

# Hoffmann Mihály–Kóczián Balázs–Koroknai Péter: A magyar gazdaság külső egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás\*

*A magyar gazdaság külső tartozásainak és követeléseinek alakulása kiemelten fontos a gazdaság külső sérülékenységének megítélése szempontjából. A következő tanulmányban főként a finanszírozási folyamatokra koncentrálva tekintjük át a magyar gazdaságba 1998 és 2012 között érkezett források szerkezetét, valamint rámutatunk a tőkeáramlások és reálgazdasági folyamatok közötti összefüggésekre is.*

## ÖSSZEFOGLALÓ

A rendszerváltást követően Magyarországot – a felzárkózó gazdaságokra jellemző módon – jelentős külső egyensúlytalanság, a folyó fizetési mérleg nagymértékű hiánya jellemezte. A gazdasági átalakulás, illetve a tőkehiányos gazdaság kedvező megtérülést biztosított a beruházásoknak, amelyeknek a forrását a külföldi szereplők befektetései biztosították. Ennek megfelelően 1998-tól a 2000-es évek elejéig számottevő mértékű működő tőke áramlott az országba, ami – mivel elsősorban beruházásokat finanszírozott – viszonylag gyors gazdasági növekedést biztosított anélkül, hogy az ország sérülékenységét mutató nettó külső adósság növekedett volna.

A 2000-es évek közepétől ugyanakkor egy igen kedvezőtlen folyamat vette kezdetét. A folyó fizetési mérleg egyenlege továbbra is jelentős hiányt mutatott, ezt azonban már döntően nem FDI típusú források, hanem külföldi hitelek finanszírozták. Az állami túlköltekezés, illetve a lakosság – eleinte forint, majd később deviza alapú – hitelfelvételének megugrása ugyanis külföldi hitelfelvétellel valósult meg: az állam is és a hitelt folyósító bankok is jelentősen támaszkodtak a külföldi szereplők forrásaira. Tovább rontott a helyzeten, hogy ezeket a hiteleket nem a későbbi gazdasági növekedést megalapozó beruházásra, hanem elsősorban a belföldi fogyasztás növekedésére fordították, vagyis a felvett külföldi hitelek elköltése nem szolgálta a hitelek későbbi visszafizethetőségét. És bár az állam 2006-tól elkezdett kiigazításai látványosan csökkentették a költségvetési hiányt, a háztartások fogyasztássimító magatartása

nagyobb (és ráadásul devizában denominált) hitelfelvételre ösztönözte a lakosságot, jelentősen csökkentve nettó pénzügyi megtakarítását. Emiatt a 2008 végén kezdődött válság rendkívül rossz helyzetben érte a magyar gazdaságot: a jelentős külső egyensúlytalanság miatt a gazdaság nagymértékben támaszkodott a külső forrásokra, a nettó külső adósság kiugróan nagy, az államadósság igen magas volt, miközben a magánszektor hatalmas mértékű devizahitelállománnyal rendelkezett, és az ország potenciális növekedése olyannyira lecsökkent, hogy a fejlettebb gazdaságokhoz való reálkonvergencia-folyamat is erőteljesen lelassult.

A válság kitörését követően megnőtt bizonytalanságban a kockázatkerülés olyan mértékű volt, hogy a magyar gazdaság rossz fundamentumai miatt a külföldi gazdasági szereplők megvonták a bizalmat a magyar befektetésektől. Ennek következményei több területen is éreztették hatásukat. Egyrészt, a magyar államkötvényeket nem lehetett értékesíteni, másrészt a külföldi finanszírozás futamideje jelentősen lecsökkent, ezek végül az IMF–EU-tól származó hitelek felvételére kényszerítették hazánkat. Harmadrészt, a magánszektor hiteleinek kockázatosága miatt a bankrendszer nem volt hajlandó hitelt folyósítani – miközben a megnövekedett munkanélküliség, csökkenő jövedelmek és emelkedő bizonytalanság miatt a lakosság nem is szándékozott hitelt felvenni. Így a magyar bankok elkezdték visszafizetni külföldi hiteleiket (illetve más olvasatban az anyabankok elkezdték kivonni forrásait). A külföldi források elmaradásából adódó finanszírozási válsággal párhuzamosan a reálgazdaság is válságba került. A jövedelmek csökkenése, a bizonytalanság növekedése és a leállt hitelezés

\* Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

következtében a lakossági fogyasztás visszaesett. A külső és belső kereslet zuhanása, illetve a hitellehetőségek beszűkülése nyomán pedig a vállalati beruházások is esni kezdtek, ami szintén visszahatott a lakossági fogyasztás alakulására.

A finanszírozási és reálgazdasági válság ugyanakkor – az egyéb területeken érzékelhető jelentős negatívumok mellett – nagymértékben javította az ország külső egyensúlyát. Az import visszaesése miatt a külkereskedelmi egyenleg jelentős többletet mutatott, ami az új költségvetési ciklus miatt nagymértékben megemelkedett EU-transzferrel szufficitbe fordította a korábbi években nagy negatívumot mutató folyó fizetési mérleget. A szektorok megtakarításának oldaláról az ország nettó megtakarítói pozíciója úgy alakult ki, hogy a visszaeső fogyasztás és beruházás nyomán megugrott a magánszektor pénzügyi megtakarítása, miközben a költségvetési hiány is alacsony maradt. A finanszírozás oldaláról a korábban jellemző nagymértékű külső forrásbeáramlást a válság kitörését követően a külföldi hitelek visszafizetése követte, vagyis az ország nettó külső adóssága elkezdett csökkenni.

A külső egyensúly a flow jellegű mutatókban tehát helyreállt, ugyanakkor az állományi mutatókban nemzetközi szinten tapasztalható elmaradás a jövőben további alkalmazkodást tehet szükségessé. Az árfolyam gyengülése miatt a külső eladósodottságunk csak mérsékelt ütemben tudott csökkenni, és külső adósságrátánk még mindig számottevően meghaladja a régiós országokét, miközben a nagymértékű deviza nyitott pozíció miatt az árfolyam esetleges leértékelődése további kockázatokat jelent a gazdaságra nézve. A külső tartozások csökkentése a gazdasági növekedés szempontjából is fontos lenne: a válság után azok a gazdaságok szenvedtek el kisebb visszaesést, illetve tudtak nagyobb mértékben növekedni, amelyek külső tartozása relatíve alacsonyabb volt. Mivel a bankok esetleges újabb forráskivonása a hitelpiac folytatódó pangását, és ezzel a gazdaság válságból történő lassabb kilábalását vetíti előre, a külföldi működőtőke-beruházások növekedése lenne kívánatos, ami teret nyithatna a magas adósságszintek kinövésének is.

## BEVEZETÉS

Elemzésünkben a fizetési mérleg alakulását vizsgáljuk meg 1998 és 2012 között. A téma összetettségére és a terjedele-

lem korlátosságára való tekintettel elemzésünk nem tér ki minden részletre, ugyanakkor a legfontosabb összefüggéseket számba veszi.<sup>1</sup> A külső egyensúly szempontjából meghatározó nettó külső finanszírozási képességet három megközelítés szerint vizsgálhatjuk. A reálgazdaság oldaláról, a finanszírozás szerkezetére alapján (pénzügyi mérleg), illetve az egyes szektorok megtakarítása szerint.

1. A reálgazdasági megközelítés alapján a folyó fizetési mérleg három fő részből áll. Az első az áru- és szolgáltatás egyenleg, vagyis az ország nettó exportjának egyenlegét jelenti. A második a jövedelem egyenleg, ami az országba be- és kifolyó jövedelmek (profit, kötvények hozama, osztalékfizetés, külföldön munkát vállalók hazautalt jövedelme) egyenlegét jelenti. A harmadik fő kategóriának tekinthetjük az országba érkező és onnan kiutalt viszonzatlan átutalások (transzferek) egyenlegét. Ez a három tétel határozza meg a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Ha ezt a három fő tételt még kiegészítjük egy negyeddikkel, a tőkemérleggel – amelyet a folyó viszonzatlan átutalásokkal együtt transzferegyenlegnek is neveznek, és a beruházásokat támogató viszonzatlan átutalások tükröződnek benne –, akkor megkapjuk az adott ország nettó finanszírozási képességét<sup>2</sup> (1. ábra).
2. Az ország nettó finanszírozási képességét fel lehet osztani a gazdaság szektorai – államháztartás, vállalatok és a lakosság – között is. A nettó finanszírozási képesség végső soron a gazdaság szektorainál megtermelt jövedelem azon részét jelenti, amit nem költenek el fogyasztásra vagy felhalmozásra. Vagyis az egyes szektorok (háztartások, vállalatok, költségvetés) nettó pénzügyi megtakarításának összege kiadja az ország nettó finanszírozási képességét.
3. A fizetési mérleg pénzügyi mérlege szerinti felbontás pedig az országba beáramló források típusa alapján osztja szét a fizetési mérleg egyenlegét adósság jellegű (jellemzően valamilyen hiteltípusú) és nem-adósság jellegű (működő tőke vagy részvény jellegű) tételekre.

