

Koroknai Péter: Magyarország külföldi tartozása nemzetközi összehasonlításban

A magyar gazdaság nettó külföldi tartozása az elmúlt években jelentős mértékben emelkedett, és GDP-arányos értéke nemzetközi viszonylatban is igen magasnak számít. Mivel az Egyesült Államokból kiindult hitelpiaci válság újra előtérbe helyezte a felzárkózó országok sebezhetőségének kérdését, érdemesnek tartjuk részletesebben megvizsgálni a külföldi tartozás alakulását általában meghatározó, illetve a magyar gazdaságra jellemző tényezőket. A szakirodalom áttekintése rávilágít arra, hogy a felzárkózó országokban a külföldi tartozás növekedése – elsősorban a likviditási korlátok oldódása, illetve a mélyülő pénzügyi integráció következtében – természetes folyamat. Ezt megerősíti a nemzetközi összehasonlítás is, hiszen az elmúlt években minden új tagországban a magyarországihoz hasonló folyamat ment végbe. Az összehasonlításból ugyanakkor az is kiderül, hogy a magyar gazdaság külföldi tartozása meghaladja a hasonló fejlettségű országok külső kötelezettségének szintjét. Azt is fontos hangsúlyozni, hogy Magyarország külföldi tartozása már korábban is meghaladta a környező országokban tapasztalt értékeket, vagyis a nagymértékű külföldi tartozáshoz kapcsolódó jövedelemkiáramlás önmagában is magas szinten tarthatja a külföldi tartozás nagyságát. Így a GDP-arányos külföldi tartozás csökkentéséhez a külső egyensúly további jelentős javulására, illetve a gazdaság gyorsabb növekedésére van szükség.

BEVEZETÉS

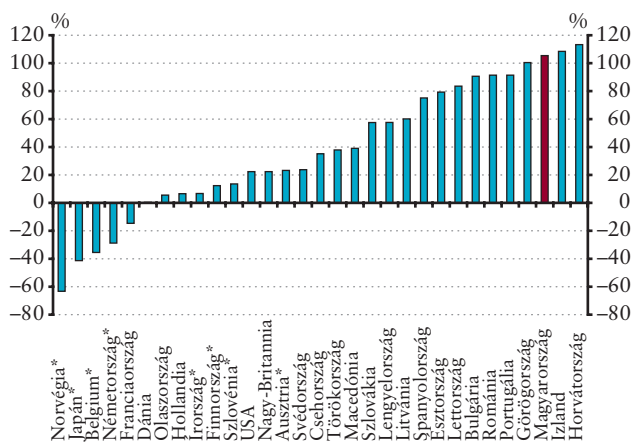
Az Egyesült Államokból kiindult hitelpiaci válság újra előtérbe helyezte a felzárkózó országok sebezhetőségének kérdését. Mivel az elmúlt évtizedekben a fejlődő országok pénzügyi és valutaválságainak egyik legjellemzőbb oka az adott ország pénzügyi mérlegének gyengesége volt, kiemelt fontossággal bírhat a magyar gazdaság pénzügyi kitétségének szintje és alakulása. Mint arra az MNB-szemle tavaszi száma már felhívta a figyelmet,¹ Magyarország nettó külföldi tartozása az elmúlt években jelentős mértékben emelkedett, és GDP-arányos értékének 100 százalékot meghaladó szintje nemzetközi viszonylatban is igen magasnak számít (1. ábra).

Az ország külföldi tartozása az utóbbi időben gyors ütemben és nagymértékben növekedett. Ezért érdemesnek tartjuk részletesebben is megvizsgálni, hogy a magyar gazdaság külföldi tartozásának növekedése mennyire volt jelentős mértékű nemzetközi összehasonlításban, hogy milyen tényezők befolyásolták az ország külföldi eladósodottságának növekedését, illetve milyen folyamatok szükségesek a GDP-arányos külföldi tartozás hosszabb távú csökkenéséhez.

A cikk először rövid elméleti áttekintést ad a külföldi tartozást hosszabb távon meghatározó tényezőkről, majd nemzetközi összehasonlításban is bemutatjuk az egyik legfontosabb tényezőt, az egy főre jutó GDP és a külföldi tartozás alakulásának összetett kapcsolatát. Ezt követően a régiós or-

1. ábra

A GDP-arányos nettó külföldi tartozások nagysága 2007-ben



Forrás: IFS és nemzeti jegybankok honlapja. A *-gal jelölt országoknál (a rendelkezésre álló adatok hiányossága miatt) 2006-os adat.

szágok tartozásnövekedését felbontjuk a külső finanszírozási igény, a GDP-növekedés és egyéb tényezők hatására, és ez alapján helyezük el a magyar gazdaságot az eladósodó országok között. Végezetül a cikk az elvégzett összehasonlítások alapján megpróbálja értékelni Magyarország külföldi tartozásának növekedését, és levonni néhány előzetes következtetést.

