



ÁLLAMI
SZÁMVEVŐSZÉK

ELEMZÉSE

2019. május

ELEMZÉS



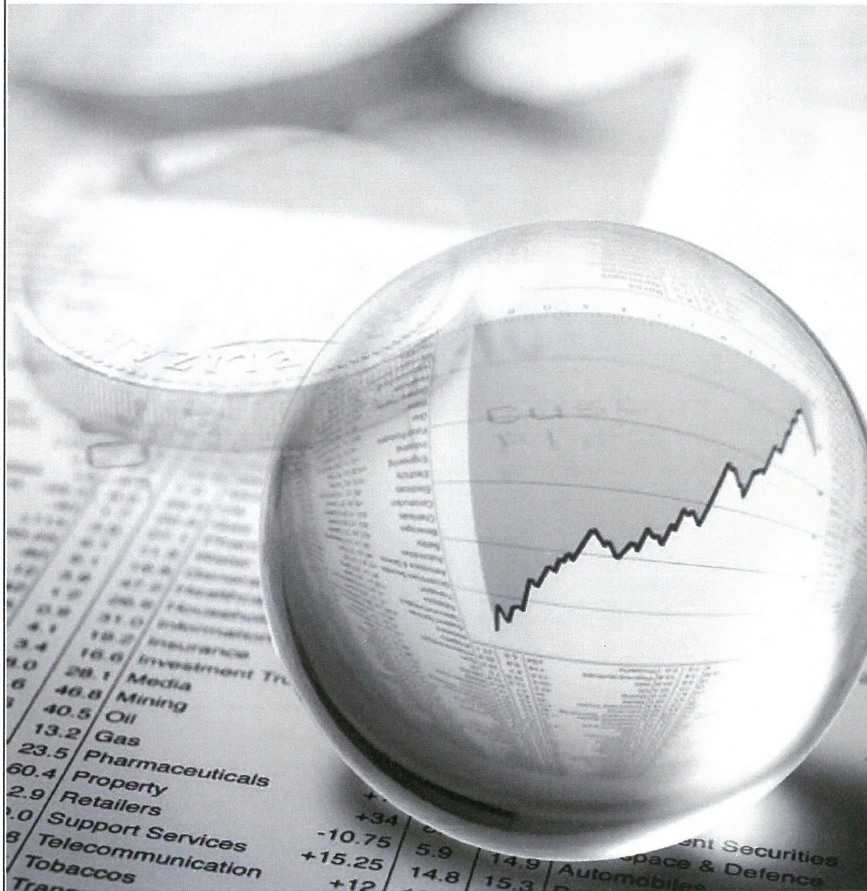
**A bruttó külső adósság és
az államadósság
finanszírozásának
kapcsolata**



ÁLLAMI
SZÁMVEVŐSZÉK

ELEMZÉSE

ELEMZÉS



Dömök László elnök

A bruttó külső adósság és az államadósság finanszírozásának kapcsolata

Szerkesztő:

DR. SIMON JÓZSEF projektvezető

Az elemzés elkészítését felügyelte:

DR. PULAY GYULA ZOLTÁN felügyeleti vezető

Készítették:

PRELLER ZSUZSANNA számvevő

KEREKES GÁBOR számvevő

Az Elemzés
az interneten
a www.asz.hu
oldalon
olvasható.

Kiadja az Állami Számvevőszék

EL-1237-009/2019

TARTALOMJEGYZÉK

—▶	VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ.....	4
—▶	1. BEVEZETÉS.....	6
—▶	2. AZ ADÓSSÁGMUTATÓK FŐBB TÍPUSAI.....	7
—▶	3. A KÜLSŐ ADÓSSÁGMUTATÓK ALAKULÁSA	10
—▶	4. A BRUTTÓ KÜLSŐ ADÓSSÁG- ÉS ÁLLAMADÓSSÁGMUTATÓ MINŐSÉGI JELLEMZŐI.	15
—▶	5. A BRUTTÓ KÜLSŐ ADÓSSÁGMUTATÓ NEMZETKÖZI ÖSSZEHASONLÍTÁSBAN	23
—▶	6. A 2018. ÉVI FOLYAMATOK ÉRTÉKELÉSE	27
—▶	KÖVETKEZTETÉSEK.....	28
—▶	RÖVIDÍTÉSJEGYZÉK.....	32
—▶	ÉRTELMEZŐ SZÓTÁR	33
—▶	FELHASZNÁLT IRODALOM	35
—▶	MELLÉKLETEK	37
	1. számú melléklet: A bruttó külső adósság összetételének és a GDP- hez viszonyított arányának változása	37
	2. számú melléklet: A devizatartalékok és a rövid lejáratú külső adósság alakulása.....	39

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Az adósság értéke több szempontból is meghatározó jelentőségű egy adott ország számára. Egyrészt befolyásolja az adott időszakban képződő jövedelem felhasználási lehetőségeit, másrészt pedig az egyensúlytalanság fontos jelzőszáma.

Az adósság mérése többféle szempont szerint lehetséges az adósság tartalmának értelmezésétől függően. A leggyakrabban alkalmazott adósságkategória az államadósság, amely a kormányzati szektor által felhalmozott adósság értékét fejezi ki. Az adósság értelmezések között megtalálhatóak azok is, amelyek a külső adósság mérését teszik lehetővé. Ezek közül is kiemelkedik jelentőségénél fogva a bruttó és a nettó külső adósság. A bruttó külső adósságmutató kizárólag a hazai gazdasági szereplők külföldi gazdasági szereplőkkel szembeni adósságát veszi számba, a különböző hazai gazdasági szereplőcsoportonként elkülönítve. A bruttó külső adósságmutató egy olyan összetett, adott gazdasági állapotot tükröző mutató, amely valamennyi gazdasági szereplőcsoport együttes eladósodási helyzetét képes bemutatni. A nettó külső adósság azonban a külföldi gazdasági szereplőkkel szembeni követeléseket is figyelembe veszi.

A bruttó külső adósságmutató elemzett időszakon belüli alakulása alapján két időszak különíthető el. Az első időszakra a 2007. és 2011. évek között a pénzügyi válság kiteljesedése volt jellemző, amelynek során a gazdasági mutatószámok gyors ütemű romlása volt megfigyelhető. Ezen időszakban a gazdasági válság okozta negatív hatások miatt a bruttó külső adósság jelentősen megugrott és meghaladta a bruttó hazai termék értékét. A bruttó külső adósság növekedése a korábbi gazdaságpolitika által alkalmazott eszköz volt, jellemzően a gazdasági növekedés dinamizálásához szükséges források megteremtése érdekében.

A 2011. évtől kezdődően indult el a stabilizáció időszaka, amelyre a bruttó külső adósság szinte folyamatos csökkenése volt jellemző. A kedvező adósságpályának köszönhetően Magyarország bruttó külső adóssága a 2017. évben megközelítette a régiós átlagot.

A bruttó külső adósságon belül az államháztartás részaránya tendenciájában a 2007-2014. évek között folyamatosan növekedett. A 2014. évtől azonban évente egyre gyorsabban csökkent az államháztartás bruttó külső adósságának részaránya a teljes bruttó külső adóssághoz viszonyítva. Ezzel párhuzamosan kedvező folyamatot jelentett, hogy növekedett az államháztartás bruttó adósságán belül a hazai finanszírozás részaránya. E folyamatok megfigyelhetőek a 2018. év esetében is.

Az államháztartás bruttó külső adósságmutatójának csökkenésében a végbement gazdasági növekedés is fontos szerepet játszott. Kedvező változást jelentett az is, hogy a rövid lejáratú külső devizaadósság részaránya szintén mérséklődött. A hosszabb lejárat következtében kiszámíthatóbbá vált az adósság megújítása, csökkentve a megújítási kockázat mértékét.

Az államháztartás meglévő külső adóssága szempontjából szintén pozitív változást jelentett, hogy a teljes adósság jelentős része belső forrásokból került finanszírozásra. Mindezt jól mutatja, hogy valamennyi hazai gazdasági szereplőcsoport állampapír befektetésének értéke növekedett az elemzett időszakon belül. E változás jelentősen támogatta az államadósság finanszírozásának biztonságát.

A bruttó külső adósság csökkenését támogatták a makrogazdasági folyamatok is. Az államháztartás bruttó külső adósságának finanszírozása szempontjából meghatározó körülményt jelentett a belföldi megtakarítások rendelkezésre állása. Ezen belül is kiemelt jelentőségű volt a háztartások számára rendelkezésre álló jövedelem elmúlt években tapasztalt folyamatos növekedése, valamint ebből adódóan a megtakarítási lehetőségek növekedése. Ezzel párhuzamosan a háztartások hitelfelvételi hajlandósága is csökkent, amely szintén a megtakarítások képződését segítette elő.

A hitelintézetek esetében döntő szerepet játszottak a jegybank döntései, elsősorban az irányadó eszköz betétesítése és a banki likviditást javító cseereszközök alkalmazása. Ezáltal az állampapírhoz a hitelintézetek jelentősen hozzájárultak a szükséges likviditás biztosításához, amely egybeesett a hitelintézetek gazdasági érdekével, a szabad, fel nem használt megtakarítások hasznosítására vonatkozóan. A bruttó külső adósság csökkenését segítette az a körülmény is, hogy visszaesett a hitelintézetek által a külföldről, jellemzően az anyabankoktól felvett hitelek értéke.

A bruttó külső adósság csökkenésében szerepet játszott továbbá, hogy a korábbi növekedési időszakot követően a vállalatok külföldi hiteltartozásai csökkentek. Ennek indokai közé tartozik, hogy a vállalatok hitelfelvételi hajlandósága jelentősen elmaradt a pénzügyi válság előtt tapasztalt szinthez képest. Ezáltal a beruházási hajlandóság is visszaesett, amely negatívan érintette a beruházási rátát és közvetetten a gazdasági növekedést.

Magyarország külső sérülékenységének mérséklődése érdekében célszerű a bruttó külső adósságmutató további csökkenése. Ehhez a háztartások magas szintű megtakarítási hajlandóságának fennmaradása, valamint a dinamikus gazdasági növekedés fenntartása szükséges. A nettó külső adósságmutató pozitívvá válása viszont azt jelentené, hogy a magyar gazdaság a külföld hitelezőjévé válik.

Mind a lakossági megtakarítók, mind az államháztartás szempontjából biztonságosabb, ha az államadósságot egyre nagyobb arányban lakossági állampapírok finanszírozzák. Ez közvetlenül csökkenti a külföldi eladósodottságot, azonban ha vállalkozások és a háztartások finanszírozási igénye meghaladja az államadósság finanszírozása után fennmaradó belső megtakarításokat, akkor finanszírozási igényük egy részét külföldi forrásokból fogják kielégíteni. Következésképpen a külső eladósodottság szempontjából is nagyon fontos, hogy az államadósság csak mérsékelten növekedjen.

A fentiekre tekintettel a gazdaságpolitikai döntéshozóknak célszerű a bruttó külső adósságmutató és összetevőinek alakulását folyamatosan nyomon követniük, és a gazdasági feltételeknek megfelelően alkalmazniuk a bruttó külső adósságmutatóra hatást gyakorló költségvetés- és gazdaságpolitikai eszközöket.

1. BEVEZETÉS

Az Állami Számvevőszékről szóló a 2011. évben elfogadott törvény rögzíti az Állami Számvevőszék (ÁSZ) ellenőrzési és tanácsadói feladatát, valamint azt, hogy feladatkörében elemzéseket, tanulmányokat készíthet. Az ÁSZ az elmúlt években is rendszeresen, évente elkészítette véleményét a központi költségvetésről szóló törvényjavaslatról, továbbá folyamatosan nyomon követte a költségvetési folyamatok alakulását. Ezen ellenőrzési és elemzési feladatok keretében kitüntetett szerepet töltenek be az egyensúlyi mutatószámok – ezen belül is az államadósság – alakulásának értékelése. Az ÁSZ emellett rendszeresen végez ellenőrzéseket a kormányzati szektorba sorolt önkormányzati és állami tulajdonú gazdasági társaságoknál, és ellenőrzi az államadósság értékét befolyásoló gazdasági események elszámolásának szabályszerűségét.