A három megközelítés elvileg ugyanazt az eredményt mutatja. A reálgazdasági folyamatok ugyanis a finanszírozási folyamatokban tükröződnek: ha például a folyó fizetési mérleg többletet mutat (pozitív egyenleg) – ahogyan az az

<sup>1</sup> Elemzésünkben elsősorban a finanszírozási, illetve a megtakarítási folyamatokkal foglalkozunk, és csak a legszükségesebb mértékig érintjük a külkereskedelmi egyenleg alakulásának mozgatórugóit.

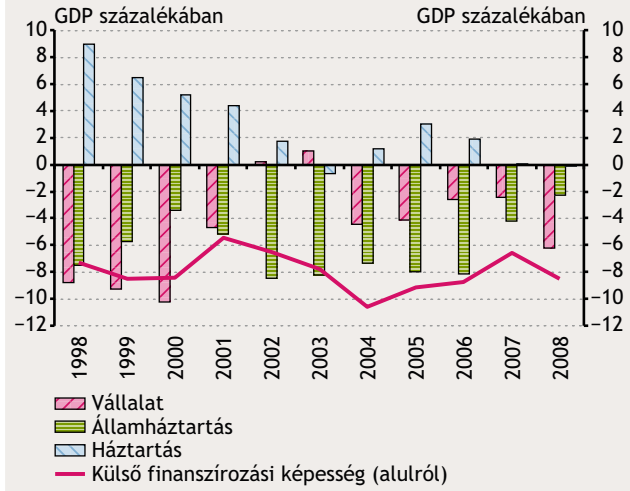
<sup>2</sup> Mivel az EU-transzferek elszámolása a folyó fizetési mérlegben szereplő viszonzatlan átutalások sorában, illetve a tőkemérlegben egyaránt megjelenhet, az ország külső pozíciójának elemzésekor a folyó fizetési és tőkemérleg együttes alakulását, más néven az ország külső finanszírozási képességét elemezzük. Ha a folyó fizetési mérleg és tőkemérleg egyenlege többletet mutat, akkor nettó finanszírozási képességről beszélünk, ha pedig az egyenleg negatív, akkor nettó finanszírozási igényről.

**1. ábra**  
A nettó finanszírozási képesség a reálgazdasági megközelítés szerint

Reálgazdasági megközelítés		Szektorok megtakarítói pozíciója	Finanszírozási megközelítés
Felülről számított külső finanszírozási képesség	Nettó export	Államháztartás	Adósság
	Jövedelem-egyenleg	Lakosság	
	Transzferek	Vállalat	FDI
		Tévedések és kihagyások egyenlege	
Alulról számított külső finanszírozási képesség			Nettó külső forráskiáramlás

**2. ábra**  
Fizetési mérlegünk egyenlegének megbontása a szektorok megtakarítási pozíciójára 1998 és 2008 között

(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

elmúlt években jellemző volt a magyar gazdaságra –, akkor a pénzügyi mérleg a források kiáramlását jelzi (negatív egyenleg) és fordítva. Azaz a teljes fizetési mérleg mindig egy nullára zárt rendszert alkot.<sup>3</sup>

Egy Magyarországhoz hasonló kis, nyitott, felzárkózó gazdaságban a szektorok viselkedésében azt figyelhetjük meg, hogy míg a vállalati és állami szektor általában finanszírozási igényt támaszt, addig a háztartások megtakarításai ezt részben fedezik. A vállalatok a beruházási igényük miatt forrásbevonásra szorulnak, míg a költségvetés általában a bevételeit meghaladó kiadások, azaz a költségvetési hiány vállalásával járul hozzá gazdasági és társadalmi céljainak eléréséhez. Ezek alapján a felzárkózásnak szinte mindig velejárója a külső források beáramlása – ami a fizetési mérleg hiányában tükröződik. A vizsgálandó időszak során bekövetkezett válság jelentős törést okozott Magyarország fizetési mérlegének egyenlegében, valamint a hazánkba érkező külföldi források irányában is. Így a megfigyelt folyamatokat két részre bontva vizsgáljuk: 1998-tól a válságig, valamint 2008-tól 2012-ig.

## A VÁLSÁGOT MEGELŐZŐ IDŐSZAK

A 2008-ig tartó időszakban az állam és a vállalatok forrásigénye miatt külső forrásokra szorult a gazdaság, amit a lakossági megtakarítás egyre kisebb mértékben tudott ellensúlyozni (2. ábra). A szektorok megtakarítói pozíciója alapján elmondható Magyarországról, hogy az 1990-es évek végén a háztartások jelentős – de fokozatosan mérséklődő – megtakarítása mellett a vállalati szektor és kormányzat jelentős finanszírozási igényét figyeltük meg. Ebben az időszakban a háztartások jelentős megtakarítását az is segítette, hogy a pénzügyi közvetítőrendszerrel még csak visszafogott mértékben vehettek fel hiteleket. Ugyanakkor a hitelfelvétel ugrásszerű növekedésével – ami az évtized elején főként a támogatott lakáshitelekhez volt köthető – a szektor finanszírozási képessége is erodálódott, majd 2002 és 2008 között tartósan alacsony maradt. A vállalatok jelentős finanszírozási igénye beruházó-termelő tevékenységükből következik, ami a teljes időhorizonton megfigyelhető. Az államháztartásnál a finanszírozási igény csökkenő tendenciát mutat a '90-es évek végén, 2000-től azonban ismét

<sup>3</sup> A különböző szemléletből adódó adatoknak meg kellene egyeznie, de a nem integrált adatforrások, a nem teljes körű megfigyelés, illetve az árfolyamok eltérő kezelése átmenetileg eltéréseket okozhat, ami a „Tévedések és kihagyások” egyenlegében mutatkozik meg. A reálgazdasági és a finanszírozási folyamatok hosszabb távon ugyanakkor meglehetősen hasonlóan alakulnak.

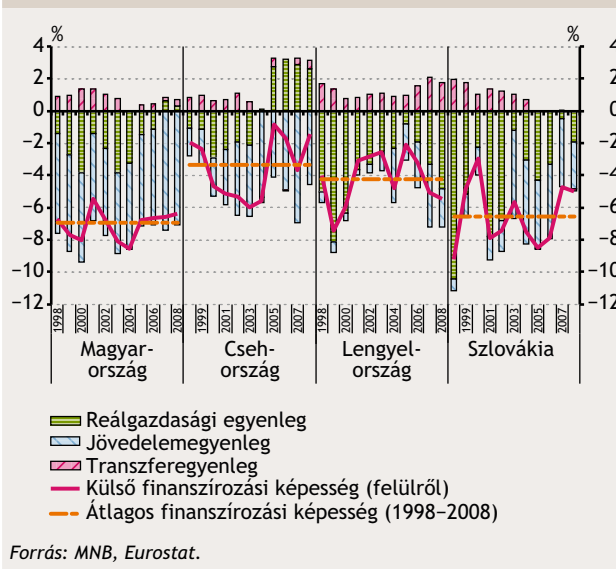
emelkedik. A 2002 és 2006 közötti jelentős költségvetési egyensúlytalanság során az állam finanszírozási igénye átlagosan a GDP közel 8 százalékát tette ki. Az ezt követő kiigazítás ugyanakkor jelentősen csökkentette az állam finanszírozási igényét. A 2002 és 2006 között megfigyelt laza fiskális politikából következően – a ricardói ekvivalencia alapján<sup>4</sup> – a lakosság nagyobb mértékű nettó megtakarítását várnánk, ami azonban nem következett be látványosan. A 2006-os kiigazítás hatására ugyanakkor a megtakarítások mérséklődtek, vagyis a korábbi állapothoz képest kismértékű fogyasztássimítást figyelhettünk meg – vagyis a fogyasztást a lakosság a nettó megtakarítások mérséklésével is támogatta. Összességében a szektorok viselkedése is jelentős külső forrásigényt mutat az 1998–2008 közötti időszakban.

