

HÁTTÉRANYAG

az Árnycékkormány részére

Gazdasági háttérelmzés a magyar államadóságról az adósságtömeg-növekedés következményeiről

A Fidesz-kormány kommunikációjának egyik folytonosan ismétlődő eleme az, hogy kiválóan kezelik, évről évre csökkentik az államadóságot. Egyes adatok valóban mutatnak formálisan javuló tendenciát, az elmúlt 10 évben a GDP-arányos államadóság-mutató valóban csökkent, és amíg 2010-ben 80,6%, 2022-ben már csak 73,5% volt. Miért állítható mégis, hogy a valóság ennél sokkal rosszabb?

Helyzetismertetés

1. Érdemes arra emlékeztetni, hogy van egy fontos körülmény, amiről ma már egyre inkább elfeledkezünk. A magánnyugdíj-rendszer 2011-ben történt felszámolása, valamint az elrabolt 3 ezer Mrd Ft eltüntetése azzal a következménnyel jár, hogy az évről évre kimutatott államadóságon túl megmarad az a rejtett adósság, amivel a jövő nyugdíjasainak tartozik az állam. Vagyis ma a magyar államadósági mutató valójában nem a GDP 73%-a körül mozog, hanem annál kb. 5%-ponttal magasabban számítandó.
2. A GDP-arányos adósság a GDP arányos adósság csökkenésének döntő oka (a GDP várható 4,7%-os növekedése mellett) az erős inflációs hatás, a nominális GDP inflációs növekedése, ami lényegesen nagyobb, mint a devizaadósság nominális forintértékének a leértékelődés miatt bekövetkező növekedése. Miközben tehát a nominális, tehát valódi adósság évről évre növekedett, a GDP növekedési időszakában ez évekig nem volt feltűnő. Az államadóság tömege 2010 és 2021 között, az Orbán-érában a duplájára, 21 ezer Mrd Ft-ról kb. 42 ezer Mrd Ft-ra nőtt, és 2022-ben várhatóan eléri a 46 ezer Mrd Ft-os szintet. Az igazság tehát az, hogy Magyarország nem csökkenti, és nem fizeti vissza az adósságát, hanem egyre növekvő volument görget tovább, és gyakorlatilag (a GDP növekedésén keresztül) „kinövi” azt. Így lehet egyre alacsonyabb aránymutatót produkálni, miközben a visszafizetendő összeg, és az éves kamatteher egyre tovább növekedik. Bővülő világ gazdaságban, „békeidőben” ennek nincs igazán fontossága, gazdasági válság idején azonban az adósság tömegének jelentősége meghatározó, és az ország finanszírozhatóságának feltételei nehezülnek, ma pedig éppen ebben a helyzetben vagyunk. Belátható, hogy mivel az éves adósságszolgálat folyamatosan növekszik, nem mindegy, hogy azt növekvő, vagy esetleg stagnáló, sőt csökkenő bevételekből kell fizetni. Utóbbi esetre egyébként 2023-ban nagy esély van, mivel a legtöbb szakértő recessziót jósol.

Az éves adósságszolgálat mértéke a 2023-as eredeti költségvetés szerint mintegy 2100 Mrd Ft. A rendeleti úton módosított költségvetés vonatkozó adata nem ismert, amennyiben 0”” növekedés, vagy recesszió következik be, akkor még ez a nagyságrend is nagyon meg fogja terhelni az államháztartást.

A megugró államadósság-tömeg és az emelkedő kamatok miatt rekordszintre emelkednek az állam kamatkiadásai is: idén már 1633 Mrd forintot kell kamatfizetésre költeni, ami történelmi rekord. A válság előtt még csak évi 1060 Mrd-ot kellett erre a célra fordítani.

	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*
államadósság a GDP %-ában	80	75,7	74,8	72,1	69,1	65,5	79,6	76,8	73,5
bruttó államadósság (millió euró)	79114	83883	87470	91266	93372	94181	105550	114884	176400

*várható érték

Érdeemes megnézni a központi költségvetés adósságának változását is, ami természetesen nem azonos az államháztartás bruttó adósságával.

