



MAGYAR NEMZETI BANK

OKTATÁSI FÜZETEK

20. szám

2017. december

GERLAKI BENCE – LÉNÁRT-ODORÁN RITA –
SISAK BALÁZS

Külső tartozásmutatók



Oktatási füzetek

Gerlaki Bence – Lénárt-Odorán Rita – Sisak Balázs

Külső tartozásmutatók

MAGYAR NEMZETI BANK

Oktatási füzetek

Külső tartozásmutatók

Az elemzést készítette: Gerlaki Bence – Lénárt-Odorán Rita – Sisak Balázs

(Magyar Nemzeti Bank Monetáris politika és pénzügyi elemzés igazgatóság)

A kiadványt jóváhagyta: Virág Barnabás, ügyvezető igazgató

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2498-8391 (Nyomtatott)

ISSN 2498-8405 (Online)

Tartalom

1. Bevezetés	5
2. Módszertani kérdések	8
2.1. A külső egyensúly és a nettó külföldi tartozás közötti kapcsolat	8
2.2. A nettó és bruttó eszközállomány	9
2.3. Az állományi mutatók összetevői	11
2.4. Szektorális összetétel	12
3. A külső tartozásállományt befolyásoló tényezők	14
3.1. A tartozásállomány szintjét befolyásoló tényezők	14
3.2. A tartozásállomány szerkezetét befolyásoló tényezők	21
3.3. Az adósságdinamikát meghatározó tényezők	23
4. A tartozásmutatók jelentősége	26
4.1. Külső tartozások és a növekedés kapcsolata	26
4.2. Külső adósság és sérülékenység	34
5. Tartozásmutatók Magyarországon	39
5.1. Bruttó külső tartozás	39
5.2. Nettó külső tartozás	44
5.3. A külső adósság tényezői	48
5.4. A nettó külső tartozással járó devizakitettség	49
5.5. A külső adósság lejáratí szerkezete	51
6. Adósságmutatók nemzetközi kitekintésben	54
6.1. Hazai folyamatok régiós kontextusban	54
6.2. Nettó nemzetközi befektetői pozíció az Európai Unió országaiban	59
6.3. Adósságciklus elmélet az empirikus tapasztalatok tükrében	62
Irodalomjegyzék	65
Melléklet	69

1. Bevezetés

A jelen Oktatási füzet a gazdaság külfölddel szembeni tartozásait és követeléseit, valamint az ehhez kapcsolódó összefüggéseket mutatja be. Az MNB Oktatási füzetek között számos témát dolgozunk fel. Ennek keretében korábban már írtunk a fizetési mérlegben szereplő adatok elemzéséről – arra ugyanakkor nem tértünk ki részletesen, hogy a fizetési mérlegben nem csak tranzakciós, de a külfölddel kapcsolatos állományi mutatók is bemutatásra kerülnek. Ezen adatok elemzését és értelmezését könnyítheti meg ez az Oktatási füzet.

A tőkepiacok globális integrációja az egyik legfontosabb fejlemény a világgazdaságban, így az egyes országok külföldi szereplőkkel szembeni eszköz- és tartozás-pozícióinak vizsgálata egyre fontosabbá vált az elmúlt évtizedekben. A növekvő volumenű nemzetközi eszközáramlások számos potenciális haszonnal kecsegtetnek. Az egyik legfontosabb előnye a nemzetközi tőkeáramlásoknak, hogy az országok felhalmozott eszközeiket különböző külföldi régiókban befektetve megoszthatják a kockázatokat. A jelentős megtakarításokat felhalmozó országok befektetéseik különböző külföldi régiók közötti diverzifikációjával kevésbé lesznek kitéve a kisebb-nagyobb aszimmetrikus sokkoknak. A nemzetközi tőkepiaci integráció egy további előnye a zárt gazdasági rendszerrel szemben, hogy a tőke hatékonyabb allokációja valósulhat meg térben és időben egyaránt. A hazai tőke magasabb megtérülést érhet el egy jobb befektetési lehetőségeket rejtő országban, illetve egy magasabb hozamkörnyezettel bíró külföldi gazdaságban elhelyezett megtakarítás többletfogyasztást eredményezhet a jövőben.

A külső egyensúlyi folyamatok fenntarthatóságának értékelésekor a külső tartozásmutatók kiemelt jelentőséggel bírnak. Amennyiben egy gazdaság belső megtakarításai nem fedezik a belföldi szereplők összes fogyasztását és beruházását, akkor az ország külső finanszírozásra szorul. Ez dinamikus növekvő, felzárkózó gazdaságok esetében természetes folyamat. A magas külső finanszírozási igény tartós fennmaradásában azonban a befektetők már kockázatokat látnak. A tartós külső finanszírozási szükség-

let a gazdaság külföldi tartozásainak gyors ütemű felhalmozódásával jár, ami csökkenti a gazdaság külső sokkokkal szembeni ellenálló képességét és fenntarthatatlansági kockázatokat hordoz magában. A magas külső tartozásállomány ugyanis egyrészt *megújítási kockázatokkal* jár, mivel az éppen lejáró tartozást folyamatosan finanszírozni kell. Turbulens pénzügyi környezetben ugyanakkor az újabb és nagy mennyiségű forrásbevonás akadályokba ütközhet. A magas tartozásállományhoz magas *kamatfizetési kockázat* is társul, ami ugyancsak finanszírozási szükségletet generálhat. Fontos még a külső tartozásokhoz kapcsolódó *árfolyamkockázat*: a hazai fizetőeszköztől eltérő pénznemben felvett adósságelemek esetében az árfolyam kedvezőtlen irányú elmozdulása addicionális finanszírozási szükségletet vonhat maga után. Továbbá, a fenntarthatóság megítélése szempontjából nemcsak a felhalmozódott tartozás nagysága, hanem a *külső finanszírozás szerkezete* is fontos. Az elemzők ugyanis bizonyos típusú forrásokat kedvezőbbnek ítélik meg.

A 2008-ban kitört válság óta a külső tartozásmutatók még hangsúlyosabb szerepet kapnak a külső sebezhetőségről szóló elemzésekben, amit többek között az Európai Bizottság makro-egyensúlytalansági eljárásának bevezetése is jól jelez. A magyar gazdaság a válságot megelőzően tartósan magas, a GDP 6–7 százaléka körüli külső finanszírozási igénnyel rendelkezett, aminek következtében igen magas külföldi tartozásállományt halmozott fel. 2009-re az ország bruttó külső adóssága a GDP 100 százalékát, a nettó külső adósság pedig a GDP 50 százalékát érte el, amivel a legmagasabb külső adóssággal rendelkezők közé tartoztunk a régiókon és az EU-n belül is. A válság kezdeti szakaszában jelentős mértékű forint árfolyamgyengülésre, forráskiáramlásra és az országkockázati felár megugrására került sor. Realizálódtak tehát a magas tartozásállománnyal járó kockázatok, ami még jobban ráirányította a figyelmet az állományi mutatók kiemelt nyomon követésére. Mint a magyar példa is mutatja, a válság előtt inkább a forrásáramlási mutatók voltak fókuszban, az állományi tartozásmutatók inkább a válság után kerültek reflektorfénybe. A magas külső eladósodottsággal járó kockázatok hirtelen valósággá váltak: bár Magyarországon a magas finanszírozási igény – a belső felhasználás alkalmazkodásával – viszonylag gyorsan rendeződött, a korábban felhalmo-

zott tartozások a növekvő hozamok és a leértékelődő árfolyam hatására még évekig növekvő terhet jelentettek a gazdasági szereplők számára. A nemzetközi intézmények és gazdasági elemzők felismerve a külső tartozásmutatók megnövekedett jelentőségét mára folyamatosan figyelik ezek alakulását (pl.: EU Macroeconomic Imbalance Procedure, IMF – External Balance Assessment).

2. Módszertani kérdések

2.1. A külső egyensúly és a nettó külföldi tartozás közötti kapcsolat

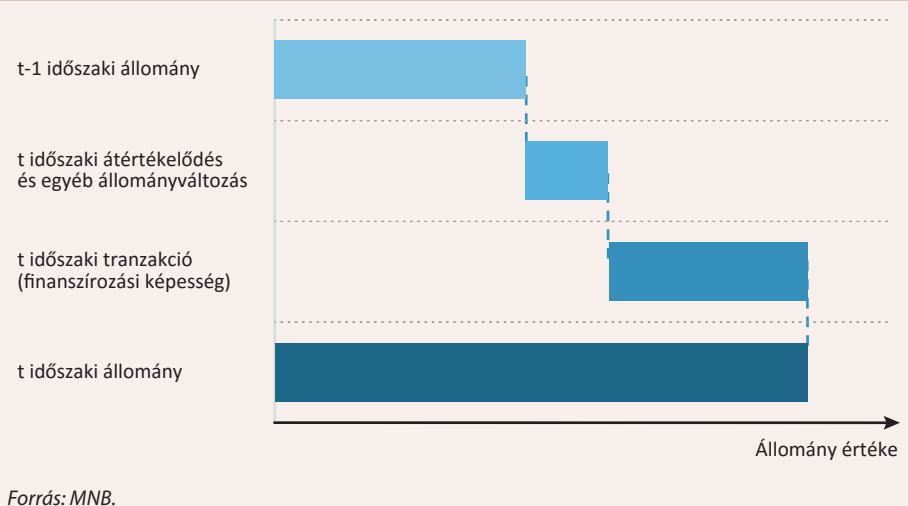
Oktatási füzetünkben a külfölddel szembeni fizetési folyamatok során felhalmozott eszköz- és forrásállományokat vetjük részletesebb vizsgálat alá. A pénzügyi folyamatok eredményeként jelentős eszköz- és forrásállományok alakulhatnak ki. Az állományok időbeni változása megvalósulhat a külfölddel szembeni tranzakciók, átértékelődés, valamint egyéb volumenváltozás eredményeként. A gazdaság külfölddel szembeni gazdasági tranzakciók összességét a fizetési mérleg veszi számba. Az MNB módszertani kiadványának definíciója szerint „A fizetési mérleg forgalmi típusú statisztikai kimutatás, amely az adott gazdaság szempontjából rezidens¹ és nem rezidens gazdasági szereplők között egy meghatározott időszakban lezajló reálgazdasági és pénzügyi műveletek számbavételére szolgál” (MNB, 2006). A fizetési mérleg különböző tranzakcióival részletesen foglalkoztunk korábbi Oktatási füzetünkben.

Az állományokat a tranzakciók mellett például az átértékelődés, a devizaárfolyam és az eszközök árfolyama is befolyásolhatja (1. ábra). Az eszköz- és tartozásállományok változása a fentebb bemutatott tranzakció mellett lehet olyan, ami a nemzetközi tőkeáramlások eredménye, illetve lehet átértékelődés típusú, ami az állományi kategóriák árának változásából eredeztethető. Különleges esetben az is előfordulhat, hogy bár egy ország folyamatos tőkebeáramlásra szorul (ami a tartozásainak növekedésének irányába hat), a felhalmozott eszközeinek vagy tartozásainak szerencsés irányú átértékelődésének hatására megvalósulhat, hogy a nettó eszközállománya nem változik, vagy javul. A fejezetben azt vizsgáljuk meg, hogy elméleti oldalról tekintve mi határozza meg a bruttó és nettó állományok alakulását, illetve az összetételét. Az egyéb állományváltozások is hatnak

¹ Rezidensnek számítanak a Magyarországon legalább egy éve életvitelszerűen tartózkodó természetes személyek, és a Magyarországon gazdasági tevékenységet folytató jogi személyek, illetve jogi személyiséggel nem rendelkező szervezetek. Forrás: www.fma.mnb.hu

az állományi mutatók értékére – ezek olyan állományváltozások, amelyek nem tranzakciók és átértékelődések eredményeként alakulnak ki (pl. követelések leírása). Az egyéb állományváltozások általában technikai jellegű tételek, ezért ezekkel az oktatási füzetünkben nem foglalkozunk.

1. ábra
A külső egyensúly és a külső tartozásállomány kapcsolata



A legtöbb befektetői elemzés, illetve saját elemzéseink is a fizetési mérleg statisztikára támaszkodnak a külső tartozásmutatók elemzésekor. Míg a külső finanszírozási képesség alakulását a fizetési mérleg tranzakciós adatai alapján elemezzük, a tartozásmutatók esetében állományi adatokat használunk, amelyek egy negyedéves késéssel állnak rendelkezésre. A fizetési mérleg statisztikában részletesen megtalálhatóak az egyes szektorok külföldi adósság- és tartozáselemei, lejárat szerint és a befektetés iránya szerint is. Ezek a statisztikák viszonylag könnyen összevethetők más országok hasonló statisztikáival, mivel nagyjából azonos szerkezetben készülnek, így nemzetközi összehasonlításra is alkalmasak.

2.2. A nettó és bruttó eszközállomány

A külföldi eszközöket/tartozásokat nézhetjük bruttó vagy nettó mutatókon keresztül. A makrogazdasági elemzésekben általában egy belföldi

gazdasági szereplő (mint az államháztartás, lakosság, vállalatok) szempontjából vizsgáljuk a felhalmozott pénzügyi eszközöket és tartozásokat, ezért inkább a bruttó állományokat szoktuk elemezni. Az államadósság, a háztartások hitelállománya, vagy például a vállalatok bankbetétei az adott szektor bruttó forrásait, eszközeit (vagy annak egy komponensét) mutatják meg. A fizetési mérleg esetén azonban ugyanolyan érdekes lehet, ha a teljes gazdaság szempontjából összevonjuk a bruttó tartozásokat/forrásokat illetve a követeléseket/eszközöket, és a nettó mutatót vizsgáljuk.

A bruttó tartozásmutatók csak a külföldiek magyarországi befektetéseit veszik figyelembe. A bruttó mutatók vizsgálata akkor indokolt, ha külföld felé való kitettségünk, más szóval a sérülékenységek van a fókuszban. A rövid külső adósság, a bruttó finanszírozási igény, valamint a külföldiek bruttó közvetlentőke befektetései azt mutatják meg, mennyire vagyunk rászorulva a külföldi forrásokra, illetve ezek a mutatók utalnak a megújítási kockázatok szintjére. Ha arra vagyunk kíváncsiak, hogy egy adott ország hogyan diverzifikálta a külföldi eszközeit vagy tartozásait, akkor is a bruttó állományokat érdemes megfigyelni. Az eszközök és tartozások túlzott koncentrációja például sérülékenyebbé teheti a hazai gazdaságot (Lane–Milesi-Ferretti, 2002).

A nettó tartozásmutatók a külföldiek magyarországi befektetései mellett csökkentő tényezőként a magyar szereplők külföldi pénzügyi befektetéseit is tartalmazzák. A nettó külföldi eszközállomány (net foreign assets: NFA, illetve net international investment position: NIIP) az adott ország nettósított külföldiekkel szembeni pozícióját jelenti. A nettó mutatókat akkor érdemes nézni, ha arra vagyunk kíváncsiak, hogy ténylegesen mennyi külföldi forrás érkezett a belföldi szereplőkhöz. A pénzügyi piacok fejlődése ugyanis a külső állományi mutatók bruttó szárainak az emelkedésével járt, ezért nemzetközi összehasonlításban inkább a nettó mutatók használata az indokolt. Különösen igaz ez azokban az országokban, ahol a bruttó szárazakat a reálgazdasági tevékenységet nem folytató speciális célú vállalatok jelentősen befolyásolják (lásd az 5.1.2 fejezet).

2.3. Az állományi mutatók összetevői

A külföldi tartozásokon (és eszközökön) belül megkülönböztetjük az adósság típusú és nem adósság típusú forrásokat (és eszközöket). Adósság típusú forrás esetén a külföld felé törlesztési- és kamatfizetési kötelezettség társul, míg a nem adósság jellegű források révén a külföldi szereplők belföldi tulajdonhoz jutnak (MNB, 2014). Az adósság és nem adósság jellegű források együttes állományát nevezzük bruttó külföldi tartozásnak.

Adósság típusú forrás lehet:

- külföldi szereplőtől felvett **hitel**,
- **kötvény** vagy egyéb **pénzpiaci eszköz**, amelyet külföldi szereplők jegyeznek le,
- külföldi szereplők által elhelyezett **betétek**.

A nem adósság jellegű tartozások közé soroljuk:

- ha a külföldi tulajdonú vállalat hazai leányvállalatában részesedést szerez **(közvetlentőke befektetés, angolul FDI)**,
- ennek része a külföldi tulajdonú vállalatba érkező **újrabefektetett jövedelem is**,
- tőzsdei részvényt vagy befektetési jegyet, amely külföldi kézbe kerül **(portfólió részvény)**,
- **derivatív** tartozásokat,
- **tulajdonosi hiteletet**² (a statisztika az FDI-ban mutatja ki).

A külföldi források és eszközök különbsége adja a nettó értéket, amely külön az adósság jellegű és nem adósság jellegű állományokra is vonatkoztatható. Ennek megfelelően a nettó külső adósság a külföldi

² A vállalati szektor esetében az anyavállalat és leányvállalat közötti tulajdonosi hitelek statisztikailag – más hitelfelvételhez hasonlóan – adósságjellegű forrásoknak minősülnének, azonban közgazdasági megfontolásból az MNB gyakorlatában a nem adósságjellegű források közé sorolódnak. Ennek hátterében elsősorban az áll, hogy a tulajdonosi hiteleket – a piaci kondícióktól eltérően – kedvezőbb feltételekkel (megújítási kockázat, kamat- és árfolyamkockázat) nyújtanak egymásnak a vállalatok – így az ehhez kapcsolódó kockázatok kisebbek. Az elmúlt években azt tapasztaltuk, hogy a Magyarországon működő külföldi vállalatok a tulajdonosi hiteleket elsősorban a részesedés típusú források helyettesítőjének tekinthetik.

adósság típusú források és eszközök különbsége, és ugyanígy számítható a nettó részesedés állomány is. A fizetési mérleg logikája alapján az egyes alkategóriák, mint például a közvetlentőke vagy portfóliótőke állomány nettó kategóriaként is értelmezhető.

A nettó és bruttó külföldi eszközállomány közötti összefüggés³ az alábbi képlet alapján írható fel:

$$NFA = EQA + DEBTA - EQL - DEBTL$$

ahol,

NFA: Nettó külföldi eszközállomány

EQA: Részesedés típusú befektetés az eszközoldalon (tulajdonosi hitellel)

DEBTA: Adósság típusú befektetés az eszközoldalon (nemzetközi tartalékokkal együtt)

EQL: Részesedés típusú tőkebefektetés a tartozásoldalon (tulajdonosi hitellel)

DEBTL: Adósság típusú befektetés a tartozásoldalon

Összefoglalva tehát a nettó külföldi eszközállomány, vagy más néven a nettó nemzetközi befektetési pozíció az ország bruttó eszközeinek és forrásainak a különbsége.

