

Az államadósság-kezelés jellegzetességei – európai kitekintés

Erdélyi Attila, PhD hallgató, Miskolci Egyetem Hantos Elemér Gazdálkodás- és Regionális Tudományi Doktori Iskola, eattila86@gmail.com

Absztrakt: A tanulmány az államadósság-kezelés európai gyakorlatát vizsgálja négy ország példáján keresztül (Ausztria, Csehország, Lengyelország, Egyesült Királyság). A kutatás célja a kiválasztott országok államadósság-kezelési stratégiáinak összehasonlítása, az azonosságok és különbségek összefoglalásával. A külső sokkhatások (pl. COVID-19, infláció) tükrében különösen hangsúlyos a stratégiai rugalmasság és a fenntartható finanszírozási struktúra kialakítása, melyben a költségek minimalizálása és a kockázatok kezelése kiemelt kérdést jelent. Az államadósság-kezeléssel összefüggésben a vizsgált országok a főbb kockázatokat (kamatkockázat, devizakockázat, refinanszírozási kockázat, likviditási kockázat) folyamatosan visszamérik, a mérést szolgáló mutatók azonban teljes mértékben nem egységesek. Ebből következően az országok államadósság-kezelésének összemérhetőségéhez még további adat alapú standard mutatók kialakítása szükséges, amelyekhez inputként szolgálhatnak a nemzetközi statisztikákat publikáló intézmények nyilvános adatbázisai.

Abstract: The study examines the European practice of public debt management through the examples of four countries (Austria, the Czech Republic, Poland, the United Kingdom). The aim of the research is to compare the public debt management strategies of the selected countries, summarizing the similarities and differences. In the light of external shocks (e.g. COVID-19, inflation), strategic flexibility and the development of a sustainable financing structure are particularly emphasized, in which minimizing costs and managing risks are a key issue. In the context of public debt management, the countries under study continuously measure the main risks (interest rate risk, currency risk, refinancing risk, liquidity risk), but the indicators used for measurement are not completely uniform. Consequently, the comparability of the public debt management of the countries requires the development of additional data-based standard indicators, for which the public databases of institutions publishing international statistics can serve as input.

Kulcsszavak: államadósság, államadósság-kezelés, európai gyakorlatok, kockázatok, IMF

Jelkód: G30

Bevezetés

A globális gazdasági válságok következményeként a nemzetállamok költségvetési hiányának megnövekedése az államadósság emelkedését okozza, amely nemzetközi és nemzeti szintű problémát jelent, ami kihívás elé állítja az országok költségvetésének tervezését, valamint fiskális és monetáris politikáját. A költségvetési folyamatok kedvezőtlen irányú elmozdulása valósult meg a történelem során a különböző adósságválságok – például latin-amerikai válság, délkelet-ázsiai válság, orosz-válság, 2008-2009-es globális pénzügyi válság – következtében. Napjainkban a 2020. évi koronavírus-járvány, valamint a 2022. évben kitört orosz-ukrán háború negatív hatásai állítják kihívás elé a nemzetállamok gazdaságpolitikáját, megnövekedett államadósságuk kezelését.

A gazdasági válságból való kilábalás egyik lehetséges módja a költségvetési kiadások növelése (az állami gazdasági szerepvállalásának fokozása), az anticiklikus gazdaságpolitika érvényesítésén keresztül. Ez azonban a költségvetési hiány és ezáltal az államadósság növekedésének irányába hat, az államadósság mértéke és szerkezete ugyanakkor hatással van az állam stabilitására, sérülékenységre is. Emiatt dilemmaként merülhet fel a döntéshozók számára, hogy mekkora az adósság optimális szintje, milyen az adósságszerkezet megfelelő összetétele, hogyan alakítsák az állami szerepvállalást, milyen elvek és koncepciók alapján tervezzék meg és hajtsák végre az adósság finanszírozását.

Az államadóssághoz olyan kockázatok kapcsolhatók, mint az országok pénzügyi fenntarthatóságának csökkenése, az országok külső sérülékenysége, vagy például a függőségi viszonyok kialakulásának lehetősége. Mindezek miatt is lényeges, hogy milyen forrásból, milyen arányban történik az államadósság finanszírozása, milyen következményekkel jár a gazdasági növekedés szempontjából a belső, illetve a külső forrásokból való finanszírozás. (MNB, 2016)

A **rugalmas és reziliens** költségvetési gazdálkodást indokolja egyrészt, hogy a központi költségvetés végrehajtását számos tényező befolyásolja, és számos eltérés következhet be az egyes előirányzatok teljesülésében az előre pontosan nem ismert, illetve nem számszerűsíthető hatások miatt. Másrészt a központi költségvetés végrehajtásának alkalmazkodnia szükséges a gazdasági folyamatok változásához, a folyamatosan változó gazdasági növekedéshez, illetve új kiadások felmerüléséhez. A gyorsan változó külső makrogazdasági környezet az államadósság-finanszírozás tekintetében is megköveteli a rugalmas alkalmazkodást, vagyis a korábbi normál gazdasági környezetben megfogalmazott teljesítménycélok és benchmark értékek megváltoztatását, az aktuális – pénzügyi turbulenciával övezett – piaci környezethez igazítva. Következésképpen a költségvetési hiány és az államadósság, illetve annak finanszírozása közötti szoros összefüggésre figyelemmel a fenntartható államadóssággal kapcsolatos értékelések szempontjait a reziliencia bővítheti.

A COVID-19 járvány negatív hatásainak elmúlását követően az orosz-ukrán háború elhúzódásának függvényében a gazdaságpolitikai viták egyik kulcskérdése az lehet, hogy milyen ütemben lehetséges majd visszatérni a költségvetési egyensúlyhoz, és vele együtt mikorra várható az adósságszolgálatlaltal összefüggő költségvetési kiadások mérséklődése. Ehhez azonban először megoldandó feladatot jelent a gazdaságpolitika számára, hogy a 2021. év második felétől a 2023. év végéig tartó gyors ütemben növekvő infláció jelentősen megdrágította az államadósság finanszírozását, ezáltal az érintett nemzetállamok adósságterhe a 2023-as évtől kezdődően jelentősen megemelkedett.

A tanulmány az előbbi problémakörökre fókuszálva európai kitekintést ad néhány ország példáján az államadósság-kezeléshez kapcsolódó elvekről és főbb sarokpontokról. A tanulmány alapján feltárásra kerül, hogy előbbi szempontok tekintetében milyen azonosságok és különbségek tapasztalhatóak az egyes nemzetállamok között. A tanulmány az elemzési módszertan ismertetése után áttekinti az államadósság-kezeléssel összefüggő néhány főbb kockázathoz kapcsolódó szakirodalmat, a Nemzetközi Valutaalap (IMF) és a Világbank témához kapcsolódó szerepét, majd ezt követően ismerteti a feltárt eredményeket és következtetéseket.

Módszertan

A tanulmány alapvetően elméleti megközelítésből a kiválasztott országok államadósság-kezelési jellegzetességeit kívánja feltárni, vagyis arra keresi a választ, hogy milyen főbb elvek és sarokpontok jellemzik az elemzés alá vont országok adósságkezelési stratégiáját. Az egyes országok esetében feltárt jellemzőket a tanulmány összeveti, ami alapján azonosságokat és különbségeket kíván bemutatni az elemzett országok tekintetében.