¹ Lásd Komáromi András: A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól? In: MNB-szemle, 2008. április.

A nettó külföldi tartozás fogalma

Egy országnak nettó külföldi tartozása van, ha a nemzetgazdaság pénzügyi forrásai meghaladják pénzügyi eszközeinek nagyságát (szokásos elnevezés még a külső kötelezettség vagy negatív nettó pénzügyi vagyton). Ha a források jelentős és egyre nagyobb mértékben haladják meg az eszközöket, az az adott gazdaság fizetőképességének gyengülésére, és ezzel sebezhetőségének növekedésére utalhat. A tartozáson belül megkülönböztetjük az adósságjellegű tartozást (pl. kötvények, hittelek) és a részesedés jellegű tartozást (pl. működő tőke, részvény).

A külföldi tartozás változása ($Tart_{2007} - Tart_{2006}$) alapvetően három tényezőre vezethető vissza: a gazdaság külső finanszírozási igényére ($Tart_{2006} \cdot \text{hozam} + \text{elsődleges egyenleg}$), a már meglévő tartozások árfolyamának változására ($Tart_{2006} \cdot \text{árfvált}$) és egyéb, az alapvető folyamatoktól független tényezőkre (pl. statisztikai módszertan változása). A külső finanszírozási igény azt jelenti, hogy az ország az adott időszakban megtermelt jövedelmét meghaladó mértékben költezett (fogyasztott és beruházott), amit külső forrásból kell finanszírozni. Az ehhez szükséges tőke nagysága két módon is megjelenik a statisztikákban: egyrészt a folyó fizetési mérleg, a tőkemérleg és a tévedések és kihagyások egyenlegeként, másrészt a finanszírozási oldalról a pénzügyi mérleg és a jegybanki tartalékok változásának egyenlegeként. Később, a külső tartozás növekedésének felbontásában a külső finanszírozási igényen belül elkülönítjük az alapvetően a múltban felhalmozott külföldi kötelezettséghez kapcsolódó *jövedelemegyenleget* ($Tart_{2006} \cdot \text{hozam}$: adósságra fizetett kamat, tulajdonjoghoz kapcsolódó nyereség és osz-

talék), illetve a gazdaság működéséhez az adott időszakban szükséges új külföldi forrásokat, az *elsődleges egyenleget*.

$$Tart_{2007} - Tart_{2006} = \underbrace{Tart_{2006} \cdot \text{árfvált}}_{\text{átértékelődés}} + \underbrace{Tart_{2006} \cdot \text{hozam} + \text{elsődleges egyenleg}}_{\text{külső finanszírozási igény}} + \text{egyéb}$$

2. ábra

Magyarország nettó külföldi tartozásának 2006 és 2007 közötti változása
(milliárd forint)

	1.	2.	3.	
Külső finanszírozási igény (1. vagy 2.) = Finanszírozás (3.)	Folyó és tőkemérleg egyenlege 1347	Jövedelem-egyenleg 1855	Pénzügyi mérleg egyenlege 1787	2007-es nettó külföldi tartozás-állomány 26 789
	Tévedések és kihagyások egyenlege 403	Elsődleges egyenleg -105	Jegybanki tartalék változása -37	
	Átértékelődés (deviza- és eszkozárfolyam változásának hatása) és egyéb volumenváltozás 1076			
2006-os nettó külföldi tartozás-állomány				23 962

A KÜLFÖLDI TARTOZÁS ALAKULÁSÁVAL KAPCSOLATOS ELMÉLETEK

Egy ország külföldi kötelezettségének szintjét jelentősen befolyásolja az adott ország potenciális növekedése és a nemzetközi pénzügyi integráció mélyülése. Ezért Magyarország első látásra magas külföldi tartozását nem érdemes önmagában vizsgálni, hiszen az ország külső kötelezettsége számos tényező eredményeképpen jöhet létre. Ezek vizsgálata abban is segítséget nyújthat, hogy a külföldi kötelezettség szintje ténylegesen kockázatot jelent-e a gazdaságra nézve. A szakirodalom több tényezőt is számon tart, ami jelentősen befolyásolhatja egy ország külföldi tartozásának nagyságát (a témáról jó összefoglalót ad Benhima–Havrylchyk, 2006).

