

KONFERENCIA ÖSSZEFOGLALÓ:

„ÁLLAMADÓSSÁG-KEZELÉS – TÍZ ÉVVEL A VÁLSÁG UTÁN”¹

CONFERENCE SUMMARY:

„DEBT MANAGEMENT - TEN YEARS AFTER THE CRISIS”

2018. november 27-én került megrendezésre az Államadósság Kezelő Központ Zrt., a Világgazdaság és a Magyar Közgazdasági Társaság Államháztartási Szakosztályának közreműködésével az „Államadósság-kezelés – tíz évvel a válság után” című konferencia, melyen a téma elismert hazai és külföldi szakértői vettek részt. Az eseményen a lengyel államháztartás helyzetéről és a lengyelországi fiskális szabályozásról esett szó elsőként. Az érdeklődők ezt követően a magyar optimális adósságkezelési portfólió modellről hallhattak részleteket. Végezetül a magyar fiskális fordulatról európai összehasonlításban készített kutatás eredményeinek ismertetését hallhatták a konferencia résztvevői. Összességében elmondható, hogy a lengyel és magyar államháztartás kedvező helyzetben van a végrehajtott reformoknak köszönhetően.

On 27 November 2018, the Government Debt Management Agency, the World Economy (published by Mediaworks Hungary) and the Public Finance Section of the Hungarian Economic Society organized a conference, which name was „Public Debt Management - Ten Years After the Crisis”, visited by domestic and foreign experts. At the event first Poland’s public finances and the polish fiscal regulations were presented. Then the participants heard details about the Hungarian optimal debt management portfolio model. Finally, the audience of the conference had the opportunity to hear about the results of the Hungarian fiscal revolution in a European comparison. All in all, Polish and Hungarian public finances are in a favorable position due to the implemented reforms.

A rendezvény **Barcza György**, az ÁKK Zrt. vezérigazgatójának, az MKT Államháztartási Szakosztály elnökének megnyitó beszédével kezdődött. A megnyitót követően **Prof. Dr. hab. Kamilla Marchewka-Bartkowiak**, a poznani Közgazdasági és Üzleti Egyetem Közgazdasági Tanszékének vezetője beszélt az adósságkezelés kihívásairól a válság utáni Lengyelországban.

Professzor Asszony az előadását a lengyel makrogazdaság és államháztartás általános helyzetértékelésével kezdte, különös tekintettel a lengyel államadósságra, a finanszírozási igényekre, valamint az államadósságra vonatkozó szabályok és szabályozások ismertetésére. A lengyel gazdaság a nagy pénzügyi válságot recesszió nélkül élte meg, az államadósságra vonatkozó minősítése nem változott az országnak a 2000-es évek végén.

A lengyel példát azonban nem szabad ennyire leegyszerűsíteni. Lengyelország esetében a relatív alacsony GDP-arányos adósság szint (2009-ben a GDP 49,3%) nagyobb mozgásteret biztosított fiskális expanzió végrehajtására, mint Magyarország esetében ugyanebben az időszakban. Követendő pél-

¹ DOI: 10.14267/RETP2019.01.23

da lehet azonban más országok számára is a 2010 utáni magyar és lengyel modell: költségvetési hiány-, és államadósság-csökkentés a növekedés ösztönzésével egyidejűleg. Az adósságsökkentéshez – Magyarországhoz hasonlóan – Lengyelország esetében is hozzájárult a nyugdíjrendszer reformja.

A válságot követően a fiskális szabályoknak és szabályrendszereknek felértékelődött a szerepe. Az ismert maastrichti 60 százalékos államadósságra vonatkozó szabályozás mellett a lengyel alkotmányban is szerepel az adósságfék, de az EU-s direktívához képest eltérő módszertannal. Az előbb felsorolt szabályozásokon felül a lengyel államháztartási törvényben különböző adósság-korlátok vannak meghatározva (a GDP 55% és 60%-a), eltérő kiadási oldali küszöbértékekkel (a GDP 48% és 43%-a). A közpénzügyi szabályozás kiterjed a helyi önkormányzatok adósság-szintjének a limitálására is, valamint a központi és a helyi önkormányzati költségvetési tervezés során is korlátokat határoz meg.

