizárna mindenféle egyéb állami kötelezettségvállalást, ami teljesen megbénítaná a gazdaságpolitikát. Az adósságcsökkentés szerepelt a parlamentnek benyújtott alaptörvénytervezetben is (!), bizonyítván, hogy nem tévedés vagy esetleg gyors munkából származó pontatlanság stb..az SZKT szövege.³ „Minden jó, ha a vége jó!” - szól a magyar közmondás. Üdvözlendő tehát, hogy az új alkotmányba (Alaptörvénybe) végül az adósságráta-csökkentés szerepelt, s nem az eredetileg teljesen kuszán összevágott szabályok.⁴

Noha az Alaptörvény-tervezetet átírták, és a Konvergenciaprogram is az adósságráta mérséklését tárgyalja, a kommunikáció és az akcióprogramok szintjén tovább él az államadósság-csökkentési/visszafizetési cél, amit népmozgalommal is meg kíván támogatni a kormány. Az Államadósság Ellen Alap⁵ működtetéséről egyelőre még nem sokat tudni csak annyit, hogy a magánnyugdíjpénztári vagyont kezelő alaphoz hasonlóan működik majd és a befizetők mindenféle adókedvezményben részesülhetnek. Ezért nem árt újlag hangsúlyozni, hogy bármily hangzatos legyen is, az „adósság-csökkentés”, mint cél, ha valaki komolyan gondolná, az szükségtelenül nagy illetve megvalósíthatatlan kiigazítási követelményt róna az országra. Másfelől – éppen a súlyos növekedésvisszafogó hatása miatt - feltételezhetően nem is vezetne az állami eladósodottság tartós mérsékléséhez. *A „minden áron fizessük vissza az államadósságot”, amit az SZKT meghirdetett legalább annyi buktatót hordoz, mint az, amikor az illetékesek bagatellizálták (majd kinőjjük! felkiáltással) az „adósságrobbanás” veszélyét, például az elmúlt évtized első felében, vagy egy évtizeddel azt megelőzően, a rendszerváltást követően.*

Ebben az írásban összefoglaljuk, amit minden külön vizsgálat nélkül is régóta lehet tudni az államadósságról, mégha elég kusza is a magyar állami eladósodás története. Elég kusza ahhoz, hogy, érdemes legyen áttekinteni és a tapasztalatokat összegezni. A parlamenti vizsgálat kapcsán megjelenő nyilatkozatok és beszámolók alapján úgy tűnik, hogy alapvető tények merülnek feledésbe. Olyan tényezők, amiket elemzések és cikkek tartalmaznak, és amiket minden hivatalnok tudott, akinek az elmúlt húsz évben az államadóssághoz köze volt. Amit még némely politikusunk is tudhat (bár mintha felejtene), vagy azért, mert felejtetetlenül kellemes/kellemetlen élményei fűződnek az állami eladósodás alakulásához, vagy azért, mert igazoltan ért a témához. (Lásd Kármán – Rogán [1994].)

³ Lásd Neményi-Oblath: Az alkotmánytervezet-adósságszabályainak problémáiról.

http://www.portfolio.hu/gazdasag/oriasi_megszoritast_ir_elo_az_alkotmany_a_tervezet_allamadossag-szabalyairol.147849.html

A felvetéseket az utolsó nap orvosolták egy módosító javaslattal, ami az adósságráta csökkentését írja elő és megszünteti a fogalmi összevisszaságot.

⁴ Sajnos azonban a végső változatban is maradt probléma. Neményi Judit – Oblath Gábor: Az alkotmánytervezet államadósság-szabályairól – frissítés, [http://blog.mtakti.hu/blog_cikk/?cikk\[cikk\]\[keyvalue\]=85](http://blog.mtakti.hu/blog_cikk/?cikk[cikk][keyvalue]=85)

⁵ A győri plébános kezdeményezése, hogy vállalatok és magánszemélyek befizetéseikkel segítsék az államadósság „visszafizetését”, amit a kormánypropaganda erőteljesen felkarol (sőt lehet, hogy a kezdeményezés maga valójában a kormánytól származik), valójában nem több, mint egy tetszetős színjáték, ami a lényegről – az eladósodás mérséklésének a kormány hatáskörébe tartozó legfontosabb tényezőiről - tereli el a figyelmet. Erről a későbbiekben részletesen szólunk. (Lásd például Matolcsy György nemzetgazdasági miniszter május 3-i beszéde: http://www.portfolio.hu/gazdasag/egyre_tobben_torlesztik_onkent_az_allamadossagot.148859.html)

Először néhány fogalmat tisztázunk, majd elmondjuk, hogy milyen periódusokat lehet megkülönböztetni a magyar állami eladósodásban. Megnézzük, hogy mitől nőtt a kétezres évek első évtizedében a magyar eladósodás. Sorra vesszük, hogy mit kell(ene) tartalmaznia egy hatásos eladósodás-csökkentési programnak. Végül megadjuk a „felelősök” névsorát.⁶

I. Adósság és eladósodottság

Az SZKT bevezetője (lásd az I. sz. Függelék) a lehető legszélesebb értelemben – beleértve lakosságot, vállalatokat és az államot - szólít az „adósság elleni harcra”.

A modern gazdaság piacgazdaság. Sem a fejlett, sem a felzárkózó piacgazdaságok nem tudnak kibontakozni hitel nélkül.⁷ A magyar gazdaság is piacgazdaság, mégpedig a felzárkózók közül való. Nem jó, ha egy ilyen gazdaság szereplőit az adósság ellen mozgósítják? Nem *arról kellene szólni a mozgósításnak, hogy hogyan kell ésszel és a kockázatokat felmérve, a jövőbeli gazdagodást elősegítve eladósodni?* (Vállalatnak, háztartásnak és az államnak.) Mert az eddigi két évtized tapasztalatai azt mutatják, hogy eladósodni mindig tudtak Magyarországon a gazdaság különböző szereplői, de nem mértékkel és nem átgondoltan.⁸ Ezen kellene változtatni. A kormánypropagandának az adósság elleni ádáz harc helyett az eladósodás megfelelő keretek közötti hasznosságára kellene rámutatni. Ez persze nem zárja ki, hogy az állam és a lakosság 2010 végére túlzottnak tekinthető eladósodottságának mérséklése álljon az első helyen a célok között. De nem evidens, hogy ezt hogyan a legcélszerűbb elérni.

A kormányzat bevételeit meghaladó kiadásait, a költségvetési (államháztartási) hiányt, hitelfelvétellel/állami értékpapírok (kincstárjegyek, költvények) kibocsátásával fedezik a modern államok. Az állam esetén is jól körülhatárolhatók azok a körülmények, amik a költségvetési deficitet szükségessé, elfogadhatóvá, esetenként a „legjobb” gazdaságpolitikai megoldássá teszik.⁹ *Sem a költségvetési hiány, sem pedig a finanszírozásából felhalmozódó államadósság nem az ördögtől való, amitől minden áron szabadulni kellene.*

⁶ Ebben az írásban nem törekszem az eladósodással kapcsolatos összes kérdés részletes kifejtésére. Azokat a vonatkozásokat veszem sorra, helyenként csak felvázolva, hogy mit kellene részletesebben megvizsgálni, amiket az elmúlt húsz évben a gyakorlatban fontosnak láttam és előretekintve is lényegesnek tartok az eladósodás-mérséklési program sikere érdekében.

⁷ Bár ismert a hitel nélküli növekedés (creditless growth) esete, amire a válságon átesett gazdaságokban volt példa (előbb fordul növekvőbe a gazdaság, mint ahogy megindul a hitelezés bővülése), a tartós felívelés és felzárkózás biztosan lehetetlen a hitelezés újrakezdése és növekedése nélkül.

⁸ A Magyar Nemzeti Bankban csak 1992-ben alakult meg adósságkezelési csoport. A svájci frankban való lakossági eladósodáshoz hasonlatos problémát élt át Magyarország a szuverén adóssága kapcsán a kilencvenes években, amikor a japán jenben denominált, kisbefektetők kezében lévő államadósságon realizálódott nem várt árfolyamvesztés. Hitelt felvenni általában nem nehéz feladat (főleg amikor bőven van befektető a piacon), csak ár kérdése. A felvett adósság kockázatainak fedezése és elköltése az, ami sokkal több átgondolást igényel.

⁹ A közpénzügyi elmélet és a gyakorlati tapasztalatok alapján a rendkívüli állapotok, sokkolt költségeit sok esetben (például háború után, rendszerváltáskor vagy pénzügyi válság idején elkerülhetetlen konszolidáció esetén) az adóbevételek drasztikus megemlése helyett indokolt adóssággal finanszírozni. A költségvetési deficit megengedhető például reformok kezdeti szakaszában, vagy nagy beruházási projektek finanszírozásakor, mert ezzel az adóztatás és a lakossági fogyasztás simítása érhető el, ami a potenciális növekedést hosszabb távon emelheti. Az európai szabályok középpontjában áll az ugynevezett automatikus stabilizátor hatás érvényesítésének elve. Ez azt jelenti, hogy amikor egy ország költségvetése - esetleg hosszabb-rövidebb konszolidációs időszakot követően - már eléri a ciklikus hatások kiszűrésével meghatározott közép távú célt (medium term objective - MTO) akkor ezt követően az anticiklikus fiskális politika lehet az egyik leghatásosabb gazdaságpolitikai eszköz: amikor felível a

Önmagában az, hogy az adósság nominális értéke növekszik - hazai valutában vagy akár euróban mérve - nem mutat semmit, *az viszont a fenntarthatatlanság biztos szimptomája, ha az adósságnak a jövedelemhez mért aránya - az eladósodottság - folyamatosan nő.* Amikor az adósság gyorsabban nő, mint az adós jövedelme, akkor az adósság után fizetendő kamat és törlesztés (az adósságszolgálat) is egyre nagyobb hányadát emészti fel az adós jövedelmének. A piacon pedig egyre jobban romlik az adós megítélése, egyre drágábban és nehezebben jut újabb hitelhez, ami lehetővé tenné a növekvő adósságszolgálati kötelezettségének teljesítését. Különösképpen, ha időközben lelassul a jövedelemnövekedés a romló gazdasági lehetőségek, illetve a finanszírozási nehézségek miatt. Amikor ez a folyamat elindul, majd felgyorsul, akkor a szakzsargon szerint az illető (személy, család, magán és állami vállalat, költségvetés, önkormányzat) „*adósságcsapdába*” kerül, egyre nagyobb terhet jelent számára a már korábban felvett adóssága, s egy idő után elkerülhetetlenné válik a fizetéseképtelenség bejelentése, az adósság átütetése.

Nem az a probléma tehát, ha a magánszektor bármely szereplőjének, vagy az államnak adóssága halmozódik fel, hanem az, ha az eladósodottság egyre növekszik, s ezért fenntarthatatlannak, „*túlzottnak*” tekinthető. *Az államadósság esetén is a GDP-hez (bruttó hazai termék) mért arány (az adósságráta) a mérvadó, s az elemzések is erre és nem a milliárd forintos növekményekre fókuszálnak.*

A túlzott eladósodás egy ország szintjén is lehet probléma, de olyan helyzet is adódhat, hogy egy országon belül „csak” valamelyik szektor esetében áll fenn a túlzott eladósodás problémája, ami azonban olyan mértékű, hogy kihat az egész ország megítélésére. A pénzügyi válság fontos tanulsága, hogy az euróövezeten belül is kerülhet nehéz helyzetbe egy ország, ha a magánszektorban túlzott hitelbővülés bontakozik ki.

A közgazdasági elmélet nem tud arra vonatkozóan támpontot adni, hogy egy ország számára mi az elfogadható eladósodás, illetve, hogy mi tekinthető optimális adósságrátának. A túlzott mértékű eladósodásra biztos jel az, ha növekvő az adósságráta, vagy ha az ország külső adóssága a GDP-hez viszonyítva és az adósságteher (az adósságszolgálat – kamat plusz törlesztés - aránya a jövedelemhez) nő. Az is biztos azonban, hogy az „optimális” eladósodás nem nulla, sem a magánszektor sem pedig az állam esetében. Kedvező, ha alacsony az állami adósságráta, mert ez nagyobb teret enged a magánszektor forrásbevonásának és növeli a kritikus helyzetekben a költségvetési politika mozgásterét, ami akkor is jól jöhet, amikor valamilyen költséges reformra van szükség. *Általános szabálynak azt tekinthetjük a gyakorlat alapján, hogy a mögöttes tényezőktől függ, hogy egy ország külső eladósodása illetve az adósságráta alakulása fenntarthatónak vagy túlzottan magasnak/növekvőnek minősíthető.* Az is látható, hogy a fejlődés különböző szakaszában más és más adósságráta tekinthető elfogadhatónak, a hatások és kilátások értékelésén sok múlik.

Az egy főre eső adósság növekedése, amivel a magyar állampolgárokat is ríogatják olykor, nos ez igen kevésbé releváns az adósságteher szempontjából.¹⁰ Amennyiben az ország stabil,

növekedés, akkor az egyenleg javul, amikor gyengül a növekedés, akkor az egyenleg romlik. Ebben az utóbbi fázisban az anticiklikus politika része a növekvő költségvetési hiány, s vele a növekvő államadósság.

¹⁰ Ez a megállapítás kézenfekvőnek számított sokáig egy sor másik eladósodási/adósságkezelési alapelvvel együtt. Manapság azonban, amikor az eladósodás az Európai Unió fejlett országaiban is az elsőszámú probléma, minden eszközt (akár még a szakmailag nem releváns mutatókat is, mint például a percről percre változó adósságbarométert, ami az egy főre eső adósságot mutatja) felhasználnak, hogy a népet meggyőzzék az eladósodás-fékező megszorító

felzárkózást biztosító pályán fejlődik, akkor az egy főre eső megtermelt jövedelem – a gazdagodás egyik legegyszerűbb mutatója - is folyamatosan növekvő pályára áll. *Ha gyorsabb a fejlődés, mint az adósságnövekedés, akkor az adósság súlya egyre kisebbé válik.* Ez igaz az országokra, egy vállalatra, és a lakosságra is. A lakossági eladósodás fenntarthatatlansága is abból fakad, hogy az adós jövedelmi helyzete meginog, vagy legalábbis jóval kedvezőtlenebbül alakul, mint azt a hitelek felvételekor képzelte (adós és hitelező).

Magyarországon például *a devizahitelek problémája elsősorban abból fakad, hogy nem mérték fel reálisan azt, hogy milyen tényezőktől emelkedhet a hitelhez kapcsolódó fizetési kötelezettségek súlya* a hitelfelvevők bevételeihez/jövedelméhez viszonyítva. Amikor valaki azért választotta a svájci frankban denominált hitelt, mert annak adósságszolgálatát ki tudta fizetni, szemben a „drága” forinthitellel, akkor nem számoltak egy sor negatív esemény esetleges bekövetkeztével. A hitelfelvevők nem számoltak azzal, hogy reális kockázata van az állásuk elvesztésének, a forint leértékelődésének, az adósságszolgálat ugrásszerű/tartós növekedésének, a lakásárak (fedezet) esésének stb.. A kockázatok alulbecslésében a hitelező bankok és az állami hatóságok (kormány és a Magyar Nemzeti Bank) is hibáztak.

Az országok esetén sincs ez másként. Mielőtt a magyar esetet tárgyalnánk érdemes rátekinteni *Írországra*, amelynek fejlődése sokáig állandóan citált pozitív példa volt Magyarországon. Írország a nyolcvanas évek közepén az egyik legeladósodottabb ország volt, száz feletti adósságrátával, akárcsak Belgium, Olaszország és Görögország. A kiugróan magas adósságrata csökkentését - a messze az EU átlagot meghaladó növekedés, az országekockázat javulása mellett egyedi adósságcsökkentő tételek is segítették. A dinamikus felzárkózás egy idő után a költségvetést is többletessé tette. Az összes hatás az eladósodottság mérséklését segítette, az adósságrata a nyolcvanas évek végétől folyamatosan csökkent, s 2006-2007-re 25-re mérséklődött az ír adósságrata, a legalacsonyabbra a régi EU-tagországok között. (Ugyanakkor a nominális államadósság egészen a kilencvenes évek második feléig - amíg a költségvetésben nem mutatkozott meg a jelentős többlet nem csökkent!)

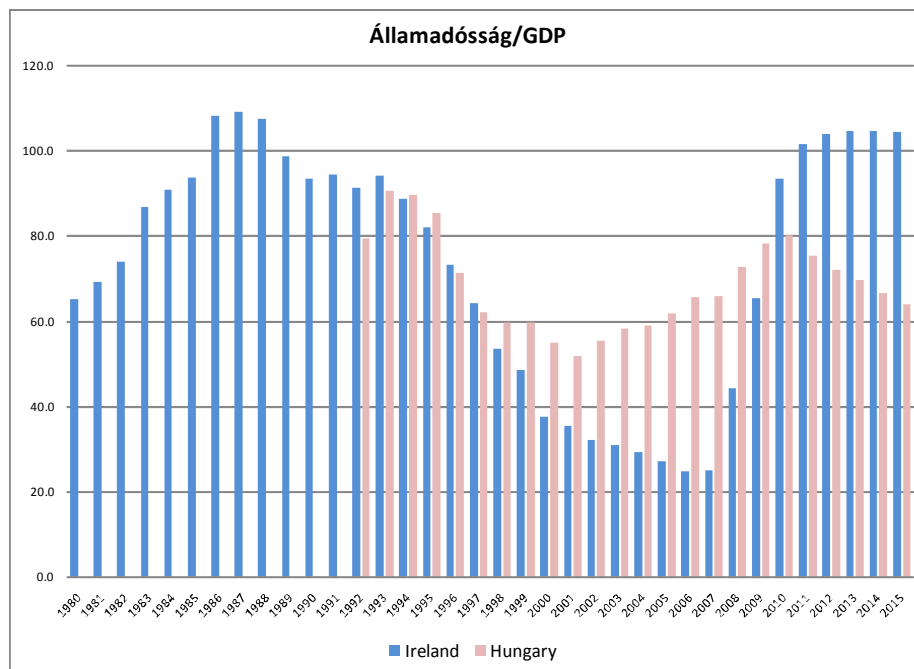
Az érdekesség kedvéért: Magyarországnak 1994-ben ugyanakkora volt az adósságrátája, mint Írországnak (89,4 illetve 88,8), amit 2002-re mindkét ország jelentősen tovább csökkentett (Magyarország 52-re, Írország 35,5-re). (1. Ábra) Abban, hogy Írország sokkal nagyobb adósságrata-csökkenést (2006-ra 24,8%-ot) ért el előbb a korai EU-csatlakozás majd az euróvezeti konvergencia hatására kibontakozó dinamikus növekedés és annak szerteágazó hatásai. (Az ír és a magyar adósságrata alakulását meghatározó tényezőket összehasonlító ábrák megtalálhatók a VI. sz. Függelékben, a magyar eladósodást befolyásoló tényezőkről részletesen a következő részben írunk.)

Írországban a kétezres évek végére megint a legeladósodottabb országok „klubbjába” tartozik. A dinamikus fejlődést „hazai gyártású” ingatlanár-buborék is kísérte, amit túlzott hitelbővülés táplált. Ez a buborék az amerikai másodrendű ingatlanpiaci válság hatásainak tovaterjedésekor kipukkadt. Az ír bankrendszer veszélyes mértékben megroggyant, s az összeomlás (fizetéseképtelenség) elkerülése olyan finanszírozási extra-terhet (költségvetési hiányon kívüli) rótt az ír államra, amivel 2011-re az ír adósságrata megint a kilencvenes évek eleji szintre került.

intézkedések jogosságáról. Svédország egyike a sikertörténeteknek. Még a 2007 óta kibontakozó pénzügyi válság sem rengette meg a kilencvenes években elért sikeres fiskális konszolidációs eredményeit. Érdekes ezért, hogy a sikert biztosító tíz alapelv között szerepelnek az „elrettentésnek” ezek a kommunikációs eszközei (lásd Jens Heriksson [2007]), amelyeket inkább a morális ráhatás eszközeiként tekinthetünk.

Igaz, hogy a pénzügyi válság előtt Írország fejlettségi szintje magasan az EU-15 átlaga felett volt, de a recesszióban súlyos veszteségek érték és az állam adóssága az ország jövedeleméhez képest épp annyira problematikusnak tekinthető, mint egy alacsonyabb életszínvonalú, felzárkózó országban, mint például Magyarországon.

1. Ábra



Forrás: Az IMF WEO adatbázis. 2011-2015-ig Írországra az IMF „no policy change” előrejelzése. Magyarországra a 2011. évi Konvergenciaprogram előirányzatai

Az ír adósságráta tehát nagyon hasonló „ívet” írt le az elmúlt két évtizedben, mint a magyar. A jövő szempontjából figyelmet érdemel azonban, hogy az előrejelzések szerint, míg nálunk az eladósodottság megfékezhetőnek látszik (még ha nem is egyszerűen) az adósságráta növekedése, addig a látens veszteségek felszínrekerülésétől „robbanó” ír eladósodás meredeken felfelé ívelése vetíthető előre. Ebből az a következtetés adódik, hogy az eladósodási folyamatban nagyon fontosak a múltbeli determináló tényezők, az időbeli átfedések feltárása. Előfordulhat, hogy az adósságráta egy bizonyos kormány idejében ugrik meg, de valójában elődei téves gazdaságpolitikáját kell kiigazítani, s ez okoz a drasztikus romlást az eladósodottsági mutatókban. Míg ír mellett a görög példa is ezt szemlélteti. Írországban az ingatlanárbuborékhoz kapcsolódó túlzott hitelbővülés és a pénzügyi rendszer megingása a kipukkanáskor, addig Görögországban a tényleges költségek eltitkoló felelőtlen fiskális politika okozta az adósságráta robbanását. Nagyon fontos feltárni, hogy milyen tényezők állnak az „adósságcsapdák” kialakulása mögött. *Nem minden adósságcsapda kezelhető egyforma eszközökkel.*

II. Az „adósságcsapda” kialakulásának tényezői

Az adósság nominális értékben általában növekvő, hisz a legtöbb országban deficitet a költségvetés. Az adósság növekedése a gazdaságok teljesítőképességéhez viszonyítva lehet probléma. Az az alapkérdés, hogy növekedése meghaladja-e a megtermelt jövedelem (a

nominális GDP) növekedését. *Az adósságráta alakulásába mindazok a tényezők belejátszanak, amik az egyik oldalon az államadósság növekedését táplálják, a másik oldalon pedig az ország fejlődését, növekedését befolyásolják.*

Az állam adóssága alapesetben az *államháztartási hiányok* finanszírozásából halmozódik fel, amihez azonban hozzáadódhatnak az *egyéb kötelezettségvállalások* (például a különböző bank-, hitel-, vállalat-konzolidációs programok, garanciavállalások költsége stb), de *csökkentő tényezők* is felmerülhetnek (például a privatizációs bevételek, vagy a magánnyugdíjvagyon erre a célra való felhasználása). Ahol, mint Magyarországon is, az államadósság egy része devizában áll fenn, ott a *valutaárfolyam mozgása* is erősen hat az adósságteher nagyságának változására. Amennyiben a *reálárfolyam* leértékelődik az *ceteris paribus* növeli a már korábban kibocsátott adósság nagyságát és kamatait is, míg a reál felértékelődés (ami normál időszakban a felzárkózó gazdaságok egyensúlyi pályáját kíséri) segít az eladósodás mérséklését. Az államháztartási vagy rövidebben költségvetési hiány alrendszer - központi költségvetés, elkülönített alapok, társadalombiztosítás és önkormányzatok - finanszírozási igényéből tevődik össze, illetve az azok finanszírozására felvett hitelekből és értékpapirokból áll össze az államadósság¹¹.

Ezen túlmenően a gazdaságban a szabályozás, az ellenőrzés, a téves gazdaságpolitikai döntések folytán *rejtett adósságok, pénzügyi veszteségek* (nem teljesítő hitelek, tőkehiány) vagy *implicit kötelezettségvállalások* (nyugdíjak az öregedő társadalomban) halmozódhatnak fel, amelyek explicit állami adóssággá alakítása egy idő után nem halasztható tovább. Ezek - a választott megoldás technikájától függően - megjelennek a költségvetési hiány növekedésében (vagy nem, ha olyan a technika). A kilencvenes évek közepén lebonyolított magyar konszolidációk közül voltak amelyek közvetlenül növelték az államadósságot (bankkonszolidációs hosszú lejáratú kötvények kibocsátása) és voltak, amik a hiány növekedését okozták (például 1998-ban a Postabank konszolidációja). Ugyanez a helyzet mostanság Írországbán, ahol a bankkonszolidáció egy tetemes részét elszámolják az államháztartási hiányban, ami ettől az egyekbe szökött (a GDP 32%-a volt 2010-ben). A hiányfinanszírozáson kívüli adósságnövekedés krízishelyzetben dominálhatja az eladósodási folyamatot és kiválthat adósságcsapda-helyzetet akkor is, ha a folyó bevételek és kiadások nem okoznak nagy egyensúlytalanságot. (Bár, ha a krízis súlyos recesszióval jár akkor a költségvetésben is nagy lehet a bevételkiesés és növekszik a „szokásos” hiány is.)¹²

A nominális GDP növekedést a reálnövekedés és az infláció együttesen határozza meg. Mindkettőt a mindenkori gazdaságpolitika és a gazdaság szereplőinek magatartása mellett az általános befektetési klíma és a belföldi adottságok is befolyásolják. A külső tényezők (a konjunktúra, a nemzetközi pénzügyi rendszer történései stb.) olykor akár alapvetően is meghatározhatják a kereteket. *Az államháztartás finanszírozási igénye és a GDP alakulása, s a mögöttük álló tényezők sok szálon össze is függenek egymással.* Ezeket a kölcsönhatásokat itt nem tárgyaljuk behatóan a terjedelmi korlátok miatt. Csupán az egyik „ördögi kört” említjük meg: a növekvő hiány egyre több finanszírozási forrást szív el a magánszektortól (*kiszorító hatás*), növeli a finanszírozás költségeit és ez visszafogja a beruházásokat, mérsékli a növekedést. A belföldi megtakarítások szűkössége miatt a növekvő állami finanszírozási igény

¹¹ Ekkor az alrendszer egymással szembeni tartozásai/követeléseit kiszűrésével – konszolidáltan - kell számítani az adósságmutatót.

¹² A konszolidációs események elszámolása számos kérdést vet fel, ezekről lásd Kiss []. Témánk szempontjából az a lényeges, hogy ezek jelentősen is “megdobhatják” az adósságállomány növekedését és ezzel az adósságrátát is.

átfordul az ország külső finanszírozási igényének növekedésébe. Az államadósságon belül növekedhet a devizaadósság, attól függően, hogy az adósságmenedzselés forintban vagy devizában denominált állampapírokkal biztosítja a finanszírozást, s ezzel az *árfolyamérzékenység* és a sérülékenység is növekszik.

Ugyanakkor a finanszírozás feltételei (összetétele devizában és lejárat szerint, a kamatkondíciók) visszahatnak a finanszírozási igény nagyságára. Leegyszerűsítve, ha egy kormány egyre jobban növeli a költségeit annál kedvezőtlenebb feltételekkel, magasabb kamattal (*nagyobb kockázati prémiumot fizetve, illetve magasabb reálkamattal*) jut hitelhez. Amikor a reálkamat (az államadósságra vetített implicit kamat az inflációs komponenstől megtisztítva) *meghaladja a GDP volumen növekedését, akkor kibontakozik az ugynevezett „hólabda hatás”*, ami azt jelenti, hogy beavatkozás hiányában az adósságráta folyamatosan növekszik. E mellett a későbbiekben a megnőtt hitelköltségek „agyonnyomják” a költségvetést, azaz más fontos kiadásokat szorítanak ki. Ez a visszacsatolás elkerülhetetlenné teszi a kiigazítást: a kamatkifizetések nélkül számbavett ugynevezett *elsődleges egyenlegben* többletet, illetve egyre nagyobb többletet kell elérni.