Az elemzett országok – Ausztria, Csehország, Lengyelország, Egyesült Királyság – kiválasztásához három különböző szempont került meghatározásra: a kiválasztott országok között legyen olyan, amely: (1) része a V4 országoknak, (2) európai szinten magas fejlettségű országnak tekinthető, valamint (3) eltérő valutát használjanak a kiválasztott országok. Utóbbi

szempont azért volt fontos, mert az eltérő valuta azt is jelenti, hogy az államadósság finanszírozásához szorosan kapcsolódó monetáris politikai döntések intézményrendszere is eltérő.¹

Az elemzés elkészítéséhez a kiválasztott országok adósságkezelőinek honlapjáról elérhető adatok, információk szolgáltak forrásul, melyek közül kiemelést érdemlőek a kiválasztott országok adósságkezelési stratégiái, a finanszírozási tervek megvalósulását nyomon követő és értékelő dokumentumok (pl. monitoring jelentések), éves jelentések és egyéb adósságkezeléssel összefüggésben nyilvánosságra hozott közlemények.

Az államadósság-kezelés jellegzetességeinek vizsgálatára az egyes országok esetében az alábbi egységes szempontrendszer alapján került sor:

- Mi az államadósság-kezelés elsődleges célja?
- Milyen időtávra határozzák meg az államadósság-kezeléshez kapcsolódó stratégiát?
- Milyen gyakran módosítják az államadósság-kezeléshez kapcsolódó stratégiát?
- Melyek az államadósság-kezelés főbb sarokpontjai?
- Milyen kockázatok kapcsolódnak az államadósság-kezeléshez?
- Az államadósság-kezeléshez kapcsolódó kockázatokat milyen mutatók segítségével mérik?
- Az egyes kockázatok mérő mutatókhoz milyen célértékek (benchmark értékek) tartoznak?

Az értékelések az aktualitás szempontját előtérbe helyezve az elérhető legfrissebb államadósság-kezeléshez kapcsolódó dokumentumok alapján kerültek végrehajtásra azzal a kiegészítéssel, hogy az adatok elérhetőségétől függően a tanulmány visszatekintett a 2020. előtti „normál” gazdasági időszakokra is.

Az értékelés az egyes országok államadósság-kezeléséhez kapcsolódó dokumentumai tartalmának elemzésével és az országok összehasonlító elemzésével készült, az eredmények összefoglalásához a tanulmány táblázatokat alkalmazott.

Az államadósság-kezeléshez kapcsolódó főbb kockázatok

Az államadósság-kezelés kockázatait többfajta megközelítésből lehet értelmezni, ezáltal számos kockázat nevesítésével találkozhatunk a témához kapcsolódó hazai és nemzetközi szakirodalomban. A tanulmány az elméleti ismertetőt azokra a kockázatokra szűkíti, amelyeket a kutatásba bevont országok államadósság-kezelésével összefüggő dokumentumai a leggyakrabban nevesítenek.

A kamatkockázat

A kamatkörnyezet alakulása abból a szempontból fontos, hogy az államadósság finanszírozásának kamata az államadósság mértékétől függően változhat, hiszen a magasabb államadósság nagyobb összegű kamatköltségeket generál. Az összefüggés abból ered, hogy az államnak, mint adósnak, ugyanúgy, mint bármely más adósnak, kamatot kell fizetnie a kölcsönzött pénzmennyiségre, vagyis az államadósságra. Az államadósság kamatkockázata abból adódik, hogy az adósság lejáratának függvényében a kamatok mértéke és a kamatfizetési

¹ E szempont meghatározása során a tanulmány azzal a feltételezéssel élt, hogy az eurót használó országok esetében nagyon hasonló jellegzetesség azonosíthatóak az államadósság-kezelés kapcsán abból eredően, hogy a monetáris politikai döntések az Európai Központi Bankhoz tartoznak.

kötelezettségek időzítése másképp alakulhat. Mivel az adósság utáni kamatfizetési kötelezettségek jellemzően hosszú távra szólnak, ezért az államadósság tekintetében a kamatkockázat általában hosszú távon értelmezhető.

Trebesch et al (2020) szerint az államok kamatkockázata az a valószínűség, hogy az adott ország fizetéseképtelen lesz és nem tudja kifizetni a kötelezettségeit, beleértve az államadósság törlesztését is. A szerzők szerint a kamatkockázat mértéke a pénzügyi piacok által számított hozamszint alapján határozható meg, és minél magasabb az államadósság kamatkockázata, annál nagyobb valószínűsége van annak, hogy az adott országnak magasabb kamatköltségeket kell megfizetnie az adóssága után, ami hosszú távon negatív hatást gyakorolhat az ország gazdasági növekedésére és stabilitására. A szerzők arra a következtetésre jutottak, hogy az államadósság kamatkockázata nem csak az adott ország, hanem a globális gazdaság szempontjából is jelentős. A nagy államadósságokkal rendelkező országok, mint például Görögország vagy Japán, magas kamatkockázatuk miatt befolyásolják a pénzügyi piacokat és a globális gazdaságot. Emiatt fontos, hogy az államok folyamatosan figyelemmel kísérjék az adósságukat, és szigorú gazdasági politikát folytassanak a kamatkockázat csökkentése érdekében.

Hoekman-Martin (2012) az államadósság kamatkockázatát a piaci kamatlábak oldaláról közelítette meg. Véleményük szerint az államadósság kamatkockázata azzal kapcsolatos, hogy az állam nem tudja fizetni az adósságot vagy nem tudja finanszírozni az adósságot a piaci kamatlábak drasztikus emelkedése miatt. Az államadósság kamatkockázata akkor is jelentkezhet, ha az államadósság maga nem fenyegeti a fizetéseképtelenség kockázatát, de magasabb kamatokra kényszerítheti az adósságkezelést. A kamatkockázat főként azokban az országokban jelentkezik, amelyek magasabb kockázatot jelentenek a befektetők számára, vagy amelyek gazdasági és pénzügyi rendszerei nem eléggé fejlettek. Hoekman-Martin (2012) szerint tehát az államadósság kamatkockázatát befolyásolhatja a piaci kamatláb, de ezen kívül további fontos tényezőt jelent például az infláció, az állam gazdasági teljesítménye, a monetáris politika jellege (szigorú vagy laza), az adósság szerkezete, a befektetői érdeklődés, valamint az adósság nominális nagysága. A magasabb infláció, a piaci kamatlábhoz hasonlóan egyaránt magasabb kamatköltségeket okoz az állam számára az adósság finanszírozása során, amelyek így növelik az államadósság kamatkockázatát. Az összefüggés alapján az alacsonyabb infláció és piaci kamatlábak az államadósság kamatkockázatát csökkentik.

Az előbbiekből következően az államadósság-kezelés számára kiemelt jelentőségű a kamatkockázat csökkentése, kezelése. Ezért az államadósság finanszírozása tekintetében egyaránt megjelennek a rövid- és a hosszú lejáratú államkötvények is, amelyek kamatai különböző időszakokra vonatkoznak, valamint a finanszírozás során ún. kamatláb-swap kötésekre kerül sor, melyek az egyes államok között kamat csere-ügyleteket jelentenek.

A likviditási kockázat

A likviditási kockázat az államadósság finanszírozására vonatkozóan azt jelenti, hogy az államnak nem áll rendelkezésére elegendő szabad (nem lekötött) pénzeszköz, amikor az államadósságot finanszírozni kell. Ez különösen akkor lehet probléma, ha a gazdaság válságban van, vagy a pénzpiacok instabilak.

