

## Nagy Márton<sup>1</sup>: Miért nem jelent kockázatot a magyar vállalatok devizaadóssága?

### Elnagyoltság helyett részletesebb elemzés szükséges

*A globális kockázatok növekedésével 2018. április óta jelentősen csökkent a befektetők kockázatvállalási hajlandósága, ami a feltörekvő országok korábban jellemzőnél erősebb differenciáláshoz vezetett. A befektetési bankok és más piaci elemzések (pl. IIF) külső sérülékenységről szóló írásait számos nemzetközi gazdasági lap (köztük a Wall Street Journal) is átveszi – ezek az elemzések ugyanakkor sokszor elnagyoltak, és így helytelenül hasonlítanak össze olyan alapmutatókat, amik mögött eltérő fundamentális folyamatok húzódnak meg. Ezek a megtévesztésre alkalmas elemzések különösen sokat árthatnak a jelenlegi kiélezett piaci helyzetben, amikor a befektetők által érzékelt torz kép jelentősen befolyásolhatja egy ország gazdaságának megítélését. Az országspecifikus jellemzők miatt az elemzésekben ezért kiemelt figyelmet kell fordítani Magyarország bruttó külső adósságának és devizaadósságának alaposabb értékelésére.*

*Az alábbi cikkben a devizában fennálló adósságról kialakított képet szeretnénk pontosítani. Az egyik legfontosabb megállapításunk, hogy a feltörekvő országokban jellemző emelkedéssel szemben hazánk devizaadóssága 2010 óta – a jelentős többletet mutató folyó fizetési mérleg következtében – jelentősen csökkent, ami leginkább az árfolyamkockázatra érzékeny szektoroknál volt jellemző. A lakosság devizaadóssága a forintosítás hatására megszűnt, míg az államé az önfinanszírozási program hatására folyamatosan és nagymértékben csökkent, ami érdemi szerepet játszott hazánk adósságbesorolásának javulásában. Emellett a vállalati szektor esetében sem beszélhetünk árfolyamkockázatról: egyrészt Magyarország a GDP-hez hasonló mértékű exportbevétellel az egyik legnyitottabb ország a világon, ami jelentős devizabevételt, így természetes fedezetet is jelent a szektor döntően euróban fennálló devizaadósságára. Másrészt az utóbbi években a kiemelkedően nagy külkereskedelmi többlet hatására a vállalatok a külföldi hitelek visszafizetése mellett egyre nagyobb (egy esetleges turbulencia esetére puffert jelentő) külföldi pénzügyi követelésállományt építenek fel, vagyis a nettó devizapozíció még sokkal kedvezőbb képet mutat – utóbbi különösen azért fontos, mert több hitelminősítő módszertanában a nettó adósságra vonatkozó mutató szerepel.*