	2008.09.30. (pü. válság előtt)	2010.04.30. (kormányváltás)	2019.12.31(C OVID előtt)	2022.11.30.
központi kgtvetés adóssága (Mrd Ft)	15972	19211	29478	44428
devizarész (%)	29,1	45,0	17,3	25,0
forintrész (%)	70,9	55,0	82,7	75,0

A számok egyértelműen mutatják, hogy 2008-2010 között a pénzügyi válság okán csaknem 19%-kal nőtt a központi költségvetés adóssága. Ugyanakkor ennél jóval nagyobb mértékben, több mint 50%-kal ugrott meg az adósság 2010-2019 között, az ezt követő 3 évben pedig újabb 50% feletti növekedés következett be. A legnagyobb, 15 ezer Mrd Ft-os növekedés 2020. január 1. és 2022. november 30. között következett be, (ez alig valamivel kevesebb, mint a 2008 szeptemberében fennállt teljes adósságállomány).

Azt is meg kell említeni, hogy számottevő uniós forrás a 2010-es kormányváltás előtt nem érkezett. A 2007-2013-as uniós költségvetési ciklus támogatásainak döntő többsége a második és harmadik Orbán-kormány idején érkezett, következésképpen a pénzügyi válság előtti fejlesztések döntően hitelből voltak finanszírozhatók.

- Azt is ki kell emelni, hogy a maastrichti követelményrendszer normál esetben maximálisan 60%-os GDP-arányos bruttó államadósságot tolerál. Ehhez képest 2022-ben a mutató értéke 73,5% volt, ami még jóval magasabb az EU-s előírásnál.

4. A visegrádi négyekkel való összevetésben is jól észrevehető, hogy Magyarország az adósságállomány vonatkozásában siralmas képet mutat. A GDP-arányos 73,5% jelentősen magasabb a környező országokénál, ahol még a COVID-járvány alatt is rendre 50-60% közötti államadósság volt kimutatható. 2021-ben a legjobban a csehek teljesítettek 50% alatti mutatóval, de a szlovák, illetve a lengyel adósságmutató is 60% alatti volt.
5. A magyar államadósság belső szerkezetét tekintve látható, hogy évről évre az önkormányzatok helyzete a legrosszabb, az adósság növekedése rendre 4-5%-ponttal magasabb, mint a központi költségvetésé. Igaz ugyan, hogy tekintettel a törvényben előírt kötelező önkormányzati feladatok ellátására, időről időre megtörténik az adósság bizonyos mértékű konszolidálása, de az eladósodása újra és újra folytatódik.
6. Az államadósság értékelésekor nagyon fontos kitérni a finanszírozás mikéntjére is, vagyis arra, hogyan, miből fizetjük vissza a tartozásokat. Az MNB az elmúlt 4-5 év során folyamatosan erőltette, hogy mérséklődjön az államadósság devizarésze, és ezzel együtt növekedjen a főként lakosság által vásárolt belföldi, Ft-állampapírok aránya. Ezzel akarták elérni, hogy a magyar gazdaság függetlenebb legyen a külső gazdasági hatásoktól, kisebbek legyenek az árfolyam-ingadozások veszteségei. A törekvés részben érthető volt, bár annak a túlhajszolása más veszélyeket hordozott, amelyek ma már érzékelhetőek is.
 - A nemzetközi pénzpiacokon korábban jóval olcsóbban lehetett forrást találni, mint amennyibe a belföldi állampapírok kerülnek. Az igaz, hogy a magyar lakosság komoly kamatokat kaphat a belföldi állampapírok után, de ezt az állami költségvetés növekvő terhein keresztül végül valamennyien megfizetjük.
 - Az MNB túlerőltetett programjának helytelenségét az Orbán-kormány is kezdte felismerni, és 2020-ban meghirdetett egy devizakötvény-programot, aminek az első fele (2 Mrd euró) már 2020 tavaszán realizálódott, később pedig újabb 2,5 Mrd eurónyi kibocsátásra került sor. A 10, illetve 30 éves lejáratú papírokra, vagyis devizahitelre átlagosan kb. 1,1%-os kamatot kellett fizetni, ami az addig erőltetett Ft-alapú tartozásokhoz képest legalább olcsóbb finanszírozás volt.
7. A Covid-válság részbeni lecsengése után továbbra is válságban maradt a világgazdaság, részben a globális ellátási láncok felbomlása, részben pedig 2022 elejétől az oroszok Ukrajna ellen indított háborúja következtében. A negatív hatások fokozottan érintik a magyar gazdaságot, többek között a gazdasági nyitottsága, az éveken folytatott, növekedést erőltető gazdaságpolitika, a kormányzat választási kiköltekezése, valamint az MNB megkésett infláció elleni intézkedései következtében. A megbomlott gazdasági egyensúly a vágtató inflációval párosulva azt eredményezi, hogy az ország költségvetési egyensúlya is felborult, és az EU-s források elmaradása, legalábbis késlekedése okán újabb hitelfelvételek kényszere jött létre.