Az ÁSZ ezen ellenőrzési és elemzési feladatainak ellátása során merült fel annak szükségesszerűsége, hogy az államadósság az eddigiekhez képest más megközelítésben, a külső adósság szempontjából kerüljön elemzésre. A külső adósság bruttó és nettó értelmezése közül az elemzés a bruttó külső adósságot tekinti koncepcionális keretnek.

A bruttó külső adósságmutató egy fontos sérülékenységi jelzőszám, értékének változása fontos közgazdasági következtetések levonására ad lehetőséget. E témakör jelentőségét jól mutatja, hogy jellemzően a nagyobb arányban külföldről finanszírozott országok sebezhetősége nagyobb, többfajta és jelentősebb nagyságrendű kockázatnak vannak kitéve. Ezért is fontos a bruttó külső adósság és adósságmutató alakulásának elemzése, valamint a változására ható tényezők feltárása.

A megállapítások megalapozottsága érdekében az elemzés időhorizontja a 2007-2017. évek közötti időszak. A kezdő év indokát az jelenti, hogy ezáltal a globális pénzügyi válság kitörésének hatásai mellett a későbbi stabilizálódási időszak és az egyensúly irányába mutató folyamatok következményei is bemutatathatóak.

Az elemzés a bruttó külső adósság változását és mögöttes indokait mutatja be az egyes szereplőcsoportokra vonatkozóan, kifejezetten az államháztartás szempontjából. Az elemzés nem törekszik a témában készült makrogazdasági tanulmányokban, elemzésekben és különböző jelentésekben szereplő általános makroökonómiai modellek bemutatására és értékelésére.

Az elemzés elsőként a különböző adósságmutatók főbb típusait mutatja be. A harmadik fejezet a bruttó külső adósságmutatót helyezi az elemzés középpontjába és bemutatja a bruttó külső adósságmutató és a bruttó külső adósság alakulását. A negyedik fejezet azon tényezőket mutatja be, amelyek a bruttó külső adósságmutató alakulására hatást gyakorolnak. Ezek között is kiemelten foglalkozik a bruttó külső államadósság-mutató alakulásával és jellemzőivel. Ezt követően kerül sor a bruttó külső adósságmutató nemzetközi összehasonlítására. E fejezet elsősorban a visegrádi országokra koncentrál és bemutatja a bruttó külső adósságmutató értékében és összetételében megfigyelhető hasonlóságokat, illetve különbségeket. Ezen összefüggések alapján az utolsó fejezet keretében a bruttó külső adósságra ható tényezők esetleges negatív irányú változásának jelzésével az elemzés rávilágít a felmerülő kockázatokra és lehetséges veszélyekre a bruttó külső adósságmutató alakulása vonatkozásában. Ezáltal a költségvetési döntések közvetett, hosszú távú hatásaira is ráirányítható a figyelem, a bruttó külső adósság vonatkozásában.

2. AZ ADÓSSÁGMUTATÓK FŐBB TÍPUSAI

Egy ország eladósodottságát alapvetően az adósság nagysága alapján lehetséges megítélni. Amennyiben az adósságot nem abszolút formában mérjük, lehetőség van valamely gazdasági kategóriához viszonyítani. A viszonyítás alapja általában az egyes mutatószámoknál az adott évi GDP értéke.

Az adósságmutatók több szempont szerint is csoportosíthatóak. Az egyes megközelítések alapján megkülönböztethetjük a bruttó és a nettó adósságmutatót, a forintban és a devizában fennálló bruttó külső adósságmutatót, valamint a külső és a belső adósságmutatót. Továbbá e mutatók értelmezhetőek külön-külön az egyes gazdasági szereplőcsoportokra vonatkozóan is.

Az adósságmutatók különböző típusait az **1. számú táblázat** mutatja be.

1. táblázat

Az adósságmutatók főbb típusai

Bruttó és nettó adósságmutató
Bruttó és nettó külső adósságmutató
Devizában és forintban fennálló bruttó külső adósságmutató
Bruttó rövid és hosszú lejáratú külső adósságmutató
Bruttó államadósság-mutató
Bruttó külső államadósság-mutató

Forrás: MNB oktatási füzetek 2017/20. szám alapján ÁSZ szerkesztés

Az adott ország **bruttó adósságállománya** az államháztartás, a vállalatok, a hitelintézetek, a háztartások és a nonprofit intézmények összes, külföldi és belföldi hitelezők felé fennálló tartozása. A **bruttó adósságmutató** ezen adósságot a GDP-hez viszonyítva értelmezi.

A **nettó adósságállomány** egy országnak a követelések és tartalékok összegével csökkentett adóssága. Ezen belül nemcsak az államháztartás, hanem a vállalatok belföldi és külföldi adósságait és követeléseit is tartalmazza. A **nettó adósságmutató** a nettó adósságállomány GDP-hez viszonyított arányát fejezi ki.

A **bruttó külső adósság** egy ország gazdasági szereplőcsoportjainak (a vállalatok, az államháztartás, a háztartások és a nonprofit intézmények) összes külföldi gazdasági szereplők felé fennálló tartozása. A **bruttó külső adósságmutató** a gazdasági szereplőcsoportok együttes adósságát a GDP arányában mutatja.

A bruttó külső adósságban az ország bruttó adósságállományából csak azon adósságjellegű kötelezettségek szerepelnek, amelyek egy adott ország szempontjából külföldi szereplőkkel szemben állnak fenn.

Ha az államháztartás egy belföldi lakossági állampapírt bocsát ki, az két belföldi szereplő hitelügylete, a bruttó külső adósságot nem érinti. Ugyanakkor, ha egy külföldi befektető vásárol állampapírt, akkor az a bruttó külső adósságállomány részét képezi.

A bruttó külső adósság szempontjából teljesen mindegy, hogy a hitelt milyen pénznemben nyújtják. A külföldiek hitelezhetik devizában és forintban is a magyar gazdaság valamely szereplőjét. Ez alapján nem része a bruttó külső adósságnak, ha az adott ország belföldi gazdasági szereplői egymás között devizában hiteleznek.

A bruttó külső adósságállomány alakulása értékelhető a közvetlen működő tőkebefektetésekkel (FDI) együtt, vagy ezek nélkül. E kategória azonban egészen más típusú hitelt jelent, mint a bruttó adósság többi összetevője. Hiszen például egy leányvállalat részére az anyavállalat által nyújtott hitel csak technikai értelemben számít hitelnek. Ennek indoka, hogy ezen esetekben gyakorlatilag vállalati szinten nem minősül külső forrásfelhasználásnak. Emiatt jellemzően a bruttó külső adósságmutató számítása során a tételek nem kerülnek figyelembe vételre. Ez alapján a bruttó külső adósságállomány és a bruttó külső adósságmutató alakulását a külföldi közvetlentőke-befektetések nélkül értékeli az elemzés, mivel ezek nem hitelviszonyt testesítenek meg.

A **devizában fennálló bruttó külső adósságmutató** a bruttó külső adósság devizában fennálló részének a GDP százalékában meghatározott aránya. A devizaadósság a számbavétel napján érvényes árfolyamon számítható át a hazai pénznemre. Ennek következtében a magas devizaadóssággal rendelkező országok adóssága a devizaárfolyam napi ingadozására is érzékeny, és nagy a jelentősége, hogy a számbavétel időpontjában hogyan alakul a devizaárfolyam az egyes devizák esetében.

A **forintban fennálló bruttó külső adósságmutató** a külföldi szereplők felé fennálló kötelezettségek közül azon tételeket foglalja magába, amelyek forintban kerültek kibocsátásra.

A **rövid és hosszú lejáratú bruttó külső adósságmutató** a külső adósságot az adott kötelezettség lejáratára szerint csoportosítja. A rövid lejáratú külső adósságmutató az egy éven belüli lejáratúval rendelkező tételeket tartalmazza.

A **nettó külső adósságmutató** a nettó adósságállományt a GDP százalékában fejezi ki. A nettó külső adósságállomány úgy számítható ki, hogy a bruttó külső adósságállományból levonjuk mindazokat a követeléseket, amelyekkel más országok gazdasági szereplői a belföldi gazdasági szereplőknek tartoznak.

A nettó külső adósságpozíció tulajdonképpen azt fejezi ki, hogy a gazdaságban képződő megtakarításokhoz képest mennyivel több, vagy kevesebb hitelforrás van a gazdaságban. Amennyiben egy ország nettó hitelezői pozícióban van, akkor mindez azt jelenti, hogy a gazdaságban megtermelt jövedelem egy részével az ország a külföldi szereplőket hitelezi. Adott időpontban jelentős különbségek lehetnek adott ország bruttó és a nettó külső adósságmutatójának adatai között, amelynek indoka az adósság előzőekben bemutatott eltérő számbavételi módja.

A **bruttó államadósság-mutató** a bruttó adósságállományból az államháztartás konszolidált adósságát mutatja a piaci áron számított GDP százalékában. Az adott ország államadóssága

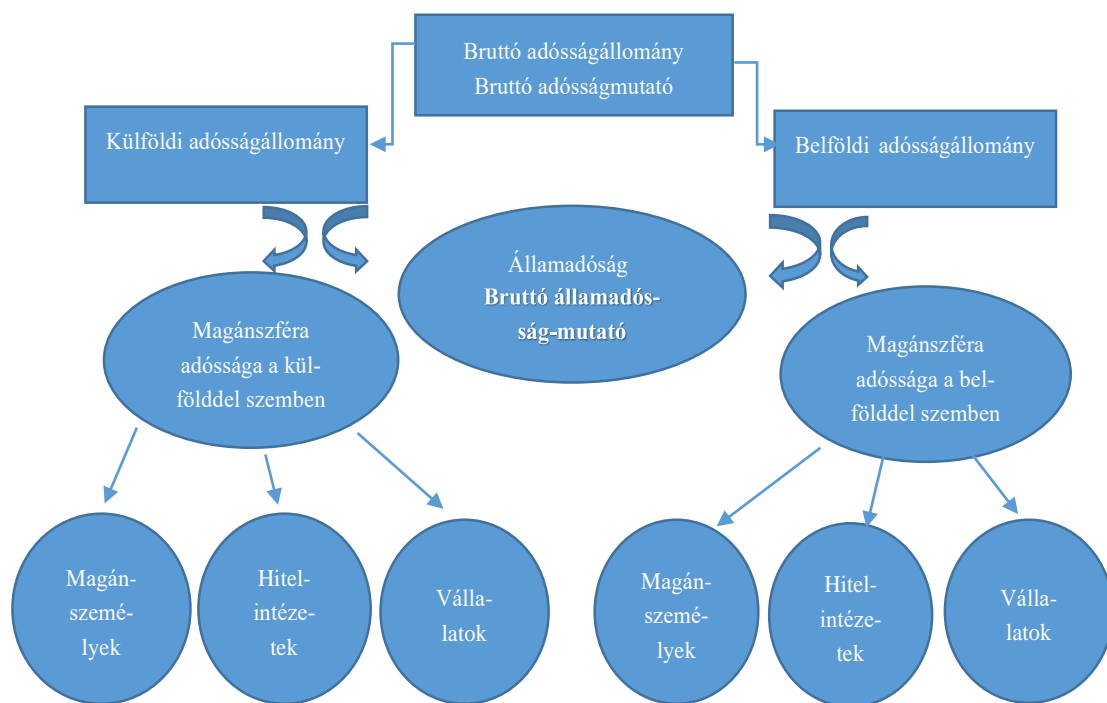
minden olyan külföldi és belföldi hitelviszonyon alapuló fizetési kötelezettséget magában foglal, amely az államháztartás valamelyik alrendszeréhez kapcsolódik.