**A fizetési mérleg a válság előtti időszakban – régiós versenytársainkhoz hasonlóan – jelentős hiányt mutatott, főleg a jelentős külső tartozásállomány miatti jövedelmkiáramlás miatt.** Reálgazdasági oldalról tekintve a kilencvenes évek végétől 2008-ig külső finanszírozási igényünk 7-8 százalék körül alakult. Ennek egyik fő oka a lezajlott privatizáció során jelentős tőkebefektetéssel tulajdont szerző külföldiek éves nyereségük hazautalása következtében negatív *jövedelemegyenleg* volt. Később a jövedelemegyenleget az emelkedő adósságra fizetett kamat is rontotta. Továbbá a lakossági fogyasztás, valamint exporttermelésünk magas importtartalma miatt *reálgazdasági egyenlegünk* is negatív volt a válság előtti időszak túlnyomó részében. Nettó exportunk egyenlege 2007-től kezdve fordult át pozitívba, ami többek között a lakossági fogyasztás – állami kiigazításokkal is összefüggésben álló – mérséklődésének, valamint exporttevékenységünk fokozódásának volt köszönhető. *Transzferegyenlegünk* ugyanakkor az uniós csatlakozás után közvetlenül nem indult növekedésnek, ezt valószínűleg az uniós támogatási rendszer sajátosságai okozták (3. ábra). A fizetési mérleg egyenlege (hiánya) hozzánk nagyon hasonlóan alakult több régiós társunknál is, iránya pedig szintén forrásbeáramlásról tanúskodik. A náluk megfigyelt egyenleg mértéke azonban jócskán elmaradt a Magyarországon tapasztalttól. Az egyenlegek összetételében is megfigyelhetőek különbségek: míg Magyarország és Csehország esetében a fizetési mérleg egyenlegét főleg a jövedelemegyenleg határozta meg, addig Lengyelország és Szlovákia esetében a negatív nettó export is meghatározó tényező volt.

**A megfigyelt időszak elején a Magyarországra beáramló forrás többsége nem adósság típusú forrás (elsősorban**

**3. ábra**  
A külső finanszírozási képesség alakulása Magyarországon és régiós társainknál

(a GDP arányában)

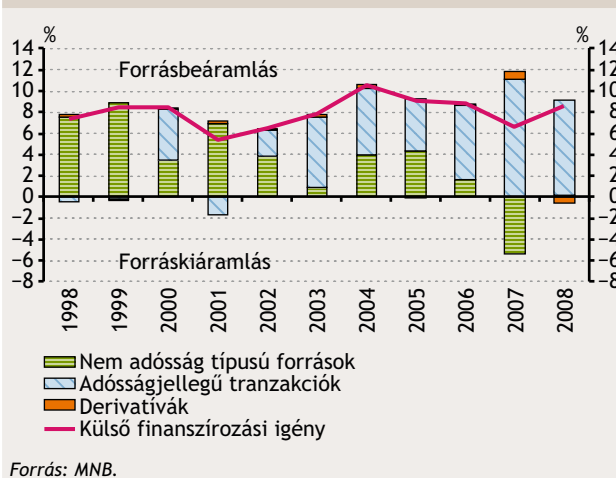


Forrás: MNB, Eurostat.

működő tőke) volt, ugyanakkor a 2000-es években a hangsúly átkerült az adósság típusú forrásokra. A fizetési mérleg egyenlegét a pénzügyi mérleg alapján felbontva azt figyelhetjük meg, hogy 2002-ig a Magyarországra beáramló külföldi források túlnyomó többsége működő tőke volt. Vagyis addig inkább a cégrészek vásárlásán, illetve zöldmezős beruházásokon keresztül érkeztek források Magyaror-

**4. ábra**  
A magyarországi forrásbeáramlás szerkezete 1998 és 2008 között

(GDP arányában)



Forrás: MNB.

<sup>4</sup> A ricardói ekvivalencia szerint a kormányzat átmeneti lazító intézkedéseire a lakosság és a vállalatok – a várakozásaik szerint a jövőben megemelkedő adóköltések miatt – jövedelmük arányában többet takarítanak meg. Vagyis egyszerűbben fogalmazva, a magánszektor hosszabb távon a megtakarításain keresztül simítja ki a költségvetési politika rövid távú egyenetlenségeitől befolyásolt fogyasztási pályáját.

szágra. Ez az összefüggés 2003-tól azonban markánsan megváltozott, és túlsúlyba kerültek az adósság típusú források, a működő tőke beáramlása pedig visszafogottan alakult. (4. ábra) Ugyanakkor ez nem volt gátja a forrásbeáramlás magas szintjének, ami – mint azt a fizetési mérlegben is megfigyeltük – a válság előtti időszakban 7-8 százalék körül mozgott.

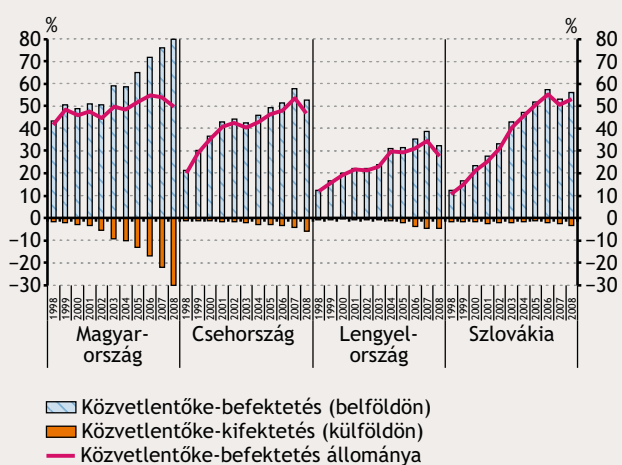
**Magyarország a közvetlentőke-befektetések állománya terén jelentős előnnyel indult a '90-es évek végén, ugyanakkor régiós versenytársaink 2008-ig fokozatosan felzárkóztak hozzánk.** Mint azt korábban említettük, Magyarországon többek között a privatizáció miatt a külföldiek jelentős tulajdonrészt szereztek a vállalati szektorban. Ez tükröződik a vizsgált időszak elején a hazánkban megfigyelt magas közvetlentőke-befektetési állományban. Ez azonban 1998 és 2008 között hazánkban csak kismértékben emelkedett (5. ábra). Ennek oka az is, hogy bár a nettó közvetlentőke-befektetés nem emelkedett hazánkban, a bruttó számokban markánsabb elmozdulást figyelhetünk meg. Vagyis a hazánkban lévő nagyvállalatok jelentősebb (2008-ra már a hazai GDP közel 30 százalékát elérő) mértékben fektettek be tőkét külföldön. Régiós versenytársainknál viszont – főleg Szlovákiában és Csehországban – 2006-ig a közvetlentőke-befektetések állományának töretlen emelkedését figyeltük meg. Ezzel együtt a vizsgált időszak végére sem érték el a nálunk megfigyelt állományt. A Magyarországról kiáramló közvetlentőke-befektetések mértéke régiós társainknál tőlünk jelentősen elmaradott mértékben figyelhető csak meg.