Az adósságráta mérséklődéséhez tehát növekvő gazdaságban nincs szükség arra, hogy az államadósság nominálisan csökkenjen. Ehhez elegendő, hogy az adósság lassabban növekedjen, mint a GDP. illetve az elsődleges többlet/GDP ráta nagyobb legyen, mint az államadósság reálkamata és a gazdasági növekedés különbségének az előző évi adósságrátával képzett szorzata. Az adósságráta mérséklődését előmozdítja tehát, ha csökken az államháztartási deficit/GDP arány – javul/többletet mutat az elsődleges (kamatok nélkül számított) egyenleg, illetve mérséklődik az adósságra fizetett kamat rátája – és ha gyorsabb növekedésre kapcsol a gazdaság. Ahol magas a devizában denominált államadósság állománya, ott fontos hatása van az valutaárfolyam alakulásának is.

Az II. számú Függelék tartalmazza az adósságdinamikai számítások képletes bemutatását.

Összegezve: *az adósságráta explozív (folyamatosan növekvő) pályára kerülhet, ha:*

- a) a kormányzati gazdaságpolitika *felelőtlenül költekező*, azaz az államháztartási hiány egyre nő a GDP-hez viszonyítva, s azon belül az *elsődleges egyenleg* is deficitessé válik;
- b) az államháztartási *hiány szerkezeti torzulása* (nem növekedésbarát, egyedi és átmeneti intézkedésekkel operáló, reformkerülő stb.) fenntarthatósági problémát vetít előre. Ezért a költségvetési politika irányultságát az ugynevezett *strukturális deficit*tel lehet és kell jellemezni, ami az egyszeri és az üzleti ciklus hatását kiszűrve mutatja az államháztartási pozíciót;
- c) a hiányfinanszírozáson kívül *nagy mértéket ölt az egyéb kötelezettségvállalás*;
- d) romlik az ország megítélése, nő az országgockázat és az adósságpiacokon *egyre nő a befektetők által elvárt kamatprémium*; mindez növeli az implicit (az államadósság teljes állományára vetítve számított) reálkamatot;
- e) *a gazdasági növekedés lelassul* a világgazdaságban kibontakozó válság miatt, vagy a kormány önhibájából (esetleg a korábbi túlzott költségezés kényszerű korrekciója miatt), *fenyeget a „hólabda hatás”*;
- f) *súlyos recesszió esetén* az eldősodottság elkerülhetetlenül robban, egyrészt a GDP volumen zuhanása miatt, másrészt a költségvetés e miatt kieső bevételei és növekvő hiánya miatt;

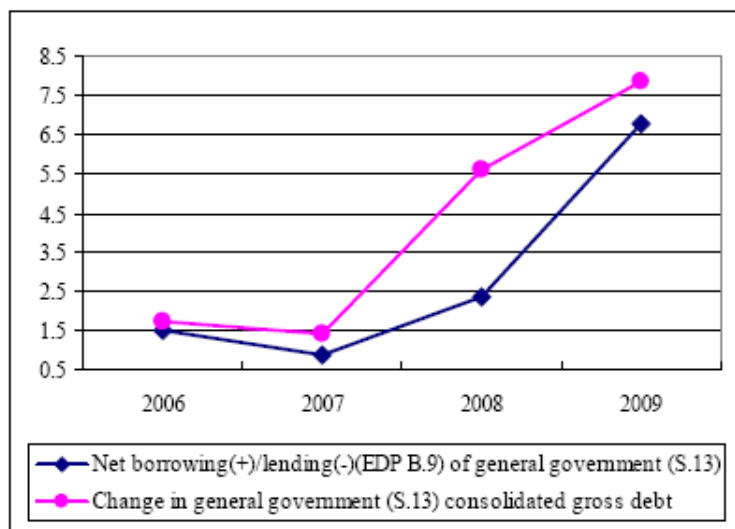
- g) végül, az valutaárfolyam általában érzékenyen reagál a külső és belső egyensúlytalanság növekedésére és az ország növekedési potenciáljának a gyengülésére, s az esetlegesen bekövetkező nagy mértékű *(reál)leértékelődés* több csatornán keresztül is növelheti az adósságrátát.

A finanszírozási igény nagysága (a), annak kordában tartása alapvetően fontos az eladósodás felpörgésének elkerülésében, s ez a legbiztosabban akkor érhető el, ha *az elsődleges egyenleg többletet mutat*. Amikor ugyanis már fenyeget a „hólabda hatás” kibontakozása, akkor a szükségessé váló elsődleges-egyenleg-kiigazítást nem lehet kellő gyorsasággal végrehajtani; elkerülhetetlenné válik a finanszírozási válság és fenyeget az adósság-átütemezés. A nemzetközi történések azt mutatják, hogy a kellőképpen alacsony hiány „kultúrája” a Nagy Mérséklődés évtizedében (Great Moderation: a kilencvenes évek második felétől a 2007-2010-es pénzügyi válságig) teret nyert, illetve az európai uniós eljárások valamennyire kordában tartották a nyílt fiskális expanziót.

Ugyanakkor *a hiányon kívüli kötelezettségvállalások* mértéke jelentős volt több országban is. Megfigyelhető volt olyan törekvés is, hogy miközben a hiányt „aluljelentik”, az egyéb kötelezettségvállalások között számolnak el bizonyos tételeket. Az Eurostat ezek kiszűrését fontos feladatnak tekinti, de a trükközések megakadályozása nem járt eddig sikerrel. Többek között ennek a következménye a görög adósságválság, aminek tovagyrúzó hatása az eurót is megingatja. A pénzügyi válság elősegítette a *rejtett hiányok felszínre kerülését*. Olyan látens, halmozódó veszteségekre derült fény (a pénzügyi szektorban, állami vállalatoknál), amelyek adóssággeneráló szerepe messze meghaladta a normál – látható - költségvetési hiányok hatását. (2. Ábra) Ezek az új elszámolás szerint részben meg is jelenhetnek a megszokott hiánymutatóban annak megugrását okozva. (lásd 3. Ábra) Ezekről az eladósodási tényezőkről a magyar rendszerváltáskoz azt hittük, hogy nagy mértékben csak az átalakuló gazdaságban fordulhatnak elő. Kiderült, hogy nem így van.

2. Ábra

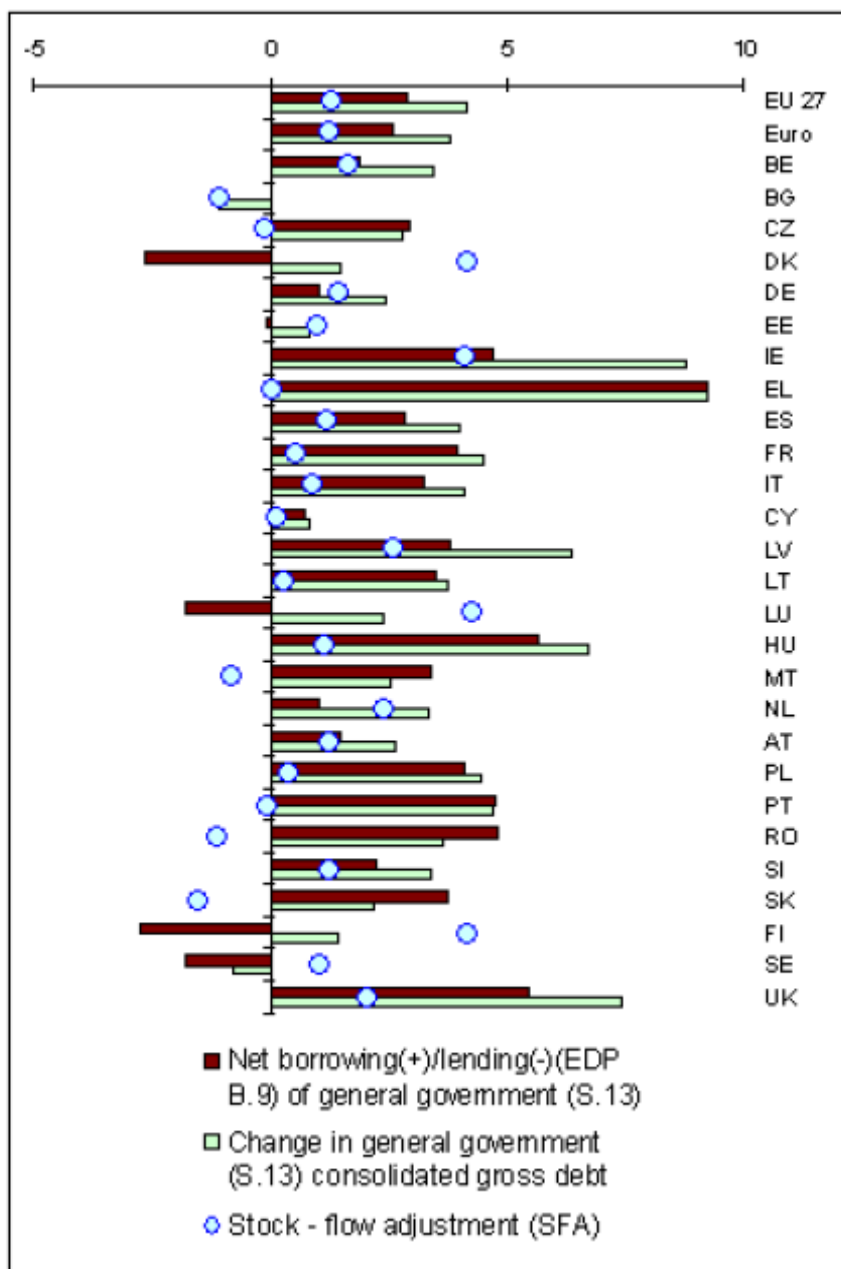
Az államadósság növekedése és az államháztartási finanszírozási igény az Európai Unióban



Forrás: Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States, the euro area and the EU27 for the period 2006-2009, as reported in the October 2010 EDP notification

3. Ábra

Az államháztartási deficit (fordított előjellel), az államadósságráta változása és az egyéb tételek (stock flow adjustment): 2006-2009 átlag



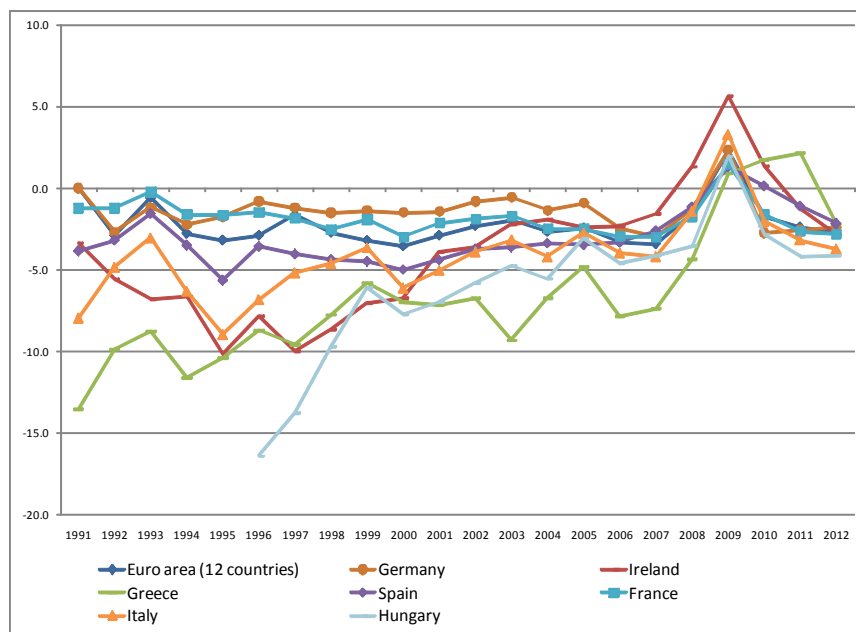
Forrás: Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States, the euro area and the EU27 for the period 2006-2009, as reported in the October 2010 EDP notification

A 2010-re kialakult adósság-kriszis az Euróvezetben magában foglalta az összes fenti „adósságcsapda”-generáló tényezőt. A globális recesszió, a GDP súlyos, a valutaunió megtervezésekor elképzeltet jóval meghaladó visszaesése jelentősen hozzájárult ahhoz, hogy az adósságráták felfelé ívelő pályára kerültek az Unió majd minden tagállamában. (4. Ábra) A GDP visszaesésének hatását meghaladó adósságnövelő hatással jártak a pénzügyi stabilitási

programok. *Az adósságcsapda európai valósággá vált.* Az összes tagország körül csak Svédország és Bulgária esetében nem nőtt az adósságráta a 2006-2010-es időszakban. (3. Ábra)

4. ábra

A nominális GDP növekedésének hatása az államadósság/GDP arány alakulására (EDP eljárás szerint)



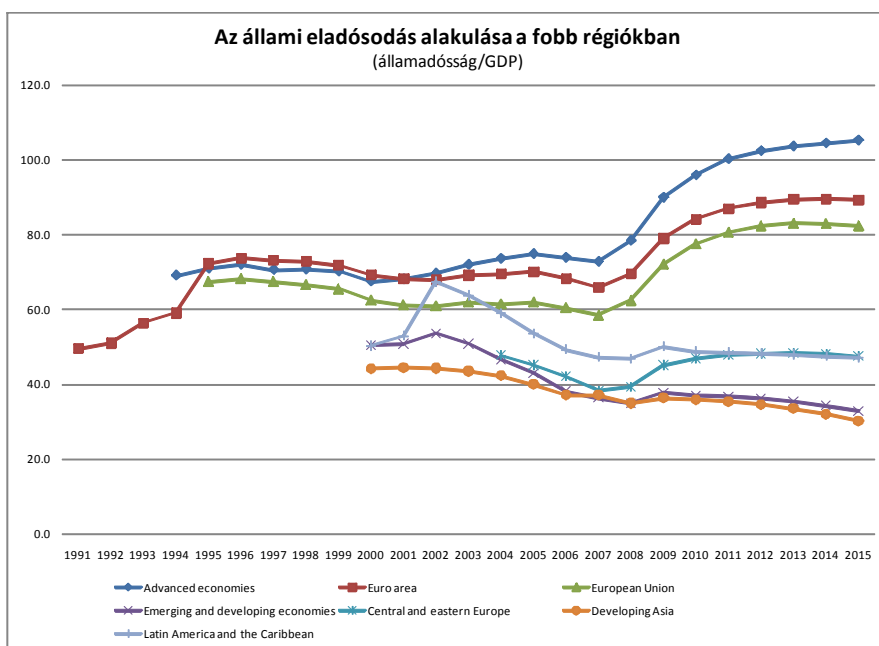
Forrás: AMECO adatbázis

Az államok szerte a világban sokáig (a nyolcvanas évekig) megkülönböztetett adóként szerepeltek a hitelpiacokon. A központi bankok feladata éppen az volt, hogy a költségvetés finanszírozását közvetlenül, a piacok (bankok és tőkepiac) kiiktatásával biztosítsák, vagy ha nem is ennyire közvetlenül, de a pénz- és tőkepiaci feltételek kedvezőbbé tételével segítsék a kormányok hitelfelvételét. Ez azt okozta, hogy a növekvő adósság költségeit a laza eladósodási politikát folytató kormányok nem érzékelték, tovább nyújtózkodtak, mint megengedhető lett volna. A felfutó eladósodást a kényszerű kijózanodás és költséges kiigazítások követték. (6. Ábra) Ennek a „*jojó-effektusnak*” az elkerülésére került sor a központi bankok függetlenítésére, az alacsony inflációért való felelősség és az ehhez szükséges eszközök átadására (delegálására). Az állami eladósodásnak a maastrichti 60%-os adósságráta szintjén való megfékezése volt az euróövezet létrehozásakor is az egyik alapkövetelmény.¹³ A 2007-től kibontakozó pénzügyi válság következményei, kiváltképpen az egyelőre még megoldatlan szuverén adósságválság Európa déli országaiban és Írországban arra utalnak, hogy az euróövezeti szabályozás, amely szinte kizárólag a Növekedési és Stabilitási Egyezményre (SGP) alapozott, nem volt megfelelő.

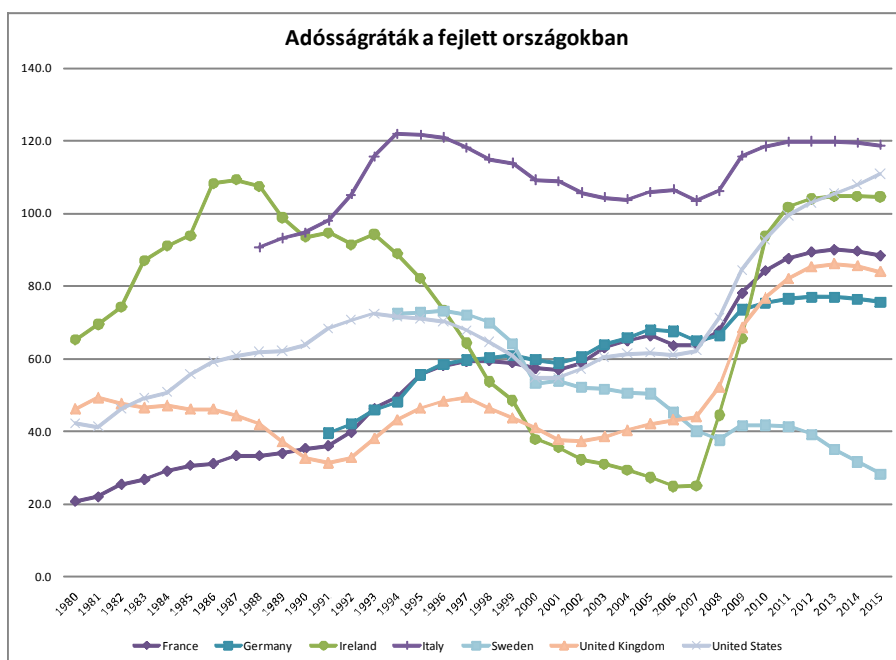
¹³ E mögött azonban csupán az a „technikai” követelmény húzódott meg, hogy az 1992-es átlagos európai eladósodottsági átlag ne növekedjen tovább. A 60%-os numerikus kritérium (amihez az elvárás szerint közeledni kell, ha egy ország magasabb értékről indul!) semmi közgazdasági tartalmat nem képviselt sem az unió, sem pedig az egyes országok szintjén.

A válság miatt az állami eladósodás hullámai újból felcsaptak az egész világban, néhol minden korábbinál magasabbra (például Japán nem fért rá az ábrára, mert már kétszáz feletti az adósságráta az előrejelzési periódusban). Ugyanakkor az euróövezet egyes országai a fizetési képtelenség állapotát közelítették meg (Görögország), mások súlyos adósságcsapdába kerültek (Írország, Portugália, Spanyolország), s az egész övezet számára az adósságválság megoldása vált 2011 elejére a legfőbb gazdaságpolitikai kihívássá. (5. és 6. számú Ábra)

5. Ábra



6. Ábra



Forrás: az IMF WOE adatbázisa.

Az euróövezet szabályai meglehetősen szigorú kereteket szabtak. *A no exit (nincs kilépés), no default (nincs átütemezés), no bail out (nincs központi banki kiegészítés) alapelvekről azonban kiderült, hogy betartásuk katasztrofális következményekkel járhat.*¹⁴ Az EKB nem vásárolhat közvetlenül államapírokat¹⁵ és a másodpiaci állampapírvásárlás (nyílt piaci művelet) is a kerülendő monetáris politikai eszközök közé tartozott. Egészen a pénzügyi válság kitöréséig. Az EKB számára részben a Lehmann bukása utáni likviditás-hiányos helyzet, az azt követően beállt bizalomhiány, a piac befagyása és a kritikus adósság- és fiskális helyzetbe kerülő országok miatt elkerülhetlenné vált a beavatkozás. Ez azonban csak átmenetileg enyhítette a feszültséget. Az általános adósságválság az európai szabályozás komplett megreformálását tette szükségessé.¹⁶

A hosszabb idősorokat áttekintve az látszik, hogy alig akad ország, ahol tartósa sikerült volna mérsékelni az állami eladósodást. Svédország esete biztató, de adósságráta-csökkentési rekordja még mindig nem hosszabb, mint Írországé volt. A svéd (és a skandináv) eladósosottság-mérséklésben elért eredmények tartósságát egyelőre a mögöttes tényezők alapján is remélni lehet. Bár minden ország esete különböző és a megfelelő megoldást magának kell megtalálni, *az eladósodás-csökkentés legjobb gyakorlatának elemeit talán a skandináv példákban lehet megtalálni.*

A minden áron való adósság-visszafizetés nem tartozik ezek közé. Volt már arra példa, hogy az államadósság felszámolását (visszafizetését) tűzi ki egy ország, de sikeres programról nem tudunk. Két közismert szélső példa: (i) 1982-ben Ceausescu, Románia diktátora, úgy döntött, hogy az évtized végéig minden államadósságot visszafizet az ország (a forma kedvéért ezt népszavazás is megerősítette); a kilencvenes évek második felében az USA kormánya azt tervezte, hogy az amerikai államadósságot visszafizetik 2015-ig (lásd 7. ábra). Mai szemmel mindkettő örült vállalkozás volt.¹⁷

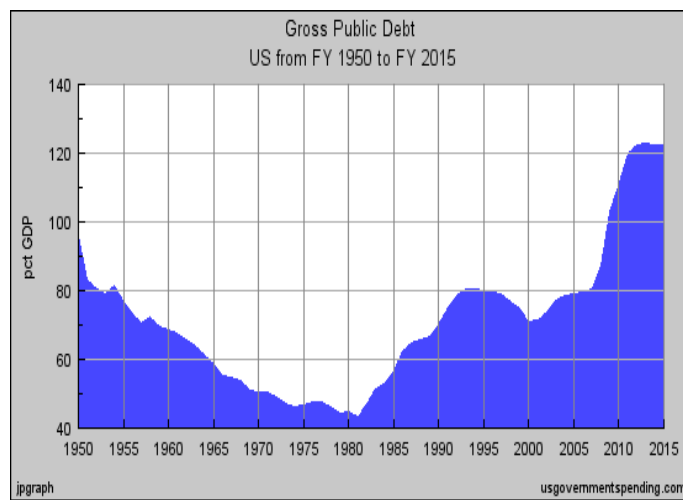
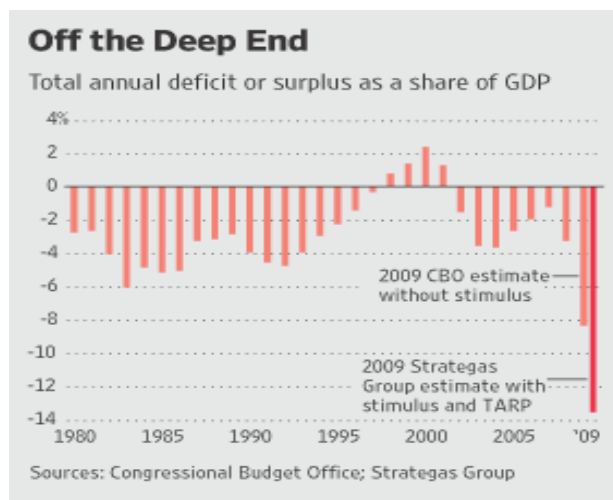
¹⁴ A fizetésképtelenség bekövetkeztekor – a görög eset – ezeket a tilalmakat nem lehet sem betartani, sem betarttatni, de az is kiderült, hogy nem is szolgálna sem az adott ország, sem pedig az unió érdekeit. A görög eset kapcsán folyamatban van az adósságátütemezés technikájának a kialakítása. Ennek a témának a tárgyalása túlhaladja az írás kereteit, csak azért érintettük a kérdést, mert érzékeltetni kívántuk, hogy a magyar adóssághelyzet kapcsán felmerülő kérdések nem ország- és nem „rendszer”-specifikusak, azaz jóval fejlettebb sikerországokban és a közös valutaövezeten belül sem küszöbölődik ki az adósságcsapda lehetősége.

¹⁵ Ennek az alapelvnek a felrúgása nem is kívánatos, hiszen visszavezetne azokhoz az időkhöz, amikor az államok megkülönböztetett adósként szerepeltek a hitelpiacokon.

¹⁶ Az Európai Unió, s azon belül az euróövezet szabályozási változásait részletesen bemutatja a Quarterly Report on The Euro Area Volume 10 No. 1. /2011

¹⁷ Az adósságvisszafizetési akció eredményezte elviselhetetlen életszínvonal-zuhazás utóhatásait Románia máig érzi. A USA terv pedig megalapozatlansága pedig hamar egyértelművé vált és nem csupán azért mert az új vezetés költséges politikát választott. Az adósságvisszafizetési terv túlbecsülte az „új gazdaság”-ban rejlő növekedési tartalékokat és fegyelmzett költségvetési politika mellett sem lett volna kivitelezhető. A kilencvenes évek vége felé több országban is vitatott kérdéssé vált, hogy mi a költségvetési többletek felhasználásának (nem elköltésének!) a legjobb módja. Az ilyen helyzetbe került országok (például Egyesült Államok, Finnország, Írország, Norvégia, Svédország), különböző stratégiát követtek. Volt ahol a bruttó államadósságot csökkentették (a lejáró állományokat nem kellett megújítani), és volt, ahol tartalékalapot képeztek a rosszabb időkre (ezáltal a nettó államadósság csökkent)

7. Ábra A hiány és az államadósság alakulása az USA-ban
(a GDP-hez viszonyítva)



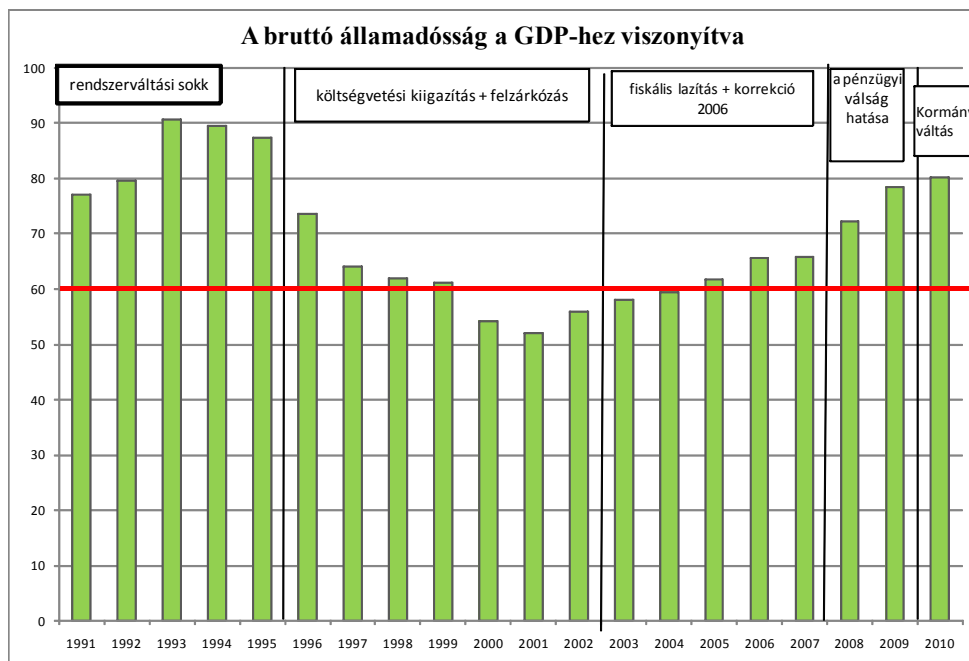
Forrás: USA CBO honlapja

III. Adósságcsapda Magyarországon a rendszerváltáskor és a kétezres évek első évtizedének végén

A magyar adósságráta alakulása a rendszerváltás óta a „jojó-effektus” iskolapéldáját szemlélteti (8. Ábra), ami mögött kivehető az egymást követők a különböző kormányok választási ciklussal együttmozgó költsékezési szokásai (9. Ábra). (A Bajnai-kormány egy évét, 2009 tavaszától, az ábrán nem tuduk elkülönítetni.) Bár a kétezres évek első évtizedének végére nagyjából ott áll a magyar állami eladósodottság, mint a rendszerváltáskor, a közte lévő időszak nem a „több évtizedes adósságcsapda” időszaka, amint azt az SZKT bevezetője mondja, hanem egy nagy sikert követő elhamarkodott kiengedés következményeivel kell most szembenézni, amit a nemzetközi pénzügyi válság nem kis mértékben súlyosbított. Ennek az árát (eladósodásban) nem csak Magyarországnak kell megfizetni.