Keresztmetszeti vizsgálatokban egy ország nettó külföldi *kötelezettség-szintjének* egyik legfontosabb meghatározója az egy főre jutó GDP: az elmélet szerint a viszonylag szegényebb országok külföldi tartozása nagyobb. Az országok relatív gazdaságáról információt nyújtó egy főre jutó GDP alapvetően azon a csatornán keresztül befolyásolhatja a külföldi tartozás nagyságát, hogy a viszonylag szegényebb országok gazdasága a konvergencia következtében a gazdagabb országokban vár-

hatónál nagyobb növekedési ütemet fog produkálni. Ennek a folyamatnak a külföldi tartozásokat befolyásoló hatása több-féleképpen is szemléltethető. Egyrészt – a finanszírozási igény szempontjából – a klasszikus növekedési modellek szerint a gazdasági szereplők kevesebbet takarítanak meg egy viszonylag szegényebb, gyorsabb növekedést produkáló országban, hiszen itt a várható permanens jövedelmük magasabb az éppen aktuálisnál. Másrészt – a külföldi finanszírozás szempontjából – az alacsonyabb jövedelmű országokba azért is áramolhatnak a külföldi források, mert a magasabb termelékenység következtében gyorsabb jövedelemnövekedéskor a befektetett tőke jelentős haszonnal térül meg. Ez az érvelés azon alapul, hogy a külföld abban az esetben hajlandó finanszírozni egy ország finanszírozási igényét, ha az adott gazdaság jövőbeli termelésének növekedése fedezetet nyújt a fennálló tartozás visszafizetésére. A jövedelem és a megtakarítás közötti pozitív kapcsolatból pedig adódik, hogy az alacsonyabb jövedelemmel rendelkező országok nettó külföldi eszköze kisebb – vagyis nettó külföldi tartozása nagyobb – lesz.

Számos tanulmány érvel ugyanakkor amellyel, hogy a kevésbé fejlett, felzárkózó országok esetében a külföldi kötelezettség *változásában* a keresztmetszeti vizsgálatnál tapasztalt

összefüggéssel ellentétes hatás érvényesül: a fejlettségi szint emelkedése a külföldi kötelezettség GDP-hez viszonyított arányának növekedését vonja maga után. Az egyik érvelés szerint a nemzetközi árupiaci és pénzüiaci integráció mélyülése a fejletlenebb országok esetében a folyó fizetési mérleg hiányának könnyebb finanszírozhatóságához, és ezzel a megtakarítások csökkenéséhez és a beruházások növekedéséhez vezet, amely az adott ország külföldi kötelezettségeinek növekedését okozza (Blanchard and Giavazzi, 2002). A másik érvelés szerint a jövedelem, illetve a vagyon növekedése a likviditási korlátok oldódásán keresztül a korábbinál nagyobb eladósodási szintet okozhat, ami a külföldi kötelezettség növekedésében is megnyilvánul (Lane and Milesi-Ferretti, 2001).

A demográfiai viszonyok szintén a potenciális növekedés csatornáján keresztül befolyásolhatják a külföldi kötelezettséget: a fiatalok nagyobb aránya hosszabb távon a külföldi kötelezettség magasabb szintjéhez vezethet. A permanens jövedelem hipotézise szerint ugyanis a fiatalok aktuális jövedelme elmarad a jövőben várható szinttől, ami a fogyasztáscsökkentéssel együtt kisebb megtakarítást és nagyobb külföldi eladósodottságot vetít előre.²

A pénzüiaci integráció mélyülése lehetővé tette a korábbinál nagyobb mértékű államadósság finanszírozását. Az elmélet szerint az államadósság magasabb állománya a nettó külföldi kötelezettség magasabb szintjét valószínűsíti. Az államadósság emelkedése mellett a magánszektor megtakarításának növekedése várhatóan még tökéletesen előretétekintő gazdasági szereplők feltételezése mellett is elmarad az államadósság növekedésének mértékétől, így a külföldi tartozás növekedését vetíti előre. A magasabb államadósság miatt várható adóemelés összege ugyanis vélhetően hosszabb időszakokra terül szét, és a jelenlegi generációt csak egy része érinti – vagyis a mostani generációnak kevesebbet is kell megtakarítania. A magasabb államadósság ugyanakkor technikailag is magasabb nettó külföldi tartozást eredményezhet: az államadósság egy részét ugyanis vélhetően külföldiek finanszírozzák, és mivel a magasabb államadóssághoz magasabb kamatfizetés tartozik, ez önmagában is magasabb külföldi kötelezettséghez vezethet.