2.4. Szektorális összetétel

A külső tartozás szektorálisan is vizsgálható: míg az állam kizárólag adósság jellegű forrásokat von be külföldről, addig a bankok és a vállalatok miatt egyre nagyobb súlyt képviselnek a nem adósság jellegű tartozások. A gazdaság szektorait tekintve az államháztartás jellemzően adósságot halmoz fel kötvénykibocsátás vagy hitelfelvétel formájában, aminek egy részét külföldi szereplők is finanszírozhatják. Emellett a külföldi

³ Az összefüggésből az egyszerűsítés érdekében kihagytuk az eszköz- és forrásoldalon egyaránt fellelhető derivatívákat.

befektetők által vásárolt forint állampapírok és diszkontkincstárjegyek is megjelennek az állam bruttó külső adósságában. A bankrendszer külső tartozásai is nagyrészt adósság típusúak, azonban itt már megjelennek – a külföldi tulajdonban lévő bankoknál – a részesedés típusú források. Fontos ugyanakkor látni, hogy a bankrendszer külső finanszírozási folyamataiban a vállalatok és a lakosság belső eladósodása tükröződik vissza. A bankok ugyanis a lakosságnak és vállalatoknak nyújtott hitelek egy részét külföldi forrásból, jellemzően hitelfelvételből finanszírozzák. Magyarország külföldi tartozásának nem adósság jellegű része döntően a vállalati szektorba irányuló külföldi közvetlentőke befektetés.

3. A külső tartozásállományt befolyásoló tényezők

Számos elmélet született arra vonatkozóan, hogy milyen belföldi és külföldi mutatók határozzák meg egy-egy ország külső tartozásainak mértékét, szerkezetét és dinamikáját. A fejezetben áttekintjük, hogy az egyre globalizálódó világban hogyan fejlődött a nemzetközi tőkeállományokkal foglalkozó elmélet. Az egyszerűbb, inkább az adósságállományokkal foglalkozó adósságciklus elméletet meghaladva az utóbbi évek kutatásai minél inkább általános, egyszersmind empirikusan is igazolt megállapításokkal próbálják megragadni a külső tartozások alakulását.

3.1. A tartozásállomány szintjét befolyásoló tényezők

A klasszikus közgazdaságtan szerint a gazdag országok szegényebbekhez képest relatíve bőséges tőke kínálata és alacsonyabb tőkejövedelme miatt a tőke a gazdag országokból a szegényebbek felé áramlik.

Ezen elmélet alapján levezetett adósságciklus elmélet arra a kérdésre ad választ, hogy mi az összefüggés egy országban várható tőkeáramlás iránya, a külföldi eszköz pozíciója és az adott ország fejlettsége között. Az európai gazdaságokat vizsgálva az elmélet többé-kevésbé megfelel az empirikus adatoknak, azonban a világon számos olyan ország van, amely nem felel meg a klasszikus közgazdaságtan tőkeáramlásra vonatkozó tételének. Az USA például az elmúlt évtizedekben jelentős folyó fizetési mérleg hiányt halmozott fel, így a nettó pozíciója megtakarítóból hitelfeltevővé vált, amit a fejlődő Kína finanszíroz, így az elmélettel szemben a „szegényebb” országból áramlik a tőke a gazdagabb országokba.⁴ De számos közepesen fejlett ország esete sem felel meg teljes mértékben az adósságciklus elméletnek, hiszen az elmélet szerint fejlettségi szintjükből nem a tényleges nettó hitellezői pozíciójuk következne (Cline, 2005). A fejezetben bemutatjuk az

⁴ A tőke áramlásánál ugyanis a tőke határtermékén túl jelentősége van a technológiai fejlettségnek, a humántőkének, illetve a biztonságos befektetési célpontoknak is. Lásd részletesebben a Fizetési mérlegről szóló Oktatási füzetet.

adósságciklus elméletet, a továbbfejlesztésre tett kísérleteket, továbbá a kritikai észrevételeket.

A nemzetközi közgazdaságban általában véve egyetértés van arról, hogy egy ország nettó tartozásának mértéke a fejlettségétől függ.

Kindleberger (1968) fogalmazta meg elsőként, hogy az adósságciklusnak négy különböző fázisa lehet: fiatal hitelfelvevő, érett hitelfelvevő, fiatal hitelező és végül érett hitelező⁵ (1. táblázat). A különböző fázisokba történő besorolás attól függ, hogy egy adott ország nettó nemzetközi eszköz pozíciója (nettó eszközállománya) és a folyó fizetési mérleg pozíciója pozitív vagy negatív értékeket vesz-e fel. Egy fiatal hitelfelvevő ország nem csak negatív nettó eszközállománnyal rendelkezik, hanem tovább növeli az adósságállományát azáltal, hogy negatív a folyó fizetési mérlege. Az érett hitelfelvevő ezzel szemben folyó fizetési mérleg többlettel rendelkezik, ennek következtében a felhalmozott tartozásállománya folyamatosan csökken. A fiatal hitelező pozitív nettó eszközállománnyal rendelkezik, továbbá a pozitív folyó mérlegen keresztül az eszközállományát folyamatosan növeli. Az érett hitelező a folyó mérlege ismét negatívban van, és fokozatosan leépíti a felhalmozott eszközeit. Az adósság ciklus elmélet így többé-kevésbé megfeleltethető az egyén hitelezéseit és megtakarításait leíró életciklus elméletnek.

1. táblázat		
Az adósság ciklus		
	Folyó fizetési mérleg < 0	Folyó fizetési mérleg > 0
Külföldi eszközök < Külföldi tartozások	fiatal hitelfelvevő	érett hitelfelvevő
Külföldi eszközök > Külföldi tartozások	érett hitelező	fiatal hitelező
Forrás: William R. Cline (2005) <i>The United States as a Debtor Nation</i> .		

⁵ Az adósságciklus elmélet bár csupán hitelezésről beszél, a mai nemzetközi befektetői környezetben meglátásunk szerint érdemes ebbe beleértetni teljes forrásbevonást, így a részesedés típusú forrásokat is. Az érthetőség érdekében azonban megtartottuk az idézett tanulmányban megjelölt elnevezéseket.

Az optimális növekedést kutató irodalomban számos tanulmány foglalkozott az adósságciklus elmélet bizonyításával, értékelésével és cáfolatával. Többen kételkedtek benne, hogy igazolható lenne egy óra járásának megfelelő irányú fejlődés az egyes országok szintjén.

- Fischer és Frenkel (1974) cikkükben egy kis nyitott gazdaság egyszerű kétszektoros modelljének keretében megmutatták, hogy bizonyos körülmények között az adósságciklus elméletnek megfelelő a fejlődés.
- Bazdarich (1978) ezzel szemben azt állította, hogy a feltörekvő országok nem az adósságciklus szerinti pályát írják le. Az elmélete szerint a feltörekvő gazdaságokban, ahol a tőkeállomány kezdeti szintje elmarad az egyensúlyi szinttől, egy optimális növekedési pályát feltételezve a külső adósság folyamatosan emelkedik, az ország végig nettó hitelfelvevő pozícióban marad. Ez az elmélet azonban nem kezeli azt a problémát, hogy a hitelezők nem feltétlen hajlandók minden határon túl hitelezni egy eladósodott országot.
- Buiter (1981) szerint a fentiekkel szemben az időpreferencia, vagyis a jövőbeni és jelenbeli fogyasztás relatív ára határozza meg, hogy egy adott ország hitelezői vagy hitelfelvevői pozícióban van-e. A magas időpreferenciájú országok (a kamat türelmetlenséggel összefüggő komponense szerint ezekben az országokban jövőbeni fogyasztás hasznossága relatíve közel áll a jelenbeli fogyasztáséhoz) jellemzően hitelezők lesznek, míg az alacsony időpreferenciájú országok hitelfelvevők. Egy kétszereplős modellben megmutatta, hogy a jelenbeli fogyasztást preferáló (alacsony kamattal rendelkező) gazdaságban negatív lesz a folyó fizetési mérleg, míg a másik (magasabb kamattal jellemezhető) gazdaságban folyó fizetési mérleg többlet lesz a jellemző. Bár ez az összefüggés empirikusan a későbbiekben nem volt igazolható, arra rámutatott, hogy egy adott ország külföldi eszköz pozíciója nem csupán a fejlettségével lehet összefüggésben, hanem például a relatív kamatszínvonal is befolyásolhatja – így azt is, hogy egy adott ország eladósodik vagy megtakarít.

Mindezek alapján a nemzetközi irodalom az alábbi tényezőket azonosította, amelyek befolyásolják a külföldi eszközök és tartozások állományát (Lane – Milesi-Ferretti, 2002).

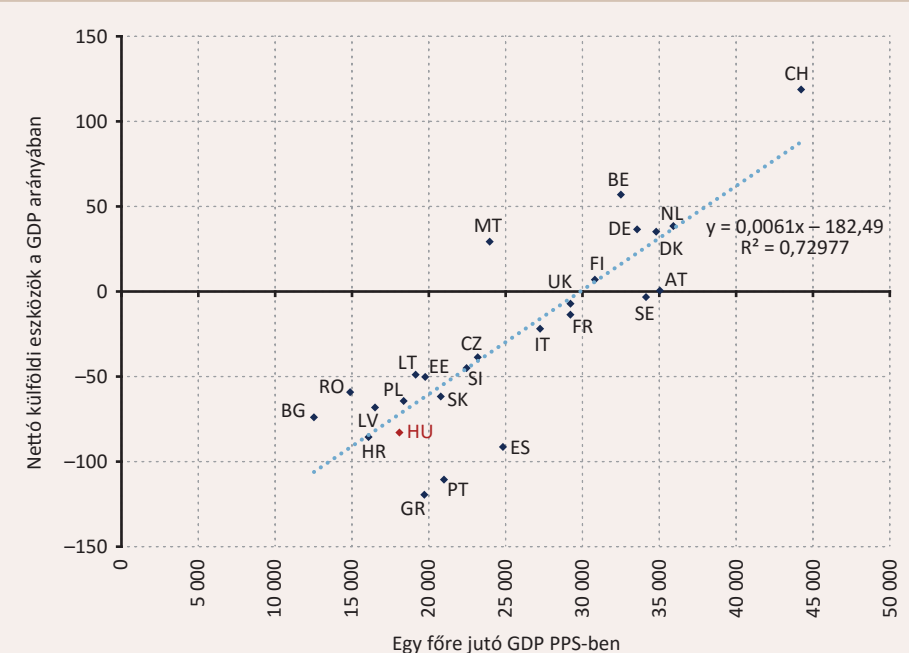
Relatív egy főre eső kibocsátás (fejlettség): A relatív egy főre eső kibocsátás több csatornán keresztül hathat a nettó eszközállományra.

- Ha egy ország gazdasága fejlődik, akkor a tőke hazai határterméke egyre kisebb lesz, aminek következtében a hazai beruházások jövedelmezősége csökken, így a beruházók külföldi, jobb jövedelmezőségű beruházási lehetőséget keresnek. Ennek eredményeként megnőhet a külföldi kifizetés, ami a nettó külső eszközállomány növekedésével járhat.
- A hazai jövedelem emelkedése a megtakarítási ráta bővüléséhez vezethet, a fogyasztás azonban jellemzően nem követi a jövedelemnövekményt. Ennek egyrészt az az oka, hogy a jövedelem növekedésével a fogyasztási szokások változnak. Másrészt az, hogy a fogyasztás határhaszna gyorsan csökken, ha az alapvető fogyasztási szükségleteiket a háztartások kielégítették. A felhalmozódó pénzügyi megtakarítás egy része külföldi eszközökbe áramolhat, ami növeli a nemzetközi befektetési pozíciót.
- Az alacsony fejlettségű, kezdetben erős hitelezési korlátokkal jellemezhető országok felzárkózása során a nettó külföldi eszközállomány és a gazdasági növekedés között – legalábbis egy átmeneti ideig – negatív kapcsolat alakulhat ki. A jövedelemtermelő-képesség növekedésével ugyanis lazulhatnak a hitelfelvétel korlátai, ami a külföldi eladósodottság növekedését, így a nettó eszközállomány csökkenését eredményezheti.

2. ábra

A gazdasági fejlettség és a nettó eszközállomány kapcsolata

(2010–2016 átlaga)



Forrás: Eurostat.

Az európai országokat vizsgálva erős összefüggés mutatkozik a fejlettség és a nettó eszközállomány között (2. ábra). A felzárkózó kelet-közép-európai országok jellemzően nettó értelemben hitelfelvevők, azaz a külföldi tartozásaik meghaladják a külföldi követeléseiket. Ezzel szemben a fejlettebb államok nettó befektetési pozíciója pozitív (bár vannak kivételek, mint például Svédország). Ezt az összefüggést a felzárkózó országokra jellemző tőkehiány és relatív alacsony megtakarítás miatt természetesnek mondható forrásbevonás mellett (részletesebben lásd a Fizetési mérlegről szóló oktatási füzetet) több tényező is magyarázhatja:

Demográfiai faktorok: A társadalom felhalmozási szokásait alapvetően befolyásolja, hogy milyen arányban vannak jelentős vagyonnal rendelkező idősök, és jövőbeni jövedelmeiket hitelfelvétellel simító fiatalok.

- Egy öregedő társadalom a külföldi befektetésekkel finanszírozhatja jövőbeli jövedelemszükségletét, például a nyugdíjkifizetéseket, ami a nettó külső eszközállomány növekedésének irányába hat.
- Egy társadalomban, ahol sok a fiatal, a fogyasztássimítás, illetve az infrastrukturális többletszükséglet (iskolarendszer, közegészségügy, lakásberuházások) miatt a nettó külföldi eszközállomány csökkenhet. A munkaerő korosztályos eloszlása is számít a nettó eszközállomány szempontjából.

Kormányzati eladósodottság: Az államháztartás eladósodása legalább részben külföldi finanszírozás esetén a külső tartozások növekedése irányába hat, azonban ezt a belföldi szektorok kompenzálhatják.

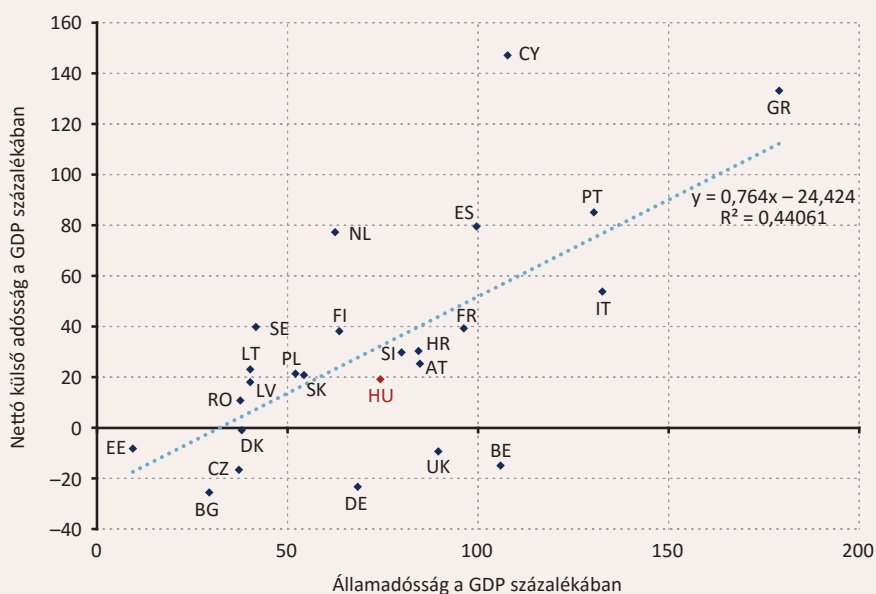
- Egy olyan világban, amely eltéréseket mutat a ricardoi ekvivalencia elv-től (vagyis a háztartások nem növelik a megtakarításaikat a kormányzati többletkiadással egyenlő mértékben), a magasabb kormányzati adósság a nettó külső eszköz pozíció csökkenésével, ezen belül az adósság növekedésével járhat. Ez azzal magyarázható, hogy amennyiben feltételezzük az információk tökéletes eloszlását, a növekvő államadósság miatt bekövetkező magánszektorbeli megtakarítás elmaradhat az államadósság, így a külföldi tartozás növekedésének mértékétől. A magasabb államadósság miatt várt adóemelés összege ugyanis vélhetően több generáció megtakarítását érinti, vagyis a mostani generációnak kevesebbet kell megtakarítania. Ez a megtakarítások alacsonyabb szintjét, és magasabb folyó fizetési mérleg hiányt eredményez, ami a nettó külföldi eszközállomány csökkenésének irányába hat.
- Ezzel szemben, ha a magasabb államadósságot részben külföldiek finanszírozzák, a magasabb kamatfizetés önmagában is magasabb külföldi kötelezettséget, és így nagyobb megtakarítási szükségletet jelenthet, ami magasabb nettó megtakarítás irányába mutat (Koroknai, 2008). Ha a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása meghaladja az állam finanszírozási igényét, az a nettó befektetési pozíció növekedését eredményezheti.

Az európai országokat vizsgálva pozitív kapcsolat rajzolódik ki az államadósság és a nettó külső adósság között (3. ábra). A fejlett országok esetén az alacsony államadósság alacsony nettó külső adóssággal párosul. Azokban a fejlett gazdaságokban, ahol mégis magas az államadósság, a finanszírozást jellemzően a belföldi szektorok vállalják, így a nettó külső adósság általában alacsony. A mediterrán országok esetén azonban a magas államadósság magas nettó külső adóssággal párosul, mivel az elmúlt évtizedekben az állam finanszírozási igénye lényegesen meghaladta a belföldi szektorok megtakarítását.

3. ábra

Az államadósság és nettó külső adósság kapcsolata

(2016)



Forrás: Eurostat.

Hozamkörnyezet: Az elmúlt évtizedben több tanulmány jelent meg, amely portfólió elmélet szempontból vizsgálta a nettó külföldi eszközállomány pozíciót. A pénzügyi integráció mélyülésével ugyanis egyre könnyebbé vált a megtakarítások nemzetközi áramlása. Az irodalom szerint a hazai és külföldi eszközök iránti keresletet és kínálatot befolyásolják

a kockázat és hozamjellemzők, valamint a befektetők által kialakított ezekre vonatkozó várakozások. Amennyiben alacsony kockázatérzékenység és hozamkörnyezet mellett tér nyílik egy felzárkózó ország számára, hogy többletfogyasztását vagy beruházását külső forrásokból finanszírozza, akkor az a külső adósságállomány növekedését eredményezi. Ezzel szemben egy eladósodott ország alkalmazkodásra (a nettó külső adósságának csökkentésére) kényszerülhet, ha csökken a befektetői bizalom és emelkednek a hozamok (hozamfelárak).

3.2. A tartozásállomány szerkezetét befolyásoló tényezők

A külföldi eszköz és tartozás szintjén túl az állományok szerkezete is információt hordoz egy gazdasággal kapcsolatban. Adóssággeneráló eszközök esetében külföld felé törlesztési vagy kamatfizetési kötelezettség (követelés) keletkezik (2. táblázat). A nem adóssággeneráló finanszírozáson keresztül a külföldi szereplők belföldi tulajdonhoz jutnak, és jogosulttá válnak a tulajdon által termelt jövedelemre. Annak alapján is lehet osztályozni az eszközöket, illetve a forrásokat, hogy az adott instrumentum a tőzsdén forgatható-e (ún. portfólió-befektetések), vagy nehezebben átruházható jogviszonyt fejez ki (Komáromi, 2008).

2. táblázat A külföldi források csoportosítása		
	Adóssággeneráló	Nem adóssággeneráló
Portfólió jellegű	kötvények, pénzüpiaci eszközök	részvények
Nem portfólió jellegű	hitelek, bankbetétek, valuta	közvetlentőke (FDI)
Forrás: Komáromi 2008.		