Az eladósodás vizsgálatokor némiképp önkényes, hogy mely éveknél húzzuk meg a határvonalat. A kiigazítások éveit (1995, 2006) a korábbi korszakhoz soroltuk, mert a bevezetett intézkedések teljes hatása, ami az állami eladósodást meghatározza mindig némi késleltetéssel bontakozik ki.¹⁸ A 2002-es évet, amikor már nőtt az eladósodás az extra –az előző évek költségeihez kapcsolódó - tételek miatt kapcsoltuk az eladósodás-mérséklő „sikerkorszakhoz”, csökkentve némiképp a felmutatott teljesítményt. A 2008-2009 időszakot külön kezeltük, mert ebben az adósságráta növekedését speciális, a pénzügyi válságból fakadó tényezők okozták. Végül elkülönítettük 2010-et, mert ott már a második Orbán kormány döntéseinek következményei domináltak az adósságráta alakulását, amelyek a jövő szempontjából is érdekesek lehetnek.

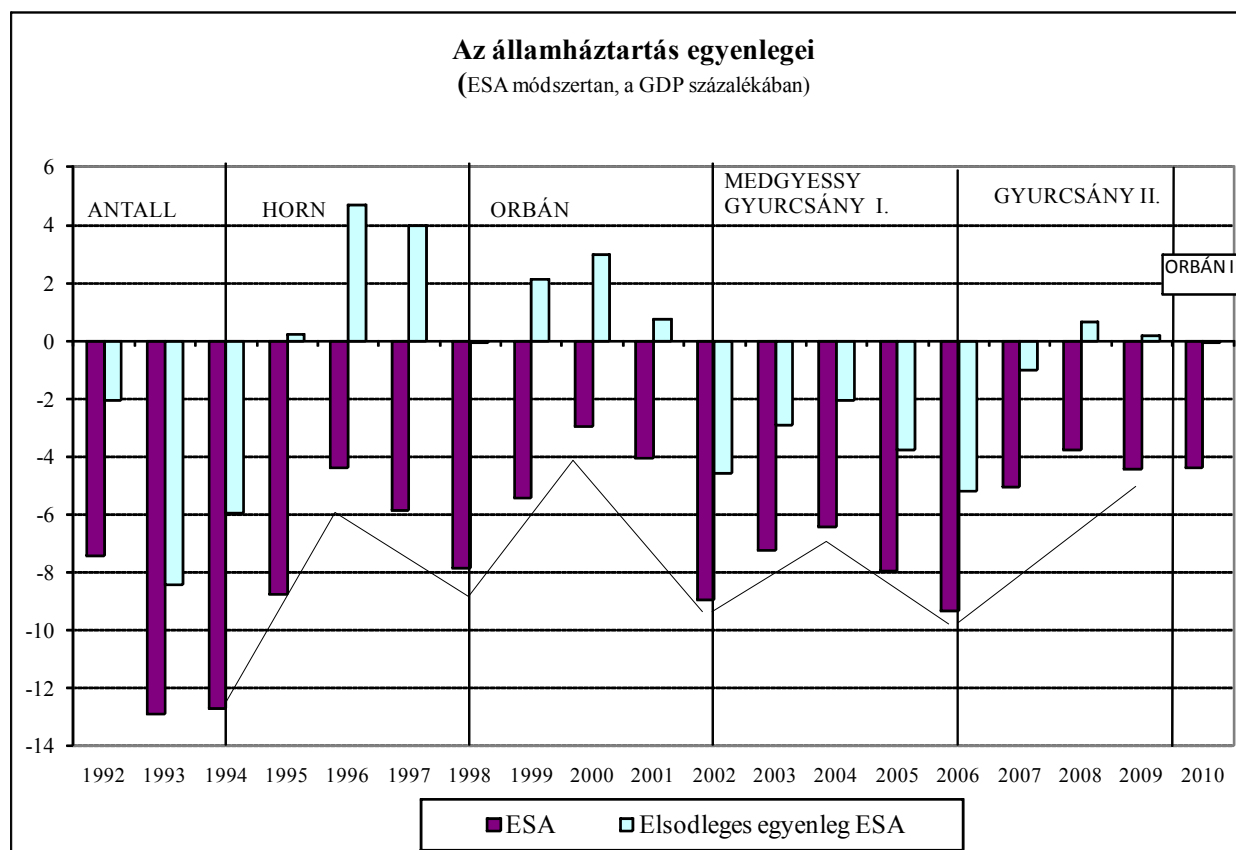
8. Ábra



Forrás: MNB

¹⁸ Az 1995-ös Bokros –csomag pozitív hatásai viszonylag hamar érződtek. A Gyurcsány-kiigazítás csak lassan szerzett hitelességet.

9. ábra



Forrás: MNB.

Megjegyzés: a maastrichti metodika szerinti hiány az Eurostat hivatalos közlése szerint csak 1996-tól áll rendelkezésre. Az 1991-1995-ös adatokat az MNB-ben készült különböző anyagok alapján állítottam össze, jó megbízhatóságú becslésnek tekinthetők. A hivatalos hiánymutatók ezeknél a számoknál jóval kisebbek voltak, mert a látens veszteségeket, illetve az államadósságra fizetett valós kamatkiadásokat nem tartalmazta a költségvetés.

A korszakhatárok szinte teljesen egybeesnek a kormányváltások határaival. Amikor azonban a felösség kérdése felmerül, téves azt gondolni, hogy egy adott évben attól változik az adósságráta, aki akkor éppen kormányon van. A korábbi jó és rossz gazdaságpolitikai lépések késleltetve jelentkeztek Magyarországon is az adósságrátát befolyásoló folyamatokban.

III.1. Akkor...

Magyarország magasan eladósodott országgént érkezett el a rendszerváltáshoz és az új kormánynak mindjárt a piacgazdasági átmenet elején szembesülnie kellett az „adósságcsapda” szorításával, mert az adósságráta növekvő pályára állt. Egyértelmű volt, hogy az ország fejlettségéhez képest túlságosan sok adósságot halmozott fel. Egyrészt a felvett hitelekkel nem lett elég olyan beruházás, ami növelte volna az ország teljesítőképességét, ráadásul a szocialista piacok összeomlása a GDP zuhanását eredményezte a kilencvenes évek első éveiben. Másrészt a finanszírozást külföldről biztosította a Magyar Nemzeti Bank és az adósságállományon belül túlzottan magas volt a devizahitelek aránya, ami növelte a sérülékenységet.

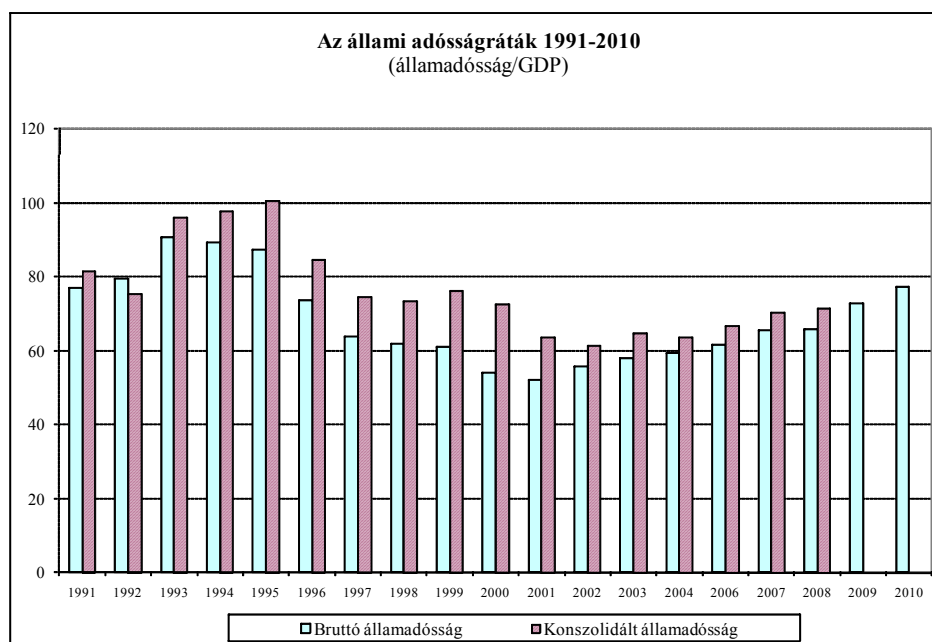
A fiskális és monetáris funkciók szétválasztása Magyarországon a piacgazdasági átalakítás egyik legfontosabb feladata volt (lásd III. számú Függelék). Egészen 1992-ig, a jegybanktvény

elfogadásáig, a pénzügyminiszter kétsoros levelére a Magyar Nemzeti Bank (MNB) folyósította a „kívánt” összeget a költségvetés kiadásaira, ráadásul kedvezményes kamaton. A jegybanktörvény 1991. decemberi elfogadását követően a helyzet változott. A hiányt kizárólag piaci kamatú állampapírokkal finanszírozták, amelyek kamata közvetlenül megjelent a költségvetési hiányban. Ám a tisztánlátáshoz még hiányzott az, hogy a devizaadósság felvétele és kamatai is közvetlenül az állam számláin jelenjenek meg. Az MNB a devizahiteleken keletkezett árfolyamveszteséget kamatmentes és lejárat nélküli hitelek formájában „terhelte” a költségvetésre, amiből hatalmasra duzzadt az MNB-ben a költségvetés ugynevezet „nullás” adósságállománya. Ez az eljárás egy idő után elvezetett az MNB veszteségessé válásához. A nullás állomány keletkezésének felszámolása a transzparencia miatt és monetáris okok miatt is halaszthatatlanná vált. (Lásd IV. számú Függelék)

Fontos előrelépést jelentett, hogy *1992-től fokozatosan kiépült az állampapírpiac* (lásd V. Függelék), s a finanszírozás kizárólag ezen keresztül zajlott, de *az aukciók nem közvetítettek valódi piaci árazást*, mert a költségvetési hiány túl nagy volt és az MNB rendszeresen „reziduális vásárlóként” (törvényben meghatározott mértékig) biztosította a hiányzó pénzt. Még nem léteztek a hazai intézményi befektetők és mindent összevetve a külföldiek előtt célszerűbbnek látszott az állampapírpiacot csak nagyon visszafogottan és fokozatosan megnyitni.

Mindennek következtében *a magyar eladósodottságról csupán a költségvetés és az MNB mérlegeinek összevonásával kiszámított, úgynevezett konszolidált államadósság alapján lehet valós képet nyerni.* (10. Ábra)

10. ábra



Forrás: MNB és PM adatokból számítás. A 2009-2010-es számítások még nem készültek el.¹⁹

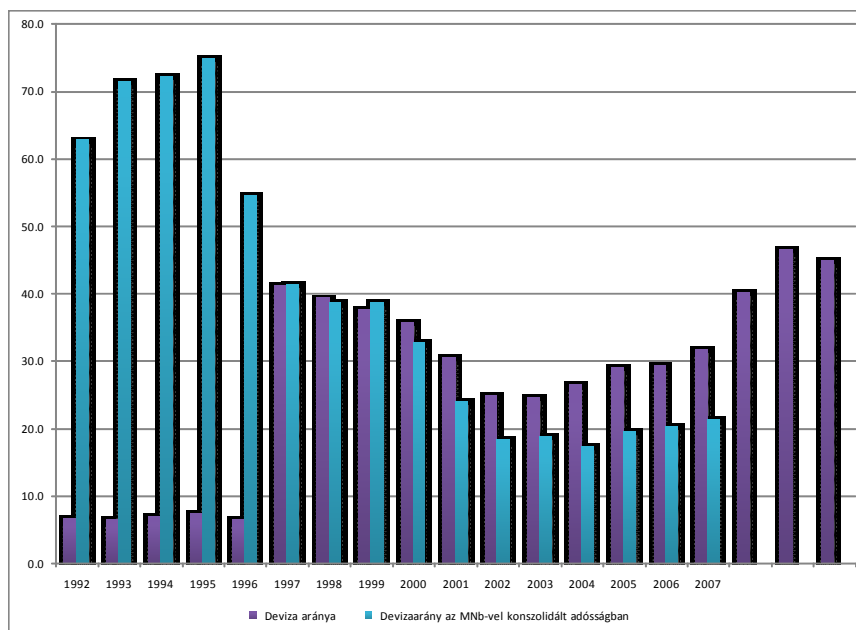
¹⁹ Az kilencvenes évekre vonatkozó adatok összegyűjtéséért és a konszolidált adósság-számításokért Lovas Zsoltnak tartozok köszönettel.

A magas devizaadósság jól el volt rejtve az MNB mérlegében és így költségeit sem lehetett leolvasni a költségvetés kamatkidadásai alapján. A magyar adóssághelyzet teljesen áttekinthetetlen volt a következők miatt

- A transzparencia hiánya a piacok szemében legalább akkora kockázatot jelentett, mintha a fenntarthatatlanság bizonyítékai rajzolódtak volna ki egyértelműen.
- Eleinte azt sem lehetett pontosan tudni, hogy mekkora az államadósság, mert a korrekt kimutatáshoz elő kellett állítani az ugynevezett *konzolidált adósságot és azon végezni fenntarthatósági vizsgálatokat*.
- Azért sem lehetett tudni, hogy mi számított államadósságnak, mert a külföldi hitelek egy részét az MNB közvetlenül csatornáztta át, kedvezményes kamatú refinanszírozási hitelek formájában *az állami tulajdonú vállalati szektornak*, aminek a privatizációja megindult a kilencvenes évek elején.
- A devizahiteleket az MNB vette fel a saját nevében, a költségvetésnek való továbbhitelezés pedig forintban és kedvezményes kamaton történt - 1992-ig - a piac kiiktatásával. A leértékelődő forint miatt keletkező árfolyamvesztés a költségvetés nulla kamatú és lejárat nélküli MNB-vel szemben fennálló, ugynevezett „nullás” *adósságállományában* halmozódott, ami a forint gyengülésével együtt korlátlanul növekedett. A szokásos bruttó államadósságon belül viszont nem is látszott a devizaadósság (lásd 11. Ábra). A konszolidált adósságon belül ugyanakkor a devizaadósság részaránya meghaladta a hetven százalékot.

11. Ábra

A devizaadósság részaránya a konszolidált* és a maastrichti bruttó adósságban



Forrás: MNB

* A konszolidált adósság a költségvetés és a Magyar Nemzeti Bank egymással szembeni tartozásainak kiszűrésével készült mutató. A módszert bemutatja Borbély- Neményi [1994].

Az ország sérülékenysége azonban mindjárt a rendszerváltástól teljesen nyilvánvaló volt a piaci szereplők előtt, mert *az MNB, mint szuverén piaci szereplő rendszeresen jelen volt a nemzetközi piacokon és prezentálta az ország helyzetét.*

A rendszerváltás környékén Európában sem volt egyszerű a pénzügyi helyzet, hisz a maastrichti egyezmény megkötéséhez vezető EMS-összeomlás (European Monetary System) alapvető változásokra készítette a fejlett országok gazdaságpolitikáit is a költségvetési és eladósodási politikát illetően. Ugyanakkor a fejlett Európa eladósodási gondjai megoldhatónak látszottak, még a német egyesítés adósságnövelő hatását bekalkulálva is, s az euróövezet felállításának programja kellő lökést adott az európai integrációnak. A közép-kelet európai régió vonzereje nőtt a befektetők szemében, a magyar átalakulás sikere nem múltott finanszírozási forráshiányon, amennyiben a szükséges konszolidációs lépések megtörténnek.

A rendszerváltást követően felpörgő eladósodás tényezői a következők voltak (lásd 1. Táblázat):

- *A rendszerváltáskor már magasnak számító adósságráta megugrásában a zuhanó GDP játszotta az alapvető szerepet 1990 és 1993 között. Ez részben a vetítési alapot érintette közvetlenül, részben pedig növelte a költségvetési hiányt a bevételek kiesése és a szociális és munkanélküliségi kiadások növekedése miatt.*
- *Az államadósságra fizetett reálkamat a negatív tartományban járt amiben a speciális, a jegybankon keresztül történő finanszírozás és a rendszerváltáskor magasra szökő infláció egyaránt szerepet játszott; ez a kamatmutató azonban jelentősen nem tükrözte az állami eladósodáshoz kapcsolódó valódi költséget (az okokat a továbbiakban fejtem ki);*
- *A hivatalos hiányszámok nem voltak elrettentőek, de közelítőleg sem írták le az államháztartás valós helyzetét. A szakmai fórumokon visszatérő érv volt a költségvetési kiigazítás ellen, hogy „az egy százalék körüli elsődleges deficit, amit a hivatalos egyenlegek mutattak, nem is olyan magas!” A valóságos veszteségeket, a konszolidációs programok költségeit, illetve az államadósságra fizetett valódi kamatkiadásokat is figyelembe véve kétszámjegyűre volt becsülhető az államháztartás finanszírozási igénye.*
- *Az adósságrátát mintegy tíz százalékponttal - közel kilencvenre - emelték a különböző úgynevezett hiányfinanszírozáson kívüli adós-, hitel- és bankkonszolidációs programok 1990-1995-ben. Az ezek céljára kibocsátott hosszú lejáratú konszolidációs államkötvények után fizetett kamat jelentősen megnövelte a költségvetés kamatkadásait a következő években.*

1. Táblázat

Az állami eladósodásra ható tényezők a rendszerváltáskor (1991-1995)

	1991	1992	1993	1994	1995
Az adósságráta	77.2	79.5	90.7	89.4	87.4
Ebből: a hiányt finanszírozó költségvetési adósság*	23.2	27.1	28.5	27.8	25.2
Az adósságráta változása		2.3	11.2	-1.3	-2.1
Elsődleges hiány **		2.0	8.4	5.9	0.0
"Hólabda" hatás***		-9.6	-12.1	-11.0	-14.8
GDP volumen	-11.9	-3.1	-0.6	2.9	1.5
Implicit reálkamat****		-15.1	-15.7	-9.6	-15.3
Egyéb adósság		9.8	14.9	3.8	12.7
<i>Fontosabb mutatók</i>					
Az államháztartás hiánya **/GDP		-7.4	-12.9	-12.7	-8.7
GDP nominális növekedése		17.8	20.6	22.5	32.2
GDP árindex (éves átlag)	25.4	21.6	21.3	19.5	25.5
Fogyasztói árindex (éves átlag)		23.0	22.5	18.8	28.2
A reálárfolyam változása****	96.4	94.4	88.5	99.5	110.6

Forrás: Pénzügyminisztérium és MNB, Borbély – Neményi []; Barabás et al. []

* A hivatalos hiány-kimutatások fogyatékoságait mutatja, hogy a hiány finanszírozására kibocsátott adósság csak töredéke volt az összes egyéb céllal keletkező államadósságnak. Ezt mutatják az egyéb adósság soron szereplő magas számok.

**Az államháztartás hiánya itt az különböző adósságotnövelő tételek figyelembevételével szerepel, s jóval magasabb, mint a hivatalos hiányszámok. Tekintve, hogy az ESA szerinti hiányt csak 1996-ig visszamenőleg készítették el hivatalosan, itt a korábbi MNB-ben készült becslések szerepelnek. Az elsődleges hiány itt az MNB-ben becsült hiány kamatkiadásokkal csökkentett összege.

*** A hólabda hatás negatív nagysága félrevezető. Az MNB-ben lévő devizaadósság költségeit is figyelembe véve készült konszolidált számításokat azt mutatják, hogy a reálkamatok és a növekedés kombinált hatása a nettó államadósságon az adósságráta növekedése irányába hatott.

**** A reálárfolyam mutató a GDP deflátorral készült, a száznál kisebb szám reál felértékelődést mutat.

Magyarország a rendszerváltáskor „kilógott” a régióból a magas állami eladósodottságával, s ezért sérülékenysége magasabb volt, különösen mert számolnia kellett a többi feltörekvő országból érkező fertőzéses hatással. A „későnjövők” előnye volt, hogy amikor az finanszírozási rendszer átalakítása közvetlenül a rendszerváltást követően napirendre került, akkor a legjobb gyakorlat meghonosítását tűzhetette ki célul. Ez az állampapírpiacokon keresztül történő, hazai valutában denominált forrásbevonást helyezte előtérbe és az MNB-nek szabadságot biztosított az eszközei felhasználásakor, hogy a kétszámjegyű régióból alacsony szintre csökkenjen az infláció. Ez a finanszírozási rezsimváltás azonban végső eredményét tekintve a költségtakarékos (piac által meghatározott) finanszírozás megvalósítását tekintette célnak, de rövid távon súlyos – helyesebben láthatóvá váló - költségekkel járt. A rendszerváltással járó többi költség és a gazdasági összeomlás miatt kieső bevételek azonban „megvalósíthatatlan” mértékűnek mutatták a kiigazítást. A gazdaságpolitikusok ezért sokáig halaszthatónak vélték. A 2004-es parlamenti választásokat követően a belső finanszírozási forrás elégtelensége és a külső források akadozása

egyértelműen jelezte, hogy nincs idő a késlekedésre. Végül, 1995 januárjában mexikói válság fertőző hatása adta a kényszerítő lökést költségvetési kiigazításra.²⁰

Az eladósodottság teljes költsége csak az *1996 végén megvalósított „adósságcsere”* után jelent meg. (Lásd részletesen a IV. számú Függelékben) A „nullás állomány” kiiktatása mellett a másik korszakos változást az jelentette, hogy a költségvetés finanszírozásának teljes felelőssége átkerült az Államadósságkezelő Központhoz (ÁKK). Az adósságcsere következtében a finanszírozási rendszer teljesen megfelelt a piacgazdasági normáknak és ezzel elhárult egy alapvető akadály az Európai Unióhoz való csatlakozás útjából.

A konszolidált államadósság továbbra is meghaladta (és a jövőben is meg fogja haladni) a maastrichti metodika szerinti bruttó államadósságot (11. ábra), de a különbséget az „adósságcsere” követően kizárólag a monetáris politikával összefüggő tényezők okozták. (Az MNB kéthetes instrumentumában lecsapódó többletlikviditás).

... és most

Európai Unió tagként a pénzügyi válság kitörésekor, 2007-ben, azt gondolhattuk volna, hogy védettebb a helyzetünk az eladósodás kezelése szempontjából, mint a rendszerváltáskor. A pénzügyi válságban szerzett tapasztalatok alapján, illetve annak hatásait józanul felmérve azt mondhatjuk, hogy ez nem így van. Annak ellenére sem, hogy az unió illetékesei segítettek megoldani a Lehmann Brothers bukását követően kibontakozott magyar adósságkrízist 2008 őszén.

A korábbi válságok tapasztalatai és az empirikus elemzések azt mutatták, hogy a pénzügyi integráció csökkenti a hirtelen tőkemegtorpanás (systemic sudden stop) esélyét, de azt is kimutatták, hogy előállhatnak olyan körülmények amikor az összefüggés előjelet válthat (lásd Calvo és szerzőtársai [2008].)

Magyarország a Lehmann-bukást követően az addig csak nemzetközi (főleg latin amerikai) tapasztalatokból ismert *hirtelen tőkemegtorpanás* és a likvid eszközöket kereső befekteteskivonás romboló hatásával szembesült. A tőkeáramlások irányának hirtelen megfordulásában, elsősorban nem a magyar sérülékenység játszott a főszerepet, hanem az európai bizalmi válság és a piacok befagyása okozta kényszer, a veszteségek fedezésének szükséglete, ami a külföldi befektetőket érzékenyen érintette. Mindennek lökést adott az a három spekulációs epizód, ami a bankrendszer legnagyobb szereplőjének a részvényárfolyamát, az államapírpiaci hozamokat illetve a forint árfolyamát vette célba.²¹ A likviditáshiány és a

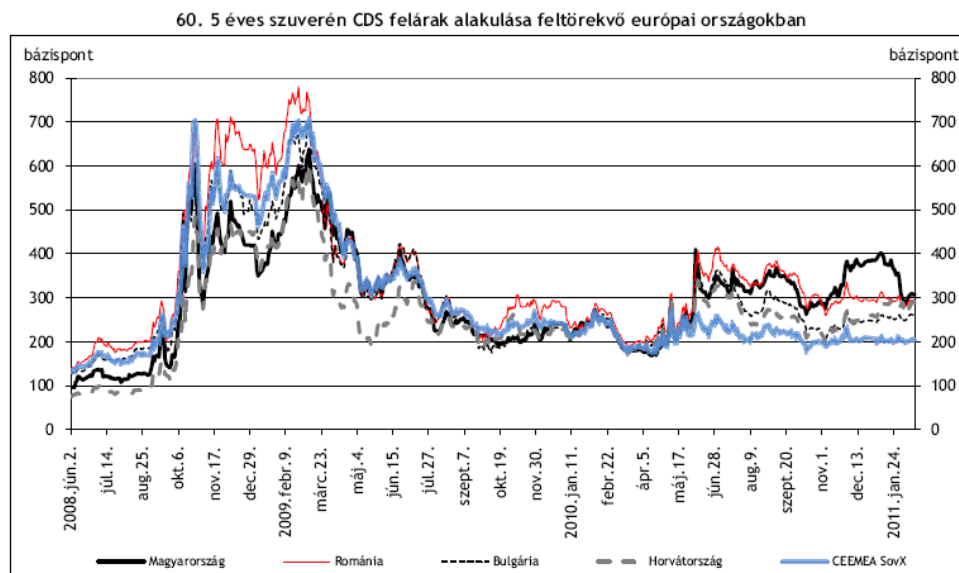
²⁰ Lásd Barabás et al [1998], Neményi [2002].

²¹ Utóbb – jóval később – egyértelműen bebizonyosodott, hogy 2008. október 9-én a Soros Fund Management LLC „törvénytelen eszközöket felhasználó, piacbefolyásoló” OTP elleni támadást hajtott végre és ezért a PSZÁF 489 millió forint felügyeleti bírság megfizetésére kötelezte. A 2008. október 10-i magyar államkötvények másodlagos piacán kiprovokált hozamemelkedésért a PSZÁF bírság megfizetésére kötelezte a HSBC-t. Az árfolyamhoz kötött FX-swap ügyleteiből eredő kockázatainak kezeléséhez nem volt indokolt akkora volumenű spot piaci forinteladást végrehajtania 2008. október 15-én a Deutsche Bank AG Londonnak, mint amekkorát ténylegesen végrehajtott és ezzel veszteséget okozott magyarországi piaci szereplőknek - állapította meg ma közzétett határozatában a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF). A megállapítás alapján 90 millió forintos bírságot szabott ki a londoni pénzügyintézetre.

lejáratok lerövidülése bénító hatást és extranyomást váltott ki Magyarországon minden piaci szegmensben. Az túlnyomórészt külföldi tulajdonú bankszektor anyabanki refinanszírozása felől erős kételyek merültek fel. Nem segített az, hogy a magyar magánnyugdíjpénztárak befektetési politikájának liberalizációja pont erre az időszakra esett, s így a kiáramló külföldi tőkéhez csatlakoztak a nyugdíjpénztárak külföldi befektetési is. Miközben az EKB egyre jobban kiszélesítette az elfogadott fedezetek körét ebbe nem vette be a kelet-közép-európai régió euróövezeten kívüli tagországainak hazai valutában denominált állampapírjait. Ez elsősorban a legfejlettebb magyar és lengyel állampapírpiacra gyorsította fel a kötvényeladásokat. A megnőtt nyugat-európai finanszírozási igény „kiszorító” hatása mellett a „menekülés a likvid eszközökbe” hatást is el kellett szenvednie a magyar piacnak. Az államkötvény-kibocsátásokat fel kellett függeszteni, a külföldiek tulajdonában lévő kötvényállomány a 2004. eleji szintre esett vissza.