NEMZETKÖZI ÖSSZEHAJONLÍTÁS

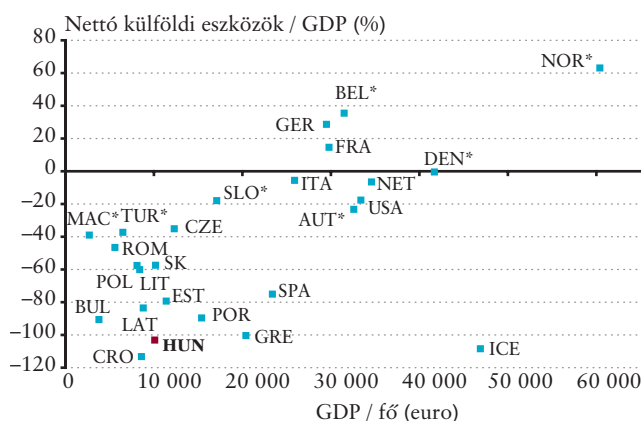
Magyarország külföldi kötelezettségének szintjét tehát érdemes lehet nemzetközi összehasonlításban is megvizsgálni. Kizárólag a tartozás szintjéből kiindulva ugyanis nem dönthető

el, hogy a külső tartozás mennyiben jelent valós kockázatot a magyar gazdaságra nézve. Mivel a Magyarországgal kapcsolatos kockázatok megítélésében fontos támpontot adhat, hogy a környező, illetve velünk egy kockázati csoportba sorolt országoknak mekkora a külföldi tartozása, a következőkben megpróbáljuk a magyar adatokat nemzetközi kontextusba helyezni, és megvizsgáljuk, hogy a külföldi kötelezettség nagyságából származó magyar kitézettség hogyan viszonyul a többi ország pénzüiaci tartozásához. Magyarország külföldi kötelezettségét elsősorban az európai uniós országok adataival hasonlítjuk össze, hogy demográfiaailag, illetve a gazdasági rendszerre vonatkozóan nagyjából homogén országokat vizsgálhassunk. Elemzésünkben igyekeztünk a kelet-közép-európai, felzárkózó országok mindegyikét szerepeltetni.

A rendelkezésünkre álló adatok összhangban állnak az elmélet által sugallt képpel: a jövedelem – vagyis az egy főre jutó GDP – növekedésével az adott országok nettó külföldi kötelezettsége csökken, és egy bizonyos jövedelemszint felett eljutunk azokhoz az országokhoz, akik az eladósodott országokat hitelezik (3. ábra).³ Az összefüggés és az ábra alapján tehát egyáltalán nem meglepő, hogy Magyarország mint viszonylag szegényebb ország jelentős mértékű külföldi kötelezettséggel rendelkezik. Az is igaz ugyanakkor, hogy az országok pont-halmaza alapján Magyarország fejlettségi szintjével a GDP-arányos külföldi tartozás 60-70 százalékos szintje lenne össz-

3. ábra

A GDP-arányos nettó külföldi eszköz és az egy főre jutó GDP összefüggése 2007-ben



Forrás: IFS, Eurostat, nemzeti jegybankok honlapja. A *-gal jelölt országoknál (a rendelkezésre álló adatok hiányossága miatt) 2006-os adat.

² Érdemesnek tartjuk megjegyezni, hogy az idősebb generáció nagyobb aránya is okozhat nagyobb külföldi kötelezettséget, mivel ekkor az adott korosztály nagyobb valószínűséggel éli fel a korábban felhalmozott eszközeit.