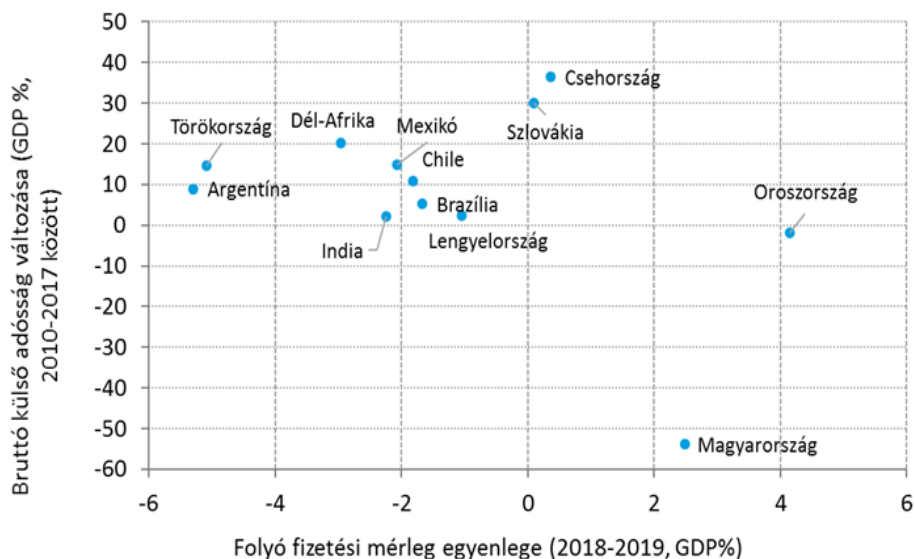
#### 1. FELVEZETÉS

**A folyó fizetési mérleg többletbe fordulásával nagymértékben csökkentek Magyarország külső adósságmutatói, ami a devizaadósságot is kedvezően érintette.** A magyar gazdaság válság utáni alkalmazkodása 2010-től a folyó fizetési mérleg jelentős többletbe fordulását eredményezte, ami a stabil FDI-beáramlással, illetve a magyar gazdaságpolitikai lépésekkel (pl. önfinanszírozási program) a nettó és bruttó külső adósság nagymértékű csökkenését okozta – miközben a legtöbb feltörekvő ország külső adóssága emelkedett. Mivel a külső adósság döntően devizatartozáshoz kötődik, ezért a külső adósságmutatók javulása a magyar gazdaság devizaadósságát is kedvezően érintették, amelyben – mint azt látni fogjuk – mindhárom szektor (a háztartások, a nem pénzügyi vállalatok és az állam) szerepet játszott. Az ország bruttó külső adóssága 2018. I. negyedévében a 2009-es historikus csúcs felét, a GDP 60 százalékát tette ki, a nettó külső adósság pedig azóta a GDP 10 százalékának közelébe csökkent. Előretekintve a folyó fizetési mérleg tartósan pozitív maradhat, ami a beáramló EU-transzferek finanszírozási képességet növelő hatásával együtt biztosíthatja a külső adósságmutatók folytatódó javulását.

---

<sup>1</sup> A Szerző a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikáért és hitelösztönzésért felelős alelnöke

1. ábra: A bruttó külső adósság múltbeli változása és a folyó fizetési mérleg egyenlegének várható alakulása



Forrás: IMF

## 2. JELENTŐSEN MÉRSÉKLŐDÖTT A DEVIZAADÓSSÁG MAGYARORSZÁGON

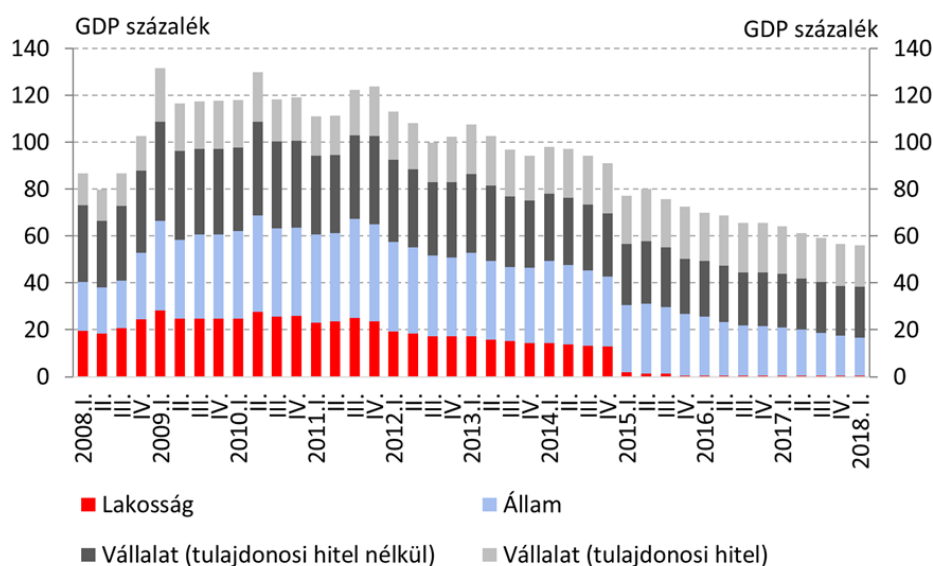
**A magyar gazdaság GDP-arányos bruttó devizaadóssága a korábbi historikus csúcstól az elmúlt évtizedben meglehetősen jelentősen mérséklődött, 2018 március végén 56 százalékot tett ki, amelyhez mindhárom szektor adósságcsökkenése hozzájárult.**

