

Magyarország külső adóssága

Magyarország számára a külföldi eladósodás nem új keletű probléma, már a kiegyezést követő iparosodás beindulása is a külföldi tőke erőteljes szerepvállalása mellett történt. A kiegyezéstől az első világháborúig terjedő időszak gazdaságfejlesztésében döntő – bár a magyar ipar fellendülésével egyre csökkenő – szerepet játszott a külföldi (főleg osztrák és német) tőke.

Az I. világháború után önállóvá váló ország még a Monarchia idejéből tetemes adósságokat örökölt. A háborút követő jelentős területvesztés, a mintegy öt évig tartó inflációs időszak, valamint a Magyarországra kirótt jóvátételi kötelezettség súlyos helyzetet teremtett. Az ebből való kilábalás csak jelentős külföldi hitelek felvételével volt lehetséges. A Monarchia idejéből örökölt adósságterhek, az újonnan felvett hitelek jelentős hányadának improduktív felhasználása és az 1929-1932-es világválság hatása miatt azonban a fizetési mérleg fokozatosan és jelentős mértékben romlott. Az állami költségvetés helyzete is egyre súlyosabbá vált. A bruttó adósság 1931-ben elérte az ország éves nemzeti jövedelmét.

Az 1930-as évek elején a fizetési mérleg helyzete, az esedékes törlesztési kötelezettségek teljesítése már napi gondokat jelentett az országnak és 1931-ben Magyarország kénytelen volt bevezetni a kötött devizagazdálkodást, ami azután kereken hetven esztendőig, 2001-ig, fennmaradt. Az ország 1931 után adósságszolgálatát már annak ellenére nem volt képes teljesíteni, hogy kereskedelmi mérlege szinte az egész harmincas évtizedben jelentős aktívumot mutatott (1. ábra). Ebben szerepet játszott a megnövekedett adósságteher (kamat és törlesztés) továbbá a kedvezőtlenre forduló világ gazdasági és világpolitikai helyzet.

A II. világháborút követően a nyugati gazdasági kapcsolatokat befagyasztották. A 60-as évek végéig hosszabb lejáratú finansziális hitelek felvételére a nyugati országoktól nem vagy csak elenyésző mértékben került sor. Ugyanakkor az első ötéves terv során rendeztük jóvátételi kötelezettségeinket (amelyet az 1945. évi békeszerződés 300 millió dollárban állapított meg) és nagyrészt kifizettük a Svájjal, Franciaországgal, Svédországgal, Hollandiával szemben fennálló, az államosításokkal, valamint a régi hosszú és rövidlejáratú hitelekkel kapcsolatos tartozásainkat. A nyugati devizákban fennálló külföldi adósságunk 1956 elején mintegy 200 millió dollár volt és nagyjából megegyezett egy év teljes konvertibilis exportjával.

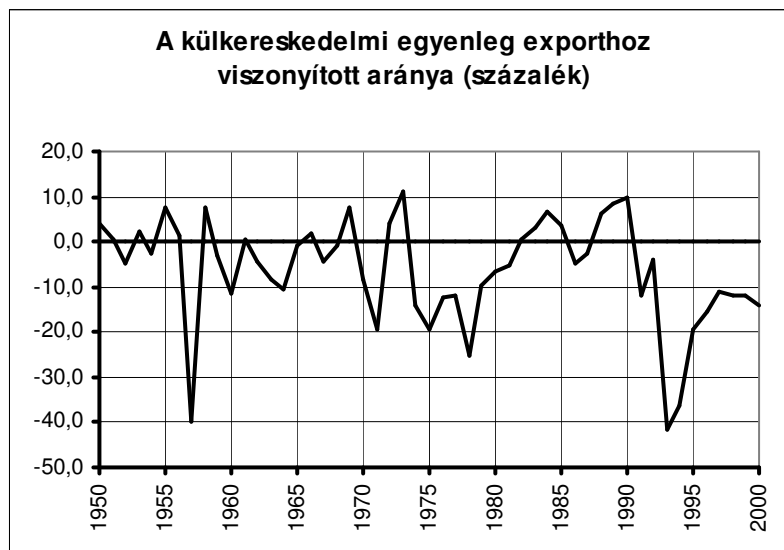
1. ábra



Az adósságszolgálat évi 20 millió dollárral terhelte a gazdaságot és emiatt rászorultunk a Szovjetunió és a többi szocialista ország segítségére. Mintegy 15 millió dollárnyi keményvaluta aranytartalékot kaptunk, elsősorban Kína volt az az ország, amely jelentős keményvaluta betéteket tartott a Magyar Nemzeti Bankban.

A forradalom utáni konszolidációhoz ismét külső támogatásra volt szükség. Megint csak Kína volt az, aki a magyar gazdaság segítségére sietett. 200 millió dolláros támogatása megerősítette az ország fizetési helyzetét.

2. ábra



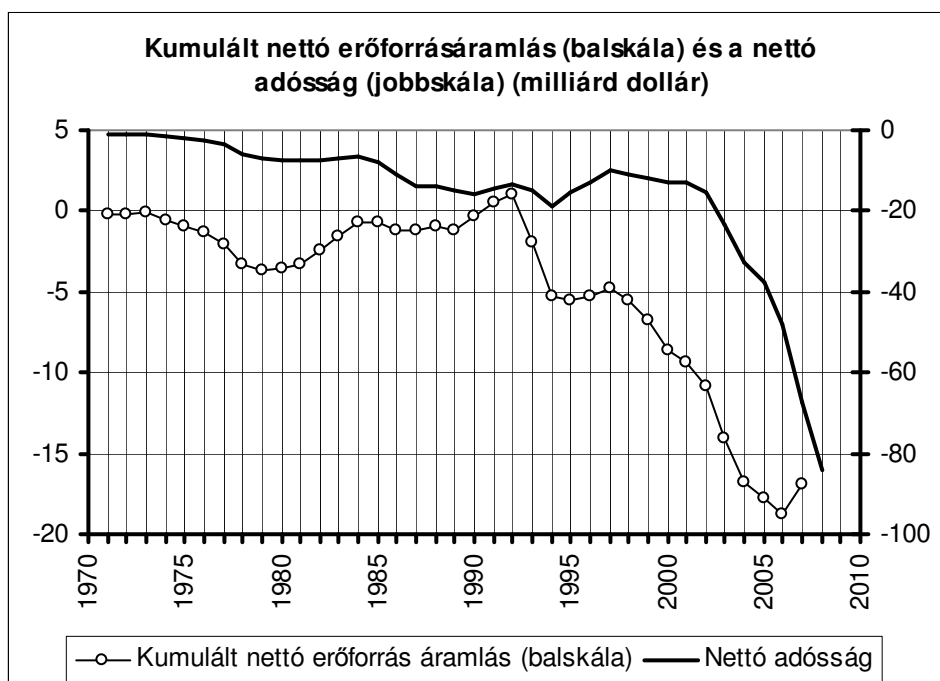
Mindez azonban csak enyhítette a fizetési gondokat, de nem változtatott azon, hogy a fizetési mérleg hiánya időről-időre ne érjen el veszélyes mértéket, hiszen a külkereskedelmi egyenleg tartósan negatívvá vált (2. ábra). A fizetési mérleg alakulása a felső pártvezetés visszatérő problémaköre volt. Az MSZMP Politikai Bizottságának 1963. június 11-i ülésén például Kádár János így reagált az akkor megint aktuálissá vált problémákra: „Egész fizetési mérlegünkre azt mondanám, hogy kb. 6 és fél éve javítgatjuk.... Ha nem tudunk változtatni azon az alapvető tényen, hogy nyugatról mindig nagyobb a behozatalunk, mint a kivitelünk, akkor ez ilyen mértani arányban fog nőni mindaddig, amíg be nem következik az államcsőd.”

