



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2015
JÚNIUS

*„Nem mindig lehet megtenni, amit kell,
de mindig meg kell tenni, amit lehet.”*

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2015
JÚNIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8693 (nyomtatott)

ISSN 2064-874X (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg, aminek veszélyeztetése nélkül a jegybank feladata a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartása is. A külső egyensúly alakulása a pénzügyi stabilitás szempontjából kiemelt jelentőséggel bír, mivel a fizetési mérleg folyamatai alapján következtetni lehet a gazdasági növekedés fenntarthatóságára, illetve az ezzel kapcsolatos kockázatokra. Emellett a fizetési mérleg elemzésével a gazdasági problémákat már korábban, azok kialakulásakor fel lehet tárni, és lépéseket lehet tenni elkerülésük érdekében.

A Magyar Nemzeti Bank ezért átfogóan és rendszeresen elemzi a külső egyensúlyi folyamatokat, a makrogazdasági egyensúlytalanságokat több mutatón keresztül vizsgálja, valamint azonosítja az ország sérülékenysége szempontjából kritikus elemeket, folyamatokat.

A pénzügyi válság, illetve az elmúlt időszak tapasztalatai alapján egy ország esetleges külföldi ráutaltságáról informáló fizetési mérleg és annak alakulása a gazdasági sajtóban is kiemelten kezelt téma, az ország külső egyensúlyi pozíciójának alakulását a piaci szereplők és az elemzők is folyamatosan figyelemmel kísérik. Ezért a Fizetési mérleg jelentés kiadvány fő célja, hogy a rendszeresen megjelenő elemzés segítségével tájékoztassa a piaci szereplőket a fizetési mérleg folyamatairól, és ezzel felhívja a figyelmet a gazdaság mélyebb összefüggéseire.

Az elemzés Palotai Dániel Monetáris politikáért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt a Monetáris politika és pénzügyi elemzés területén készült. A jelentés készítésében részt vettek: Boldizsár Anna, Csávás Csaba, Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter, Lénárt-Odorán Rita és Sisak Balázs. A publikációt dr. Balog Ádám alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2015. június 24-éig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

ÖSSZEFOGLALÓ

2015 I. negyedévében **a GDP 9 százalékára emelkedett a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége, ami a folyó fizetési mérleg 4,9 milliárd eurós többlete és a főleg EU-transzfereket tartalmazó tőkemérleg 4,5 milliárd eurós többlete mellett alakult ki. A régiós országokat jelentősen meghaladó külső egyenleg továbbra is hozzájárul az ország külső sérülékenységének csökkenéséhez.**

A reálgazdasági oldal alapján számított **külső finanszírozási képesség növekedése a külkereskedelmi többlet és az EU-transzfer emelkedésére vezethető vissza.** Az áru- és szolgáltatásegyenleg többletében tapasztalt növekedés részben az energiahordozók importjának visszaesésére, részben pedig az igen dinamikus járműipari teljesítményre vezethető vissza. Utóbbiban szerepe lehetett az euro dollárral szembeni leértékelődésének is, ami az európai gazdaság nagyobb növekedésében, és végső soron a magyar áruexport nagyobb bővülésében tükröződhetett. **A jövedelemegyenleg hiánya ellentétes folyamatok eredményeként nem változott érdemben.** Míg a mérséklődő hozamok hatására a kamategyenleg enyhén tovább mérséklődött, addig a fokozatosan javuló profitkilátások mellett a vállalatok jövedelme enyhén bővült. Az EU-transzsferek tovább emelkedő lehívásának köszönhetően a **transzferegyenleg éves többlete újabb csúcst ért el.**

A finanszírozás oldali folyamatok továbbra is **a nettó külső adósság jelentős csökkenését** mutatják, miközben az I. negyedévben a hazánkba érkező közvetlentőke-befektetések kisebb mértékben emelkedtek, mint a belföldiek külföldi befektetései. A közel 1,4 milliárd euróval csökkenő nettó külső adósság **a konszolidált államháztartáshoz, főként az EU-transzsferek beáramlása miatt emelkedő devizatartalékhoz kötődött,** miközben a negyedév során az állam egy jelentősebb mértékű devizakötvényt is törlesztett. A bankok forrásbevonása – ami vélhetően az év végi számottevő forráskiáramlás korrekciójának tekinthető – a külfölddel szembeni követelések bővülése mellett valósult meg.

A finanszírozási adatok alapján csökkent a külső adósság, azonban a dollár erősödése és a hozamok mérséklődése miatti átértékelődés hatására a külső adósságráták nem csökkentek tovább. Az ország GDP-arányos bruttó külső adóssága – az előző negyedévhez hasonlóan – a GDP 86 százalékát, a nettó külső adósság pedig a GDP 33 százalékát tette ki. A külső adósságmutatók alakulására számottevő hatása volt a dollár erősödésének és a piaci hozamok mérséklődésének. **A hozamok csökkenése fenntarthatósági szempontból kedvező,** azonban ezzel párhuzamosan a külföldiek kezében lévő államadósság piaci árfolyama emelkedett, ami a bruttó és nettó mutatók tranzakciókkal ellentétes elmozdulását eredményezte. Az ország külső sérülékenysége szempontjából kiemelt fontosságú, hátralévő futamidő szerinti **rövid külső adósság kismértékben, 22 milliárd euro fölé emelkedett. Ennek ellenére az ország tartalékmegfelelése javult,** ugyanis a jegybank devizatartaléka a negyedév végére 37 milliárd euro közelébe emelkedett, ami számottevően meghaladja a befektetők által elvárt szintet.

A külső egyensúlyt a szektorok megtakarításai szempontjából elemezve látható, hogy **a külső finanszírozási képesség év eleji emelkedése főként az állam visszafogott finanszírozási igénye mellett alakult ki.** Az államháztartás finanszírozási igénye az év elején a GDP 2 százaléka alá mérséklődött, amiben elsősorban a gazdasági növekedés bevételnövelő hatásának volt fontos szerepe. **A magánszektor pénzügyi megtakarítását számottevően átrendezte a devizahitelekkel kapcsolatos elszámolás:** a háztartások nettó megtakarítását átmenetileg növelte, míg a bankokét csökkentette. 2015 I. negyedévében érdemben mérséklődött a háztartások portfólióátrendezése, ami a bankbetétek év végi bővülésének folytatódásában tükröződött.

Kiemelt témánkban részletesebben megvizsgáltuk a szolgáltatás egyenleg többletének alakulását, ami 2014-ben már a GDP 5 százalékát tette ki, így **jelentős és fokozódó szerepet játszott a magyar gazdaság nettó finanszírozási képességében.** Magyarország szolgáltatásegyenlege **különösen a régiós országokkal összehasonlítva tekinthető magasnak.** A szolgáltatásexport jóval kisebb mértékben esett vissza a pénzügyi válság első éveiben, mint az áruexport, miközben a szolgáltatásimport visszafogott növekedése az egyenleg számottevő többletéhez vezetett. A szolgáltatások között a turizmusnak és a szállítási szolgáltatásoknak van kiemelt szerepe. A nemzetközi összevetés alapján elmondható, hogy **az EU-hoz később csatlakozott országokban általában magasabb a szolgáltatásegyenleg többlete,** ami az alacsonyabb árszínvonallal, illetve a fejlettebb országokban magasabb elkölthető jövedelemmel állhat összefüggésben. A nemzetközi összehasonlítás szerint **a szolgáltatások kevésbé esnek vissza egy válságban mint az áruexport,** így a szolgáltatások magasabb súlya tompíthatja egy esetleges válság hatásait.