**Nettó külső adósságunk 2008-ig jelentősen emelkedett, és megközelítette a közvetlentőke-befektetések állományát.** Nettó külső adósságunk a kilencvenes évek végi 15 százalék körüli értékről 2008-ra 50 százalék fölé emelkedett. Ezt főleg a hazánkba 2002-től beáramló források megváltozott típusa okozta. Míg korábban inkább tőkebefektetések formájában érkeztek külföldi források Magyarországra, addig 2002-től – a bankok később részletezett devizahitelezésével összhangban – inkább adósság típusú források beáramlását figyeltünk meg. Az adósságjellegű források nettó mértéke az időszak végére megközelítette a közvetlentőke-befektetések magyarországi állományát (6. ábra). A 2003-tól emelkedésnek induló nettó külső adósság több régiós ország esetében is megfigyelhető, ugyanakkor ennek állománya a válság előtt hazánkban kiugróan magasra emelkedett. A későbbiekben pedig éppen a magas külső adósságállomány miatti jelentős sérülékenység volt az egyik oka annak, hogy a válság Magyarországot érzékenyebben érintette. Ezzel szemben régiós társainknál a külső adósság mértéke jóval alacsonyabb volt: Lengyelországban a válság előtt a GDP közel 15 százalékát érte el, míg Szlovákiában 0 körül alakult, Csehországnak pedig az adósság típusú forrásokban lévő követelése meghaladták kötelezettségeit.

**A háztartások 2001-től nagyobb mértékű hitelfelvételbe kezdtek, amivel erodálták finanszírozási képességüket.** A háztartási szektor folyamatait részletesebben vizsgálva elmondható, hogy a lakosság hitelállományának felépülése már 1998-ban megindult, gyorsulása 2001-től figyelhető meg. Ennek oka a pénzügyi közvetítőrendszer fokozatos

**5. ábra**  
A közvetlentőke-befektetések állományának alakulása 1998 és 2008 között Magyarországon és régiós társainknál

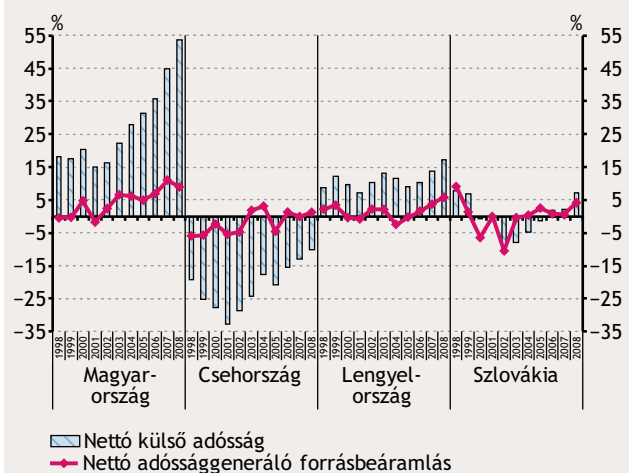
(a GDP arányában)



Megjegyzés: A 2008-as magyar adat az átfolyó tőkebefektetésektől szűrt állományt tartalmazza.  
Forrás: MNB, CNB, NBP, NBS.

**6. ábra**  
A nettó külső adósság alakulása 1998 és 2008 között Magyarországon és régiós társainknál

(a GDP arányában)

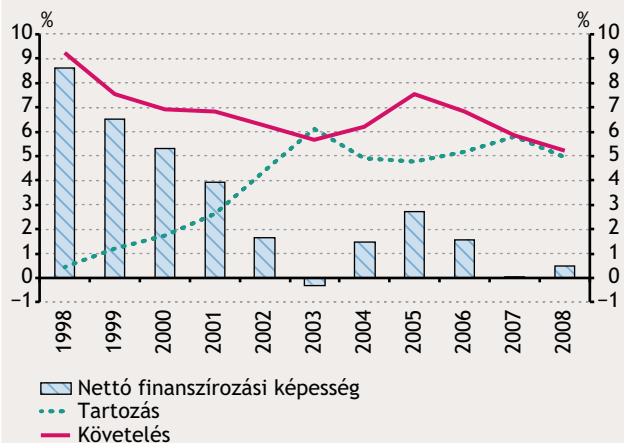


Forrás: MNB, CNB, NBP, NBS.



**7. ábra**  
A háztartások megtakarítási folyamatainak felbontása 1998 és 2008 között

(a GDP arányában)



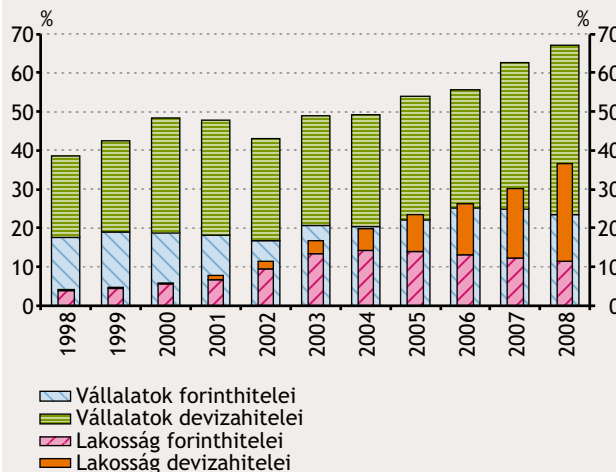
Forrás: MNB.

fejlődése mellett a korai szakaszban a támogatott lakáshitelezési rendszer, míg később a fokozódó devizahitelezés volt, melynek eredményeként 2008-ig jelentős mértékű lakossági hitelállomány épült fel. Bár a lakosság nettó megtakarítása a hitelfelvetelek miatt már 1998 óta trendszerűen csökkent, mélypontját 2003-ban és 2007–2008-ban érte el (7. ábra). Így a tipikusan nettó megtakarító lakosság 2003 és 2008 között csak kismértékben tudta ellensúlyozni a többi szektor magas finanszírozási igényét.

**A megdráguló forintfinanszírozás helyett a vállalatok és a lakosság egyre nagyobb mértékben adósodott el devizában.** Az eddig megismert folyamatok azt mutatják, hogy a gazdaság belső nettó megtakarítása kifejezetten alacsony volt. A magas inflációs környezet miatti magas nominális forintkamatok következtében a forintfinanszírozás is egyre jobban megdrágult. A viszonylag stabil forintárfolyam és a laza külföldi monetáris kondíciók miatt a hitelfelvévők inkább az olcsóbb devizaforrásokból finanszírozott hitelezés mellett döntöttek (Balás-Nagy, 2010)<sup>5</sup>. Ennek eredményeként a háztartások és a vállalatok is nagyobb mértékben adósodtak el devizában. A lakoságnál 2001-ben meginduló hitelállomány-növekedésben már a kezdetektől szerepet kaptak a devizahitelek, ekkor viszont még főként az autóhiteleknel, a 2004-től szigorodó lakáshitel-támogatások következtében azonban már a lakáshiteleknel is elterjedtek. A vállalatok hitelállománya 2008-ban közel kétszeresen haladta meg a háztartások hiteleit, mind a forint- mind a devizahitelek tekintetében (8. ábra).

**8. ábra**  
A vállalatok és háztartások hitelállományának megbontása denomináció alapján 1998 és 2008 között

(a GDP arányában)

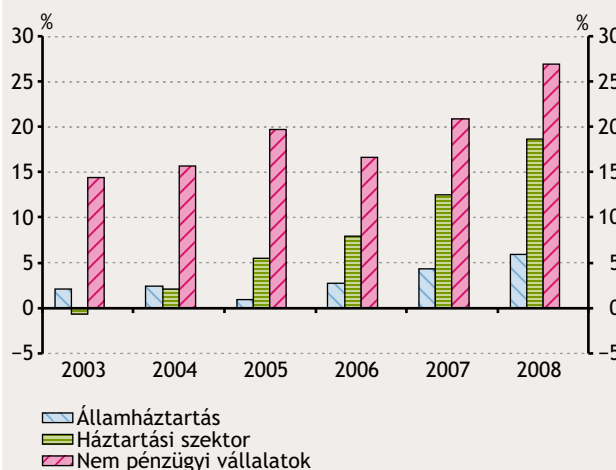


Forrás: MNB.