A **bruttó külső államadósság-mutató** az államháztartás adósságtételei közül mindössze a külföldi szereplők felé fennálló kötelezettségeket tartalmazza.

A bruttó külső adósságmutató tartalmát az **1. számú ábra** szemlélteti.

1. ábra

A bruttó külső adósságmutató értelmezése és összetevői



Forrás: ÁSZ szerkesztés

Az elemzés a többféle, előzőekben bemutatott adósságmutató közül a bruttó külső adósságmutatót állítja középpontba és vizsgálja a következőkben.

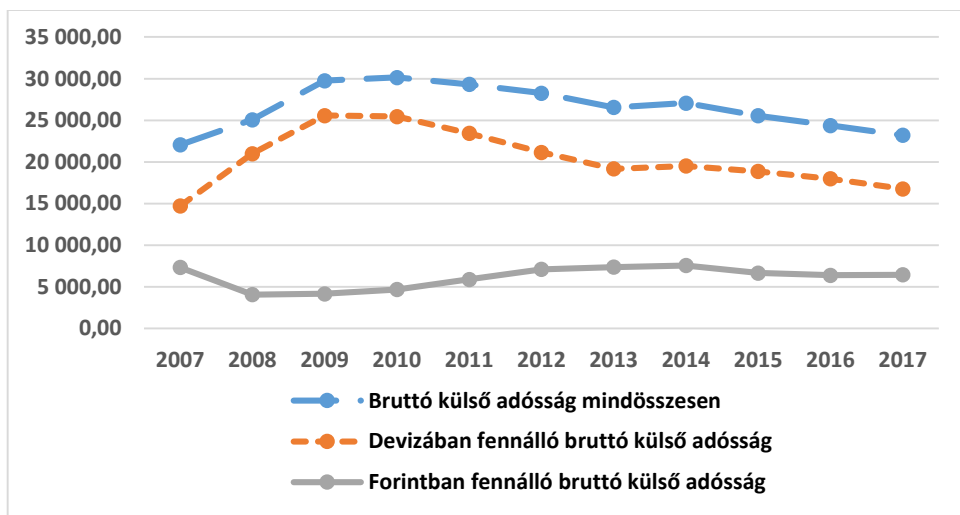
3. A KÜLSŐ ADÓSSÁGMUTATÓK ALAKULÁSA

A bruttó külső adósság alakulását az elmúlt években a **2. számú ábra** szemlélteti.

2. ábra

A bruttó külső adósság alakulása a 2007-2017. évek között

(Adatok Mrd Ft-ban)



Forrás: MNB főbb adósságszolgálati mutatókról szóló jelentése alapján ÁSZ szerkesztés

A bruttó külső adósságmutató és a bruttó adósságmutató alakulása alapján az elemzett időszak két fő időszakra bontható. Az első időszak a pénzügyi válság hatásainak kiteljesedéséig tart, amely együttesen a 2007-2011. évek közötti időszakot öleli át. A második időszak pedig a 2012-2017. évek közötti időszak, amelyre a bruttó külső adósság stabilizálódás időszakaként értékelhető.

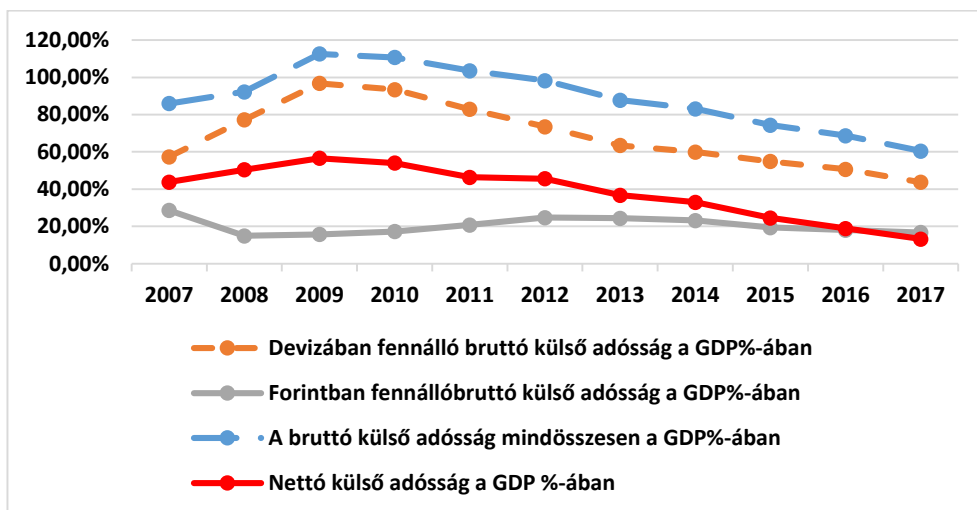
A bruttó külső adósságmutató mellett a nettó külső adósságmutató is hasonló pályát járt be az elemzett időszakon belül. A 2009. évig történő növekedését követően, folyamatosan csökkenő tendenciát követett. E változásban nagy szerepet játszott a bruttó külső adósságmutató 2011. évet követő jelentős csökkenése. E változást támogatta továbbá a gazdasági növekedés 2013. évtől megfigyelhető pozitív értéke.

A bruttó és a nettó külső adósságmutató egyes évekre vonatkozó adatait a GDP százalékában a **3. számú ábra** szemlélteti.

3. ábra

A bruttó és a nettó külső adósságmutató alakulása a 2007-2017. évek között

(Adatok a GDP %-ában)



Forrás: MNB főbb adósságszolgálati mutatókról szóló jelentése alapján ÁSZ szerkesztés

Az elemzett időszakon belül a bruttó külső adósság és összetevőinek alakulását részletesen az **1. számú melléklet** mutatja be.

A pénzügyi válság kiteljesedésének időszaka

A pénzügyi válság kiteljesedésének időszakára az volt a jellemző, hogy a GDP növekedése megtorpant és a gazdasági szereplőcsoportok (háztartások, hitelintézetek, államháztartás) bruttó külső adóssága jelentősen emelkedett, majd a 2011. évben kis mértékben csökkent. A gazdasági növekedés gyengülése miatt a fontosabb gazdasági mutatók értéke ezen időszakban szintén kedvezőtlenül alakult. A külföldről származó sokkhatás komoly belföldi gazdasági sokkot okozott.

A bruttó külső adósságmutató alakulásában szerepet játszott az államháztartás külső adósság-jellegű finanszírozási igényének emelkedése, a lakossági devizahitelezés felfutása, valamint a Magyarországon működő hitelintézetek nemzetközi, elsősorban anyabankoktól történő hitelfelvételének gyors ütemű emelkedése. E folyamatok következtében Magyarország bruttó külső adóssága a 2010. évben elérte a GDP 110,7%-át.

Az elemzés a következőkben a stabilizáció időszakának adatait és fontosabb folyamatait mutatja be részletesebben. Ennek indoka, hogy e jellemzők áttekintése által lehetséges a bruttó külső adósságmutató alakulására vonatkozó következtetések levonása.

A stabilizáció időszaka

A stabilizáció időszakában Magyarország esetében a bruttó külső adósságon belül jellemzően az államháztartás bruttó külső adósságának aránya folyamatosan meghaladta az 50,0%-ot. A

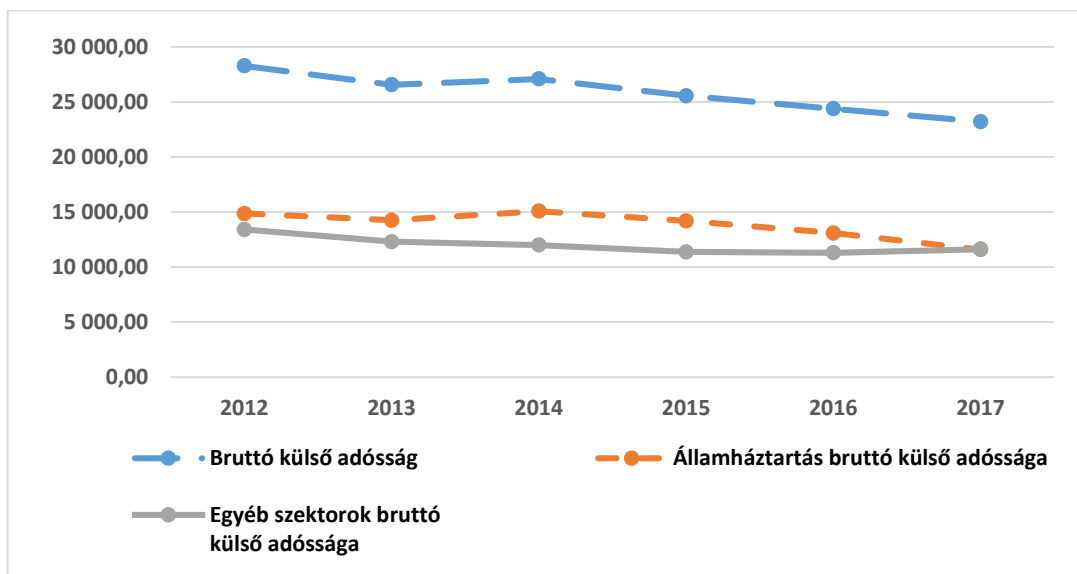
bruttó külső adósságon belül az államháztartás aránya a 2012-2015 közötti időszakban lassan növekvő részarányt képviselt, majd ezt követően ennek értéke fokozatosan csökkent.

A bruttó külső adósságmutató szektoronkénti alakulását a stabilizációs időszakon belül a **4. számú ábra** mutatja be.

4. ábra

A bruttó külső adósság szektoronkénti alakulása

(Adatok Mrd Ft-ban)



Forrás: MNB Nemzeti Számlák Rendszere alapján ÁSZ szerkesztés

A stabilizáció időszakában a bruttó külső adósság és adósságmutató alakulása szempontjából kedvező folyamatot jelentett, hogy a nominálisan folyamatosan növekvő államadósság az elmúlt években egyre nagyobb mértékben belföldi forrásokból került finanszírozásra. Ezt a célt szolgálta többek között a háztartások folyamatosan növekvő megtakarításainak bevonása az államháztartás hiányának és adósságának finanszírozásába.

Emellett felgyorsult a vállalatok külföldi hiteltartozásainak a csökkenése is. A vállalatok külföldi hitelállománya a GDP 14,0%-a alá mérséklődött, amit a GDP számottevő növekedése is támogatott.

A hitelintézetek bruttó külső adósságának GDP-hez viszonyított aránya – amely tartalmazza a háztartások adósságát is – szintén jelentősen csökkent ezen időszakon belül és értéke a 2017. évre a GDP 14,4%-ra csökkent. Ennek indokai közé tartozik, hogy a lakossági devizahitelek állománya jelentősen csökkent a pénzügyi válságot követően, a magánszemélyek óvatosabb magatartása, valamint a devizahitel felvételi kritériumok szigorodása miatt.

A vállalatok bruttó külső adóssága szintén folyamatosan csökkenő tendenciát mutatott ezen időszakban. Ennek indokai közé tartozik, hogy visszaesett a vállalatok beruházási hajlandósága,

amelynek révén kevésbé volt szükséges külső forrásokat igénybe venni. Mindezt jól mutatja, hogy a Nemzeti Számlák Rendszerének adatai alapján a vállalatok jelentős nagyságrendű megtakarításokkal rendelkeztek ezen időszakban.

A bruttó külső adósságmutató elmúlt években tapasztalható csökkenését – a bruttó külső adósság értékének csökkenésén kívül – meghatározta a gazdasági teljesítmény növekedése is.