Később, amikor a likviditási válság elmúlt, de helyébe lépett a déli euróövezeti tagok (Görögország, Írország, Portugália és Spanyolország) adósságválsága, a magyar piacon a fejlett országokból jövő fertőző hatással is számolni kellett. Csak nagyon határozott és a szükségesnél talán nagyobb áldozattal járó költségvetéspolitikával sikerült elszakítani a magyar kockázati felárakat az adósságproblémákkal küzdő eurótagok feláraitól, amelyek olyan magasságba emelkedtek, hogy a fenntarthatatlanság egyértelmű. (12-13. Ábra)

12. ábra



Forrás: Thomson Reuters.

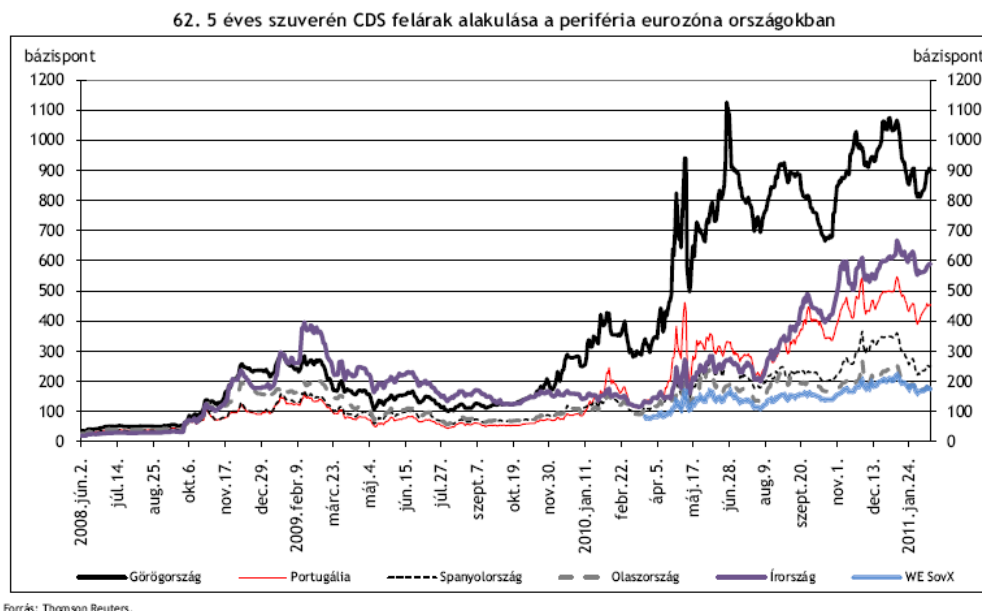
Megjegyzés: a CEEEMEA SovX a közép-kelet-európai, közel-keleti és afrikai feltörekvő régió 15 leglikvidebb szuverén CDS-éből képzett kompozitindex.

Tájékoztató adatok:

havi változás: HU: -66 bp; RO: -4 bp; BG: 5 bp; CEEEMEA: 2 bp; CR: 5 bp;

változás év eleje óta: HU: 70 bp; RO: 12 bp; BG: 30 bp; CEEEMEA: -36 bp; CR: 61 bp.

13. ábra



Forrás MNB

Mindez azt jelenti, hogy a 2011-es adósságráta csökkentési program nemzetközi feltételei nem kedvezőek. Nem csupán az európai adósságválság elhúzódása, hanem az is nehézséget okoz, hogy a felívelő nemzetközi konjunktúrából Európa egyelőre kevésbé részesedik. A magyar gazdaság szempontjából a német növekedés beindulása relatíve kedvező fejlemény, de nem látsznak a felzárkózást biztosító növekedési pályára való visszatérés belföldi mozgatói.

IV. A sikeres eladósodás-csökkentő program: 1996-2000

Az 1995. évi költségvetési kiigazítást követően a Horn kormány komplex programot hajtott végre az állami eladósodottság jelentős csökkentése érdekében. A Bokros csomag összhangba hozta a finanszírozási igényt a finanszírozási forrásokkal és ezzel megteremtődött a lehetőség, hogy az állampapírpia már korábban kialakított keretei (az aukciós rendszer és finanszírozási instrumentumok) hatékonyan működtethetők legyenek (IV. Függelék). A kiigazítás a gazdaság növekedési pályáját is kedvezően befolyásolta, ami az eladósodás mérséklésének egyik fő forrása lett. Az ehhez szükséges tisztánlátást a transzparencia megteremtése a kimutatásokban, a piaci alapú (költségű) finanszírozásra való áttérés és az intézményi felelőségek (fiskális és monetáris) elhatárolása teremtette meg.

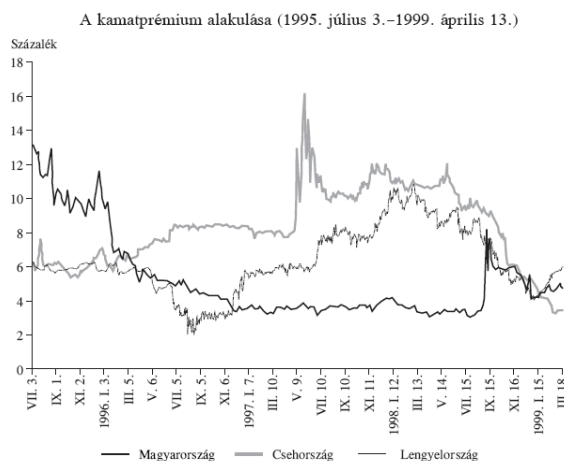
Magyarországon 1995 és 2001 között az adósságráta 90-ről 52-re csökkent, ami nemzetközi összehasonlításban is jelentős teljesítmény.

Az adósságráta csökkentés főbb tényezői 1995 és 2001 között az alábbiak voltak. (Lásd 2. Tábla)

- 1) a jelentős hiánycsökkentés, az *elsődleges egyenlegben többlet* elérése (lásd 9. Ábra);
- 2) a *privatizációs bevételeket* adósságcsökkentésre használták fel (a rossz feltételű hitelek visszafizetése, illetve a lejárt adósságból keletkező finanszírozási igény mérséklése);

- 3) a kormány az MNB-vel közösen a *fokozatos dezinfláció* politikáját folytatta, 1995-ben 28%-ról 2000-ben is még éppenhogy 10% alá csökkent a fogyasztói árindex;
- 4) a *hiányfinanszírozáson kívüli kötelezettségvállalások*at már mérsékelni lehetett (bár a Postabank konszolidációja 1998-ban, több, mint egy százalékponttal növelte a költségvetési hiányt);
- 5) a gazdaságpolitika növelte a *kiszámíthatóságot* és erősítette a *növekedést*; az *el[re bejelentett leértékelésekkel működtetett szűk sávós árfolyamrendszer* is növelte a bizalmat, és ennek következtében jelentősen csökkent a *kamatprémium* (14. Ábra);

14. ábra

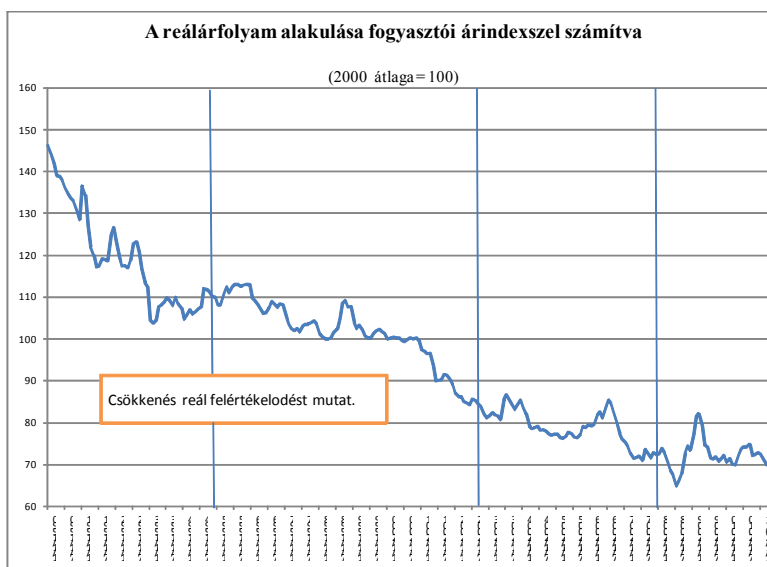


A kamatprémium kiszámítása a három hónapos bankközi kamatok és a három hónapra előre bejelentett árfolyamsáv-csúszás (Csehországra = 0), valamint a LIBOR (70 százalék márka, 30 százalék dollár) ráták alapján készült.

Forrás: Halpern-Neményi [2002]

- 6) a *“hólabda hatás”* az *adósságráta folyamatos csökkenése irányába működött* (a GDP volumenének a növekedése meghaladta az implicit reálkamatot), ami azonban félrevezető. A maastrichti bruttó adósság elemzése ugyanis elfedi, hogy 1996-ig az devizaadósság az MNB mérlegében volt, s annak kamatköltségei sem jelentek meg a költségvetés kiadási oldalán. A konszolidált adósságról készültek részletes elemzések, lásd például Barabás-Hamecz-Neményi [1998];
- 7) a *devizaadósság részaránya* tudatos adósságmenedzselési politika következtében jelentősen (70%-ról 30%-ra csökkent), csökkentve az árfolyamérzékenységet;
- 8) a *reálárfolyam folytonosan enyhe felértékelődést* mutatott (15. Ábra), ami összhangban állt az ország felzárkózásával (15. Ábra).

15. ábra



Forrás: MNB

2. Tábla

Az adósságráta mérséklésének tényezői 1996-2002²²

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Államadósság/GDP	73.7	64.0	62.0	61.1	54.3	52.1	55.9
Az adósságráta változása (a+b+c+)	-13.7	-9.6	-2.0	-0.9	-6.9	-2.2	3.9
a. Elsődleges hiány*	-4.4	-3.7	0.3	-2.0	-3.1	-0.7	4.6
b. Hólabda hatás**	-7.4	-5.0	-2.3	0.8	-2.5	-2.3	-1.8
GDP volumen	1.5	0.7	3.9	4.8	4.1	4.9	3.8
Implicit reálkamat	-15.3	-10.9	-1.7	0.2	3.7	1.8	0.8
c. Egyéb	-1.9	-1.0	0.0	0.2	-1.3	0.8	1.0
Tájékoztató adatok:							
Az államháztartás hiánya (ESA)/GDP	-8.7	-4.4	-5.9	-7.8	-5.4	-3.0	-4.0
GDP nominális növekedése	32.2	23.8	23.9	18.6	11.4	14.9	14.5
Fogyasztói árindex (éves átlag)	28.2	23.6	18.3	14.3	10.0	9.8	9.2

Forrás: MNB adatok, saját számítás és AMECO adatbázis

* A kamatkidások nélkül számított államháztartási egyenleg.

** Az Európai Bizottság számítása.

Az 1996-tól folyamatos eladósodásmérséklési program legfőbb eleme a költségvetési elsődleges többlet volt, amihez hozzáadódott a negatív (adósságráta-csökkentő) „hólabdahatás”. Ebben mind a két faktor kedvező irányú elmozdulása játszott közre: a GDP növekedési pálya jelentősen dinamizálódott a kiigazítás hatására, a reálkamat pedig mérséklődött. Az egyéb tényező több, néha egymással ellentétes hatásból alakult ki. A privatizációs bevételeket – nagy politikai

²² Halpern – Neményi [2004]. A fentebbi egyszerűsített vizsgálat ugyanakkor tendenciájában nem mond ellent a konszolidált adósságráta felbontása alapján adódó következtetéseknek, legfeljebb néhány tényezőt torzítottan kezel. (Például a kamatkidásokat alulbecsli az időszak elején).

harcokat követően – az adósság mérséklésére fordították, ami tíz pontnál nagyobb adósságráta csökkenést eredményezett. Az 1995-től folyamatos, enyhe reál felértékelődésnek is mérséklő hatása volt az eladósodásra, mégha közben – a tudatos adósságmenedzselés következtében – jelentősen le is csökkent a devizában denominált államadósság.

Az eladósodás korszakolásakor a 2002 év végi választóvonalat azért tartottuk megfelelőbbnek, mint a 2001. évi mélypontot, mert a 2002-es adósságráta-növekedésbe belejátszott az is, hogy az előző években az autópálya költségeket a kormány a költségvetésen kívülre vitte (az Magyar Fejlesztési Bank közvetítésével). A kormányok eladósodottságnövelő „együtműködésére” példa az, hogy a 2002. évi Medgyessy-kormány által végrehajtott nagymértékű közszférabeli béremeléseknek valójában az első Orbán-kormány minimálbér-emelései adtak ösztönzést.

V. Mitől nőtt az adósság és mitől vált fenntarthatatlanná az állami eladósodás a kétezres évek első évtizedében?

Az ezredforduló éve kivételesen kedvező képet mutatott, aminek alapján a következő évtizedre vonatkozóan nem túlzott volt az a várakozás, hogy az uniós csatlakozás mellett az euró bevezetésére is mielőbb lehetőség nyílhat. Az államháztartás hiánya az ESA módszertan szerint is 3% körül alakult. Az eladósodottság csökkentésében nagyon sikeres, nemzetközileg is méltányolt rekordot mutatott fel az ország. Az infláció igaz, hogy éppen csak az egyszámjegyű régióba ért, de csökkentésére minden feltétel adott volt. A forint árfolyama a hatékony nominális horgony szerepét töltötte be, ami a későbbi stabilizációban is jól felhasználhatónak látszott.

Az eladósodás azonban két éve múlva már felpörgő pályára állt, 2001-től az eladósodást befolyásoló hatások közül a felpörgető hatások domináltak. Elsősorban a költségvetési hiány romlása és ezzel az állami finanszírozási igény emelkedése indult meg, ami közvetlenül is, de aztán késleltetve indirekt módon is (elsősorban a finanszírozási költségek növekedésén keresztül) hatott az eladósodásra. A „jóléti rendszerváltás” megalapozatlanul költséges és adakozó politikája ráerősített a költségesre. Igaz, hogy ekkor kerültek felszínre a korábban burkolt költségek, mert az MFB-n keresztül finanszírozott projekteket az EU csatlakozás közeledtével és a transzparencia igénye miatt be kellett emelni a költségvetésbe. Jelentősen növelték a költségvetés kiadásait a még az Orbán-kormány által bevezetett kedvezményes lakásfinanszírozás államra háruló pluszköltségei. *A 2002-2006 időszak a túlzott finanszírozási igény, a súlyosan negatív elsődleges egyenleg miatt a növekvő állami eladósodás időszaka. (Lásd 1-2. Ábra)*

Meg kell azonban jegyezni, hogy ebben az időszakban a bőséges nemzetközi likviditás nagyon kedvező finanszírozást biztosított a feltörekvő világnak. Magyarország azonban ebből semmit sem érzett. Amit meg lehetett volna esetleg „spórolni” a világban dúló monetáris lazaság miatt, azt a politikai kockázat megugrása nálunk teljesen „kompenzálta”. Az ír referendum után, 2002 őszén, bizonyossá vált az EU-csatlakozás, de még az ebből származó kockázatcsökkenést is csak kikényszerítve és nagyon rövid ideig élvezte az ország.²³ Az évtized legjobb nemzetközi

²³ A 2003-as év a magyar fiskális és monetáris politika „fekete éve” volt. Az év elején az árfolyamsáv erős oldala elleni spekulatív támadás kikényszerítette a kamataalkalmazkodást, de ennek megalapozottságát megsemmisítette a kormány és az MNB közösen eldöntött – és már a bekövetkeztekor is nyilvánvalóan felesleges - árfolyamsáv-leértékelése, ami a hitelességet hosszú időre megingatta. A kétséges költségvetési elképzelések tovább növekték a bizalmatlanságot. Bár a ma rendelkezésre álló számok alapján folytatódott a szerény mértékű költségvetési visszafogás, az akkori előrejelzések romló pozíciót jósoltak és ez több spekulációs hullámot is gerjesztve az MNB

finanszírozási időszakában majd tíz százalékos kamatkülönbséggel jutott forráshoz az ország. A lejáró adósságon, annak megújításán keresztül megindult az adósság átárazódása.

A 2004-es kormányváltást követően a szokásost is meghaladó mértékűre nőtt a hiány, amiben téves döntések (áfakulcs-csökkentés) is szerepet játszottak, illetve napvilágra kerültek a költségvetésen kívül finanszírozott egyéb kiadások (autópálya és egyéb PPP beruházások).

Az adósságráta 2002-2006-között mintegy 10 százalékpontot nőtt, az adósság a GDP 56%-áról 66%-ra emelkedett.

3. Táblázat

Az adósságráta alakulásában közrejátszó tényezők 2002-2010

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Államadósság/GDP	55.9	58.1	59.4	61.7	65.6	65.9	72.3	78.4	80.2
Az adósságráta változása (a+b+c)	3.9	2.1	1.4	2.3	3.8	0.3	6.5	6.1	1.8
a. Elsődleges hiány*	4.6	2.9	2.1	3.8	5.2	1.0	-0.7	-0.1	-0.2
b. Hólabda hatás**	-1.5	-0.4	-1.2	1.1	-0.3	0.0	0.4	2.0	0.5
GDP volumen	4.1	4.0	4.5	3.2	3.6	0.8	0.8	-6.7	1.2
Implicit reálkamat	4.1	3.9	1.5	3.9	3.4	-1.4	1.0	2.0	0.8
c. Egyéb adósság	0.7	-0.4	0.5	-2.5	-1.0	-0.6	6.8	4.2	1.5
<i>Tájékoztató adatok:</i>									
Az államháztartás hiánya (ESA)/GDP	8.9	7.2	6.4	7.9	9.3	5.0	3.7	4.5	4.2
GDP nominális növekedése	12.6	9.3	10.5	5.5	8.0	6.7	5.7	-2.6	3.1
Fogyasztói árindex (éves átlag)	5.3	4.7	6.8	3.6	3.9	8.0	6.1	4.2	4.9

Forrás: MNB

* A bruttó államadósság után fizetett kamatok nélkül vett államháztartási hiány.

** Az AMECO adatbázisból.

Az adósságráta növekedés a következő hatásokból adódott (2. Táblázat):

- 1) a jelentős hiánynövekedés, az *elsődleges egyenlegben mindvégig magas deficit* (lásd 5. Ábra), amiben szerepet játszott a túlzottan nagyvonalú lakástámogatási rendszer, a korábbi évek minimálbéremeléséhez felzárkóztató béremelések a közszférában és a nagyléptékű autópályaépítkezések;
- 2) a *költségvetésen kívüli finanszírozás megnövekedése* (PPP konstrukciók, autópálya építés);
- 3) a *gazdaságpolitika hitelvesztetté vált*, majd a 2006 közepén, a választások után bekövetkezett kiigazítást követően csak fokozatosan nyert támogatást a piac és a gazdaság valamint a befektetők körében.²⁴ A kamatprémium mindvégig magas volt és a

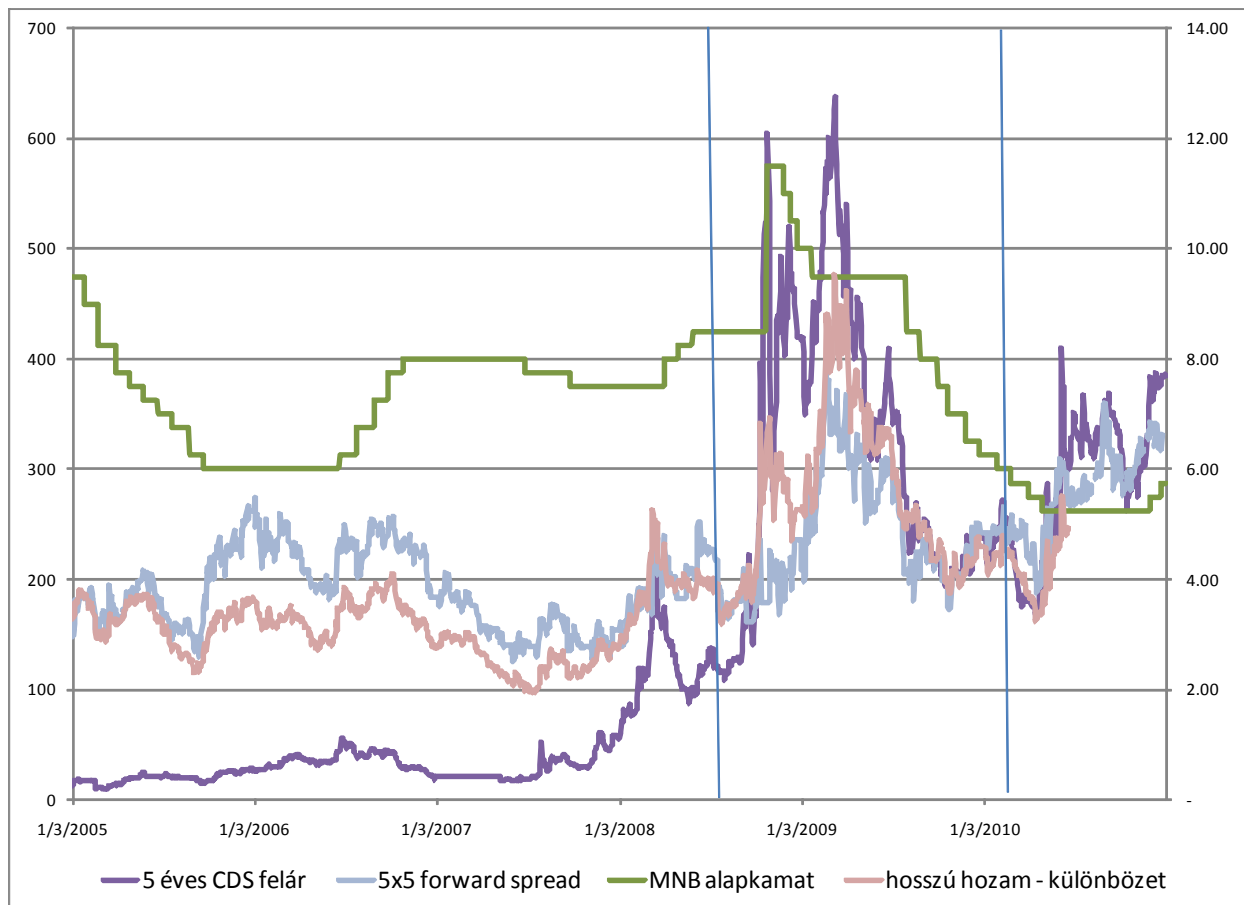
monetáris tanácsát arra ösztönözte, hogy az alapkamatot történelmi magasságba, 12,5%-ra emelje. Az adósságcsapda és a fenntarthatatlanság klasszikus esete állt elő. A 2009-2010-es görög krízist kísérőhöz hasonlóan (relative) magas finanszírozási költségeket kellett fizetni.

²⁴ Sok bíráló érzi még manapság is a Gyurcsány csomagot azért, mert a kiigazítás összetétele nem tette lehetővé, hogy az úgynevezett nem-keynes-i hatások érvényesüljenek és ezért Magyarországon a GDP növekedése jelentősen lelassult már a pénzügyi válság előtt. A nemzetközi tapasztalatok azonban azt is mutatják, hogy amikor az államháztartási hiány nagyon nagy mértékű és lecsökkentése együtt kell, hogy járjon a folyó fizetési mérleg hiányának jelentős visszavételével is, akkor nem nyílik lehetőség a növekedési áldozat megspórolására a kiigazításkor. Amikor ezek a szempontok már előkerülhettek volna (2007 után), akkor a pénzügyi válság más feltételeket szabott. Annyi látható, hogy a 13-dik havi juttatások (állami szektorban és a nyugdíjajánál) korábbi megszüntetése, amit a Gyurcsány kabinet politikai okokból nem tett meg, sokkal egyszerűbb helyzetbe hozta volna a

kiigazítás után is csak lassan mérséklődött a kockázati felár, de messze járt azoktól a magasságoktól, ahová a pénzügyi válság hatására került (lásd 16 ábra);

16. ábra

A kockázati mutatók alakulása a válság előtt és alatt



Forrás: MNB

- 4) a kormányzati kiigazító csomag 2006-ban az infláció átmeneti megugrásával is operált, és ez másodkörös (a várakozásokon keresztül érvényesülő) inflatikus hatásokkal is járt.;
- 5) a hólabda hatás egészen 2005-ig az adósságráta mérséklése irányába hatott. Ezt követően viszont már nem segítette a ráta csökkenését, mert a GDP volumen-növekedése lelassult, az implicit reálkamat emelkedett; ebből a magasabb infláció csak 2007-től vett vissza;
- 6) a devizaadósság részarányát sikerült 30% körül tartani az adósságkezelőknek egészen a pénzügyi válságig, de a külföldi befektetőkre való ráutaltság egyre növekedett a belföldi megtakarítások hiánya miatt.

A 2006-ban foganatosított drasztikus hiánycsökkentés megfordította az adósságrátára ható tényezők előjelét, az adósságráta 2007-re alig emelkedett, pedig a GDP növekedése jelentősen

kormányt a kiigazításkor. Különösen, ha még azt is hozzászámoljuk, hogy a 2004 őszi áfakulcs-csökkentés teljesen felesleges kockázatvállalást jelentett.

lecsökkent. A hiány egy év alatt több, mint négy százalékpontot mérséklődött, az elsődleges egyenlegben többlet keletkezett. A hitelesség megszerzése a program növekedés-visszafogó hatása miatt és a kilátások kiszámíthatatlansága miatt nem sikerül. A nagyon magas országhoz tartozó kockázat csak lassan mérséklődött.

A fenntarthatóságot biztosító és a növekedést beindító intézkedésekre a Gyurcsány-kormány nem maradt ideje, mert 2007 közepétől a nemzetközi pénzügyi válság kényszerhelyzetet teremtett. *Az adósság nominális növekedése 2007-től lelassult, ugyanakkor viszont az adósságráta jobban nőtt, mint az előző, fiskális felelőtlenséggel jellemezhető korszakban.* A 2007-2009 időszakban²⁵ az adósságráta növekedésében fontos szerepet játszottak a kormányzat hatáskörén kívül eső tényezők, elsősorban a pénzügyi válság és a globális recesszió hatása. (4. Táblázat) Ekkor elsősorban a GDP zuhanórepülése okozta az arány növekedését, amit eleinte a költségvetési kiigazítás, majd a külső kereslet visszaesése okozott, amihez szokatlanul gyenge belső kereslet társult. 2009 kivételes év volt, amikor nominálisan is csökkent a GDP. Erre a rendszerváltás óta nem volt példa. Ehhez persze az kellett, hogy a GDP volumene zuhanjon, ami a globális recesszió begyűrűző hatása volt. Ehhez adódott a forint gyengülésének adósság-növelő hatása, ami különösen érzékenyen érintette az eladósodást a 2008-as likviditási válság után, hiszen a devizaadósság részaránya is megnőtt.

A Lehmann-bukás utáni piacbefagyás miatt váratlanul és drasztikusan lerövidült az ország finanszírozása. A megnőtt devizaszükséglet fedezésére az IMF-től kellett hitelt felvenni. M megnőtt deviztartalék-szükséglet.²⁶ A külföldi tulajdonú bankszektor refinanszírozásának várható megingására, másrészt - a leértékelődés miatt és a megnövekvő nemfizetési kockázat miatt - a kereskedelmi banki devizaigény megnövekedésére kellett számítani. Az IMF hitel segítette áthidalni az átmenetileg nehézségekkel küzdő forint állampapírkibocsátások miatti finanszírozási gondokat is. Az IMF hitel miatti adósságállomány-növekedés ugyan nagyrészt az MNB devizataralékait növelte, de a piac a bruttó devizaadósságra koncentrált. Annak mértéke és aránya a bruttó adósságon belül pedig jelentősen megnőtt (45%-ra nőtt 2010 végére a 2011-es Konvergenciaprogram szerint).