Az adósságkezelést tekintve háromféle modell létezik Európában; Lengyelországban a Pénzügyminisztérium részeként működő Államadósság Főosztály látja el az adósságkezelési feladatokat. Magyarországon és 13 másik EU-s országban az államadósság-kezelésre létrehozott speciális ügynökség felelősségi körébe tartozik, míg vannak államok, ahol a központi bankhoz delegálják ezt a tevékenységet.

Az adósságkezelés fő kérdése azonban nem az intézményi működési forma, hanem az, hogy mit és miből finanszírozzunk. Lengyelországban a költségvetési törvényjavaslat része a 4 évre előre mutató adósságkezelési stratégia, amely mindezeket a kérdéseket megválaszolja.

Lengyelország esetén egyébként az államkötvények terén nincs jelentős külföldi tulajdon, ami alapvetően pozitív az ország finanszírozásának stabilitása szempontjából. Az adósságszolgálat a GDP-arányában 2013 óta csökkenő trendet mutat, 2017-ben a GDP 1,5 százalékát tette ki, a költségvetésben ugyanakkor mégis jelentős tételnek számít (2017-ben a költségvetési kiadások 7,9 százaléka). Kockázat szempontjából a devizaarány, a devizakitettség jelenthetne problémát, de Lengyelország esetében elhanyagolható mértékű a devizában kibocsátott államkötvények aránya. Végül, de nem utolsósorban a lejáratí/megújítási kockázat lehetne még releváns tényező, de a lengyel átlagos lejáratí idő beleilleszkedik az Európai Unió trendekbe.

Összességben elmondható, hogy bár Lengyelország betartja az EU-s és saját szabályozását, a válságot követően nőtt az államadósság mértéke a GDP-arányában kifejezve. A növekvő államadósság kockázatot jelent, ennek költsége belföldi tényezők mellett a külső környezettől is függ (EKB kamatpolitikája, nemzetközi gazdasági környezet, feltörekvő piacok), amelyeket mind számításba kell vennie az államadósság-kezelőnek a finanszírozási stratégia meghatározása során. A helyzet komplexitása és az adósságkezelő aktív szerepvállalása miatt Lengyelország esetében is felmerült az áttérés az ügynöki modellre, a lengyel adósságkezelési szabályok transzparenssebb tételével és EU-s normákhoz történő igazításával egyidejűleg.

Professzor Asszony előadását **Bebes András**, az Államadósság Kezelő Központ Zrt. kockázatkezelőjének előadása követte az ÁKK optimális adósságportfólió modelljéről. Az ÁKK célja hosszú távon a lehető legalacsonyabb költségek és vállalható kockázatok melletti államadósság-finanszírozás, valamint olyan adósságszerkezet kialakítása, ami biztosítja mindezt. A modell az előbbi céloknak eleget tevő finanszírozási szerkezetek / adósság portfóliók halmazát keresi meg, mely után a modell eredményei és a stratégiai döntések alapján meghatározhatók az adósságportfólió jellemzőire vonatkozó célértékek (benchmarkok). Számos adósságkezelő használ valamiféle (sokszor csak egyszerűbb) modellt, az ÁKK új modellje az összetettebbek közé tartozik.

Az ÁKK 3 fázisú sztochasztikus szimulációs modellt használ, melynek főbb lépései a modellillesztés, scenáriógenerálás és az optimalizálás. A modell működése olyan empirikus adatokon alapul, mint a forint és a magyar euró hozamgörbe, EUR/HUF keresztárfolyam, valamint a magyar és az eurózóna fogyasztóiár-indexe. A forint hozamgörbe esetén az állampapírhozamok szintje, meredeksége és görbülete a meghatározók. A magyar euró hozamgörbe a kockázatmentes euró hozamgörbe és a magyar CDS-felár együtteseként állítható elő.

Maga az állapottér modell egy kétállapotú Markov rezsimmárváltó folyamaton alapszik, amely a gazdaság helyzetére vonatkozóan kétféle állapotot különböztet meg: a konjunktúra és a recesszió esetét, az egyes állapotok közötti átmenet a modellillesztés során meghatározott valószínűséggel következhet be. A modell instrumentumai között piaci forint, deviza és lakossági instrumentumok szerepelnek.

