

AZ ÁLLAMADÓSSÁG SZERKEZETÉNEK ALAKULÁSA

Az adósságráta az elmúlt években folyamatosan a figyelem középpontjában állt hazánkban, az államadósság szerkezete azonban kevesebb hangsúlyt kapott. Az államadósság devizaaránya és külső kitettsége fontos hatást gyakorol az adósságpálya jövőbeli alakulására, az adósságszerkezet ugyanis a későbbi évek adósságszolgálati terheit is meghatározza. Az adósságkezelési stratégiát ugyanakkor számos kockázat, többek között az árfolyam-, a finanszírozási és a kamatkockázat mérlegelésével kell kialakítani. A következőkben a szerzők az adóssághoz kapcsolódó kockázatokat alapvetően befolyásoló két adósságkezelési kérdést tekintik át: az államadósság devizaarányát és a külföldi befektetők jelenlétének mértékét.

ÁLTALÁNOS ALAPVETÉSEK A DEVIZAARÁNYRÓL ÉS A BEFEKTETŐI SZERKEZETRŐL

Nemcsak a tágran vett szakmai közvélemény, hanem az adósságkezelők körében is elfogadott nézet, hogy a devizaadóssággal és a külföldi befektetőkkel kapcsolatban a meghatározó tényezőket együttesen kell kezelni.

A devizahitelek és a külföldi országokban lebonyolított, főként a külföldi befektetői kört megcélzó devizakötvény-kibocsátások tehermentesíteni tudják a hazai piacokat, továbbá gyakorta olcsóbb finanszírozási formát jelentenek az államháztartás számára a hazai forrásszerzési lehetőségeknél. A képet némileg árnyalja, hogy a devizaadósság árfolyamkockázattal jár együtt, így az árfolyam kedvezőtlen elmozdulása esetén lényegesen drágább forrássá válhat. Az adósságkezelés számára *az árfolyam külső adottság*, a devizaadóssággal járó bizonytalanság, az árfolyamkockázat realizálódhat egy-egy piaci turbulencia miatt vagy trendszerűen leértékelődő hazai deviza esetén. Az adósság forintra számított értékének árfolyamfüggő elmozdulása lehet átmeneti, nem realizált hatás, de az éppen gyengülő árfolyam idején esedékes kamatfizetés, adósságtörlesztés ténylegesen magasabb terhet jelent, amely már jelentkezik a költségvetésben, csökkentve annak mozgásterét.

Az adósságkezelők az árfolyammal ellentétben *a kibocsátás szerkezetére aktív hatást tudnak gyakorolni*, attól függően, hogy milyen devizanemben újítják meg a lejáratokat és finanszírozzák a költségvetés hiányát. Ezen döntésnél számos tényezőt mérlegelniük kell, mindenekelőtt a hazai piacok terhelhetőségét. Nagy összegű devizalejáratok nagyobb ütemű devizaarány-csökkenést tesznek lehetővé, a fokozott kibocsátás hazai pénznemben ugyanakkor túl nagy állampapír-piaci kínálatot eredményez, ami kiszorító hatáshoz vezethet. A túlkínálat lefelé nyomja az árakat, egyúttal növeli a hozamokat, így drágábbá válik a hazai forrás.

Az említett hatások enyhítése érdekében a külföldi befektetőket érdemes a hazai piacokra vonzani a devizapapírok helyett. Ekkor az ő mérlegükben jelenik meg az árfolyamkockázat, ráadásul a kiszorítási hatás is mérséklődik (vagyis az állam a megtakarítások piacáról kevesebb hazai forrást csatornáz a reálgazdaságból az adósság-