A pénzügyi válság Lehmann-bukás utáni szakaszában a közép-kelet európai régió többi nem euróövezeti országa is súlyos sokkokat szenvedett el. A 2009 elején a régiót érő sokk kezelését illetően nem véletlenül kért együtt segítséget az EKB-tól a cseh, lengyel és a magyar jegybankelnök. Magyarország valóban nehezebb helyzetbe került mint a többi ország, de nem csak azért, mert a korábbi évek felelőtlen fiskális politikája miatt fizetnie kellett, hanem azért is, mert piacai fejlettsége miatt a külföldi befektetések aránya mindig magas volt. Meg lehet ezért kockáztatni, hogy akkor is komoly sokkot kellett volna elszenvedni, ha a pénzügyi válság egy konszolidáltabb fázisban érte volna az országot (mint annak idején az orosz válság hatása 1998-ban). Ekkor persze valószínűleg könnyebben ment volna a válságkezelés.

²⁵ A korábban érvényesített gondolatmenet szerint a 2010-et itt is hozzá kellene kapcsolni az előző évekhez. Vannak is áthúzó hatások. Az is valamennyire hasonlatos a 2002. évi költségvetési fordulathoz, hogy az akkori nagy béremelésekhez hasonlóan most nagy adókiengedés ütött lyukat a költségvetésen (az összes többi jellemző és az utóhatások is azonban más karakterűek). Mindent összevetve a gazdaságpolitikai fordulat, ami a Bajnai-féle terveket kisiklatta, és a pénzügyi válság lecsengése miatt 2010-et egy új korszak kezdetének tekintetem.

²⁶ Az úgynevezett Guidotti mutató – amely az ország éven belül lejáró adóssága alapján határozza meg a devizataralék kívánatos szintjét – megugrott, elsősorban a refinanszírozások drasztikus lerövidülése miatt.

4. Táblázat

Az adósságráta alakulásának főbb mozgatói a „nagy mérséklés” és a „nagy növekedés” időszakában

	1995-1991	2002-1996	2007-2002	2010-2008	2010
Adósságráta az időszak végén	85.4	55.9	65.9	78.2	80.2
Az adósságráta változása (a+b+c+)	10.2	-31.4	9.9	12.5	2.0
a. Elsődleges hiány	16.3	-9.0	14.8	-0.8	-0.2
b. Hólabda hatás	-47.5	-18.0	-0.8	2.3	0.5
c. Egyéb	41.3	-4.4	-4.1	10.9	1.5
<i>Tájékoztató adatok</i>					
Államadósság időszak végén (Md Ft)	4905	9574	16734	20421	21533
Államadósság növekedése (Md FT)	2978	4669	7160	3687	1112
Államadósság növekedése	2.5	2.0	174.8	1.2	1.1
Nominális GDP növekedése (Md FT)	3248	11485	8090	233	1528
Nominális GDP növekedése	2.30	3.00	1.50	1.03	1.03

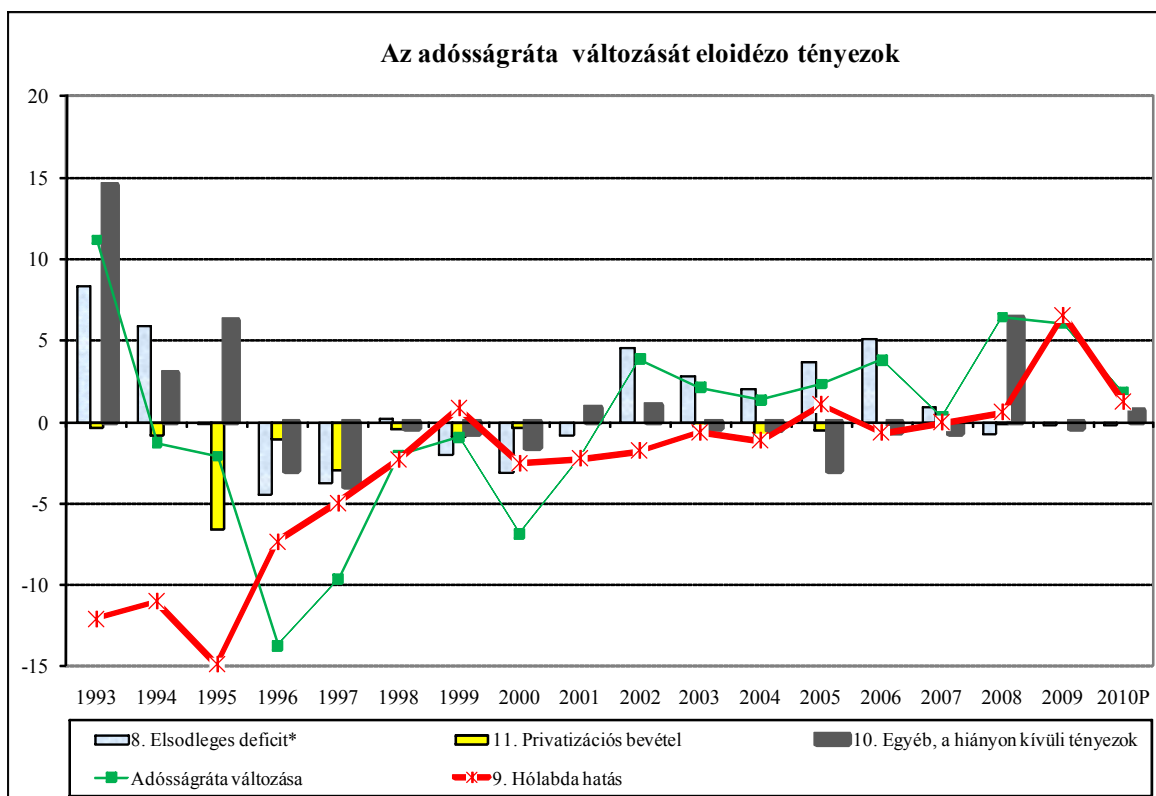
Forrás: MNB, saját számítás

Összességében a következő megállapítások tehetők.

- *A rendszerváltást követően az ország adósságcsapdába került, az adósságráta folyamatosan emelkedett, de ennek okait csak a költségvetés és az MNB mérlegeinek összevonásával előállított konszolidált államadósság elemzésével lehetett feltárni, mert a hivatalos hiánymutatók nem tükrözték a látens veszteségeket és a finanszírozás az MNB közvetítésével történt.*
- *Az 1995-ös kiigazítást követően az ezredfordulóig az összes tényező az adósságráta csökkentése irányába hatott, aminek hatására az adósságráta a maastrichti 60%-os kritérium alá csökkent. A legfontosabb a fegyelmezett költségvetés-politika (pozitív elsődleges egyenleg) volt és a privatizációs bevételek is a finanszírozási igényt csökkentették.*
- *Míg 2002 és 2006 között az 55-ről 65-re növekvő adósságráta oka egyértelműen a túlzott hiánnyal működő költségvetési politika volt,*
- *a 2007-2009 közötti 65-ről 78-ra emelkedő rátáért, a 13 százalékpontos - növekményért nagyrészt a hazai döntéshozók hatáskörén kívüli, a pénzügyi világválsággal összefüggő, a hazai döntéshozókat kényszerítő tényezők okozták: 2008-ban az extra hitelfelvételi kényszer, 2009-ben a GDP zuhanás miatti pozitív „hólabda hatás” és az árfolyam leértékelődése; (lásd 17. Ábra)*
- *Az „hólabda hatás” 1996 óta szinte mindvégig az eladósodást mérsékelte (a GDP volumen-növekedése magasabb volt, mint az implicit reálkamat), 2008-tól azonban - a súlyos recesszió miatt - a „hólabda hatás” is az adósságráta növekedését irányába hatott. (lásd 18. Ábra)*

- A különböző eladósodási korszakok mögött különböző kormányok gazdaságpolitikájának áthúzódó hatásai tárhatók fel;
- Az adósságnövekedésből 1998 és 2010 között 10 százalékpont feletti részt magyaráz a magánnyugdíjpénztári rendszer létrehozása, ami azonban a pénztári vagyon újraállomítását követően, 2011-től az állam rendelkezésére áll és akár teljes egészében is adósságcsökkentésre lenne fordítható²⁷;
- A növekvő devizaadósság miatt az árfolyamváltozásokra is érzékenyebbé vált az állam, mint korábban. A forint leértékelődése – ceteris paribus – az adósságráta fontos növelő tényezőjévé vált.

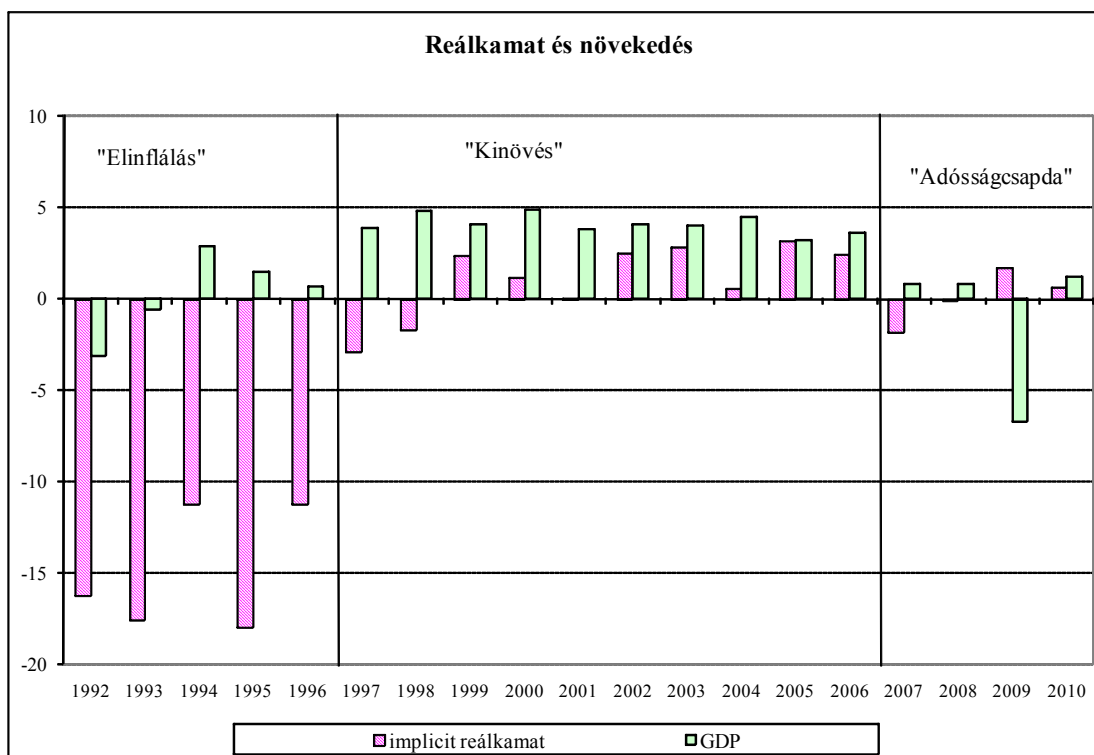
17. ábra



Forrás: lásd 1-2. táblázat

²⁷ Az eddigi szerint nem csak az államkötvényekben lévő rész csökkenti majd az államadósságot. Lásd

18. ábra



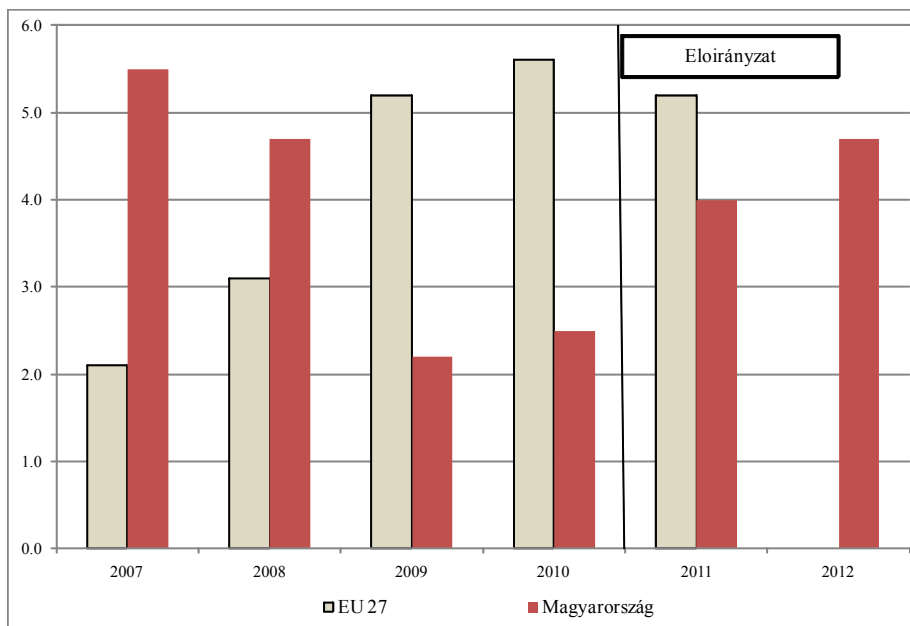
Forrás: MNB

A Bajnai kormány a rendelkezésére álló szűk egy évben (2009 tavaszától) válságkezeléssel és a hiánycsökkentő pálya megalapozásával foglalkozhatott. Ezt azonban elég hatékonyan tette, és a kormányváltás után, 2010-ben, a második Orbán kormány kontrollált helyzetet vett át. A legfontosabb mutató : a költségvetési finanszírozási igénye csökkenő pályán volt. A strukturális hiány drasztikusan csökkent és mögötte az elsődleges egyenleg 2008-ben már közel egyensúlyban volt, 2009-től pedig többletet mutatott, amit az előrejelzés szerint tartan lehetett.²⁸ Magyarország relatív helyzete megerősödött 2010-re (lásd 19. Ábra), mert az unió többi országa nagymértékű fiskális lazítással (anticiklikus politikát folytatva) próbálta kivédeni a válság stabilitást megrengető és recessziós hatásait, amit Magyarország nem engedhetett meg magának. Igaz kényszerből, de Magyarország helyzete nem csak a hiány- hanem az eladósodottsági mutatók tekintetében is javult: 2010-ben az EU átlagán állt az adósságrátánk (lásd 20. Ábra), míg korábban tartósan a kiugróan eladósodott három EU-tag után következett Magyarország a sorban.

²⁸ Nem további intézkedések nélkül, de a szükséges lépések nagyságrendjére és a lehetséges intézkedésekre az új kormány részletes kimutatást kapott elődjétől. A számonkérések alkalmával sokszor előjön, mint vád, hogy az előrejelzések nem bizonyultak utóbb helyesnek. Aki készített már előrejelzést az tudja, hogy ez minden szándékosság nélkül is könnyen előfordulhat, különösen akkor, ha a külvilág előrejelzéseit is oly mértékben átírja a valóság, mint az a pénzügyi válságkor történt. Lehet és kell ennek az okait vizsgálni. Az IMF meg is tette. (Lásd IMF IEO 2011.) Az unióban a növekedés felülbecslése a kétezres évek elején egy "bevett trükknek" számított a stabilitási és növekedési egyezmény előírásainak a megkerülésére, de épp ezért a brüsszeli vizsgálatkor erre külön nagyon figyeltek, és a pénzügyi válság alatti növekedési előrejelzési tévedések a váratlanul elmélyülő globális recesszió következményei voltak.

19. ábra

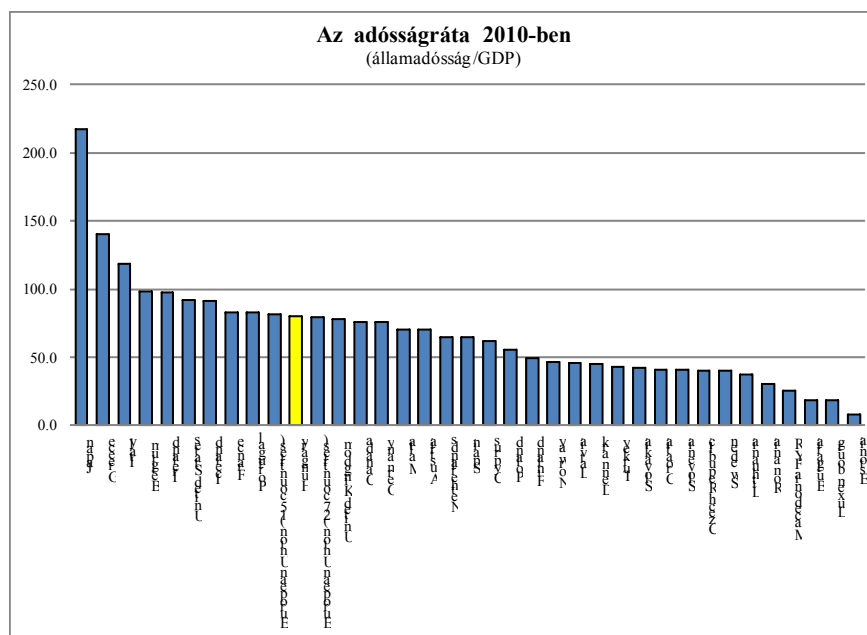
A strukturális hiány alakulása



Forrás: Az európai hiánymutatók a Public Finance in EU 2010 kiadványból származnak (I.1.1. táblázat). Innen vettük a strukturális magyar mutatókat is a 2007-2009 ;vekre. A többi adat forrása a magyar Konvergenciajelentés 2011.

20. ábra

Az adósságráta alakulása az Európai unióban



Forrás: AMECO

A kormányváltáskor, 2011 tavaszán, a 3,8%-os (ESA) hiánycél eléréséhez a piac várt néhány döntést, de összességében hiteles volt a meghirdetett program. Ezt a kockázati mutatók és az árfolyam is visszaigazoltak. A kockázati mutatók többé-kevésbé a pénzügyi válság előtti, 2007 közepi szinthez közelre csökkentek (lásd 16 ábra), a forint árfolyam pedig 265 HUF/EUR szintre erősödött. Az adósságráta 2010-ben kissé tovább emelkedett, 80,2%-ra, ami tendenciájában nem tér el a 2010 tavaszi Konvergenciaprogramban szereplő előrejelzéstől, de kissé meghaladja azt. Ez alapvetően a célnál mintegy fél százalékponttal magasabb államháztartási hiány következménye. Közrejátszott az is, hogy a kormányváltást követően újból megugrott országkockázati prémium és így a kamatkiadások nem mérséklődtek, hanem emelkedtek. Ebben elsősorban a kilátások bizonytalansága volt a meghatározó. Az adókiengedő gazdaságpolitikai fordulat, ezzel a közép távú fenntarthatósági kockázatok megnövekedése és a független intézményekkel (Költségvetési Tanács és MNB) folytatott ádáz harc – szükségtelenül - visszaröpítte a kockázati felárainkat a válság alatt tapasztalt szintek közelébe. A Költségvetési Tanács (éppúgy mint a nemzetközi és hazai elemzők) rámutattak a közép távú fenntarthatatlansági kockázatokra.²⁹ A forint árfolyama visszagyengült a pénzügyi stabilitást és főleg a devizaadósokat fenyegető szintre, majd hektikus kilengéseket produkált a bizonytalanságot generáló politikai bejelentések hatására.

A forintárfolyam és a kockázati felárak megszelídüléséhez szükséges kiigazító lépések bejelentésére, amit a Széll Kálmán Terv vázolt fel, 2011 márciusáig kellett várni.

VI. Az adósságcsökkentési program esélyeiről – a „pénzügyi függetlenségi harc” margójára

“Magyarország pénzügyi és gazdasági függetlenségi harcot folytat, amelynek első lépése az IMF kipaterolása volt, a második a Széll Kálmán Terv, amellyel az ország méltósága állhat helyre a világban.” – mondta Matolcsy György nemzetgazdasági miniszter.³⁰

A továbbiakban azt nézzük meg, hogy a miniszter úr által felsoroltak, hogyan növelik az ország pénzügyi „szabadságát”.

A kormány tehát a meghirdetett “pénzügyi függetlenségi és gazdasági szabadságharc” első lépéseként tekint *az IMF “kipaterolására”*. Ez szalonképes nyelven azt fedi, hogy 2010 nyarán *az új kormány megszakította a hiteltárgyalásokat az IMF-el; eltérve az előre beharangozottaktól, nem indított új tárgyalásokat az IMF-től felvett hitelekről, sem pedig egy újabb, a korábbinál nagyobb szabadságot adó IMF keret feltételeiről.*

Mik ennek a lépésnek a következményei? Vegyük előre azt az érvet, amit a kormány képviselői visszatérően hangsúlyoznak: a kormány szabad kezét kapott a gazdaságpolitikai eszközök kiválasztásában. Ez valójában azt jelenti, hogy *az IMF nem gyakorolhat nyomást, mint a hitelek feltételeinek meghatározásakor, hanem legfeljebb “csak” szóvá teheti/szóvá is tette* (hivatalból az ország szokásos értékelésekor³¹), *hogy a kormány egy sor olyan eszközt alkalmaz, ami*

²⁹ Lásd Költségvetési Tanács [2010].

³⁰ <http://www.portfolio.hu/tool/print/3/1488591>

³¹ Lásd IMF [2011].

fenntarthatósági kétségeket vet fel. Az IMF értékelésnek így is van azonban – és nem is elhanyagolható - hatása a piaci árazáson keresztül.

Mit kezdett ezzel a „szabadsággal” a kormány? Az új kormány lépésinek nagy része beleesik abba a kategóriába, amiről közgazdaságtani ismereteink és a nemzetközi tapasztalatok alapján tudjuk, hogy veszélyes, kerülendő és előbb-utóbb „visszaüt”. Az egyetemi közgazdászképzés része a költségvetési politikai kurzusokban az, hogy kerülendő a megalapozatlan (kiadás-csökkentéssel nem alátámasztott) adócsökkentés, hogy egyszeri, diszkrecionális bevételekkel nem lehet költségvetési lyukat befoltozni, és hogy a hosszú távon (látens) elkerülhetetlenül növekvő finanszírozási igény fedezetére jó előre célszerű tartalékot képezni. Mindezt az IMF szavá tehetette, mint annyi más szakértő belföldön és külföldön egyaránt, de szava kétségtelenül nem volt annyira „meggyőző”, mint amikor hitelnyújtóként lépett fel a múltban. *A kormány szabadságot nyert tehát abban, hogy a felső középosztályt kiemelt kedvezményezetté tegye, s hogy az adókiengedés miatt megugró folyó hiány finanszírozásába bevonja a több, mint egy évtized alatt felhalmozott magánnyugdíjpénztári megtakarításokat, tekintet nélkül arra, hogy ez már néhány év távlatában is mekkora lyukat jelent a költségvetésen.*

Elérkezett tehát a szabadság pillanata? Még ez sem igaz, mert a történetnek itt nincs vége. Nem feledkezhetünk el arról ugyanis, hogy Magyarország az EU tagja és a vonatkozó szabályokat be kell tartania. Márpedig az előzőekben felsorolt fenntarthatósági kockázatokat az EU is látta. És ki is kényszerítette az alkalmazkodást: az ezekre tett ígéretet tartalmazza a Széll Kálmán Terv, illetve az annak nyomán lépésenként kibontakozó drasztikus kiadáscsökkentés. Ezeket megszorításnak hívja a szakma, mégha politikailag ez a szó ma nem decens Magyarországon akkor is. *Másként megfogalmazva, az IMF-el való „szakítással” elnyert gazdaságpolitikai szabadság látszólagos: cserébe a nagymértékű adókiengedésért szabadon megválaszthatja a kormány, hogy hogyan és kitől veszi el a hiányra vonatkozó szigorú uniós korlát teljesítéséhez szükséges összeget.* Az IMF valószínűleg azt kérte volna, amit több közgazdász is képviselt, hogy az adócsökkentéssel meg kellene maradni a már meghirdetett pályán. Ekkor a széles néprétegeket negatívan érintő, a társadalmi feszültségeket szító intézkedéseket átgondoltabban és jobb ütemezésben lehetett volna végrehajtani, valamint nem kellett volna felhasználni folyó kiadásokra az öregedési probléma megoldását segítő megtakarítások nagy részét sem.

Ugyanakkor nem esik szó az „IMF-szakítás” *meglehetősen költséges utóhatásairól.* Az IMF hitelek felvételét első helyen a devizatartalék-igény tette szükségessé. Ez az igény mérséklődhet ugyan valamelyest, de csak a válságból való kilábalás egy későbbi szakaszában. Egyelőre az IMF-tárgyalások megszakadása azt jelentheti, hogy a lejáró IMF hiteleket a piacról kell refinanszírozni, ami még akkor is többlet-költséget jelent, ha figyelembe vesszük, hogy a magyar kockázati felárak a kiigazítási tervek nyilvánosságra hoztatala óta mérséklődtek. De még így is csak a 2010-es áprilisi szint közelében járunk. Különösen élesen látszik a piaci finanszírozás költséghátránya ahhoz viszonyítva, ha Magyarország is el tudta volna érni egy *flexibilis IMF hitelkeretnek* az odaitélését (mint Lengyelország), amit csak akkor kell(ene) lehívni, ha valami külső sokk folytán újból vészhelyzetbe kerülne az ország a saját hibáján kívül.

Bármennyire is sikeres volt is a 2011 tavaszi USD kötvénykibocsátás, arról nem esett szó, hogy az államadósság/GDP mutató nagyságán kívül *már megint a magas devizaadósság részarány jelenti a legfőbb kockázatot, akár csak a rendszerváltáskor.* Míg az előbbi, az adósságráta, nem is tekinthető kirívónak összehasonlítva az uniós többi országgal, a devizaarány növekedése kifejezetten kedvezőtlen fejlemény.

Egy flexibilis IMF hitelkeret szerencsésen mérsékelte volna a növekvő deviza-denominációs kockázatot is. Ennek részben egy tényleges adósságcsökkentés lehetett volna a következménye, ami természetesen az adósságrátát és ezzel a kamatfelárunkat is mérsékelhette volna tartósan. Másrészt viszont a magasra nőtt devizadósság részarány is lejjebb került volna, ami ugyancsak sérülékenység és effektív költségcsökkentő hatású lett volna.

A devizaarány növekedése annak is a következménye, hogy a magánnyugdíjpénztárak vagyonának felhasználása a forintban denominált államkötvények állományát fogja csökkenteni (az államadósság egyszeri nagyságának csökkentésével egyidejűleg, ami ugyanakkor „ugrást” okoz a deviza részarányban). A Konvergenciaprogramban³² e helyett a devizaadósság részarányának mérséklése szerepel (2016-ra -ra), de azzal a feltétellel, hogy a 2008-as IMF hitelsomagból felvett hiteleket a lejárat után nem refinanszírozzák. Ekkor azonban az MNB devizatartalékai is visszaesnének a korábbi szintre, ami – félő, hogy – a jövőben sem lesz elegendő, mert a válság utóhatásain kívül a belföldi gazdaságpolitikai bizonytalanság is az ország finanszírozásának tartós rövidülését vetíti előre. Amennyiben nem engedheti meg magának az ország, hogy az MNB devizatartalékai a jelenlegi szintről csökkenjenek, akkor felmerülhetne még az is (ami a válságkor egy kisebb összeg esetén előfordult), hogy a deviztartaléknövelő hiteleket az MNB a saját számlájára vegye fel. Ekkor a maastrichti mérce szerinti államadósság nem nőne, és a deviztartalék is elérné a piacok szemében szükséges szintet. A költségek azonban az MNB eredménypozícióján keresztül éppúgy (legfeljebb késleltetve) jelennének meg a költségvetésben. Ezt a változatot eleve el kellene vetni, ha figyelembe vesszük, hogy ez két szuverén adós megjelenését jelentené a piacon, újratermelve épp azokat a rendszerváltáskor jól ismert prezentációs problémákat, amiknek kiiktatása a kilencvenes évek egyik fő eredménye volt. Ezen túlmenően a transzparenciában is nagy visszalépést jelentene, vélelmezhető, hogy egy idő után az EU is rájönne, hogy a magyar helyzetet a konszolidált adósság alapján kell elemezni.³³

Mindent összevetve az IMF-el való „szakítás” költséges mulatság lehet, aminek költségei következtében valójában nem szabadságot nyer a kormány, hanem beszűkül a gazdaság- és pénzügypolitikai mozgásterünk.

A Széll Kálmán Terv (SZKT) bevezetője szerint elérkezett az idő, hogy hadat üzenjen az ország az adósságnak, mert a magyar emberek túl sokat költenek az adósságuk utáni szolgálatra (törlesztés és kamat). Az adósságot képszerűen egy poliphoz hasonlítja a bevezető, amit le kell vágni végre magunkról (lásd az I. sz. Függelékben).