**A külső adósságunk – kiváltképp a devizahitelek miatt – a vállalatok és a lakosság nyitott devizapozíciójának emelkedésében is tükröződik (9. ábra).** A devizaadósság emelkedése szektorálisan is nagyobb nyitott devizapozíciókat jelentett. A két legnagyobb nyitott pozícióval rendelkező szektor a vállalati és a lakossági volt. Mivel a vállalatok

**9. ábra**  
Egyes szektorok nyitott devizapozíciójának alakulása 2003 és 2008 között

(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

<sup>5</sup> BALÁS T.-NAGY M. (2010): A devizahitelek forinthitelekre történő átváltása. MNB-szemle, október.

között számos exportra termelő vállalat rendelkezik rendszeres devizabevétellel, a nyitott pozíció esetükben kisebb kockázatot jelentett, mint a szinte kizárólag forintbevételekkel rendelkező háztartásoknál. A kinyíló nettó devizapozíció az állami szektornál is megfigyelhető, ennek mértéke azonban 2008 végére is elmaradt a vállalat, illetve a lakosság nyitott pozíciójától, köszönhetően az MNB devizatartalékainak. Mindeközben a válsághoz közeledve a külföldi szereplők egyre kevésbé vállaltak forint árfolyam-pozíciót, azaz egyre kevésbé finanszírozták a magyar gazdasági szereplőket forintban. Nettó külső adósságunk a 2003–2008 közötti időszakban végig emelkedett, és 2008 végére meghaladta a GDP felét.

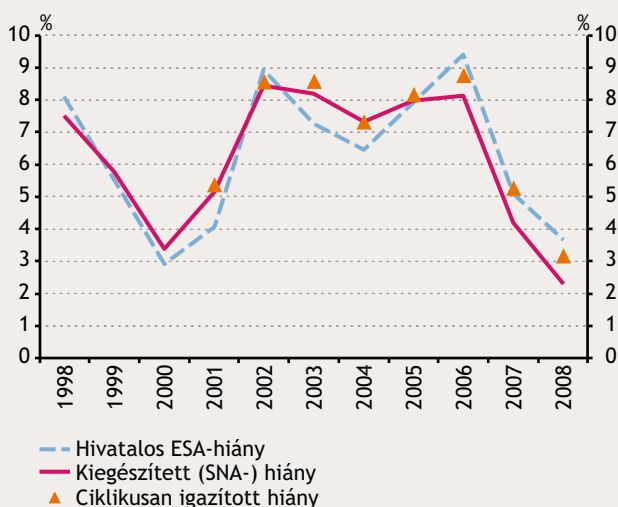
**Az államháztartás hiánya a kilencvenes évek végén még csökkent, az ezredforduló után azonban emelkedésnek indult, 2002 és 2006 között végig magas szinten maradt, amit a 2006-os kiigazító csomag csökkentett le (10. ábra).** Az államháztartás hiánya 1998 és 2000 között csökkent, 2000-ben érte el mélypontját. Ezt követően azonban emelkedésnek indult, és 2002 és 2006 között tartósan magas – 8 százalék körül ingadozó – hiányt figyelhettünk meg. Az állam által végrehajtott lazítás ekkor érte el csúcspontját, amit 2006-ban kiigazítás követett. Ennek köszönhetően a hiányt sikerült csökkenteni, és ezzel jelentősen mérsékelni az állami szektor nettó finanszírozási igényét. Mivel azonban a háztartások fogyasztássimító magatartása miatt ez a csökkenés a lakosság mérséklődő finanszírozási képességével járt együtt, összességében nem csökkentette érdemben külső forrásigényünket.

## VÁLSÁG ÉS ALKALMAZKODÁS

**A Lehman Brothers csődjét követően visszaesett a befektetők kockázatvállalási hajlandósága. Ennek hatására megkérdőjeleződött az államháztartás piaci finanszírozhatósága, amit végül az IMF/EU hitele oldott meg.** Bár a költségvetési hiány – a korábbi években végrehajtott kiigazításoknak köszönhetően – viszonylag alacsony volt, a magas adósságállomány, illetve az ezen belül is nagyarányú devizaadósság a befektetők kockázatkerülő magatartásával párosulva a külföldiek nagymértékű állampapír-eladásához vezetett 2008 őszén. A magyar eszközök eladásán túl a külföldiek egyre kisebb mértékben vettek részt a magyar állampapír-aukciókon, ami végül az államkötvény-kibocsátás mintegy fél évig tartó szüneteltetéséhez vezetett (11. ábra). A magyar állam ebben a helyzetben a hiány és a lejáró kötvények finanszírozhatósága érdekében a nemzetközi szervezetekhez fordult segítségért. Az IMF/EU-tól a következő negyedévekben lehívott devizahiteleknek köszönhetően az átmeneti finanszírozási nehézségek megoldódtak, az államadósság devizaaránya azonban a korábbi 30 százalékról 50 százalék közelébe emelkedett, vagyis jelentősen növekedett az államháztartás devizakitettsége. Azt is fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a válság, illetve az ezzel kapcsolatosan megnövekedett bizonytalanság miatt Magyarország külső forrásai nagymértékben rövidültek, ami jelentősen növelte az ország devizatartalék-igényét. Vagyis az állam által felvett, és a jegybank devizatartalékát is növelő devizahitel-felvétel az államháztartás finanszírozhatóságán túl is indokolt volt. Ráadásul, mivel az

**10. ábra**  
Az államháztartás hiányát jelző mutatószámok 1998 és 2008 között

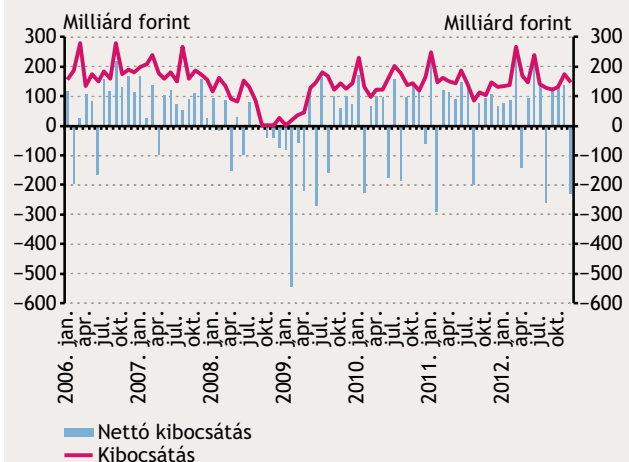
(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

**11. ábra**  
Az éven túli lejáratú forintállamkötvények kibocsátása

(havi adatok)



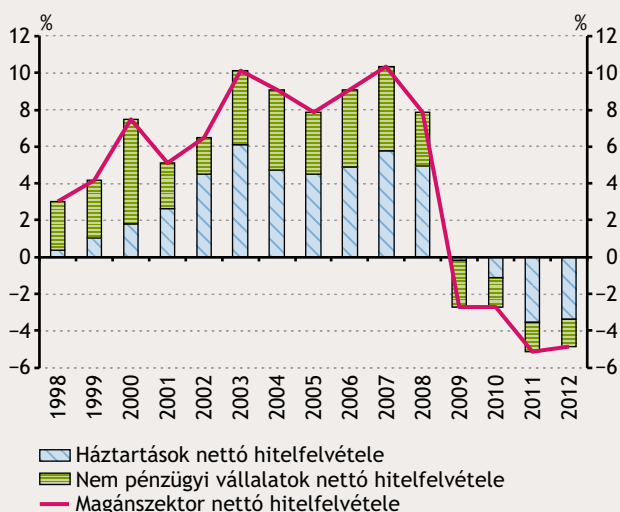
Forrás: MNB, ÁKK.

állam devizahitel-felvételével párhuzamosan nőtt a jegybank devizatartaléka is, az MNB-vel konszolidált államháztartás szintjén a fent említetté jóval kisebb mértékben nőtt a devizakitettség.

**A kockázatkerülő magatartás a bankok viselkedésében is jelentős változást hozott: az addigi hitelbőséget követően drasztikusan visszaesett a magánszektor hitelezése.** Míg a bankok a válság előtt a GDP 8–10 százalékának megfelelő hitelt nyújtottak a magánszektornak évente, addig a válság kitörését követően a hitelezés olyan mértékben esett vissza, hogy a háztartási és a vállalati szektor is nettó hiteltörlesztővé vált (12. ábra). A hitelezés visszaesésében a bankok hitelkínálata mellett a magánszektor hitelkeresletének zuhanása is szerepet játszott: a munkanélküliség növekedése, a jövedelmek csökkenése, az óvatossági megtakarítás térnyerése és a devizahitelezéssel kapcsolatos kockázatok felismerése egyaránt hozzájárulhatott a háztartások hitelkeresletének csökkenéséhez (Sóvágó, 2011)<sup>6</sup>. Ezzel egy időben pedig a külső és belső kereslet visszaesése és a jövőbeli gazdasági növekedéssel kapcsolatos bizonytalanság jelentős növekedése a vállalati hitelkeresletet vetette vissza.