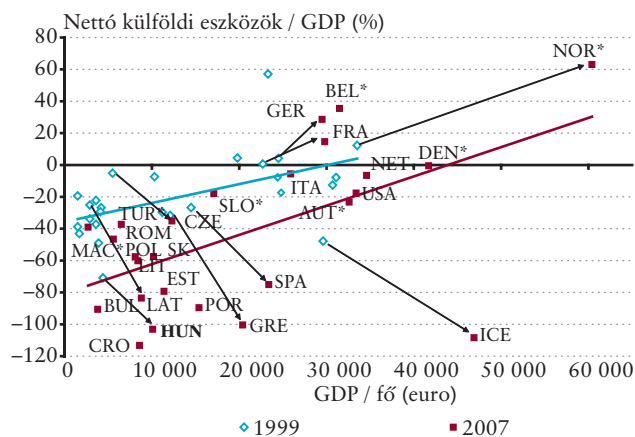
³ Bár az ábra alapján úgy tűnik, hogy az összes országot tekintve nettó szinten jelentős egyensúlytalanság van (a nettó kötelezettséggel rendelkező országok száma jóval nagyobb, mint a nettó külföldi követeléssel rendelkező országok száma), két dolgot fontos megemlíteni. Egyrészt számos nettó hitelező ország nem szerepel az ábrán (pl. Japán, arab államok). Másrészt pedig a GDP-arányos értékek miatt előfordulhat, hogy pl. Németország milliárd euróban kifejezett hitelösszege több adós ország külső kötelezettségét fedezi.

hangban.⁴ Jól látszik azonban az is, hogy számos más ország – ezek között van újonnan csatlakozott, de már euroövezeti (pl. Görögország, Portugália) ország is – a magyarhoz hasonló mértékben tér el a többi ország értékei által sugallt „egyensúlyi értéktől”. Az is feltételezhető, hogy az izlandi gazdaság romló megítéléséhez – a fejlettségéhez képest – kiugróan magas külföldi kötelezettség is hozzájárult.

A felzárkózó országok növekvő külföldi tartozását valószínűsítő elmélet teszteléséhez összehasonlítottuk a GDP-arányos külföldi kötelezettség és az egy főre jutó GDP összefüggését 1999-ben és 2007-ben. Az egyes országok helyzetében bekövetkezett elmozdulás alátámasztja, hogy a felzárkózó országok esetében a fejlettség emelkedése a külföldi kötelezettség növekedése mellett megy végbe: Magyarország mellett a balti országok és az euroövezet periferiális országai a nagyobb külföldi tartozás irányába mozdultak el, és az összes ország pontthalmazára illesztett lineáris regresszió által meghatározott egyenes is „lejjebb” toldott (4. ábra). Ezzel szemben a viszonylag gazdagabb országok (lásd pl. Németország, Franciaország és Norvégia) GDP-arányos nettó külföldi követelése tovább növekedett – illetve külföldi tartozásuk csökkent –, ami összhangban van a gazdaság növekedésétől a külföldi kötelezettség csökkenését váró elmélettel.

4. ábra

A GDP-arányos nettó külföldi eszköz és az egy főre jutó GDP összefüggése 1999-ben és 2007-ben



Forrás: IFS, Eurostat, nemzeti jegybankok honlapja. A *-gal jelölt országoknál (a rendelkezésre álló adatok hiányossága miatt) 2006-os adat.

A külföldi kötelezettség és a fejlettség közötti összefüggés időbeli változásának vizsgálata még egy fontos dologra rávilágít: Magyarország magas külföldi kötelezettsége részben a múltból fakad. Ez alatt azt értjük, hogy Magyarország külföldi

tartozása – a rendszerváltás előtti helyzetének köszönhetően – már az 1990-es évek elején a térségben tapasztalhatónál magasabb volt, ami az azóta eltelt időben még nagyobbá vált. Vagyis a GDP-arányos külföldi kötelezettség 2007-ben tapasztalt, 100 százalékot meghaladó értéke részben a magyar gazdaság örökségéből eredő sajátosság (a meglévő adósság után fizetett kamatok kötelezettségnövelő hatásáról a következő részben írunk bővebben).

A KÜLFÖLDI KÖTELEZETTSÉG NÖVEKEDÉSÉNEK TÉNYEZŐI

Az eddigiekben a külföldi tartozás szintjét keresztmetszeti vizsgálatban hasonlítottuk össze. Ezt követően érdemesnek tartjuk megvizsgálni a külföldi tartozás adott országon belüli növekedésének tényezőit: azt próbáljuk meg összehasonlítani, hogy a GDP-arányos külső tartozás növekedése mennyiben köthető a már kialakult tartozásállomány után fizetendő jövedelmekhez és mennyiben járul hozzá a gazdaság aktuális folyamatainak külső finanszírozása (a külföldi kötelezettség változásának tényezőiről lásd a cikk eleji keretes írást).