finanszírozás felé). Mivel egy adott külföldi befektető teljes portfóliójában általában kis súlyt képviselnek egy-egy ország hazai devizában denominált papírjai, jobban képesek kezelni a *devizakitettséget* (currency mismatch), elnyelni a sokkokat [Duggar-Li, 2015]. Mégis az az általános vélemény, hogy a külföldi jelenlét különösen kockázatos, ha az a hazai devizában denominált papírokban testesül meg. A külföldi befektetők által vállalt árfolyamkockázattal ugyanis nő annak az esélye, hogy hamarabb megszabadulnak a papíroktól, piaci sokk, turbulencia esetén rövid idő alatt (kis túlzással egyik napról a másikra) kivonulnak az érintett ország piacairól, vagyis fokozódik a finanszírozási kockázat. Ennek következtében az adósságkezelő nem tudja új kibocsátásokkal megújítani az esedékes lejáratokat, ami veszélyezteti az adósságfinanszírozás stabilitását. Ezt alátámasztó eredményre jutott az *Ebeke-Kyobe* [2014] szerzőpáros, akik empirikusan bizonyították, hogy a külföldi jelenlét a hazai devizában denominált állampapírok piacán növelte a volatilitást. Ezen a ponton ki kell emelni, hogy a külföldi befektetőkkel kapcsolatban azonosított kockázatoknál számít a *befektetők összetétele* is, így például a nemzetközi intézményektől, fejlesztési bankoktól felvett (ún. koncesszionális) hitelek még mindig kevésbé kockázatosak, mint a devizakötvény-kibocsátás. A külföldiek jelenléte mindazonáltal elengedhetetlen, hiszen a befektetői kör diverzifikációjához járulnak hozzá. A túl magas hazai állampapír-piaci részvétel esetén egy válság vagy piaci zavar a gazdaságot sokkal jobban visszaveti, mivel a belföldi szektorok egymással szembeni magas kitettsége az ország pénzügyi stabilitásának egészét veszélyezteti [Duggar-Li, 2015]. (Lásd Görögország és Ciprus esetét.)

Az előbbieken leírt kockázatokat nagyban képes mérsékelni egy szilárd fundamentumokkal bíró gazdaság. *Santacreu* [2015] arra az eredményre jutott, hogy egy feltörekvő piaci ország kitettsége a fejlett országok monetáris politikájának változásaira annál kevésbé jelentős, minél erősebbek a makrogazdasági fundamentumok. Ez a jelenség a magyar piacokon már 2013 májusában is látszott. A Fed bejelentette mennyiségi lazítási programjának fokozatos kivezetését, a hír azonban a sérülékenyebb feltörekvő országok devizaárfolyamaival szemben alig hatott a forint árfolyamára. De legutóbb 2015 augusztusában, a Kínából szétterjedő fertőzés sem okozott különösebb zavart a hazai piacokon.

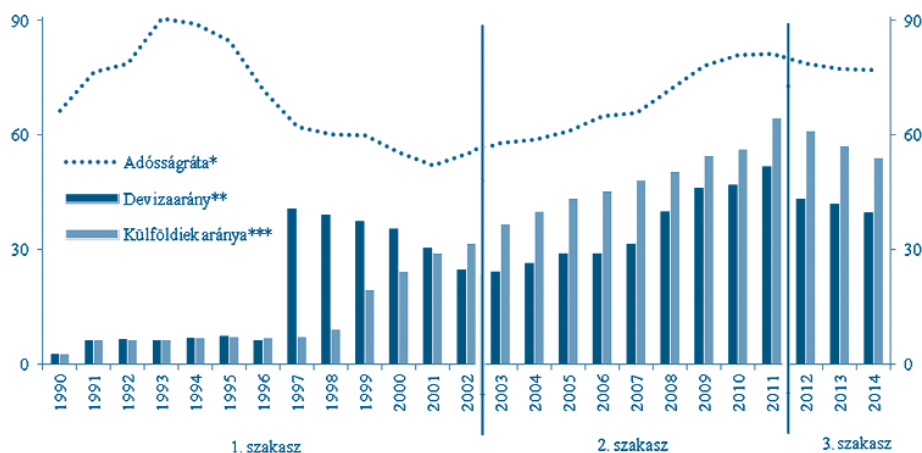
A MAGYAR ÁLLAMADÓSSÁG SZERKEZETVÁLTOZÁSÁNAK SZAKASZAI

Ahogy a növekedési pálya vagy a GDP-arányos államadósság alakulása, úgy az adósság szerkezetének változása is több szakaszra bontható (*1. ábra*). A jól elkülönülő szakaszokon a fiskális fegyelem, a növekedési folyamatok, az adósságkezelési döntések, valamint a globális és a magyar piacok fejlődése is rajta hagyta nyomát.