A válság előtti években a magánszektor deviza-eladósodása, a válság kitörését követően pedig a nemzetközi szervezetektől felvett hitel, a forint leértékelődése és a GDP csökkenése is hozzájárult ahhoz, hogy a magyar gazdaság (tulajdonosi hitelek is tartalmazó) bruttó devizaadóssága magas szintre emelkedett, 2009 I. negyedévében historikus csúcstól elérve a GDP 130 százaléka felett alakult. 2010 óta a gazdaság finanszírozási képességének emelkedésével párhuzamosan megindult a devizaadósság csökkenése, amit a magánszektor mérlegalkalmazkodása mellett az állami intézkedések is támogattak. 2015-ben a forintosításnak köszönhetően gyakorlatilag megszűnt a háztartások devizakitettsége, míg az állam – önfinszírozási program által is támogatott – belső forrásokból történő finanszírozása lehetővé tette a devizaadósság leépítését, a nem pénzügyi vállalatok<sup>2</sup> devizaadósságának csökkenését pedig a mérlegalkalmazkodás mellett az NHP-n keresztül történő forrásbevonás is segítette. A magyar gazdaság GDP-arányos bruttó devizaadóssága 2018. március végén 56, míg a tulajdonosi hitelek nélkül 39 százalékot tett ki.

**Fontos hangsúlyozni, hogy a vállalati szektort jellemző adósságráták vizsgálatakor az elemzések során érdemes az átfolyó tőkéktől és tulajdonosi hitelektől mentes adatokat figyelembe venni, amelyek a szektor devizaadósságának közel felét teszik ki.** Ennek oka, hogy egyrészt a Magyarországon – jellemzően adóoptimalizálási céllal – működő, ún. speciális célú vállalatok (SCV-k) tevékenysége nem befolyásolja a reálgazdasági folyamatokat, ugyanakkor a külföldről bevont, majd továbbadott források (ún. átfolyótőke) megjelennek az adósságmutatókban. Másrészt a tulajdonosi hitelek a közvetlentőke-befektetésen belül adósság típusú finanszírozást jelentenek, ugyanakkor közgazdasági értelemben inkább nem adósságjellegű finanszírozási formának tekinthetők, hiszen az anyavállalatok részesedésekkel és tulajdonosi hitellel történő finanszírozása közötti átjárás rugalmas ( az elmúlt években sokszor ellentétesen mozogtak, és együttes idősoruk jóval stabilabban alakult), ráadásul a hitelekkel kapcsolatos kockázatok – például megújítási kockázat, kamatkockázat – is jóval kisebbek a tulajdonosi hiteleknél, mint a banki hitelek esetében. Az SCV-k nélküli vállalatok devizaadósságának közel felét ezek a tulajdonosi hitelek teszik ki, ezek hatásától tisztítva a vállalati devizaadósság 2018. I. negyedévében a GDP mintegy 20 százaléka volt.

<sup>2</sup> A pénzügyi vállalatok devizaadóssága teljes mértékben fedezettnek tekinthető, így a szektor devizaadósságának számszerűsítésétől eltekintünk.

2.ábra: A nem pénzügyi szektorok devizaadóssága Magyarországon



## 2.1. HÁZTARTÁSOK

**A háztartások hiteleinek forintosításával a szektor devizaaránya gyakorlatilag nullára csökkent, miközben a makroprudenciális szabályok gátolják az újbóli emelkedést.** A válság előtt felépülő lakossági devizahitel-állomány számottevő kockázatot jelentett a gazdaság külső sérülékenysége szempontjából. A válság után az árfolyam gyengülése és a külföldi hozamok emelkedése megterhelte a háztartások jövedelmét, ami korlátozta a monetáris politika mozgásterét és a bankrendszer profitabilitását is nyomás alá helyezte. A 2011-es végtörlesztéssel, majd a 2014-ben megvalósuló forintosítással a devizaadóssággal kapcsolatos kockázatokat sikerült megszüntetni, így a háztartásokat már nem érintette kedvezőtlenül például a később felértékelődő svájci frank árfolyam. A makroprudenciális szabályok bevezetése – mint például a folyósított hitel devizanemétől függő jövedelemarányos törlesztőrészlet és a hitelfedezeti mutató – gátolják a devizahitelek újbóli felfutását, ezért minimalizálják a devizahitelezéssel kapcsolatos kockázatokat. A rendelet értelmében csak annak van lehetősége devizahitelt felvenni, akinek a jövedelme is devizában van, így nem fordulhat elő fedezetlen devizapozíció a lakosság esetében. A forintosítás után tehát a makroprudenciális szabályok betartásával a háztartások devizapozíciója – a külső sérülékenység szempontjából optimálisnak tekinthető – nulla közelében tartható.