Egy ország külföldi tartozásállományának növekedését elsősorban a gazdaság *külső finanszírozási igényének* alakulása határozza meg, amin belül két változót különböztetünk meg. A külső finanszírozási igényből érdemesnek tartjuk külön szerepeltetni a *jövedelemegyenleget*, mivel ez a tétel alapvetően az ország külföldi tartozásának múltban felhalmozott nagyságától függ. Ezzel szemben a külső finanszírozási igény jövedelemegyenlegen felüli része, az *elsődleges egyenleg* inkább az adott időszak gazdasági folyamataival áll összefüggésben. Ha a külföldi kötelezettségen belül jelentős mértékű a külföldi devizában denominált tartozás, akkor fontos tényező lehet az *árfolyam elmozdulása* is. A devizaárfolyam gyengülése esetén például a külföldi devizában denominált adósság hazai valutában kifejezett értéke még abban az esetben is emelkedik, ha az adott ország nem vesz fel újabb hiteleket. Mivel általában a külföldi tartozások GDP-arányos értékét szoktuk vizsgálni, a GDP növekedése természetesen csökkenti a külföldi eladósodottságot. A GDP növekedésének a hatásán belül érdemes megkülönböztetni a *gazdaság tényleges növekedését* és az *árszínvonal emelkedését* – 7 százalékos GDP-növekedés ugyanis egyaránt előállhat 5 százalékos reálnövekedés és 2 százalékos infláció, illetve 2 százalékos növekedés és 5 százalékos infláció eredményeképpen.

Annak ellenére, hogy a magyar gazdaság GDP-arányos tartozásállománya az egyik legmagasabb volt 2007-ben, az elmúlt nyolc év változását tekintve számos ország tartozása a ma-

⁴ Benhima-Havrylych (2006) tanulmánya szintén azt mutatja ki, hogy Magyarország külső kötelezettségének nagysága – az egy főre jutó GDP-t, a demográfiai viszonyokat és a termelékenységét figyelembe vevő, fejlődő országokat tartalmazó panelbecslés eredménye alapján – jelentősen meghaladja az egyensúlyi szintet.

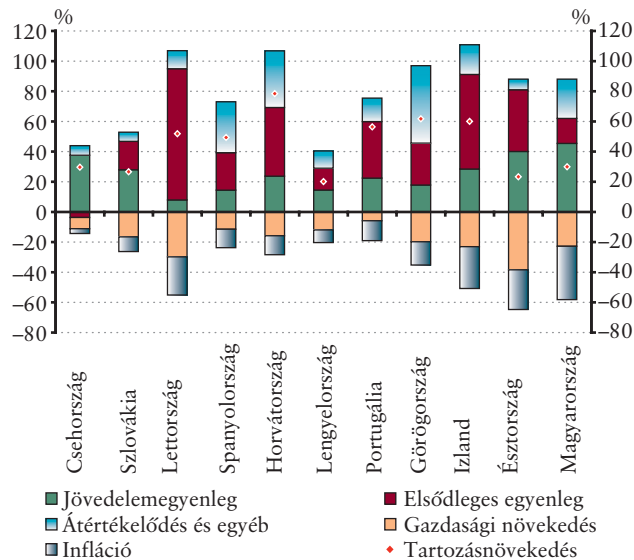
gyarnál nagyobb mértékben növekedett (5. ábra). A nemzetközi összehasonlításban a környező, újonnan felvett és a perifériális EU-tagok külső tartozásának 1999 és 2007 közötti növekedését vetettük össze. A tartozás növekedését befolyásoló tényezők összehasonlítása számos érdekes folyamatra mutat rá.