Az 1973. októberében kitört arab-izraeli háború kőolajembargóhoz és a kőolajárak robbanásszerű növekedéséhez vezetett. A kőolajár robbanás következményeként Magyarországot mintegy 20%-os cserearány romlás érte (az importárak sokkal gyorsabban nőttek, mint az exportárak), ami nagymértékű hiányt okozott a fizetési mérlegben. Ebben a helyzetben két alternatíva állt az ország előtt: a gazdasági növekedés ütemének csökkentése addig a mértékig, míg az export újból egyensúlyba nem kerül az importtal (az évi növekedést 5-6%-ról 3-4%-ra kellett volna mérsékelni), vagy pedig az importtöbblet hitelekkel való finanszírozása. A Nemzeti Bank vezetői (László Andor, az elnök kivételével) a hitelfelvétel mellett foglaltak állást, elsősorban azzal érvelve, hogy az infláció a felvett hitelek reálértékét jelentősen csökkenti. Őket támogatták kor befolyásos reformközgazdászai (később az SZDSZ ill. az MSZP vezető közgazdászai) a hitelfelvétel mellett foglalva állást. Ezzel szemben, az Országos Tervhivatal egyes vezetői és egyes (kevésbé befolyásos) közgazdászok óvtak a hitelfelvételtől és a gazdasági növekedés mérséklését javasolták.

A vitában a hitelfelvételt szorgalmazók nyertek. A meginduló hitelfelvétel nyomán azonban az ország a nettó konvertibilis adóssága gyorsan kumulálódott és 1978 közepére Magyarország a fizetésképtelenség határára került, ekkor már nem lehetett további hitelfelvételre támaszkodni, mérsékelni kellett a gazdasági növekedést. A gazdaságpolitikai fordulathoz vezető döntéseket az MSZMP KB 1978. december 6.-i ülésén hozták meg. Akkor úgy gondolták, hogy 2-3 éves megszorítással stabilizálni lehet az ország helyzetét. Az időközben bekövetkezett második kőolajrobbanás és az amerikai neoliberais gazdaságpolitikai fordulat, amely nyomán a kamatlábak az égbe szöktek azonban nem tette lehetővé a stabilizációt. Azok az intézkedések, amelyekkel négy évvel korábban el lehetett volna kerülni az eladósodást, már nem voltak elegendők. A gazdaság korábbi évi 5-6 %-os gazdasági növekedése a nyolcvanas években évi 1,8%-ra csökkent, de ez a hatalmas mérséklődés sem volt elég a külső egyensúly megteremtéséhez az ország ugyanis adósságcsapdába került: jelentős nettó forráskiáramlással sem volt képes megállítani a további eladósodást, az újabb és újabb hitelfelvételek a korábbiak visszafizetését és a kamatfizetéseket szolgálták.

Mint a 3. ábrából látható nettó forrásbevonás csak 1974 és 1979 között történt (mintegy 4,5 Mrd\$), ezt követően már nettó forráskihelyezésre került sor, sőt 1984-ig az eredeti kölcsönt lényegében vissza is fizettük. Ennek ellenére a magas kamatok és a hitelállomány valuta összetételéből keletkező árfolyamveszteségek miatt az nettó adósság tovább növekedett. 1989 december 31-én, a rendszerváltás évének végén az ország bruttó adóssága 20 milliárd, nettó adóssága 14,9 milliárd dollár volt, ez az 1971. évi 0,5 milliárdhoz képest 14,4 milliárdos növekedés. Ebből a növekedésből azonban mindössze 1,2 milliárd volt a nettó forrásbevonás, a többi felhalmozódott kamat és árfolyamveszteség. Ezért értelmetlen feltenni a kérdést mire mentek a felvett hitelek, mert a válasz az, hogy a korábban felvett hitelek törlesztésére és kamataira. A pontos elszámolást az 1. táblázat tartalmazza.

3. ábra



Az 1. táblázatban a nettó forrásbevonást az áruforgalom és az áruforgalmon kívüli tételek egyenlegének összege adja meg. Mint látható, az 1970-89 közötti összesített adatokra az

áruforgalom egyenlege 0,8 milliárd dollár aktívumot mutat, míg az áruforgalmon kívüli tételek (szolgáltatások) egyenlege 2 milliárdos passzívumot ér el, így jön ki a -1,2 milliárd dolláros nettó forrásbevonás a 18 év alatt. Az adósságon fizetett kamatok az időszak egészében 11 milliárd dollárt tettek ki, az árfolyamveszteség pedig 2,2 milliárd dollár volt. Mint látható az ország követelése is nőtt, de ez is hitelfelvételből került finanszírozásra, így a bruttó adósság a nettó adósság és a tartalékok összege, vagyis $14,9+5,5=20,4$ milliárd dollár volt 1989 december 31-én.

1. Táblázat

Magyarország adósságának felhalmozódása 1970-1989 Mrd \$

	Nettó adósság az év elején	Áruforgalom egyenlege	Áruforgalmon kívüli tételek	Nettó kamat +pü.bef.jöv.	Folyó fizetési mérleg	Közvetlen tőkebefektetés	Árfolyamkülönbszet és stat. hibák	Nettó adósság az év végén	Követelések	Bruttó adósság
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5=2+3+4)	(6)	(7)	(8=1+5+6+7)	(9)	(10=8-9)
1970										
1971	-0,5	-0,3	0,1	-0,1	-0,3		0,0	-0,8	1,0	-1,8
1972	-0,8	0,0	0,0	-0,1	-0,1		0,0	-0,9	1,2	-2,1
1973	-0,9	0,1	0,1	-0,1	0,1		0,0	-0,8	1,3	-2,1
1974	-0,8	-0,6	0,1	-0,1	-0,6		0,1	-1,3	1,5	-2,9
1975	-1,3	-0,6	0,2	-0,2	-0,6		-0,1	-2,0	2,2	-4,2
1976	-2,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,5		-0,1	-2,6	2,6	-5,2
1977	-2,6	-0,4	-0,3	-0,2	-0,9		-0,1	-3,6	2,7	-6,3
1978	-3,6	-0,8	-0,4	-0,3	-1,5		-1,1	-6,1	3,3	-9,5
1979	-6,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,8		-0,2	-7,1	3,4	-10,5
1980	-7,1	0,3	-0,1	-0,9	-0,7		0,3	-7,6	3,9	-11,5
1981	-7,6	0,5	-0,2	-1,0	-0,7		0,8	-7,5	3,3	-10,7
1982	-7,5	0,7	0,2	-1,1	-0,3		0,5	-7,3	2,9	-10,2
1983	-7,3	0,8	0,1	-0,8	0,1		0,2	-7,0	3,8	-10,7
1984	-7,0	0,9	0,0	-0,8	0,1		0,4	-6,5	4,4	-11,0
1985	-6,5	0,1	-0,1	-0,8	-0,8		-0,7	-8,0	5,9	-14,0
1986	-8,0	-0,5	-0,1	-1,0	-1,5	0,0	-1,2	-10,7	6,2	-16,9
1987	-10,7	0,0	0,1	-1,0	-0,9	0,0	-2,1	-13,7	5,9	-19,6
1988	-13,7	0,5	-0,3	-1,0	-0,8	0,0	0,5	-14,0	5,6	-19,6
1989	-14,0	0,5	-0,7	-1,2	-1,4	0,2	0,3	-14,9	5,5	-20,4
1970-1989 összesen:										
1970	-0,5									
1971-89		0,8	-2,0	-11,0	-12,2	0,2	-2,4			
1989								-14,9	5,5	-20,4

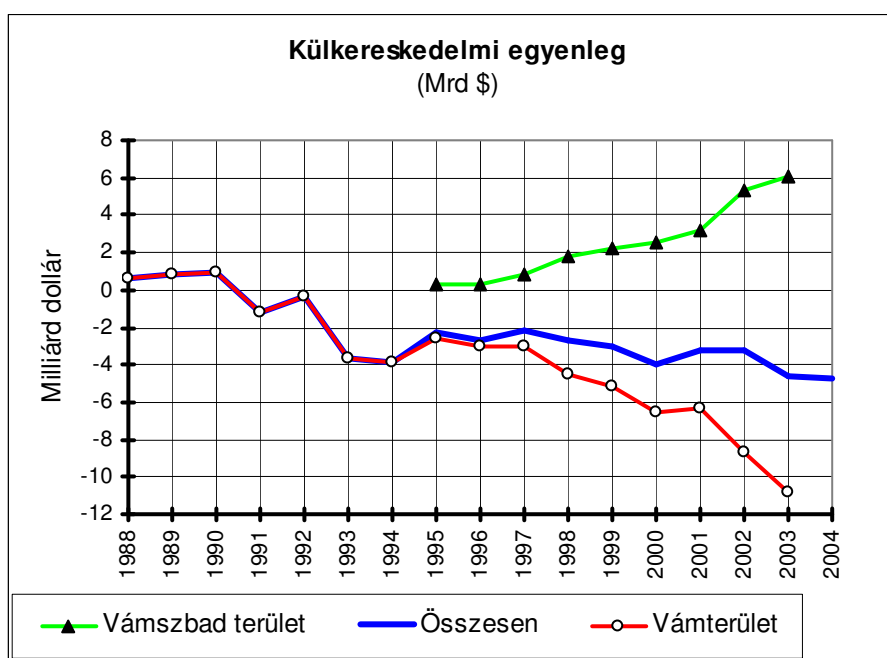
Forrás: IMF Yearbook 1987, MNB évkönyvek és saját számítások