Az államadósságtól való „megszabadulás” nem feltétele az ország boldogulásának, amint arra ennek az írásműnek a korábbi részeiben több szempontból rámutattunk.

Az Alaptörvény végső változata korrigált: azt államadósság GDP-hez viszonyított arányának az 50% alá való mérséklését írja elő. Az állam eladósodottságának a mérséklése kulcsfontosságú gazdaságpolitikai prioritás, valóban, csak éppen maga az SZKT nem erről szól. Bőségesen beszél az államadósság csökkentéséről. Amit tekinthetnénk akár szakmai pontatlanságnak is, de

³² Lásd Konvergenciaprogram 2011.

³³ Ez még akkor is igaz, ha a devizatartalék céljára történő MNB hitelfelvétel más hatásokkal járna, mint a kilencvenes évek elején a költségvetésnek (korábban az állami szektornak) továbbhitelezett külföldi hitelfelvétel.

valójában egyetlen fontos feladatra koncentrálni: arra, hogy az egykulcsos adó bevezetésének „köszönhető” nagy mértékű adókiengedés ültette bevételi oldali lyukat hogyan fedezzék a költségvetés kiadási oldalának hozzáigazításával, hisz a válságadók és a magányügdíjpénztári bevételek erre csak átmeneti megoldást adnak. Közben csepegtetve érkeznek az egyéb részletek.³⁴ Amik persze megszorítások, mégha a kormány összes illetékese napjában elhatárolódik is ettől „a múlt minden baját okozó” elnevezéstől. A különböző terveket olyan kiadás-megtakarítási intézkedések alkotják (sajnos egyelőre még nem konzisztens módon). A hiány (az államháztartás finanszírozási igénye) így megfelelhet az uniós vállalásoknak. Egy eladósodás-csökkentési program azonban ennél jóval többet jelent. A gazdaság fenntartható, dinamikus pályára állítása, a foglalkoztatottság növelése, a reál és pénzügyi befektések számára vonzó környezet, a forint árfolyamát stabilizáló kiszámítható kilátások – ezek azok a kérdések, amikre vonatkozóan az eddigi kormányzati intézkedésekből nem sok biztató olvasható ki.

Amennyiben a „pénzügyi szabadságharc” fontos eleme, változatlanul, az államadósság visszafizetése, aminek lefőbb bizonyítéka a magányügdíjpénztárak vagyon felélése (nem államosítása!). (Természetesen önkéntes alapon!) Amikor a pénztári vagyon forintban denominált állampapírok visszakerülnek az államhoz (az Államadósságkezelő Alapba³⁵) valóban csökken az államadósság és ennek megfelelően az adósságráta is. A többi bevételről annyit tudni, hogy egy részét államadósságnövelésre – kötelezettségek átvállalására, kivásárlásra használta a kormány. (Lásd 5. táblázat) Mindent összevetve az államosított körülbelül 2800 milliárdnyi magányügdíjvagyomból (ami a GDP cca. 10%-a) a Konvergenciaprogram szerint 4,7 százalékpontos adósságráta csökkentés származik majd az állampapírok megsemmisüléséből. A GDP körülbelül 2% -át teszi ki a MÁV-, BKV- konszolidációra és a PPP projektek kivásárlására fordított összeg. Mindent összevetve – leszámítva a folyó kiadásokra költött összeget is - *a magányügdíj felhasználásnak köszönhetően a 2010 januári Konvergenciajelentéshez képest mindössze 1,5%-al alacsonyabb adósságráta várható 2012-re.*³⁶

³⁴ A konvergenciaprogrammal egyidejűleg publikálták a reformok leírását is. De még mindig ismeretlen nagyon sok, lényeges részlet és a meghirdetett sarokszámok teljesíthetősége nem alátámasztott.
<http://www.kormany.hu/download/0/c3/30000/Nemzeti%20Reform%20Program.pdf>

³⁵ Kérdés, hogy hogyan egyeztethető össze az államháztartáson kívül létrehozott alaptól történő finanszírozás – a nem állampapírpiazi portfólió értékesítéséből származó összeg elköltése – az uniós szabályrendszerrel. Ez a jövő titka lesz. Az biztos, hogy az ESA módszertan szerint el kell számolni 2011-ben bevételként a magányügdíjpénztárak felszámolását.

³⁶ Lásd Konvergenciaprogram 2011. 41. Oldal.

5. Táblázat

A magánnyugdíjportfólió államadósság-csökkentő hatása
(a GDP százalékában)

1. Teljes portfólió	10.8
2. Magánnyugdíjpénztárban maradóknak vagyona	1.1
3. Kifizetendő reálhozam	0.7
4. Állami költségvetéshez kerülő portfólió (1-2-3)	9.1
ebből:	
5. állampapír	4.1
6. memo: DKJ és éven túl lejáró állampapír	4.0
7. egyéb eszközök	5.0
8. memo: 2011-ben felhasznált eszközök	3.2
9. Adósságcsökkentő hatás (6+8)	7.2
10. A portfólióbevételekből fennmaradó eszközállomány (7-8)	1.8

Forrás: MNB Inflációs jelentés 2011. április 62. oldal

A szabadságharc harmadik pillére az Államadósság Ellen Alap (ÁEA) ami egy győri plébános kezdeményezése és arra mozgósítja a magyar vállalatokat és magánszemélyeket, hogy fizessenek az alapba a magyar államadósság visszafizetésére. Komoly morális ráhatást alkalmazva³⁷, és látszólag vonzó adókedvezményekkel megspékelve a kormány felkarolta a kezdeményezést, ami szakmailag érthetetlen (a lehetséges politikai indítékokkal pedig itt nem foglalkozunk). Megfelel annak az eredeti koncepciónak ami az államadósság csökkentését tűzi ki célul. Minden egyéb hatástól eltekintve az biztos, hogy a transzparenciát nem segíti a kezdeményezés. Ami az egyik oldalon ugyanis csökkenti a piaci finanszírozási igényt, az a másik oldalon növeli a hiányt, mert adókedvezményekből (kieső adóból) származik.

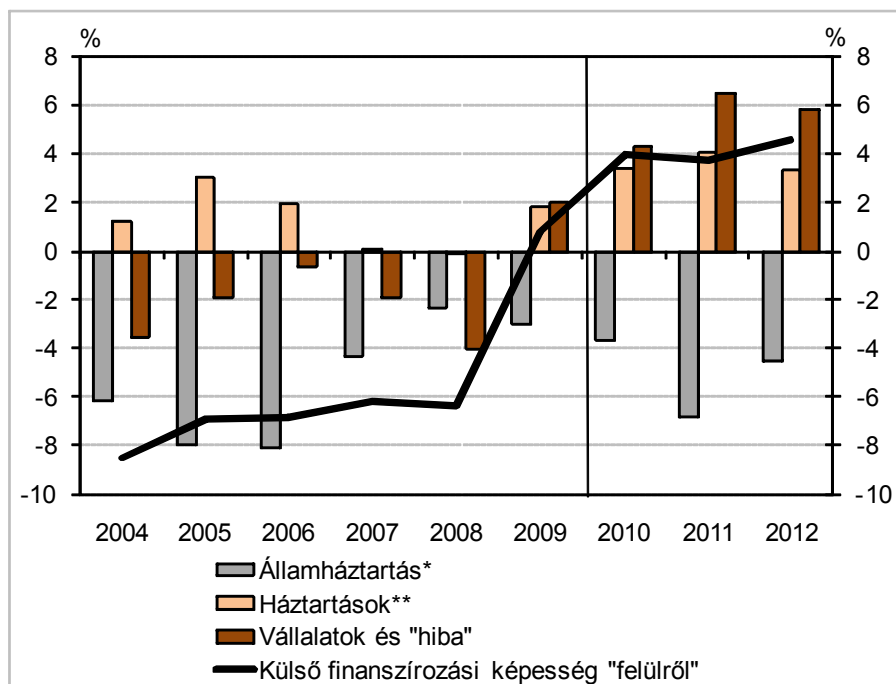
Ez a „népi kezdeményezés” teljesen más hatású, mint a magánnyugdíjpénztári vagyon (egy évtizednyi felhalmozott megtakarítás) hiánycsökkentésre illetve adósságmegsemmisítésre való

³⁷ „Magyarország legsúlyosabb terhét, az államadósság okozta terhet *csak az emberek összefogásával, személyes áldozatok vállalásával lehet csökkenteni* - fogalmazott Matolcsy György a Széchenyi Klub ülésén.”
<http://www.portfolio.hu/tool/print/3/1488591>

felhasználása. Attól is alapvetően különbözik, amikor a kilencvenes évek közepén az állami vállalatok privatizálásából származó külföldi bevételeket adósságtörlesztésre fordították. (Míg a privatizációs bevételek adósságcsökkentésre való felhasználása bizonyíthatóan pozitív hatású volt mind az eladósodás mérséklése, mind a növekedési pálya szempontjából, a magánnyugdíjak felélése megnöveli a közép- illetve hosszú távú implicit finanszírozási igényt illetve eladósodási kockázatot, s ez visszafogó hatással lehet a felzárkózásra.) Az Adósság Ellen Alapba történő befizetésekor a vállalatok fejlesztési forrásai szűkülnek, ugyanakkor a lakosság részéről történő adakozás az amúgy sem bőséges lakossági megtakarításokat mérsékli. (21. Ábra)

21. ábra

Az egyes szektorok finanszírozási képessége (a GDP arányában, százalék)



Forrás : MNB Inflációs jelentés 2011. Április

** Az államháztartás SNA-hiányával konzisztens finanszírozási képesség, ami nem veszi figyelembe a magánnyugdíjpénztári megtakarításokat.

Lehet, hogy az ÁEA-ba történő befizetések miatt az Államadósságkezelő Központnak a jövőben valamivel kevesebb állampapírt kell majd kibocsátania (mert a lejáró állampapírok egy részét az ÁEA-ból fizetné vissza). Ez javíthatja a költségvetés helyzetét a korábban előirányozotthoz képest, mert kevésbé nő az államadósság és kevesebb kamatot kell kifizetni. A feltételes mód azonban indokolt, mert ez csak akkor következik be, ha közben nem bánik nagyvonalúbban az állam az egyéb kötelezettségvállalással és nem változnak (vagy csökkennek) a kamatok. Egyébként a népi adakozás csak a pluszköltségek fedezetét biztosítja. Könnyen lehet, hogy amit a réven nyerünk azt, vagy annál többet veszítünk a vámon. Amennyivel csökkenne a kamatkidás az alacsonyabb adósság miatt, annyival nőhetnek is az állam költségei részben mert az ÁEA-befizetéseket le lehet írni az adóalapból, részben pedig a „kiszorító” hatás miatt..

Nem lehet előre felmérni, hogy a kamatokat (kamatprémiumot) hogyan befolyásolja a lakossági megtakarítások „elszipkázása”, illetve ennek a sokszálú, tovagyűrűző hatása a gazdaságra és a transzparencia romlása. (mindez csak akkor érdekes, ha valóban jelentős összeg kerülne az ÁEA-ba.) Azt kellene összevetni ugyanis, hogy a rövid távú növekedést visszafogó hatás, ami a magánmegtakarítás adósságvisszafizetésre való felhasználásából fakadna, ellensúlyozza-e a csökkenő adósságráta miatt javuló országgockázat hosszabb távon érvényesülő növekedést generáló hatása.

Mindent összevetve az ÁEA befizetési akciótól pozitív hatás nem várható. Az átláthatóság biztosan csökken, az egykulcsos adórendszeren, aminek alapjellemezője lenne elvileg a kedvezmények kiküszöbölése, újabb szépségflastrom kerül, a kisebb államadósságnövekedésből (amennyiben valóban azt jelent majd) származó megtakarítás pedig kétséges. Ennél negatívabb is lehet a hatása, ha nagy mértékben öltene az adósságvisszafizetési népi akció, ami azonban egyelőre nem valószínű.

A nemzetközileg bevált normákat sutba vágó „magyar út” költségei tetemesek. A költségek tükröződnek a kockázati felárakban, a kamatkiadásokban (ezeket emelni kellett a 2011-es Konvergenciaprogramban) és a növekedési pályára való visszatérés lassúságában. Ezen túl tükröződni fog az egyre növekvő társadalmi feszültségben, amit a szándékoltan növelt jövedelemegyenlőtlenség okoz. A társadalmi feszültség politikai kockázatot jelent, az pedig rosszabb kamatfelárakat annál, mint amit egy átgondoltabb és meggyőzőbb gazdaságpolitikával lehetne elérni.

A választott út kockázata az is, hogy előrevetül a devizaadósság részarányának tartós növekedése, ami az ország sérülékenységét növeli. A Konvergenciaprogram az IMF hitelek visszafizetésével számol, s ezzel kalkulálva 2016-ra 65%-ra várja az adósságráta csökkenését. Kérdés, hogy a piaci folyamatok és az ország helyzete megengedi-e azt, hogy az MNB-nél elhelyezett devizabetétek ennyivel csökkenjenek. Mert ha nem, vagy nem teljes mértékben, akkor mégiscsak jobb megoldás lett volna az IMF flexibilis hitelkeretével operálni, mintsem egy ötven százalék felettire emelkedő devizaadósság részarányával menedzselni az állam adósságát³⁸, aminek buktatóit már a rendszerváltáskor tapasztaltuk. A “visszatérés a múltba” e téren sem látszik a blöcs választásnak, az eladósodottság mellett a devizában való eladósodottság mérséklése is fontos cél kellene, hogy legyen. Ehhez persze az szükséges, hogy a belföldi megtakarítások bőségesen álljanak rendelkezésre és ne okozzon gondot az államadósságkezelőknek a forintban denominált kötvények részesedését emelni a finanszírozásban, amint azt a Konvergenciaprogram célként tartalmazza. Most, hogy a magánnyugdíj pénztárak kiestek a piacról, nem adósságtörlesztésre kéne buzdítani a lakosságot, hanem megtakarításaik növelésére. Ami valóban hatékonyan segítené az adósságfinanszírozást és mérsékelheti a jövőbeli nyugdíj-kockázatot.

³⁸ A Konvergencia program azzal számol, hogy 40%-ra csökkenhet, amiben azt feltételezik, hogy az IMF hitelek kifutnak. Ez az arány azonban még mindig magasabb, mint amit az államadósság-kezelésben biztonságosnak lehet tekinteni (20-30%).

VII. Milyen eladósodás-csökkentésre nyílik lehetőség 2011-től? – Következtetések

Az államadósság nem közellenség. Nem „leküzdeni” kell, hanem ésszerű és céltudatos gazdaságpolitikával, költségtagarékos adósságmenedzseléssel az ország javára felhasználni. Nem adna több lehetőséget az ország számára egy olyan világ, ahol a magyar államnak nincs adóssága. Egy sor olyan feladat van (reform is lehet), amit az államnak hitelfelvételből érdemes finanszíroznia és nem adókból (mégcsak különadókból sem!).

A kormány propagandának az adósság elleni ádáz harc helyett *az eladósodás megfelelő keretek közötti hasznosságára* kellene rámutatni. Ez persze nem zárja ki, hogy az állam és a lakosság 2010 végére túlzottan tekinthető eladósodásának mérséklése álljon az első helyen a gazdaságpolitikai célok között.

Amennyiben az eladósodottság (az államadósság/GDP arány) egy a mainál alacsonyabb, az ország fejlettségével harmonizáló szintre süllyed, akkor a felzárkózás a fejlettebb európai országokhoz biztosított.

Az adósságráta elmúlt húsz évet felölelő elemzése azt mutatja, hogy egy a siker reményével kecsegtető eladósodottság-mérséklő program szükségszerűen nagyon sok, egymással összehangolandó elemet tartalmaz, kiterjed a fentiekben bemutatott tényezők mindegyikére.

Nincs szükség az államadósság erőltetett visszafizetésére, de szükség van a növekményének az erőteljes fékezésére, amit a költségvetési hiány alacsony szinten tartására biztosíthat.

Amennyiben a 2009-es súlyos recessziót követően *a fejlődés visszatér egy tartós, egyensúlyi növekedési pályára* az adósság-GDP arány fokozatos és folyamatos csökkentése megvalósítható, s ez lenne a lényeg. Amennyiben a GDP nominális növekedése 6-7% körül van évente, akkor 3%-alá süllyedő hiány esetén egy-két százalékpont körüli adósságráta csökkentés elérhető, ha nem kerül sor egyéb kötelezettségvállalásra. Az adósságráta alakulásának csökkentését segítheti, ha a növekedési pályára való visszatérést újra tartósan kíséri majd a forint egyensúlyi reál felértékelődése. Ez különösen azért fontos, mert az államadósságon belül megint veszélyesen magas a devizában denominált állomány.

Az államadósság növekedésére vonatkozó adósságkorlátot (az évente elfogadható hiányt és az egyéb kötelezettségvállalást) a jövedelemtermelőképeség és a finanszírozhatóság szempontjai alapján lehet meghatározni, s ha van mozgáster, akkor egyéb (fejlesztési, reform stb.) szempontokat is be lehet iktatni.

Az egyedi tényezők (privatizációs bevétel, magánnyugdíjpénztári vagyon felélése, önkéntes adakozása a folyó magánmegtakarításokból stb.), amelyek alkalmilag lehetővé teszik az államadósság nominális értékének (vagy növekedésének) a csökkentését egy ilyen programban csak másodlagos szerepet játszanak. Az egyszeri adósságállomány csökkentés (növekedés-visszafogás) ugyanis csak akkor jár együtt az eladósodottság tartós mérséklésével, ha hosszabb távon sem vált ki ellentétes hatásokat azokra a fundamentális alapfolyamatokra, amelyek az államadósság arányát a megtermelt jövedelemhez képest alacsonyan tarthatják.

Az előttünk álló időszakban az eladósodottság mérséklése már nem támaszkodhat olyan „meglepetésekre”, mint a sikeres eladósodásmérséklés évei alatt, 1996-2001-ig. Az inflációs megelégedés alkalmazása EU-tagként kizárt, de nem is lenne érdeke az országnak. Pláne nem a

valutaárfolyam leértékelődésének kiváltásával, mert ennek versenyképességi hatása nulla lenne, a pénzügyi stabilitási hatása viszont katasztrofális. (Remélhetőleg ez az öngyilkos teória nem éled újra fel.) Jelentős privatizációs bevételre nem lehet számítani, de nem is számol vele a Konvergenciaprogram.

A nemzetközi környezet nem kedvezőbb, mint az első nagy eladósodás-csökkentő program idején (a kilencvenes évek második felében) volt. A külső keresleti viszonyokra és a finanszírozási forrásokra rányomják bélyegüket a pénzügyi válság utóhatásai és az európai szuverén „adósságcsapda”. Az uniós tagság legfőbb előnye a fegyelmezettségre való kényszerítő erők hatása a belföldi gazdaságpolitika tévelygéseinek megfékezésében.

Az eladósodás tartós mérséklése azt igényelné a hazai gazdaságpolitikától, hogy a program végrehajtása dinamikus növekedést, ehhez kiszámítható alacsony inflációs környezetet, relatíve stabil valutaárfolyamot és csökkenő kamatfelárakat eredményezzen. Lehetőleg nem a távol jövőben.

Az „új magyar gazdaságpolitikának” eddig ismert elemei mindezt nem biztosítják. Legalábbis egyelőre nem. Minden feszültség (a strukturális deficit növekedése, a felhalmozott megtakarítások felélése, a drasztikus szigorítások a költségvetés kiadási oldalán, a társadalmi feszültségek, a jövedelemegyenlőtlenség növekedése stb.) a nagymértékű adókiengedő program folyamánya, amely épp ezért a növekedési pálya dinamizálását és a foglalkoztatottság emelkedését sem segíti. Az egykulcsos adórendszer az adóék-csökkentésével elvileg kedvezően befolyásolhatná ezeket a végső célokat (bár elméletileg is csak legfeljebb közép távon!), de a pozitív hatásokat még a kibontakozásuk előtt megsemmisíthetik a strukturális hiány kezelésére elengedhetetlen intézkedések. Kedvezőtlen a potenciális növekedés szempontjából az is, hogy a különböző alrendszerek átalakítását is a kiadáscsökkentési kényszer determinálja.

Az országkockázati felár alakulása szempontjából is alapvető fontosságú, hogy sikerül-e javítani a potenciális növekedési kilátásokon. A felújított előrejelzések idáig inkább gyengülést mutatnak. A gazdaságpolitikai program „csepegtetett” meghirdetése, a koherencia (megalapozottság és átláthatóság) hiánya a gazdaságpolitikai kockázatot növeli, a társadalmi feszültségek növekedése a politikai kockázatot tarthatják relatíve magasan. Mindez az eladósodottság-mérséklés egyik legfontosabb lassító tényezője lehet. Rosszabb esetben az elmúlt évtizedekben jól megismert hozam- és árfolyamvolatilitást konzerválhatja.

Kérdés, hogy milyen mértékű eladósodás-csökkentést érdemes előirányozni, illetve, hogy mire nyílik lehetőség. A 2011-es Konvergenciaprogramban 2015-ig 65% alá csökken az adósságráta, viszonylag konzervatív (visszafogott) növekedési előrejelzéssel és két év múltán a 3%-os inflációval (5,5%-os nominális GDP növekedéssel) számolva. Ez a pálya feltételezi az államháztartási hiány jelentős, 2015-re a GDP 1,5%-ára való csökkentését, ami már biztosan nem megvalósítható egyszeri tételekkel. A SzKT angol nyelvű változata 2018-ra elérhetőnek mutatja az alkotmányban rögzített 50%-os adósságrátát, de ennek a megvalósíthatósága realitása kétséges. Ezzel azonban egyelőre nem érdemes foglalkozni. Mindent összevetve *a 2011-es Konvergenciaprogram előirányzata elfogadható is lehetne. Jelenleg azonban a növekedésben lefelé az inflációban felfelé mutató kockázatok vannak.*

Nem árt elégszer hangsúlyozni, hogy a közgazdasági elmélet nem ad arra vonatkozóan támpontot, hogy egy ország számára mi az elfogadható adósságráta. Annyi biztos, hogy nem nulla és az se baj, ha minél alacsonyabb. *Az lehet az általános szabály, hogy a mögöttes*

tényezőktől függ, hogy az adósságráta alakulása (beleértve esetleges növekedését is) milyennek minősíthető.

Erre, a minősítő szerepre nagyon alkalmas lett volna az első Költségvetési Tanács, amit az Orbán kormány felszámolt. *Takarékoságra hivatkozva megint összekeverednek a fiskális, monetáris, a végrehajtási és az ellenőrzési funkciók, amelyek szétválasztása volt a piacgazdasági átalakulás egyik legfontosabb elsődleges célja.*³⁹ Az első KT az országgkockázat csökkentésének és bizalomteremtésnek volt az egyik fontos biztosítéka. A jövőben a felszámolásának árát meg kell majd fizetni.

Az adósságráta csökkentésében az Alaptörvényben szereplő 50% nem cél, mert ezt sem az elmélet sem a gyakorlati megfontolások nem alapozzák meg. Amennyiben ugyanis a magyar gazdaság visszatérne egy dinamikus növekedési pályára, amely a tartós felzárkózást biztosítja, akkor az adósságráta e kritikus érték alá csökkenne, amit nem szabad költekező politikával visszafordítani. Noha jó ideig csak felülről közelít a magyar adósságráta az ötven százalékhoz, az eladósodottság mérséklése melletti elkötelezettséget már ma is reprezentálja ez a mérték, ami a későbbiekben majd adósságplafonnak tekinthető. Éppen az az üzenete, hogy többet nem fordulhat elő az a negatív fordulat az eladósodásban, amit az elmúlt évtizedben tapasztaltunk. Az adósságráta mérséklésének ütemezésére a közpénzügyeket szabályozó sarkalatos törvény tér majd ki. A jelenleg érvényes költségvetési szabályok (a reál-adósságszabály, az elsődleges egyenleg szabály és a kiadási plafon szabály) megtartása összhangban lenne az adósságráta csökkentésének követelményével és a folyamatosság növelhetné a bizalmat. Ez kedvezően hatna a finanszírozás költségeire.

Az eladósodás mérséklésével egyidejűleg a devizában való állami eladósodás mérséklésének módját is meg kell találni. Ezt a célt kitűzi ugyan a 2011-es Konvergenciaprogram, de a megvalósítás megalapozása kétséges. Ehhez a lakosságot nem az államadósság visszafizetésére (az Államadósság Ellen Alapba történő adakozásra) kellene mozgósítani, hanem a megtakarítások növelésére. A hosszú távú megtakarítások növelését kellene ösztönözni azért is, mert a magánnyugdíjrendszer felszámolása jelentősen megnövelte a hosszabb távú fiskális kockázatot. Az „explicit” államadósság csökkentése az „implicit” adósság rovására valósul meg, ami növeli a hosszabb távú kockázatot.

A második Orbán kormány első évében több ponton is olyan visszalépésre került a rendszerváltás utáni átalakulás eredményei terén, ami kedvezőtlenül befolyásolhatja az eladósodás-mérséklési terveket. A független intézmények elleni támadások költségnövelő, kamatemelő hatásuk van, holott a kormány pont a kamatcsökkentésre szeretne volna rábírni az MNB-t. Az első Költségvetési Tanács és Titkárság felszámolása, az MNB függetlenségének megsértése, illetve az arra irányuló szándék, a független intézmények felelősségi körének újbóli összemossa (az új Költségvetési Tanácsban az ÁSZ és az MNB vétőzhatja a költségvetést), a központi bankon keresztül történő, kedvezményes finanszírozási formák felélesztésének a forszírozása. Mindehhez hozzáadódik, hogy komoly visszalépés történt a kockázatkezelésben (nem az adósságkezelőinkkel van baj!). A megnőtt devizaadósság arányt kényszer is szülte, de a jövőben már az IMF-hitelkeretek téves megítélésének, a kormány által meghirdetett „pénzügyi

³⁹ A második Költségvetési Tanács „független elnöke”, Járai Zsigmond, egyidejűleg a Magyar Nemzeti Bank Felügyelő Bizottságának az elnöke is (ott, mint pártdelegált lép fel), és ugyanakkor a MOL igazgatóságának is tagja, miközben a saját biztosítójának vezetésével is foglalkozik (a CIG FB elnöke is). Mindez Magyarországon húsz évvel a rendszerváltás után nem összeférhetetlen.

függetlenségi háborúnak” a következtében maradhat velünk az ebből származó sérülékenység. Az öregedő társadalom problémájával szembeni védtelenséget, amit a magánnyugdíjpénztári vagyron elköltésével szereztete vissza az ország. *Nem lehet nem észrevenni a „vissza a múltba” tendencia kibontakozását.* Ez egy veszélyes tendencia, a problémái jól ismertek. Meg kellene akadályozni, hogy újragenerálódjanak a rendszerváltáskori problémák. Ezt sem ártana szem előtt tartani az eladósodás-csökkentési program megalkotóinak.