- Egyrészt azt várnánk, hogy a nagyobb kiinduló tartozásállománnyal rendelkező ország tartozását nagyobb mértékben növeli a jövedelemegyenleg hiánya, hiszen a magasabb fennálló adósság/működő tőke után az adott országnak várhatóan magasabb kamat/profit fizetési kötelezettsége keletkezik.⁵ A különböző országok jövedelemegyenlegeinek összehasonlítása nagyjából megfelel ennek az intuíciónak: az egyre nagyobb kiinduló tartozásállományú országok jövedelemegyenlege egyre nagyobb mértékben járult hozzá az adott ország külföldi tartozásának növekedéséhez (5. ábra). A vizsgált országok közül Magyarországon járult hozzá a legnagyobb mértékben a jövedelemegyenleg hiánya a külföldi tartozás növekedéséhez.
- Az elsődleges egyenlegből származó tartozásnövekedés – a jövedelemegyenleg nagymértékű hiánya mellett – Magyarországon volt az egyik legalacsonyabb. Vagyis a magyar gazdaság külföldi tartozása jelentős részben a múltban felhalmozott tartozásállományhoz tartozó jövedelemkiáramláshoz köthető, és a külső finanszírozási igény egyéb tételei – jellemzően a nettó export – nemzetközi összehasonlításban csak kismértékben növelték az ország külföldi tartozását az elmúlt években.
- A külföldi kötelezettség állományának átértékelődéséből és egyéb tételekből eredő hatás mindegyik vizsgált országban növelte a külföldi tartozást.⁶ A felzárkózó, újonnan csatlakozott EU-tagok valutája az elmúlt években jellemzően felértékelődött az euróhoz képest, ami a devizakötelezettségek hazai valutában kifejezett értékének csökkenése irányába hatott. Emellett ugyanakkor a különböző részesedésjellegű kötelezettségek is átértékelődtek⁷, és mivel ezek árfolyama az elmúlt években igen meredeken emelkedett, az ebből eredő tartozásállomány is jelentős mértékben nőtt. Mivel a részesedésjellegű tartozás összege jóval nagyobb, mint

5. ábra

Az újonnan csatlakozott és a perifériális EU-tagok GDP-arányos tartozásnövekedésének tényezői 1999 és 2007 között

(az országok a kiinduló külső tartozás nagysága szerint vannak rendezve)



Forrás: nemzeti jegybankok honlapja.

- az adósság- (és ezen belül a devizaadósság-) jellegű tartozás, az árfolyamok elmozdulása összességében a külföldi tartozás növekedését okozta.
- A külföldi tartozás GDP-arányos értékét jelentős mértékben csökkentette a GDP nominális növekedése. Érdeemes megjegyezni, hogy a tartozást csökkentő hatás nagysága a régebbi EU-tagoknál kisebb, a később csatlakozó országokban pedig nagyobb mértékű volt. A kelet-európai országok esetében ráadásul a magasabb átlagos növekedés magasabb inflációval is párosult, így a GDP-növekedés mindkét tényezője a régebbi tagországokban tapasztaltnál kisebb tartozásnövekedés irányába hatott. Az ábrából ugyanakkor az is kiderül, hogy – például a balti országokkal összevetve – Magyarországon esetében a nagymértékű tartozáscsökkentő hatáshoz nagyobb mértékben járult hozzá a magasabb infláció, míg a gazdasági növekedés tartozáscsökkentő hatása mérsékeltebb volt.⁸

⁵ Természetesen a jövedelemegyenleget az állományon kívül a kötelezettségekre fizetett kamat is befolyásolja. Az elvárt hozam a kockázatosabb országokban nagyobb, ami magyarázhatja például a jövedelemegyenleg nagyobb mértékű hozzájárulását Horvátországban.
⁶ A rendelkezésre álló adatok hiányossága miatt (az országok többségénél nem érhető el a külföldi tartozás denominációs megbontása) nem lehetett elkülöníteni az árfolyam változásának hatását és az egyéb volumenváltozás (módszertani váltások stb.) hatását.
⁷ A részesedésjellegű külföldi források (pl. működő tőke) átértékelődésének mérése igen nehéz, és számos probléma merül fel a piaci értékkel nem bíró eszközök és források árazásával kapcsolatban (erről részletesebben lásd: Svavarsson and Sigurdsson, 2007). Ez a probléma természetesen csak a fizetésimérleg-statisztika állományi adataiban okoz bizonytalanságot, és nem jelentkezik a flow jellegű adatoknál.
⁸ Fel kell hívnunk arra is a figyelmet, hogy az infláció nemcsak a tartozás csökkenésének irányába hat (a magasabb nominális GDP-n keresztül), hanem a meglévő, hazai devizában fennálló külföldi adósságra fizetett kamat miatt a jövedelemegyenleget rontó hatás következtében növeli is az ország külső tartozását.

KÖVETKEZTETÉSEK

A másodrendű jelzálogpiaci válság hatására mérséklődő globális kockázatvállalási hajlandóság ráirányította a figyelmet a magyar gazdaság gyors ütemben növekedő és nemzetközi összehasonlításban magasnak számító GDP-arányos külföldi tartozására. Cikkünkben a külföldi eladósodással kapcsolatos elméletek ismertetésével és a magyar gazdaság külföldi tartozásának nemzetközi kontextusba helyezésével két fontos foylamatra próbáltuk felhívni a figyelmet.