A rendszerváltás kezdetekor az ország külkereskedelmi mérlege egyensúlyban volt, a fizetési mérleg hiányát a közel másfél milliárd dolláros kamatfizetési kötelezettség okozta. A rendszerváltás a neoliberais gazdaságpolitikai elvek jegyében történet, vagyis liberalizálták az importot és a tőke mozgásokat anélkül, hogy a magyar vállalatok védelmére bármilyen intézkedéseket hoztak volna. Sőt, a nemzetközi mércével is kirívóan szigorú, lényegében a vállalatok felszámolását elősegítő csódtörvénnyel, a szintén teljesíthetetlenül szigorú számviteli törvénnyel gyakorlatilag még jobban elősegítették a liberalizálás miatt amúgy is megrokkant vállalatok felszámolását. Az ennek következtében tönkrement bankokat pedig a költségvetés terhére feltőkésítették és gyakorlatilag ellenérték nélkül odaadták a nemzetközi pénzüvilágnak ("szakmai befektetőknek" privatizálták minimális összegekért). Mindezt tetézte az orosz relációjú piacaink feladása, az energiaimport magyar árukkal való ellentételezésének felszámolása. Az eredmény a magyar gazdaság összeomlása volt. A külkereskedelmi egyenleg gyorsan romlott és az 1994. év végére az ország megint a fizetőképesség határára került (4. ábra). Ekkor következett a Bokros-csomagnak elnevezett stabilizációs program. A

stabilizációs programmal, jelentős életszínvonal áldozatok mellett, sikerült ugyan elkerülni a fizetésképtelenséget, de ennek (az életszínvonal-áldozaton túlmenően) az volt az ára, hogy a külfölddel szembeni összes tartozás¹ igen gyorsan elkezdett növekedni. A nyugat-európai messze meghaladó reálkamatok vonzották a portfólió befektetéseket, a nagyarányú külföldiek felé irányuló privatizáció (például a villamosenergiaipar privatizációja) pedig vonzotta a működő tőkét.

Az eredmény egy duális (kettős) gazdaság lett, amelynek karakterét 2003-ig jól mutatta a vámszabadterületi és vámterületi gazdaság külkereskedelmi eredményének elkülönített kimutatása a statisztikában. Mint a 4. számú ábrából látható a többé-kevésbé magyar tulajdonban lévő vámterületi gazdaság külkereskedelmi egyenlege 1997-től gyorsan romlik, míg a közel kétszáz teljes egészében külföldi tulajdonban lévő vámszabadterületi gazdaság egyenlege jelentős aktívumot mutat. A kettő együttesen egy ideiglenesen 4 milliárd dollár körül stabilizálódott külkereskedelmi passzívumot eredményezett. Egy idő múlva azonban a korábban beáramló működő tőke működni kezdett, profitot termelt és azt, vagy annak egy részét ki is vitte az országból.

4. ábra

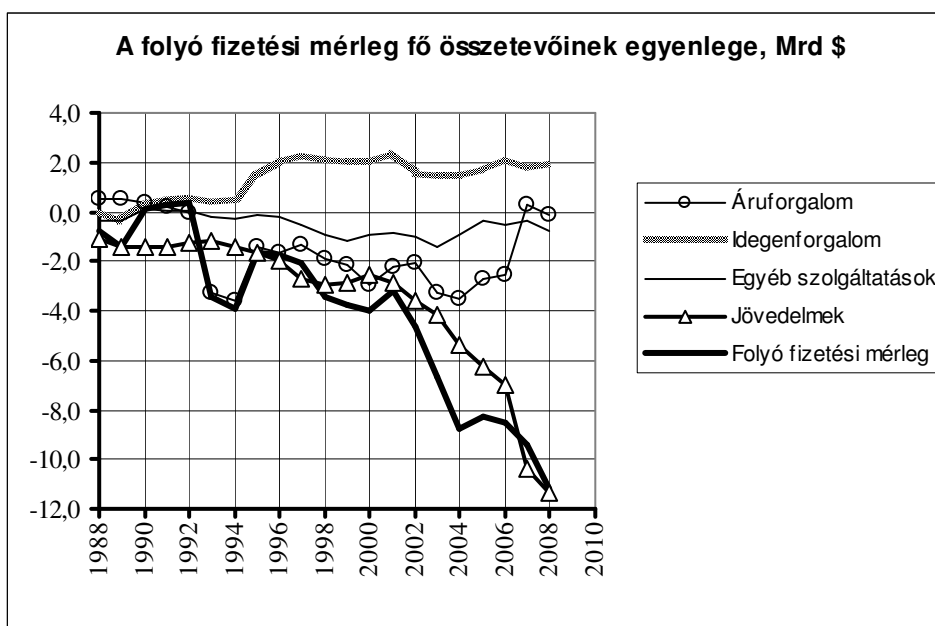


Hamarosan a korábban bejött portfólió és működő tőke (FDI – Foreign Direct Investments) befektetéseken realizált kamat kezdett olyan nagyságrendet elérni, hogy a fizetési mérleg egyenlegének meghatározó elemévé vált (5. ábra), vagyis a vámszabadterületek exporttöbbletét a fizetési mérlegben lerontották a külföldi befektetéseken keletkezett tőkejövedelmek és a fizetési mérleg újból erőteljesen romlani kezdett. A 5. ábrából látható, hogy a fizetési mérleg hiányát 1996-ig az áruforgalom hiánya határozza meg. Ezt követően az áruforgalom egyenlege – a vámszabadterületi exporttöbblet miatt – jelentősen javul, viszont a

¹ A fizetési mérleg az ország külső kötelezettségeinek jellemzésére két fő kategóriát használ: az adósságot és a tartozást. Az adósság tartalmazza a hitelfelvételt és a külföldiek által vásárolt államkötvényeket és a részvények egy részét (amelyek még nem tekinthető tulajdonszerzésnek, csak pénzügyi befektetésnek). A tartozás ennél több, mert az előbbieken túlmenően tartalmazza még a működő tőkét is, és természetesen mindkét mutatónak van bruttó és nettó formája. Az államkötvények és tulajdonszerzésnek nem számító részvények együttesét portfólió befektetésnek nevezik.

külföldi tőkén realizált jövedelmek egyre nagyobbak lesznek és gyakorlatilag meghatározzák a fizetési mérleg gyorsan növekvő hiányát.

5. ábra



Az európai unióhoz való csatlakozást követően a vámszabad területek külön statisztikai nyilvántartása megszűnt, az a probléma azonban, hogy a vámterületi gazdaságnak nagymértékű külkereskedelmi hiánya van, és hogy az ország fizetési mérlegének egyenlege, illetve ezen egyenleg finanszírozása gyakorlatilag külföldi tulajdonú cégektől függ, megmaradt. Ha a vámterületi gazdaság egyenlegét tekintjük az 1990-hez képest mintegy 11 milliárd dollárral romlott, ez annyit jelent, hogy a neoliberais gazdaságpolitika miatt 11 milliárd export és hazai piacot veszítettek el a magyar cégek. Ez hatalmas összeg, a 2003-as utolsó adat szerint a vámterületi export csak mintegy 70%-át tudja fedezni az importnak, vagyis a külgazdasági egyensúly tekintetében teljesen ki vagyunk szolgáltatva a nemzetközi cégek döntéseinek: kiviszik-e a megtermelt profitot, vagy újra befektetik, jön-e a működő tőke, vagy nem jön, megveszik-e a magyar államkötvényeket, vagy nem, és ha igen, milyen kamatok mellett. Ez a helyzet tendenciájában az ország további eladósodásához vezet, mert az egyre növekvő adósságok finanszírozása a befektető növekvő kockázata miatt egyre költségesebbé válik.