## 2.2. ÁLLAMHÁZTARTÁS

**Az államháztartás devizaadóssága az elmúlt években jelentősen mérséklődött, ami érdemi szerepet játszott a külső sérülékenység csökkenésében.** Az államadósság-kezelési stratégia egyik fő célja 2011-et követően a belföldi, forint finanszírozás erősítése volt, amit a jegybanki önfinanszírozási program is támogatott. 2016-ban visszafizetésre került az EU-IMF hitel utolsó részlete, illetve a lejáró devizakötvények refinanszírozása is forintból történt meg az elmúlt években. Ennek következtében jelentősen, a 2010. év végi közel 40 százalékról, 2017 év végére 20 százalék alá csökkent az államháztartás GDP arányos devizaadóssága. Míg a 2010. év végi érték a régió országaihoz viszonyítva kiemelkedően magas értéket jelentett, jelenleg az államháztartás GDP-arányos devizaadóssága nagyságrendileg megegyezik a régiós átlaggal. Az adósságstratégiai célok továbbra is változatlanok, a devizaadósság leépítését a pozitív nettó forint kötvénykibocsátások és a lakossági papírok állománybővülése támogatja a következő években is. A trendszerűen csökkenő devizaadósság érdemi szerepet játszik a külső sérülékenység folyamatos mérséklődésében, illetve hazánk adósságbesorolásának javulásában. Az államadósság devizaadósságának csökkentése, mint kiemelt gazdaságstratégiai cél elérése érdekében továbbra sincs szükség devizakötvény kibocsátásra.

### 2.3. VÁLLALAT

**Magyarország az OECD adatbázisa szerint az egyik legnyitottabb ország, így az exportőr vállalatok számára a devizaadósság nem jelent kockázatot, mivel — a természetes fedezettséget biztosító – exporttevékenységéhez viszonyított aránya kifejezetten alacsony.** A vállalat devizaforrásainak optimális arányát jelentősen befolyásolja a vállalati szektor bevételeinek devizaszerkezete, ugyanis az exportőr vállalatok deviza árbevétele természetes fedezettséget jelent a devizaadóssággal szemben. Sőt, a jelentős részben devizabevételekkel rendelkező vállalatok számára a kockázatokat mérsékli a devizahitelek felvétele, mivel az teremt összhangot a vállalatok bevételeinek és kiadásainak devizaszerkezete között. A hazai nagyvállalatok nemzetközi összevetésben is jelentős értékben exportálnak, ami a GDP arányos exportban is tükröződik. Ebben a mutatóban Magyarország az OECD adatbázisában szereplő országok között a negyedik legnyitottabb ország, ami 2017-ben magas, a GDP 7,5 százalékát meghaladó külkereskedelmi többlettel mellett alakult ki. Ez alapján a GDP arányosan viszonylag magas vállalati devizaadósságot, a szektor exportbevételeihez viszonyítva Magyarország devizaadósságának értéke – a vállalati szektor exportbevételeihez képest – kifejezetten alacsony. A magyar gazdaságra jellemző dualitás a kkv-k kisebb exporttevékenységében is tükröződik. Ezt felismerve, az MNB által indított Növekedési hitelprogram (NHP) is támogatta, hogy a devizabevételekkel kevésbé rendelkező szektor korábbi devizahiteleit, alacsony költségek mellett cserélhesse hazai devizában denominált hitelekre.

**A magyar vállalatok devizaadósságának jelentős része – az exportbevételekkel összhangban – euróban denominált.** A vállalati szektor számára fontos, hogy a szektor adóssága és bevételei azonos devizában legyenek denominálva. Magyarország exportjának mintegy 60 százaléka az eurozónába irányul. Ezzel összhangban a vállalatok devizaadósságának jelentős része euróban denominált, ami alátámasztja, hogy a vállalati szektor devizaadóssága a devizabevételekből fakadó kockázatok fedezésére is szolgálhat.