**A hitelezés zuhanásával párhuzamosan a külföldi tulajdonosok jelentős mértékű forrást vontak ki a magyar bankokból. 2008-ig a bankok döntően külső források bevoná-**

**12. ábra**  
A magánszektor nettó hitelfelvétele  
(a GDP arányában)

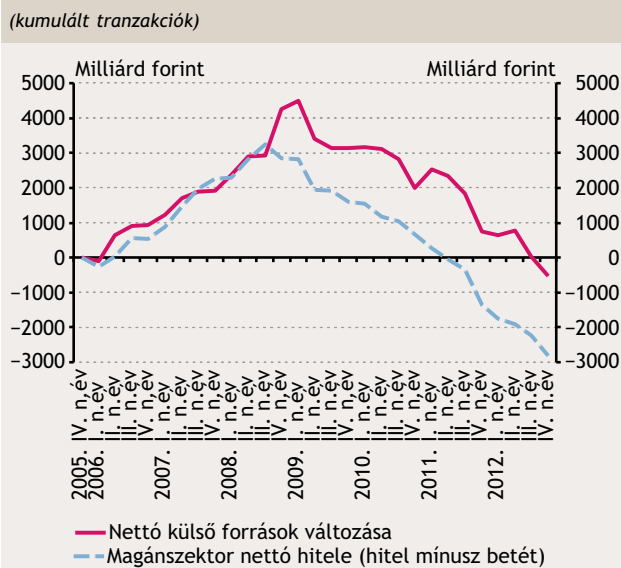


Forrás: MNB.

<sup>6</sup> Sóvágó S. (2011): Keresleti és kínalmi tényezők a vállalati hitelezésben. *MNB-tanulmányok*, 94.

<sup>7</sup> A nettó hitelkihelyezés és a nettó külső források változásának korábbi szoros együttmozgásában történt törést a bankrendszer megnövekedett MNB-kötvényállománya magyarázza – vagyis a 13. ábrának lehet egy olyan olvasata is, hogy az MNB-kötvény állományának növekedése nélkül az anyabankok a megvalósultnál nagyobb mértékben is vonhattak volna ki forrásokat a magyar bankrendszerből.

**13. ábra**  
A bankok külső forrásainak változása  
(kumulált tranzakciók)



Forrás: MNB.

sával finanszírozták a betétnövekedésen felüli hitelkihelyezést (13. ábra). A válság kitörését követően alapvetően változott meg a bankok mérlege. A korábban finanszírozási forrásokat igénylő nettó hitelkihelyezés (a hitelkihelyezés és betételhelyezés különbsége) a magánszektor emelkedő nettó megtakarításai miatt erős csökkenésbe fordult – a nettó megtakarítás növekedése a hitelek keresleti, illetve elsősorban a vállalati szektorban kínalmi okokból is bekövetkezett visszaesése mellett a betétek növekedésére vezethető vissza. Az említett tényezők miatt megnövekedett pénzeszközeikből a bankok alapvetően külföldi forrásaikat fizették vissza.<sup>7</sup>

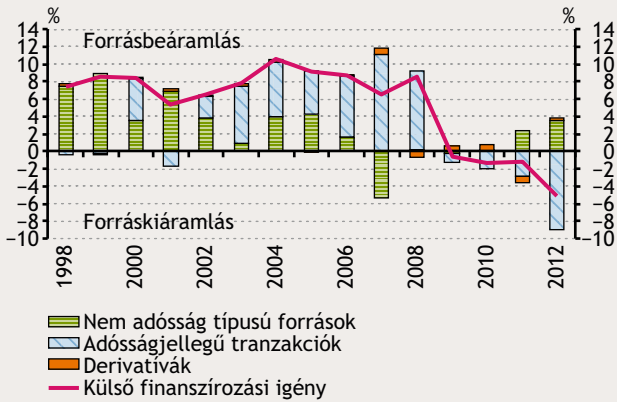
Össességében tehát a külföldi gazdasági szereplők (befektetők, anyabankok, bankok) jelentősen csökkentették Magyarországra irányuló finanszírozásukat. Ez azzal a következménnyel járt, hogy a fizetési mérleg finanszírozási oldalának egyenlege a válság kitörését követően megfordult – a magyar gazdaságba nettó értelemben nem érkezett külső forrás, ami ugyanakkor azt is jelentette, hogy az addigi eladósodást a külső adósság lassú csökkenése követte (lásd később).

**A finanszírozási folyamatok az egyes szektorok pénzügyi megtakarításának alakulásában is tükröződtek: a hitelek visszaesése miatt a vállalati és háztartási szektor finan-**



**14. ábra**  
A külső finanszírozási igény finanszírozása

(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

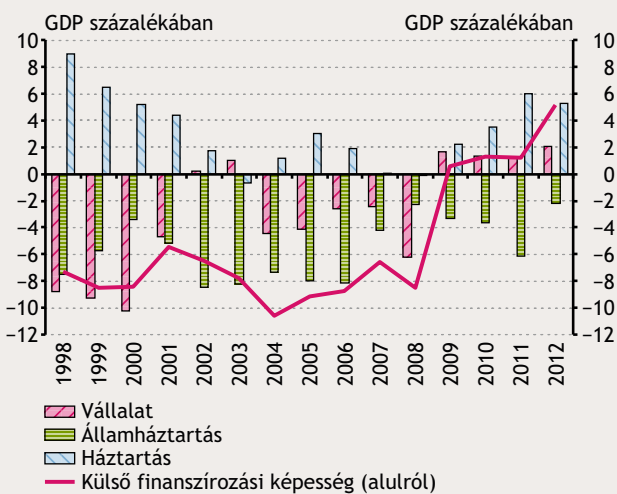
szírozási képessége annak ellenére nőtt jelentős mértékben, hogy a költségvetés oldaláról nem történt nagyobb mértékű lazítás. A külső és belső forrásbevonási lehetőségek beszűkülése a magánszektor nettó – tehát a hitelfelvétellel csökkentett – pénzügyi megtakarításának megugrásához vezetett. Reálgazdasági oldalról ugyanakkor az emelkedés háttérében a fogyasztási és beruházási ráta visszaesése húzódik meg, vagyis valójában a gazdasági visszaesés vezetett a magánszektor pénzügyi megtakarításának nagymértékű növekedéséhez. Mindeközben az államháztartás finanszírozási igénye – a döntően egyedi tranzakciók által befolyásolt 2011-es évtől eltekintve<sup>8</sup> – a válságot követően

is visszafogott maradt, ami a recesszió idején mérséklődő adóbevételek mellett további kiigazításra utal.

A külső finanszírozási képesség növekedésében jelentős szerepet játszott az EU-transzferek növekedése is. Az új, 2007-től 2013-ig tartó európai uniós költségvetési periódus az előző időszakban tapasztaltnál jóval több EU-s támogatást hozott Magyarországnak: az EU-transzferek összege a 2007-es 1 százalékról 2012-re a GDP 4 százalékára emelkedett (16. ábra). Vagyis az EU-transzferek válság utáni jelentős mértékű növekedése az uniós költségvetési ciklusokhoz kötődik. Azt is fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a magánszektor finanszírozási képességében bekövetkezett növekedés is részben az EU-transzferek növekedéséhez köthető: a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok is jelentős összegeket kapnak közvetlen támogatás formájában.