Tartalom

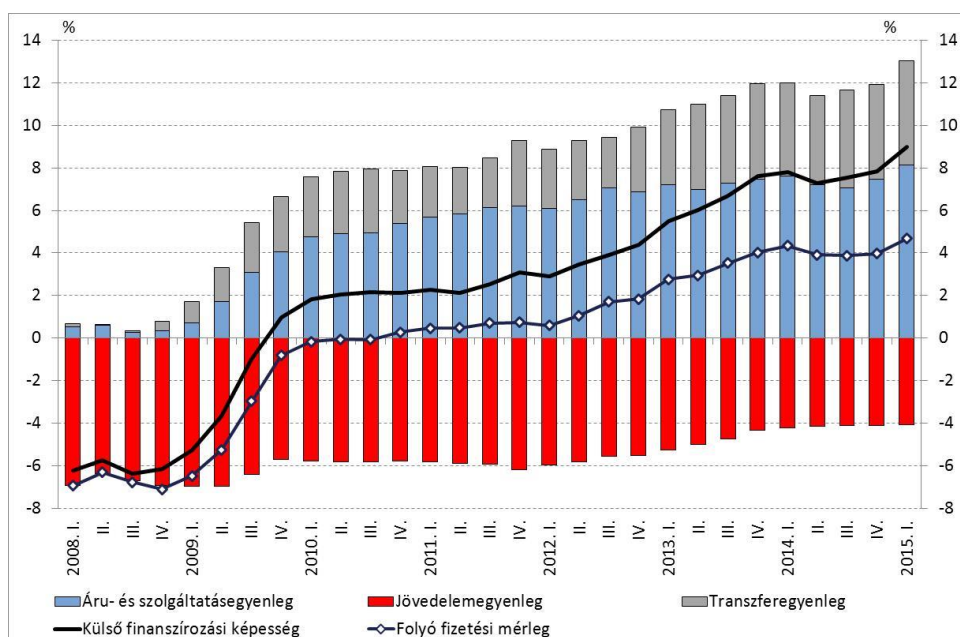
Összefoglaló.....	3
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg.....	7
1.2. Jövedelemegyenleg	10
1.3. EU-transzferek.....	11
2. Finanszírozási megközelítés.....	13
2.1. Nem adósság jellegű források	14
2.2. Adósság jellegű források	16
3. Adósságráták alakulása.....	19
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés.....	23
5. Kiemelt téma: A szolgáltatásegyenleg növekedésének háttere	26
5.1. Bevezetés	26
5.2. A bruttó száraz alakulása	27
5.3. Ágazati bontás.....	28
5.4. Nemzetközi kitekintés	31

1. REÁLGAZDASÁGI MEGKÖZELÍTÉS

Magyarország külső finanszírozási képessége 2015. I. negyedévében a GDP 9 százalékára emelkedett. A tovább javuló külső egyensúlyi helyzet elsősorban a megugró nettó exportot tükrözte. Az év első hónapjaiban kedvezően alakult a külső kereslet, amelyet az euro dollárral szembeni gyengülése is támogatott, így ezzel összefüggésben meghatározó volt a járműipari kivitel. Az importdinamika ugyanakkor az energiahordozók importjának csökkenése, illetve az elsősorban belföldre termelő vállalatok beruházásainak visszaesése miatt lassult. Továbbra is markáns volt az EU-transzferek felhasználása, amely főként az államháztartás projektjeit finanszírozta, és csak kisebb mértékben növelte a magánszektor finanszírozási képességét. Mindemellett a jövedelemegyenleg hiánya – az egyes tényezők kismértékű ellentétes változása mellett – nagyjából stabilizálódott.

A reálgazdasági megközelítés alapján a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége a GDP 9 százalékára emelkedett. 2015. I. negyedévében kiugró mértékű volt a külső finanszírozási képesség. A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege – a szezonálisan igazított adatok szerint – közel 3 milliárd eurót tett ki, így a négy negyedéves folyó fizetési mérleg a GDP 4,7 százalékára, a finanszírozási képesség pedig a GDP 9 százalékára emelkedett. Az I. negyedévben a külkereskedelmi többlet markáns bővülését figyeltük meg, amely mellett a transzferegyenleg is tovább javult. A jövedelemegyenleg hiánya a korábbi évekhez képest viszonylag alacsony szinten stabilizálódott. Összességében így valamennyi komponens hozzájárult az igen jelentős külső egyensúlyi többlet kialakulásához (1. ábra). Magyarország külső finanszírozási képessége régiós viszonylatban is kiemelkedőnek számít: 2014 végén a szlovák és lengyel gazdaságok hasonló mutatója a GDP 1 százaléka körül, a cseheké pedig nulla közelében alakult.

1. ábra: A külső finanszírozási képesség komponenseinek* alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

*Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.

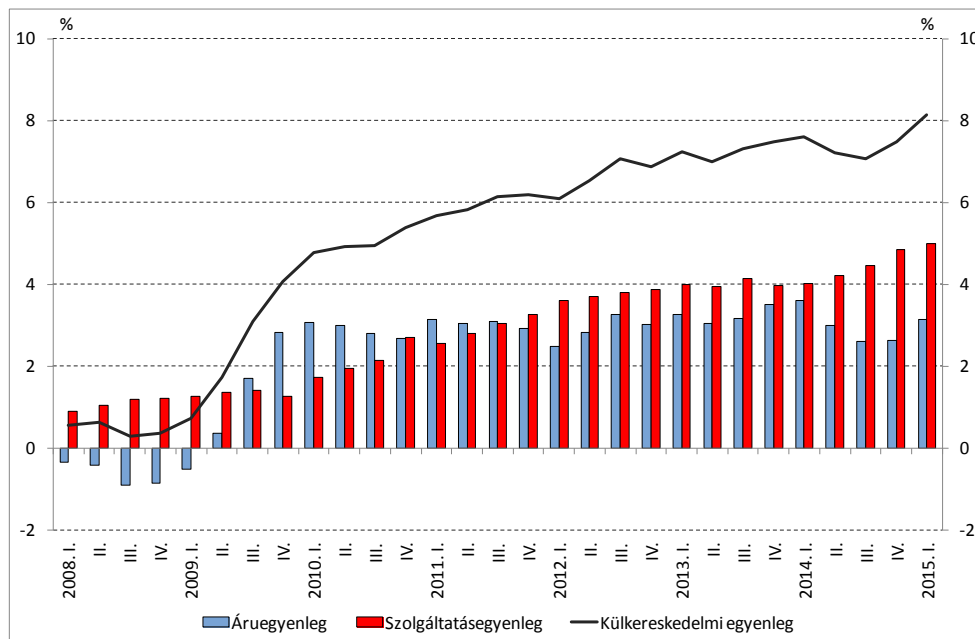
Transzferegyenleg: tőkemérleg, egyéb elsődleges jövedelem és másodlagos jövedelem összege.