1. SZAKASZ: AZ ADÓSSÁGKEZELÉS KORAI SZAKASZA (A RENDSZERVÁLTÁSTÓL 2002-IG)

A kilencvenes évek első felét a gazdaság piaci rendre való átállása, illetve az államadósság igen magas, 90 százalék fölötti aránya jellemezte. Ez az arány 1999 végére a fiskális fegyelemnek, a privatizációs bevételeknek és a gyors gazdasági növekedés-

nek köszönhetően 60 százalék alá zsugorodott. Ugyanezen időszakban az államadósság alacsony devizaaránya hirtelen és jelentősen megugrott. Ennek hátterében egy technikai változás állt: 1997-ben adósságcserét hajtott végre a jegybank és a költségvetés [lásd bővebben: Czeti-Hoffmann, 2006]. Ettől az időponttól fogva az adósságkezelő vette át a központi költségvetés devizaadósságának kezelését. A szakasz második felében megkezdődött a devizaarány fokozatos csökkenése és a külföldiek jelenlétének emelkedése. A hazai pénzügyi piacok nagy ívű fejlődésével párhuzamosan a külföldi befektetők hajlandóbbak lettek magyar állampapírokba fektetni, mert az árfolyam stabil, a piacok pedig kellően likvidek voltak. Míg 1997 kezdetén az államadósság kevesebb mint felét tették ki az állampapírok, 2002 végén ez az arány már 78 százalék volt. (Érdekes tény, hogy 1998. január óta él visszavásárlási aukciókkal az adósságkezelő, az első tízéves forintkötvény kibocsátására pedig 1999 első hónapjában került sor, amely akkoriban a leghosszabb futamidejű állampapírnak számított.) Az adósság szerkezetének nagymértékű változásában az is szerepet játszott, hogy az adósságkezelő a devizahiteleket piaci alapú devizakötvénykibocsátásokból újította meg, így 1997 és 2002 között a devizahitelek aránya 39 százalékról 15 százalékra csökkent. Ezzel együtt a devizaadósság – amely magában foglalja mind a devizahiteleket, mind a devizakötvényeket – a teljes adósság 41 százaléka helyett már csak 25 százalékát képezte. Mindeközben a külföldi kezekben lévő államadósság aránya 7 százalékról 32 százalékra kúszott.



Forrás: MNB

1. ábra: A magyar GDP-arányos maastrichti adósság és szerkezetének alakulása (százalék)

* Az adósságráta az államháztartás konszolidált adósságának az MNB által az európai unió, ún. *maastrichti módszertan* alapján összeállított, milliárd forintban közzétett értéke és az adott év nominális GDP-jének a hányadosa.

** A devizaarány az államháztartás konszolidált adósságán belül a devizában fennálló adósság aránya (amely lehet külföldi vagy hazai kezekben). Az adósság devizában fennálló részéből (devizaadósság) adódik a deviza- vagy árfolyamkitettség.

*** A külföldiek aránya a külföldiek (nem rezidensek) kezében lévő – devizában vagy hazai fizetőeszközben fennálló – államadósság teljes államadóssághoz viszonyított hányada. Az államadósság külföldiek által tartott része határozza meg az adósság külső vagy külföldi kitettségét.

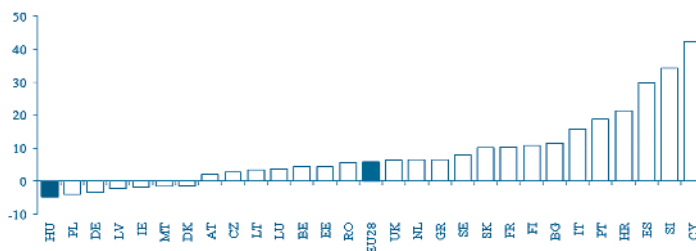
2. SZAKASZ: AZ ADÓSSÁG DRÁMAI EMELKEDÉSE, SZERKEZETÉNEK FOKOZATOS ROMLÁSA (2003–2011)