Az irodalomban nincs általánosan elfogadott elmélet arra vonatkozóan, hogy mi az országok külső finanszírozásának optimális szerkezete. A legtöbb tanulmány Modigliani és Miller (1958) klasszikus mikroökonómiai elméletéből indul ki, miszerint tökéletes információk környezetben, illetve a csődkiadások és az adók torzítása nélkül egy vállalat értékét nem befolyásolja a finanszírozás módja. A tétel empirikus kudarcát elsősorban arra vezették vissza a későbbiekben, hogy a szereplők informáltsága aszimmetrikus. Mindezek alapján a vállalatok finanszírozásában a különböző

instrumentumokat aszerint rangsorolják, hogy mekkora az információs aszimmetria foka és az ehhez tartozó felár. A vállalatfinanszírozás elméleti alapjai makroszinten is relevánsak, az aszimmetrikus információk mellett azonban más torzító hatások is megjelenhetnek. Többek között az, hogy az adósság mekkora részét hajlandóak a külföldi befektetők adóssággal vagy részesedés megszerzésével fedezni, szintén nagyon fontos kérdés.

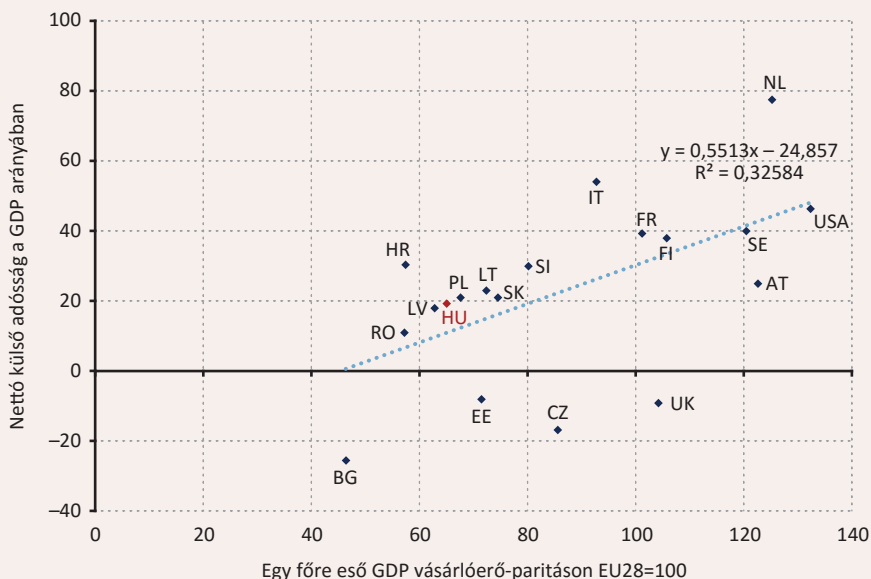
Az adósság-részesedés arányok optimális szintjével kapcsolatban két megközelítés létezik. Az első megközelítés szerint a külföldi befektetők elsősorban az információs aszimmetriájukat próbálják csökkenteni. Ezért olyan befektetési formákat preferálnak, amelyek több irányítási és információs jogot nyújtanak (Neumann, 2003). Amennyiben a tulajdonjog valóban csökkenti az információs aszimmetria miatt szükséges ellenőrzés költségeit, akkor a részesedés típusú befektetés kedvezőbb az adóssággal szemben. Ebből a gondolatmenetből az következik, hogy egy transzparens, kiszámíthatóan működő és fejlett tőkepiaccal rendelkező országban a külföldi befektetőknek kisebb a motivációjuk arra, hogy tulajdonjogot szerezzenek a belföldi vállalatokban. A második megközelítés abból indul ki, hogy egy szuverén állam megtagadhatja az adósságai fizetését, illetve kisajátíthatja a külföldi tulajdonú magánszektor eszközeit. Ebből fakadóan a külföldiek azokat a befektetési formákat tartják optimálisnak, amelyeket nehezebb az államnak kisajátítani (Albuquerque, 2003).

A fejlettség és a bruttó/nettó külső adósság között pozitív kapcsolat mutatható ki (4. ábra). Az európai országokat vizsgálva a kevésbé fejlett országok jellemzően alacsonyabb külső adóssággal rendelkeznek, mint a fejlett nyugati gazdaságok. Az irodalmi áttekintés alapján mindez több tényezőre vezethető vissza. Egyrészt a pénzügyi rendszer fejlettsége erősen befolyásolja az egyes gazdaságok eladósodottsági szintjét. Másrészt ehhez kapcsolódóan a fejletlenebb gazdaságokban – a fentebb leírt érvelés alapján – a külföldi vállalatok inkább a részesedés típusú, és nem az adósság típusú eszközöket részesítik előnyben. A fejlett országokban a magas nettó külső adósság azzal is összefüggésben lehet, hogy a fejletlenebb gazdaságokba irányuló FDI kifektetéseiket adósság típusú forrásokkal finanszírozzák.

4. ábra

A fejlettség és a nettó külső eladósodottság kapcsolata

(2012–2016 átlaga)



Megjegyzés: Amennyiben a külföldi kötelezettségek meghaladják a külföldi eszközöket, akkor a nettó kötelezettségállomány negatív.

Forrás: Eurostat.

3.3. Az adósságdinamikát meghatározó tényezők

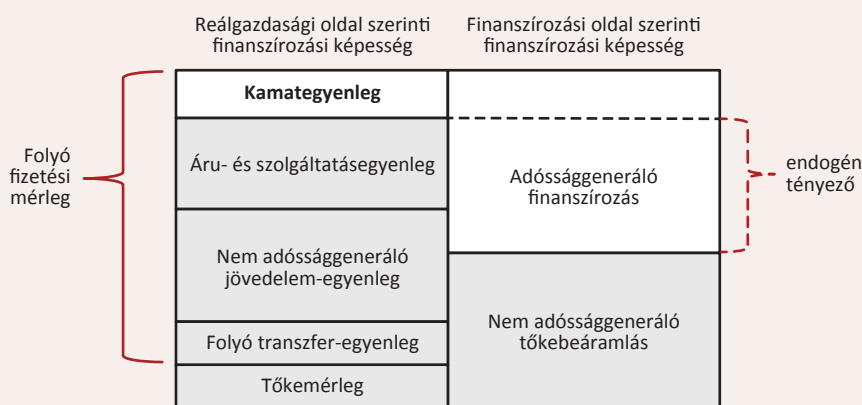
Az előző fejezetben bemutattuk, hogy a külső tartozások szintjét és szerkezetét milyen tényezők határozzák meg. A külső eladósodottságot azonban dinamikus szemléletben is lehet vizsgálni, vagyis hogy milyen ütemben változik egy ország külső tartozásállománya. Ez azért lehet fontos, mert például egy gyorsan növekvő külső adósságállomány fenntarthatósági problémákra utalhat. A fejezetben az adósságállomány változásának tényezőit mutatjuk be.

Az adósságdinamika tényezői felbonthatók endogén és exogén tényezőkre. Az elkülönítés azért fontos, mert míg az exogén tényezőkre nincs hatása a gazdasági szereplőknek, addig az endogén tényezők az ő cselekedeteiktől függenek. A nettó külső adósság elemzéséhez fontos megkü-

lönböztetni, hogy mennyiben befolyásolja a mutató alakulását a gazdaság szereplőinek aktív cselekvése, és mennyiben függ külső behatásoktól (a magyar folyamatok egyik lehetséges interpretációja az 5.3-as fejezetben található). A múltbeli tényezők hatásán keresztül ható tényezőket (mint a kamatteher, az átértékelődés és a GDP-növekedés hatása) összességében exogén komponenseknek nevezzük. A fentiekből adódóan az adósságdinamika endogén tényezője a folyó fizetési mérleg kamategyenlegen kívüli hiányának részesedés típusú finanszírozással nem fedezett része⁶ – vagyis a gazdasági szereplők aktuális viselkedésének hatását mutatja be a nettó külső adósság állományára (5. ábra).

5. ábra

A külső finanszírozás komponensei



Forrás: Antal J.: Külső adósságdinamika 2006.

Vagyis az adósságdinamikára vonatkozó összefüggés két komponensre bontható: az endogén és az exogén tényezőre, ami a múltban felhalmozott adósságterhét, az arra fizetett kamatot és átértékelődést jelenti (az összefüggés levezetése részletesen megtalálható Antal Judit: Külső adósságdinamika című, MNB által megjelentetett tanulmányában). Az alább bemutatott összefüggés az adósság változásának általánosabban ismert képletének a kiterjesztése, mely szerint a kamat és a gazdasági növekedés különbsége határozza meg az adósságráta alakulását.

⁶ A derivatív tételek finanszírozásban betöltött szerepétől az egyszerűség kedvéért eltekintünk.

$$\Delta b_t \approx \underbrace{-pb_t}_{\text{ENDOGEN TÉNYEZŐ}} + \underbrace{\left(\underbrace{\frac{r_t^{FX} + \eta_t}{1+g_t} b_{t-1}^{FX}}_{\text{Devizaadósság kamata}} + \underbrace{\frac{r_t^{HUF}}{1+g_t} b_{t-1}^{HUF}}_{\text{Forintadósság kamata}} - \underbrace{\frac{g_t}{1+g_t} b_{t-1}}_{\text{Gazdasági növekedés hatása}} \right)}_{\text{EXOGEN TÉNYEZŐ}}$$

ahol,

pb_t – elsődleges finanszírozási egyenleg a GDP arányában

b_t – GDP-arányos külső adósságállomány adott évben

$r_t^{FX}; r_t^{HUF}$ – külföldi és hazai reálkamat

η_t – a reálárfolyam változása

g_t – reálnövekedés üteme

Az összefüggésből az alábbi fő következtetések vonhatók le.

- A külső adósságráta változása csak részben vezethető vissza az endogén tényező változására.
- A külső adósságráta változását emellett befolyásolja még a devizaadósság reálkamatterhe és a reálleértékelődés (a fenti képletben az első exogén tényező), a forintadósság reálkamatterhe (második tényező), illetve a GDP-növekedés adósságráta csökkentő hatása (harmadik tényező).
- A dinamikus komponens összhatását a reáltényezők határozzák meg, a külföldi és belföldi inflációs hatások összességében semlegesnek hatnak a külső adósságállományra.
- Ha az adósság reálkamatterhe és a reálleértékelődés kisebb, mint a GDP reálnövekedése, akkor a külső adósságráta – csak az exogén tényezők hatását figyelembe véve – csökken.
- Minél nagyobb az előző időszaki adósságráta, annál nagyobb az adósságteher és a reálnövekedés különbségének a hatása a t időszaki adósságállományra. A növekvő országhoz tartozó prémiummal ez a folyamat gyorsulón növekedő külső adósságrátához vezet.

Az összefüggés alapján meghatározható az endogén tényező olyan szintje, amely a GDP-arányos adósságállomány stabilizálásához szükséges.

4. A tartozásmutatók jelentősége

A külső tartozások változása kiemelkedő fontosságú egy gazdaság fenntartható fejlődése szempontjából. Az áttekintett irodalom alapján kérdésként merül fel, hogy a külső adósság a bevont források segítségével támogatja-e a növekedést, vagy éppen fordítva, inkább aláássa a fenntartható gazdasági fejlődést. A tapasztalatok azt mutatják, hogy egy bizonyos szint felett eladósodott ország sérülékennyé válik egy külső sokk esetén. Létezik-e egy küszöbérték, amely alatt inkább kedvező a külső eladósodás, illetve amely fölött inkább káros? Van-e különbség az egyes tartozás típusok és a növekedés kapcsolatában? Milyen tartozásmutatók azok, amelyek jelezhetik egy gazdaság sérülékenységet? Többek között ezekre a kérdésekre keressük a választ az alábbi fejezetben.

4.1. Külső tartozások és a növekedés kapcsolata

Első lépésben megvizsgáljuk, hogy a vonatkozó tanulmányok alapján milyen összefüggés rajzolódik ki a külső tartozásmutatók és a gazdasági növekedés között. Mivel az irodalom szerint a külső eladósodottág és a közvetlentőke befektetések eltérően hathatnak a gazdasági növekedésre, ezért az adósságjellegű és részesedés jellegű állományok hatásait külön mutatjuk be; először a külső adóssággal, majd a működőtőke befektetésekkel foglalkozunk.

4.1.1. Adósság és növekedés

Az alacsony fejlettségű, tőkeszegény országokban a külföldi befektetések megjelenése lehetőséget teremthet arra, hogy elinduljon a felzárkózás a gazdagabb államokhoz (IMF, 2012). A külső források pozitív hatása akkor a legerősebb, ha produktív beruházásokat finanszíroznak. Azonban gyakran azt tapasztaljuk, hogy az eladósodott országok felzárkózása elakad akár annak ellenére is, hogy a külső források bevonása folyamatosan fennmarad. Az alábbiakban áttekintjük, hogy az adósságjellegű források miként hatnak a gazdasági növekedésre.

A külső eladósodás kezdetben pozitívan járul hozzá az ország gazdasági növekedéséhez, azonban egy bizonyos eladósodottsági szint után már inkább fékezi azt. Megfelelően alacsony eladósodottsági szintig (valamint kiszámítható politikai és fenntartható makrogazdasági környezet mellett) a külső adósság emelkedése rövid és hosszú távon is pozitívan hathat a potenciális kibocsátásra. Egy küszöbértéket követően a növekvő adósság azonban már mérsékli a gazdasági növekedést – így a külső adósság és növekedés kapcsolatát leginkább egy Laffer-görbéhez lehet hasonlítani. Az IMF egy a témában meghatározó fontosságú tanulmánya – amely 93 fejlődő országot vizsgált az 1969 és 1998 közötti időszakban – arra az eredményre jutott, hogy a külső eladósodottság és a gazdasági növekedés kapcsolata nem lineáris. Az elvégzett panelbecslések alapján a gazdasági növekedés és a külső adósság kapcsolata kezdetben pozitív (Pattillo et al., 2002). A külső adósság gazdasági növekedésre gyakorolt hatása azonban negatívba fordul át, ha a nettó külső adósságállomány jelen értéke meghaladja az export 160–170 százalékát, illetve a GDP 35–40 százalékát. Az egységnyi adósságnövekedés marginális hatása azonban már sokkal alacsonyabb eladósodottság mellett negatívba fordul. A szerzők egy későbbi tanulmányukban rámutattak arra, hogy a magas külső adósságrátájú országokban az eladósodottság növekedése a tőkefelhalmozáson és a termelékenységen (total factor productivity – TFP) keresztül erősen negatívan hat a növekedésre (Pattillo et al., 2004). Más tanulmányokban (Fosu, 1996; 1999) arra a következtetésre jutottak a szerzők, hogy a magas adósságállomány elsősorban a termelékenység potenciális növekedésre gyakorolt hatásán, és kevésbé a beruházás volumenén keresztül hat negatívan a növekedésre. A különböző elméleteket az alábbi bekezdésben foglaljuk össze.

A gazdasági növekedés és külső eladósodottság kapcsolatára született elméletek szerint a túlzott eladósodottság elsősorban a beruházások visszaesésén és a tőke termelékenységének csökkenésén keresztül mérsékelheti a növekedést. A szakirodalomban több elméletet is találhatunk a túlzott külső eladósodás és a gazdasági növekedés közötti összefüggésre.

- Az egyik legismertebb elmélet szerint – amely a likviditási korlát („liquidity constraint hypothesis”), illetve a kiszorítási hatás („crowding out effect”) szempontjából vizsgálja a növekedés és külső eladósodottság kapcsolatát – a túlzott mértékben eladósodott országokban a felhalmozott külső adósság utáni adósságszolgálat negatívan hat a belső beruházások szintjére, így negatívan hat a potenciális növekedésre (Hoffman–Reisen, 1991).
- Emellett egy másik, szintén ismert elmélet az adósságfüggőségi megközelítésből („debt overhang hypothesis”) kiindulva azt mondja ki, hogy a túlzott mértékű adósság miatt a gazdasági szereplők jövőbeli adóemelését várnak, aminek hatására szintén csökken a belső beruházási ráta (Krugman, 1988; Corden, 1988; Froot 1989; Sachs, 1989). Ezen elméletek empirikus igazolásai azonban nem voltak egyértelműek (Fosu, 1999).
- Végül az adósság közvetlen hatása szempontjából vizsgált elmélet („direct effect of debt hypothesis”) kimondja, hogy a termelékenységre negatívan hat a külső adósság túlzott mértéke, ami szintén negatív hatással van a potenciális kibocsátásra (Fosu, 1999; Pattillo, 2002). A jövőben várt adóemelések miatt magasabb elvárt hozam ugyanis a rövidebb futamidejű befektetések felé terelhetik a befektetőket, ami hosszabb távon hatékonyságvesztéssel járhat.

A külső adósság és gazdasági növekedés közötti összefüggést az országspecifikus tényezők, mint a politikai berendezkedés, a fejlettség vagy az adósságszerkezet is erősen befolyásolják. A feltörekvő országokat vizsgálva Qayyum és Haider (2012) is arra a következtetésre jutott, hogy az országok intézményi minősége nagyban befolyásolja, hogy a külső források beáramlása (adósság vagy segély) milyen hatással van a gazdasági növekedésre. A külföldi tőkéhez való hozzáférés nem garancia a fejlődő és feltörekvő országok esetében a gazdasági sikerekhez, megfelelő politikai és gazdasági intézmények szükségesek ahhoz, hogy a külső forrásokat megtérülő beruházásokba fektessék, ezáltal pozitív hatással legyenek a növekedésre. Becslésükben az 1984 és 2008 között időszakban 60 (főként afrikai, ázsiai és dél-amerikai fejlődő) országot vizsgáltak, és arra az eredményre jutottak, hogy a külső adósság emelkedése szignifikánsan és negatívan hatott a gazdasági növekedésre. Ennek elsőszámú oka, hogy az

adósságszolgálat kizsorítási hatással bírt az országok jelentős részében, aminek következtében mérséklődtek a belföldi beruházások (lásd az előző felsorolás első pontját).

A közgazdászok között nincs konszenzus a magas külső eladósodottság és a gazdasági növekedés közötti összefüggés oksági irányára vonatkozóan. Míg a fenti tanulmányok többsége szerint a külső eladósodottság negatívan hat a gazdasági növekedésre, addig Rogoff és Bulow szerint épp ellenkezőleg, a gyenge gazdasági teljesítmény egyik tünete a külső eladósodottság. A közelmúltban (vagyis a válság után) megjelent empirikus tanulmányok inkább az államadósság növekedésre gyakorolt hatását vizsgálták. A külső adósság és az államadósság között elméleti és empirikus alapon is erős a kapcsolat (3. ábra), ugyanis a relatív fejletlen, magas államadóssággal rendelkező országok általában külső finanszírozást is kénytelenek bevonni. Ezért az államadósság és növekedés kapcsolatát kutató elemzések relevánsak a külső adósság szempontjából is.

Az államadósság és a növekedés kapcsolatát vizsgáló áttekintett tanulmányok szerint a magas adósság következménye az alacsonyabb növekedés, nem pedig fordítva. Az alább bemutatott tanulmányok az endogenitás és kihagyott változók problematikáját ökonometriai eszközökkel próbálták kezelni. Az államadósság és a növekedés kapcsolatát vizsgáló tanulmányban (Kumar–Woo, 2010) a szerzők arra jutottak, hogy a kezdeti államadósság 10 százalékpontos növekedése 0,2 százalékponttal csökkenti a hosszú távú éves gazdasági növekedést. Magasabb adósság esetén nagyobb csökkenést mutattak ki a szerzők. Egy szintén IMF által publikált tanulmány (Pescatori et al., 2014) az adósságpálya irányát emelte ki, mint fontos tényezőt: a magas, de csökkenő államadóssággal rendelkező országok hosszabb távon ugyanolyan gyorsan tudnak nőni, mint az alacsony adósságrátájú gazdaságok. A tanulmány szerint a magas adósság inkább a kibocsátás volatilitását növeli, ami azonban szintén jóléti veszteséggel járhat.