1.1. Külkereskedelmi egyenleg

A külkereskedelmi többlet növekedése a nettó áruexport megugrása és a szolgáltatásegyenleg továbbra is emelkedő többlete mellett alakult ki. A négy negyedéves külkereskedelmi többlet a GDP 8 százaléka fölé emelkedett. A korábbi negyedévekben megfigyelt tendenciától eltérően alakult a nettó exporton belüli áru- és szolgáltatásegyenleg. Az elmúlt időszakban a teljes nettó exporton belül az áru egyenleg többletének mérséklődését a szolgáltatásegyenleg bővülése kísérte. Az I. negyedévben azonban újra és jelentősen emelkedett a nettó áruexport, a szolgáltatásegyenleg további bővülése mellett (a szolgáltatásegyenleg múltbeli alakulásáról és szerkezetéről

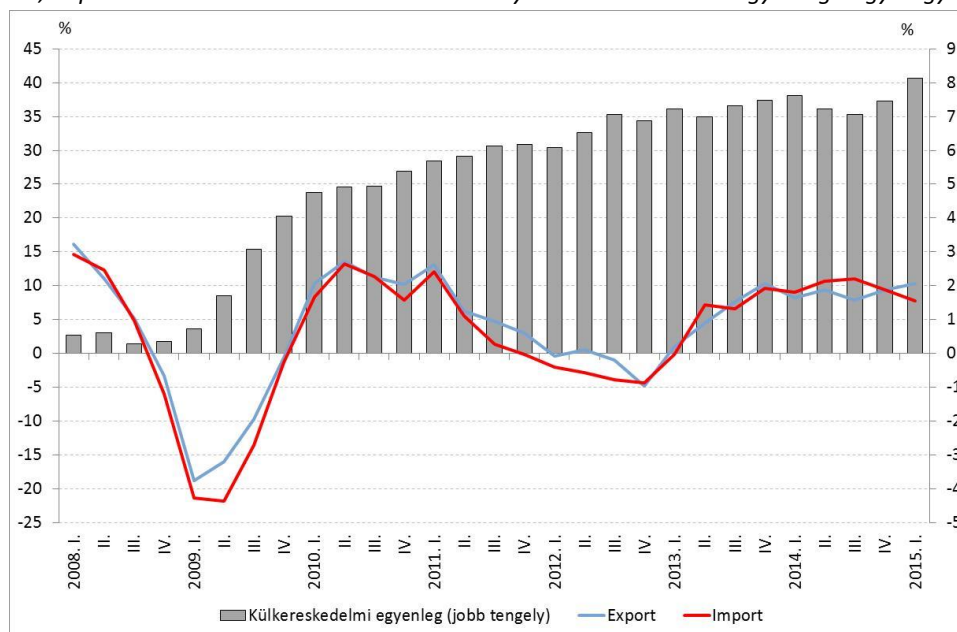
részletesebben lásd a kiemelt témával foglalkozó 5. fejezetet). Az áruegyenleg többlete negyedéves szinten kiugrónak tekinthető, közel 1,6 milliárd eurós szintet ért el.

2. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



A kedvező exportnövekedésben a járműkivitel, a lassuló importban pedig az energiaiimport csökkenése és a belföldre termelő vállalatok lassuló beruházásai tükröződhetnek. Az export I. negyedéves növekedésében a külső keresletben megfigyelt élénkülés éreztette hatását, ezzel összhangban kedvezően alakult az ipari (elsősorban járműipari) termelés és a kivitel is. A külső kereslet élénkülése az euro/dollár árfolyam gyengülésével is összefüggésben állhat: mivel az euro gyengülése támogathatja az eurozóna kivitelét, és a hazai exportszektor beszállító kapcsolatai szorosak az eurozónával, ezért az euro gyengülése a magyar exportszektor számára is húzóerőt jelenthetett. Az importnövekedés alakulása is a növekvő nettó export irányába hatott: az import éves reálnövekedése ugyanis lassult az I. negyedévben. Egyrészt az energiahordozók importja az I. negyedévben visszaesett: a tavalyi év azonos időszakához képest 0,6 milliárd euróval, a negyedéves GDP mintegy 2 százalékával. Másrészt miközben a háztartások fogyasztása tovább élénkült, a magasabb importtartalmú beruházások bővülése erőteljesen lassult. A beruházások csökkenése az ágazatok széles körére jellemző volt, ugyanakkor a belföldre termelő vállalatok beruházásai estek vissza nagyobb mértékben. A külföldre és a belföldre termelő vállalatok teljesítményének eltérő alakulása tükröződhet az export és import dinamika elnyílásában is.

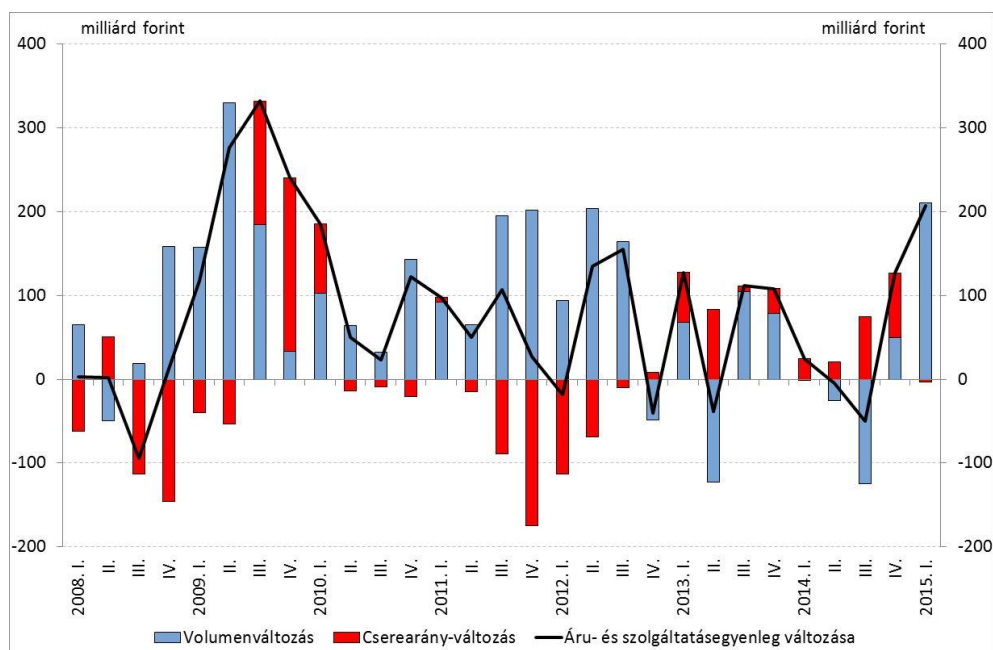
3. ábra: Az export, import éves reálnövekedése és a GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg négy negyedéves értéke



Forrás: KSH, MNB.

A növekvő nettó exportban az export és import volumeneinek szétnyílása jelent meg, miközben a cserearány nem változott lényegesen. Az I. negyedévben az exportárak és az importárak egyaránt mérséklődtek, így a külkereskedelmi cserearányokban¹ nem történt érdemi elmozdulás. Az olajárak csökkenésének hatása 2015 későbbi negyedéveiben azonban várhatóan jelentősen javíthatja a cserearányt és a nettó exportot.

4. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)

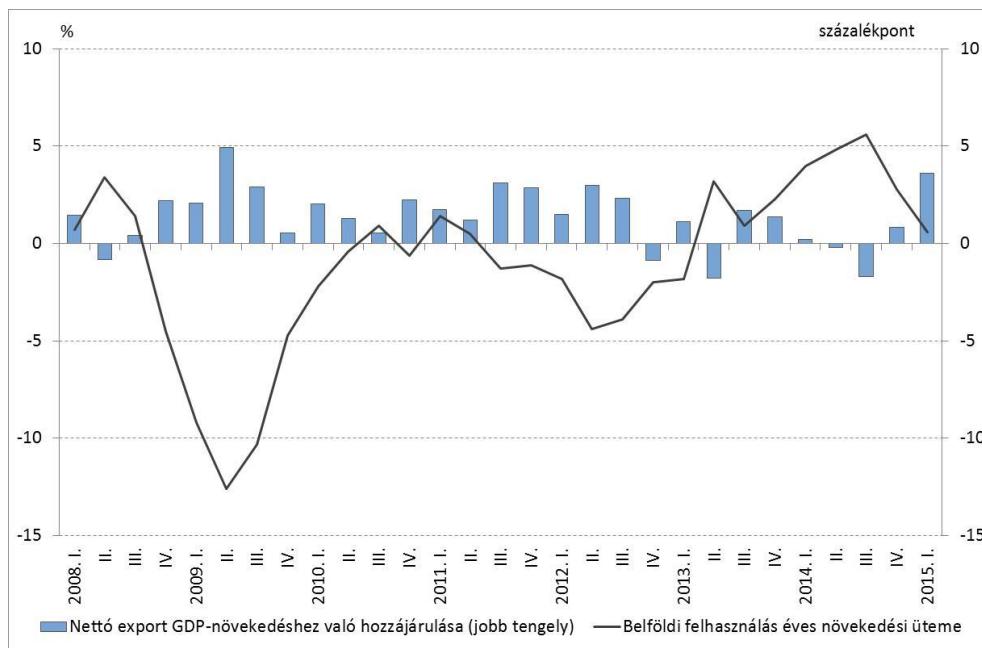


Forrás: KSH.

¹ A külkereskedelmi termékstruktúra alapján arra számítunk, hogy az olajárak számottevő mérséklődése a cserearányok javulásán keresztül is növelni fogja a külkereskedelmi egyenleget. Ennek az az oka, hogy az importált termékekben belül az olaj nagyobb súlyt képvisel, mint az exportált termékekben belül, így az importált termékek ára nagyobb mértékben csökkenhet, ami a külkereskedelmi egyenleg javulásához vezet.

A kedvező exportfolyamat és a magas importigényű beruházások lassulása a nettó export jelentős növekedési hozzájárulásában is megmutatkozott. A nettó export hozzájárulása a válság kitörése óta a legmagasabb értéket mutatta 2015 I. negyedévében: a 3,5 százalékos GDP növekedés mellett 3,6 százalékpont volt a nettó export növekedési hozzájárulása. A kedvező ipari és exportfolyamatok ugyan magasabb importkereslet irányába hatottak, a csökkenő beruházási dinamika és az ezzel összefüggésben lassuló belföldi felhasználás ugyanakkor összességében alacsonyabb importnövekedést eredményezett. Eközben a lakossági fogyasztás bővülése továbbra is viszonylag élénk maradt.

5. ábra: A belföldi felhasználás éves növekedési üteme és a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása



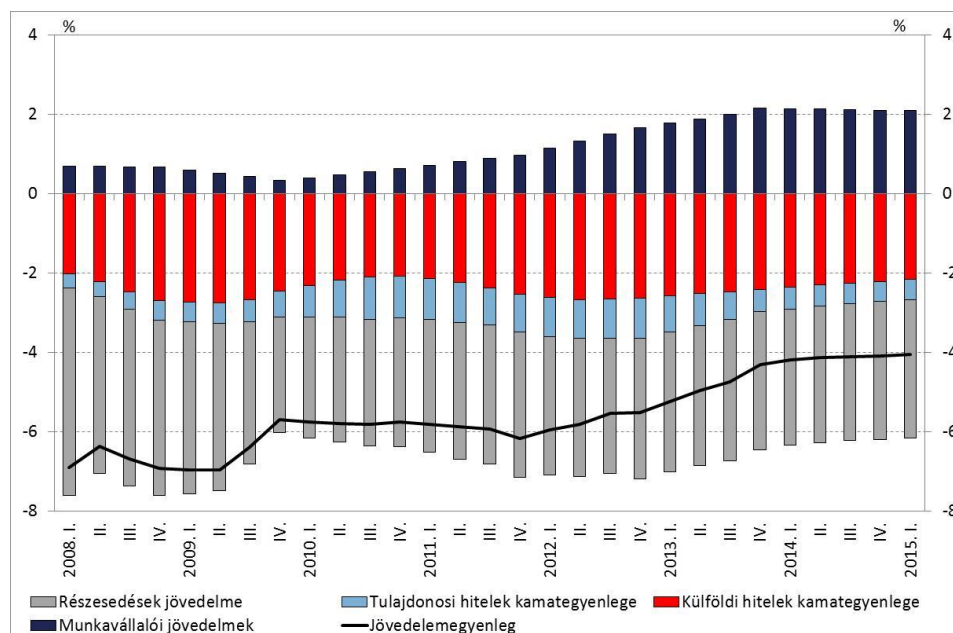
Forrás: KSH.

1.2. Jövedelemegyenleg

A külső adósság fokozatos átárazódása mellett nagyjából stabilan alakult a jövedelemegyenleg hiánya. Az I. negyedévben a külföldi hitelek kamategyenlege enyhén a jövedelemegyenleg hiányának mérséklődése irányába hatott, miközben a munkavállalói jövedelmek és a részesedések jövedelmének alakulása minimálisan rontotta azt – ennek eredményeként a jövedelemegyenleg négy negyedéves értéke továbbra is a GDP 4,1 százalékát teszi ki. A 2011–2012 óta tartó euro- és forinthatározam-csökkenés, valamint a külső adósság korrekciója a külföldre fizetett kamatkiadásokban is éreztette hatását: a nettó kamatkiadások folyamatosan csökkentek az elmúlt években, és ez a mérséklődés kismértékben tovább folytatódott 2015 I. negyedévében is. A külföldi tulajdonú vállalatok profitjára jelenleg csak becslésekkel rendelkezünk 2014–2015-re vonatkozóan², amelyek alapján a 2015-ben már – a kedvező külső kereslettel és exportnövekedéssel párhuzamosan – enyhén emelkedhetnek a GDP-arányos nettó profitkiadások.

² A külföldi tulajdonú, Magyarországon működő vállalatok nyereségességéről csak korlátozottan rendelkezünk negyedéves szintű adatokkal, így a negyedévente kiáramló profitra vonatkozó információk jórészt becslésen alapulnak. Részletesebben lásd az MNB honlapján található *Módszertani megjegyzések a fizetési mérleghez és állományi statisztikához* című fizetési mérlegről szóló statisztikai kiadványban. A 2014-es vállalati profit becslést a 2015. szeptemberi adatközléssel váltják majd fel a vállalat éves beszámolóin alapuló tényadatok.