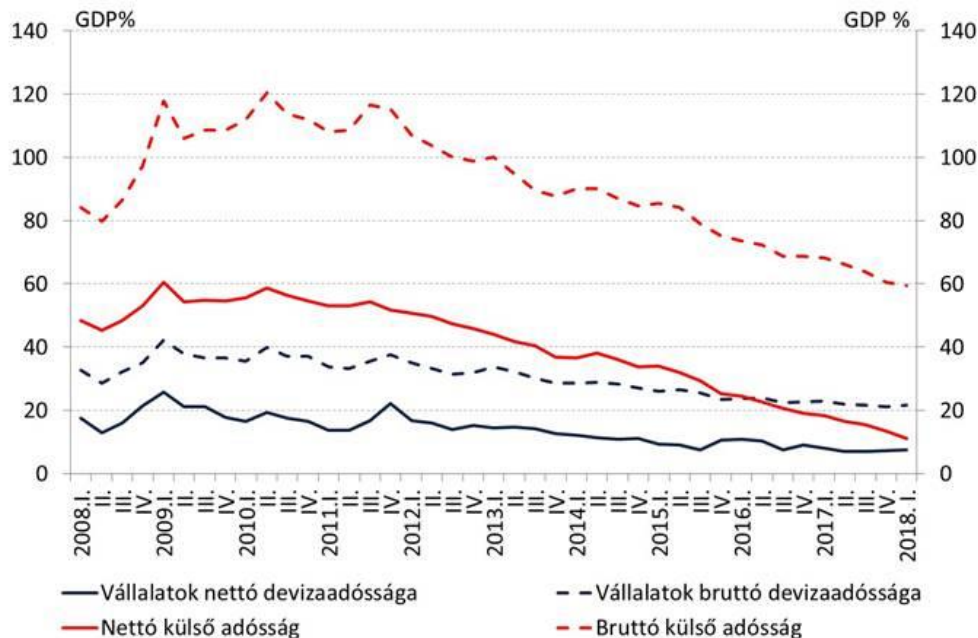
Forrás: Nomura (IIF), OECD

### 3. A NETTÓ MUTATÓ IS JELENTŐSEN ÁRNYALJA A FOLYAMATOKAT

**A nettó devizaadósság jobban megragadja a gazdaság egyes szektorainak tényleges nyitott devizapozícióját, hiszen az árfolyamkockázatot csökkentő devizaköveteléseket is figyelembe veszi.** Bár a nemzetközi összehasonlító elemzések – vélhetően az adatok elérhetőségére tekintettel – általában a bruttó adósság vizsgálatára szorítkoznak, ugyanakkor a gazdasági szektorok tényleges sérülékenységének vizsgálatakor a nettó mutató használata célszerű. Ezt támasztja alá az is, hogy a Fitch hitelminősítő módszertana is a nettó külső adósságot alkalmazza a külső kitétségek számszerűsítésére. (A devizaadóssághoz hasonlóan a gazdaság nettó külső adóssága a jelentősen csökkent az utóbbi években, ami érdemben hozzájárult a magyar gazdaság sérülékenységének csökkenéséhez.) A külső adósság mellett a devizakitétség vizsgálata során is érdemes a nettó mutatót használni, hiszen egyrészt a szektorok devizaeszközei a devizaforrások szűkös rendelkezésre állása esetén finanszírozást jelenthetnek, másrészt, részben fedezik a nyitott

árfolyampozíciót, így ellensúlyozzák az esetleges árfolyamváltozásokból eredő átértékelődési hatásokat, ezáltal csökkentve a gazdasági szereplők kockázatait. A nem pénzügyi vállalatok nettó devizaadóssága is érdemben alacsonyabb a bruttó adósságnál. Az utóbbi években a devizaköveteléseket is figyelembe vevő vállalati nettó devizaadósság a GDP 25 százalékát meghaladó csúcstól fokozatosan csökkent, így 2016 óta már a GDP 10 százaléka alatt alakult, amihez az adósságkezelés mellett a vállalati szektor devizaeszközeinek emelkedése is hozzájárult.

4.ábra: Magyarország külső adóssága és a vállalatok devizaadóssága (tulajdonosi hitelek nélkül)



#### 4. KONKLÚZIÓ

Összességében tehát megállapítható, hogy az ország bruttó devizaadósságának egy időpontra szóló nagysága félrevezető képet ad az ország sérülékenységéről, és azt számos részlet árnyalásával együtt érdemes bemutatni. A legfontosabbak ezek közül a következők:

- múltbeli és várható tendenciák: hazánkban visszaesés és további csökkenés várható;
- az egyes szektorok szerinti differenciálás: az árfolyamkockázatnak leginkább kitett állami és háztartási szektoroknál jelentős csökkenés és további mérséklődés várható;
- a vállalatok esetében a szektor adósságának összetétele: az átfolyó tőke és a tulajdonosi hitelek jóval kisebb kockázatot jelentenek;
- az exportbevétel devizakitettséget csökkentő hatása: hazánk az egyik legnyitottabb ország;
- a devizaadósság összetétele: a hazai vállalatok devizahitelei döntően a bevételt jelentő devizában, euróban denomináltak;
- a bruttó adósság mellett a nettó mutató figyelembe vétele: a külföldi eszközök felhalmozása miatt sokkal kedvezőbb pozíció.