A GDP-arányos államadósság a szóban forgó időszakban másfélszeresére, közel 81 százalékra duzzadt. Az adósságráta emelkedését a magas költségvetési hiányok és az alacsony növekedés együttes hatása okozta, míg ugyanis az adósságállomány 2002 végéhez képest közel 140 százalékkal emelkedett, addig a nominális GDP értéke mindössze 60 százalékkal nőtt. Az időszak első részét jellemző gazdasági növekedés fenntarthatatlan volt, mert jórészt külföldi eladósodottságból táplálkozott. Ugyanakkor nemcsak az állami szféra, hanem a magánszektor is élenjárt az adósság felhalmozásában, döntően a bankrendszer devizahitelezésének következtében. Az ország felzárkózásának íve egyértelműen megtört a 2000-es évek második felében, 2007-ben már csak 0,4 százalék volt a reál-GDP növekedése. Mindeközben nagymértékű külsőegyensúly-hiány alakult ki, a folyó fizetési mérleg tartósan 7 százalékos deficitet ért el. Ebben a fokozottan sérülékeny, egyensúlyhiányos állapotban érte a válság a magyar gazdaságot, amely 2008-ban mindössze 0,8 százalékos bővülést produkált. 2008 kora őszen a globális piacokon kibontakozott kedvezőtlen fordulat hatására a hazai bankok nem tudták továbbgörgetni az általuk folyósított devizahitelek mögötti devizacsere-ügyleteket, a bankközi pénzpiacokon általános bizalmatlanság uralkodott el, a tőzsde és a forintárfolyam zuhanása pedig fokozta az aggodalmakat. A kormányzat számára gyorsan kiderült, hogy a nemzetközi szervezetekhez (Európai Unió, Nemzetközi Valutaalap) kell folyamodni hitelért az ország fizetőképességének megőrzése – egyúttal a jegybanki devizatartalék feltöltése – érdekében. A megállapodás megkötését követően a forintkötvénypiac helyét időlegesen a nemzetközi szervezetektől származó devizahitelek vették át. Az azonban kétségtelen, hogy a nemzetközi intézmények által rendelkezésre bocsátott hitelek érdemi segítséget nyújtottak abban, hogy az érintettek konszolidálni tudják helyzetüket. Míg a devizaarány 2003 és 2007 között fokozatosan emelkedett 25 százalékról 32 százalékra, addig a felvett devizahitelek következtében 2009 végére 46 százalékra ugrott. Az időszak végén a devizaarány 52 százalékra tetőzött. Ezzel szemben a magyar adósság külföldi kezekben lévő része szinte egyenletesen épült fel, előbb a külföldi piaci befektetők folytatódó térhódítása, majd a helyüket átvevő, hitelnyújtó nemzetközi intézmények, végül a piaci finanszírozásra való visszatérés és a nyugdíjpénztárak mérséklődő részvétele fokozatosan növelte a külföldi arányt, amely így 2003 és 2011 között 32 százalékról 64 százalékra emelkedett.

3. SZAKASZ: AZ ADÓSSÁGRÁTA MÉRSÉKLŐDÉSE AZ ADÓSSÁGSZERKEZET JAVULÁSÁVAL KARÖLTVE (2012–)

2011 végére az adósságráta 80,8 százalékra emelkedett. Az államadósság 64 százaléka volt külföldi kezekben, a devizaarány pedig 52 százalékot ért el. A hosszabb távú egyensúly megteremtése elemi érdeke volt a hazai gazdaságpolitika alakítóinak. Kedvező folyamatok indultak el, amelyeket a javuló makrogazdasági fundamentumok és a fegyelmezett, a hiányt 3 százalék alatt tartó költségvetési politika alapozott meg. Mindeközben a külső egyensúlyi mutatók is jelentősen javultak, a folyó fizetési mérleg hiánya tartós, 2–4 százalék körüli többletet mutatott, ami érdemben hoz-

zárult a külső sérülékenység fokozatos mérséklődéséhez. A nemzetközi szervezektől felvett hitelek törlesztésének jelentős része erre az időszakra esett, amelyet részben deviza, részben forint állampapírok kibocsátásával fedezett az adósságkezelő: az ország visszatért a *piaci alapú adósságfinanszírozáshoz*. Ezzel egyidejűleg megkezdődött az adósság „kinövése”: a csökkenőhozam-környezet és a kedvező reálgazdasági folyamatok az adósság reálterheit mérsékeltek. A nominális GDP az adósságállomány 8 százalékos növekményét meghaladóan, 14 százalékkal bővült 2011-ről 2014-re, az adósságráta így csökkenő pályára állt. Ezzel Magyarország azon tagállamok közé került, amelyek ebben az időszakban csökkenteni tudták adósságrátájukat (2. ábra).