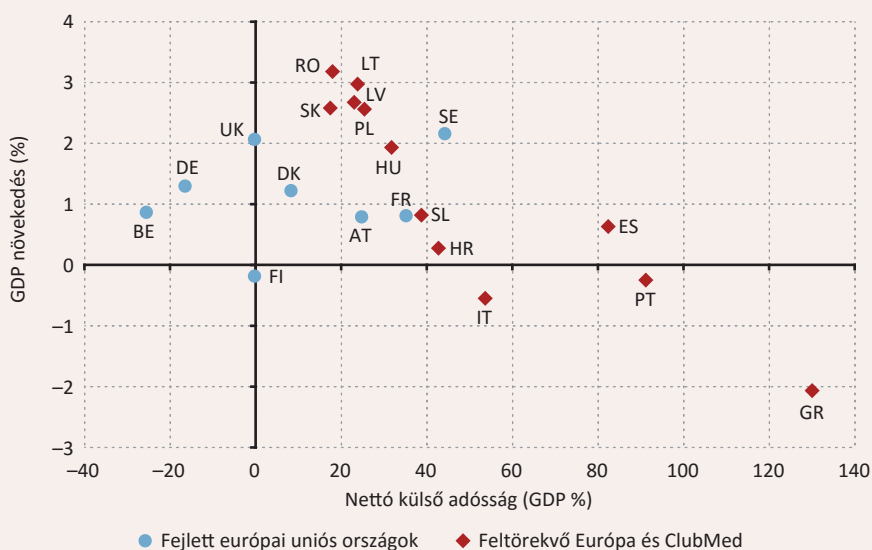
A válság után a magas külső adósságállomány nagyobb növekedési áldozattal járt az európai országokban (6. ábra). A fejlett nyugat-európai gazdaságokban a gazdasági növekedés és a külső eladósodottság

között nem látszik összefüggés. Bár a reálnövekedés üteme az elmúlt öt évben Svédországot leszámítva elmaradt a 2 százaléktól, az nem a külső egyensúlytalansággal volt összefüggésben. A kevésbé fejlett országokat vizsgálva megállapítható, hogy a legnagyobb növekedési áldozattal a leginkább eladósodott mediterrán országok szembesültek.

6. ábra

A GDP növekedés és a nettó külső adósság kapcsolata

(2012-2016 átlag)



Forrás: Eurostat.

4.1.2. Működőtőke és növekedés

A szakirodalom alapján a közvetlentőke beáramlás különböző csatornákon keresztül pozitívan érintheti a gazdasági növekedést, ugyanakkor számos tényező befolyásolhatja az FDI pozitív hatásainak mértékét (Kóczyán et al, 2016). Klasszikus növekedési modellek szerint a szegényebb, de nagyobb növekedési potenciállal rendelkező országokban alacsonyabb a megtakarítási ráta, így a magasabb megtérülés reményében tőkét vonzanak be a gazdagabb országokból. A külföld abban az esetben hajlandó finanszírozni egy másik országot, ha a tőkét fogadó ország termelésének növekedése lehetővé teszi a tartozások visz-

szafizetését (Koroknai, 2008). Az adósságtípusú forrásokhoz hasonlóan, a közvetlentőke befektetések (részesedésszerzés típusú források) a gazdasági fellendülésre gyakorolt hatását nagy mértékben befolyásolhatja a fogadó ország fejlettsége (humántőke erőforrás minősége, pénzügyi rendszer fejlettsége és intézményi minőség). A közvetlen hatások (beruházások bővülése, munkahelyteremtés, adóbevétel) mellett számos közvetett hatás is érvényesülhet FDI-beáramlásnál (leginkább ágazati szinten), amik közül elsősorban a technológiai fejlődést, a vállalatirányítási rendszerek javulását és a nemzetközi piacokon való terjeszkedést lehet kiemelni. Ezek a hatások különösen a feltörekvő országoknál a felzárkózás szakaszában érvényesülhetnek leginkább.

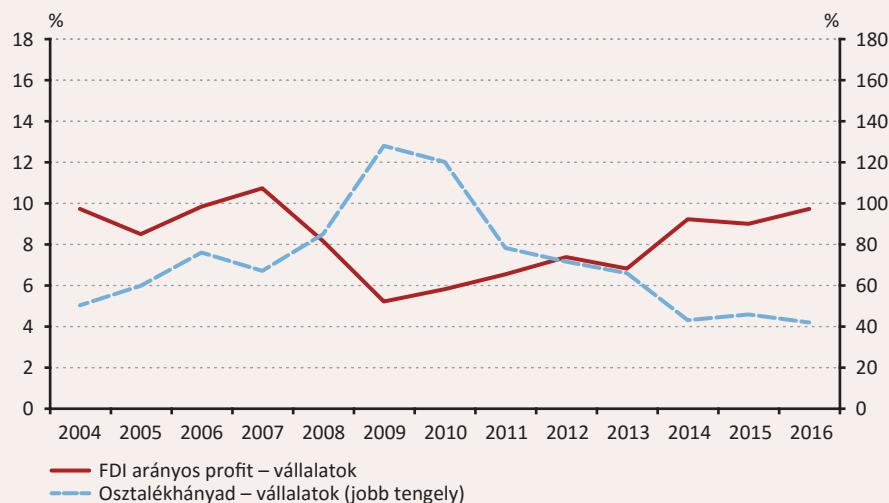
Az FDI típusú finanszírozásnak az adósság típusú forrásokkal szemben tulajdonított előnyei nem minden esetben érvényesülnek, aminek számos oka lehet. Példaként hozható fel, hogy bár a fejlettség alacsonyabb szintjén egyértelműbb kapcsolat mutatható ki az FDI és a növekedés között, a közepes és magas fejlettségű országokban számos tényező gyengítheti az összefüggést. Az alábbiakban részletezzük, hogy a közvetlentőke befektetéseknek tulajdonított előnyöket bemutató állításokat milyen szempontok árnyalhatják.

- **Az FDI az adósnál stabilabb finanszírozási formának tekinthető, így egy esetleges turbulens időszakban sem kell forráskiáramlásra számítani** (Levchenko–Mauro, 2006). A külső finanszírozási formák közül elsősorban az adósságjellegű, likvidebb források kiáramlása jelenthet kockázatot egy válságidőszakban, ugyanakkor az FDI források sem feltétlenül stabilak egy külső sokk esetén. Ennek hátterében elsősorban az áll, hogy a vállalatok forrásaik átrendezésével viszonylag egyszerűen tudnak tőkét menekíteni az adott országból (Fernandez-Arias–Hausmann, 2000).
- **A nemzetközi kockázatmegosztást jobban támogatja a közvetlentőke áramlása, mint az adósság típusú finanszírozás.** A vállalatok jövedelemtermelő képességét alapvetően a gazdasági környezet határozza meg. A külföldi tulajdonosok hazautalása nemcsak a vállalat profitjától függ, hanem a tulajdonos osztalékfizetési arányra vonatkozó döntésétől is. A külföldi tulajdonos akkor is kiviheti jövedelme nagyobb részét, ha

rosszabb gazdasági klíma hatására visszafogottabb a profit egy leányvállalatában (Komáromi, 2008). A válság utáni tapasztalatok azt mutatták, hogy az osztalékfizetés annak ellenére megnőtt Magyarországon, hogy a vállalati profitok csökkentek (7. ábra). Vagyis a külföldi vállalatok a kisebb profit nagyobb részét jellemzően hazautalták, ami nem segítette a gazdasági kilábalást.

7. ábra

A külföldi tulajdonú nem pénzügyi vállalatok profitja a közvetlentőkeérésesedések arányában Magyarországon és a kifizetett osztalék a profit arányában



Megjegyzés: A profithányad az év végi állományból számított érték.

Forrás: MNB.

- **A közvetlentőke befektetések – az adóssággal szemben – nem járnak árfolyam-, illetve lejárat kockázatokkal.** Egy kevésbé fejlett piacon a vállalatok adósságból való finanszírozása nehézkes (a vállalatnak árfolyam- vagy lejárat kockázatot kell vállalnia), ezért racionális lehet nem adósság típusú források bevonása. Viszont az empirikus tapasztalatok alapján az FDI magas aránya a külső finanszírozásban kevésbé a stabilitás, hanem sokkal inkább a beszűkült finanszírozási lehetőségek jele (Fernandez-Aria–Hausmann, 2000).

- **A közvetlentőkebeáramlás pozitív externális hatásai kedvezően érintik az országok gazdasági növekedését.** Szintén vitatott a közvetlentőke pozitív externális hatása is (spill-over effektusa), hiszen azt, hogy mennyiben érvényesül a külföldi vállalatok megjelenésével vagy további tőkebeáramlásával az új technológia, know-how és hatékonyabb menedzsment elterjedése a belföldi vállalatok körében, az nem a finanszírozási módtól, hanem csakis a vállalatok működésétől és minőségétől függ (Mileva, 2008; Herzer et al., 2008).
- **Olcsóbb finanszírozási formának tekinthető az FDI az adóssággal szemben.** Egyes feltörekvő gazdaságokban, így Magyarországon is az FDI valójában az adósságtípusú forrásokhoz képest a profiton keresztül drágább finanszírozási forrásnak bizonyult az elmúlt évtizedekben (Kóczyán et al, 2016).
- **Az FDI finanszírozás a befektetők magas bizalmát tükrözi.** Az adósságtípusú finanszírozáshoz képest, a közvetlentőke finanszírozás nagyobb irányítási jogot és információt biztosít a befektetőknek. Ebből a szempontból az információs hátrány csökkentése és a kiszámíthatósággal összefüggő kockázatok minimalizálása miatt feltehetően azokban az országokban nagyobb az FDI-típusú finanszírozás, ahol az intézményi minőség alacsonyabb. Az európai országok adataiból azt láthatjuk, hogy a fejlettebb országokban a külső finanszírozásokon belül a nem adósságtípusú finanszírozás részaránya kisebb, mint a feltörekvő országoknál (Kóczyán et al, 2016).

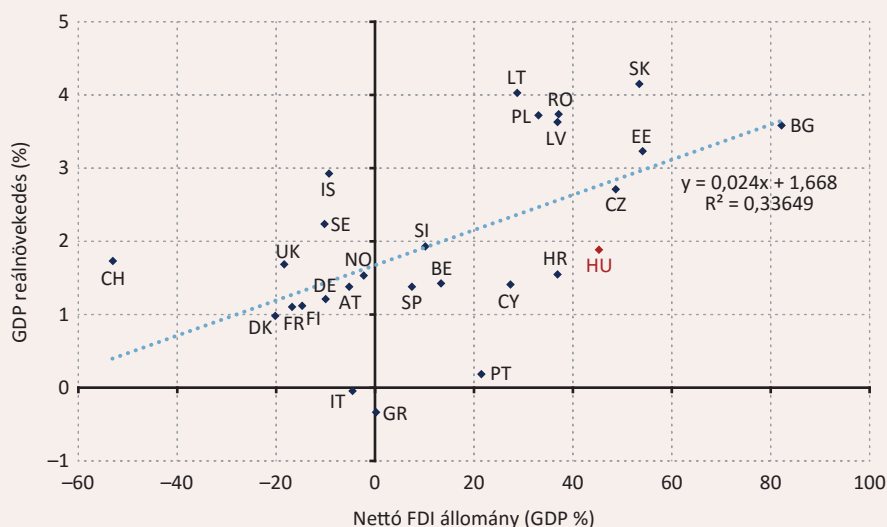
Az Uniós országokat megvizsgálva, a külföldi közvetlentőke állomány és a gazdasági növekedés között pozitív kapcsolat rajzolódik ki (8. ábra). Az Európai Unió tagállamait megvizsgálva jól látható, hogy az elmúlt 15 évben a magasabb nettó FDI-állománnyal rendelkező országokban átlagosan nagyobb gazdasági növekedés volt tapasztalható. Az összefüggés iránya azonban nem egyértelmű, hiszen a magasabb GDP növekedés magyarázható a külföldi tőke beáramlásával, de az is igaz, hogy a magasabb növekedést produkáló országok attraktívabbak a külföldi tőke számára. Az mindenesetre látszik, hogy az FDI és a növekedés hosszú távú átlaga között közepesen erős pozitív kapcsolat van. Meg kell azonban je-

gyezni, hogy bár hosszú távon van pozitív összefüggés az FDI és a beruházás között, rövid távon nem ilyen egyértelmű a kapcsolat. A finanszírozási forma ugyanis nincs összefüggésben a felhasználás céljával, vagyis (akár külső, akár belső) adósságeneráló forrás is finanszírozhatja a növekedést támogató beruházásokat (Komáromi, 2008).

8. ábra

A gazdasági növekedés és az FDI állomány kapcsolata

(2012-2016 átlag)



Forrás: Eurostat.

4.2. Külső adósság és sérülékenység

Mint azt a korábbi fejezetekben bemutattuk, a külső tartozásmutatók fontos információt hordoznak egy ország gazdaságának sérülékenységéről. Ezért a nemzetközi pénzügyi szervezetek (pl.: IMF, Európai Bizottság), a hitelminősítő intézmények (S&P, Fitch, Moody's) és a különböző befektetési bankok – más egyéb mutatók mellett – külső tartozásmutatókat is használnak a sérülékenység, illetve a szuverén hitelkockázat becsléséhez. A fejezetben áttekintjük, hogy a hitelminősítők és befektetési bankok milyen külső állományi tényezőket vizsgálnak egy ország kockázati

besorolásakor, illetve egy keretes írásban röviden bemutatjuk a devizatartalék-megfelelés értékelésekor leginkább használatos szempontokat.

A vezető hitelminősítők adósságbesorolása befolyásolhatja egy gazdaság tőkevonzó képességét, ami a hozamleszorító hatás következtében hozzájárulhat a fennálló adósságszolgálat teljesítésének könnyítéséhez. A Fitch, a Moody's és az S&P szuverén adósságbesorolásában amennyiben egy ország a befektetésre ajánlott kategóriába tartozik, akkor a globális kötvényindexekbe kerülés és a hosszabb távú befektetéseket eszközöző intézményi befektetők (pl. nyugdíjalapok) megjelenésével pótlólagos keresletet biztosíthat az adott szuverén kötvények iránt, ami hozzájárulhat a hozamok csökkenéséhez. A kamatok mérséklődése következtében az országok hiteltörlesztési képessége javul, így a gazdaságok sérülékenysége tovább mérséklődhet.

A hitelminősítő intézmények általában 4–5 különböző dimenzió keretében értékelik az országok hitelképességét, amiben fontos tényező a külső egyensúlyi pozíció. A három nagy hitelminősítő intézet által vizsgált indikátorokat az alábbi főbb csoportokba sorolhatjuk: makrogazdasági-, államháztartási-, strukturális tényezők, intézményi hatékonyság, illetve külső egyensúlyi mutatók. A különböző csoportok más-más súllyal számítanak a végső modellbesorolásban: míg a gazdaság strukturális tényezőit leíró mutatók általában nagyobb mértékben (pl. Fitch esetében 50 százalék), addig a külső egyensúlyi mutatók valamelyest kisebb súllyal (pl. Fitch-nél 17 százalék) számítanak. Az egyes csoportokon belül vizsgált kulcs- és módosító változók, illetve a módszertan nyilvánosan elérhető, amivel nagyban mérsékelni tudják a hitelezők és hitelfelvevők közötti információs aszimmetriát (Ligeti, 2016). A 3. táblázatban a három nagy hitelminősítő intézet főbb külső egyensúlyi mutatóit láthatjuk – eszerint hasonló arányban vizsgálnak állományi és nem állományi mutatókat (oktatási füzetünkben elsősorban az előbbi mutatókat és azok külső sérülékenységgel való összefüggéseit vizsgáljuk).

3. Táblázat

A hitelminősítők által vizsgált főbb indikátorok a külső sérülékenységi szempontjából

Hitelminősítő	Fitch	Moody's	S&P
Állomány-jellegű mutatók	Nettó nemzetközi befektetői pozíció	Nettó nemzetközi befektetési pozíció	Nettó nemzetközi befektetési pozíció
	Külső adósság (lejárat és devizabontás alapján)	Külföldiek állampapír-állománya	Nettó külső adósság
	Devizatartalék és állam nettó külföldi eszközei	Külső sérülékenység (rövid külső adósság és devizatartalék)	Devizatartalék és felhasználható tartalék mértéke
Nem állományjellegű mutatók	Külső kamatszolgálat	Folyó fizetési mérleg és FDI	Nemzetközi cserearány
	Helyi fizetőeszköz nemzetközi szerepe		Helyi fizetőeszköz forgalma
	Nyersanyagfüggőség		Folyó fizetési mérleg
	Folyó fizetési mérleg és FDI		Nettó FDI beáramlás
			Bruttó külső finanszírozási igény

Megjegyzés: A Moody's esetében a külső egyensúlyi indikátorok az „Event” sokkok keretében vannak vizsgálva, míg a többi hitelminősítőnél a „Külső egyensúly” dimenzióban.

Forrás: Ligeti (2016), Fitch, S&P, Moody's.

A vezető hitelminősítők külső egyensúlyi folyamatokat megragadó állományi indikátorai elsősorban a nettó nemzetközi befektetői pozícióra és azok elemeire koncentrálnak. A három nagy hitelminősítő intézet egyaránt vizsgál állományi mutatókat a külső egyensúlyi pozíció értékelésekor, ugyanakkor valamelyest eltérően. Míg a Fitch a szuverén értékelési modelljében (Sovereign Rating Modell) a külső egyensúlyi dimenzióban a második legnagyobb súllyal számít az állam GDP-arányos nettó külföldi eszközeinek mutatója, addig Moody's jobban koncentrálna a külső sérülékenységi indikátorában szereplő rövid külső adósság mértéke. Ezzel szemben a Standard & Poor's esetében az egyik fő mutatónak a nettó külső adósság korrigált mutatóját tekinthetjük. Az eltérések ellenére kijelenthető ugyanakkor, hogy a vizsgált hitelminősítő intézetek külső egyensúlyi sérülékenységének meghatározásában jelentős szerepe van az országok devizatartalék megfelelésének.