VIII. Utóirat: kik a felelősök az eladósodáért?

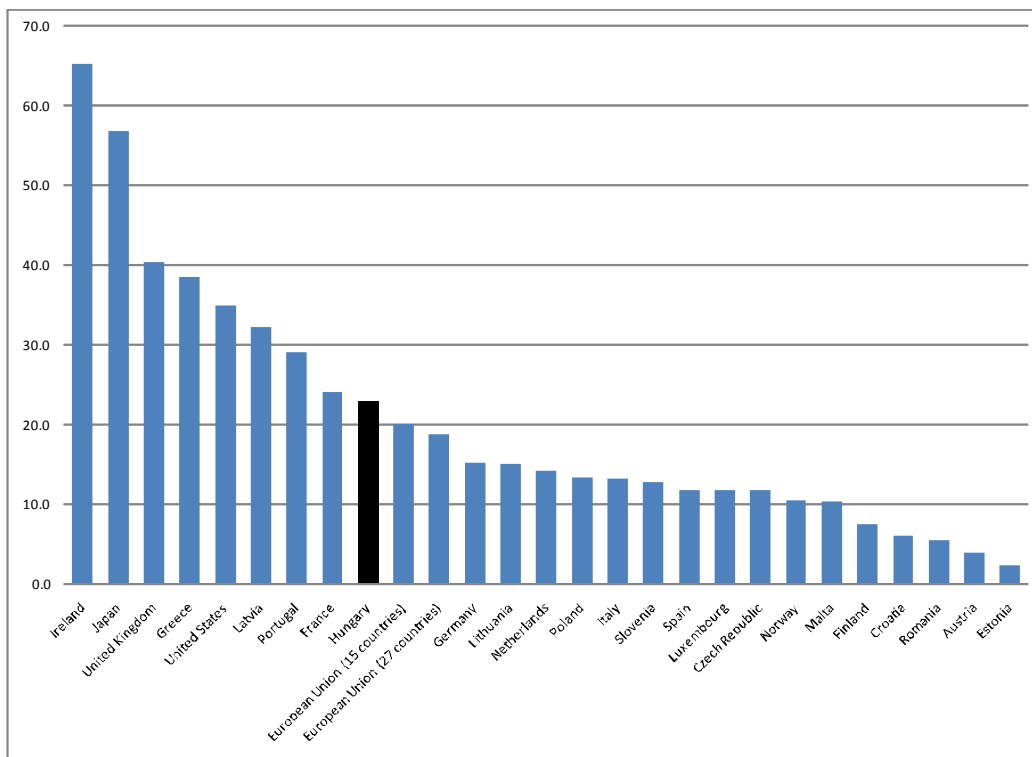
Az országgyűlés albizottságot hozott létre, hogy megvizsgálja: *„milyen elhibázott gazdasági és politikai döntések vezettek ahhoz, hogy a GDP-hez viszonyított államadósság 53 százalékról 80 százalékra növekedett 2002-2010.”* És a felelősöket is keresik.

Mielőtt a felelősség megállapítására rátérnénk, érdemesnek látszik megnézni, hogy milyen az adósságráta-növekményünk nemzetközi összehasonlításban. Mekkora tehát az elkövetett „bűn”? Azt látjuk, hogy Magyarország adósságráta-növekedése nagyjából az EU-átlagon volt a vizsgált időszakban (22. Ábra), ami ellentétes folyamatok eredője. A válságot megelőzően tarthatatlan fiskális lazítás érvényesült, a válság alatt a többi országnál sokkal kisebb növekmény keletkezett. E mögött nem csak az húzódik meg, hogy Magyarország nem élhetett a válság alatt az anticiklikus fiskális politika eszközével, mert már előtte eljátszotta a renomméját, hanem az is, hogy nálunk kevesebb rejtett veszteség volt a rendszerben, amit elkerülhetetlenül konszolidálni kellett.⁴⁰ Mindezzel nem bagatellizálni akarom, hogy újból magas a magyar adósságráta, mégcsak a vizsgálat fontosságát sem kérdőjelezem meg. Csak azt tartom szükségesnek hozzáfűzni, hogy alakulása a pénzügyi válságtól is függött és a körülöttünk lévő országokban is felvetődik ugyanez a kérdés. Ez általában kimarad a publikum felé való prezentáláskor.

⁴⁰ Végül az IMF hitelkeret kereskedelmi bankokhoz kerülő részét nem kellett felhasználni.

22. ábra

Az adósságráta változása az Európai unióban 2002-2009.



Forrás AMECO

Az egyszerű válasz az, hogy felelős minden kormányfő és pénzügyminiszter, de tulajdonképpen minden miniszter, és mindenki (például a háttérben megbúvó tanácsadók esetleg) akiknek hatása volt a mindenkori gazdaságpolitikára. Nem csak a vizsgált időszakban, hanem az elmúlt húsz évben is, a mindenkori politikusok/gazdaságpolitika érdeme mindaz, amit Magyarország felmutatott növekedésben, inflációban, kamatfelárban, forintárfolyam-stabilitásban stb.. Mikor hogy. Az is a mindenkori gazdaságpolitika következménye, hogy az elmúlt húsz évben mindvégig hiánya volt a magyar államháztartásnak⁴¹, amiből következik, hogy az adósság nominálisan nőttön nőtt. (Nem mintha ez érdekes lenne, de ezt hallani állandóan.) Az áthúzódó hatásokról sem szabad elfelejtkezni. Nem mindig annak a „bűne”, hogy megnőtt az adósságráta, akinek a ciklusa alatt kimutatható. A hiányok keletkezésének politikai gazdaságtani magyarázatai egyre több figyelmet kapnak a szakirodalomban. Nálunk jól illusztrálhatók lennének ezek a szemontok.

Egy biztos, hogy minderről a választók vannak feljogosítva meghozni a végső döntést. A politikusoknak, beleértve a gazdaságpolitikuskat is, joguk van hibázni. Tévedni, túlzottan optimistának lenni lehet, de nem következmény nélkül. A folyamatba be vannak iktatva más „minősítők” is (hitelminősítők, az unió illetékesei és az IMF szakértői, na és a piaci szereplők), de a döntés a szavazóké és éltek is ezzel a joggal. Ezzel le is zárhatnánk a felelősök kutatását és a hibák azonosítására lehetne koncentrálni. .

⁴¹ Ebből a szempontból 2011 „kilóg” majd, mert a magánnyugdíjpénztárak bekebelezése miatt az ESA módszer szerint mintegy 2% többletet fog mutatni a költségvetés egyenlege. De mondhatjuk-e vajon, hogy ebben az évben nagyon „jó” volt a gazdaságpolitika és jár-e elismerés ezért az adósságcsökkentésér?

De a felelősséggel kapcsolatban két kérdés azért felvethető. Az egyik: kinek hisznek/higgyenek a választók? Nem téves információk alapján szavaznak-e. Ez az a kérdés, ami jelzésszinten szerepel ebben az írásban. Nagyon fontos és nagyon messze vezetne, de nem (csak) közgazdasági kérdés, ráadásul ezzel kapcsolatban elég sok és csak értelmetlen vádaskodás folyt eddig. Itt lenne az ideje, hogy elfogulatlan vizsgálat szülessen arról, hogy meddig lehet/illik/ és milyen hatrása a választók „átverése”. Itt nem csak a leköszönő kormány hanem a *a minimális együttműködésre sem képes ellenzék felelőssége is felvetődik. Persze egy ilyen vizsgálatot nem politikusok folytathatnak le.*

A másik kérdés, amire állandó utalásokat hallunk az államadósság növekedése kapcsán: felmerülhet(ne), hogy *valaki a kormányzati felelősök közül nem járt el törvényesen, esetleg „saját zsebre” költekezett.* Nem tudom, hogy ez miként fordult volna elő. A *Számvevőszék és a KEHI ugyanis azért (is) van, hogy őket leleplezze, feljelentsé.*⁴² De ilyesmi nem történt, illetve azok az ügyek, amiket a Számvevőszék kifogásolt az igazságszolgáltatáshoz kerültek. Gondolom. Tehát ha a legújabb vizsgálódók ilyesmit találnának, akkor *a Számvevőszék korábbi vezetői is felelősnek tekinthetők. És felvetődhet a PSZÁF, mint ellenőrző szerv, vezetőinek felelőssége is,* amennyiben a pénzügyi szektorban ellenőrzési hiányosságok miatt keletkeztek nagy, konszolidálendő veszteségek.

A bonyolultabb válaszhoz a címben feltett kérdésre beletartozna *a monetáris politika „felelősségéről”* szóló vizsgálat is. Az államadósságkezelés és a monetáris politika ugyanannak a dolognak a két oldala, nehéz különbséget tenni, illetve függetleníteni magukat egymástól, amint arra egy korai államadóssági tanulmányában James Tobin rámutatott (Tobin [1968]). Egy a monetáris politika felelősségét firtató vizsgálat gondolta manapság rossz ötletnek látszik Magyarországon, mert a kormány és az MNB viszonya enyhén szólva nem felhőtlen. *Koncepciók perre pedig ebben a kérdésben sincs szükség.*⁴³ E helyütt az elcsépelet megállapításra szorítkozunk: amikor a kormány eladósító gazdaságpolitikát folytat egy már eladósodott országban, a monetáris politika sokat javítani nem tud sem a kényes helyzeten, sem pedig a növekvő (kamat)költségeken. Rontani esetleg ronthat, ha nem megfelelő a jegybank helyzetértékelése és lépéseit e szerint hozza, vagy esetleg politikai szempontokat is bevesznek a döntéshozók, de ezt elég nehéz bizonyítani. Nem megismételhető a kísérlet. Egy pártatlan vizsgálatkoz az lenne a lényeges, hogy az értékelés csak a döntéshozatalkor rendelkezésre álló információk alapján és nem a későbbi tudás bekalkulálásával készüljön.

Mostanában már mindenki nagyon okos Magyarországon, hogy hogyan kellett volna elérni, hogy kisebb legyen számunkra a válság költsége. *Önkritika alig hangzik el, pedig gazdaságpolitika, monetáris politika, bankrendszer és magánszektor egyaránt tévedett sok tekintetben.* Az MNB (illetve vezetői) értékelésekor általában az hangzik el, hogy az MNB vezetői és szakértői folyamatosan felhívták a figyelmet a fiskális fegyelmezetlenségekre, a lazító politika tarthatatlanságára. A dolog azonban nem ilyen egyszerű, mert a jegybankelnökök ezekkel a

⁴² Ezért most nő is majd az ÁSZ ebbéli hatásköre, ha hinni lehet a sarkalatos törbóvényszerűségről szóló híreknek.

⁴³ Érdemes megtekinteni, hogy milyen szakmai színvonalon tárgyalja az angol felsőház a hasonlóan kényes kérdéseket. Teljesen természetes, hogy a vizsgálóbizottság előtt szakértők sora jelenik meg, akik politikai indíttatástól mentes módon tekintenek a vizsgált témákra. Például az Európai Központi Bank működésének vizsgálatakor felvonult a világ szinte összes jelentős monetáris politikai szakértője a felsőházi vizsgálóbizottság előtt. Lásd Select Committee Report on the European Union [2003].

fiskális tárgyú nyilatkozataikkal sokszor szerepet tévesztettek, és olykor maguk is hozzájárultak ahhoz, hogy a magas kockázati felárak állandósuljanak.⁴⁴

A külső körülmények sokszor meghatározók lehetnek egy ország eladósodásában. A felelősök között a magyar parlament vizsgálatakor is szerepelni kellene *a fejlett országok jegybankjainak döntéshozói és felügyelői*, akik elnézték a buborékok kialakulását⁴⁵ és a felelőtlen hitelezést a pénzügyi szektorban. A mostani válság a fejlett világban robbant és a fertőzés is onnan érkezett. Nekik (is) köszönhető a feltörekvő és különösen a sérülékeny országokat megfertőző pénzügyi válság és a recesszió. *Melléjük még a Soros alap menedzsereit, a HSBC és a Deutsche spekulánsait* is oda ültetheti a parlamenti albizottság a vádlottak padjára.

A címben feltett kérdésre a legbonyolultabb választ az jelentené, ha a vizsgálódó albizottság tényleg fel akarná tárni a gazdaságpolitikai hibákat, tanulságul.

A testület előtt a híradások szerint e célból felvonultak a szocialista pénzügyminiszterek. Mindegyikük tudott valamilyen magyarázatot adni, miért nem pont azok az intézkedések okozták az államadósság GDP-hez viszonyított arányának emelkedését, amelyek az ő hivatalban töltött idejükre estek. Volt aki elismert néhány melléfogást. De félő, hogy végül a bizottság fogja rájuk olvasni a verdiktet.

*A gazdaságpolitikai hiba, ami az eladósodás mögött áll nem egzakt fogalom. Szakértőnként változhat, hogy mi tekinthető hosszabb távra kiható, hibás döntésnek. Egy dolog azonban biztos: annak minősítése, hogy valami hibás volt-e, vagy sem semmiképpen sem az érintettek és nem is a politikusok kompetenciája.*⁴⁶ A példák sora elég hosszú lehetne. A mostanság a kormány mást se hirdet, mint hogy „a megszorítások nem vezettek sehová” illetve ennél még rosszabb, hogy „azok okozták a mai súlyos adóssághelyzetet”⁴⁷ [a 2010-es kormányváltás után hangoztatott hivatalos érvelések szabad interpretációja a szerzőtől]. Amikor szakmai alapon közelítünk, akkor

⁴⁴ A világ fejlett országaiban is vita van arról, hogy kommentálják-e a jegybankárok a fiskális politikát. Egy évtizeddel ezelőtt még határozott nem volt a válasz. A pénzügyi válság hatására találkoztunk támogató fellépésekkel, például az Egyesült Királyságban és az USA-ban.. Ami Magyarországon vált mindennapos gyakorlattá a kétezres években, egészen pontosan 2002-től, hogy a jegybankelnök nyilvánosan egészen részletesen belebeszél a költségvetési politikába – nos ez teljesen példa nélküli. Nálunk az is belefér, hogy a jegybankelnök téves fiskális eszmék szószólója legyen, mert annyira hihető dolgot mond, hogy a laikus és kevésbé laikus publikum még tapsol is neki. Ne feledjük, az államadósság visszafizetését például Járai Zsigmond hirdette először 2005-től. Aztán Simor András is kiigazítási programot hirdetett jegybankelnökként (ahhoz a Gyurcsány programhoz, amit korábban ő maga, mint a Konvergencia Tanács képviselője még az egyetlen járható útnak minősített). Nos ez a jegybankelnöki szereptévesztés nem csak azért nem pártolható, mert sokba kerülhet, hanem azért sem, mert a felelősséget összemosza és a számonkérhetőséget ellehetetleníti. Most ezt a rossz gyakorlatot intézményesítette az új Költségvetési Tanács létrehozásával a kormány.

⁴⁵ A jegybankárok többnyire még mindig védik a késlekedő politikát, ami a buborék kipukkadására reagál (Greenspan [1996], Bernanke [2010]), a pénzügyi válság azonban elég sok érvet szolgáltatott a megelőző lépéseket pártoló érvelések alátámasztására. Az biztos, hogy a buborékok kialakulására a jövőben másként tekint a szakma, mint egy évtizeddel korábban. Mishkin [2009], Issing [2011].

⁴⁶ Érdemes megtekinteni, hogy milyen szakmai színvonalon tárgyalja az angol felsőház a hasonlóan kényes kérdéseket. Teljesen természetes, hogy a vizsgálóbizottság előtt szakértők sora jelenik meg, akik politikai indíttatástól mentes módon tekintenek a vizsgált témákra. Például az Európai Központi Bank működésének vizsgálatakor felvonult a világ szinte összes jelentős monetáris politikai szakértője a felsőházi vizsgálóbizottság előtt. Lásd Select Committee Report on the European Central Bank [2003].

⁴⁷ Most attól tekintsünk el, hogy mindeközben nagyméretű kiadáscsökkentésen dolgozik.

- a konkrét helyzettől elvonatkoztatva – biztosan igaznak lehet elfogadni, hogy a megszorítások hol nagyon is hasznosak, hol meg elégtelenek lehetnek, esetleg túlzottak, de az biztos, hogy totális elutasításuk csak politikai indítékot fedhet.

A gazdaságpolitikai hibák feltárását ezért érdemes különböző iskolát követő szakértőkre bízni, illetve az országgyűlési bizottságok nem nélkülözhetnék a szakértők meghallgatását. Ahány szakértői iskola annyi következtetés, a képviselőknek se lehet egyszerű eligazodni, ahol ezt a sokoldalú megközelítést fontosnak tartják. Annyi azonban bizonyos, hogy ezzel minimalizálható lenne a múlt félreértése (félreértelmezése) miatti hiba, mert néha azért hátha átjutnának a politikai elvakultságon az észérvek.

Irodalomjegyzék

Barabás Gyula – Hamecz István – Neményi Judit [1998]: Fiscal Deficit and Public Debt during the Transition, In: Bokros, L. - J.-J. Dethier (eds.): Public Finance Reform during the Transition, the Experiences of Hungary, Worldbank Publication 1998 59-93.

Barabás Gyula – Hamecz István – Neményi Judit [1998]: A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése - Magyarország tapasztalatai a piaczgazdasági átmenet időszakában., Közgazdasági Szemle Vol XLV (1998), No 8. 653-674.

Bernanke, Ben S. [2010]: *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Speech at the Annual Meeting of the American Economic association, Atlanta, Georgia, 2010 január 3.

Borbély László András - Neményi Judit [1994]: Az államadósság növekedésének összetevői 1990-92-ben. Közgazdasági Szemle, Budapest 1994. 2. sz.

Borbély László András. - Neményi Judit [1995] : Eladósodás, a külső és belső államadósság az átmenet gazdaságában(1990-93). Rendszerváltás és stabilizáció, Magyar Trendkutató Központ, Budapest 1995. január

Calvo, Guillermo, A. [2006]: *Monetary policy challenges in emerging markets: Sudden stop, liabilities dollarisation and lender of last resort*. NBER Working Paper, No. 12788.

Greenspan, Alan []:The Challenge of Central Banking in a Democratic Society, Remarks at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C. December 5, 1996

Halpern László – Neményi Judit [2000]: A konvergencia fiskális feltételei és az Európai Unióhoz való csatlakozás., Közgazdasági Szemle Vol XLVII (2000), No 1. 116-135.

Henriksson, Jens [2007]: Ten Lessons about Budget Consolidation. Breugel.

IMF [2011]: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Proposal for Post-Program, Approved by Anne-Marie Gulde-Wolf and Lorenzo Giorgianni January 11, 2011

Independent Evaluation Office [2011]: IMF Performance in the Run-Upto the Financial and economic Crisis: IMF Surveillance in 2004–07 January 10.

Issing, Otmar [2011]: *Lessons for Monetary Policy. What Should the Consensus Be?* , IMF Working Paper 11/97

Kiss P. Gábor []:

Költségvetési Tanács [2010]: Vélemény a Magyar Köztársaság 2011. évi költségvetéséről szóló törvényjavaslatról. 2010 november 8. T/1492/2

Mishkin, Frederic S. [2009]: *Not all bubbles present a risk to the economy*, Financial Times 2009. november 9.

Neményi Judit [2002]: Fiscal Policy and Government Debt in Hungary - Fiscal Consolidation in the Run-Up To EMU, a 'Hungary and EU Eastern Enlargement' kötetben, Institute for Advanced Studies, Bécs 2002, 45-73.

Neményi Judit [2001]: A felzárkózás fiskális feltételei. Közgazdasági Szemle XLVIII. évf. (2001) október, 875 – 879.

Neményi Judit.- Oblath Gábor [2011]: Óriási megszorítást ír elő az alkotmány. http://www.portfolio.hu/users/elofizetes_info.php?t=cikk&i=147849

Neményi Judit – Oblath Gábor [2011/b]: Az alkotmánytervezet adósságszabályairól – frissítés, [http://blog.mtakti.hu/blog_cikk/?cikk\[cikk\]\[keyvalue\]=85](http://blog.mtakti.hu/blog_cikk/?cikk[cikk][keyvalue]=85)

Figyelő [2011]: Bemutatjuk a legsikeresebb adósságcsökkentőt, http://www.fn.hu/makro/20110331/konok_sikeres_adossagcsokkento/?act...

Kármán András – Rogán Antal [1995]: A költségvetési deficit okai és következményei, OTDK dolgozat, Budapest 1995 február.

Quarterly Report on The Euro Area Volume 10 No. 1. /2011

CALVO, G. A.–IZQUIERDO, A.–MEJIA, L-F. [2008]: Systemic sudden stops: The relevance of balance sheet effects and financial integration. NBER Working Paper, No. 7993.

Public Finance in EU 2010, Economic and Financial Affairs DG.

Select Committee Report on the European Union [2002-03]. The Stability and Growth Pact with evidence, House of Lords Session 2002-2003 13th Report..

Select Committee Report on the European Union [2002-03]: Is the European Central Bank Working? House of Lords, Session 2002-2003 42nd Report

Tobin, James [1963]: „An Essay on Principles of Debt Management”, in: Fiscal and Debt Management Policies, The Commission on Money and Credit, Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, N.J.1963. pp. 143-219.

I. számú Függelék

A magyarok munkájából ne mások gazdagodjanak!

(A Széll Kálmán Terv magyar nyelvű változatának bevezetője)

A magyar ember természetéhez tartozik, hogy a maga lábán akar állni, és a maga ura akar lenni. Mindenki azért hajtja magát, azért dolgozik, hogy a munkájával saját maga és családja jólétét, gyarapodását, boldogulását megteremtse és biztosítsa.

Az utóbbi években azonban oda jutottunk, hogy a mi munkánkból mások gazdagodnak. Akiknek

van munkájuk ma Magyarországon, bár egyre többet dolgoznak, mégsem látják ennek hasznát, mert annak java részét elviszik az adósságok. Az államadósság, a vállalatok adóssága és a családi vagy személyes adósságok.

A magyarok jövedelemadójának kétharmada, vagyis minden három befizetett forintunkból kettő az adósság törlesztésére megy el. Ennek jelentős részét a külföldnek fizetjük ki. Magyarország a külföld felé leginkább eladósodott országok közé tartozik. Másoktól függünk, kiszolgáltatottak vagyunk.

Magyarország számára most jött el a pillanat, hogy hadat üzenjünk az adósságnak, amely polipként ráfónódott az életünkre. Ha nem fejtjük le magunkról, végképp lehúz a mélybe, és nem lesz esély munkából megélni Magyarországon.

A Széll Kálmán Terv célja az adósságveszély elhárítása. Győzni indulunk. Alaposan felkészültünk a küzdelemre az elmúlt kilenc hónapban. De tudnunk kell, hogy ebben a küzdelemben csak az átfogó támadás lehet sikeres. Az életünk minden területén – az egészségügytől az oktatáson át a közlekedésig – le kell győzni az adósságot. Sok évtizedes csapdából kell kitörnünk

Most megvan hozzá az erőnk. Az összefogás erejével az elmúlt évben felülkerekedtünk árvizeken, minden idők legsúlyosabb ipari katasztrófáján, megmentettük a nyugdíjrendszert, véget vetettünk a közpénzek elherdálásának, elkerültük a pénzügyi összeomlást.

Ebből is látszik, hogy olyan pillanat ez, amire nemzedékek óta várunk. Ilyen lehetőség egy nemzedék számára legfeljebb, ha egyszer adatik.

Kérem Önöket, hogy támogassanak az államadósság elleni küzdelemben.

Orbán Viktor

Magyarország miniszterelnöke

II. számú Függelék

Az államadósság-ráta változását befolyásoló tényezők

$$1. \Delta d = b - (\pi+g) d_{-1} + sf$$

$$2. \Delta d = -pb + (r-g) d_{-1} + sf$$

$\Delta d = d - d_{-1}$ - az adósságráta változása, d - államadósság/GDP (adósságráta),

b - költségvetési deficit/GDP, pb - elsődleges egyenleg/GDP,

π = infláció; g = a GDP volumen növekedése; r - reálkamat;

sf - (stock flow adjustment) átértékelési különbözet, egyéb adósság a GDP-hez mérve.

Az adósságráta szinten-tartásának a feltételei (1 és 2):

$$1. b^* = (\pi+g) d_{-1}$$

$$2. pb^* = (r-g) d_{-1} \quad \text{feltéve, hogy } sf$$

1. *A költségvetési hiány-követelmény* (b^*): a hiány GDP-hez mérten nem lehet nagyobb a GDP nominális növekedésének és az előző év végi adósságrátának a szorzata.

2. *Az elsődleges egyenleg-követelmény* (pb^*): az elsődleges egyenleg egyenlő kell, hogy legyen az előző év végi adósságráta szorozva az implicit reálkamat és a GDP növekedési üteme különbözetével.

„Hólabda hatás”: $(r-g) d_{-1} > 0$, azaz ha a reálkamat (r) nagyobb, mint a növekedés (g).

Az állami eladósodás (d) állandóan nő, felpörög, ha a „hólabda hatást” nem ellensúlyozza kellően nagy elsődleges többlet ($pb \gg 0$).

Az elsődleges egyenleg felbontható az üzleti ciklustól függő és a diszkrécionális döntésektől függő komponensre:

$$3. \Delta d = -pb_c + [\alpha OG + (r-g) d_{-1}] + sf$$

pb_c - a strukturális elsődleges egyenleg;

OG - a kibocsátási rés; α - a költségvetési érzékenysége az üzleti ciklusra.

Az gazdasági környezet hatása az állam eladósodására: $[\alpha OG + (r-g) d_{-1}]$.

Az adósságráta szinten-tartásának a feltétele/3:

$$3. pb_c^* = [\alpha OG + (r-g) d_{-1}] \quad \text{feltéve, hogy } sf=0$$

3. A strukturális egyenleg követelmény (pb_c^*) – a ciklikus hatás és a „hólabda hatás” összegével azonos nagyságú ciklikusan igazított elsődleges egyenleg.

A tényleges és a strukturális elsődleges egyenleg-követelmény a „*stabilizációs gap*”.

III. Függelék

Az államadósság-kezelés piacgazdasági szabályainak kialakítása Magyarországon

A szabályozás változásának kronológiája

1991 december - az Országgyűlés elfogadta a **Jegybanktvényt** (LX. Törvény.)

Ezzel:

- *megszűnt a költségvetés korlátlan jegybanki hitelezésének* korábbi rendszere : 1995-től az MNB által "az adott évben nyújtott hitelek állománya az év egyetlen napján sem haladhatja meg a központi költségvetés adott évi tervezett bevételeinek 3 százalékát."(19.§.) Ebbe beleértendő az állampapírvásárlás is (22.§)
- *átmeneti időszakot* adott a törvény: 1992-ben még nem volt korlátozás, 1993-ban a tervezett bevételek 4, 1994-ben 5%-a volt a korlát (81.§)
- az MNB *nettó devizatartozásain keletkező árfolyam veszteség / nyereség* (a keresztárfolyam-változások kivételével (20.§ (2) bek)) az államadósságot növeli / csökkenti (20.§ (1) bek.) úgy,
- hogy erre *az MNB a központi költségvetésnek nulla kamatú lejárat nélküli hitelt nyújt*, ami nem számít be az előbbi korlátba. (20.§ (3) bek).
- a törvény kimondta, hogy "az állam és az MNB megállapodhat, hogy az állam az MNB-vel szemben fenálló adósságának az átalakításaként az állam által kibocsátott állampapírokat biztosít" Az állami értékpapírok kondícióit az MNB és a kormány közötti megállapodás hatáskörébe utalta (22.§ (2) bek)
- a törvény kimondta az MNB kereskedelmi érdekeltségeinek elidegenítésére vonatkozó kötelezettséget is. (84.§)

1992 - Körülbelül októberben (Kupa Mihály a miniszter) *a PM-ben elkezdődik* (az MNB-vel együttműködve) *az államadósság kérdésének áttekintése és a jegybankkal való kapcsolatok átalakításának vizsgálata*, ami kezdettől fogva a *Jegybanktvény módosítási javaslatának kidolgozását* is jelenti.

Az Országgyűlés felkérte a Kormányt, hogy " - *a pénzügyi viszonyok alakulása alapján tegyen javaslatot arra, hogy a belföldi államadósság MNB-vel szembeni 1990. december 31-dikén fennállt kamatozó részének mekkora hányadát indokolt állampapírrá alakítani* " (1993. évi Költségvetési törvény LXXX. sz. törvény 81. § (2) bek)

Különös fontosságot adott az adóssághelyzet mielőbbi áttekintésének, hogy :

- A költségvetés finanszírozásában 1992-ben megindult az állampapír kibocsátás és így egyre sokszínűbbé vált az adósság (a korábbi helyzethez viszonyítva), miközben sem világos finanszírozási tervvel, sem pedig a kinnlévő adósságokra vonatkozó rendszerezett kimutatással nem rendelkezett a PM. *Világossá vált, hogy a transzparencia hiánya* egyre nehezíti a költségvetés tervezését, végrehajtását és finanszírozását.