A Moody's (2007) és az IMF (2013) szerint az államadósság likviditási kockázata azt jelenti, hogy az adott államnak nehézségei lehetnek az adósságállománya finanszírozásával, ha nem képes elegendő likvid eszközt előteremteni a tartozások törlesztésére vagy a tőkepiaci

finanszírozásra. Az ilyen helyzetekben az állam kénytelen lehet magasabb kamatokat fizetni a piaci szereplőknek, ami tovább növelheti az adósságterhet. Az előbbi tanulmányok szerint az államadósság likviditási kockázata függ az államadósság struktúrájától, az adósság kezelésének hatékonyságától, a gazdasági stabilitástól és a politikai környezettől. Az adósság struktúrájának hatása elsősorban az államadósság futamidejéből és az devizában lévő adósságból adódik, ugyanis, ha az államadósság nagy része rövid futamidejű, akkor az állam kénytelen gyakran refinanszírozni az adósságot, ami magasabb likviditási kockázatot jelent. Ha az adósság nagy része azonban külföldi devizában van denominálva, akkor az állam könnyen nehézségekbe ütközhet a hazai valuta gyengülése esetén, amikor a devizában denominált adósság nagyobb mértékben növekszik a hazai valutában denominált adósságnál. A likviditási kockázat súlyára tekintettel fontos a kockázat csökkentése, illetve kezelése, amelynek egyik fontos eszköze a likviditási terv. A likviditási terv részletesen leírja, hogy az állam milyen módon tudja finanszírozni az adósságát az egyes kockázati helyzetekben. A likviditási kockázat csökkentése érdekében továbbá lényeges, hogy az államnak szilárd intézményi keretei legyenek az adósságkezelésre, és hogy a gazdasági és politikai környezet is stabil legyen.

Az IMF (2013) tanulmány kiemeli, hogy az instabil gazdasági és politikai környezet növelheti a piaci kockázatokat, ami magasabb kamatokat eredményezhet, és így növelheti az adósságterhet. Az adósság finanszírozásának sokfélesége (diverzifikáltsága) szintén fontos, mivel, ha az állam csak egy forrásból finanszírozza az adósságát, akkor nagyobb kockázatnak van kitéve, ha az adott forrás megszűnik. Az IMF (2013) továbbá azt javasolja, hogy az államok alakítsanak ki tartalékokat, amelyek segíthetnek finanszírozni az adósságot a válságok idején, ami lehet pénzügyi alap, devizatartalék vagy egyéb eszköz, amelynek célja a likviditás biztosítása.

A BIS (2014) és az ECB (2019) tanulmányai az államadósság likviditási kockázatát kifejezetten az államkötvények oldaláról közelítették meg, és azt vizsgálták, hogy az államkötvények mennyire likvidek és milyen tényezők befolyásolják a likviditást. A BIS (2014) és az ECB (2019) szerint a likviditásnak több dimenziója van, és nem csak az árveréseken elért árak és a kereslet-kínálati viszonyok határozzák meg azt, hanem az állampapírok likviditását befolyásolja a kibocsátó gazdasági és pénzügyi helyzete, valamint a befektetői bázis. Ezért fontos, hogy az állampapírok ára és hozama mennyire érzékeny a piaci környezet változásaira. Az államkötvények ebből a szempontból kiemelt jelentőségűek, mivel az állampapír-piacok gyakran érzékenyek a pénzügyi válságokra és a külső sokkokra. Az ECB (2019) továbbá kiemeli azt is, hogy az állampapírok túl magas likviditása is lehet kockázatos a piaci stabilitás szempontjából, mivel az lehetővé teszi a befektetők számára, hogy gyorsan és nagy mennyiségben vásároljanak és eladják az állampapírokat, ami instabilitást okozhat a piacokon. Éppen ezért az államadósság likviditási kockázata nagymértékben függ a piaci szereplők viselkedésétől és a piaci infrastruktúra fejlettségétől, ezért fontos terület a piacok infrastruktúrájának fejlesztése és a szereplők viselkedésének megváltoztatása a piaci likviditás javításához és a likviditási kockázat csökkentéséhez. A likviditási kockázat csökkentése érdekében fontos, hogy az adósságkezelési stratégiákban figyelembe vegyék az állampapírok likviditását, az államok alakítsanak ki olyan politikát, amelyek biztosítják az állampapírok likviditását és a piaci bizalmat, különösen a válságok idején. Emellett a finanszírozási politika kialakítása során fontos megtalálni az egyensúlyt a likviditás és a hozamok között, miközben az állam fenntartja a pénzügyi egyensúlyt és az adósság fenntarthatóságára törekszik.

A devizakockázat

Molnár-Regös (2019) szerint az idegen devizában kibocsátott kötvényekből eredő kockázat (devizakockázat) az a jelenség, amikor egy ország nem képes hazai fizetőeszközben külföldön kötvényt kibocsátani, és ezért idegen devizában teszi meg ezt. A devizaadósság növekedésének ütemétől, illetve nominális nagyságától függően számos területen keresztül gyakorolhat kedvezőtlen hatást a devizaforrások felhalmozása. A hivatkozott tanulmány szerinti hatásterületeket az 1. táblázat mutatja be.

1. táblázat: A devizaadósság következményei és lehetséges negatív hatásai

Devizaadósság következménye	Negatív hatás
Az országnak mérleg szerinti nyitott devizapozíciója keletkezik.	Árfolyam-ingadozások, illetve a hazai fizetőeszköz árfolyamának jelentős leértékelődésekor megemelkedik az adósság hazai valutában nyilvántartott értéke.
A monetáris politika az árfolyammozgások kivédésére fókuszál.	Gyengül a monetáris politika hatékonysága.
Jegybanki devizatartalék növelésének szükségessége	Devizatartalékkal kapcsolatos költségek növekedése.
A monetáris politika eszköztárának korlátozása.	A gazdaság likviditásának biztosítása, a hitelezői feladatok ellátása sérül.
Az ország kockázati felára növekszik.	Romló hitelminősítési besorolás, csökkenő befektetői bizalom.

Forrás: Molnár-Regös (2019) alapján, Saját szerkesztés

Calvo-Reinhart (2002) átfogóan vizsgálta az idegen devizában denominált adósságokat, különösen a fejlődő országokban. A tanulmány megvizsgálta a kockázatokat, amelyekkel az egyes országoknak szembe kell nézniük, amikor idegen devizában denominált kötvényeket bocsátanak ki. A szerzők a fejlődő országok történelmi tapasztalatainak vizsgálata alapján arra a következtetésre jutottak az idegen devizában denominált kötvényekkel kapcsolatban, hogy az ilyen kötvények kibocsátása jelentősen növeli az adós országok sérülékenységet. Az idegen devizában denominált kötvények ugyanis a kintlévőségek devizájában, általában dollárban, euróban vagy jenben kerülnek kibocsátásra, míg az adós ország rendszerint a saját devizájában jut hozzá az adósság finanszírozásához. A devizakötvények kibocsátása következtében így az adós ország sérülékeny lesz az árfolyamváltozásokra és az árfolyamkockázatokra.

A devizaadósság tekintetében fontos kiemelni Calvo-Reinhart (2002) tanulmányában ismertetett azon tényt, amely szerint az idegen devizában denominált kötvények kibocsátása nem mindig kockázatos. A devizakötvények kibocsátása lehet előnyös is az adós ország számára, ha a kamatok alacsonyabbak az adósság finanszírozásának idején, mint a hazai devizában denominált kötvényeké. Ezáltal a devizakötvények kibocsátása az alacsonyabb kamatok által csökkenti az adósság szolgálatának terheit. Ennek ellenére azonban a kamatok változása, az árfolyamváltozások és a gazdasági instabilitásából eredő kockázatok miatt az idegen devizában denominált kötvények kibocsátása valamilyen szinten mindig kockázatos marad. A devizaadósság egy másik aspektusára is rávilágított Calvo-Reinhart (2002) tanulmánya, miszerint a devizakötvények kibocsátásának növelése egyúttal azt is jelenti, hogy az adós ország a saját valutájában kevesebb adósságot bocsát ki, ami csökkenti a hatást gyakorol a belső piaci kamatlábakra, továbbá az idegen devizában denominált kötvények kibocsátása kedvező lehet a külföldi befektetők által biztosított likviditás miatt.