A 2. táblázat az 1. táblázat befejezése és azt mutatja, hogy hogyan alakult az eladósodás a rendszerváltást követően. Mint látható a rendszerváltáskor (1990 elején) még csak 14,9 milliárdos nettó adósság 1998-ig lassan csökkent (a működő tőke beáramlása, és a külföldieknek történő privatizáció miatt), majd a működő tőke beáramlásának lassulásával növekedni kezdett. Ez a növekedés 2002 után rendkívüli mértékben felgyorsult (6. ábra), ami részben az irreális, pénzszerű gazdaságpolitikával és ennek következtében az áruforgalmi és szolgáltatás egyenleg romlásával, részben a korábban beáramlott tőkén realizált jövedelmek gyors felnövekedésével, részben a lakosság nagymértékű devizában történt eladósodásával van kapcsolatban, amelyeket az 1995-től rendelkezésre álló részletesebb, de már euró alapú adatbázis alapján fogjuk elemezni.

2. Táblázat

Magyarország adósságának felhalmozódása 1990-2008 Mrd \$

	Nettó adósság az év elején	Áruforgalom egyenlege	Áruforgalom kívüli tételek	Jövedelmek	Folyó fizetési mérleg	Közvetlen tőkebefektetés	Árfolyamkülönbözet és stat. hibák	Nettó adósság az év végén	Követelések	Bruttó adósság
1990	-14,9	0,3	0,5	-0,7	0,1	0,3	-1,5	-15,9	5,3	-21,3
1991	-15,9	0,2	0,6	-0,5	0,3	1,5	-0,3	-14,6	8,1	-22,7
1992	-14,6	0,0	0,7	-0,3	0,3	1,5	-0,5	-13,3	8,2	-21,4
1993	-13,3	-3,2	0,2	-0,4	-3,5	2,3	-0,5	-14,9	9,6	-24,6
1994	-14,9	-3,6	0,3	-0,5	-3,9	1,1	-1,2	-18,9	9,6	-28,5
1995	-18,9	-1,5	1,3	-1,5	-1,7	4,8	0,7	-15,1	16,6	-31,8
1996	-15,1	-1,7	1,9	-2,0	-1,8	3,3	0,6	-13,0	15,2	-28,2
1997	-13,0	-1,3	1,8	-2,5	-2,1	3,7	1,3	-10,1	14,8	-24,9
1998	-10,1	-1,9	1,2	-2,7	-3,4	3,1	-0,6	-11,0	15,6	-26,6
1999	-11,0	-2,2	0,9	-2,5	-3,8	3,1	-0,3	-12,0	20,1	-32,1
2000	-12,0	-2,9	1,1	-2,2	-4,0	2,2	1,1	-12,7	18,1	-30,9
2001	-12,7	-2,2	1,5	-2,4	-3,2	3,6	-0,7	-13,1	21,6	-34,7
2002	-13,1	-2,1	0,6	-3,1	-4,6	2,7	-0,5	-15,5	21,6	-37,1
2003	-15,5	-3,3	0,1	-3,5	-6,7	0,5	-1,6	-23,3	30,1	-53,4
2004	-23,3	-3,0	0,3	-5,8	-8,6	3,4	-4,2	-32,7	38,2	-70,9
2005	-32,7	-1,8	0,9	-6,5	-7,5	5,1	-2,5	-37,5	48,1	-85,6
2006	-37,5	-2,6	1,5	-7,4	-8,4	3,5	-5,4	-47,9	56,9	-104,8
2007	-47,9	0,3	1,4	-11,1	-9,4	2,2	-12,0	-67,1	71,2	-138,3
2008	-67,1	-0,1	1,3	-12,3	-11,2	3,7	-9,6	-84,2	100,3	-184,5

1990-2008 összesen:

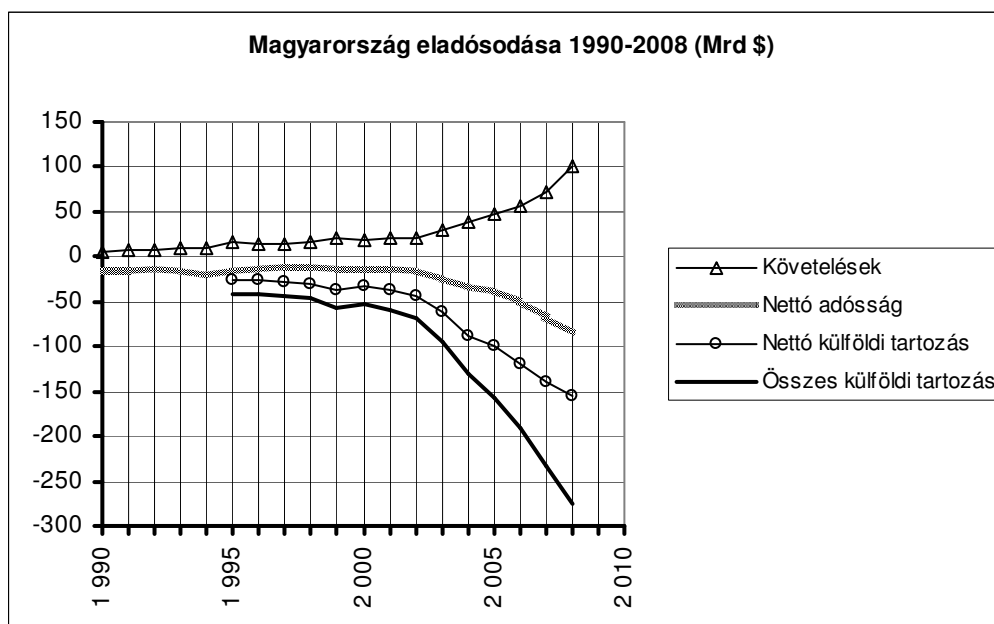
1 990	-14,9									
1990-2006		-32,8	18,0	-68,1	-82,9	51,4	-37,8			
2 006								-84,2	100,3	-184,5

1995-től az MNB részletes idősorokat ad ki, euróban számítva a fizetési mérleget és az adósságállomány különböző elemeit. Ez lehetőséget ad arra, hogy az utóbbi évek eladósodási folyamatát jobban lássuk (a korábbi dollár alapú számításokra azért volt szükség, mert 1995 előtt nincsenek euró adatok). Természetesen a \$-euró árfolyameltérés miatt a dollárban és euróban számolt a számok különböznek, de ez nem változtat a tendenciákon.

A következőkben azt vizsgáljuk, hogy a fizetési mérleg hiánya mennyiben határozta meg az ország külső tartozásának növekedését.² Elvben az ország nettó tartozásának (FDI+portfólió befektetések+ kölcsönök) növekedését a fizetési mérleg hiánya határozza meg, azaz, a fizetési mérleg kumulált összege egy adott időperiódusban meg kellene, hogy egyezzen a nettó adósság növekedésével, természetesen a gyakorlatban csak közelítéssel, mert az adósságállományt még számos tényező (például árfolyamváltozás) befolyásolja.

² Ismételt felhívjuk a figyelmet az adósság és a tartozás közötti különbségre. Az adósság a portfólió (államkötvény) adósság és az egyéb adósság (hitelek) állományának összege. A tartozást akkor kapjuk meg, ha ehhez még hozzáadjuk a közvetlen tőkebefektetések állományát.

6. ábra



A fizetési mérleg éves adatait és a külső adósság, illetve tartozás különböző összetevőit a 3. táblázatban igyekeztünk összefoglalni az 1996-2002, illetve 2003-2008-as zárt időintervallumra vonatkozólag.