- 1992 végén először vált szükségessé, *hogy a költségvetés az MNB veszteségét megtérítse.* (A kb. 8,2 Md Ft átutalására december 31-én került sor).⁴⁸

Az MNB veszteségtérítése extra-eljárást igényelt, mivel az 1991. évi jegybanktörvény (78. §.-a) csak a nyereségbefizetés szabályait írta le. A "váratlan" veszteség gyors megtérítését akkor elsősorban a nemzetközi tőkepiacokon való prezentációs szempontok tették sürgetővé. (Az MNB volt a devizahitelek felvevője, azt a saját nevében végezte és a kormány számára továbbította.) A várható tendenciák és a monetáris megfontolások csak később váltak egyértelművé, éppen a beindított munka során. 1992-ben következett be ugyanis először - főként a folyó fizetési mérleg novemberig tartó javulása miatt - az MNB nettó devizatartozásainak csökkenése miatt az, ami aztán az 1995-től tartós tőkebeáramlás időszakában jelentkezett akut problémaként.

A „nullás adósságállomány” elszámolási rendszerét a költségvetés számára a következő törvények szabályozták:

- Az 1990. évi CIV törvény előírta, hogy az árfolyamveszteséget államadósságként kell kezelni.
- Az 1992. évi Pótköltségvetés (1992/LXX) a keresztárfolyamelszámolást szabályozta,
- Az 1993. évi Költségvetési törvény (1993/LXXX 81.§ (1) bek) pedig a fentiek miatt előírta, hogy a bruttó külföldi tartozás csökkenésével azonos forintösszegben piaci kamatú állampapírrá alakítsák a nullás állományt.

1993 - Decemberben az Országgyűlés **elfogadta a Jegybanktörvény módosítását** (1994. IV. sz. törvény, mert januárban lépett életbe).

A Jegybanktörvény első módosításának kialakítása **végül egy egész évet vett igénybe** (mire elfogadták már Szabó Iván volt a miniszter), mivel az adósságfogalmak és a helyzet tisztázását követően (kb. áprilisra) teljesen világossá vált, hogy a fentebb bemutatott rendszer fenntarthatatlan, de hosszas viták folytak a költségvetés számára elfogadható megoldás megtalálása érdekében. (A makrogazdasági helyzet ugyanis közben folyamatosan romlott.)

Az 1994. IV. sz. törvényben:

- ***A nullás állomány értékpapírosításának mértékét az MNB-nél lévő nettó devizatartozások csökkenésének megfelelően*** (de legalább az előző évben átalakított nullás állomány 5 százalékában) határozták meg.

Ennek megfelelően 1994-ben 59,1 Md Ft, 1995-ben 72 Md Ft nullás állományt alakított át a PM és az MNB közös megegyezéssel hosszú lejáratú államkötvénnyé.

⁴⁸ Az MNB végleges eredménypozíciója mindig csak a következő év elején dőlt el. De mindenképpen el kellett kerülni azt, hogy veszteséges legyen a nemzetközi sztenderdek szerinti audit, mert veszteségesen nem tudott volna megjelenni az adósságpiacokon. A veszteség „réme” 1992 karácsonyán a durva becslések, és a magyar számviteli szabályok szerint merült fel. A gyors költségvetési helytállás végül elhárította a veszélyt. A sors iróniája, hogy végül, a nemzetközi audit szerint, a költségvetési gyorssegély nélkül is profitot mutatott az MNB eredményelszámolása.

- Az MNB törvénybe - tanulva az 1992 év végi eseményekből - bekerült a költségvetés veszteségtérítési kötelezettsége, hosszasan viták eredményeként, az alábbi "egyszerű" megfogalmazásban (78.§ (4)):

" Az MNB által a monetáris politika céljainak eléréséhez szükséges, valamint az MNB könyveiben devizában fennálló adósság kezelésének érdekében megtett intézkedések miatt estlegesen felmerülő, rendkívüli kiadást illetőleg bevételt - az ilyen bevételek és kiadások hosszú távú kiegyensúlyozása érdekében - a központi költségvetés és az MNB között - a Kormány és az MNB megállapodása alapján - az év utolsó napjáig el kell számolni."

1994-1996 - A fenti törvénymódosítással kialakított új rendszer gyakorlati kivitelezése során az alábbi problémák vetődtek fel akkor, amikor az 1995. évi költségvetési kiigazítást követően már valóban csökkent az MNB nettó devizatartozása.

- A nullás állomány keletkezése nem szűnt meg, ami az EU felé vezető úton a költségvetés közvetlen jegybanki finanszírozásnak minősülve elfogadhatatlan volt.
- A költségvetési transzparencia hiánya változatlanul fennállt. Kiderült, hogy a szabályozás minden tekintetben "eső után" köpönyeg", azaz a monetáris problémák bekövetkezését követően kezeli a problémát Utólag váltja át az adósságot és rendezi az MNB veszteséget. Az módosítás, hogy az átváltás az előrejelzett pozícióhoz alkalmazkodjon végtelen előrejelzési vitákat generált.
- Az EU tagságot célul kitűző gazdaságpolitika megkövetelte a nemzetközi normák átvételét a költségvetési finanszírozás tekintetében is. Ez pedig azt követelte, hogy adósként külföldön és belföldön egyaránt a magyar Kormány jelenjen meg. A stabilizáció első eredményei és az intézményi fejlődés (állampapírpiac, ÁKK, primary dealer rendszer stb.) megteremtették a lehetőséget arra, hogy a Magyar Nemzeti Bank a Kormány ügynökeként járjon el a nemzetközi tőkepiacokon.

1996-ban mindezeket felismervén folytak a munkák a rendszer átalakítása érdekében.

IV.Függelék

Az „adósságcsere” - Az MNB-ben lévő nem kamatozó adósság átváltása

A Magyar Köztársaság 1997. évi költségvetéséről szóló 1996. évi CXXIV. törvény 5. §-ában a Parlament felhatalmazta a pénzügyminisztert, hogy a központi költségvetés belföldi adósságának egyes elemeit, így a Magyar Nemzeti Bank által a Jegybanktörvény 20.§-a szerint nyújtott kamatmentes, lejárat nélküli forinthitel adósságot (un. nullás adósságot) és annak meghatározott szabályok szerinti lecserélésére, valamint a korábbi években kibocsátott államadósság kötvény-állomány egy részét devizahitelekre átcserélje. *Az adósságcsere során nyújtott devizahitel mértéke a költségvetési törvény alapján megegyezik a Magyar Nemzeti Bank 1996. december 31-én fennálló nettó devizaadósságával, így az átalakítás határnapján, 1997. január 2-án a Magyar Nemzeti Bank könyveiben nyilvántartott devizaadósság összege nem haladhatta meg a devizakövetelések összegét.*

Az átalakítás 41 darab devizakötvényt érintett, amely összesen 10,6 Md USD-val növelte a Magyar Államkincstár adósságkezelő szervezete által kezelt devizaadósságot, ez mintegy 1749,7 Md Ft értékű adósság cseréjét jelentette. Az adósságcsere konkrét módját a törvény rendelkezéseinek megfelelően a Kormány előzetes jóváhagyását követően a pénzügyminiszter és a jegybank elnöke közösen határozta meg. *A forintadósság átalakítása után a költségvetés MNB-vel szembeni devizaadósságának kondíciói megfeleltek az MNB által korábban külföldön és devizában kibocsátott kötvények kondícióinak.*

Az adósságcsere tehát formai és technikai értelemben egyaránt az MNB maradt a külföldi hitelezők felé az adós a korábban felvett devizahitelek tekintetében. Az adósságcsere elősegítette a monetáris és fiskális funkciók jobb szétválaszthatóságát, valamint azok számonkérhetőségét. Ebben a megközelítésben a végrehajtott adósság-átalakítás az államháztartási reform-folyamat szerves részeként értelmezhető. Fontos közgazdasági hatása abban van, hogy ezáltal megszűnik a jegybank által a költségvetésnek automatikusan nyújtott, a költségvetés nem kamatozó jegybanki hitelezésének intézménye. Ezzel a jegybank függetlensége teljesebbé vált a fiskális politikától. Az adósságcsere megteremtette annak lehetőségét, hogy az MNB és az államháztartás közötti számviteli elszámolások szabályai a nemzetközi sztenderdek irányába mozduljanak el 1997 elejétől. Az átalakítás önmagában nem növelte az állam adósság-állományát, csak annak belső szerkezetét módosította, s közgazdasági értelemben az államháztartás kimutatott egyenlegét sem változtatta meg.

Az 1997 január elsejével életbe lépő adósságcsere :

- lehetővé tette a fiskális és monetáris funkciók szétválasztását,
- transzparenciát teremtett a költségvetésben,
- megszüntette a költségvetési folyamatos közvetlen jegybanki finanszírozását jelentő „nullás” állományt.

Függelék

Az adósságkezelés rendszerének átalakítása 1992-1996

Az adósságkezelés első, és egyik meghatározó lépése a Magyar Nemzeti Bankról szóló 1991. évi LX. törvény elfogadása volt, amelynek következtében a korábbi rendszer gyakorlatával szemben megszűnt költségvetési hiány kedvezményes kamatozása, a valóságban a gazdaság más szektorait terhelő jegybanki hitelekből történő finanszírozása. Helyette a költségvetési deficit miatti pénzigényt általában a **pénz- és tőkepiacon piaci kamatozás mellett értékesített államkötvények és kincstárjegyek biztosították**. Az átállás céljai között az alábbiak tűnnek a legfontosabbaknak:

- az állampapírpiac kiépülésével fokozatosan megteremtődnek a költségvetési finanszírozási szükséglet hosszú távú és az egész gazdaság számára optimális kamatszintet biztosító feltételei;
- az állampapírpiac nélkülözhetetlen tényezője a fejlett pénzügyi rendszer kialakulásának;
- a korábbi kedvezményes finanszírozással szemben a Kormányzat, az Országgyűlés szembesül a költségvetési hiány, az államadósság tényleges terheivel;
- ily módon fokozatosan kialakulhat az a finanszírozási gyakorlat, amelyet az Európai Unió elvár a tagországoktól. (Ez a követelmény azonban a fejlett országokban is csak fokozatosan, bizonyos átmeneti intézkedések fenntartásával valósult és valósul meg).

A költségvetési finanszírozás piaci intézményrendszerének kiépülése hosszú évek fejlődését igényelte. A fejlett országokban évtizedek álltak rendelkezésre a megfelelő piaci közvetítőrendszer és a Kormányzatot képviselő Kincstár kiépítésére. Magyarországon a kétszintű bankrendszer 1987-ben, a nyilvános állampapír-forgalmazás alapszabályozása 1990-ben született meg, és azt követően évente fontos átalakításokra került sor.

A Pénzügyminisztériumon belül fokozatosan épült ki az **adósságkezelés szervezeti rendszere**. Ennek legfontosabb lépése **1995. júniusában a Pénzügyminisztérium felügyelete alatt működő Államadósság Kezelő Központ létrehozása** volt, mely először egyesítette a belföldi államadósság kezelési stratégiával és a belföldi államadóssággal kapcsolatos tevékenységeket egyetlen szervezetbe. Ez megfelelt a legjobb nemzetközi gyakorlatnak. Létrehozták a Magyar Államkincstárat, amely a költségvetés végrehajtásának funkciójáért viselt felelősséget.

A szervezeti fejlődéssel párhuzamosan az **adósságkezelés döntési mechanizmusa** is egyre egyértelműbbé vált. A Kincstár működésére, a költségvetés végrehajtására és a költségvetés finanszírozására vonatkozó stratégiai, elvi döntéseket az 1996. áprilisában létrehozott, kéthetente üléselő Kincstári Tanács hozta meg. Rendszeressé váltak a Pénzügyminisztérium és a Magyar Nemzeti Bank vezetői és szakértői közötti egyeztetések, javítva ezzel a fiskális és a monetáris főhatóság közötti információcserét.

Az állampapírpiaci **értékesítő-közvetítő rendszer** fejlődésében döntő változást hozott az 1996. január elsején megindult **elsődleges forgalmazói rendszer**, amely az alábbi célokat szolgálta:

- az elsődleges forgalmazók aktív piaci tevékenysége révén növekedjen az állampapírok értékesítési biztonsága;
- az elsődleges forgalmazók állandó másodpiaci jelenlétükkel a befektetők számára likvid és nyilvános másodpiacot biztosítanak, ami hosszabb távon hozzájárul az állampapírok futamidejének további növeléséhez;
- a lakossági, kisbefektetői értékesítés növelése.

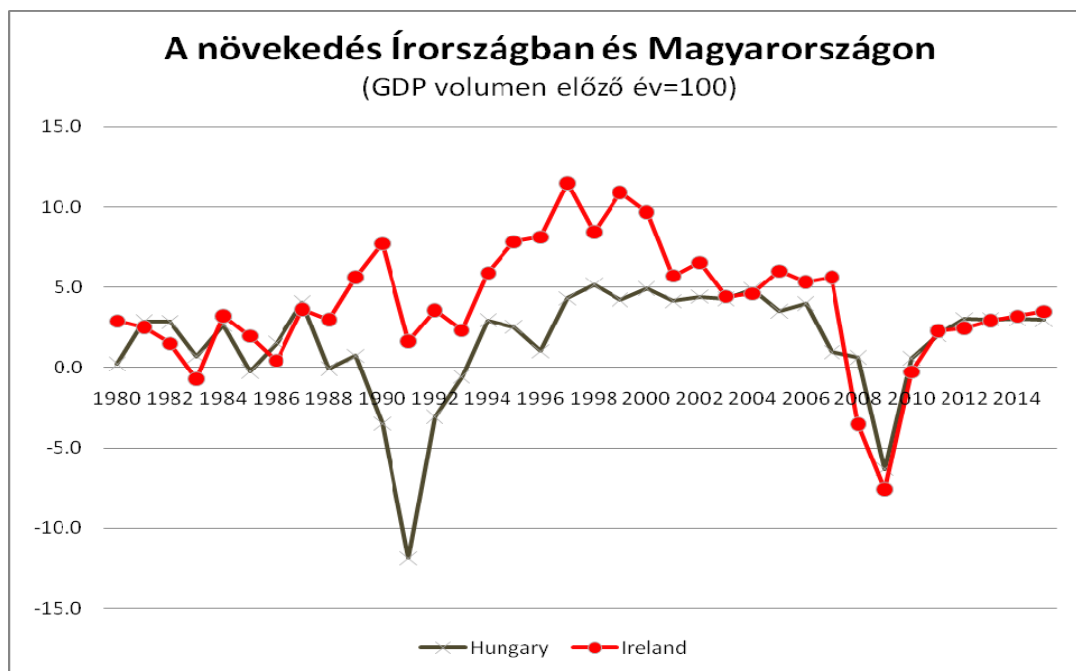
Az **értékesítési rendszer** továbbfejlesztésének egyik fő iránya az volt, hogy minél nagyobb legyen a kibocsátások átláthatósága.

- Az államkötvények értékesítési módja megváltozott. A konzorciális kibocsátások helyébe rendszeres aukciók léptek, amelynek legfőbb előnye az, hogy így a kötvény ára a piaci keresleti viszonyokkal összhangban alakul,
- Az állampapír-kibocsátás nyilvános, piaci résztvevők számára közzétett kibocsátási terv alapján történt.
- Az állampapírok likviditását növelő technikák alkalmazásáról született döntés, amelynek értelmében a forgalomba hozott állampapírok száma csökkent.
- A befektetők minél szélesebb köre számára biztosították a lehetőséget, hogy állampapírt vásárolhassanak. Ennek egyik eszköze a hálózati forgalmazás fejlesztése, a másik a lakosság igényeihez igazított speciális papírok kibocsátása (pl. Postai Takarékjegy).
- Az értékesítési rendszer továbbfejlesztésének másik fő iránya az állampapírok **másodpiaci kereskedelmének** ösztönzése volt.
- A tőzsdei elszámolás-forgalmat korszerűsítették, amelynek értelmében a tőzsdei kereskedelemhez kapcsolódó elszámolási ciklus rövidült.
- Döntés született az elsődleges forgalmazói rendszer továbbfejlesztéséről.

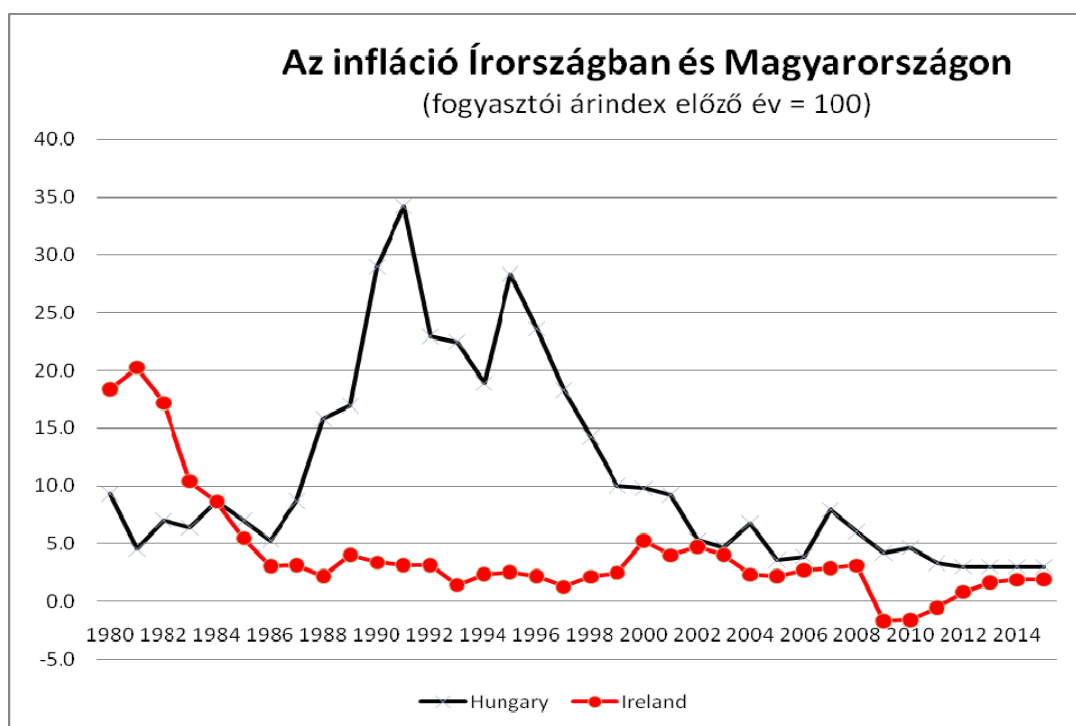
Forrás: Az adósságcserehez készült előterjesztés melléklete. 1996.

VI. Függelék

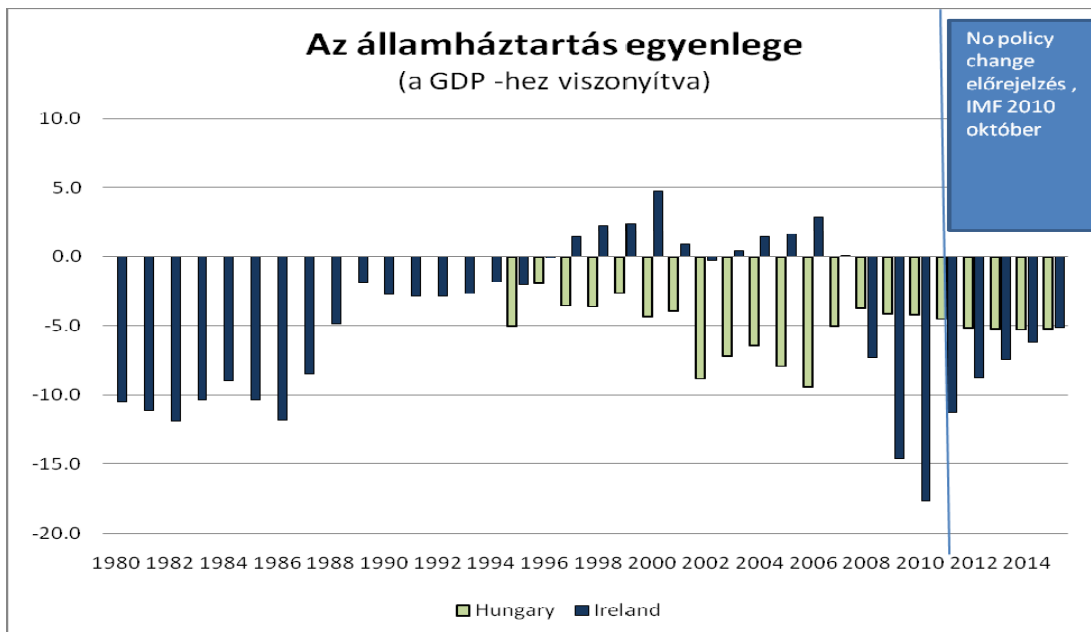
Az ír és a magyar adósságráta alakulás mögötti tényezők



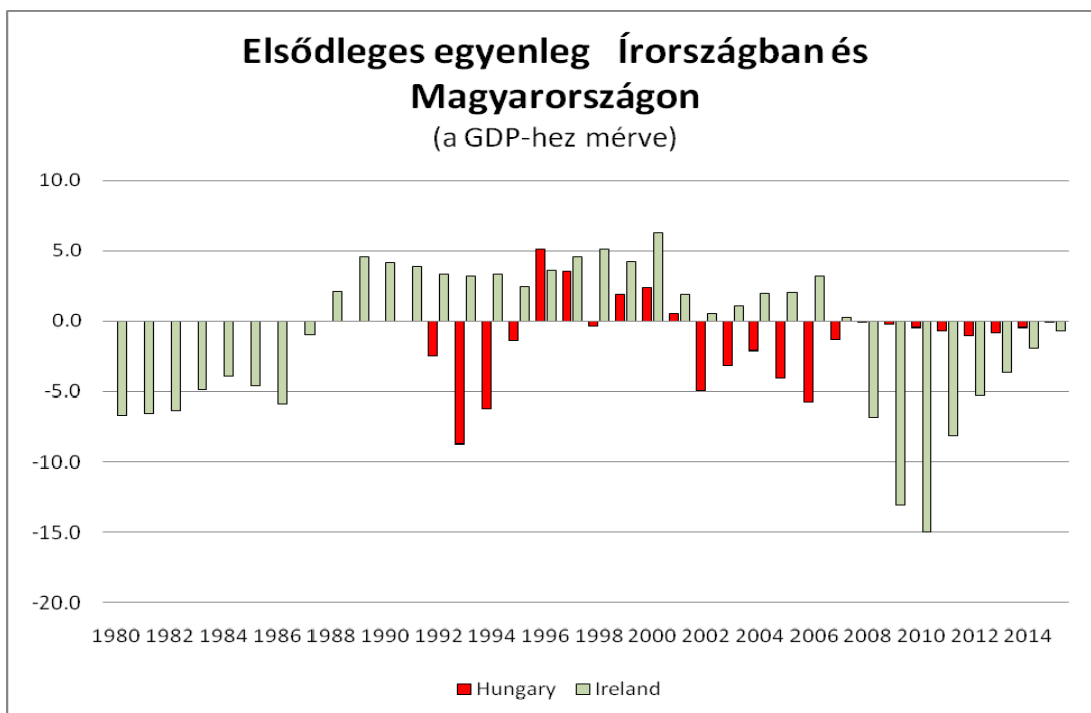
Forrás: IMF WOE adatbázis



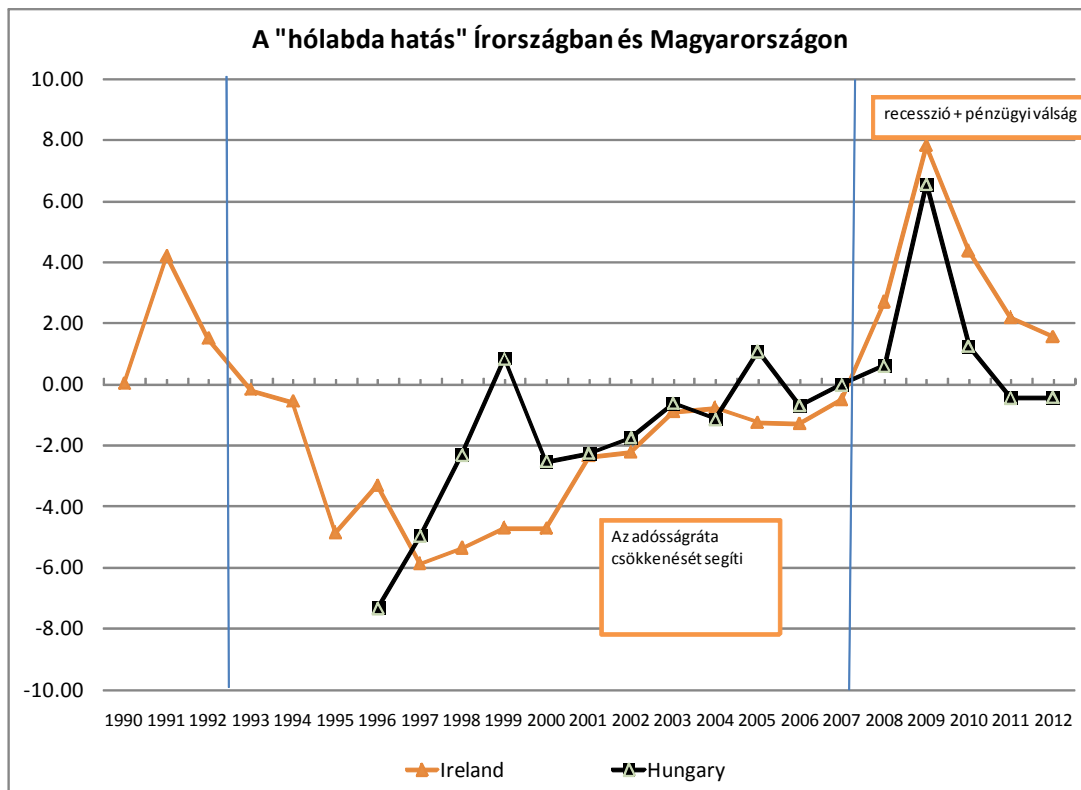
Forrás: IMF WOE adatbázis



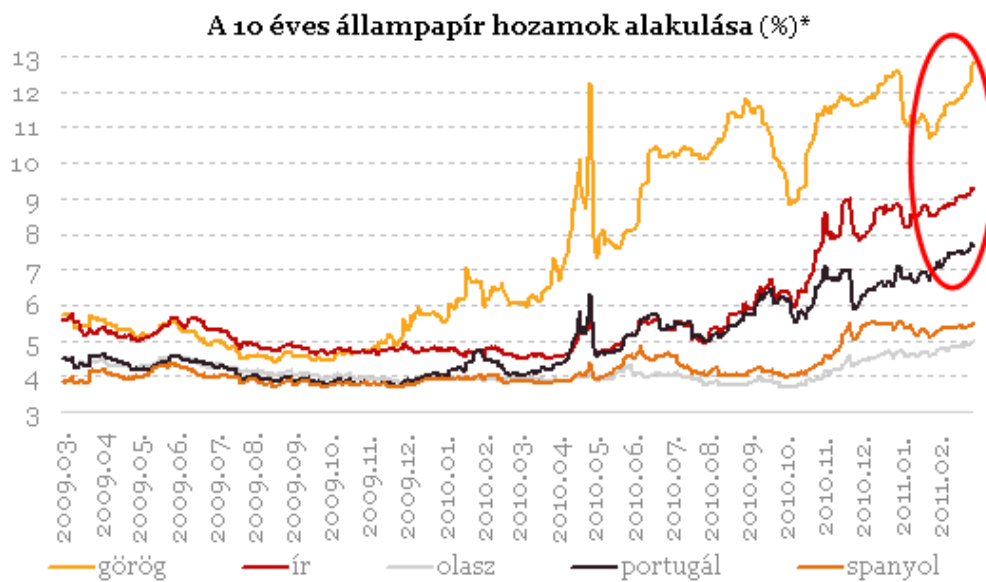
Forrás: IMF WOE adatbázis



Forrás: IMF WOE adatbázis



Forrás: AMECO adatbázis



Forrás: Datastream, Portfolio.hu

*: utolsó kereskedési napi záró