A túlzott devizaadósság ugyanakkor növeli az adós ország külföldiektől való függőségét, az ország külső sérülékenységét. Az idegen devizában kibocsátott kötvényekből eredő fejlődő országok külső sérülékenységét Jeanne (2003) is kiemelte tanulmányában, ugyanis véleménye szerint az alacsonyabb fejlettségű országok a devizában történő államadósság-finanszírozás miatt jóval sérülékenyebbek lehetnek pénzügyi turbulencia, gazdasági sokkhatás idején.

A refinanszírozási kockázat

A WB (2007) az államadósság-kezelés egyik legfőbb kockázatának a refinanszírozási kockázatot tekinti, ami azt jelenti, hogy egy ország nem tudja megújítani a lejáró adósságait, vagy nem képes a szükséges új forrást a meglévő kötvények visszafizetésére kedvező feltételek mellett biztosítani. Ebből következően az államadósság-finanszírozás hosszú távú fenntarthatóságának biztosítása érdekében az országoknak szem előtt kell tartaniuk, hogy a kötvények és egyéb államkötvények lejáratát idejét megfelelően kezeljék, és hogy a piaci környezet ne rontsa el a refinanszírozási lehetőségeiket. Fontos kiemelni, hogy a refinanszírozási kockázat az államadósság-kezelés meghatározó eleme, mivel a nemzetállamok gyakran hitelt vesznek igénybe a lejáró adósságok törlesztése céljából, ami akkor jelenthet leginkább problémát, ha a rövid lejáratú adósságok magas aránya esetén az adósságfinanszírozás bizonytalansága fokozódik. Következésképpen a refinanszírozási kockázat különösen azokban az országokban kiemelt jelentőségű, amelyek magas államadósság-szinttel rendelkeznek, vagy a piaci környezet miatt fokozódik a gazdasági bizonytalanság, ami elrontja a refinanszírozási lehetőségeket.

A WB (2007) a refinanszírozási kockázat azonosítása és mérése kapcsán kiemeli, hogy fontos az adósság lejáratát szerkezetének és a jövőbeni kötelezettségeknek az elemzése annak érdekében, hogy azonosíthatóak legyenek azok az időszakok, amikor jelentősebb összegű adósságot kell refinanszírozni. A tanulmány szerint a refinanszírozási kockázatot csökkenti a hosszabb lejáratú adósság, mivel az csökkenti az újrakibocsátások gyakoriságát, továbbá a kockázat csökkentése szempontjából fontos, hogy az országok kerüljék el az egyszerre nagy összegben lejáró adósságot.

A refinanszírozási kockázatról hasonlóan vélekedett Dornbusch-Draghi (1990) szerzőpáros is. Véleményük szerint a refinanszírozási kockázat akkor értelmezhető, ha az új hitelfelvétel feltételei például egy magasabb kamatkörnyezet kialakulása miatt kedvezőtlenek, a piaci bizalom meginog és ezáltal nehézkessé válik a finanszírozáshoz szükséges források megszerzése, vagy az adósság lejáratát profilja nem kiegyensúlyozott, azaz egyszerre nagy összegű törlesztés válik esedékessé. A szerzők arra is rámutattak, hogy a refinanszírozási kockázat meghatározó szerepet töltött be az 1980-as években számos adósságválság kialakulásában.

Az előbbiekből következően a refinanszírozási kockázatot mérsékli a jól strukturált, kiegyensúlyozott adósságállomány, a diverzifikált finanszírozási források, valamint az aktív piaci jelenlét, mely alkalmazkodik a változó gazdasági környezethez.

A Nemzetközi Valutaalap és a Világbank szerepe az államadósság-kezelésben

Az eladósodottság miatt a történelem során már számos adósságválság alakult; ilyen volt a például a latin-amerikai válság (1982-1983), a mexikói válság (1994-1995), a délkelet-ázsiai válság (1997-1998), illetve a görög adósságválság (2010). Az adósságválságok kezelésében jelentős szerepe volt a nemzetközi pénzügyi intézményeknek, melyek közül kiemelendő a Nemzetközi Valutaalap (IMF), a Világbank, valamint az európai pénzügyi intézmények

szerepvállalása. Az intézmények közül a tanulmány az IMF és a Világbank szerepével foglalkozik részletesebben abból a megfontolásból, hogy e két intézmény 2001-ben az együttműködésük keretében egy közös iránymutatást publikált az államadósság-kezeléssel összefüggésben.

Az IMF és a Világbank 2001-ben kiadott államadósság-kezelésről szóló iránymutatásait először 2003. évben, majd legutoljára 2014-ben módosították. A 2003. évi módosítás célja az volt, hogy ezzel megerősítsék a nemzetközi pénzügyi struktúrát és a pénzügyi stabilitáshoz, valamint az átláthatósághoz hozzájáruló gyakorlatokat, továbbá csökkentsék a tagországok külső sebezhetőségét. Ezt követően a G20-ak pénzügyminiszterei és jegybankelnökei a moszkvai találkozójukon 2013. február 15-16-án arra kérték az IMF-et és a Világbankot, hogy fontolják meg az iránymutatások felülvizsgálatát a 2003. és 2013. közötti időszakban a makroszintű pénzügyi környezetben és az adósságkezelési gyakorlatban bekövetkezett változásokra figyelemmel. A 2013. évi felülvizsgálat alapján az IMF és a Világbank értelmezésébe az államadósság kezelésre vonatkozó iránymutatások az alábbiak:(IMF-WB, 2014)

1. Adósságkezelési célok és koordináció
2. Átláthatóság és elszámoltathatóság
3. Intézményi keret
4. Adósságkezelési stratégia
5. Kockázatkezelési keretrendszer
6. Hatékony belföldi kormányzati piac kialakítása és fenntartása az értékpapírok piacán

A felsorolt hat terület közül jelen kutatás szempontjából az *1. Adósságkezelési célok és koordináció*, a *4. Adósságkezelési stratégia*, valamint a *6. Hatékony belföldi kormányzati piac kialakítása és fenntartása az értékpapírok piacán* a leginkább releváns, ezért a következőkben e három témával kapcsolatos főbb tudnivalók kerülnek összefoglalásra.

Adósságkezelési célok és koordináció

Az iránymutatás értelmezésében az államadósság-kezelés fő célja annak biztosítása, hogy a kormányzat a finanszírozási szükségleteit és fizetési kötelezettségeit a lehető legalacsonyabb költséggel biztosítsa közép- és hosszú távon. Ehhez szükséges, hogy az adósságkezelés terjedjen ki azokra a főbb pénzügyi kötelezettségekre, amelyek a kormányzat ellenőrzése alatt állnak. Tehát szükséges egy koordináció a monetáris a költségvetési és a pénzügyi ágazatot érintő politikák között. Ezzel kapcsolatban az iránymutatás azt rögzíti, hogy az adósságkezelést a szilárd makrogazdasági és pénzügyi ágazati politikákhoz kell kötni annak érdekében, hogy az államadósság szintje és növekedési üteme fenntartható legyen. Továbbá az adósságkezelőknek, a költségvetési és monetáris hatóságoknak, valamint a pénzügyi szektor szabályozóinak közösen kellene az adósságkezelés, a fiskális, a monetáris és a pénzügyi szektor céljait kidolgoznia. Fontos ugyanis az előbbi politikák közötti kölcsönös kapcsolat és eszközrendszer, így az adósságkezelőknek, a fiskális és monetáris hatóságoknak meg kell osztaniuk egymással az információkat a kormányzat jelenlegi és jövőbeli pénzforgalmi igényeiről. (IMF-WB, 2014)