Csak a 2003-2008-as időszakra koncentrálna szeretnénk néhány összefüggésre rámutatni. Mint látható ebben az időszakban a folyó fizetési mérleg összesített hiánya 40,3 milliárd euró volt (1. sor), ennek egy kis részét fedezték a tőkemozgások (3,0 milliárd 2. sor), így a „tartozás generáló” hiány 37,3 milliárd euró volt (3. sor). Ezzel szemben az ország nettó tartozása 59,3 milliárd euróval nőtt (23. sor), a többlet egy része a nemzetközi tartalékokat növelte (24. sor, a tartaléknövekedést negatív szám jelzi), míg más része talán³ a tévedések és kihagyások 8,8 milliárdos összegének (9. sor) és egyéb tényezőknek (árfolyamváltozások) tudható be.

A fizetési mérleg közvetlen tőkebefektetések beáramlását tükröző adata (4. sor) bizonyos pontatlansággal tükröződik a közvetlen tőkebefektetések állománynövekedésében (25. sor). A portfólió befektetéseknél már nagyobb az eltérés (5. illetve 26. sor) és lényegében ugyanez vonatkozik az egyéb befektetésekre (ezek túlnyomórészt hitelfelvételekből állnak, 7. illetve 28. sor).

A 3. táblázat többé-kevésbé megmagyarázza, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya (amelyről ismétlődően megjegyezzük, hogy az utóbbi években lényegében azonos az országból kivitt jövedelemmel) milyen mértékben növelte az ország tartozásának különböző összetevőit, a következőkben ezen tartozások jövedelemtulajdonosok (igazság szerint inkább adósságtulajdonosok) szerinti megoszlását mutatjuk be.

³ A rendelkezésre álló éves (flow) adatok összhangja az állományi (stock) adatokkal korlátozott, ezért e bizonytalanság.

3. táblázat

A folyó fizetési mérleg finanszírozása Mrd euró

Sorsz.	Fizetési mérleg adatok	1996-02	2003-08
1	I. Folyó fizetési mérleg egyenlege	-22,6	-40,3
2	II. Tőkemérleg egyenlege	1,3	3,0
3	Tartozás-generáló (I.+II.)	-21,3	-37,3
4	7. Közvetlen tőkebefektetések egyenlege	20,7	14,4
5	8. Portfólió befektetések egyenlege	5,2	12,6
6	9. Derivatívák	0,4	0,7
7	10. Egyéb befektetések egyenlege	-4,0	33,0
8	III. Pénzügyi mérleg egyenlege (7+8+9+10)	22,5	60,8
9	IV. Tévedések és kihagyások egyenlege	-0,3	-8,8
10	V. Teljes fizetési mérleg egyenlege (I+II+III+IV)	0,8	14,7
11	VI. A nemzetközi tartalékok változása	-0,8	-14,7

Sorsz.	Állományi adatok: Magyarország külfölddel kapcsolatos követeléseai és tartozásai	1995 záró	1996-02 vált	2002 záró	2003-08 vált	2008 záró
12	1. Követelések	13,1		25,2		81,7
13	1.1. Nemzetközi tartalékok	9,4		9,9		24,0
14	1.2. Közvetlen tőkebefektetések	0,2		4,1		29,6
15	1.3. Portfólió befektetések összesen	0,0		0,9		6,0
16	1.4. Pénzügyi derivatívák	0,0		0,9		3,6
17	1.5. Egyéb külföldi követelések	3,5		9,4		18,5
18	2. Tartozások	32,8		72,5		188,3
19	2.2. Közvetlen tőkebefektetések	8,8		36,6		79,3
20	2.3. Portfólió befektetések összesen	12,3		20,0		41,5
21	2.4. Pénzügyi derivatívák	0,1		0,6		4,5
22	2.5. Egyéb külföldi tartozások	11,6		15,4		63,0
Nettó állományok (2-1)						
23	Nettó tartozás	19,7	27,6	47,3	59,3	106,6
24	Nemzetközi tartalékok	-9,4	-0,6	-9,9	-14,1	-24,0
25	Közvetlen tőkebefektetések	8,6	23,9	32,5	17,2	49,7
26	Portfólió befektetések összesen	12,3	6,8	19,1	16,5	35,5
27	Pénzügyi derivatívák	0,1	-0,4	-0,3	1,1	0,9
28	Egyéb külföldi tartozások	8,1	-2,2	5,9	38,6	44,6

Közvetlen tőkebefektetések

A közvetlen tőkebefektetések állományváltozásáról szektoronként a 4. táblázat ad áttekintést. Mint a táblázatból látható az éves működő-tőke beáramlásának akkumulált összege – mint ahogy említettük – kisebb eltéréssel megegyezik a közvetlen tőkebefektetések nettó állományának változásával. Az is látható, hogy a közvetlen tőkebefektetések túlnyomó többsége az „egyéb szektorok”-hoz tartozik. E szektor a vállalatokat és a lakosságot jelenti. Ez esetben lényegében a vállalatokról van szó. A táblázatból az is megállapítható, 2008-ban már Magyarországnak is igen jelentős külföldi működő tőke befektetései voltak, feltehető azonban, hogy ez főként a multinacionális vállalatok magyarországi leányvállalatainak más országokba való terjeszkedését jelenti.

4. táblázat

A közvetlen tőkebefektetés állomány szektorbontása

	1995 záró áll.	1996-02 vált.	2002 záró áll.	2003-08 vált.	2008 záró áll.
7. Közvetlen tőkebefektetések egyenlege		20,7		14,4	
I. Követelések					
1. Közvetlen tőkebefektetések	0,2		4,1		29,6
A. Államháztartás	0,0		0,0		0,0
B. Magyar Nemzeti Bank	0,1		0,0		0,0
C. Egyéb monetáris intézmények	0,0		0,1		2,2
D. Egyéb szektorok	0,1		4,0		27,4
II. Tartozások					
1. Közvetlen tőkebefektetések	8,8		36,6		79,3
A. Államháztartás	0,0		0,0		0,0
B. Magyar Nemzeti Bank	0,0		0,0		0,0
C. Egyéb monetáris intézmények	0,6		3,0		5,5
D. Egyéb szektorok	8,2		33,6		73,8
Nettó adatok					
1. Közvetlen tőkebefektetések összesen	8,6	23,9	32,5	17,2	49,7
A. Államháztartás	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
B. Magyar Nemzeti Bank	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
C. Egyéb monetáris intézmények	0,6	2,2	2,8	0,5	3,3
D. Egyéb szektorok	8,1	21,6	29,7	16,7	46,4

Portfólió befektetések

A portfólió befektetések szektorok szerinti bontását az 5. táblázat tartalmazza. Mindenek előtt rámutatunk a már említett összefüggésre a fizetési mérleg akkumulált portfólió befektetései (1. sor) és a nettó portfólió állomány növekedése (20. sor) összefüggésre. Szintén megemlítjük, hogy az egyszerűség kedvéért elhagytuk a táblázatból azokat a sorokat, amelyek nem bírnak különösebb jelentőséggel. Első ránézésre látszik, hogy portfólió tartozásunk lényegesen magasabb, mint követelésünk (8. illetve 2. sor). A követelések gyakorlatilag az egyéb szektorokhoz, vagyis a vállalati és lakossági szférához tartoznak és főleg tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírokból, röviden részvényekből állnak. A rendelkezésre álló adatokból nem derül ki, hogy milyen arányban részesednek a vállalatok és a lakosság, de az igen, hogy ez az állomány a 2002-2008-as időszakban gyorsan növekedett, bár aránya a tartozások mellett eltörpül.

A portfólió tartozások alapvetően kötvényekből, mégpedig az államháztartás által kibocsátott kötvényekből állnak (17. sor). Lényegesen kisebb részt tesz ki az egyéb monetáris intézmények tartozása (19. sor). A táblázatból az is látható, hogy az első időszakban 1995-2002 között, az államháztartás portfólió-adósságának növekedése lényegében azért következett be, mert az addig a Nemzeti Bank könyveiben lévő adósságot az állam átvállalta (9. és 10. sorok), ezzel szemben a második időszakban a dinamikus növekedés az államháztartás hiányával van összefüggésben. A 2003-2008 zárt intervallumban az államháztartási hiány kumulált összege 30,4 milliárd eurót ért el, ennek az összegnek a mintegy a fele államkötvénnyel került biztosításra.