A devizában fennálló adósság arányának jelentős csökkenése 2010 és 2019 között 45%-ról 17,3%-ra részben annak volt köszönhető, hogy a költségvetési hiány finanszírozásához a belföldi megtakarításokat vette igénybe a kormány, miközben a beáramló uniós források fedezetül szolgáltak a devizában fennálló adósságszolgálatnak, továbbá a külkereskedelmi

egyenleg (és ezzel összefüggésben a folyó fizetési mérleg is) 2021 évéig masszív többletet mutatott. 2020 áprilisa és júniusa között összesen 3,5 Mrd euró kötvénykibocsátásra került sor, emelve a devizatartalékokat.

A költségvetési vétőfenyegetésre felkészülve szeptemberben 62,7 Mrd yen szamurájkötvényt, novemberben pedig összesen 2,5 Mrd euró kötvényt bocsátottak ki kb. 32 Mrd euróra növelve a devizatartalékokat. 2021-ben összesen kb. 4,6 Mrd eurónyi kötvénykibocsátásra került sor, amit kiegészített az IMF 2021. augusztus 2,25 Mrd euró értékű SDR-allokációja. A devizatartalék mértéke 2021. december 31-én 38,3 Mrd euró volt. 2022-ben összesen 5,6 Mrd euró értékű devizakötvényt bocsátottak ki, ez a 2021 évi záróállománnyal együtt 44,9 Mrd eurós szintet jelentene 2022. december 31-én

Ehhez képest a 2022. évi záróérték 38,71 Mrd euró, ami 6,2 Mrd euróval kisebb annak ellenére, hogy a 2. félévben 2,9 Mrd euró uniós támogatás érkezett még az előző költségvetési ciklus terhére, továbbá agrártámogatások is jöttek (ezekről nincs adat). A januári 4,25 Mrd-os dollárkötvény-kibocsátásból 1 Mrd dollárt kötvény-visszavásárlásra fordítottak, 3,5 Mrd dollár a tartalékokat növeli. A legutóbbi dollárban kibocsájtott kötvények 5, 10 és harminc éves lejáratúak, a fizetendő kamatok rendre: 6,273%, 6,509% és 7,098%, ami némileg csökkenhet, mivel tervezik egy részük euróra váltását. Mindenesetre ezek a források valóban olcsóbbak a hazai állampapírokhoz képest, ahol a mai kamatok 8-9,5% körül, sőt, már akár fölötté is mozognak. (Összehasonlításképpen: a 10 éves amerikai állampapírok hozama mostanában már 4% fölött van.)

Érdekes áttekinteni a magyar kötvénykibocsátások hozamfelárát is (például dollárkötvény esetében ez azt mutatja, hogy az azonos lejáratú amerikai kötvényhez képest a magyar kibocsátónak mennyivel magasabb kamatot kell ígérnie, hogy el tudja adni a kötvényt).