Adósságkezelési stratégia

Az iránymutatás szerint az államadósság szerkezetében rejlő kockázatokat gondosan figyelemmel kell kísérni és értékelni. Ezeket a kockázatokat a lehető legnagyobb mértékben csökkenteni kell, figyelembe véve a kockázatok csökkentésével összefüggő költségeket is. A hitelfelvételi döntések irányítása és a kormányzat kockázatainak csökkentése érdekében az

adósságkezelőknek figyelembe kell venniük a költségvetés pénzügyi és egyéb kockázati jellemzőit. Az adósságkezelőknek gondosan fel kell mérniük és kezelniük kell a devizával kapcsolatos kockázatokat, valamint a rövid lejáratú és változó kamatozású adóssággal kapcsolatos kockázatokat. Továbbá az adósságkezelés során költséghatékony készpénzkezelési politikákat kell alkalmazni, hogy a hatóságok képesek legyenek pénzügyi és költségvetési kötelezettségeiknek esedékességgel eleget tenni. (IMF-WB, 2014)

Hatékony belföldi kormányzati piac kialakítása és fenntartása az értékpapír piacon

A költségek és a kockázatok közép- és hosszú távú minimalizálása érdekében az adósságkezelőknek megfelelő intézkedéseket kell hozniuk a hatékony állampapírpiac kialakítása érdekében. Ehhez fontos a portfólió diverzifikáció és annak eszközeinek alkalmazása. A kormányoknak ezért törekedniük kell arra, hogy széles befektetői bázist érjenek el a hazai és külföldi adósságinstrumentumokkal, ugyanakkor tekintettel kell lenniük a költségekre és a kockázatokra, mindemellett méltányosan kell bánniuk a befektetőkkel. Az adósságkezelési műveleteknek az elsődleges piacon átláthatónak és kiszámíthatónak kell lenniük, ezért az adósságkibocsátásnak a lehető legnagyobb mértékben piaci alapú mechanizmusokat kell alkalmaznia, beleértve a versenyeztetett aukciókat is. Továbbá a kormányoknak és a központi bankoknak elő kell mozdítaniuk a rugalmas másodlagos piacot, amelyeken a piaci feltételek széles skáláján képesek hatékonyan működni. (IMF-WB, 2014)

Eredmények

Az államadósság-kezelés elsődleges célja

Az államadósság-kezelési feladatokat Ausztriában az osztrák Szövetségi Pénzügyi Ügynökség az Osztrák Köztársaság kincstára nevében látja el, ugyanezt a feladatot Csehországban a Cseh Pénzügyminisztérium Adósság- és Pénzügyi Vagyonkezelési Osztálya, Lengyelországban a Pénzügyminisztérium látja el, míg az Egyesült Királyságban az adósságkezelésért az Egyesült Királyság Adósságkezelő Irodája a felelős.

Az elemzett országok államadósság-kezeléssel összefüggő célkitűzéseit a 2. táblázat foglalja össze.

2. táblázat: Az elemzett országok célkitűzései az államadósság-kezeléssel összefüggésben

Ország	Célkitűzés
Ausztria	Hosszú távon mindig és a lehető legalacsonyabb költséggel biztosítani az adósság finanszírozását, elkerülve a túlzott kockázatokat.
Csehország	A központi kormányzat hitelfelvételi szükségleteinek és fizetési kötelezettségeinek fedezése a lehető legalacsonyabb adósságszolgálati költségek elérése és az elfogadott kockázati szintek mellett közép- és hosszú távon.
Lengyelország	A hosszú távú adósságszolgálati költségek minimalizálása mellett az előre meghatározott kockázatok kezelése.
Egyesült Királyság	Hosszú távon minimálisra csökkenteni az adósságkezelés költségeit figyelembe véve a kockázatokat, mindezt úgy, hogy az adósságkezelési politika összhangban legyen a monetáris politika céljaival.

Forrás: Elemzett országok államadósság-kezelési stratégiái alapján, Saját szerkesztés

A táblázatban foglalt információk alapján látható, hogy mind a négy elemzett ország esetében a megfogalmazott célkitűzések az adósság-kezeléssel kapcsolatos költségek minimalizálására és a kockázatok kezelésére vonatkoznak, melyek alapvetően hosszú távra értendők. Következésképpen az elemzett országok esetében lényeges különbség nem azonosítható a célkitűzéseket illetően, vagyis összhangban állnak. Különbség olvasható ki azonban az Egyesült Királyság és a másik három elemzett ország célkitűzései alapján, ugyanis míg az Egyesült Királyság az alapvető célkitűzésében is megfogalmazza a monetáris politika céljaival való összhangot, addig a másik három ország adósságpolitikai céljai között nem szerepel a monetáris politika támogatása.

Az államadósság-kezeléshez kapcsolódó stratégiák jellemzői

A tanulmány ebben az alfejezetben az elemzett országok esetében arra a kérdésre keresi a választ, hogy az államadósság-kezelési stratégia megalkotása során mennyire veszik figyelembe az országok a külső környezeti feltételek változását, azaz a stratégiai tervezés mennyire képes rugalmasan reagálni egy-egy gazdasági vagy pénzügyi sokkhatásra. Ehhez a vizsgálat tárgyát képező egyrészről, hogy a stratégiák mikor készülnek el és milyen időtávra vonatkoznak, másrészt az elmúlt években (2019-től) mennyire volt jellemző a stratégiák évközi módosítása, felülvizsgálata. Mindezek előtt célszerű az egyes stratégiákban megfogalmazott alapelvek, főbb fókuszterületek feltárás is, melyek keretrendszerbe helyezik egy-egy ország adósságkezelését.

Az államadósság-kezelés főbb sarokpontjainak összevetése

Az elemzett országok adósság-kezelési stratégiái alapján a tanulmány arra a következtetésre jutott, hogy az államadósság-kezelés során fontos a belföldi pénzügyi piac likviditásának támogatása, a refinanszírozási kockázatok stabilizálása, az adósságportfólió futamidejének menedzselése, a széleskörű befektetői bázis kialakítása és fenntartása, valamint az átlátható információs politika. A felsorolt tényezők országok szerinti előfordulását a 3. táblázat foglalja össze.

3. táblázat: Az elemzett ország államadósság-kezeléséhez kapcsolódó főbb sarokpontok

Sarokpont	Ausztria	Csehország	Lengyelország	Egyesült Királyság
Átlátható információs politika	x	x	x	x
Belföldi pénzügyi piac likviditásának támogatása	x	x	x	x
Széleskörű befektetői bázis kialakítása és fenntartása	x	x	x	-
Adósságportfólió menedzselése	x	x	-	x
Refinanszírozási kockázatok stabilizálása	x	x	-	-

Forrás: Elemzett országok államadósság-kezelési stratégiái alapján, Saját szerkesztés

A táblázatban „x” jelzi, hogy a feltárt sarokpont az adott ország államadósság-kezelésével összefüggő valamely dokumentációban kiemelésre került-e. Ennek kapcsán fontos rögzíteni, hogy a táblázatban való hiány jelölése („-”) nem feltétlenül jelenti azt, hogy az adott szempontot nem veszi figyelembe az ország, a táblázat csupán azt a célt szolgálja, hogy az elsődleges kommunikációjukban az országok leginkább mit emelnek ki az államadósság-kezelésükkel összefüggésben.

A táblázat eredményei alapján kiemelendő, hogy minden elemzett ország számára fontos a belföldi pénzügyi piac likviditásának támogatása és az átlátható információs politika, mely hozzájárul az adósságkezelő intézmények hitelességéhez és megbízhatóságához. Kiemelendő továbbá a lengyel adósságkezelő intézmény által megfogalmazott alapvetés, amely szerint a stratégiában megfogalmazott feladatok hosszú távúak, nagymértékben függenek egymástól. Ebből következően arra lehet következtetni, hogy az államháztartás likviditásának hatékony kezelését célzó intézkedések közötti összhang alapvető fontosságú, melyet minden országban az államadósság-kezelése során célszerű érvényesíteni.