Az adósságkezelő szempontjából kiemelt jelentőséggel bír a kibocsátás teljes várható költsége, amely egy finanszírozási szerkezetre vonatkozóan, eredményszemléletben a kamatköltség, a kibocsátásból eredő árfolyamnyereség vagy -veszteség, a devizaköltség és a likviditási prémium együttese. A kibocsátás költsége mellett továbbá különböző kockázatokat is figyelembe kell venni: költségingadozás, kamatérzékenység és az adósságmegújítás kockázata. Az előbb említett kockázati elemek többféle mutatóval is jellemezhetők. A döntés során a kockázat mellett a likviditási tényezők is meghatározók, melyek közül a likviditási korlát, a likviditási küszöb és a likviditási prémium a legrelevánsabb.

A modellezés során az optimalizálás több célt is szolgál. Az alapvető célkitűzés a költségek és a kockázatok minimalizálása, középtávú stratégia mentén a Pareto-optimalis (Pareto-hatékony) finanszírozási szerkezetek megtalálása. A folyamat egy többcélfüggvényes optimalizálás, amelynek célkitűzése olyan finanszírozási szerkezetek kialakítása, amely a vizsgált tulajdonságok tekintetében nem dominált (tehát Pareto-hatékony) a döntéshozó preferenciái alapján. Az optimalizálási eljárás során felhasznált célfüggvények a már korábban említett kibocsátási költség és az ahhoz tartozó, valamint az adósságportfólió egyéb jellemzőiből fakadó különböző kockázatok.

A modell egyszerre 5000 finanszírozási szerkezetet vizsgál, 1000 iteráción keresztül, 15 modell instrumentum felhasználásával, a lakossági instrumentumokon belül fix aránnyal. Egy tipikus optimalizálási eljárás 300 milliárd lefutást jelent, a gazdaság 1000 realizációja mellett. A kibocsátási algoritmus először a finanszírozási igényt veszi figyelembe, majd meghatározza a hazai és/vagy külföldi devizában kibocsátandó instrumentumokat, a folyamat lezáró akkordja pedig egy ún. lexikografikus maximin algoritmus, ami a kibocsátandó mennyiségeket határozza meg a finanszírozási szerkezet alapján, a likviditási korlátok figyelembevételével.

A modell eredményeként az elkövetkező 5 éves időtávot tekintve meghatározható a Pareto optimalis finanszírozási szerkezetek halmaza, az ezekből adódó adósságportfólió összetétele, az adósság várható alakulása, és az egyes finanszírozási szerkezetek / adósságportfóliók költség- és kockázati jellemzői. A hatékony finanszírozási szerkezetek ábrázolhatók a költség-kockázat térben, és összevethető ezekkel a jelenlegi adósságszerkezettel. A modell eredménye alapján továbbá az is látható, hogy a teljes finanszírozási költségen belül a kamatköltség a legrelevánsabb tényező.

A záró előadást Dr. habil. Kutasi Gábor PhD, a Nemzeti Közszerológiai Egyetem Közgazdaságtani és Nemzetközi Gazdaságtani Intézetének egyetemi docense tartotta, a XXI. századi válságok hatása és az európai fiskális fenntarthatóság témában. Az előadás a fiskális fenntarthatóság fogalmának és relevanciájának kifejtésével kezdődött, majd az elméleti háttér megalapozását követően az empirikus eredmények ismertetésével folytatódott.

A fiskális fenntarthatóság hosszú távon fizetőképés és hitelképes államháztartást jelent, amely az államadósság finanszírozását piaci eszközökkel, folyamatosan tudja biztosítani, változó makrogazdasági feltételek mellett is. A piaci finanszírozás előnye a kevesebb gazdaságpolitikai kötöttség és az olcsóbb finanszírozás mellett az esetleges negatív tőkepiaci és növekedési következmények elkerülése, amelyek magas államadósság és adósságválság esetén mind lehetséges negatív hatások.

Az empirikus elemzés fókuszát az Európai Unió 28 tagállamából 26-ra vonatkozó adatokból képzett 6 országcsoport jelentette (Ciprus és Málta nem része az elemzésnek), melyek az alábbiak:

- Visegrádi országok (V4): Magyarország, Lengyelország, Csehország és Szlovákia,
- Centrum-országok (A7): BENELUX, Németország, Franciaország, Egyesült Királyság, Ausztria,
- Mediterrán-országok (Med4): Spanyolország, Portugália, Olaszország, Görögország,
- Északi-országok (Nord4): Dánia, Finnország, Svédország, Írország,
- Balti-országok (Balti3): Észtország, Lettország, Litvánia,
- Balkáni-országok (Balkán4): Szlovénia, Horvátország, Románia, Bulgária.