1. Keretes írás

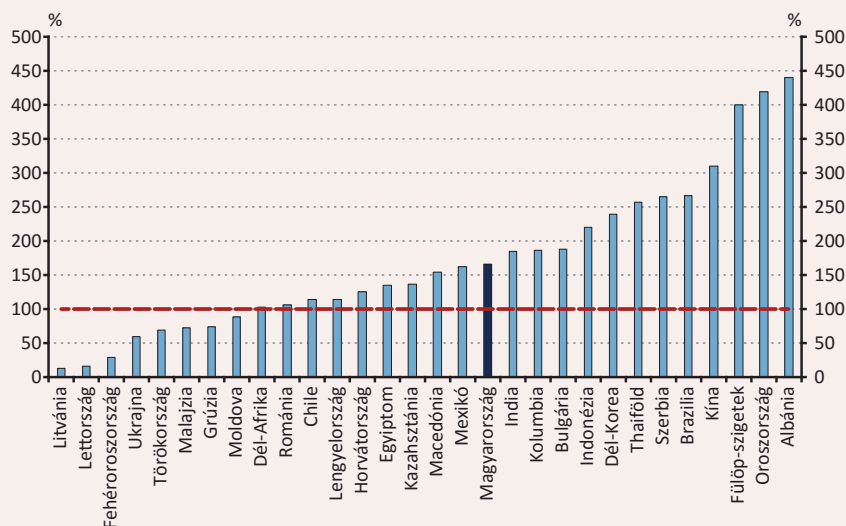
A devizatartalék-megfelelés mutatói

Az országok külső sérülékenységeinek vizsgálatakor kiemelt jelentőséggel bír a devizatartalék szintje, ezért különböző mutatók készültek a tartalékmegfelelés vizsgálatának céljából. A megfelelő mértékű devizatartalék számos célt szolgálhat egy nemzetgazdaságban, amik közül elsősorban a monetáris politika és pénzügyi stabilitás támogatását, az ország külső sérülékenységeinek csökkentését, az állam devizatranzakcióinak lebonyolítását és nem utolsósorban a külföldi befektetők bizalmának erősítését lehetne kiemelni. Az optimális tartalékszintről a szakirodalomban és a jegybankárok között sincs konszenzus, ugyanakkor számos mutató áll rendelkezésre a devizatartalék-megfelelés értékeléséhez. Ezen mutatók leginkább a rövid külső adósságból, a gazdaság importigényéből és a monetáris aggregátumból indulnak ki – hogy a gazdaságokat figyelő és értékelő befektetési intézmények számára épp melyik mutató használata indokolt, azt olyan országspecifikus tényezők befolyásolják, mint a tőkepiachoz való hozzáférés vagy a fennálló árfolyamrezsim. A leggyakrabban használt mutatók a rövid külső adósság (Guidotti-Greenspan mutató), a pénzmenyiség-alapú szabályok, bruttó külső adósság, a bruttó finanszírozási igény, illetve a fon-

9. ábra

A feltörekvő országok devizatartaléka a Guidotti-Greenspan mutató alapján

(2016)



Forrás: IMF.

tosabb mutatók információit egy mutatóban összesűrítő IMF szerinti kombinált mutató. Magyarország devizatartalékának értékelésekor a Guidotti-Greenspan szabályt, vagyis az ország rövid külső adósságát és devizatartalékát összehasonlító tartalékindikátort érdemes használni, amelynek alapján az MNB devizatartaléka 2016-ban jelentősen meghaladta a nemzetközileg elvárt 100 százalékos szintet (9. ábra). Emellett az EU-Bizottság által kiadott 2016-os országjelentés alapján előretekintve is az várható, hogy az ország devizatartaléka az elkövetkező években a rövid külső adósnál nagyobb mértékű lesz.

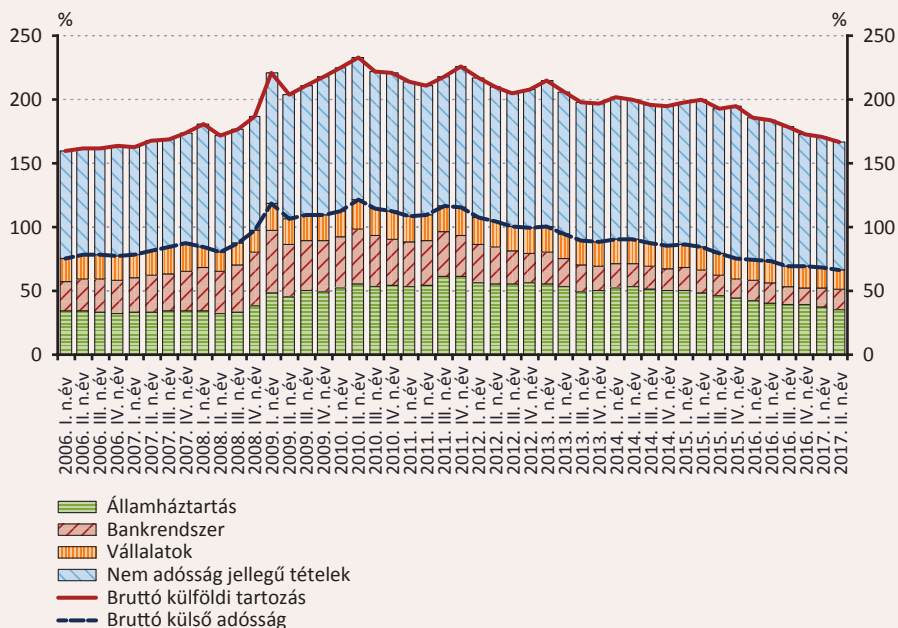
5. Tartozásmutatók Magyarországon

A tartozásmutatók elméleti összefüggéseinek feltárása után áttérünk a magyarországi folyamatok ismertetésére. Sorra vesszük az elméleti fejezetben ismertetett bruttó és nettó tartozásmutatókat, valamint áttekintjük ezek magyarországi alakulását befolyásoló tényezőket. Végezetül a hazai külső egyensúlyi folyamatokat nemzetközi kontextusba helyezzük a régiós és az európai országok mutatóival történő összehasonlítással. A mutatók elemzésében nagyban támaszkodunk a Magyar Nemzeti Bank Fizetési mérleg jelentésében kialakított metodikára (MNB, 2017).

5.1. Bruttó külső tartozás

Magyarország bruttó külföldi kötelezettsége 2017 közepén a GDP 170 százaléka körül alakult, amelynek nagyobb részét nem adósság jellegű források, kisebb részét az adósságjellegű források tették ki (10. ábra). A bruttó külső adósság dinamikusan emelkedett a válságot megelőző években, és különösen a bankrendszer külső adósság bővülése volt gyors ütemű, ami a magánszektor gyors eladósodásával függött össze. A bankrendszer külső adóssága így a válság előtt (a 2004–2008 közötti időszakban) a GDP 20 százaléka lett magasabb. A pénzügyi válság kitörését követően ugyanakkor megtorpant a magánszektor eladósodási folyamata, és a bankrendszer külső adósságában is lassú alkalmazkodás kezdődött. Ezzel párhuzamosan azonban az államháztartás külső adóssága a válság elején történt – a nemzetközi intézményektől felvett hitelek hatására bekövetkező – megugrás után magas szinten maradt. A teljes bruttó külső adósság korrigálódott és 2017 közepére a GDP 70 százaléka alá mérséklődött. A válság kezdeti szakaszában megugró külső adósságállományban a jelentősen gyengülő forint/euro árfolyam is szerepet játszott. Ezzel szemben a – döntően közvetlentőke befektetéseket tartalmazó – nem adósság jellegű tartozások viszonylag stabilan alakultak a válság kitörését követő években. Mielőtt részletesen bemutatjuk az adósságmutatók magyarországi alakulását, érdemes néhány módszertani kérdést tisztázni.

10. ábra
Magyarország GDP-arányos bruttó külföldi tartozása



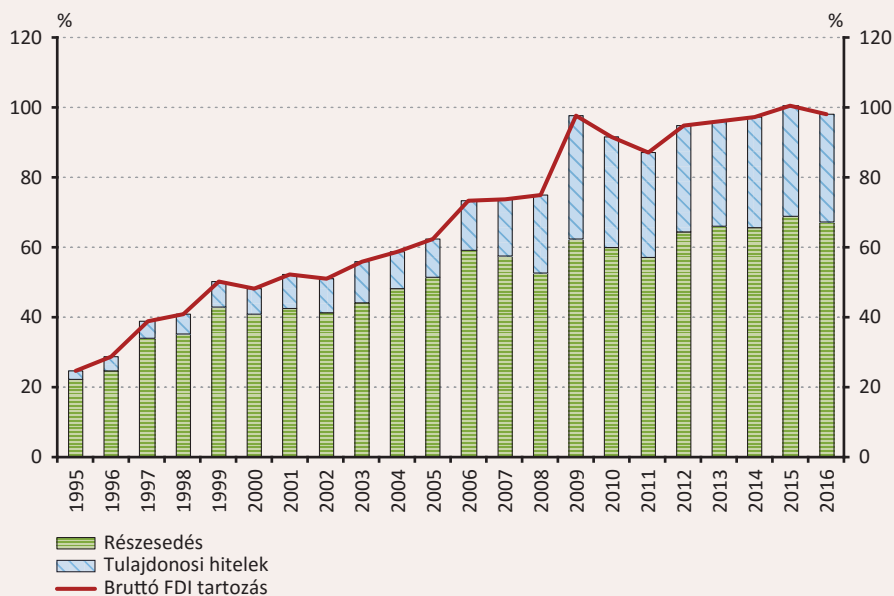
Forrás: MNB.

5.1.1. A tulajdonosi hitelek számbavétele

Elemzéseinkben a tulajdonosi hiteleket a nem adósság típusú tartozásokhoz soroljuk. A közvetlentőke befektetések nemcsak külföldi részesedéseket tartalmaznak, hanem a fizetési mérleg statisztika idesorolja a cégcsoporton belül nyújtott, úgynevezett tulajdonosi hiteleket is (11. ábra). A külső sebezhetőségről szóló elemzések eltérően kezelik a tulajdonosi hiteleket abban a tekintetben, hogy adósság vagy nem adósság jellegű tartozásként veszik figyelembe. Az MNB elemzéseiben a tulajdonosi hiteleket a nem adósság típusú forrásokhoz sorolja, ami mögött az a közgazdasági megfontolás áll, hogy a vállalatok finanszírozásában igen gyakori az átjárás a részesedések és a tulajdonosi hitelek között (részletesebben lásd a 2014. áprilisi Fizetési mérleg jelentést). Ezzel szemben más, például befektetői elemzések a tulajdonosi hiteleket – a statisztikai besorolásnak megfelelően – a külső adóssághoz sorolják. Hazánkban a külföldi tulajdonú

vállalatok által felvett tulajdonosi hitelek 2016-ban a GDP 30 százalékát tették ki.

11. ábra
A bruttó FDI kötelezettség komponensei a GDP arányában



Forrás: MNB.

5.1.2. A speciális célú vállalatok számbavétele

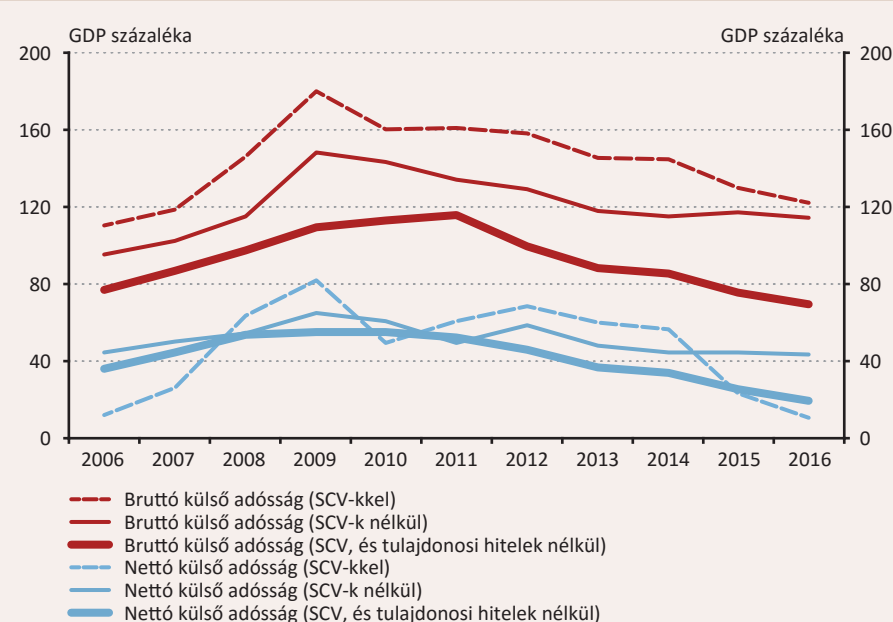
Közgazdaságilag a speciális célú vállalatok nélküli mutatók vizsgálata indokolt, de a megkülönböztetés nem minden országban érhető el, így a nemzetközi statisztikák jellemzően az ilyen típusú tartozásokat is tartalmazzák. A speciális célú vállalatok (SCV-k) olyan rezidens, külföldi tulajdonossal és külföldi leányvállalatokkal egyaránt rendelkező vállalatok, amelyek hazánkban nem végeznek reálgazdasági tevékenységet.⁷ Ezek

⁷ A speciális célú vállalatok statisztikai besorolása az alábbiakon alapul: nem végeznek reálgazdasági tevékenységet; külföldi tulajdonban vannak, pénzügyi kapcsolatuk kizárólag külfölddel szemben áll fenn; mérlegükben a reáleszközök súlya elhanyagolható a pénzügyi eszközökhöz képest; alacsony létszám (az SCV-k 90–95 százaléka maximum 2 főt foglalkoztat); elhanyagolható anyagköltség. Az SCV-k hazai tevékenységéről bővebben lásd! Koroknai Péter–Lénárt-Odorán Rita: A speciális célú vállalatok szerepe a hazai gazdaságban és a statisztikákban című MNB Szemle cikket.

a cégek jellemzően a vállalatcsoportjuk finanszírozására, jogdíjak kereskedelmére vagy eszközbeáradásra szakosodtak. A rajtuk keresztül folyó pénzek irányát és nagyságát anyavállalataik szabályozzák. Nettó pénzáramlásuk hosszabb periódust tekintve közel nulla, így tevékenységük nem befolyásolja jelentősen a nettó pénzügyi pozíciójukat, a bruttó követeléseik és tartozásaik nagyságát ugyanakkor nagymértékben megnövelik – így az SCV-kkel együtt vett statisztikák jóval nagyobb külföldi eszközt és tartozást jeleznek Magyarország esetében, mint az SCV-k nélküli adatok (12–13. ábra). Az SCV-k szinte teljes egészében közvetlentőke típusú, azon belül is részesedésjellegű tartozással rendelkeznek, de kisebb részben tulajdonosi hitelek is vannak, ami a külső adósságrátát is befolyásolhatja. A jegybanki elemzésekben ugyanakkor az SCV-k (és tulajdonosi hitelek) nélküli adatokat elemezzük. Ezt abból a szempontból tartjuk indokoltnak, hogy ezen vállalatok hazai gazdasággal való tényleges kapcsolata minimális, így külső tartozásuk felhalmozódása nem jelent sérülékenységi kockázatot.

12. ábra

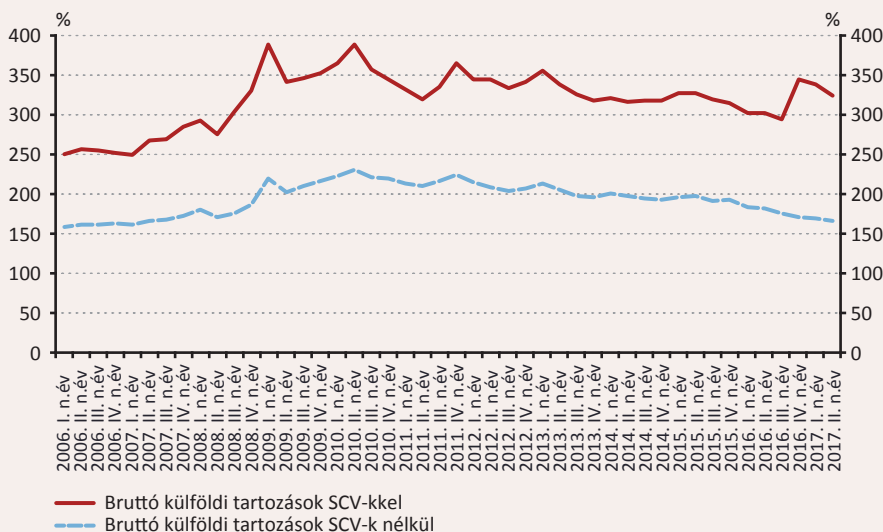
A különböző tartalmú külső adósságmutatók, GDP-arányos értékek



Forrás: MNB.

13. ábra

Magyarország bruttó külső tartozásmutatóinak alakulása, GDP-arányos értékek



Forrás: MNB.

2. Keretes írás

A közvetlentőke befektetések állományváltozását befolyásoló tényezők

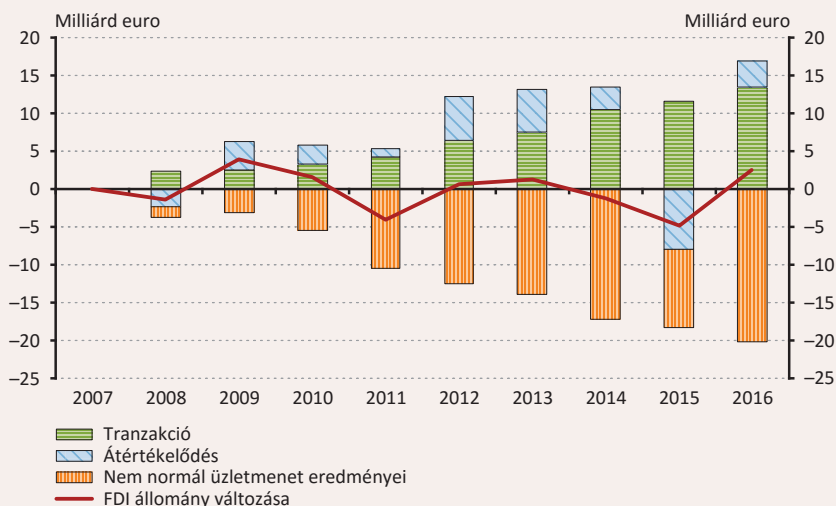
A közvetlentőkebefektetések állománya csak enyhén bővült a válság utáni években, mivel a beáramlás pozitív hatását a többi tényező összességében mérsékelte (14. ábra). A nettó közvetlentőke befektetések tranzakciói érdemben bővítették a Magyarországon lévő külföldi közvetlentőke állományt, ami elsősorban az újrabefektetések növekedésének volt köszönhető. A nettó beáramlás hatását azonban az ártértékelődések, a nem normál üzletmenethez kapcsolódó, illetve egyszeri, kiugró tételek jelentősen mérsékeltek. A fizetési mérleg tranzakcióiban csak a normál üzletmenethez kapcsolódó tételeket mutatjuk ki, a nem normál üzletmenethez köthető eredmények/veszteségek alapvetően ártértékelődésként kerülnek kimutatásra a fizetési mérleg állományi adataiban (elsősorban azért, mert a fizetési mérleg statisztika tranzakciókat rögzít, így az árfolyamváltozás miatti ártértékelődésből származó jövedelmet nem tartalmazza – részletesebben lásd a 2014. szeptemberi Fizetési mérleg jelentést). A közelmúltban a vállalatoknál ilyen egyszeri kiszűrt tétel volt például az árfolyam ártértékelődése miatti veszteségek, a hitelintézeteknél a kedvezményes árfolyamon végrehajtott végtörlesztés vagy a lakossági hitelekhez kapcsolódó elszá-

molások. A korrekció nélkül (a 2015-ös évet leszámítva) a vállalati profitok kisebbek, a folyó fizetési mérleg többlete magasabb, a nettó FDI-beáramlás alacsonyabb lett volna. Ezzel együtt az állományi adatokban a kiszűrt tételek is megjelennek, így összességében a válság óta az FDI-állomány alig változott – annak ellenére, hogy a fizetési mérlegben jelentős volt a nettó FDI-beáramlás.

14. ábra

A nettó FDI-állományt befolyásoló tényezők

(kumulált tranzakciók)



A 2007 végi záró és 2008 nyitó állomány közötti eltérést nem tartalmazza az idősor.