6. ábra: A jövedelemegyenleg* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)

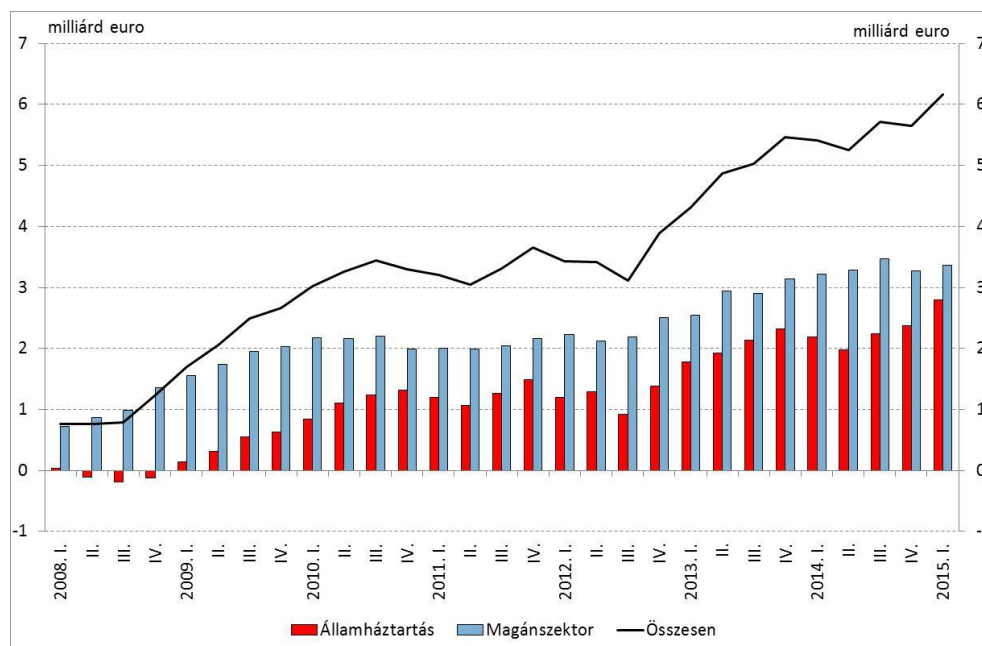


*Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.

1.3. EU-transzferek

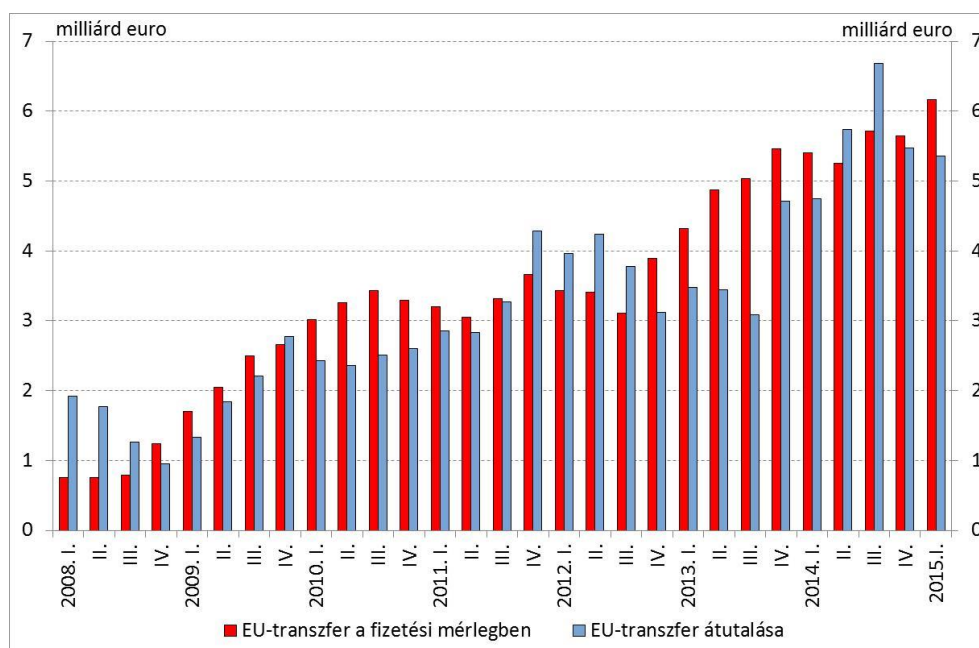
A továbbra is magas EU-transzfer felhasználás döntően a magánszektor felhasználásait tükrözte, míg a transzferek bővülése alapvetően az államhoz kötődött. 2015. I. negyedévben 1,3 milliárd eurós EU-transzfer felhasználásra került sor, amely emelkedést jelent az előző év azonos időszakához képest. A transzferegyenleg külső finanszírozási képességhez való hozzájárulása tehát továbbra is jelentős. A jellemzően beruházásokat, infrastrukturális fejlesztéseket finanszírozó tőketranszferek mintegy 1 milliárd eurót tettek ki, míg – az EU felé történő kifizetéseket is magában foglaló – nettó folyó transzferek 300 millió euro közelében alakultak. A transzferek szektorok szerinti megoszlását tekintve elmondható, hogy ismét a magánszektor használt fel jelentősebb mértékű EU-forrást, ugyanakkor az államháztartás által megkapott összeg nagyobb mértékben emelkedett. Ez beleilleszkedik a korábban megfigyelt tendenciába: az államháztartáshoz kerülő EU-források dinamikusan emelkedtek 2012 óta, míg a magánszektorhoz kerülő pénzeszegek lassabb bővülését figyeltük meg az elmúlt két évben.

7. ábra: A nettó EU-transzferek szektorális megbontása (négy negyedéves érték)



Az állam által a pályázóknak kifizetett pénzüsszegek (fizetési mérleg transzferfelhasználása, eredményszemléletű adat) meghaladták az EU által hazánkban átutalt összeget (pénzforgalmi adat) az idei év első hónapjaiban. Míg az I. negyedévben a felhasznált, tehát a szektorok által ténylegesen megkapott EU-támogatások négy negyedéves értéke tovább emelkedett, az EU által hazánkba utalt pénzüsszegek éves értéke mérséklődött. Az EU-s átutalások (az I. negyedévben összesen közel 1 milliárd euro) ugyanis elmaradtak a szektorok felhasználásaitól (1,3 milliárd euro). Mindez azt jelenti, hogy az állam több pénzt fizetett ki az egyes projektekre, mint amit az EU hazánkban utalt ebben az időszakban. Az állami előfinanszírozás nem szokatlan, ugyanis az EU-s pénzek elbírálása, majd kifizetése hosszabb folyamat, így az állam eltérő (jellemzően korábbi) időpontban teljesít, mint ahogy az Európai Bizottság utal, ami a költségvetés pénzforgalmi hiányára is hatással van – az ESA szerinti hiányt azonban ez az elszámolás nem érinti.