Az irodalmi áttekintés alapján egyrészt arra a következtetésre jutottunk, hogy hazánk külföldi tartozásnövekedése részben a gazdaság kiinduló helyzetéből, illetve a korábban jellemző likviditási korlátok oldódásából adódó természetes folyamat. Bár az egy főre jutó GDP-vel mért fejlettség növekedésével hosszabb távon a külföldi tartozás csökkenése várható, az átalakuló gazdaságok esetében rövidebb távon növekedhet is a külföldi tartozás nagysága. Ezt a hipotézist a nemzetközi összehasonlítás is alátámasztotta: a perifériális és az újonnan csatlakozó EU-országok külföldi kötelezettsége a magyar gazdaságéhoz hasonló módon alakult.

A nemzetközi összevetés második tanulsága az, hogy az elmúlt nyolc évben a magyar gazdaság GDP-arányos külföldi tartozásának növekedése jelentős volt ugyan, azonban számos más ország tartozásnövekedésétől elmaradt. Fontos hangsúlyozni, hogy Magyarország külföldi kötelezettségének növekedése nagyrészt a magas kiinduló tartozásállományhoz kapcsolódó jövedelemkiáramláshoz kötődik, míg a gazdaság működéséhez kapcsolódó elsődleges egyenleg nemzetközi összehasonlításban csak kismértékben járult hozzá a külföldi tartozások növekedéséhez. Ez abból a szempontból kedvezőtlen jelenség, hogy a külföldi kötelezettség magas szintje mellett továbbra is jelentős – a magasabb külföldi tartozás irányába mutató – jövedelemkiáramlással kell számolni. Érdekes ugyanakkor megjegyezni, hogy a magyar gazdaság elsődleges egyenlege 2007-ben már csökkentette a külföldi tartozás növekedését (2. ábra), így a magyar gazdaság GDP-arányos külföldi kötelezettsége a jövedelemegyenleg magas hiánya ellenére a következő években várhatóan stabilizálódik. Magyarország külföldi kötelezettségeinek mérsékléséhez ugyanakkor a külső finanszírozási igény elmúlt években tapasztalt csökkenésének folytatódása szükséges.

A GDP-arányos külföldi tartozás csökkentéséhez a külső egyensúly további javulásán kívül a gazdaság gyorsabb növekedésére is szükség van. A külföldi tartozás finanszírozási igényen keresztüli javulása ugyanis a jövedelemegyenleg nagymértékű hiánya miatt korlátozott. Emellett ugyanakkor

a gyorsabb gazdasági növekedés önmagában is képes csökkenteni a magyar gazdaság külföldi tartozásából fakadó sérülékenységét. A jelenlegi helyzet tehát rávilágít annak fontosságára, hogy a fiskális konszolidáció a kijelölt pályán haladjon, és előtérbe kerüljenek az államháztartás strukturális reformjai. Ezek ugyanis nemcsak az államháztartási hiány, és így a külső egyensúly javulásán keresztül csökkentik a külföldi tartozást, hanem kedvezőbb feltételeket teremtenek a hosszú távú növekedéshez, és a gyorsabb gazdasági növekedésen keresztül is csökkentenék Magyarország külföldi tartozását.

FELHASZNÁLT IRODALOM

BENHIMA–HAVRYLCHYK (2006): Current Account Reversals and Long Term Imbalances: Application to the Central and Eastern European Countries. *CEPII Working Paper* 2006-27.

BLANCHARD AND GIAVAZZI (2002): Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle? Massachusetts Institute of Technology. *Department of Economics Working Paper Series* No. 03-05.

CALDERON, LOAYZA AND SERVEN (2000): External Sustainability: A Stock Equilibrium Perspective. *World Bank Policy Research Working Paper* No. 2281.

KOMÁROMI ANDRÁS: A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól? *MNB-szemle* 2008. április.

LANE AND MILESI-FERRETTI (2001): Long-term Capital Movements. *NBER Working Paper* No. 8366.

LANE AND MILESI-FERRETTI (2006): The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004. *IMF Working Paper* No. 69.

MENDOZA, QUADRINI AND RIOS-RULL (2007): Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances. *NBER Working Paper* No. 12909.

DE SANTIS AND LÜHRMANN (2006): On the Determinants of External Imbalances and Net International Portfolio Flows – A Global Perspective. *ECB Working Paper* No. 651.

SVAVARSSON AND SIGURDSSON (2007): Iceland's international investment position and balance on income. *Monetary Bulletin* 2007-2.