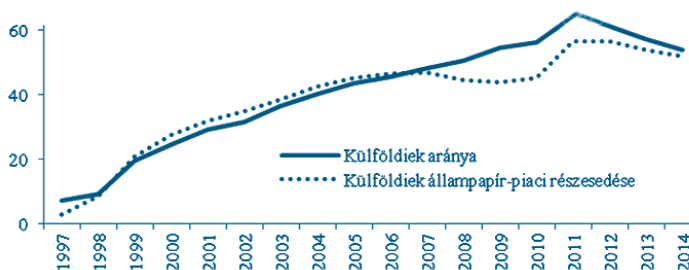


Forrás: Eurostat

2. ábra: A GDP-arányos államadósság változása az Európai Unióban 2011 és 2014 között (százalékpont)

2011 óta az államadósság szerkezete javuló tendenciát követ. A devizaarány, ami 2002–2011 között évente átlagosan 3 százalékponttal lett magasabb, 2014 végére 52-ről 40 százalék alá süllyedt, vagyis évente átlagosan 4 százalékponttal csökkent. Ebben meghatározó szerepet játszott, hogy az állam a devizalejáratok jó részét forintban újította meg, 2012–2014 között mintegy 2000 milliárd forint értékben.

A Nemzetközi Valutaalaptól felvett hitelek 2013. augusztusi teljes visszafizetésével és a 2016 tavaszán lejáró uniós hitelek kifutásával a magyar államadósság gyakorlatilag teljes egésze piaci kezekben lesz. Utólag visszatekintve, Magyarország számára viszonylag gördülékeny volt a piaci finanszírozáshoz való visszatérés, a külföldiek kezében lévő államadósság és a külföldiek állampapír-piaci jelenléte immár ismét közelít egymáshoz (3. ábra).



Forrás: MNB

3. ábra: A külföldiek jelenléte a magyar adósságkezelésben (százalék)

A magyar államadósság túlnyomó része napjainkban újra *állampapír formájában* ölt testet, amelynek kiemelt befektetőcsoportjai a külföldiek, a lakosság és a bankszektor. A jelentős finanszírozási kockázatot hordozó külföldiek állampapír-piaci részesedése az elmúlt években egyértelműen visszaszorulóban van, 57-ről 48 százalékra csökkent, ezzel a hazai piacokon a külföldi jelenlét súlya Magyarországot az uniós tagállamok felső harmadába helyezi. Ez az arány Lengyelország esetében 57, Szlovákia esetében 59 és Szlovénia esetében 75 százalék. A hazai állampapírok között a lakosság részesedése 2011 és 2014 között töretlenül emelkedett, 5-ről 10 százalékra. A lakossági szerepvállalás csak Málta esetében nagyobb (35 százalék), Olaszország és Csehország esetében közel hasonló mértékű (7 és 4 százalék), miközben a többi uniós tagállamban 1 százalék körül mozgott 2014 végén.

Az adósságfinanszírozás hazai lábának erősítése aktív közreműködést igényelt mind az adósságkezelő, mind a monetáris hatóság részéről. Az adósságkezelő és a kormányzat. számos, a lakosság állampapír-vásárlásainak ösztönzését célzó intézkedést hozott: a kincstári forgalmazóhelyek száma gyarapodott, a lakossági állampapírok palettája 2012 óta öt új állampapírtípussal bővült, a fizetett kamatok mértéke pedig jelentősen megemelkedett. A másik meghatározó fejlemény a monetáris hatóság által 2014-ben indított *önfinanszírozási program* volt. Főként ennek 2015. évi második szakasza hozott érdemi változást, a jegybanki eszköztár drasztikus módosításának eredményeként jóval intenzívebbé vált a hazai bankok állampapír-vásárlása. E két program összességében közel 12 százalékkal növelte a megcélzott szektorok állampapír-piaci részesedését, ezzel fontos szerepet játszottak abban, hogy az elmúlt hónapokban portfóliójuk észrevehető arányát leépítő külföldi befektetők távozása folyamatosan csökkenő hozamok és a kereslet szinten maradás mellett valósult meg.