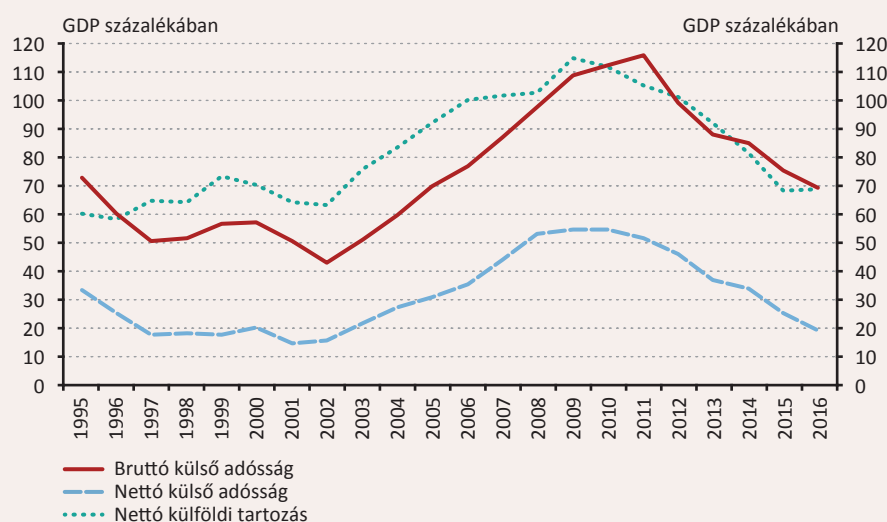
Forrás: MNB.

5.2. Nettó külső tartozás

A gazdaság külföldi kötelezettségei mellett indokolt figyelembe venni a külföldön elhelyezett eszközöket is, így jutunk el a nettó adósság- és tartozásmutatókhoz. A külső sérülékenység értékelésekor érdemes figyelembe venni azt, hogy a gazdasági szereplők lejáró forrásait meglévő eszközei (külföldön elhelyezett betétek, külföldi vállalatban szerzett részesedések, külföldi részvények, kötvények stb.) felhasználásával is törlesztheti. A külföldi eszközöket is figyelembe véve kapjuk a nettó külső kötelezettség- és adósságmutatókat.

A nettó külső tartozásunk a GDP 70 százaléka, a nettó külső adósság pedig 20 százaléka alá csökkent 2016 végére (15. ábra). A nettó külső tartozásban és adósságban is megfigyelhető az a korrekció, amely a bruttó mutatók alakulásában tetten érhető: a válságot követő alkalmazkodás hatására a nettó külső adósság és a nettó külső tartozás is jelentősen mérséklődött. Fontos hozzátenni, hogy az alkalmazkodás elsősorban az adósság típusú források nettó kiáramlása mellett következett be, míg a nem adósság jellegű források nagyjából szinten maradtak a válságot követően.

15. ábra
GDP-arányos külső tartozás- és adósságmutatók

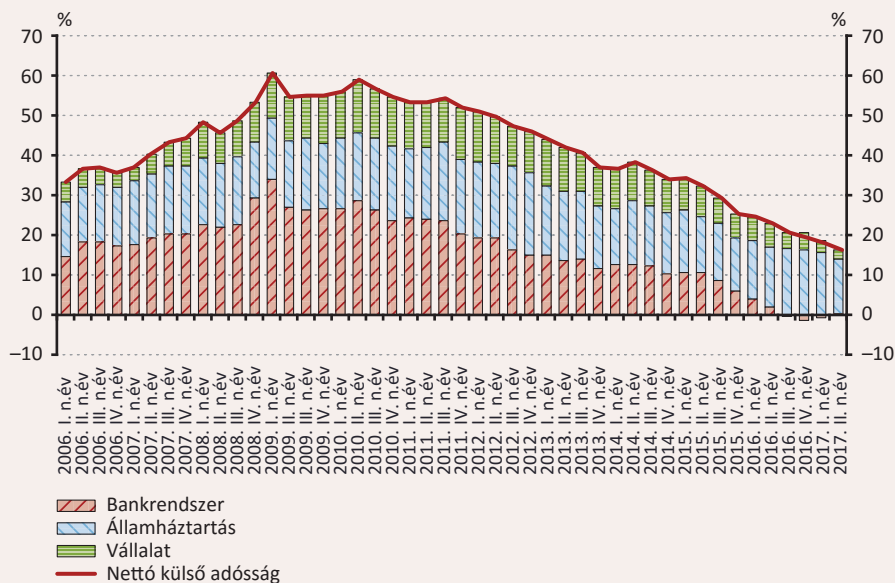


Forrás: MNB.

A nettó külső adósságot tekintve az államháztartás és a vállalatok külföldi tartozása meghaladja a külföldön elhelyezett adósság típusú eszközeit, míg a bankoké nagyjából megegyezett vele (16. ábra). Míg a bruttó külső adósságon közel fele-fele arányban osztozik az állami- és magánszektor, addig a nettó külső adósság több mint 80 százaléka az államháztartáshoz tartozik. A válság után mindhárom szektor nettó külső adóssága érdemben csökkent, a bankszektor esetében 2016 végén az eszközök már meghaladták a kötelezettségeket, így a hitelintézetek nettó külső adóssága negatívba fordult. Az államháztartás megtorpanó

nettó külső adósságcsökkenése a devizatartalék (például forintosítással összefüggésbe hozható) mérséklődésével volt összefüggésben.

16. ábra
A GDP-arányos nettó külső adósság



Forrás: MNB.

A külföldi eszközökön belül speciális szerepe van a jegybanki devizatartaléknak. A nettó külső adósság számításánál figyelembe vesszük a jegybank külföldi eszközeit is, amiben a jegybanki devizatartaléknak kitüntetett szerepe van, mert az állam számos devizatranszakciója a devizatartalékot is érinti. Az állam ugyanis a külföldről felvett hiteleit, valamint devizakötvényeit a jegybanknál váltja át forintra, ami befolyásolja a jegybanki tartalékokat is. A külső adósságmutatókban ez úgy jelentkezik, hogy egy állami hitelfelvétel vagy devizakötvény-kibocsátás ugyan növeli a bruttó külső adósságot (és az államadósságot is), az ország nettó külső adóssága azonban változatlan marad, hiszen az ország külföldi eszközei is hasonló mértékben emelkednek. Ellentétes irányú a változás a bruttó mutatókban, amikor például devizakötvény-törlesztésre kerül sor. Vannak olyan tranzakciók is, amelyek a bruttó külső adósságot döntően nem, csak

a devizatartalékot érintik. Ilyenek például a beáramló EU-transzferek, amelyek – ugyancsak a jegybanki forintra váltás következményeként – növelik a devizatartalékot, viszont hosszabb távon nem járnak a bruttó külső adósság növekedésével.⁸

A nettó külső adósságot a gazdaság külső finanszírozási képessége mellett a külső finanszírozás szerkezete is befolyásolja. Egy gazdaság külső adóssága egyrészt úgy is csökkenhet, ha a gazdaságnak külső finanszírozási képessége van, azaz a belföldi szektorok rendelkezésükre álló jövedelmüknél kevesebbet költenek. Ilyenkor nettó értelemben nincs szükség külső források bevonására, sőt, a belföldi szektorok csökkenteni tudják külföldi tartozásaikat. A gazdaság teljes nettó külső tartozása tehát külső finanszírozási képesség mellett mérséklődik. A nettó külső adósság csökkenését emellett az is befolyásolja, hogy a külső források visszafizetéséből mekkora rész kapcsolódik az FDI típusú forrásokhoz. Amennyiben az FDI stagnál, a gazdaság külső finanszírozási képessége teljes egészében a nettó külső adósságcsökkenésében csapódhat le. Magyarország válság óta történő alkalmazkodását az jellemezte, hogy az igen magas szintre kerülő külső finanszírozási képesség mellett a nettó közvetlentőke befektetés nagyjából szinten maradt, így a külső finanszírozási képesség az adósság kiáramlásával járt együtt. Szélsőséges esetben a nettó külső adósság csökkenése úgy is végbe mehet, ha a gazdaság finanszírozási igényét meghaladja a gazdaságba érkező közvetlentőke források értéke. Ilyen esetben a külső adósság mérséklődését a közvetlentőke befektetések emelkedése is finanszírozhatja.

⁸ Az EU-transzferek elszámolása ugyanakkor bizonyos esetekben, átmenetileg érintheti a bruttó külső adósságot. Ennek mértéke a bruttó külső adósságállományhoz viszonyítva nem jelentős, az egyes negyedévek között azonban okozhat elmozdulást a külső adósságmutatókban. Az EU-transzferek ugyanis nem feltétlenül abban a negyedévben kerülnek felhasználásra, amikor az EU ténylegesen átutalja azt. A beérkezett, de még fel nem használt transzfer külfölddel szembeni kötelezettségként, míg a már felhasznált, de be nem érkezett transzfer követelésként jelenik meg a fizetési mérlegben.

5.3. A külső adósság tényezői

Míg a GDP növekedés csökkentette, addig a válság előtti szinthez képest gyengébb forint árfolyam, valamint az állampapírok piaci értékének változása visszafogta az adósságmutatók korrekcióját (17. ábra).

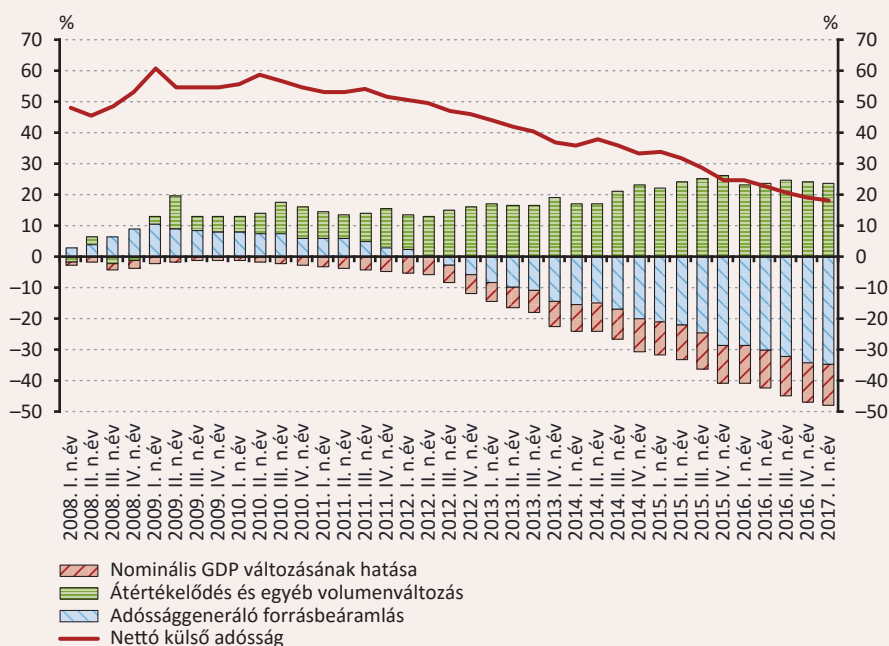
A nettó külső adósságráta változását az alábbi tényezőkre bonthatjuk:

- **Tranzakciós hatás** (lényegében a 3.3-as fejezetben említett endogén tényező): a válság után a külső finanszírozási képesség jelentős emelkedésével markáns adósságcsökkenés kezdődött, amely érdemben hozzájárult a nettó külső adósság mérséklődéséhez.
- **Devizaárfolyam-hatás:** a még mindig jelentős devizarész miatt a gazdasági szereplők finanszírozási folyamatai mellett a devizaárfolyam-változás is érdemi hatással lehet az adósságmutatókra. A felbontásból látszik, hogy pusztán az adósság típusú forráskiáramlás nagyobb korrekciót eredményezett volna a nettó külső adósságban, a forintárfolyam változása azonban visszafogta az adósságráta csökkenését. A 2008-ban jellemző árfolyamokhoz képest például 2009-ben legalább 10 százalékkal gyengébb árfolyamszintek alakultak ki a forint/euro és forint/svájci frank esetében egyaránt, ami 2009-ben a nettó adósságrátát a GDP 5 százalékaival növelte.
- **Hozamhatás:** a nettó külső adósságon belül nem elhanyagolható a súlya az állam által kibocsátott és külföldi kézben lévő állampapíroknak. Az állampapírok piaci értéken kerülnek nyilvántartásra a fizetési mérlegben, így a piaci hozamok változása átértékeli az állományokat. Az elmúlt időszakban bekövetkezett forint- és devizahozam csökkenés így növelte a papírok árfolyamát és piaci értékét, ami szintén visszafogta a bruttó és nettó külső adósságállomány korrekcióját – ugyanakkor ez a folyamat mégis kisebb sérülékenységet jelent.
- **GDP-hatás:** míg a válságot követő recesszió kismértékben növelte, a növekedés fokozatos beindulása már mérsékelte a GDP-arányos nettó külső adósságot.

17. ábra

A nettó külső adósságráta változásának összetevői

(kumulált, tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos érték, 2007 vége = 0)



Forrás: MNB.

5.4. A nettó külső tartozással járó devizakitettség

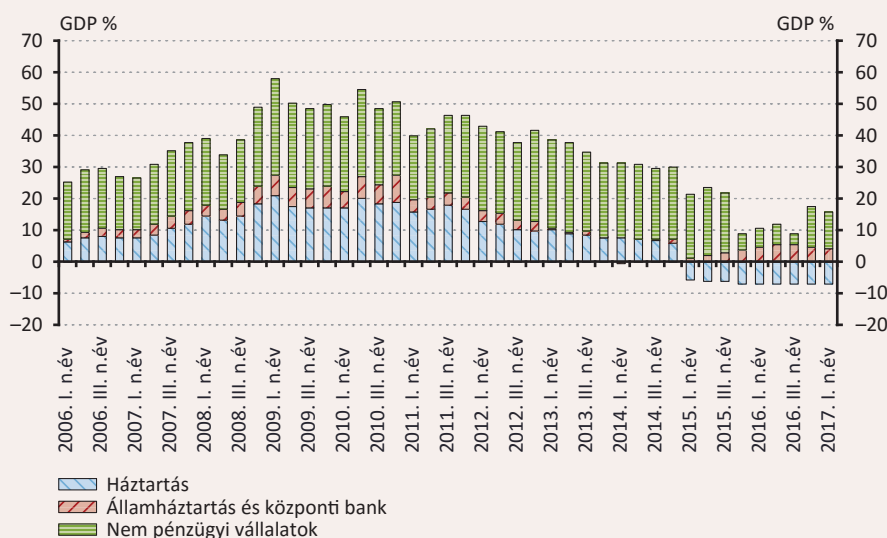
A külső eladósodás a gazdaság fedezetlen – vagyis nyitott – árfolyampozíciójának emelkedésével is együtt jár (18. ábra). A nettó külső adóssággal járó árfolyamkockázatot az a szereplő viseli, aki idegen devizában adósodott el. A belföldi szereplők számára ez a forinttól eltérő devizamekben, míg a külföldiek számára ez a forintban denominált eszközöket és tartozásokat jelenti. Belföldi szereplők esetében a devizatartozások és a devizaeszközök különbségeként definiáljuk a nyitott árfolyampozíciót, amely a devizatartozások emelkedésével vagy a devizaeszközök csökkenésével nyílik, fordított esetben pedig zárul (a külföldiek esetében ugyanez igaz a forinttartozásokra és eszközökre). A nettó külső adósság változása tehát maga után vonja valamelyik szereplő árfolyampozíciójának a nyílá-

sát. A nettó külső adósság nagyságát adotttnak véve ugyanakkor az egyik szektor nyitott pozíciójának változása csak egy másik szereplő pozíciójának ellentétes irányú elmozdulása mellett következhet be. Fontos hozzátenni, hogy a bankrendszer jellemzően nem rendelkezik érdemi nyitott pozícióval, a mérlegen belüli nyitott pozícióját ugyanis derivatív ügyletekkel fedezi. Ezzel szemben állnak a vállalatok és a külföldi derivatív ügyletei.

A nettó külső adósság válságot követő korrekciójával párhuzamosan a gazdaság teljes nyitott pozíciója is korrigálódott. A vállalatok és a lakosság devizatartozása, valamint nyitott pozíciója mérséklődött, amellyel párhuzamosan a bankrendszer külföldi adóssága is csökkent. A forintosítás a háztartási szektornál a devizapozíció megfordulását eredményezte, vagyis a szektor devizaeszközei ismét érdemben meghaladják a devizaforrásokat.

18. ábra

Az egyes szektorok mérleg szerinti* nyitott devizapozíciója a GDP arányában



*Nem tartalmazza a mérleg alatti derivatív pozíciókat

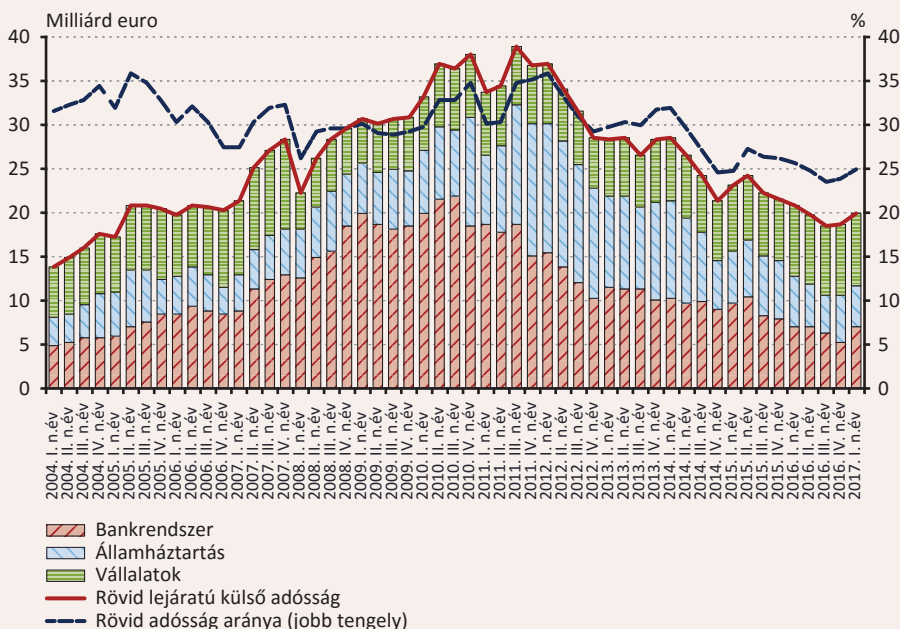
Forrás: MNB.

5.5. A külső adósság lejáratí szerkeze

A külső sérülékenyséé szempontjából a külső adósság lejáratí szerkeze ís kiemelt jelentősééű. A gazdaság külső adóssága megbontható aszerint, hogy éven túl (hosszú futamidő) vagy éven belül (rövid futamidő) esedékes az adósság-visszafizetése. A fizetési mérlegben az eredeti futamidő szerinti lejáratí szerkezet jelenik meg, azonban a sérülékenyséé szempontjából a hátralévő futamidő szerinti (vagyis a berövidülő adósságra ís vonatkozó) megbontásnak nagyobb jelentősége van. A válság a hosszú és rövid külső adósságot ís érintette, de a nemzetközi szervezetek hiteleinek köszönhetően a devizatartalék (és így a külföldi eszközállomány) ís emelkedett.