Az államadósság-kezeléshez kapcsolódó stratégiák rugalmasságának értékelése

A 2020-tól kezdődő sokkhatások (koronavírus-járvány, majd energiaválság, infláció megugrása) indokoltá tették, hogy az országok év közben a tervezettnél magasabb összegű költségvetési kiadásokat teljesítsenek, ami együtt járt a nemzeti költségvetések finanszírozási igényének növekedésével. Mindez változtatásra kényszerítette az előre meghatározott finanszírozási terveket, stratégiai célkitűzésekhez meghatározott benchmark értékeket. Következésképpen előtérbe került az utóbbi években a rugalmasság, mint kérdéskör az államadósság-kezelés tekintetében. A kérdéskör kapcsán a tanulmány azt vizsgálta, hogy az országok egyrészt mikor és milyen időtartamra határozzák meg stratégiájukat, másrészt szükség szerint módosították-e, frissítették-e stratégiájukat a külső környezeti változásokra reagálva. Az eredményeket a 4. táblázat foglalja össze.

4. táblázat: Az elemzett ország államadósság-kezelési stratégiáinak jellemzői

Megnevezés	Ausztria	Csehország	Lengyelország	Egyesült Királyság
A stratégia elkészítésének ideje	A költségvetési évet megelőző év			A költségvetési év tavaszán
A stratégia tervezési időtartama	1 év		4 év	2 év
A stratégia módosítása 2020-at követően	Többször módosították		Nincs információ	Egy alkalommal

Forrás: Elemzett országok államadósság-kezelési stratégiái alapján, Saját szerkesztés

Az eredmények alapján látható, hogy az Egyesült Királyság kivételével az országokban a stratégiát a költségvetési évet megelőző évben készítik el és publikálják. Ausztriában az osztrák adósságkezelő honlapján elérhető információk szerint a tervezési időszak több költségvetési időszakot foglal magában, azonban a nyilvános stratégia ettől eltérően csupán egy évre vonatkozik. Csehországban az államadósság-kezelési stratégiát a következő évre vonatkozóan készítik el, azaz a stratégia egy éves időtartamot ölel fel. Ettől eltérően Lengyelországban a költségvetési évet megelőzően évben egy négy éves időtartamra kiterjedő stratégia kerül elfogadásra. Az előbbi országoktól eltérően az Egyesült Királyság esetében az elérhető nyilvános dokumentumok alapján arra lehet következtetni, hogy az államadósság-kezeléssel kapcsolatos célokat egy évente jellemzően tavasszal publikálásra kerülő „Adósságkezelési jelentés” című dokumentumban teszik közzé, amely jelentésben beszámolnak az adott évi és a következő évi (tehát 2 évre vonatkozó) tervekről.

A stratégiák rugalmassága tekintetében Ausztria esetében kiemelendő, hogy a 2020-2023. közötti időszakban a külső sokkhatások idején (koronavírus-járvány, energiaválság) az adósság-kezelési terveket év közben több alkalommal is frissítették, vagyis reagáltak a külső

környezet változására. Csehországban az adósságkezelő 2014-től kezdődően azt a gyakorlatot alkalmazza, hogy év közben frissíti a tárgyévre előző év decemberében kiadott stratégiát, amely frissítések rendszerint a tárgyév közepén valósultak meg. 2022-ben az eredeti stratégiát még további kettő alkalommal is frissítették (áprilisban, majd augusztusban), a stratégiák aktualizálása az adott évi költségvetési törvény módosításával összhangban történt. Lengyelország esetében az államadósság-kezelési stratégiák esetleges módosítására a nyilvánosan elérhető információk alapján nem került sor, ugyanakkor a területhez kapcsolódó dokumentumokból kiolvasható, hogy az évközi módosításra szükség szerint sor kerülhet. Az Egyesült Királyságban sor kerülhet a stratégia frissítésére, aktualizálásra év közben, mely legutóbb 2023-ban fordult el. Az Egyesült Királyság stratégiája kapcsán fontos kiemelni, hogy azt a tárgyévben publikálják a tárgyévre és a következő évre vonatkozóan, ami már eleve lehetőséget biztosít a tárgyévre vonatkozó célok aktualizálására.

Összességében az elemzett országokban folyamatosan nyomon követik a külső gazdasági, pénzügyi folyamatok alakulását és figyelembe veszik a változások államadósság-kezelésre gyakorolt hatását. Mindezt visszaigazolja, hogy az országok Lengyelország kivételével dokumentált módon (a módosított stratégiák nyilvánosságra hozatalával) reagáltak a külső sokkhatásokra és aktualizálták finanszírozási terveiket.

Az államadósság-kezeléshez kapcsolódó kockázatok és azok mérése

Az előzőekben már ismertetésre került, hogy az államadósság-kezelés egyik alapvető eleme a kockázatkezelés, melynek első eleme a kockázatok azonosítása. A kiválasztott országok az 5. táblázatban bemutatott kockázatokot nevesítik az államadósság-kezeléssel összefüggésben.

5. táblázat: Államadósság-kezeléssel összefüggésben azonosított kockázatok az elemzett országokban

Kockázat	Ausztria	Csehország	Lengyelország	Egyesült Királyság
Kamatkockázat	x	x	x	x
Devizakockázat	x	x	x	-
Refinanszírozási kockázat	-	x	x	x
Likviditási kockázat	x	-	x	x
Hitelkockázat	x	-	x	-
Működési kockázat	x	-	x	-
Inflációs kockázat	-	-	-	x
Jogi kockázat	x	-	-	-
Reputációs kockázat	x	-	-	-
Végrehajtási kockázat	-	-	-	x

Forrás: Elemzett országok államadósság-kezelési stratégiái alapján, Saját szerkesztés

A táblázat információi rámutatnak, hogy az államadósság-kezeléssel összefüggésben az elemzett országok mindegyikében azonosításra került a kamatkockázat, illetve a négy országból legalább három esetében a devizakockázat, a refinanszírozási kockázat, valamint a likviditási kockázat. A felsorolt kockázatok közül a nyilvánosan elérhető információk alapján a kamatkockázathoz, a devizakockázathoz és a refinanszírozási kockázathoz kapcsolódóan voltak elérhetőek mérést szolgáló mutatók, így a továbbiakban a tanulmány e három kockázat típussal foglalkozik részletesebben.

A kamatkockázat mérése

A vizsgált országokban a **kamatkockázatot** alapvetően a meglévő és jövőbeni (új adósság kibocsátásához kapcsolódó) finanszírozással összefüggésben esetlegesen növekvő kamatfizetésekből származtatják. A kamatkockázat méréséhez Csehország és Lengyelország esetében kapcsolódik közvetlenül mutató.

Csehországban alkalmazott mutatók:

- Államadósság újrafixálásáig eltelt átlagos idő;
- 1 éven belüli kamat-újrafixálás aránya a teljes államadósságon belül.

Lengyelországban alkalmazott mutató:

- Belföldi adósság átlagos átarazódási (refixálási) ideje (ATR).