8. ábra: Eredmény- és pénzforgalmi szemléletű EU-transzfer (négy negyedéves érték)



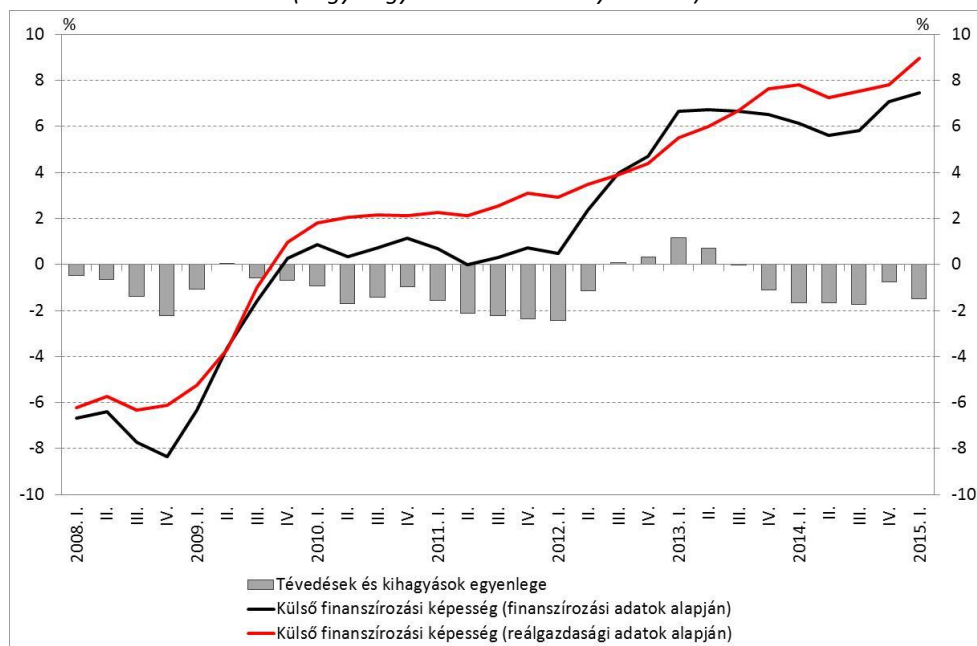
2. FINANSZÍROZÁSI MEGKÖZELÍTÉS

A gazdaság külső finanszírozási képességével összhangban folytatódott a külső források nettó törlesztése. Elsősorban az adósság típusú források csökkentek az I. negyedévben, ehhez ugyanakkor kismértékű nettó FDI-kiáramlás is társult. Lényeges ugyanakkor, hogy a gazdaságba ebben a negyedévben is érkezett külföldi közvetlentőke, azonban a hazai szereplők külföldi kifizetései meghaladták a beáramlás mértékét. Az adósságkiáramlás döntően a konszolidált államnál következett be, elsősorban az EU-transzferek tartaléknövelő hatását tükrözve. A magánszektor nettó külső adóssága nagyjából változatlan maradt. A bankok esetében ugyan januárban (a 2014. végi jelentős csökkenés korrekciójaként) a külső adósság emelkedését figyeltük meg, februárban és márciusban már újra forráskiáramlást tapasztaltunk, amelyben szerepe lehetett az elszámoláshoz és forintosításhoz kapcsolódó mérlegalkalmazkodásnak is.

2015 I. negyedévében a négy negyedéves külső finanszírozási képesség finanszírozási megközelítésben a GDP 7,5 százalékára emelkedett, azonban még így is jelentős mértékben elmarad a reálgazdasági megközelítés értékétől.³

A két megközelítés különbségeként adódó tévedések és kihagyások egyenlege azt mutatja, hogy a külső tartozásmutatók csökkenése tartósan alacsonyabb, mint ami a külkereskedelmi, transzfer és jövedelmi egyenlegek összegéből adódott volna.

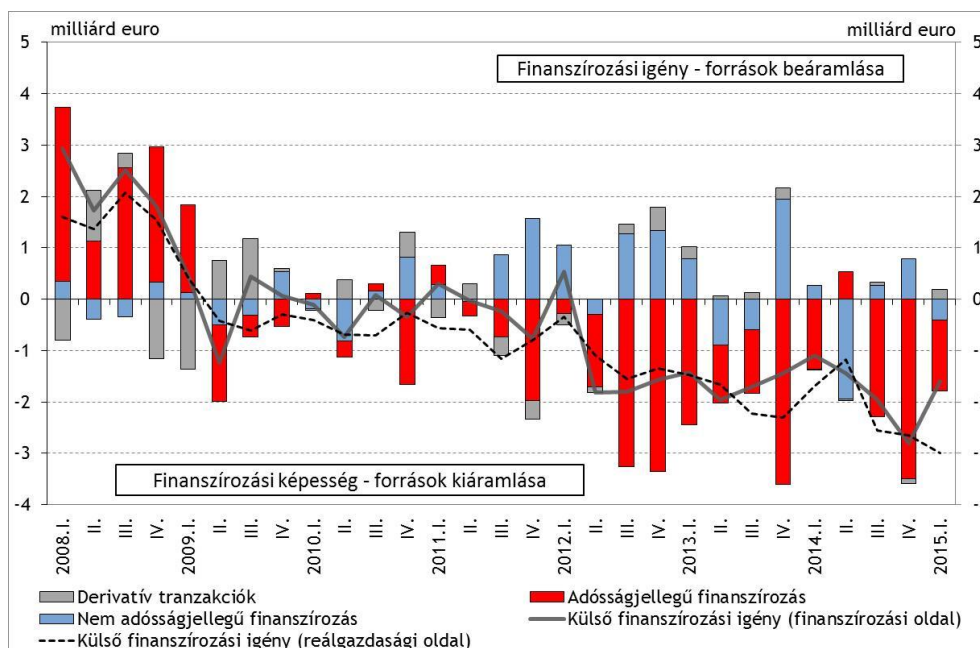
9. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege”
(négy negyedéves GDP-arányos érték)



Az I. negyedévben közel 1,6 milliárd eurót tett ki a forráskiáramlás, amelynek döntő hányada az adósság típusú források mérséklődésének eredménye. Az előző negyedévi nagyobb forráskiáramlást követően az I. negyedévben közel 1,6 milliárd euróra mérséklődött a szezonálisan igazítatlan finanszírozási képesség, aminek mértéke azonban továbbra is számottevő. A döntően adósság típusú forráskiáramlás az államháztartáshoz volt köthető. A negyedévben nettó FDI-kiáramlás történt, ami úgy alakult ki, hogy a rezidensek bővülő kifizetései meghaladták a nem rezidensek befektetéseit.

³ A fizetési mérleg alakulása a reálgazdasági tranzakciók finanszírozása felől is szemléltethető. A pénzügyi mérleg ugyanis azt mutatja meg, hogy a rezidens gazdasági szereplők milyen, a nettó pénzügyi vagyont érintő ügyletekkel finanszírozták a reálgazdasági tranzakciókat. A reálgazdasági és finanszírozási megközelítés szerinti adatnak elméletben egyezőnek kellene lennie, de a nem integrált adatforrások, a nem teljes körű megfigyelés, illetve az árfolyamok eltérő kezelése eltéréseket okozhat, amit a „Tévedések és kihagyások egyenlege” mutat.