A válság kitörésekor rövidült a külső adósság lejáratí szerkeze – így a rövid külső adósság csak 2012-től csökkent (19. ábra). A tartalék-megfelelés értékelésének egyik legfontosabb mutatója – ahogy korábban rámutattunk – a gazdaság hátralévő futamidő szerinti rövid külső adóssága. Ez az eredeti futamidő szerint rövid lejáratú elemeken (diszkontkincstárjegy, éven belül lejáráó hitel vagy betét) túl tartalmazza az eredetileg hosszú lejáratú (kötvény, éven túli lejáratú betét vagy hitel), de időközben éven belüli lejáratúvá váló (berövidülő) adósságot ís. Ha például az állam 10 évre felvett devizakötvényének törlesztése egy éven belül esedékessé válik, az növeli a gazdaság rövid külső adósságát – vagyis a rövid külső adósság nagyságát az adósságszint mellett az adósság futamideje ís meghatározza, hiszen rövidebb futamidő mellett gyakrabban kell megújítani a lejáráó adósságot. A válság kezdeti szakaszában a külső adósság lejáratí szerkeze rövidült, amely mögött főként az állt, hogy a bankok hosszú forrásbevonási lehetőségei szűkültek és csak rövid lejáraton tudták megújítani lejáráó adósságukat. A mérlegalkalmazkodás hatása így csak 2010 végétől kezdett tükröződni a bankrendszer rövid külső adósságában. A teljes rövid külső adósság mégse tudott érdemben mérséklődni, ami a válság elején, a nemzetközi intézményektől felvett, alapvetően viszonylag rövid futamidejű, 3-5 éves hitelek éven belülivé válására vezethető vissza. A gazdaság rövid külső adóssága 2012-től csökkent, és 2017 elejére már csak 20 milliárd eurót tett ki.

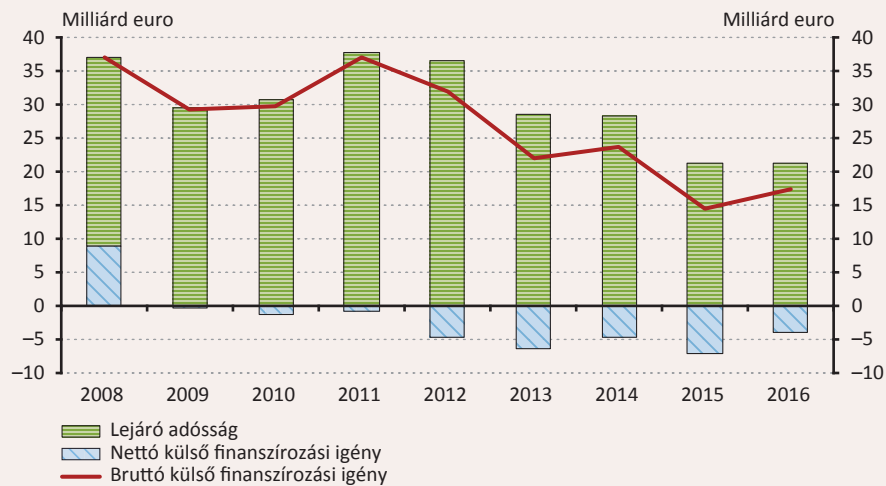
19. ábra
A hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság



Forrás: MNB.

A bruttó finanszírozási igény az adott évben lejáró külső adósság (vagyis az egy évvel korábbi rövid lejáratú adósság) és az ország finanszírozási képességének összege (20. ábra). A lejáró adósság megújítási igényét a pozitív finanszírozási képesség csökkenti, mivel kevesebb bruttó forrásbevonásra van szükség. A 2011-es csúcs után visszaesett a magyar gazdaság külföldi forrásokra való ráutaltsága, ami a csökkenő lejáró adósságállomány és a növekvő külső finanszírozási képesség együttes eredményeként alakult ki. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy a továbbra is fennálló bruttó finanszírozási igény azt is jelenti, hogy a folyó fizetési mérleg többlete ellenére – elsősorban a külföldiek felé fennálló magas törlesztéseknek köszönhetően – hazánk a korábbiaknál jóval kisebb mértékben, de továbbra is rá van utalva a külföldi források beáramlására.

20. ábra
A bruttó finanszírozási igény alakulása



Forrás: MNB.

6. Adósságmutatók nemzetközi kitekintésben

A nemzetközi kitekintés részben először bemutatjuk Magyarország külső tartozásaival kapcsolatos folyamatait más, elsősorban a régiós országokkal való összevetésben, majd végül az Európai Unió országok nemzetközi befektetési pozíciójának alakulását vizsgáljuk meg. A következő fejezetben összehasonlítjuk a magyar gazdaság külső adósságmutatóinak az alakulását hasonló fejlettségű országcsoportokkal. Emellett megpróbálunk rávilágítani, hogy a visegrádi országokban milyen tényezők befolyásolták leginkább a külső adósság alakulását, illetve feltárjuk, hogy milyen folyamatoknak köszönhetően alakult másképp a hasonló mértékben eladósodott dél-európai tagállamok külső adósságmutatója a válságot követően. Zárásként az Európai Unió országainak nettó külföldi eszközállományát és annak komponenseit vizsgáljuk meg a 2016-os évre.

6.1. Hazai folyamatok régiós kontextusban

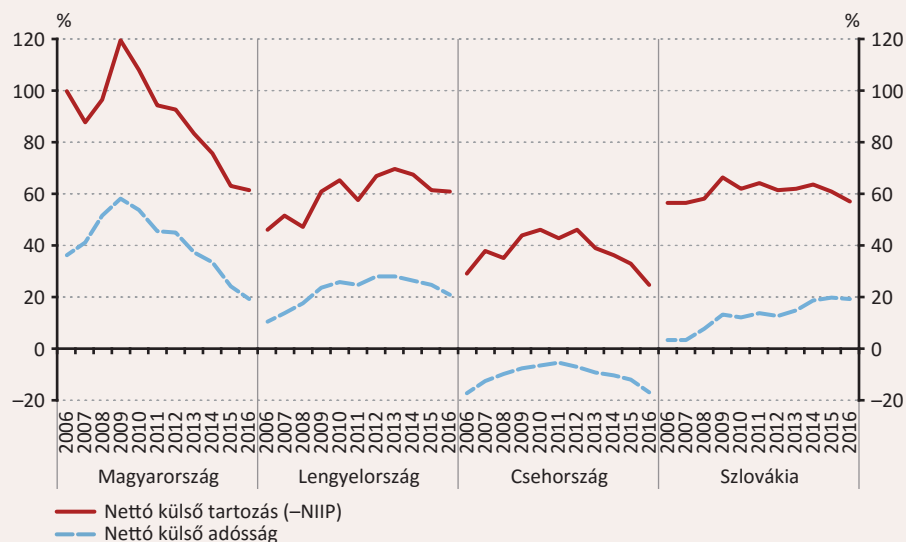
A magyar gazdaság külső egyensúlyi pozícióját leggyakrabban a régiós országokhoz szoktuk hasonlítani. A magyar külső egyensúly értékeléséhez azt érdemes megnézni, hogy a közel azonos fejlettségű és hasonló kihívásokkal küzdő országok milyen külső eladósodottsági mutatókkal rendelkeznek. Mint ahogyan az elméleti fejezetben is láthattuk, a fejlettség szintje vagy például a gazdaság exportra való ráutaltsága alapvetően meghatározza azt, hogy egy ország milyen külső sérülékenységi mutatókkal rendelkezik. Ebből következően leginkább a régiós országokkal való összevetés lehet hasznos. Bár gyakran hasonlítják a magyar gazdaságot a mediterrán országokhoz, a dél-európai államok alkalmazkodási folyamata csak később és kisebb mértékben valósult meg, így elemzésünkben az összehasonlító ábránál inkább a magyar gazdaságra jobban hasonlító visegrádi országokat mutatjuk be.

A magyar külső tartozásmutatók a válság után jelentősen csökkentek, napjainkra megközelítették a visegrádi országok szintjét (21. ábra). A magyar nettó külső tartozásráta és nettó külső adósság 2009-ben érte

el maximumát, jelentősen meghaladva a régiós országok szintjét. A következő években az alkalmazkodási folyamatnak, valamint az egyre nagyobb mértékben beáramló EU-transzfereknek köszönhetően magas finanszírozási képességgel összefüggésben jelentősen mérséklődtek a külső tartozásmutatók. A régiós országok közül még Csehországban csökkentek érdemben a nettó tartozásmutatók, ami azonban az alacsony szintből adódóan inkább az EU-transzfer beáramlással, és kevésbé az alkalmazkodási folyamattal lehetett összefüggésben. Ezzel párhuzamosan Szlovákiában és Lengyelországban a tartozásmutatók nem változtak számottevően az elmúlt években. A magyar nettó külső adósság kiugróan magas szintje 2016 végére 20 százalék alá csökkent, amivel elérte a szlovák és lengyel mutató szintjét. Csehország esetén részben a devizatartalékok magas szintje miatt a nettó külső adósság negatív értéket vesz fel, vagyis a külső adósságjellegű eszközök meghaladják a külső adósság típusú forrásokat. Összességében a visegrádi országokban 2016 végére a stabil finanszírozási képesség és a fenntartható szintű tartozásmutatóknak köszönhetően a külső sérülékenységgel összefüggő mutatók kedvezően alakultak.

21. ábra
A nettó külső adósság és tartozás alakulása

(GDP-arányos adatok)



Megjegyzés: A nettó külső adósság tulajdonosi hitel nélkül.

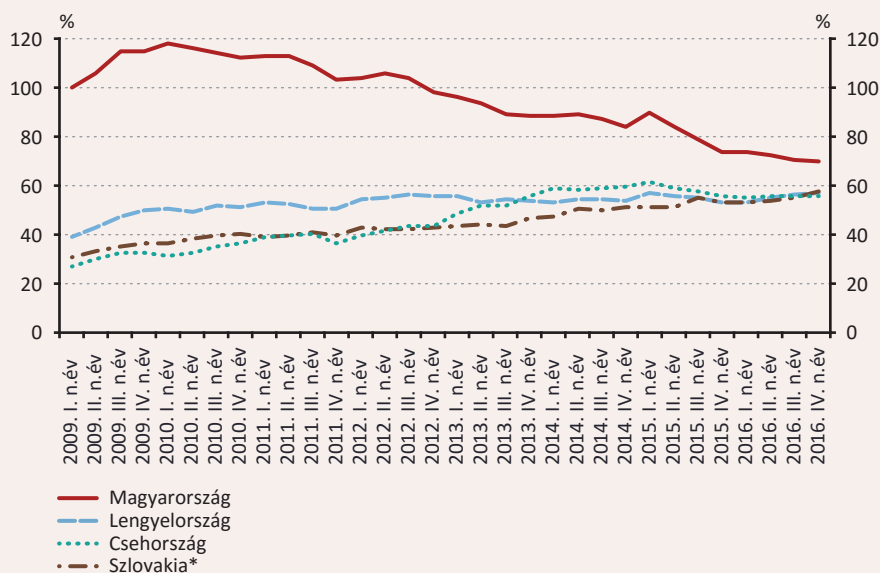
Forrás: nemzeti jegybankok, Eurostat.

Az elmúlt években a magyar gazdaság bruttó külső adóssága a GDP 120 százalékáról 2016 végére megfeleződött, és megközelítette a régiós országok szintjét (22. ábra). A válság évében a többi visegrádi ország bruttó külső adóssága jelentősen elmaradt a magyar értéktől, így nem volt szükség külső alkalmazkodásra – ezzel összefüggésben a visegrádi országokban a bruttó külső adósság kismértékben tovább emelkedett.

22. ábra

A bruttó külső adósság a régióban

(GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitelek nélkül)



* Szlovákiánál nem vettük figyelembe a Target rendszer miatti technikai jellegű adósságot

Forrás: Eurostat.

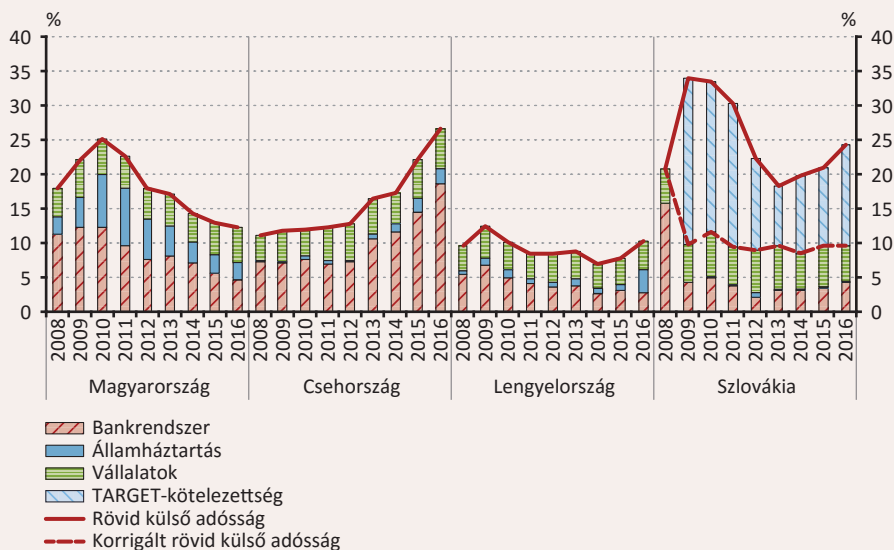
A hitelminősítő intézetek által egyik leginkább figyelt mutató a rövid külső adósság, aminek eredeti futamidő szerinti szintje már megfelel a régiós országokénak (23. ábra). Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság csak a kibocsátáskor egy éven belül lejáró értékpapírokat és hiteleket tartalmazza, míg a hátralévő futamidő szerinti mutató a berövi-

dülő adósságot is. Mivel publikus adat a régiós országokra csak az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósságra van, ezért nemzetközi összehasonlításban ezt mutatjuk be. 2010-et követően Magyarország eredeti futamidejű rövid külső adóssága a szlovák és lengyel szintre csökkent, így már érdemben elmarad a Csehországban tapasztalt értéktől. A magas cseh adat elsősorban a bankok külföldi forrásainak számottevő bővüléséhez köthető, amit a cseh jegybank által alkalmazott árfolyamküszöb magyarázhat. A szlovák adattal kapcsolatban meg kell jegyezni, hogy a korrigálatlan magas rövid külső adósságot az eurozóna tagsággal összefüggő technikai jellegű tételek okozták, amit az adatokból kiszűrve a magyar adatokhoz hasonló szinten alakult mutatót kapunk.

23. ábra

Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alakulása

(GDP-arányos adatok)



Megjegyzés: A rendelkezésre álló adatok miatt az ábra csak az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósságot mutatja, a berövidülő külső adósságot nem.

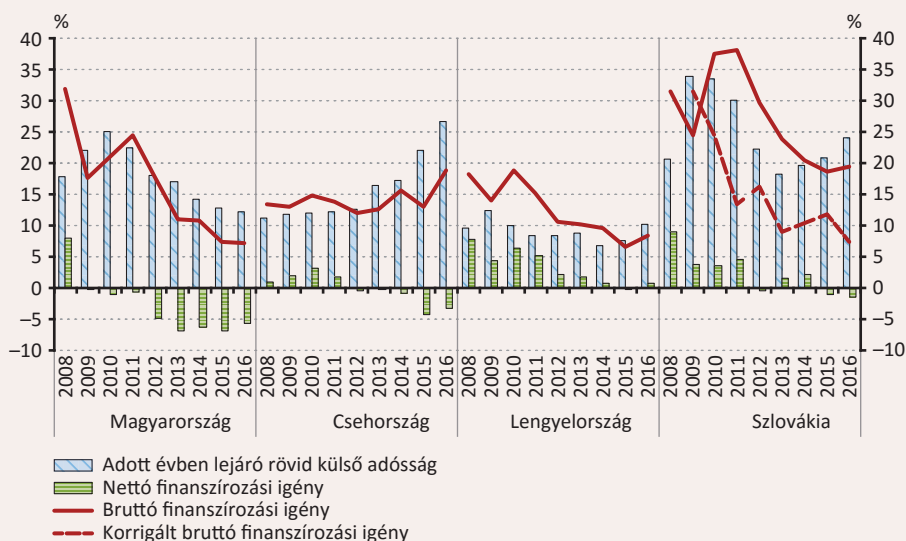
Forrás: World Bank.

A magyar gazdaság eredeti futamidőt figyelembe vevő bruttó finanszírozási igénye régiós viszonylatban kedvezőnek tekinthető (24. ábra). A visegrádi országok közül Magyarországon csökkent leginkább az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság, miközben a finanszírozási képesség érdemben emelkedett. Bár a lejáráó adósság még mindig viszonylag magas, a stabil finanszírozási képesség eredményeként a bruttó finanszírozási igény a szlovák és a lengyel szintre esett vissza. A cseh bruttó külső finanszírozási igény növekedése a lejáráó adósság már korábban bemutatott növekedésére vezethető vissza.

24. ábra

A bruttó finanszírozási igény

(eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság, GDP-arányos adatok)



Forrás: Eurostat, World Bank.