5. táblázat

Portfólió befektetések szektorbontása (Mrd euró)

SORSZ.		1995 záró áll.	1996-02 vált.	2002 záró áll.	2003-08 vált.	2008 záró áll.
1	8. Portfólió befektetések		5,2	0,0	12,6	
	I. Követelések					
2	1. Portfólió befektetések állománya	0,0		0,9		6,0
3	D. Egyéb szektorok	0,0		0,6		5,8
4	1.1. Tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok	0,0		0,3		4,4
5	D. Egyéb szektorok	0,0		0,3		4,4
6	1.2. Kötvények	0,0		0,5		1,6
7	D. Egyéb szektorok	0,0		0,2		1,4
	II. Tartozások					
8	1. Portfólió befektetések állománya	12,3		20,0		41,5
9	A. Államháztartás	0,2		11,3		25,5
10	B. Magyar Nemzeti Bank	11,8		4,3		0,4
11	C. Egyéb monetáris intézmények	0,1		1,4		10,5
12	D. Egyéb szektorok	0,3		3,1		5,2
13	1.1. Tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok	0,2		3,6		6,0
14	C. Egyéb monetáris intézmények (S.122)	0,0		0,7		1,8
15	D. Egyéb szektorok	0,2		2,9		4,2
16	1.2. Kötvények	11,9		15,9		35,0
17	A. Államháztartás	0,1		10,9		25,0
18	B. Magyar Nemzeti Bank	11,8		4,3		0,4
19	C. Egyéb monetáris intézmények	0,1		0,7		8,7
	Nettó állomány					
20	1. Portfólió befektetések állománya	12,3	6,8	19,1	16,5	35,5
21	A. Államháztartás	0,2	11,1	11,3	14,2	25,5
22	B. Magyar Nemzeti Bank	11,8	-7,5	4,3	-3,9	0,4
23	C. Egyéb monetáris intézmények	0,1	1,0	1,1	9,2	10,3
24	D. Egyéb szektorok	0,2	2,2	2,4	-3,1	-0,6
25	1.1. Tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok	0,2	3,1	3,3	-1,6	1,6
26	C. Egyéb monetáris intézmények	0,0	0,7	0,7	1,1	1,8
27	D. Egyéb szektorok	0,1	2,5	2,6	-2,8	-0,2
28	1.2. Kötvények	11,9	3,5	15,4	18,0	33,4
29	A. Államháztartás	0,1	10,8	10,9	14,1	25,0
30	B. Magyar Nemzeti Bank	11,8	-7,5	4,3	-3,9	0,4
31	C. Egyéb monetáris intézmények	0,1	0,3	0,5	8,0	8,5

Egyéb befektetések (hitelek) állománya

Az egyéb befektetések adatait a 6. táblázatban foglaltuk össze. Mint látható az állományváltozás (38,6 milliárd euró, 11. sor) bizonyos eltéréssel megfelel a folyó fizetési mérlegben szereplő egyéb befektetések kumulált összegének (1. sor). A követelések főleg az egyéb monetáris intézményekhez (kereskedelmi bankok) kapcsolódnak a tartozásokban szintén a kereskedelmi bankoké a fő szerep, de jelentős súlya van az államháztartásnak és az egyéb szektoroknak (vállalatok, lakosság). Az államháztartás hitelállományának 10,2 milliárd eurós növekedése az államháztartás adott időszakbeli hiányának mintegy harmadát fedezte. Így az államháztartás portfólióadosságának növekedése (14,2 milliárd euró) és hitelállományának növekedése (10,2 milliárd euró) együttesen az államháztartás 2003-2008 közötti (zárt intervallum, tehát a szélső évek beleértendő) hiányának mintegy 80%-át finanszírozta. Az államháztartási hiány többi része valószínűleg a hazai piacról került finanszírozásra, de a 80%-os arány kielégítően mutatja a külső adósságfelhalmozódás és az államháztartási hiány összefüggését.

6. táblázat

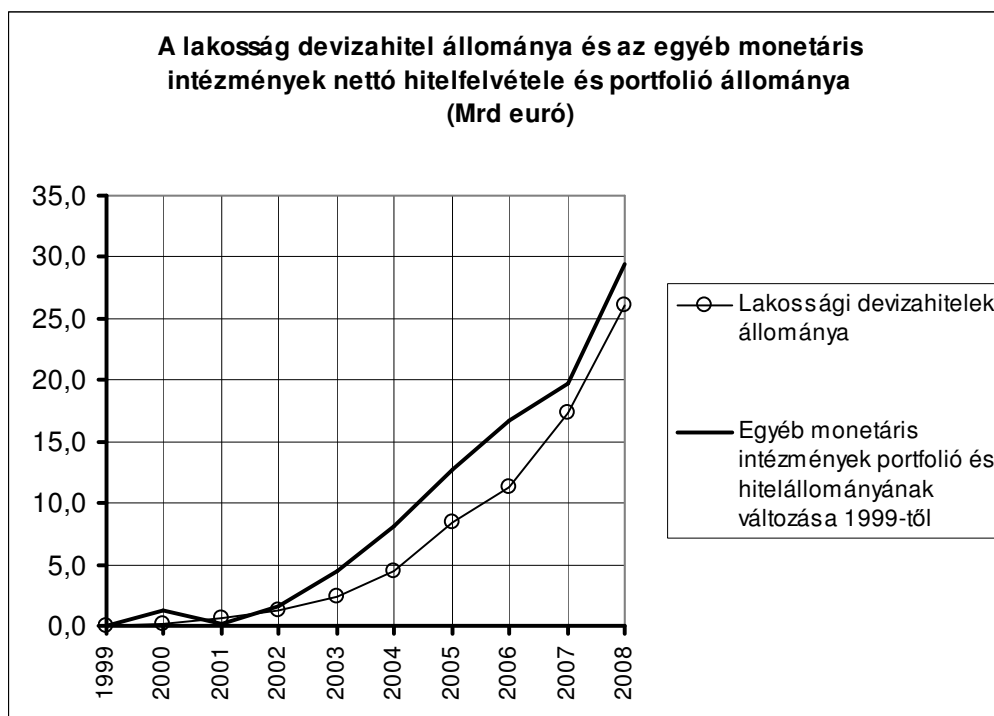
Az egyéb befektetések állományának szektorbontása (Mrd euró)

SORSZ.		1995 záró áll.	1996-02 vált.	2002 záró áll.	2003-08 vált.	2008 záró áll.
1	10. Egyéb befektetések egyenlege		-4,0		33,0	
	I. Követelések					
2	1. Egyéb befektetések állománya	3,5		9,4		18,5
3	A. Államháztartás	0,5		0,5		1,1
4	B. Magyar Nemzeti Bank	0,0		0,0		0,0
5	C. Egyéb monetáris intézmények	0,7		3,7		12,6
6	D. Egyéb szektorok	2,3		5,2		4,7
	II. Tartozások					
7	1. Egyéb befektetések állománya	11,6		15,4		63,0
	A. Államháztartás	1,4		2,0		12,8
8	B. Magyar Nemzeti Bank	4,7		0,6		0,8
9	C. Egyéb monetáris intézmények	2,1		6,5		34,0
10	D. Egyéb szektorok	3,4		6,3		15,4
	Nettó állományok					
11	Egyéb befektetések összesen	8,1	-2,2	5,9	38,6	44,6
12	A. Államháztartás	1,0	0,6	1,5	10,2	11,7
13	B. Magyar Nemzeti Bank	4,7	-4,1	0,5	0,3	0,8
14	C. Egyéb monetáris intézmények	1,4	1,4	2,8	18,6	21,4
15	D. Egyéb szektorok	1,1	0,0	1,1	9,6	10,7