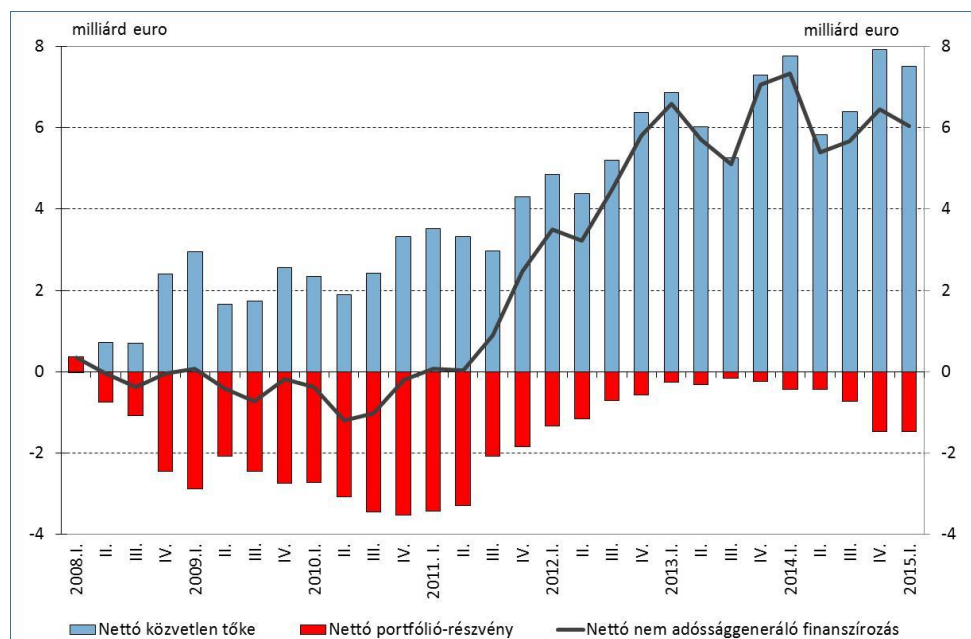
10. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)



2.1. Nem adósság jellegű források

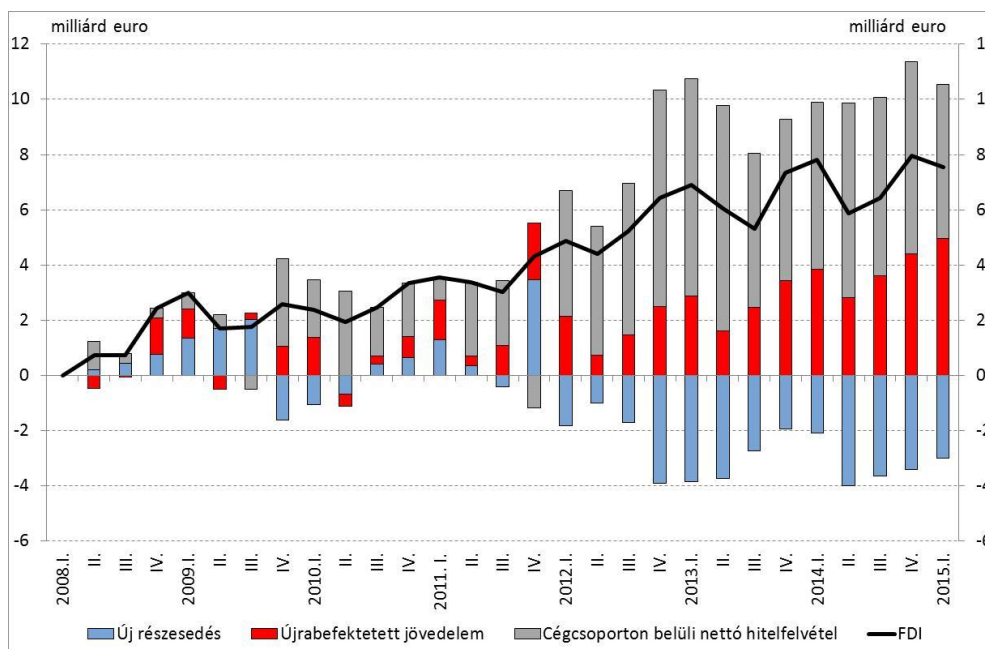
A nem adósságtípusú források csökkenése a nettó közvetlentőke-befektetések mérséklődésének az eredménye, a portfólió-részvény befektetések összességében nem változtak érdemben (11. ábra). A portfólió-részvény befektetésekkel kapcsolatban a bruttó szárazakat tekintve érdemes megjegyezni, hogy a hazai szereplők külföldi részvény- és befektetési jegyei tovább bővültek – beleilleszkedve a 2014 óta megfigyelt tendenciába. A befektetési alapok külföldi eszközvásárlásainak újraindulását figyeltük meg ugyanis az elmúlt egy évben, amely 2015. I. negyedévében tovább folytatódott. A korábbi negyedévekben ez tükröződött a portfólió-részvényeknél megfigyelt forráskiáramlásban. Ez egyrészt összefügghetett a magánszektor viszonylag élénk befektetési jegyek iránti keresletével. Másrészt 2014-től a befektetési alapok korábbi években megfigyelt külföldi eszközzeladása (amely a magánnyugdíj-pénztári rendszer átalakításával lehetett kapcsolatban) már nem csökkentette a hazai befektetők portfólióbefektetéseit. Az idei év első negyedévében ugyanakkor ezt a kiáramlást ellensúlyozták a külföldi befektetők hazai vásárlásai. Az I. negyedévben a közvetlentőke-kifektetések mértéke meghaladta a nem rezidensek befektetéseit, aminek eredményeképpen a hazai nettó közvetlentőke állomány enyhén mérséklődött.

11. ábra: A nem adósság jellegű források beáramlása (kumulált tranzakciók)



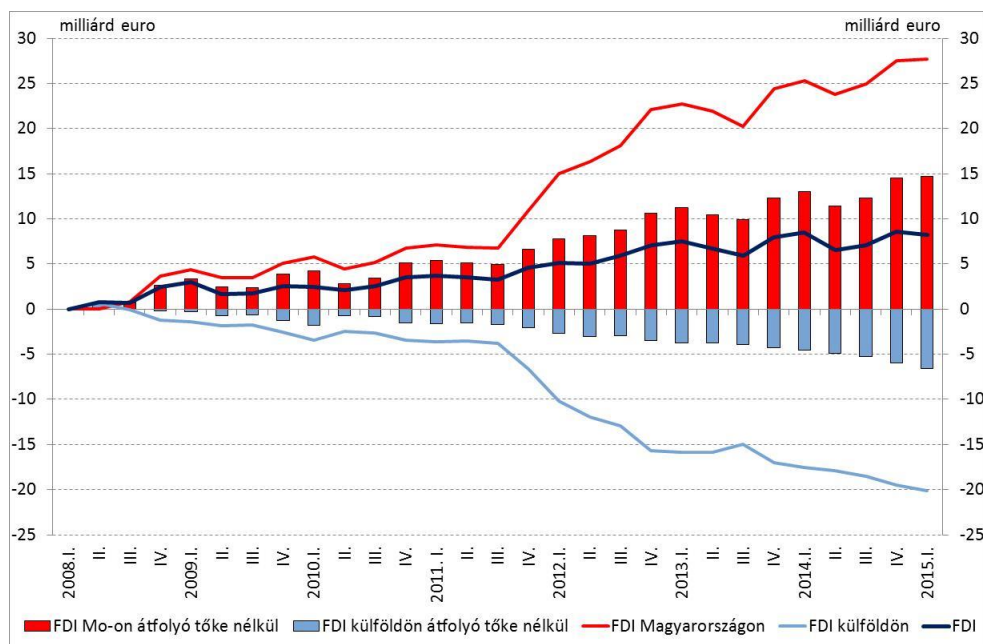
A külföldiek nettó közvetlentőke-befektetései 2015 I. negyedévében 0,4 milliárd euróval mérséklődtek, ami a külföldiek újrabefektetett jövedelmeinek kisebb emelkedése, és a tulajdonosi hitelek nagyobb mérséklődése mellett következett be. Az I. negyedévben is áramlott ugyanakkor FDI a gazdaságba: a nem rezidensek újrabefektetett jövedelmei és a részesedései emelkedését azonban ellensúlyozta a tulajdonosi hitelek 1 milliárd eurót meghaladó csökkenése. Így összességében a magyarországi nettó közvetlentőke a tranzakcióból eredően 0,4 milliárd euróval mérséklődött.