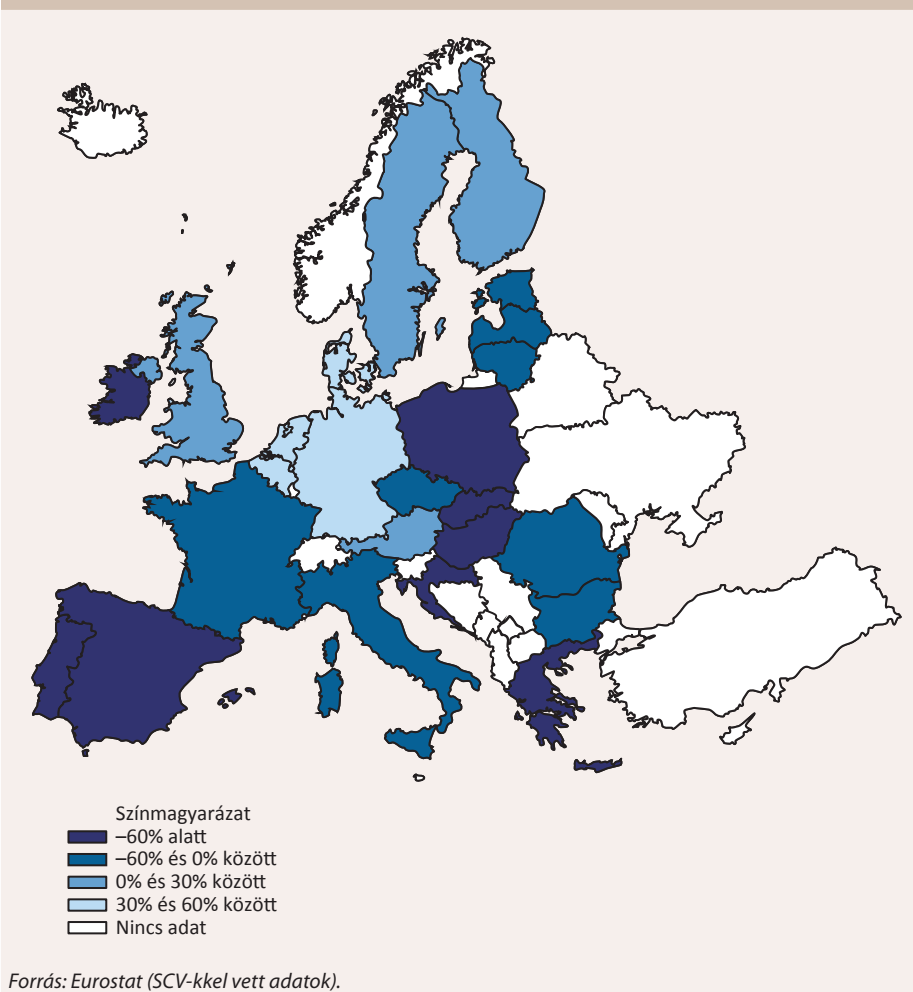
6.2. Nettó nemzetközi befektetői pozíció az Európai Unió országaiban

Az Európai Unió országokat megvizsgálva azt láthatjuk, hogy különböző országcsoportok azonosíthatóak a nettó nemzetközi befektetési pozíciójuk alapján (25. ábra). Az Európai Unión belül a legnagyobb külfölddel szembeni befektetési pozícióval a magországiak (Németország és Benelux államok) rendelkeznek, ugyanakkor az Egyesült Királyságnak, Ausztriának és a skandináv államoknak is pozitív az NIIP mutatójuk. Ezzel szemben a mediterrán országok (elsősorban Spanyolország, Portugália és Görögország), illetve a felzárkózó kelet-közép-európai és balti államok jelentősebb nettó külföldi kötelezettséggel rendelkeznek. A magas külső tartozásállomány ellenére a válság után eltérő folyamatokat tapasztalhattunk az egyes országcsoportokon belül: míg a mediterrán országoknál tovább emelkedett a külfölddel szembeni tartozásállomány, addig a megdráguló külső források miatti alkalmazkodás következtében a KKE és balti országokban érdemben mérséklődött. Különösen látványos volt ez a folyamat Magyarországon, ahol 2010-ben az egyik legmagasabb GDP-arányos nettó külföldi tartozásállományt mértek az Európai Unió országokon belül (116,9 százalék), ami azonban 2016-ra a GDP mintegy 60 százalékára mérséklődött. Ennek hátterében elsősorban az állt, hogy a válság előtti külső finanszírozási igény jelentős finanszírozási képességbe váltott, ami lehetővé tette a magas külső adósságállomány leépülését. Igaz, hogy a nettó nemzetközi befektetési pozíció fontos információt hordoz a gazdaságok sérülékenységéről, ugyanakkor – ahogy a 4.2 fejezetben is láthattuk – nagy mértékben számít, hogy milyen típusú külső forrásokra építenek az országok.

25. ábra

Az Európai Unió országok nettó nemzetközi befektetői pozíciója

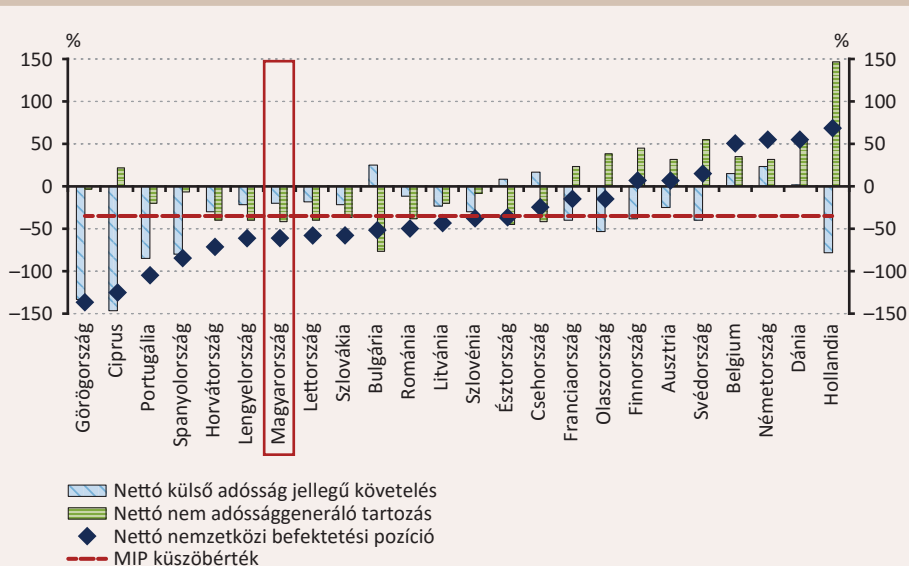
(GDP százalék, 2016)



A magas nettó külső tartozásállomány a mediterrán országokban túlnyomó részt a nettó külső adóssághoz, míg a közép-kelet-európai és balti államokban inkább a nem adósságjellegű források állományához kötődik (26. ábra). Az Európai Unió Makrogazdasági Egyensúlytalansági Eljárása (Macroeconomic Imbalance Procedure – MIP) az NIIP küszöbértékét a GDP –35 százalékában határozta meg, az ennél rosszabb külső pozícióval rendelkező országok esetében külső egyensúlytalansági vizsgálat indokolt. Az MIP által meghatározott küszöbértéket a fejlett Európai Unió országokon kívül (ahol rendszerint negatív a GDP-arányos FDI-állomány, tehát a kifizetések meghaladják a befektetéseket) szinte mindegyik ország meghaladja, azonban a külső tartozásállomány összetétele jelentősen eltér az országcsoportok alapján. A mediterrán országok esetében a magas külföldi kötelezettségek hátterében elsősorban a nettó külső adósság magas szintje áll (Görögország és Ciprus esetében a GDP-t meghaladó, miközben Spanyolország és Portugália esetében a GDP 80 százaléka közelében lévő állomány), ami a válság után tovább emelkedett. Ezzel szemben a KKE és balti államok többségében a magas külső tartozások leginkább a nem adósságjellegű (ezen belül is a működőtőke-állomány) forrásokhoz köthetőek, ami – a 4.1.-es fejezetben bemutatott elméletek alapján – kedvezőbb folyamatnak tekinthető. Ennek hátterében többek között ezen országok tőkevonzó képessége állhat. A fejlett, pozitív nettó nemzetközi befektetői pozícióval rendelkező országok esetében is találhatunk különbségeket. Svédország, Finnország, Hollandia és Ausztria esetében egy viszonylag magas nettó külső adósság és jelentős, pozitív külföldi nettó nem adósságjellegű tartozásállomány eredőjeként pozitív az NIIP, amit egyrészt magyarázhat, hogy ezek az országok a külföldi kifizetéseiket részben adósságjellegű források bevonásával finanszírozzák.

26. ábra
NIIP komponensei az Európai Unió országoknál

(GDP százalék, 2016)



Forrás: Eurostat.

6.3. Adósságciklus elmélet az empirikus tapasztalatok tükrében

Az Európai Unió országok és más, a világ gazdaságban nagyobb súlyt betöltő gazdaságok példája megmutatja, hogy az adósságciklikus elmélet (folyó fizetési mérleg és NIIP) szerinti besorolás nem feltétlen egyezik meg a fejlettség alapján várt pozícióval (27. ábra). A 3.1. fejezetben bemutatott Kindleberger-féle adósságciklikus elmélet szerint a feltörekvő országok esetében – ahol jellemzően külső forrásbevonás szükséges a gyorsabb fejlődés érdekében – negatív folyó fizetési mérleg és nettó külső eszközállomány lenne jellemző, miközben a fejlett gazdaságoknak pozitív nettó külföldi eszközállománnyal kellene rendelkezniük. Azonban a valóságban azt tapasztalhatjuk, hogy 2010 és 2016 közötti időszakot megvizsgálva, számos fejlett Európai Unió ország (Franciaország, Nagy-Britannia) és Európán kívüli fejlett gazdaság (USA, Ausztrália) a fiatal hitelfelvevő státuszba esik. Eközben a fejlettséget szimbolizáló fiatal hitele-

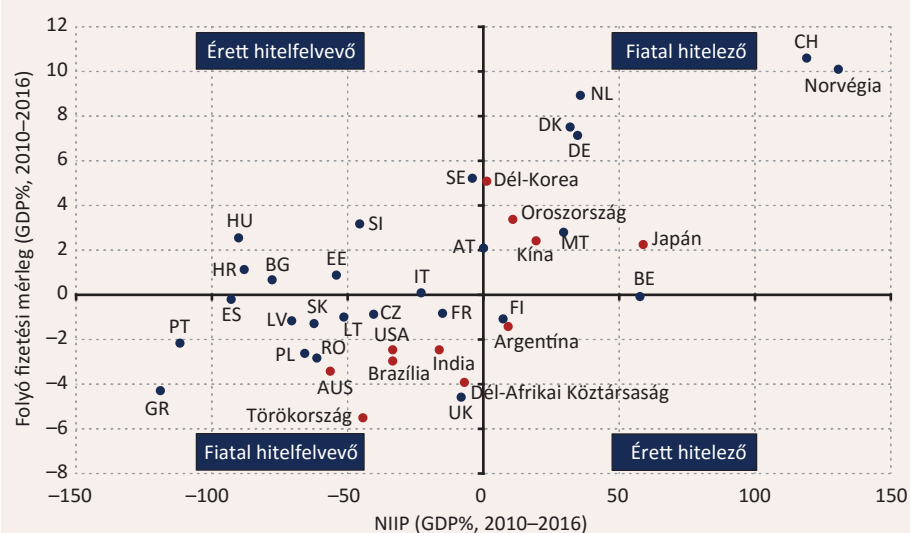
ző szakaszban találhatunk olyan feltörekvő gazdaságokat, mint Kína vagy Oroszország, amelyek az exportpiaci részesedésükből fakadóan szufficites folyó fizetési mérleggel és ezáltal pozitív nettó külföldi eszközállománnyal rendelkeznek.

Az érett hitelfelvevő szakaszban található országok – köztük Magyarország is – a válság utáni mérlegalkalmazkodás következtében kerültek át a fiatal hitelfelvevő stádiumból. Ha hosszabb időtávon vizsgáljuk (2000–2016 között) a nettó nemzetközi befektetési pozíció és folyó fizetési mérleg alakulását, akkor a vizsgált országok közül alig pár ország került az érett hitelfelvevő szakaszba, tehát az országok nagy részének vagy pozitív vagy negatív volt mind a két mutatója. Ugyanakkor a válság utáni időszakot megvizsgálva (2010–2016) számos feltörekvő gazdaság folyó fizetési mérlege – részben a külső finanszírozási források elapadása és a visszafogott belső kereslet mellett – a korábbi deficitből szufficitesé vált. Az adósságciklus elmélet alapján az érett hitelfelvevő szakaszban

27. ábra

Az Európai Unió és egyéb országok pozíciója a Kindleberger-féle adósságciklus alapján

(2010–2016 átlag)



Forrás: OECD, IMF, Eurostat.

lévő gazdaságoknak az idő előrehaladtával a fiatal hitelező szakaszban kellene folytatniuk, azonban ezen gazdaságok hosszú távú fenntartható külső egyensúlyi folyamatai nem feltétlenül ezt prognosztizálják. Mindez azt mutatja meg, hogy egy ország külfölddel szembeni pozícióját számos, a korábbi fejezetekben bemutatott tényező is befolyásolja, nem csupán a fejlettség.

Irodalomjegyzék

Albuquerque, R. (2003): The composition of international capital flows: risk sharing through foreign direct investment. *Journal of International Economics*, 61(2), 353–383.

Antal, J. (2006): Külső adósságdinamika. MNB-tanulmányok. 51. sz. Magyar Nemzeti Bank. Budapest.

Antal, J.–Gereben, Á. (2011): Feltörekvő országok devizatartalék-stratégiái – a válságon innen és túl, MNB Szemle 2011. április

Bazdarich, M. J. (1978): Optimal growth and stages in the balance of payments *Journal of International Economics*, 1978, vol. 8, issue 3, 425–443.

Buiter, W. H. (1981): Time Preference and International Lending and Borrowing in an Overlapping-Generations, *Model Journal of Political Economy*, Vol. 89, No. 4 (Aug., 1981), pp. 769–797.

Calafell, J. G. –, Del Bosque, R. P. (2002): The ratio of International reserves to short-term external debt as an indicator of external vulnerability: some lessons from the experience of Mexico and other emerging economies. *G24 Research Papers*

Calvo, G. A. (1998): Growth, Debt and Economic Transformation: The Capital Flight Problem, in: Coricelli, F.-di Matteo, M.-Hahn, F. (eds.) *New Theories in Growth and Development*, St. Martin's Press, New York

Pattillo C.–Poirson H.–Ricci L. (2002): External debt and Growth, *IMF Working Paper* 02/69, International Monetary Fund.

Cline, W. (2005): The United States as a Debtor Nation, *Institute for International Economics*.

Corden, W.M. (1988): Debt Relief and Adjustment Incentives: *IMF Staff Papers*, vol. 35, 1988, p. 628–643.

Csávás, Cs.–Csom-Bíró, G. (2017): Feltörekvő és fejlődő országok tartalékmegfelelésének értékeléséhez használt mutatók – nemzetközi trendek az elméletek tükrében, *Hitelintézeti Szemle*, 16. évf. 1. szám, 2017. március, 5–45. o.

Fernandez-Arias, E.–Hausmann, R. (2000): Is FDI a Safer Form of Investment. *IADB Research Department Working Paper*, No. 416.

Fischer, S.–Frenkel, J. A. (1974): Economic Growth and Stages of the Balance of Payments, in: G. Horwich – P. Samuelson eds., Trade, Stability and Macroeconomics (New York: Academic Press, 1974), 503–521.

Fosu, A. K. (1996): The Impact of External Debt on Economic Growth in Sub-Saharan Africa. *Journal of Economic Development*, 12 (1).

Fosu, A. K. (1999): The External Debt Burden and Economic Growth in the 1980s: Evidence from Sub-Saharan Africa. *Canadian Journal of Development Studies*, XX (2).

Froot, K. (1989): Buybacks, Exit Bonds, and the Optimality of Debt and Liquidity Relief, *International Economic Review*, vol. 30, February 1989, p. 49–70.

Herzer, D.–Klasen, S.–Nowak-Lehmann, D. (2008): In search of FDI-led growth in developing countries: The wayforward. *Economic Modelling*, Volume 25, Issue 5, September 2008, Pages 793–810.

Hoffman, B.–H. Reisen (1991): Some Evidence on Debt-Related Determinants on Investment and Consumption in Heavily Indebted Countries, *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 127, no. 2, 1991, p. 280–297.

IMF (2009): Balance of Payments and International Investment Position Manual Sixth Edition (BPM6). International Monetary Fund. Washington D.C. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>

IMF (2012): The liberalization and management of capital flows: an institutional view, International Monetary Fund. Washington D.C. http://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/np/pp/eng/2012/_111412.ashx

IMF (2017): Hungary, 2017 Article IV Consultation- Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Hungary (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/05/12/Hungary-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-44908>)

Bulow, J. – Rogoff K. (1989): Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget? *American Economic Review*, 1989, vol. 79, issue 1, 43–50.

Kindleberger, C.P. (1968): *International Economics* 4th edn, Homewood, IL. R.D. Irwin

Kóczyán, B.–Koroknai, P.–Lénárt-Odorán, R.–Sisak, B. (2016): Finanszírozási modellek makroszempontból, in: Palotai, D.–Virág, B.: *Versenyképesség és növekedés* pp 139. Budapest 2016

Komáromi, A. (2008): A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól?, MNB Szemle 2008. április

Koroknai, P. (2008): Magyarország külföldi tartozása nemzetközi összehasonlításban, MNB Szemle 2008 december

Krugman, P., (1988): Financing vs. Forgiving a Debt Overhang: Some Analytical Notes, Journal of Development Economics, vol. 29, November 1988, p. 253–268.

Kumar, M.S., Woo, J., (2010): Public Debt and Growth. IMF Working Papers 10/174 International Monetary Fund.

Lane, P. R.–Milesi-Ferretti, G. M., (2002): Long-Term Capital Movements, NBER Chapters, in: NBER Macroeconomics Annual 2001, Volume 16, pages 73–136 National Bureau of Economic Research, Inc.

Levchenko, A. A.–Mauro, P. (2006): Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops? IMF Working Papers, No. 06/202.

Ligeti, I.- Szőrfi, Zs. (2016): A szuverén hitelminősítés módszertani kérdései – Rekonstruálhatók-e a szuverén hitelminősítői lépések? Hitelintézeti Szemle, 15. évf. 1. szám, 2016. március, 7–32. o.

Mileva, E. (2008): The Impact of Capital Flows on Domestic Investment in Transition Economies. ECB Working Paper, No. 871.

MNB (2012): Magyarország fizetésimérleg- és külfölddel szembeni befektetéspozíció-statisztikái (nemzetközi módszertan és hazai gyakorlat) 2012. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/magyarorszag-fizetesimerleg-statisztikai-2012.pdf>

MNB (2014): Magyarország fizetésimérleg- és külfölddel szembeni befektetéspozíció-statisztikái (a megújult nemzetközi módszertan és hazai gyakorlat) 2014. Magyar Nemzeti Bank. <http://www.mnb.hu/letoltes/magyarorszagfizetesimerlegeskulfolddel-szembenibefektetespoziciostatisztikai2014.pdf>

MNB (2017): Fizetési mérleg jelentés. Magyar Nemzeti Bank. 2017. április

Modigliani, F.–Miller, M. H. (1958): The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 48(3), pp. 261–297.

Neumann, R. M. (2003): International Capital Flows under Asymmetric Information and Costly Monitoring: Implications of Debt and Equity Financing. The Canadian Journal of Economics, 36(3), pp. 674–700.

Obstfeld, M.–Shambaugh, J. C.–Taylor, Alan M. (2010): Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. *American Economic Journal: Macroeconomics* 2, April: 57–94.

Pattillo, C. –Poirson, H.–Ricci, L. (2002): External Debt and Growth, IMF Working Paper 02/69 (Washington: International Monetary Fund), pp. 1–47.

Pattillo, C.–Poirson, H.–Ricci, L. (2004): What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth? IMF Working Paper, WP/04/15.

Pescatori, A.–Sandri, D.–Simon, J. (2014): Debt and Growth: Is There a Magic Threshold? (February 2014). IMF Working Paper No. 14/34.

Qayyum U–Haider A., (2012): Foreign Aid, External Debt and Economic Growth Nexus in Low-Income Countries: The Role of Institutional Quality *The Pakistan Development Review* /Vol. 51, No. 4, Winter 2012

Sachs, J. (1989): The Debt Overhang of Developing Countries, in: Calvo, G., R. Findlay, Kouri, J. Macedo, eds., *Debt, Stabilization and Development: Essays in Memory of Carlos Diaz Alejandro*, Oxford, Basic Blackwell, 1989, p. 80–102.

Were, M. (2001): The Impact of External Debt on Economic Growth in Kenya: An Empirical Assessment. *World Institute for Development Economics Research*. Discussion Paper No. 2001/116

Melléklet

Ábránál használt országkódok

Ausztria	AT
Belgium	BE
Bulgária	BG
Csehország	CZ
Dánia	DK
Egyesült Királyság	UK
Észtország	EE
Finnország	FI
Franciaország	FR
Görögország	EL / GR
Hollandia	NL
Horvátország	HR
Írország	IE
Lengyelország	PL
Lettország	LV
Litvánia	LT
Luxemburg	LU
Magyarország	HU
Málta	MT
Németország	DE
Olaszország	IT
Portugália	PT
Románia	RO
Spanyolország	ES
Svédország	SE
Szlovákia	SK
Szlovénia	SI

OKTATÁSI FÜZETEK
KÜLSŐ TARTOZÁSMUTATÓK

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