A devizakockázat mérése

A **devizakockázatot** (árfolyamkockázatot) Ausztria, Csehország és Lengyelország adósságkezelő intézményei nevesítették, amely az árfolyamváltozásokból származik és az államadósság devizában fennálló részére vonatkozik. A kockázatot Ausztriában úgy kezelik, hogy minden devizában kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt származékos ügyletekkel euróban fedeznek, ezáltal a teljes államadósság euróban denominált. Lengyelországban a teljes államadósságon belül az adósságnak csak meghatározott részarányát tartják devizában, illetve a devizaadósság 70,0%-a euróban denominált. Csehországban a devizakockázat kezelése érdekében 2014-től kezdődően külön kezelik az állam nettó devizakitetségét. A nettó devizakitetség az államadósság devizakitetsége és az állami pénzügyi eszközök devizakitetsége közötti különbséget jelenti, amely tükrözi azt a valós piaci devizakockázatot, amelynek a devizaadósság ki van téve az ingadozó árfolyamok következtében. Az Egyesült Királyság esetében a nyilvánosan elérhető dokumentációk alapján külön nem nevesítik a devizakockázatot. A devizakockázat méréséhez Csehország és Lengyelország esetében kapcsolódik közvetlen mutató.

Csehországban alkalmazott mutatók:

- Nettó devizakitetség aránya a teljes államadósságon belül;
- Nettó rövid távú devizakitetség aránya.

Lengyelországban alkalmazott mutatók:

- Devizaadósság aránya a teljes államadósságon belül;
- Devizaadósságon belül az euróban denominált adósság tényleges (azaz a származékos ügyleteket figyelembe vevő) aránya.

A refinanszírozási kockázat mérése

A refinanszírozási kockázatot Csehország, Lengyelország és az Egyesült Királyság adósságkezelő szervezetei nevesítették, melyhez az adósság átütemezése során felmerülő kamatlábkitetség, az adóssághoz kapcsolódó törlesztések nem egyenletes elosztása, valamint a jelentős visszaváltási kifizetésekből adódó rövid távú likviditási és végrehajtási kockázatok kapcsolódnak. A refinanszírozási kockázat méréséhez kapcsolódóan Csehország és Lengyelország esetében kapcsolódik közvetlen mutató.

Csehországban alkalmazott mutatók:

- Rövid lejáratú államadósság aránya a teljes államadósságon belül;
- Középlejáratú (5 éven belül esedékes) államadósság aránya a teljes államadósságon belül;
- Államadósság átlagos lejárat ideje;
- Államadósság lejárat profil szerkezete.

Lengyelországban alkalmazott mutatók:

- Belföldi adósság átlagos lejárat ideje (ATM);
- Teljes adósság átlagos lejárat ideje.

Likviditási kockázat lehetséges mérése

Az előbbi három kockázaton kívül még kiemelendő a likviditási kockázat, amelyet Csehországon kívül valamennyi elemzett ország azonosított, azonban a kockázat méréséhez mutatót nem határoztak meg a nyilvánosan elérhető dokumentumok alapján. Ettől függetlenül a kockázat tartalma és szakmai tapasztalatom alapján ismertetem a kockázat mérésének egyik lehetséges módját.

A likviditási kockázat alapvetően abból származhat, ha az ország likviditási tartaléka nem elegendő a fizetési kötelezettségei teljes fedezésére, és az adósság finanszírozásához szükséges forrásokhoz nincs, vagy csak elfogadhatatlanul magas költségek mellett van lehetőség a piacon hozzájutni. A kockázat kapcsán fontos kiemelni, hogy az országok jellemzően egy elkülönített pénzforgalmi számlán kezelik likvid pénzeszközeiket (Magyarországon ilyen a Kincstári Egységes Számla). Amennyiben ennek a számlának az egyenlege egy meghatározott szint alá csökken, akkor az kockázatot jelent az állam fizetőképességének fenntartása, valamint az előre nem látható finanszírozási sokkok kezelhetősége szempontjából. Ebből következően a likviditási kockázat mérésének egyik lehetséges módja, ha a likvid pénzeszközöket tartalmazó pénzforgalmi számla egyenlegére minimális szintet határoznak meg a döntéshozók, aminek elérése vagy minimális szint alá süllyedése esetén likviditási kockázat azonosítható.

Az adósságportfólióhoz kapcsolódó mutatók, célértékek visszamérése

Az előbbi fejezetben bemutatásra kerültek azok a főbb kockázatok, melyek méréséhez az elemzett országok államadósság-kezelő intézményei mutatókat határoztak meg. A kockázati mutatókon kívül az elemzett országok adósság-kezeléséhez még további mutatók is kapcsolódnak. Ezek a mutatók alapvetően az adósságportfólióhoz tartoznak, amivel közvetlenül vagy közvetett módon a kockázatok is mérhetők. A mutatók meghatározásán kívül a mérés másik alapvető feltétele a célértékek (benchmark értékek) kitűzése, ami lehetővé teszi az egyes stratégia célok teljesülésének nyomonkövetését, visszamérését. Az elemzett országok közül kiemelendő az Egyesült Királyság, amely esetében az a jellemző gyakorlat azonosítható, hogy az adósságkezelő mutatószámok és azokhoz rendelt célértékek helyett konkrét kibocsátási értékeket határoz meg az éves tervekben az adósságra vonatkozóan részletesen, különböző kategóriákra lebontva (pl.: rövid-közép-hosszú lejáratú adósság, inflációt követő adóssághoz kapcsolódó kibocsátások, zöld kibocsátás).

A 6. táblázat az elemzett országok államadósság-kezeléshez kapcsolódó mutatóit, célértékeit, és azok legfrissebb visszaméréseinek eredményeit foglalja össze.

6. táblázat: Államadósság-kezeléssel összefüggő mutatók, célértékek és azok eredményei

Ország	Mutató	Célérték	Eredmény (2023. év végén)
Ausztria	Fix kamatlábú adósság aránya	90% feletti	nincs adat
Ausztria	Rövid lejáratú adósság aránya	20% alatti	nincs adat
Csehország		20% alatti	6,7%
Ausztria	A teljes adósság átlagos lejárat ideje (ATM)	10,3-11,8 év	11,0 év
Csehország		legalább 6,5 év	6,4 év
Lengyelország		legalább 5 év	5,3 év
Csehország	Közép lejáratú (5 éven belül esedékes) adósság aránya	max.70%	43,8%
	Államadósság újrafixálásáig eltelt átlagos idő	5,0-6,0 év	5,6 év
	Államadósság 1 éven belüli kamatlábának újrafixálása	max. 40,0%	18,5%
	Nettó rövid távú devizakitettség aránya	max. 15%+2%pont	4,2%
Csehország	Devizaadósság részaránya a teljes adósságon belül	max. 15%+2%pont	5,5%
Lengyelország		25,0% alatti	22,6%
Lengyelország	Belföldi adósság átlagos lejárat ideje (ATM)	legalább 4,5 év	4,1 év
	Devizaadósságon belül az euróban denominált adósság részaránya	legalább 70,0%	nincs adat
	Belföldi adósság átlagos átarazódási (refixálási) ideje (ATR)	2,6-3,6 év	3,9 év

Forrás: Elemzett országok államadósság-kezelési stratégiái, éves jelentései alapján, Saját szerkesztés

A táblázat adatai rámutatnak, hogy az államadósság-kezeléssel, adósságportfólióval összefüggésben alkalmazott mutatók országonként eltérőek, ami nehezíti az országok közötti összemérhetőséget. A rövid lejáratú adósság arányára vonatkozó mutatót Ausztria és Csehország esetében is alkalmazzák ugyanolyan célérték kitűzésével, azonban Ausztria esetében a nyilvánosan elérhető információk alapján 2023. évre vonatkozóan eredmény nem áll rendelkezésre. Kiemelendő még a teljes adósság átlagos lejárat idejét (ATM) mérő mutató, melyet mind a három országban meghatároztak, azonban különböző célértékek kijelölése mellett. A 2023. évi eredmények alapján Csehország esetében az érték minimális mértékben a célérték alatt volt. Figyelemre méltó továbbá a devizaadósság részaránya a teljes adósságon belül mutató, mely alapvetően az árfolyamváltozásból eredő kockázatokat méri. Ezt a mutatót Csehország és Lengyelország is alkalmazzák (Csehország más elnevezéssel, de tartalmában megegyezően) más-más célérték mellett. A devizaadósság részaránya a teljes adósságon belül mutató tekintetében a 2023. év eredmények alapján mindkét országban teljesült a célkitűzés.