A 2021 szeptemberében kibocsátott 10 éves dollárkötvény felára 100 bázispont (1%), a most januárban kibocsátott 10 évesé 240 bázispont (2,4%). A 2021 szeptemberi 30 éves dollárkötvény felára 150 bázispont (1,5%) a januári 31 éves dollárkötvényé 325 bázispont (3,25%). Ez több mint kétszeres kockázati felárat jelent. Még rosszabb képet mutat az eurókötvény felárok összevetése. a 2021 szeptemberében kibocsátott 7 éves lejáratú eurókötvény felára 0,48%, a 2022 júniusában kibocsátott eurókötvényé már 2,5%, több mint ötszörösére nőtt a kockázati felár.

Mindez jól mutatja, hogy Magyarország kockázata alig 15 és fél hónap alatt két és félszeresére romlott.

A kormányzati kommunikáció arra hivatkozik, hogy a devizakötvények kamata lényegesen alacsonyabb, mint a forintkötvényeké. Ez nominálisan kétségtelenül igaz, ám ezzel a kormány jelentős fedezetlen árfolyamkockázatot vállal igen hosszú időtávra (ezen a dollár euróra történt swapolása is csak annyiban enyhít, amennyiben feltételezzük, hogy előbb-utóbb mégis csatlakozunk az eurozónához). Vagyis lényegében ugyanazt csinálja most a kormány, mint egykor a devizaalapú jelzáloghiteleknel a lakosság: az alacsonyabb kamatért magas és hosszú távú árfolyamkockázatot vállal.

A következő táblázat azt mutatja be, hogy növelte az adott évben a Ft-leértékelés a forintban kifejezett adósságot.

	2018	2019	2020	2021	2022
adósságnövekedés (Mrd Ft)	+209	+147	+547	+160	+1.064

8. Nem szabad azonban arról sem elfeledkezni, hogy az EU helyreállítási alapjából Magyarország összesen 10 Mrd eurónyi (kb. 3600 Mrd Ft) nagyon olcsó hitelre és 7,6 Mrd eurónyi (mintegy 2740 Mrd Ft) támogatásra lehetne jogosult. Az EU által felveendő, és a tagországoknak továbbadandó hitel kamata az eredeti elképzelések szerint maximum 0,2% lehet, vagyis a Fidesz-kormány mostani devizakötvényének a kamatterhe a sokszorosa az EU által ajánlott konstrukciónak. Bár a mai viszonyok mellett már az EU-s hitel is drágább lehet, annyi bizonyos, hogy a kamatkülönbözet a futamidők alatt akár több száz Mrd Ft-os plusz költséget is jelenthet a magyar adófizetőknek.

9. Az államadósság kezelésének lehetőségeit nyilván befolyásolja az adott gazdaság állapota, a növekedési kilátások, az egyensúly, stb. Ezeket a körülményeket vizsgálják a nemzetközi hitelminősítő intézetek, és a befektetők döntéseik során nagyban hagyatkoznak a tekintélyes minősítők értékelésére. Ugyanakkor a piac is kialakítja a maga spontán ítéletét, és az úgynevezett CDS-feláron keresztül nagymértékben orientálja a befektetői/hitelezői döntéseket.
 - A CDS-felár (Credit Default Swap - csőd kockázati felár) lényege az, hogy egy adott államkötvény vevője a nemzetközi piacon éves biztosítási díjat fizet azért, hogy ha nemfizetésre kerül sor (tehát a kibocsátó, pl. a magyar állam a lejáratkor nem fizet), akkor is megkapja a biztosítótól a névértéket. A mutatóban szereplő számot százzal osztva %-ban kapjuk meg az éves fizetendő díjat (tehát ha a mutató 200 pont, akkor évi 2%-ot kell fizetni a biztosításért). Nyilván minél magasabb a biztosítási díj, annál kockázatosabb a kötvény, vagyis ez mutatja a kibocsátó ország kockázatoságát. A pénzügyi válság időszakához képest ez a felár még mindig viszonylag alacsonynak mondható, most 250 körül van (2011-ben 700 pontra emelkedett), ugyanakkor az utóbbi időszakban érezhető a piac negatív megítélésének fokozódása.

A magyar állampapírok 5 éves CDS-felára:

2010	2011	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
400	700	150	165	120	80	80	75	65	250

A magyar CDS-felár ma már a régiós országokkal összehasonlítva is rendkívül kedvezőtlen. Egyedül a román pontszám magasabb, csaknem 350, a lengyel szint 150, a cseh pontszám pedig egészen alacsony, mindössze 50 pont körül van.