Devizahitelek alakulása

A 7. ábra a lakossági devizahitelek felfutását és az egyéb monetáris intézmények (kereskedelmi bankok, pénzügyi vállalatok) egyéb nettó adósság (hitel) és portfólió állományának felfutását mutatja be. A két görbe jó egyezése mutatja az összefüggést a lakossági devizahitelek és a kereskedelmi bankok és pénzügyi vállalatok külföld felé való eladósodása között. Az ábrából látható, hogy a 2000-ben gyakorlatilag még nem létező adósság 2008-ra már 26 milliárd euróval terhelte az országot, ami az ország 2002-ben volt nettó adósságának (16,4 milliárd euró) mintegy másfélszerese. 2002 és 2008 között az ország nettó adóssága 41 milliárd euróval nőtt, ennek közel kétharmada a devizaadósságnak köszönhető, amely tulajdonképpen nem más, mint a nemzetközi szakirodalomban carry trade-nek nevezett spekuláció. A spekuláció során a spekuláló kereskedelmi bank alacsony kamatozású devizában (jellegzetesen svájci frankban, esetleg euróban) hitelt vesz fel és azt olyan országokban (jellegzetesen úgynevezett feltörekvő piacokon) fekteti be, ahol a kamatlábak magasak. A kamatlábkülönbségből származó nagy nyereség igen vonzóvá teszi ezt a spekulációs formát. A spekuláció kockázata a befektetési ország valutájának leértékelődése. Magyarország esetében azonban ezt a kockázatot a bankok szerződéseikben a nemzetközi spekulációban járatlan lakosságra terheltek, ennek következménye a – többek között – közeljövőben várható tömeges kilakoltatás. A carry trade spekuláció azonban nem csak Magyarországot érinti. A közép- és kelet-európai térségben a spekuláció nagyságrendjét 250 milliárd euróra becsülik, a magyar részesedés ebből mintegy tíz százalék.

7. ábra



Az elmondottakat a 7. táblázatban foglaljuk össze. Az egy év különbséget is figyelembe véve az 1996-2002 és a 2003-2008 közötti időintervallumban, elmondható, hogy a második időszakban a folyó fizetési mérleg jelentősen romlott, a romlásban meghatározó szerepet az országból kivitt jövedelmek játsszák, amelyek a második szakaszban a fizetési mérleghiány döntő többségét adják. A finanszírozásban a tőkemérleg egyenlege minimális szerepet játszik (5. sor), meghatározó szerepük az egyéb befektetéseknek (hitelfelvétel), a közvetlen tőkebefektetéseknek és a portfólió befektetéseknek volt (10.; 7.; és 8. sorok).

A közvetlen tőkebefektetések, a portfólióbefektetések és az egyéb külföldi tartozások állományváltozása (28.; 30.; és 34. sorok) és bizonyos eltéréssel követeli ugyanezen tételek folyó fizetési mérlegben az adott időszakban felhalmozódott értékeit (7-8. és 10. sorok).

A közvetlen tőkebefektetések természetesen a vállalatokhoz (D. egyéb szektorok, 29. sor); a portfólió befektetések az államháztartáshoz és az egyéb monetáris intézményekhez (kereskedelmi bankok, (31. és 32. sorok); az egyéb külföldi tartozások (hitelek) a Nemzeti bankon kívül az összes szektorhoz kapcsolódnak (35-36-37. sorok).

Egyszerűbben talán úgy lehetne megfogalmazni az elmondottakat, hogy a jövedelemkivonás okozta fizetési mérleghiányt elsősorban hitelfelvétellel, kisebb részben portfólióbefektetésekkel (államkötvények eladása) és a működő tőke beáramlásával finanszíroztuk.

Ki kell hangsúlyoznunk még egyszer azt is, hogy a 2002-2008 közötti külső adósságnövekedés kétharmadáért a devizahitelek felelősek.

7. táblázat

A folyó fizetési mérleg egyenlegének összetevői és finanszírozása (Mrd euró)

Sorsz.	Fizetési mérleg adatok	1995 záró	1996-02 vált	2002 záró	2003-08 vált	2008 záró
1	I. Folyó fizetési mérleg egyenlege		-22,6		-40,3	
2	Ebből: – Áruk egyenlege		-14,1		-9,9	
3	– Szolgáltatások egyenlege		8,4		4,8	
4	– Jövedelmek egyenlege		-19,1		-33,9	
5	II. Tökemérleg egyenlege		1,3		3,0	
6	Tartozás-generáló (I.+II.)		-21,3		-37,3	
7	7. Közvetlen tőkebefektetések egyenlege		20,7		14,4	
8	8. Portfólió befektetések egyenlege		5,2		12,6	
9	9. Derivatívák		0,4		0,7	
10	10. Egyéb befektetések egyenlege		-4,0		33,0	
11	III. Pénzügyi mérleg egyenlege (7+8+9+10)		22,5		60,8	
23	IV. Tévedések és kihagyások egyenlege		-0,3		-8,8	
24	V. Teljes fizetési mérleg egyenlege (I+II+III+IV)		0,8		14,7	
25	VI. A nemzetközi tartalékok változása		-0,8		-14,7	
	Állományi nettó adatok					
26	Nettó tartozás	19,7	27,6	47,3	59,3	106,6
27	Nemzetközi tartalékok	-9,4	-0,6	-9,9	-14,1	-24,0
28	Közvetlen tőkebefektetések	8,6	23,9	32,5	17,2	49,7
29	– Ebből: D. Egyéb szektorok	8,1	21,6	29,7	16,7	46,4
30	Portfólió befektetések összesen	12,3	6,8	19,1	16,5	35,5
31	Ebből: – A. Államháztartás	0,2	11,1	11,3	14,2	25,5
32	– C. Egyéb monetáris intézmények	0,1	1,0	1,1	9,2	10,3
33	Pénzügyi derivatívák	0,1	-0,4	-0,3	1,1	0,9
34	Egyéb külföldi tartozások	8,1	-2,2	5,9	38,6	44,6
35	Ebből: – A. Államháztartás	1,0	0,6	1,5	10,2	11,7
36	– C. Egyéb monetáris intézmények	1,4	1,4	2,8	18,6	21,4
37	– D. Egyéb szektorok	1,1	0,0	1,1	9,6	10,7

Uniós transferek

A fizetési mérleg újabb változatai feltűntetik az európai unióval való pénzügyi kapcsolatok (befizetés és támogatás) alakulását is. Mint a 8. táblázatból kiderül a 2003-2008 közötti öt évben összesen 8,2 milliárd uniós pénz áramlott be az országba és ugyanakkor különböző címeken 4,3 milliárd eurót fizettünk be. A nettó bevétel 3,9 milliárd euró, vagyis mintegy 800 millió euró évi átlagban. Az uniós tagságból tehát eddig évi kevesebb, mint egymilliárd euró nettó bevételünk van, miközben az országból kivitt jövedelmek elérik ugyanebben az időszakban az évi átlagban elérik a 6 milliárd eurót.

8. táblázat

Uniós transferek (Mrd euró)

	2004	2005	2006	2007	2008	2004- 2008 össz.
Bevételek	0,8	1,5	2,0	1,7	2,2	8,2
Kiadások	0,6	0,9	0,8	1,0	1,0	4,3
Egyenleg	0,2	0,6	1,1	0,8	1,2	3,9