Következtetések

Az eredmények alapján a tanulmány arra a következtetésre jutott, hogy az államadósság-kezelésével összefüggésben megfogalmazott stratégiai célkitűzések alapvetése hosszú időtávra érvényesítve a költségek minimalizálása és a kockázatok kezelése. Emellett az elemzett

országokban az államadósság-kezelés során fontos a belföldi pénzügyi piac likviditásának támogatása és az átlátható információs politika, melyek egyúttal az adósságkezelő intézmények hitelességének és megbízhatóságának garanciális elemeit is jelentik. Összességében az elemzett országok alapelvei és célkitűzései összhangban állnak az IMF-Világban adósság-kezelésre vonatkozó iránymutatásában foglaltakkal.

A tanulmány külön kérdéskörként vizsgálta az államadósság-kezeléshez kapcsolódó tervek és azok végrehajtásának rugalmasságát. Az eredmények alapján arra lehet következtetni, hogy az elemzett országokban folyamatosan nyomon követik a külső gazdasági, pénzügyi folyamatok alakulását és figyelembe veszik a külső környezeti változások államadósság-kezelésre gyakorolt hatását, ezáltal az éves tervek módosítását, frissítését az országok szükségesnek vélik.

Az államadósság-kezelés egyik alappillére a kockázatok kezelése, mely kapcsán a tanulmány feltárta, hogy az elemzett országok mindegyikében azonosításra került a kamatkockázat, illetve a négy országból legalább három esetében a devizakockázat, a refinanszírozási kockázat, valamint a likviditási kockázat. A felsorolt kockázatok közül a nyilvánosan elérhető információk alapján a kamatkockázathoz, a devizakockázathoz és a refinanszírozási kockázathoz kapcsolódóan Csehország és Lengyelország esetében voltak elérhetőek mérési mutatók. Az elemzett országok közül kiemelendő az Egyesült Királyság gyakorlata, ahol mutatószámok és azokhoz rendelt célértékek helyett az országban a következő évi adósságra vonatkozó tervekben konkrét kibocsátási értékeket határoznak meg különböző lejáratú idők, illetve adósság típusokra lebontva.

A kockázatok mérésén túl további mutatókat is alkalmaznak az országok adósságportfóliójukkal összefüggésben, ezek a mutatók azonban országonként teljes mértékben nem egységesek, ami nehezíti az egyes nemzetállamok közötti összemérhetőséget. A teljes adósság átlagos lejáratú idejét (ATM) mérő mutatót három országban is meghatároztak, míg a rövid lejáratú adósság arányára és a devizaadósság részarányára vonatkozó mutatókat két-két országban alkalmazzák.

Következésképpen az országok államadósság-kezelésének összemérhetőségéhez még további adat alapú standard mutatók kialakítása szükséges, amelyekhez inputként szolgálhatnak a nemzetközi statisztikákat publikáló intézmények nyilvános adatbázisai. Előbbi kérdéskör határozza meg jelen kutatás folytatásának alapvető irányát, vagyis a statisztikai adatok alapján történő államadósság-kezelés elemzését a kiválasztott országok tekintetében.

Felhasznált források

Bank for International Settlements (2014) The Liquidity of Government Bonds. Available at: <https://www.bis.org/publ/cgfs13.pdf> Letöltve: 2023. február 10.

Calvo, G.A. and Reinhart, C.M. (2002) Foreign Currency Borrowing by Developing Countries: Issues and Evidence. Washington, D.C.: Inter-American Development Bank

DMO (2024). Annual Review 2023-24. https://www.dmo.gov.uk/media/5rqb2scf/gar2024_final.pdf Letöltve: 2024. október 20.

DMO (2024). Debt Management Report 2024-25. https://assets.publishing.service.gov.uk/media/65e759a9ce8540001c12c412/Debt_Management_Report.pdf Letöltve: 2024. október 20.

DMO (2024). United Kingdom Debt Management Office. <https://www.dmo.gov.uk/>

Dornbusch R. – Draghi M. (2008) *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge: Cambridge University Press. Available at: <https://www.cambridge.org/hu/universitypress/subjects/economics/public-economics-and-public-policy/public-debt-management-theory-and-history?format=PB> Letöltve: 2024. október 30.

European Central Bank (2019) *Liquidity in Government Bond Markets: Good or Bad?* Available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/liquidity_in_government_bond_markets.en.pdf Letöltve: 2023. február 10.

Hoekman, B. – Martin W. (2012). Reducing Distortions in International Commodity Markets : An Agenda for Multilateral Cooperation. Policy Research working paper ; no. WPS 5928. <https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/9637e5e7-512f-5829-a22e-0056a6673c78> Letöltve: 2023. február 10.

IMF – World Bank (2001). Guidelines for Public Debt Management. 2001. <https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf> Letöltve: 2023. február 10.

IMF – World Bank (2014). Revised guidelines for Public Debt Management. 2014. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf> Letöltve: 2023. február 10.

International Monetary Fund, "Sovereign Debt: How to Assess the Risks and Manage the Challenges", 2013. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf> Letöltve: 2023. február 10.

Jeanne, O. (2003) Why Do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency? IMF Working Paper No. 03/177. International Monetary Fund. Available at: IMF eLibrary.

Magyar Nemzeti Bank (2016). Oktatási füzetek – Államadósság, <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-oktatasi-fuzetek-2016-4szam-allamadossag-2016augusztus.pdf> Letöltve: 2022. szeptember 2.

Mfcr (2024). Funding and Debt Management Strategy. <https://www.mfcr.cz/en/fiscal-policy/state-debt/publications-and-presentations/funding-and-debt-management-strategy/2024>

Mfcr (2024). Information about the State Debt. <https://www.mfcr.cz/en/fiscal-policy/state-debt>

Mfp (2024). Website of the Republic of Poland. Debt management strategies. <https://www.gov.pl/web/finance/debt-management-strategies>

Molnár D.– Regös G. (2019). Az államadósság-kezelés átalakulása a visegrádi országokban. Polgári Szemle, 15. évf. 1–3. szám, 2019, 158–176., DOI: <https://doi.org/10.24307/psz.2019.0910> letöltés ideje: 2023.04. hó. Letöltve: 2022. szeptember 2.

Moody's Investors Service, "Sovereign liquidity and credit risk", 2007. https://www.moodys.com/research/doc--PBC_103799 . Letöltve: 2022. szeptember 2.

OeBFA (2023). Debt Management Strategy. <https://www.oebfa.at/en/funding/strategie-schuldenmanagement.html>

OeBFA (2023): OeBFA – Austrian Treasury. Funding Outlook 2024. <https://www.oebfa.at/dam/jcr:71e39c19-6977-439f-91b8-b05c602b05c9/Funding%20Outlook%202024.pdf> Letöltve: 2024. október 20.

OeBFA (2024). Annual Reviews. <https://www.oebfa.at/en/investor-relations/jahresrueckblick.html>

Trebesch C. Schmid M.S., Schumacher J. (2020). Sovereign Debt and its Spillover Effects on Financial Markets. *Journal of Economic Literature* 2020. évi 58. 2. (pp. 231-286)

World Bank (2007) *Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation*. Washington, DC: World Bank. Available at: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/998331468331268053/pdf/399880PAPER0Ma13082136872901PUBLIC1.pdf> Letöltve: 2022. szeptember 2.