A rövid lejáratú külső adósság alakulása

A bruttó külső adósság alakulásának elemzése során különösen lényeges az adósság lejáratú szerkezete. A rövid lejáratú (egy éven belül lejáró) külső adósság finanszírozása egy piaci sokk bekövetkezése esetén megújítási kockázatot hordoz. A bruttó külső adósságmutató és különösen a rövid lejáratú külső adósságmutató mértéke azért is fontos témakör, mert e mutatókat a nemzetközi hitelminősítők is rendszeresen értékeli.

Az elemzett időszakon belül Magyarország rövid lejáratú bruttó külső adóssága és adósságmutatója – a bruttó külső adósságmutatóhoz hasonlóan – jelentősen csökkent, mérsékelve az ebből származó kockázatot. A 2017. év végére a rövid lejáratú bruttó külső adósság értéke 16,4 Mrd euró volt. Mindez a 2012. évi 28,6 Mrd euró értékű rövid lejáratú bruttó külső adóssághoz képest 42,7%-os csökkenést jelentett.

A stabilizáció időszakában a rövid lejáratú bruttó külső adósság csökkenése folyamatos volt, értéke évente átlagosan 7,1%-kal csökkent. A bruttó külső adósságon belül a rövid lejáratú külső adósság aránya kedvező irányban változott. Összességében a 2012. évben érvényes 18,0%-os arányról a 2017. évre 11,2%-ra csökkent. A rövid lejáratú bruttó külső adósság csökkenése jelentős mértékben a hitelintézetekhez köthető, de az államháztartás és a vállalati szektor rövid lejáratú bruttó külső adóssága is mérséklődött ezen időszakon belül.

A rövid lejáratú bruttó külső adósság alakulását a **2. számú táblázat** mutatja be.

2. táblázat

A rövid lejáratú bruttó külső adósság alakulása

(Adatok Mrd euróban)

Megnevezés	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rövid lejáratú bruttó külső adósság	28,6	28,3	21,5	21,7	18,6	16,4
Rövid lejáratú bruttó külső adósság a GDP %-ában	18,0	17,1	14,2	12,9	11,0	11,2

Forrás: MNB fizetési mérleg jelentések alapján ÁSZ szerkesztés

A rövid lejáratú bruttó külső adósság szempontjából meghatározó fontosságú, hogy mekkora a devizatartalékok nagyságrendje. A 2012. évtől kezdődően a devizatartalékok és a rövid lejáratú külső adósság aránya folyamatosan meghaladta a 100,0%-ot. Mindez azt jelentette, hogy a rövid lejáratú devizakötelezettségek teljesítéséhez szükséges devizatartalék rendelkezésre állt, amely azért volt fontos, mert ezáltal mérsékelhető volt a külső adósság által jelentett kockázat.

Továbbá az is megállapítható, hogy a rövid lejáratú külső adósság folyamatos csökkenése révén egyre kisebb összegű devizatartalék biztosítása volt szükséges. Mindez abban nyilvánult meg, hogy a devizatartalékok értéke nagyságrendileg 31,0%-kal csökkent a 2012. és a 2017. év között.

A 2012. és 2017. évek közötti időszakban a devizatartalékok és a rövidlejáratú bruttó külső adósság alakulását a **2. számú melléklet** mutatja be részletesen.

A devizában fennálló bruttó külső adósság alakulása

A rövid lejáratú bruttó külső adósság nagysága mellett fontos elemezni a devizában fennálló bruttó külső adósság alakulását is, mivel a devizaadósság még jobban növeli egy ország kitettségét, az esetleges árfolyamváltozások hatása jelentősen érintheti a külső adósságállomány értékét.

Magyarország bruttó külső adósságállományán belül a devizában fennálló bruttó külső adósság a GDP százalékában a stabilizációs időszak első évében volt a legmagasabb, amikor értéke 73,5%-ot tett ki. Ezt követően, hasonlóan a bruttó külső adósságmutató csökkenéséhez, a devizában fennálló bruttó külső adósság értéke is folyamatosan csökkent. A 2017. évre értéke a GDP 43,7%-ra mérséklődött, ami a bruttó külső adósság összetételének kedvező változását mutatja.

4. A BRUTTÓ KÜLSŐ ADÓSSÁG- ÉS ÁLLAMADÓSSÁGMUTATÓ MINŐSÉGI JELLEMZŐI

A bruttó külső adósságmutató alakulása szempontjából meghatározó tényezőket két nagy csoportba sorolhatjuk. Amennyiben a mutató abszolút számértékét vizsgáljuk, akkor az egyes gazdasági szereplőcsoportok (háztartások, vállalatok, hitelintézetek, államháztartás és egyéb szereplők) külső adósságának alakulását befolyásoló tényezők értékelése szükséges. Ha viszont a GDP arányos külső adósságmutatót állítjuk az elemzés középpontjába, ebben az esetben a GDP értékének alakulását befolyásoló tényezők is meghatározó jelentőségűek.

A bruttó külső adósságmutató alakulása szempontjából – a GDP-hez hasonlóan – „kvázi” külső meghatározó tényezőt jelent az árfolyam alakulása. A kvázi megfogalmazás indoka, hogy a bruttó külső adósságmutató alakulása befolyásolja az árfolyam értékét, ugyanakkor mindez fordítva is érvényes. E szempontból elsősorban a bruttó külső adósságon belül a devizában szereplő tételek forintra való átszámításához használt árfolyam bír kitüntetett jelentőséggel. Az árfolyam egyik időszakról másira történő változása jelentősen képes befolyásolni a bruttó külső adósság forintban kifejezett értékét. A forint árfolyamának erősödése azonos külső adósságszint mellett is kedvezőbb értéket biztosít. A forint árfolyamának gyengülése ezzel ellentétben növeli a bruttó külső adósságmutató alakulását.

Az elemzés e fejezete kifejezetten a bruttó külső adósságot – ezen belül is kiemelten a bruttó külső államadósság-mutatót – meghatározó jellemzőket és az egyes befolyásoló tényezőket mutatja be. Ennek indoka, hogy a GDP alakulását befolyásoló tényezőket a különböző makrogazdasági elemzések, értékelések részletesen bemutatják.

Az államháztartás bruttó külső adóssága

A bruttó államadósság folyamatos növekedése miatt meghatározó jelentőségű, hogy az államháztartás adósságának finanszírozása milyen forrásokból történik. Amennyiben a finanszírozás jellemzően külső forrásokra támaszkodik, akkor mindez a bruttó külső adósság növekedéséhez vezet.

Az államháztartás bruttó külső adósságának finanszírozási összetételét a 2012-2017. években, vagyis a stabilizáció időszakára vonatkozóan, a **3. számú táblázat** mutatja be.

3. táblázat

Az államháztartás bruttó külső adósságának összetétele

(Adatok Mrd Ft-ban)

Megnevezés	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Devizaadósság	8 951,4	8 624,1	9 052,7	9 054,7	8 107,8	6 653,4
Forintadósság	5 899,6	5 622,8	6 033,3	5 143,7	4 982,2	4 929,9
Összesen	14 851,0	14 246,9	15 086,0	14 198,4	13 090,0	11 583,3

Forrás: MNB Nemzeti Számlák Rendszere alapján ÁSZ szerkesztés

Az államháztartás bruttó külső adósságának adatait vizsgálva megállapítható, hogy jellemzően a 2014. évig növekvő tendenciát mutatott az államháztartás bruttó külső adóssága. Ezt követően azonban folyamatosan csökkent ennek értéke. A csökkenő tendencián belül a legnagyobb csökkenés a 2017. évben volt megfigyelhető.

Összetételét tekintve az is megállapítható, hogy a 2015. évtől a devizaadósság értéke és ennek az államháztartás összes bruttó külső adósságán belüli részaránya is csökkent. Emellett a külföldi befektetőknek értékesített forinteszközök értéke jelentősen nem változott a 2015. évet követően. Ezek alapján az államháztartás bruttó külső adósságának értéke és szerkezete is kedvező irányba változott.

Az államháztartás bruttó külső adósságának lejárat összetételét a 2012-2017. évekre vonatkozóan a **4. számú táblázat** mutatja be.

4. táblázat

Az államháztartás bruttó külső adósságának lejárat szerkezete

(Adatok Mrd Ft-ban)

Megnevezés	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egy évnél nem hosszabb lejáratú	3 031,2	2 719,6	1 416,6	1 888,4	1 442,5	1 041,8
Egy évnél hosszabb lejáratú	11 819,8	11 527,3	13 669,4	12 310,0	11 647,5	10 541,5

Forrás: MNB Nemzeti Számlák Rendszere alapján ÁSZ szerkesztés

Az államháztartás bruttó külső adósságának lejárat szerkezetét a 2012-2017. évek között elemezve megállapítható, hogy hasonlóan a deviza és a forint eszközök részarányának változásához itt is pozitív változások zajlottak le a stabilizáció időszakában. A rövid lejáratú eszközök részarányának csökkenése javította a finanszírozás biztonságát. A hosszú lejáratú eszközöknél pedig a 2014. évtől jelentős csökkenés volt megfigyelhető. Emellett jól mutatja a lejárat szerkezet alakulása a befektetői bizalom növekedését is, a javuló adósságmutatók eredményeképpen.

Mindezek alapján megállapítható, hogy az államháztartás bruttó külső adóssága a vizsgált időszak utolsó éveiben stabil csökkenést mutatott és a szerkezeti változások is kedvező irányt jelentettek.

Az államháztartás bruttó adósságának finanszírozása számos eszközzel történhet. Az elemzés szempontjából az állampapírok bírnak kitüntetett jelentőséggel lévén ezen eszköz szerepe meghatározó e területen.

A magyar állampapír állomány befektetői csoportok szerinti alakulását részletesen az **5. számú táblázat** mutatja be.

5. táblázat

Az állampapír állomány alakulása befektetői csoportonként a 2012-2017. években

(Adatok Mrd Ft-ban)

Befektető típusa	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Külföld</i>	10 022,4	10 690,1	12 280,9	11 028,6	10 029,8	9 220,3
<i>Hitelintézetek</i>	3 703,2	4 144,6	4 887,9	6 582,8	7 618,1	8 612,8
<i>Háztartások</i>	1 245,7	1 990,5	2 332,8	3 159,8	4 178,9	5 024,9
<i>Egyéb</i>	2 740,5	3 038,2	4 180,4	4 014,9	4 361,6	4 899,9
ÖSSZESEN	17 711,8	19 863,4	23 682,0	24 786,1	26 188,4	27 757,9

Forrás: MNB Nemzeti Számlák Rendszere alapján ÁSZ szerkesztés

A 2012-2017. évek közötti időszakban az állampapírok állománya 56,7%-kal, több mint 10 000,0 Mrd forinttal emelkedett. Az állományon belül a legjelentősebb mértékben a háztartások tulajdonában levő állampapír állomány növekedett, amelynek értéke több mint négyszerezére emelkedett, amely a 2017. év végére meghaladta az 5 000,0 Mrd forintot. Ezzel a háztartások az állam által kibocsátott állampapírok több mint 18,1%-át birtokolták.

A háztartások által birtokolt állampapír befektetések növekedése több tényező alapozta meg. Egyrészt az elmúlt években jelentősen növekedett a bruttó átlagkeresetek értéke, amelynek révén a megtakarítási hajlandóság javulásával párhuzamosan emelkedett a megtakarítások értéke.

Mindezt jól mutatják a Nemzeti Számlák Rendszerének adatai, amelyek szerint a háztartások nettó pénzügyi vagyonán belül a készpénz és betét állomány értéke évről-évre folyamatos növekedést mutatott. A háztartások megtakarítási attitűdje továbbra is kockázatkerülő maradt, amelynek révén az állampapírok iránti kereslet folyamatos volt, támogatva ezzel az állampapírpiac likviditását.