A külső finanszírozás elapadása, a hitelezés leállása, illetve az ehhez vezető okok a reálgazdaságban is éreztették hatásukat: a fogyasztás és beruházás is jelentősen visszaesett, és a finanszírozási válsággal párhuzamosan a reálgazdaság is válságba került (17. ábra). A lakosság fogyasztási kiadásainak éves bővülése már a 2006-ban kezdődött kiigazítások hatására mérséklődni kezdett, azonban a finanszírozási válság miatt drasztikusan beszűkült hitelpiac, illetve a válság miatt megnövekedett munkanélküliség és az általános bizonytalanság hatására a háztartások fogyasztása erőteljesen csökkent. Vagyis a világban tomboló pénzügyi válság következtében zuhanó külső kereslet

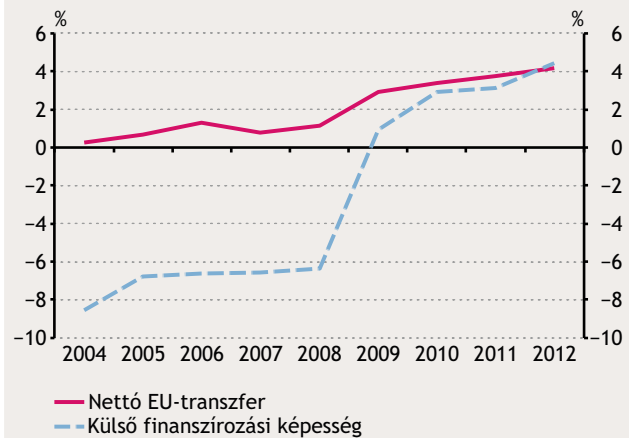
**15. ábra**  
Az egyes szektorok nettó finanszírozási képessége



Forrás: MNB.

**16. ábra**  
Az EU-transzferek és a külső finanszírozási képesség

(GDP arányában)

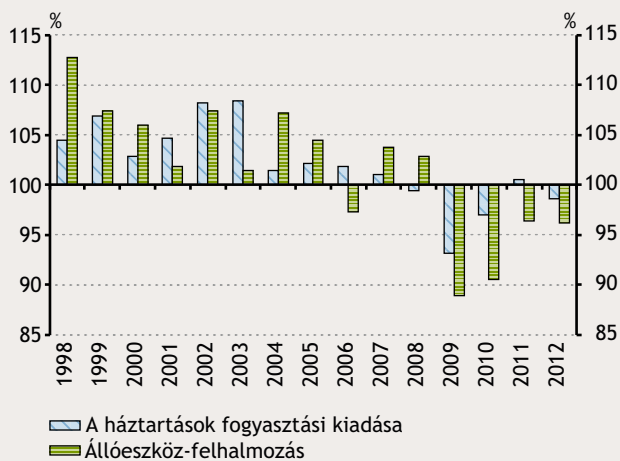


Forrás: MNB.

<sup>8</sup> Az államháztartás finanszírozási igényének 2011-es megugrása alapvetően egyedi tételekhez köthető (nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetése, vállalati áfa-visszatérítés kifizetése).

**17. ábra**  
A főbb belföldi felhasználási tételek éves reálnövekedése

(előző év = 100)



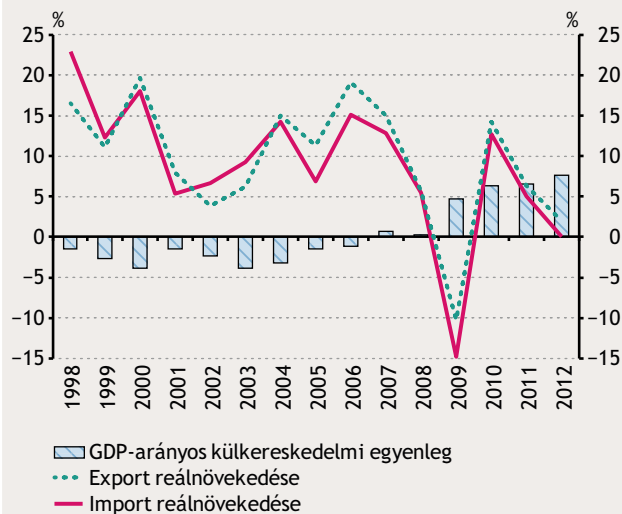
Forrás: KSH.

mellett a belső kereslet is visszaesett, ami a fokozódó bizonytalansággal együtt a vállalatok beruházási kiadásainak erőteljes csökkenéséhez vezetett. A főbb belföldi felhasználási tételek visszaesését pedig nem tudta ellensúlyozni a külkereskedelmi egyenlegnek a – csökkenő fogyasztás és beruházás miatt mérséklődő import mellett bekövetkezett – emelkedése, így a magyar gazdaság recesszióba került.

A finanszírozás oldali folyamatokkal párhuzamosan a külkereskedelmi egyenlegünkben, és ezzel összhangban a folyó fizetési mérleg egyenlegében is fordulat következett be. A belső felhasználási tételek jelentős csökkenésével párhuzamosan visszaesett az import is, így a külkereskedelmi egyenleg – a külső kereslet csökkenésével párhuzamosan mérséklődő export ellenére – nagymértékű többletbe fordult. Az export reálnövekedése 2005 óta folyamatosan meghaladja az importét, a szintbeli eltérések miatt azonban a külkereskedelmi egyenleg csak 2009-ben vált pozitívvá. A külkereskedelmi többlet növekedése ezt követően tovább folytatódott, és nagysága 2012-re elérte a GDP 7-8 százalékát. Fontosnak tartjuk ugyanakkor megjegyezni, hogy az áruforgalom bővülése az utóbbi években fokozatosan csökkent, és az utóbbi időben már csak minimális volt, ami a világgazdasági növekedés lassulása miatt mérséklődő külső kereslet mellett a magyar gazdaság versenyképességi problémáira is utalhat.

A régió többi országában is a Magyarországon tapasztaltakhoz hasonló folyamatok játszódtak le, de jóval visszafogottabb mértékben. A válság hatására a többi visegrádi országban is javult a külkereskedelmi mérleg egyenlege és

**18. ábra**  
A külkereskedelmi folyamatok alakulása

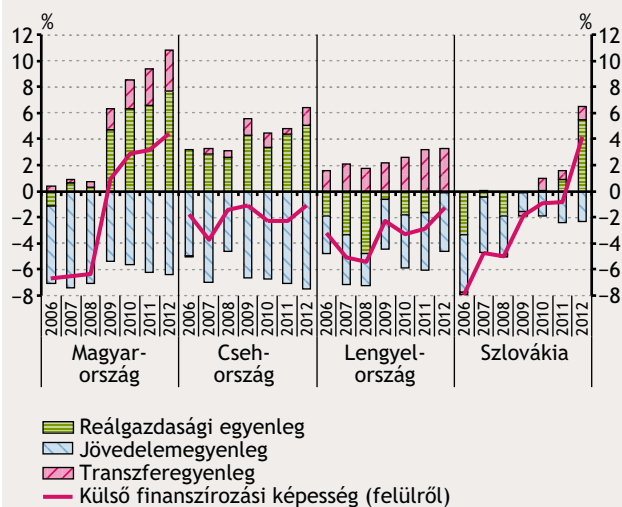


Forrás: KSH.

– az új EU-költségvetési periódusnak megfelelően – nőtt az egyes országok által kapott EU-transzferok nagysága, ami a külső finanszírozási képesség növekedéséhez vezetett (19. ábra). Fontos különbség ugyanakkor, hogy a külső finanszírozás – Szlovákia 2011-es, enyhe nettó megtakarítást mutató adatától eltekintve – csak Magyarországon fordult jelentősebb mértékű többletbe a válság kitörését követően, míg a többi országban a javulás csupán a korábbi magas hiány mérséklődéséhez volt elegendő. Azt is érdemesnek tartjuk megjegyezni, hogy ebben az is szerepet játszott, hogy a

**19. ábra**  
A külső finanszírozási képességet meghatározó tényezők a régióban

(a GDP arányában)



Forrás: MNB, Eurostat.

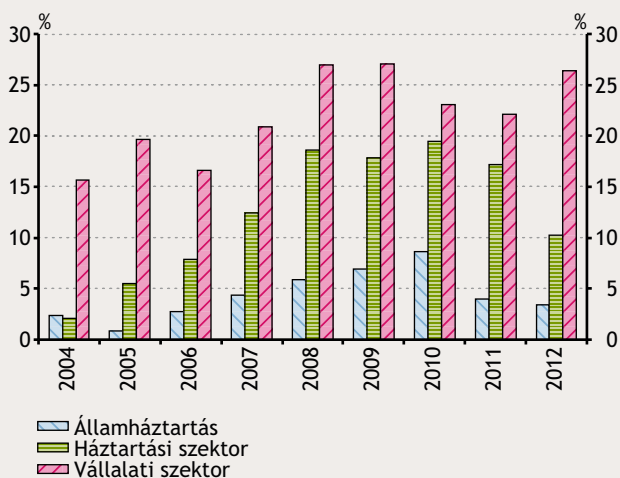
Magyarország által kapott EU-transzfer jelentős mértékben meghaladja a cseh, illetve a szlovák gazdaság által kapott összeget.