A külső adósság perspektívái

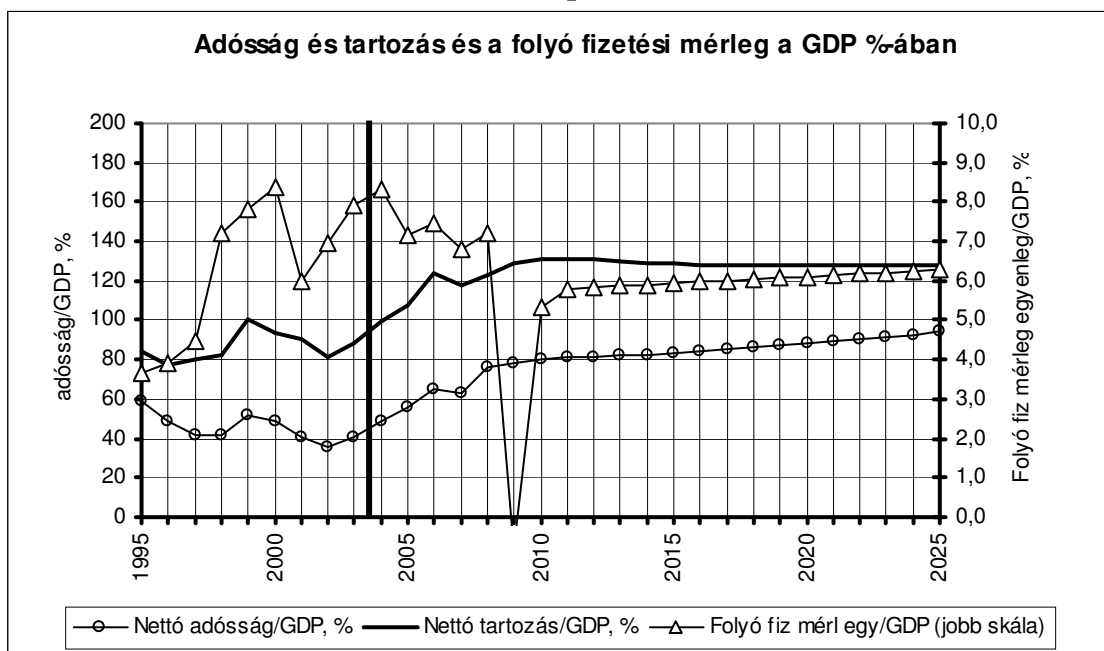
Egy kis modell segítségével megpróbáltuk megbecsülni, hogyan alakulhat az ország GDP-hez viszonyított eladósodása hosszabb távon, 2025-ig.

A modell a fizetési mérleg és az adósság, illetve tartozás összetevőinek (FDI, portfólió befektetések, hitelek) összefüggésére, annak idősoraira épült, úgy, hogy bázisévnek a 2008. évet választottuk. A modell logikája az, hogy az i -edik évben meglévő fizetési mérleghiányt valamilyen arányban közvetlen tőkebefektetésekkel (FDI), portfólió befektetésekkel, és egyéb befektetésekkel (hitelek) fedezni kell. Az i -edik évben jelentkező befektetések növelik az FDI, a portfólió és hitelek állományát az $i+1$ -ik évben. A megnövekedett állományok meghatározott profitráta, illetve kamatok mellett jövedelemkivonást indukálnak, amely a fizetési mérleg más tényezőivel (áru és szolgáltatásexport, egyoldalú átutalások) meghatározzák a fizetési mérleg egyenlegét az $i+1$ -ik évben és ezt megint csak finanszírozni kell az említett módon és így tovább. A modellszámítás egyszerűsítéséhez a kevésbé lényeges tényezőket eleve változatlanokként tételeztük fel.

A 8. ábra egy a jelenlegi tendenciák viszonylag kedvező folytatódását feltételező variánst mutat be, a 9. táblázatban található paraméterekkel. Látható, hogy a vizsgált esetben az eladósodási tendencia, ha le is lassul, nem fordul vissza, a fizetési mérleghiány mindig magas marad, teret adva az esetleges spekulációknak.

8. ábra

Alapvariáns



Természetesen számtalan változatot ki lehet számolni. Egy folyamatos nagyarányú (évi 5 milliárd eurós) reálgazdasági (külkereskedelem+szolgáltatások) aktívum például az előbbi helyzethez képest (amikor ez az aktívum 3 milliárd eurós volt) fordulatot hozna és megkezdődhetne a GDP-hez viszonyított adósság csökkenése, a fizetési mérleg hiánya alacsony (4%-os) szinten stabilizálna. Ha azonban a folyó fizetési mérleg hiányát nem sikerülne reálgazdasági aktívummal jelentősen javítani, hanem a hiányt működő tőke beáramlása fedezné, akkor a gazdaság eladósodása tovább folytatódik, a működő tőke nagyobb arányú beáramlása tehát lehet, hogy pillanatnyi finanszírozási problémákat megold,

de hosszú távon nem jelent megoldást, csak tovább rontja a helyzetet, mint ahogy azt a 9. ábra mutatja, a hozzá tartozó 10. táblázat paramétereivel. A számítások – bár csak nagyvonalú becsléseknek tekinthetők – világosan mutatják, hogy a külső eladósodás megállításához reálgazdasági fordulatra (vagyis az áru- és szolgáltatásexport terén elérendő jelentős aktívumra) van szükség.

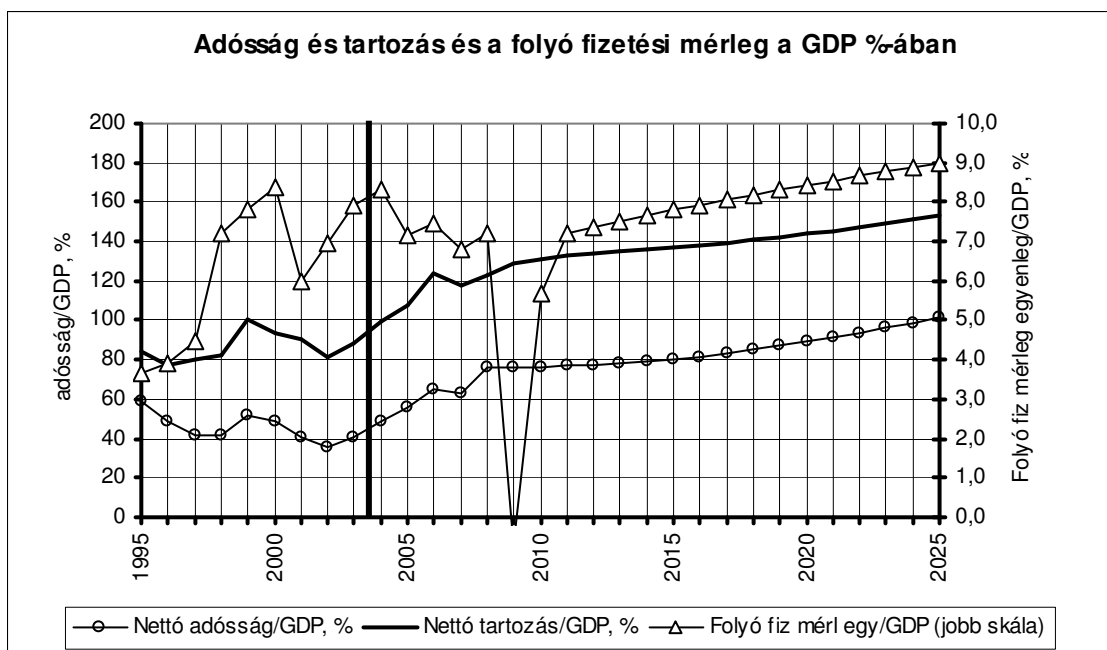
9. táblázat

Az alapvariáns paramétereit

Paraméter vezérlés	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015-25
Külkereskedelmi egyenleg Mrd euró	4	2	2	2	2	2	2
Szolgáltatások egyenlege Mrd euró)	1,5	1	1	1	1	1	1
Közvetlen tőkebefektetések (Mrd euró)	1	1	1	1	1	1	1
Portfólió befektetések (Mrd euró)	1	1	1	1	1	1	1
FDI kamatláb, %	5	11	11	11	11	11	11
Portfólió állomány kamata, %	4	5	5	5	5	5	5
Egyéb bef. kamatláb, %	3,4	4	5	5	5	5	5
GDP növekedési üteme, %	-7	0,5	2	3	3	3	3
Euró inflációja, %	0,9	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

9. ábra

FDI orientált variáns



10. táblázat

FDI orientált variáns paraméterei

Paraméter vezérlés	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015-25
Külkereskedelmi egyenleg Mrd euró	4	2	1	1	1	1	1
Szolgáltatások egyenlege Mrd euró)	1,5	1	1	1	1	1	1
Közvetlen tőkebefektetések (Mrd euró)	3	3	3	3	3	3	3
Portfólió befektetések (Mrd euró)	1	1	1	1	1	1	1
FDI kamatláb, %	5	11	11	11	11	11	11
Portfólió állomány kamata, %	4	5	5	5	5	5	5
Egyéb bef. kamatláb, %	3,4	4	5	5	5	5	5
GDP növekedési üteme, %	-7	0,5	2	3	3	3	3
Euró inflációja, %	0,9	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

Lóránt Károly
Budapest, 2010. április 6.