Másrészt a háztartások részéről továbbra is megfigyelhető volt a konzervatív befektetési gondolkodás, amely szerint a megtakarítási formákon belül az értékpapír befektetések és ezen belül is elsősorban az állampapírok iránt mutatnak bizalmat. A megtakarítások iránti piaci versenyben ez mindenképpen kedvezett az állampapírok forgalmának.

Harmadrészt a háztartások által birtokolt megtakarítások növekedése irányába hatott a pénzügyi válságot követően a hitelfelvételi követelmények szigorodása. A nyújtott hitelek állományának korábbi időszakhoz viszonyított csökkenése révén a háztartások jövedelmének nagyobb része került megtakarításra. Emellett a devizahittel rendelkező háztartásoknál alkalmazott finanszírozási megoldások is támogatták a megtakarítások nagyobb arányú képződését.

Továbbá szintén pozitív hatást fejtett ki a háztartások megtakarításainak növekedésére a személyi jövedelemadó kulcs csökkenése, valamint a különböző (jellemzően családi) kedvezmények bevezetése és ezek folyamatos bővítése. Emellett a kedvező gazdasági folyamatok és a kapcsolódó kormányzati intézkedések révén növekvő foglalkoztatás és javuló aktivitási ráta is hozzájárult a háztartások jövedelmének, ezáltal közvetetten megtakarításainak növekedéséhez.

A háztartások megtakarításainak növekedése által jelentősen növekedett az állampapírok iránti kereslet. Mindez pozitív hatást gyakorolt a bruttó külső adósság alakulására, mert egyrészt lehetővé vált a pótlólagosan felmerült finanszírozási igény fedezése, másrészt pedig a lejáró adósság egy részét is belső forrásokból lehetett finanszírozni.

A háztartások mellett a hitelintézetek tulajdonában lévő állampapírok állománya is jelentősen, több mint duplájára emelkedett az elemzett időszakon belül. A 2017. év végi állampapír állomány 31,0%-a, 8 612,8 Mrd Ft értékű állampapír volt a pénzintézetek tulajdonában.

E dinamikus növekedés jellemzően két tényezőnek volt a következménye. Egyrészt a háztartások és a vállalkozások megtakarításainak növekedéséhez képest a kihelyezett hitelek értéke – az MNB Hitelezési folyamatokról szóló jelentései alapján – jellemzően az elemzett időszakon belül a 2016. évig nem növekedett számottevően. Másrészt a hitelintézetek számára kedvező befektetési forma volt az állampapírok vásárlása. Mindez annak a következménye volt, hogy az állampapírok alapvetően kockázatmentes befektetési formának tekinthetőek, a likvid befektetések közé tartoznak, illetve a kockázatmentes befektetési eszközökön belül relatíve magas hozammal rendelkeznek.

Másrészt a hitelintézetek állampapírok iránti keresletét növelte a jegybanki önfinanszírozási program. Az MNB által 2014. októberben meghirdetett program a forint állampapírok vásárlásának ösztönzésére épült. Ennek eszközei közé tartozott az irányadó eszköz betétesítése, valamint a kamatcsere eszközök bevezetése. A betétesítése lényege, hogy az irányadó eszközhöz kapcsolódó források egy részét áterelte az állampapír piacra. A hitelintézetek számára ennek eredményeképp jövedelmezőbbé vált az átmenetileg fel nem használt forrásait állampapírba fektetni, a jegybanknál történő átmeneti elhelyezés helyett. A program révén a lejáró bruttó

külső adósság refinanszírozásának nagyságrendjét a hitelintézeteknél képződő likviditás mértékéhez lehetett igazítani.

Az egyéb befektetők – döntően a nem pénzügyi vállalkozások, önkormányzatok, állami tulajdonú gazdasági társaságok – a 2012. évhez képest az állampapírok vásárlásának növekedési üteme 78,8%-ot ért el, az egyéb befektetők tulajdonában levő állampapír állomány értéke 2017. december 31-én 4 899,9 Mrd Ft-volt, amely a forgalomban lévő állomány 17,7%-át jelentette.

Az állampapír állomány legnagyobb hányada (33,2%-a) a 2017. évben a külföldi befektetők tulajdonában volt, de ez az arányszám a 2012. évhez viszonyítva (56,6%-ról) jelentősen, 23,4 százalékponttal csökkent a hazai befektetői csoportok javára, amely kedvező elmozdulást jelent az államadósság szerkezetében a finanszírozás biztonságát tekintve.

Az ÁKK éves jelentései több olyan tranzakciót is tartalmaztak, amelyek meghatározóak a bruttó adósság és ezen belül a bruttó külső adósság alakulása szempontjából.

Az ÁKK a 2014. évben folytatta a közvetlen lakossági értékesítést növelését célzó kormányzati programot. A lejáró devizaadósságnak a tervezettnél jóval nagyobb részét sikerült belföldi kibocsátásokkal, belföldi befektetők bevonásával finanszírozni, így a forint gyengülése ellenére is csökkent a külső devizaadósság aránya. Az alacsony állampapír-piaci hozamok mellett is növekedett a befektetők hosszú futamidejű papírok iránti kereslete, amelyet elősegített a kötvény csereaukción is, amely hozzájárult a forint adósság futamidejének növekedéséhez.

A 2015. évben a devizaadósság csökkentése érdekében mintegy 1,1 Mrd euró (327,0 Mrd forint) értékben vásárolt vissza az ÁKK devizakötvényeket, melynek fedezetét főként lakossági forint állampapír értékesítések, illetve az ÁKK-nál elhelyezett devizabetétek biztosították.

Az ÁKK a 2016. évben lejáró devizahiteleket is döntően belföldi állampapír kibocsátásokkal finanszírozta. A 2016. évben került sor az első kínai kötvény kibocsátására, amely részben finanszírozta a lejáró devizaadósságot. Az adósságszerkezet javítása érdekében került sor 2017 júliusában a kínai tőkepiacon devizakötvény kibocsátására.

A külső devizaadósság értékében tapasztalt változások igazolták az államadósság-kezelési stratégia egyik fő céljának teljesülését, amely szerint a 2014. évtől a belföldi finanszírozás erősítésével az adósságszerkezetben olyan kedvező változások történjenek, ami csökkenti az ország külső sérülékenységét.

Az adósság futamideje

Kiemelt jelentőségű a bruttó külső adósság szempontjából az adósság súlyozott átlagos hátralévő futamideje, vagyis a duráció mutató. Minél magasabb a mutató értéke, annál kedvezőbb a külső adósság futamidő szerinti összetétele. Célszerű törekedni a minél hosszabb futamidejű instrumentumok kibocsátására, mert a rövid futamidejű adósságelemeknél megújítási kockázat merül fel. Továbbá jellemzően a kiadásokat is kedvezőtlenül érinti, főleg emelkedő hozamkörnyezet esetén. Ezért is kiemelten fontos az, hogy a lejárat szerkezet kiegyensúlyozott legyen, mert ezáltal mérsékelhető az adósság megújítási kockázata.

A rövid és a hosszú lejáratú adósságelemek közti diverzifikáció azért is alapvető fontosságú, mert a rövid lejáratú elemek megújítása során növekvő hozamelvárás a hosszú lejáratú eszközök

hozamára is hatást gyakorol. A jellemzően rövid lejáratú adósságstruktúra esetén kiemelten magas a befektetők által elvárt hozam növekedésének kockázata.

A hazai bruttó külső adósság lejárat szerkezetét a **6. számú táblázat** mutatja be.

6. táblázat

Magyarország bruttó külső adósságának hátralévő lejárat szerinti szerkezete

(A részarány a teljes adósság százalékában kifejezve)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rövid lejáratú külső adósság	29,2	31,6	24,5	26,4	23,8	22,2
Hosszú lejáratú külső adósság	70,8	68,4	75,5	73,6	76,2	77,8

Forrás: MNB Pénzügyi Számlák Rendszere adatai alapján ÁSZ szerkesztés

A 2015. évig a rövid lejáratú külső adósság részaránya változó nagyságrendet képviselt, az egyes évek között emelkedő, majd csökkenő tendenciát követve. A 2015. évtől kezdődően azonban folyamatos átrendeződés figyelhető meg, az adósság egyre nagyobb része jelent meg a hosszú lejáratú adósság körében. E pozitív változás főként a külső államadósság finanszírozásában tapasztalt változásnak volt köszönhető, amely szerint a duráció emelkedése valósult meg.

Ezek alapján a bruttó külső adósság lejárat szerkezete a 2012-2017. évek közötti időszakban pozitívan változott, egyre inkább előtérbe került a hosszú lejáratú források igénybe vétele, amely finanszírozási szempontból nagyobb kiszámíthatóságot és biztonságot jelent a hazai gazdasági szereplők számára.

A külfölddel való pénzügyi kapcsolatok

A bruttó külső adósság értékének alakulása szempontjából meghatározó jelentőségű a külföldi gazdasági szereplőkkel folytatott ügyletek pénzügyi eredménye. E pénzügyi eredmény bemutatására és levezetésére szolgál a fizetési mérleg kimutatás. Ennek segítségével adott időszakra vonatkozóan mérhető, hogy milyen hatást gyakoroltak az adott ország szempontjából a deviza beáramlást és kiáramlást okozó gazdasági ügyletek. Ha adott időszakon belül több külföldi fizetőeszköz áramlik be a gazdasági ügyletek révén, akkor ezt aktívumnak, ellenkező esetben passzívumnak nevezzük. Az aktívum, illetve passzívum jelentősége, hogy ennek értéke mutatja a bruttó külső adósság változását. Továbbá az aktívum, illetve passzívum értékének megfelelően változik a devizatartalék nagysága.

A **7. számú táblázat** a fizetési mérleg főbb összetevőinek alakulását mutatja be.

7. táblázat

(Adatok millió euróban)

A fizetési mérleg főbb összetevőinek alakulása						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Folyó fizetési mérleg	1 752	3 892	1 587	3 127	7 071	3 947
Tőkemérleg	2 523	3 625	3 932	5 126	-37	1 205
Pénzügyi mérleg	4 666	6 411	4 373	6 874	4 088	2 376
Külfölddel szembeni finanszírozási képesség*						
<i>- folyó és tőkemérleg egyenlege</i>	4 275	7 517	5 520	8 252	7 034	5 152
<i>- pénzügyi mérleg egyenlege</i>	4 666	6 411	4 373	6 874	4 088	2 376

*: A külfölddel szembeni finanszírozási képesség kétféleképpen értelmezhető.

Forrás: MNB fizetési mérleg jelentések és KSH adatok alapján ÁSZ szerkesztés

A táblázat adatai alapján megállapítható, hogy a fizetési mérleg alakulásában kedvező folyamatok játszódtak le az elmúlt években. Az egyes kategóriák egyenlege – a tőkemérleg 2015. évi negatív egyenlegét kivéve – aktívumot mutatott.

A folyó fizetési mérleg esetében a 2016. évi kiemelkedő többletet követően a 2017. év is jelentős nagyságrendű aktívumot mutatott, amely meghaladta a 2016. évet megelőző értékeket. A folyó fizetési mérleg többletének növekedése több tényező együttes hatásának köszönhető, amelyhez jellemzően a szolgáltatások pozitív egyenlege, valamint a 2016. évig az áruk egyenlege járult hozzá.