ÖSSZEGZÉS HELYETT...

Az adósságmenedzselést „békeidőben” nem kíséri különösebb figyelem, a *pénzügyi válságok* azonban *felértékelik az adósságkezelés szerepét*: az árfolyam-elmozdulások és hozamemelkedések, a hiteltörlesztések megugrása, illetve a megcsappanó állampapír-piaci kereslet világossá teszik a terület fontosságát. Magyarország esetében is a 2008-as globális válság irányította rá ezekre a kérdésekre a figyelmet. Ilyen helyzetben még inkább hangsúlyossá válik az adósságkezelők alapvető feladata: az olcsó és biztonságos finanszírozási forrás megtalálása. Ezeknek a különböző céloknak az összehangolása azonban nem történhet csupán a koncepciók szintjén, a feladatot hozzá kell igazítani a válság speciális követelményeihez. A hazai gazdaságpolitika alakítói is számos intézkedést hoztak az utóbbi években, hogy az ország sebezhetőségének legfőbb kiváltó okait csökkentsék. Nagy hangsúlyt fektettek arra, hogy jelentősen megemeljék a hazai befektetői kör adósságfinanszírozásban betöltött szerepét, illetve előmozdították a devizaadósság forintban történő megújítását.

Úgy tűnik, hogy az adósságkezelési stratégia irányvonalait a külföldi befektetők és hitelezők is elkezdtek elismerni – legalábbis ez tükröződik vissza az egyre alacsonyabb hozamokban és az országhozamok felárak csökkenésében. Bár ez a folyamat

nem tarthat a végtelenségig, azon aligha lehet vitatkozni, hogy a sebezhetőség mérséklésének a jövőben is prioritást kell élveznie.

IRODALOM

- Acevedo, P.–Alberola, E.–Broto, C. (2008): Local debt expansion and vulnerability reduction: an assessment for six crisis-prone countries. In: *New financing trends in Latin America: a bumpy road towards stability*. BIS Papers No. 36. pp. 88–109.
- Ali Abbas, S. M.–Blattner, L.–De Broeck M.–El-Ganainy, A.–Hu M. (2014): *Sovereign Debt Composition in Advanced Economies: A Historical Perspective*. IMF Working Paper WP/14/162
- Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) finanszírozási kiadványai, 2009–2015. Letöltés: 2015. november <http://akk.hu/hu/oldal/kiadvanyok#finanszirozasi-terv-kiadvanyok>
- Baksay G.–Berki T.–Csaba I.–Hudák E.–Kiss T.–Lakos G.–Lovas Zs.–P. Kiss G. (2013): Az államadósság alakulása 1998 és 2012 között Magyarországon: trendek, okok, hatások. *MNB Szemle Különszám*, 2013. október
- Baksay, G.–Karvalits, F.–Kuti, Zs. (2012): The impact of public debt on foreign exchange reserves and central bank profitability: the case of Hungary. In: *Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies*. BIS Papers No. 67. pp. 179–191.
- Czeti, T.–Hoffmann, M. (2006): *A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk*. MNB-tanulmányok 50.
- Duggar, E.–Li, C. (2015): *Dramatic Growth in Local Currency Sovereign Debt is Reducing Emerging Market Financial Vulnerabilities*. Moody's Investor Service Credit Policy Special Comment 2015. szept. 2. Report Number: 183757
- Ebeke, C.–Kyobe, A. (2015): *Global Financial Spillovers to Emerging Market Sovereign Bond Markets*. IMF Working Paper WP/15/141.
- International Monetary Fund (IMF) Staff Report for the Article IV Consultation, 2007–2015. Letöltés: 2015. november <https://www.imf.org/external/country/HUN/index.htm>
- Santacreu, A. M. (2015): *The Economic Fundamentals of Emerging Market Volatility*. Economic Synopses 2015 No. 2. Federal Reserve Bank of St. Louis