Az elméleti háttér alapja a költségvetési korlátra vonatkozó általános makroökonómiai egyenlet, amely a GDP-arányos államadósságot a jelen időszakra vonatkozó elsődleges egyenleg, illetve az előző időszaki államadósságra vonatkozó kamatfizetési kötelezettségek együtteseként határozza meg. A módszertan szempontjából az elsődleges költségvetési rés, illetve az adórés egyenlete a meghatározó. Az elsődleges költségvetési rés pozitivitása fenntartható államadósságpályára utal, a pozitív adórés szintén fiskális fenntarthatóságot jelent.

Az elsődleges egyenleg alakulását tekintve a nagy pénzügyi válság 2008-as kirobbanását követően változott annak mértéke és előjele az egyes országok és országcsoportok esetében. Kiemelendő az a fiskális fordulat, amelyet Magyarország a 2010-es évek elején hajtott végre, s amelynek köszönhetően 2012-től kezdve folyamatosan elsődleges többlettel zárt a hazai költségvetés. A többi országcsoport esetén – hazánkhoz képest – hosszabb idő alatt ment végbe a válság utáni fiskális konszolidáció.

A vizsgált országok többségében nem csak a költségvetés szerkezete és nagysága terén történtek reformok az adósságpálya fenntarthatósága érdekében. Az EU-ban jellemzően emelkedett az adósságszerkezeten belül a hosszú lejáratú államadósság aránya, amely az adósság hosszú távú finanszírozhatóságát tekintve kulcsfontossággal bír, miközben a kockázatok mérséklődésével alacsonyabb kamatteherrel is jár.

Ezzel szemben a magyar államadósság lejáratú szerkezetében rövidült az átlagos futamidő, ami hosszú távú finanszírozhatóság időhorizontján nem kedvező. Az átlagos futamidő rövidülése részben köszönhető annak, hogy stratégiai megfontolásból növelték azon hazai lakossági finanszírozók arányát, amely befektetői kör rövid távú állampapírokat preferál. Másrészt a rövidebb futamidő olcsóbb pillanatnyi finanszírozást tesz lehetővé, amivel szintén mérsékelhető az adósságszolgálat és a bruttó államadósság. Részben a finanszírozási szerkezet változásának, részben a jegybank monetáris politikai eszköztárának, részben az adósság devizakittségének mérséklődése következtében a kamatköltségek 2012 óta 2,5 százalékponttal csökkentek a GDP-arányában.

Összességében az mondható el, hogy a 2000-es évek első felének kedvező növekedési és ka-

matkörnyezete kevésbé szigorú fiskális fegyelmet követelt meg Magyarországtól, később azonban korrekciókra volt szükség. A 2009-2014 közötti időszakot a gazdaságélénkítés és a fenntarthatóság kis mértékű romlásának együttese jellemzi hazánk esetében, 2015-től azonban a trendek az adósság fenntarthatósága és a gazdasági konvergencia irányába mutatnak. A magyar gazdaságpolitika fiskális fegyelem iránti elkötelezettsége megkérdőjelezhetetlen, a többi EU-tagország elkötelezettsége változó képet mutat. Fiskális kockázatközösségként van együtt mozgás a Közösségben, de potyautasság is megfigyelhető a rendszerben.

Plósz Dániel János²

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Bebes András (2018): *Optimális adósságportfólió modell*. Előadás. Államadósság-kezelés – tíz évvel a válság után konferencia, Budapest.
- Kamilla Marchewka-Bartkowiak (2018): *Government debt management (GDM) in Poland – 10 years after a financial crisis*. Előadás. Államadósság-kezelés – tíz évvel a válság után konferencia, Budapest.
- Kutasi Gábor (2018): *A XXI. századi válságok hatása és utóhatása az európai fiskális fenntarthatóságra*. Előadás. Államadósság-kezelés – tíz évvel a válság után konferencia, Budapest.

² okleveles közgazdász, a Pécsi Tudományegyetem PhD-hallgatója, a Magyar Közgazdasági Társaság Államháztartási Szakosztályának titkára