Az áruegyenleg alakulásában kiemelt szerepet játszott a hazai ipari termelés – azon belül is elsősorban a járműgyártás kibocsátásának – bővülése. A szolgáltatások mérlegének stabilan magas szintjét a szolgáltatások és a vendéglátás jelentős bevétele, a Magyarországon létesített szolgáltató központok, továbbá a pénzügyi szolgáltatások támogatták. Emellett az utazások egyenlege is folyamatosan egyre inkább pozitív értéket képviselt. Ezzel szemben az elsődleges jövedelmek egyenlege negatívan befolyásolta a folyó fizetési mérleg és ezáltal a fizetési mérleg egyenlegét. Mindez főként a közvetlen működő tőkebefektetések jövedelmeinek egyenlegrontó hatásának volt az eredménye.

A tőkemérleg és a pénzügyi mérleg esetében a 2015. év kiemelkedő aktívumot mutatott. Ezt követően azonban mindkét mérleg egyenlege jelentősen romlott. A pénzügyi mérleg alakulásában meghatározó szerepet játszott – az MNB fizetési mérleg jelentéseinek adatai alapján – a külföldön történő részesedésvásárlások, valamint az egyéb befektetések értékének tartósan magas szintje.

A külső finanszírozási képesség 2009. év második felétől tapasztalható pozitív szintje kedvezőnek értékelhető. Ugyanakkor ennek mértéke a 2016. évig javuló, majd ezt követően enyhén romló tendenciát mutatott.

5. A BRUTTÓ KÜLSŐ ADÓSSÁGMUTATÓ NEMZETKÖZI ÖSSZEHAISONLÍTÁSBAN

E fejezet nemzetközi kitekintésben vizsgálja – a stabilizálódási időszakot tekintve – a 2012. évet követően Magyarország bruttó külső adósságának és adósságmutatójának alakulását. Az összehasonlításra a közép-kelet európai régió országaival (Lengyelország, Szlovákia, Csehország, Románia) való összevetésben kerül sor. Az egyes országok kiválasztásának alapja, hogy az adósságmutatókat leginkább a hasonló fejlettségű és hasonló kihívásokkal szembesülő országok adataival érdemes összehasonlítani.

Fontos azonban megjegyezni, hogy ezen országok esetében is jelentős különbségek vannak a bruttó külső adósság és adósságmutató szempontjából. E tényezők közé tartozik például a piacgazdaság kialakulását követő eltérő kezdeti adósságszint, az egyes országok különböző befektetési orientáltsága – külföldi forrásokhoz való viszonya – a nemzetközi pénzügyi piacokon, a belső piac mérete, az állami feladatok köre és kiterjedése, valamint az államháztartás eltérő felépítése. Ezen eltérő jellemzőket mindenképpen szükséges figyelembe venni a mutatók összehasonlítása során.

A régiós országok GDP arányos bruttó külső adósságmutatójának alakulását a **8. számú táblázat** mutatja be.

8. táblázat

A GDP arányos bruttó külső adósságmutató alakulása a régió országaiban (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Magyarország	98,2	87,8	83,1	74,3	68,7	60,5
Lengyelország	55,7	53,9	54,0	53,2	56,6	51,5
Szlovákia	40,5	53,2	57,8	55,0	55,5	53,3
Csehország	43,0	46,7	50,9	53,4	57,8	75,8
Románia	61,4	54,1	50,2	43,8	39,4	38,5

Forrás: MNB fizetési mérleg jelentések alapján ÁSZ szerkesztés

A régió többi országa közül Romániában a bruttó külső adósságmutató, hasonlóan a magyar adatokhoz, folyamatos csökkenést mutatott. Lengyelország és Szlovákia esetében a bruttó külső adósságmutató alakulása ugyanakkor nem mutatott egyértelmű tendenciát, értéke folyamatosan ingadozott.

Különösen jelentős nagyságrendű a 2016-2017. években történt növekedés Csehország esetében, ahol a 2017. év végére a GDP arányos külső adósság a 2012. évi 43,0%-os értékről 75,8%-

ra növekedett. A növekedés oka az volt, hogy a cseh jegybank olyan devizapiaci intervenciót hajtott végre, ami közvetetten növelte a bruttó külső adósságot. Megállapítható, hogy Csehország a régió többi országához képest eltérő utat követett és kevésbé tartotta fontosnak a bruttó külső adósságmutatató csökkentését.

Magyarország esetében a bruttó külső adósságmutatató csökkentése a regionális összehasonlítás alapján mindenképpen szükséges volt megvalósítani. Változatlan nagyságrendű adósságszint mellett Magyarország lemaradt volna a regionális gazdasági versenyben, illetve a bruttó külső adósság jelentősen gátolta volna a gazdasági növekedést.

A bruttó külső adósságmutatóra hatást gyakorló főbb gazdasági mutatószámok alakulása regionális összehasonlításban

A régiós országok rövid lejáratú bruttó külső adósságmutatójának alakulását a **9. számú táblázat** mutatja be.

9. táblázat

A rövid lejáratú bruttó külső adósságmutatató alakulása a régió országaiban (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Magyarország	18,0	17,1	14,2	12,9	11,0	11,2
Lengyelország	8,5	8,8	6,9	7,7	11,1	11,1
Szlovákia	22,3	18,3	19,6	20,8	24,1	28,7
Csehország	12,7	16,5	17,1	21,6	25,5	45,3
Románia	9,5	8,1	6,2	7,0	6,6	7,0

Forrás: MNB 2018. évi fizetési mérleg jelentés alapján ÁSZ szerkesztés

A bruttó külső adósságon belül a rövid lejáratú külső adósságot vizsgálva Magyarország rövid lejáratú külső adóssága a vizsgált időszakban trendszerűen csökkenést mutatott.

A többi, regionális összehasonlításban szereplő ország esetében megállapítható, hogy eltérő mértékben támaszkodtak ezen országok a rövid lejáratú külső adósságot keletkeztető eszközökre. Lengyelország és Románia nagyságrendileg változatlan szinten tartotta a rövid lejáratú bruttó külső adósságmutatót, vagyis az adósság finanszírozása érdekében jellemzően a hosszú lejáratú forrásokat tartották kedvezőnek. A rövid lejáratú bruttó külső adósságmutatató értékét vizsgálva megállapítható, hogy Magyarország a stabilizációs időszak végére regionális összehasonlításban is alacsony szintre csökkentette ezen adósságmutatató értékét.

A régiós országok bruttó külső adósságának elemzéséhez célszerű áttekinteni a bruttó külső adósságmutatató alakulását befolyásoló néhány gazdasági mutató alakulását is.

A régiós országok GDP arányos államadósság-mutatójának alakulását a **10. számú táblázat** mutatja be.

10. táblázat

A GDP arányos államadósság-mutató alakulása a régió országaiban (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Magyarország	78,4	77,1	76,6	76,7	76,0	73,6
Lengyelország	53,7	55,7	50,3	51,1	54,2	50,6
Szlovákia	52,2	54,7	53,5	52,3	51,8	50,9
Csehország	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	34,6
Románia	36,9	37,5	39,1	37,7	37,4	35,0

Forrás: KSH adatok alapján ÁSZ szerkesztés

A **GDP arányos államadósság-mutató** a régió országai közül Magyarországon a 2012. évben 78,4%-os volt, ami a 2017. évre 73,6%-ra mérséklődött. Azonban így is a legnagyobb mértékű volt regionális összehasonlításban, jelentősen meghaladta a 2017. évi 48,9%-os régiós átlagos értéket. A GDP arányos államadósság a legalacsonyabb Csehországban volt, amelynek értéke a 2017. évben 34,6% volt.

Megállapítható, hogy a 2017. évben a 2012. évhez képest a régió valamennyi országában csökkent az államadósság-mutató értéke az időszakon belüli átmeneti növekedést követően. Ugyanakkor a többi régiós országban nem volt a hazaihoz hasonló folyamatos csökkenési tendencia.

Az államháztartás hiánya közvetlenül és hosszabb távon befolyásolja az adósságmutatók alakulását, mivel az államháztartás hiányának finanszírozásához szükség van a külső források bevonására hitelfelvétel, vagy állampapír kibocsátás útján, ami növelheti a bruttó külső adósság összegét. Ezért az összehasonlítás során fontos információt hordoz a régiós országok államháztartási hiányának alakulása.

A régiós országok GDP arányos államháztartási hiányának alakulását az **11. számú táblázat** mutatja be.

11. táblázat

A GDP arányos államháztartási hiány alakulása a régió országokban (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Magyarország	-2,4	-2,6	-2,6	-1,9	-1,7	-2,0
Lengyelország	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,3	-1,7
Szlovákia	-4,3	-2,7	-2,7	-2,7	-2,2	-1,0
Csehország	-3,9	-1,2	2,1	-0,6	0,7	1,6
Románia	-3,7	-2,1	-1,3	-0,8	-3,0	-2,9

Forrás: KSH adatok alapján ÁSZ szerkesztés

A GDP arányában számított államháztartási hiány Magyarországon a 2017. évben a GDP 2,0%-a volt. Magyarországhoz képest nagyobb mértékben csökkent a GDP arányos államháztartási hiány a többi régiós országban, azonban ennek indoka, hogy a 2012. évben a magyar államháztartási hiány értéke volt a legalacsonyabb. Szlovákia és Csehország esetében figyelhető meg a leginkább pozitív változás. Kiemelendő Csehország, ahol a 2016. évtől kezdődően az államháztartás gazdálkodása szufficites volt, és a 2017. évre az államháztartás pozitív egyenlege elérte a GDP 1,6%-át. Ezzel szemben Romániában a 2015. évig tartó gyors ütemű javulást jelentős romlás követte.

Összefoglalva Magyarország bruttó külső adósságmutatójának javulása regionális összehasonlításban is számottevő volt. A korábbi, a régió országaihoz képest jelentősen magasabb eladósodottsági szint mérséklődése által sikerült az adósság szintet a regionális átlaghoz közeli szintre mérsékelni. Ugyanakkor a rövid lejáratú bruttó külső adósságmutató alakulása egyértelműen kedvező volt regionális összehasonlításban. A magyar bruttó külső adósságmutató alakulása – párhuzamosan az egyéb államháztartási egyensúlyi mutatók kedvező változása mellett – pozitívan befolyásolta Magyarország nemzetközi megítélését, amelyet jól mutat a külföldi befektetők állampapírok iránti kereslete.

6. A 2018. ÉVI FOLYAMATOK ÉRTÉKELÉSE

Az elemzés keretében bemutatott tendenciák tovább folytatódtak 2018. évben is. A bruttó külső adósságmutató értéke folyamatos csökkenést mutatott, a 2018. I. negyedévi 59,0%-ról 56,9%-ra mérséklődött. A GDP arányában a bankrendszer bruttó külső adóssága 14,1%-ról 13,3%-ra, az államháztartásé 30,3%-ról 29,1%-ra csökkent. A vállalatok bruttó külső adóssága lényegesen nem változott, továbbra is maradt a 14,5%-os szinten. Ezzel párhuzamosan a nettó külső adósságmutató is tovább csökkent. A 2018. I. negyedévi 11,6%-ról 8,8%-ra mérséklődött. Ez alapján megállapítható, hogy továbbra is közelít a mutató értéke a 0 értékhez, valamint ezzel együtt a nettó adósból a nettó hitelező pozíció felé.

A bruttó külső adósság lejáratí összetételét vizsgálva jól látható a hosszú lejáratú eszközök további előtérbe kerülése a rövid lejáratúakkal szemben. Míg 2018. I. negyedévében a GDP 24,6%-át tették ki a rövid lejáratú eszközök, ennek aránya a 2018. év végére 23,0%-ra csökkent. Ezáltal folytatódott a finanszírozási kockázat mérséklődése. Szektoronként tekintve a rövid lejáratú bruttó külső adósság alakulását megállapítható, hogy a bankrendszer és az államháztartás esetében jelentősen javult a hosszú lejáratú források aránya, míg a vállalatok esetében minimális növekedés volt megfigyelhető.