A magyar gazdasággal kapcsolatos bizonytalanság növekedésével jelentősen gyengült az árfolyam, aminek ellentmondásos hatása volt a külső egyensúly alakulására. Egyrészt a folyó fizetési mérlegben, illetve a pénzügyi mérlegben bekövetkezett alkalmazkodási folyamatra ráerősített az árfolyam alakulása is. Az árfolyam gyengülésének hatására ugyanis tovább nőtt a hazai bankrendszer kockázata, nagyobb mértékben csökkentve ezzel a beáramló forrásokat, illetve az export versenyképességének javításán és a magasabb törlesztőrészek miatt tovább mérséklődő belöldi fogyasztás nyomán lassuló importon keresztül segíthette a nettó export növekedését is.<sup>9</sup> Másrészt az árfolyam gyengülése az egyes szektorok – folyamatos hiteltörlesztés ellenére továbbra is – nagymértékű nyitott devizapozíciója miatt negatív hatásokkal is jár. A forint árfolyamának gyengülésekor ugyanis a jelentős devizahitel-állomány miatt a háztartások és vállalatok kamatterhe és visszafizetendő hitelállománya is megnő, ami további kiadáscsökkentésre sarkallja őket, lassítva a válságból való kilábalási folyamatot.

A magyar gazdaság nagymértékű külső finanszírozási képessége ellenére a gyengébb árfolyam miatt a nettó külső adósságrata – az ország sérülékenységének egyik legfontosabb mutatója, amely a válság Magyarországot súlyosabban érintő hatásában is fontos szerepet játszott

20. ábra  
Egyes szektorok nyitott devizapozíciója

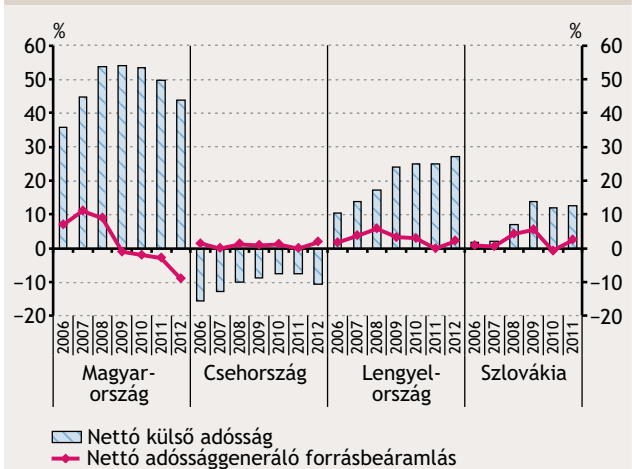
(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

21. ábra  
Régiós országok nettó külső adóssága

(a GDP arányában)



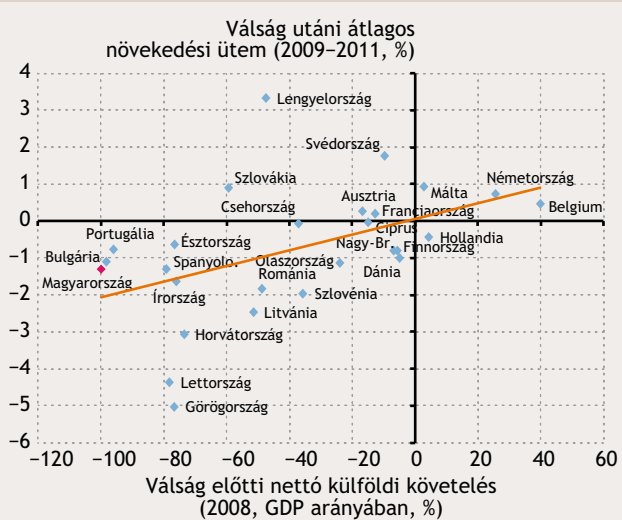
Forrás: MNB, CNB, NBP, NBS.

– csak 2012 végére csökkent a válságot megelőző szint alá. A finanszírozási és reálgazdasági válság ellenére Magyarország folyó fizetési mérlegének folyamatai – a válságot megelőző jelentős és hosszabb távon fenntarthatatlannak ítélt hiánnyal szemben – az utóbbi években fenntarthatónak tűnnek. Ennek ellenére a külső egyensúlyi folyamatok további alkalmazkodást tesznek szükségessé. A tranzakciós (flow típusú) adatok mellett ugyanis a befektetők továbbra is nagy jelentőséget tulajdonítanak az állományi jellegű mutatóknak, amelyeket a többletes folyó fizetési mérleg mellett a forint árfolyamának alakulása is befolyásol. A gyengébb forintárfolyam visszafogja az állományok mérséklődését, és ezzel lassítja a külső adósságratában megindult alkalmazkodási folyamatot. Pedig Magyarország nettó külső adósságának nagysága – a rendkívül rossz kiinduló helyzet miatt – annak ellenére jóval magasabb a régiós országokban tapasztaltnál, hogy a magyar adat évek óta csökken, míg a többi ország külső adósságmutatója emelkedett.

A nemzetközi összehasonlításban továbbra is magasnak tekinthető külső adósságrata a magyar gazdaság sérülékenysége mellett a jövőbeli gazdasági növekedésünket is visszafoghatja. Bár a növekvő tartozásállományt a válság előtt a felzárkózó országok tőkeakkumulációs folyamatainak egyik szükségszerű következményének vélték, ez a válság kitörésekor az eladósodott országok gazdaságának egyik legfőbb kerékkötőjének bizonyult. A magas tartozás-mutató önmagában is jelentős versenyhátrányt jelentett. Minél nagyobb külföldi tartozással vágott neki ugyanis egy

<sup>9</sup> Fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy itt kizárólag a külső egyensúlyra gyakorolt legfőbb hatásokat említjük meg – a felsorolt egyensúlyjavító hatások ugyanis tovább hátráltatták a magyar gazdaság válságból való kilábalását.

**22. ábra**  
**Egyes országok válság előtti nettó külföldi pozíciója és a válság utáni gazdasági növekedése**



Megjegyzés: A nettó külföldi követelés az adósság mellett tartalmazza a működőtőke-befektetéseket egyenlegét is.  
 Forrás: Eurostat.

ország a válságnak, az azt követő években annál kisebb gazdasági növekedésre számíthatott, és ez a hátrány vélhetően a következő időszakban is fennmarad (22. ábra).

## ÖSSZEFOGLALÁS

A válság kitörése előtt a magyar gazdaság súlyos külső egyensúlytalansággal küzdött: a likviditási korlátok oldódása miatt erősödő hitelfelvétel mérsékelte a lakossági megtakarítást, ami az államháztartás és a vállalati szektor jelentős finanszírozási igényével együtt magasan tartotta a folyó fizetési mérleg hiányát. A helyzetet tovább súlyosbította, hogy a hiány finanszírozása – részben a devizahitelezés felfutásához is köthetően – döntően külföldi hitelfelvétellel valósult meg. A külső forrásokra való ráutaltság és a gyors ütemben emelkedő külső adósság miatt a 2008 végén kezdődött válság rendkívül rossz helyzetben érte a magyar gazdaságot. A külső források elapadása jelentős alkalmazkodásra kényszerítette a gazdasági szereplőket. A visszaeső hitelezés és megnövekedett kockázatok miatt csökkent a fogyasztás és beruházás, illetve ezekkel párhuzamosan emelkedett a megtakarítás. Ezek a folyamatok a megemelkedett EU-transzferrel együtt összességében ahhoz vezettek, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege többletbe fordult, az ország nettó megtakarítóvá vált, és elkezdte törleszteni külső adósságát. A kedvező folyamatok ellenére ugyanakkor külső eladósodottságunk továbbra is igen magas, ami további alkalmazkodást tehet szükségessé a jövőben.