Sok elemző szerint ma a CDS-felár gyakran használhatóbb mutató, mint a hitelminősítők közlései. Ma már a piac nem reagál olyan hevesen egy-egy döntésre, mint korábban, ennek oka pedig az, hogy a hitelminősítések gyakran nem a piac előtt járnak, hanem inkább csak követik a piaci folyamatokat. Tehát a gyakorlatban mire megtörténik a le- vagy felminősítés, addigra a befektetők jórészt beárazták azt, többek között éppen a CDS-feláron keresztül. Ezzel együtt a legutóbbi, január 20-án közzétett hitelminősítés (Fitch Ratings) fontos tanulságokkal szolgálhat a kormány és a befektetők számára is.

A Fitch Ratings az eddigi BBB szinten, vagyis befektetésre ajánlott kategóriában hagyta Magyarországot adósbesorolását, viszont a kockázatokra tekintettel a stabil kilátást negatívra rontotta, ami egy esetleges leminősítés előszele lehet.

A Fitch értékelése szerint a kihívásokkal teli globális időszak, a magas kamatok, a volatilis energiaárak és Magyarország főbb kereskedelmi partnerei felőli keresletcsökkenés még inkább rávilágítanak az ország politikai megfontolások által befolyásolt gazdaságpolitikai mixéből fakadó sérülékenységre. A Fitch értékelése szerint az alábbi tényezők vezethetnek további negatív lépéshez:

- ha Magyarország nem tudja kezelni a gazdaságpolitika hitelességével kapcsolatos kétségeket;
- ha romlik az ország versenyképessége, az infláció magas szinten ragad be, illetve tartósan magasabbak lesznek az energiaárak, ami érezhetően romló középtávú kilátásokhoz vezethet, illetve bizonytalanná teheti a külső finanszírozást.

Ugyanakkor esetleges pozitív döntéshez vezetne az, ha javulna a gazdaságpolitika minősége, a kormány komolyan venné a jogállamisági feltételeket, illetve olyan lépéseket hozna, amelyek a hitelességet erősítenék.

Összefoglaló

- A magyar államadósság az Orbán-éra alatt folyamatosan nőtt, összesen több mint a duplájára, 21 ezer Mrd Ft-ról 46 ezer Mrd-ra.
- Ezt az elképesztő adósságtömeg-növekedést elfedte az, hogy a GDP-arányos adósságmutató időről időre csökkenést mutatott.
- Az adósságtömeg mérete különösen válságidőben nem közömbös, az adósságteher, a törlesztések sokkal jobban megviselik a gazdaságot és a lakosságot, másrészt csökkentik a befektetői és hitelezői bizalmat is.
- Még egyszer hangsúlyozni kell, hogy a magyar nemzetgazdaságnak óriási terhet jelent az, hogy az Orbán-kormány a jogállamisági problémák miatt, az Unióval folytatott háborújában nem jut hozzá az EU 10 Mrd eurós hitelkeretéhez, amelynek kamata 0,2-0,5% körüli, helyette méregdrága piaci hiteltől finanszírozza a költségvetés és a fizetési mérleg hiányát. A 2021-2023 során kibocsátott devizakötvények közel 250 Mrd forintos kamatkiadást jelentenek minden évben a költségvetésnek, és a jóval magasabb kamatokat évtizedekig nyögheti a gazdaság.

- A magyar CDS-felár felfelé mozog, régiós összehasonlításban is nagyon kedvezőtlen, ami tovább nehezíti az államadósság kezelését, új hitelek felvételét, a régiók kicserélését.
- A hitelminősítő intézetek is elkezdtek Magyarországot leminősíteni.
- Összességében egy olyan eladósodó ország képe rajzolódik ki, amely egyre nehezebben fog az adósságcsoportból kitörni, és az EU-s források végleges elmaradása esetén nem is igen mutatkoznak kitörési pontok, akár technikai országcsőd is bekövetkezhet.

2023. január 30.