A háztartások megtakarítási hajlandósága valamelyest csökkent az előző évhez képest. A bérek folyamatos növekedése ellenére a korábbi években tapasztalható megtakarítási ütem 6% alá csökkent. Ebben szerepet játszott a lakosság hitelek iránti keresletének növekedése. A 2018. évben szinte valamennyi magánszemélyek számára rendelkezésre álló hiteltípus iránti kereslet növekedett. Mindez visszafogta a pénzügyi megtakarítások képződésének növekedését. A megtakarítások felhasználási módjai között továbbra is kiemelt szerepet töltek be az állampapír befektetések. Az élénk keresletet jól mutatja, hogy közel 800 milliárd forinttal növekedett a háztartások által tartott állampapírok értéke.

A vállalati szektorban, hasonlóan a háztartásokhoz, jelentősen növekedett a hitelek iránti kereslet. Mindez elsősorban a nem pénzügyi tevékenységet folytató vállalkozások esetében volt megfigyelhető. A hitelfelvételi igény növekedéséhez hozzájárult a beruházások bővülése, valamint az elért jövedelmi színvonal kismértékű csökkenése.

Az államháztartás esetében tovább folytatódott a bruttó külső államadósság részarányának csökkenése. A 2018. évben a külföldi finanszírozású államadósság aránya 35,9%-ra mérséklődött. A központi költségvetés adósságán belül tovább csökkent a devizaadósság részaránya, amely 20%-ra mérséklődött. A külföldi szereplők által tartott állampapírok állománya közel 500 milliárd forinttal növekedett az előző évhez képest. Ugyanakkor a háztartások, a bankrendszer és az egyéb belföldi szereplők állampapír befektetéseinek növekedése e nagyságrendet jelentősen felülmúlta, ezáltal tovább folytatódott az állampapírok finanszírozása esetén a belföldi részarány növekedése. A befektetői kör összetételében bekövetkezett változások révén a külföldi gazdasági szereplőknek kifizetett kamatok az állampapír befektetések után szintén tovább mérséklődött.

KÖVETKEZTETÉSEK

A külső adósságmutatók folyamatos javulása

Az elemzett időszakon belül a 2007-2011. évek közötti időszak általános jellemzője volt, hogy valamennyi gazdasági szereplőcsoport jelentős nagyságú adósságot halmozott fel, amelynek döntő része a külföldi gazdasági szereplők felé állt fenn. A háztartások, a vállalatok és az államháztartás is alapvetően hozzájárult ezáltal a bruttó külső adósság növekedéséhez. A gazdasági válság e helyzetet tovább súlyosbította és a gazdasági növekedés jelentős lassulása mind a bruttó külső adósság, mind a bruttó külső adósságmutató alakulását negatívan érintette.

Magyarország bruttó külső adósságmutatójának folyamatos csökkenése alapvetően kedvező folyamatnak volt tekinthető a stabilizáció időszakában. Hiszen ezáltal Magyarország gazdasága egyre kevésbé függött a külföldi gazdasági szereplők által juttatott forrásoktól. Ezen időszak fontos jellemzője volt, hogy a lakosság és a vállalatok – a korábbi időszakhoz képest jóval alacsonyabb hitelkereslet miatt – egyaránt adós pozícióból megtakarítókká váltak, ezáltal csökkenthették a külső adósságukat és egyúttal az államadósság finanszírozásához is a korábbinál több megtakarítás állt rendelkezésre. Mindez lehetővé tette, hogy az államadósság finanszírozásában is egyre nagyobb szerepet töltsenek be a hazai megtakarítások. A stabilizáció időszakában a vállalatok alacsonyabb megtakarítás igénye és az államadósság-mutató csökkenése révén a gazdaságpolitika mozgástere széles volt a bruttó külső adósságmutató gyors ütemű csökkentésére.

A bruttó és a nettó külső adósságmutató kockázatai

A bruttó külső adósságmutató alakulásával kapcsolatban párhuzamosan azt is szükséges figyelembe venni, hogyan alakul a nettó külső adósságmutató. Lévéen, ha a külföldi gazdasági szereplőkkel szemben fennálló kötelezettségek mellett a külfölddel szembeni követeléseket is értékeljük, akkor pontosabb képet kaphatunk az eladósodottság mértékéről. Magyarország esetében a bruttó és a nettó külső adósságmutató folyamatos javulást mutatott a stabilizáció időszakában, amely hozzájárult a magyar gazdaság sérülékenységének további csökkenéséhez.

A bruttó külső adósságmutató jövőbeli alakulása szempontjából – az elemzés készítőinek véleménye szerint – két kockázatot lehet azonosítani. Az egyik kockázatot az jelenti, ha a bruttó külső adósságmutató túlzottan gyors ütemben csökken, illetve a nettó külső adósságmutató gyors ütemben fordul át a pozitív tartományba. A második kockázat lényege, hogy ha e mutató esetében a jelenlegi csökkenő helyett egy növekedési tendencia indul el.

A bruttó külső adósságmutató elemzett időszakon belüli változása és a gazdasági mutatószámok elmúlt években tapasztalt alakulása alapján a leginkább meghatározó kockázatot a bruttó és ezzel párhuzamosan a nettó külső adósságmutató túlzottan gyors ütemű csökkenése jelenti.

A bruttó és a nettó külső adósságmutatók gyors ütemű javulása esetén elméletileg lehetséges, hogy a nettó külső adósságmutató pozitív értékű legyen. Mindez azt jelentené, hogy Magyarországról több forrás áramlik a külföld felé, mint ellenkező irányba, vagyis közgazdasági értelemben Magyarország a külföld hitelezőjévé válna.

A nettó külső adósságmutató javulása alapvetően kedvező folyamatnak tekinthető, ugyanakkor nem mindegy, hogy ez milyen körülmények és ütem mellett következik be. A nettó külső adósságmutató javulása esetén a belföldi megtakarítások és tőkeforrások külföldre való áramlási üteme meghaladja a befelé irányuló forrásáramlást. Mindez a gyakorlatban azt jelenti, hogy a hazai tőke nem helyben, hanem külföldön hasznosul. Ezáltal amellet, hogy csökken a külföld felé való eladósodottság mértéke, párhuzamosan a hazai beruházási lehetőségek megvalósításához kevesebb hazai forrás áll rendelkezésre. A beruházási ráta fenntartása ugyanakkor alapvető fontosságú a gazdasági növekedés ütemének biztosítása szempontjából. A kieső, külföldön hasznosuló források révén várhatóan a beruházási ötletek finanszírozása nehezebbé válna, valamint a belföldi pénzpiac likviditását is mérsékelné, amely viszont a kölcsönözhető források költségére negatív hatást gyakorolna.

Ugyanakkor az aktuális gazdasági környezet azt mutatja, hogy a nettó külső adósság csökkenéséhez szükséges feltételek rendelkezésre állnak. Ennek indoka, hogy a háztartások megtakarítása folyamatosan növekszik, az államháztartás GDP arányos adóssága csökkenő tendenciát mutat, valamint a vállalkozások hitelfelvételi hajlandósága nem haladja meg a rendelkezésre álló pénzpiaci forrásokat.

Mindezek alapján megfogalmazható, hogy a nettó külső adósságmutató javulása mindaddig pozitív folyamatnak tekinthető, amíg a hazai pénzpiaci likviditása biztosított és rendelkezésre áll a szükséges nagyságrendű megtakarítás. Amennyiben e feltétel nem teljesül, akkor a nettó külső adósság pozitív értékbe történő átfordulása gazdasági egyensúlytansági problémákat okozna. Emiatt is fontos, hogy a gazdaságpolitika e szempontokat figyelembe véve alakítsa a befektetés-ösztönző politikáját, beleértve a külföldi szereplők magyarországi és a magyar gazdasági szereplők külföldi befektetési döntéseinek alakítását.

Ha a bruttó külső adósságmutató csökkenő tendenciát követ és a nettó külső adósságmutató pozitív értékű, akkor mindez a külső sérülékenység szempontjából kedvezőnek értékelhető. Ennek indoka, hogy az adott ország ebben az esetben kevésbé van kitéve a nemzetközi pénzügyi piacok gyorsan változó körülményeinek.

A bruttó külső adósságmutató csökkenése az államadósság szempontjából

A megtakarítások nagyságrendje a keresleti oldalon alapvető fontosságú a vállalatok és az államháztartás számára. A vállalatok részéről a megtakarítások a pénzügyi rendszer közvetítése által a beruházások indításához, az államháztartás részéről pedig az államadósság finanszírozásához szükségesek.

Ugyanakkor, ha a jövőben a gazdasági növekedés révén a vállalatok beruházási aktivitása emelkedik, akkor a jelenleginél több finanszírozási forrást igényel majd e gazdasági szereplőcsoport. Mindez abban az esetben elégíthető ki belső megtakarításokból, ha a belső megtakarítások fedezni tudják ezen igény mellett az államháztartás hazai finanszírozási szükségletét is. Továbbá, ha a lakosság növekvő nagyságrendben vesz igénybe hiteleket, vagy a jövedelmei növekedésénél nagyobb arányban bővíti a fogyasztási kiadásait, akkor mindez tovább csökkenti a kölcsönözhető megtakarításokat.

Ebből a szempontból meghatározó jelentőségű az államadósság alakulása és az államadósság finanszírozási módszere. A hazai megtakarításokból az államháztartás finanszírozása biztonságosabban oldható meg, a belső megtakarítások e célú nagyobb arányú lekötése esetén azonban a vállalkozások és a háztartások beruházási céljainak megvalósítására szűkösebben állnak rendelkezésre belső források. A hazai megtakarításokból való „kiszorítás” azonban a pénzpiacok nyitottságára tekintettel – nem jelenti azt, hogy a gazdasági szereplők nem jutnak hozzá a szükséges forrásokhoz. A hazai megtakarítások elégtelensége esetén a vállalatok, illetve a pénzüintézetek várhatóan külső forrásokból teremtik meg a beruházásokhoz szükséges forrásokat. Ez – természetesen – növeli a külső adósságot és az adósság GDP-nél magasabb ütemű növekedése esetén a bruttó külső adósságmutatót, ennek összes kockázataival együtt. A gazdasági szereplőcsoportok ilyen típusú döntései együttesen határozzák meg a bruttó külső adósságmutató jövőbeni alakulását.

Az államadósság finanszírozása kapcsán fontos figyelembe venni azt a szempontot is, hogy milyen a hitel és az értékpapír típusú finanszírozás aránya. Az állampapírok révén történő finanszírozás előnyei közé tartozik többek között, hogy jellemzően alacsonyabb költségű, a lejárat szerkezet és a kibocsátás ütemezése rugalmasabban alakítható, a lejárat szerkezet számos eszköz révén befolyásolható, valamint kevésbé van kitéve az államháztartás a koncentrációs kockázatnak, amely a hitelek esetében egy-egy nagy befektetőhöz, vagy befektetői körhöz kapcsolódik. Az államadósság összetételén belül az állampapír típusú finanszírozás előtérbe kerülése, ezzel párhuzamosan a hitelek arányának csökkenése, ezek alapján kedvező folyamatnak tekinthető, amelynek folytatódása előnyös lehet a jövőben is.

Az államháztartás részéről ugyanakkor azt is célszerű mérlegelni, hogy az államadósság finanszírozásában a belső megtakarításokra való támaszkodás nagyobb finanszírozási biztonságot jelent, jelentősen csökkentve a nemzetközi pénzügyi változásokból adódó befektetői döntések kockázatait. Az államadósság finanszírozásában a hazai lakossági megtakarításokra való támaszkodás előnyei közé tartozik a magas fokú hazai befektetői bizalom, a különböző pénzügyi hatásokkal szembeni nagyobb mértékű ellenálló képesség, az árfolyamkockázat kizárása, valamint a finanszírozási források jellemzően hosszabb távú rendelkezésre állása.

A magyar lakossági befektetők, összehasonlítva a külföldi intézményi befektetőkkel, sokkal kevésbé reagálnak érzékenyen a pénzügyi változásokra. Például egy hitelminősítői értékelés, vagy valamely gazdasági mutatószám alakulásáról szóló híradás hallatán a külföldi intézményi befektetők relatíve gyorsan átrendezik a befektetési portfóliójukat. A piaci érzékenység alacsonyabb szintje egyúttal hatást gyakorol közvetetten a hozamok alakulására is. A külföldi befektetők meggyőzésének egyik fontos eszköze, főleg a pénzpiacok szűkebb likviditása esetén, a „kellő nagyságú” hozamok biztosítása. A hazai befektetők tértnyerése ebből a szempontból is előnyös, lévén sokkal korlátozottabb pénzügyi térben mozognak, a kockázatmentesnek tekinthető befektetések körében előtérbe helyezve az állam által kibocsátott értékpapírokat. Mindezt jól mutatja a lakosság által vásárolt állampapírok folyamatos mennyiségi növekedése.

A külföldi befektetők jelentős nagyságrendű olyan állampapír befektetéssel rendelkeznek, amely nem devizában, hanem forintban került kibocsátásra. Fontos hangsúlyozni, hogy az árfolyamkockázat ebben az esetben sem kerül kiküszöbölésre lévén a külföldi befektető a valutá-

ját/devizáját először forintra váltja az állampapír vásárlását megelőzően, majd az értékesítést/beváltást követően a valutát/devizát vásárol. Következésképpen megnő a forint kínálat, ami lefelé mozdítja el a forint árfolyamát. Ezzel együtt még fizetőképességi kockázat is fennállhat, ha a forint devizára váltásához nem áll elegendő valutatartalék rendelkezésre. A hazai megtakarítók államadósság finanszírozásba történő bevonása e kockázatot képes csökkenteni.

Következésképpen mind a lakossági megtakarítók, mind az államháztartás szempontjából biztonságosabb, ha az államadósságot egyre nagyobb arányban lakossági állampapírok finanszírozzák.

A hazai megtakarítók számára az állampapírokba történő befektetést még inkább vonzóvá teszi az újonnan kibocsátott állampapírok esetében nyújtott kamatadó mentesség. Ezen kormányzati intézkedés által tovább növelhető a lakossági állampapírok állománya, ugyanakkor a megtakarítások felhasználásának „kifelhérítéséhez” is hozzájárulhat az e típusú adómentesség biztosítása.

RÖVIDÍTÉSJEGYZÉK

ÁKK	Államadósság Kezelő Központ Zrt.
ÁSZ	Állami Számvevőszék
EU	Európai Unió
FDI	Közvetlen működő tőkebefektetés (Foreign Direct Investment)
GDP	Bruttó hazai termék
MNB	Magyar Nemzeti Bank
V4	Visegrádi négyek

ÉRTELMEZŐ SZÓTÁR

állampapír	Az állampapír az állam által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapír. Állampapír vásárlásával tulajdonképpen az államnak adunk kölcsönt, előre meghatározott kamatra és előre meghatározott időre.
deviza	Pénzhelyettesítő eszköz, valamely külföldi ország pénzére szóló, külföldön fizetendő követelés, illetve külföldi pénznemben jelentkező tartozás.
devizakötvény	Külföldi devizában kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő <u>értékpapír</u> . A kötvényben a kibocsátó (az adós) arra kötelezi magát, hogy az ott megjelölt pénzüsszegnek az előre meghatározott <u>kamatát</u> , egyéb jutalékait, valamint az általa vállalt esetleges egyéb szolgáltatásokat, továbbá a pénzüsszeget a kötvény mindenkori tulajdonosának, illetve jogosultjának (a hitelezőnek) a megjelölt időben és módon megfizeti, illetőleg teljesíti.
devizakötvény csere-aukció	Olyan tranzakció, melyben a devizaadósságot devizacsere-ügylet keretében (swap) más devizára vagy hazai pénznemre cserélik.
devizatartalék	A hivatalos nemzetközi (deviza-) tartalékok a központi bank külföldi aktívái, amelyek az országot érő negatív gazdasági sokkok tompítására szolgálnak, amelyeket a jegybank fizetési problémák esetén közvetlenül felhasználhat, illetve amelyek árfolyam-politikai célú intervencióinak fedezetét jelentik.
duráció	Átlagos lejáratú idő.
elsődleges jövedelem	A munkából származó jövedelmeket, a befektetések jövedelmeit és az egyéb elsődleges jövedelmeket tartalmazza. Külön soron jelennek meg a tartalékeszközök jövedelmei, valamint a termék- és termelési adók, illetve a támogatások.
irányadó eszköz	A jegybank által alkalmazott monetáris politikai eszköz, amely a jegybanknál elhelyezett 3 hónapos betét konstrukciót fejezi ki.

költségvetési deficit	Költségvetési hiány, vagy deficit az államháztartás túlköltekezése, amikor a kiadások meghaladják a bevételeket.
közvetlen működőtőke-befektetés	Olyan beruházás, amelyet a befektető vállalat a székhely országán kívül, de a vállalaton belül valósít meg.
pénzügyi stabilitás	A pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer ellenálló a gazdasági sokkokkal szemben és képes zökkenőmentesen ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.

FELHASZNÁLT IRODALOM

1. Államadósság Kezelő Központ Zrt. statisztikái
(<http://www.akk.hu/hu/oldal/statisztika#allamadossag-finanszirozás>)
 - A központi költségvetés adóssága
 - Az államháztartás (maastrichti) adóssága
 - A központi költségvetés devizahitel-adósságának állománya
 - A központi költségvetés adósságának lejárat szerkezete
 - Havi monitoring táblázatok
2. Államadósság Kezelő Központ Zrt.: Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2017.
3. Államadósság Kezelő Központ Zrt.: Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2016.
4. Államadósság Kezelő Központ Zrt.: Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2015.
5. Antal Judit: Külső adósságdinamika. MNB tanulmányok 2006/51.
6. ÁSZ Tanulmány az államadósság-szabály alkalmazásának elvi és gyakorlati problémáiról. 2013.
7. Baksay Gergely – Kicsák Gergely- Szalai Ákos: Államadósság. MNB Oktatási füzetek 2016/4.
8. EDP jelentések a kormányzati szektor egyenlegéről és adósságáról 2007-2017.
9. Fuszenecker Tamás: Az eladósodottság szerepe az ország-kockázati felár alakulásában. Pénzügyi Szemle, 2011/5.
10. Gerlaci Bence – Lénárt Odorán Rita – Sisak Balázs: Külső tartozásmutatók. MNB Oktatási füzetek 2017/20.
11. Gidai András: Kelet-Közép-Európa eladósodása. Pénzügyi Szemle, 2013/3.
12. Hajnal Gábor – Szűcs Nóra: A külső sérülékenység – a nemzetközi szakirodalomtól a hazai gazdaságpolitikáért. Gradus, 2018/5.
13. Magyar Nemzeti Bank: Fizetési mérleg jelentés 2012-2018.
14. Magyar Nemzeti Bank: Hitelezési folyamatok jelentés 2012-2018.
15. Magyar Nemzeti Bank: Magyarország pénzügyi számlái. Adatok, elemzések, módszertani leírások.

Felhasznált jogszabályok

- 2016. évi CXXII. törvény a Magyarország 2015. évi központi költségvetéséről szóló 2014. évi C. törvény végrehajtásáról
- 2017. évi CLXX. törvény a Magyarország 2016. évi központi költségvetéséről szóló 2015. évi C. törvény végrehajtásáról
- 2018. évi LXXXIV. törvény a Magyarország 2017. évi központi költségvetéséről szóló 2016. évi XC. törvény végrehajtásáról

MELLÉKLETEK

1. számú melléklet: A bruttó külső adósság összetételének és a GDP-hez viszonyított arányának változása (Adatok Mrd Ft-ban, illetve százalékban)

Megnevezés	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bruttó külföldi adósság mindösszesen	22 059,3	25 072,5	29 754,1	30 137,6	29 323,9	28 263,0
Devizában fennálló bruttó külső adósság	14 714,7	20 993,5	25 579,0	25 455,0	23 434,5	21 154,1
Forintban fennálló bruttó külső adósság	7 344,5	4 079,0	4 175,1	4 682,6	5 887,4	7 108,9
Államháztartás bruttó külső adóssága	8 500,1	9 599,3	12 261,0	12 468,9	13 190,1	14 851,0
Egyéb szektorok bruttó külső adóssága	13 559,1	15 473,2	17 493,1	17 668,8	16 133,8	13 412,0
A bruttó külső adósság mindösszesen a GDP %-ában	85,9%	92,2%	112,6%	110,7%	103,6%	98,2%
Devizában fennálló bruttó külső adósság a GDP %-ában	57,3%	77,2%	96,8%	93,5%	82,8%	73,5%
Az államháztartás bruttó külső adóssága a GDP %-ában	33,1%	35,3%	46,4%	45,8%	46,6%	51,6%
Nettó külső adósság a GDP %-ában	43,8%	50,4%	56,6%	54,0%	46,4%	45,6%
GDP (Mrd forint)	25 680,2	27 193,6	26 424,6	27 224,6	28 304,9	28 781,1

Megnevezés	2013	2014	2015	2016	2017
Bruttó külföldi adósság mind-összesen	26 557,9	27 076,8	25 543,3	24 370,8	23 204,8
Devizában fennálló bruttó külső adósság	19 177,4	19 517,5	18 873,8	17 985,4	16 761,8
Forintban fennálló bruttó külső adósság	7 380,6	7 559,3	6 669,4	6 385,4	6 443,6
Államháztartás bruttó külső adóssága	14 246,9	15 086,1	14 198,4	13 089,8	11 583,2
Egyéb szektorok bruttó külső adóssága	12 311,0	11 990,7	11 344,9	11 280,8	11 621,6
A bruttó külső adósság mindösszesen a GDP %-ában	87,8%	83,1%	74,3%	68,7%	60,5%
Devizában fennálló bruttó külső adósság a GDP %-ában	63,4%	59,9%	54,9%	50,7%	43,7%
Az államháztartás bruttó külső adóssága a GDP %-ában	47,1%	46,3%	41,3%	36,9%	30,2%
Nettó külső adósság a GDP %-ában	36,8%	33,0%	24,6%	18,9%	13,2%
GDP (Mrd forint)	30 248,2	32 583,4	34 378,6	35 474,2	38 355,1

Forrás: MNB Nemzeti Számlák Rendszere adatai és az MNB adósságszolgálati mutatókról szóló jelentése alapján

ÁSZ szerkesztés

2. számú melléklet: A devizatartalékok és a rövid lejáratú külső adósság alakulása

Megnevezés	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Devizatartalék összege (Mrd Euro)	33,9	33,8	34,6	30,3	24,4	23,4
Rövid lejáratú külső adósság (Mrd Euro)	28,6	28,3	21,5	21,7	18,6	16,4
A devizatartalékok rö- vid lejáratú külső adós- sághoz viszonyított ará- nya (%)	118,5	119,4	160,9	139,6	131,1	142,7
Rövid lejáratú külső adósság aránya a bruttó külső adósságon belül (%)	29,2	31,6	24,5	26,4	23,8	22,2
Rövid lejáratú külső adósság a GDP %-ában	18,0	17,1	14,2	12,9	11,0	11,2

Forrás: MNB éves jelentései és a fizetési mérleg jelentések adatai alapján ÁSZ szerkesztés

ÁLLAMI SZÁMVEVŐSZÉK

1052 Budapest, Apáczai Csere János utca 10.

Levélcím: 1364 Budapest 4. Pf. 54

Telefon: +36 1 484 9100 Telefax: +36 1 484 9200

www.asz.hu