12. ábra: A közvetlentőke-befektetések alakulása (kumulált tranzakciók)



A nettó FDI-források mérséklődése a kifizetések számottevő, és a befektetések kisebb bővülése mellett alakult ki. A magyarországi FDI-források mérséklődése a bruttó száraz – vagyis a külföldiek magyarországi befektetései és a rezidensek külföldi befektetései – emelkedése mellett alakult ki. Az átfolyó tőke tranzakciók szintén tovább torzították a bruttó száraz alakulását. Ezek hatásaitól megtisztítva a külföldiek magyarországi befektetései közel 200, a rezidensek külföldi kifizetései pedig mintegy 600 millió euróval nőttek a negyedév során.

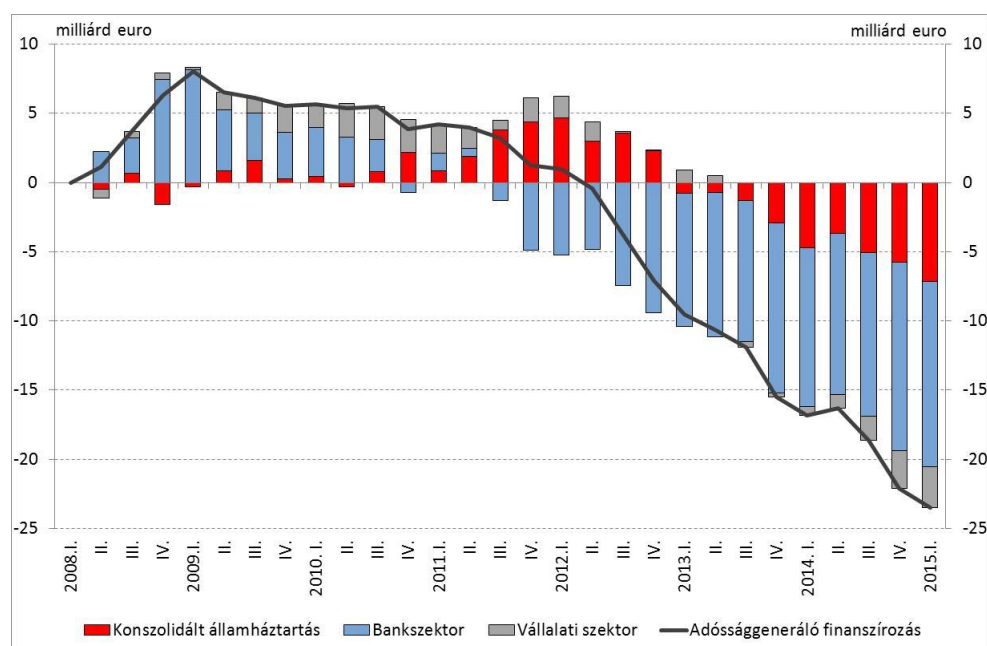
13. ábra: Negyedéves közvetlentőke-források az átfolyó tőke nélkül (kumulált tranzakciók)



2.2. Adósság jellegű források

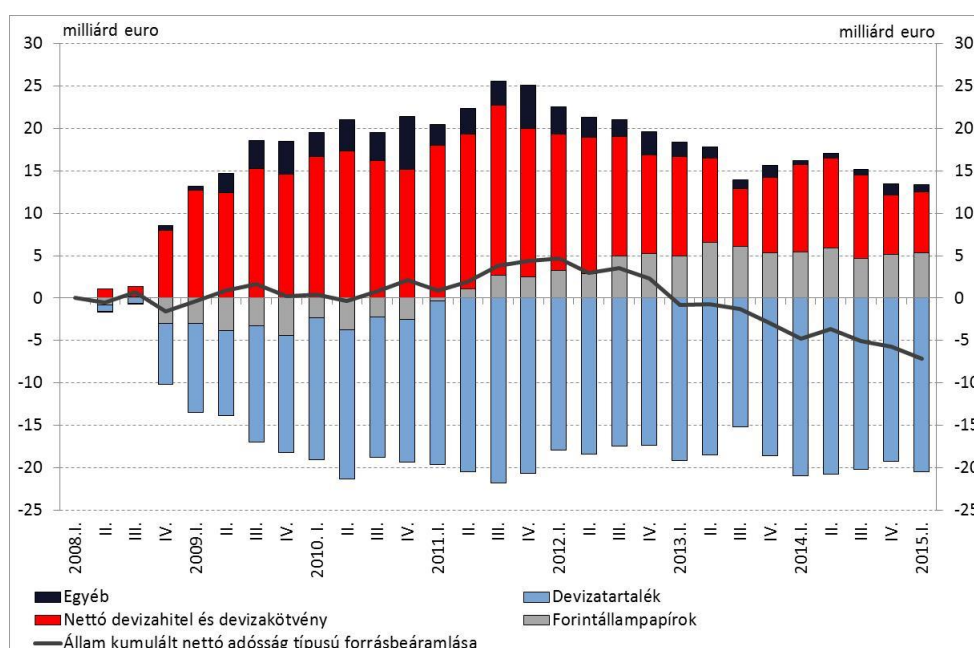
Az I. negyedévben 1,4 milliárd euro volt az adósság jellegű források kiáramlása, mely döntően a konszolidált államháztartáshoz volt köthető, a magánszektor adóssága nem változott. Az I. negyedévben az MNB-vel konszolidált államháztartás mintegy 1,4 milliárd euróval tovább mérsékelte külső adósságállományát. Az államháztartás nettó adósságcsökkenése elsősorban az EU-transzferek miatt emelkedő jegybanki devizatartalékhoz köthető. A bankrendszer kisebb mértékben növelte külső adósságát, ami azonban a havi lefutás alapján elsősorban a bankok év végi mérlegoptimalizálásának korrekciójaként tekinthető. A forintosítás és devizahiteles elszámolás a bankok nettó külső adósságállományának mérséklődése irányába hathatott. Mivel a vállalatok adósságcsökkenése kompenzálta a bankok adósságnövekedését, így a gazdaság adósságjellegű forrásainak a mérséklődése az I. negyedévben az államnál jelentkező 1,4 milliárd euro körül alakult.

14. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása (kumulált tranzakciók)



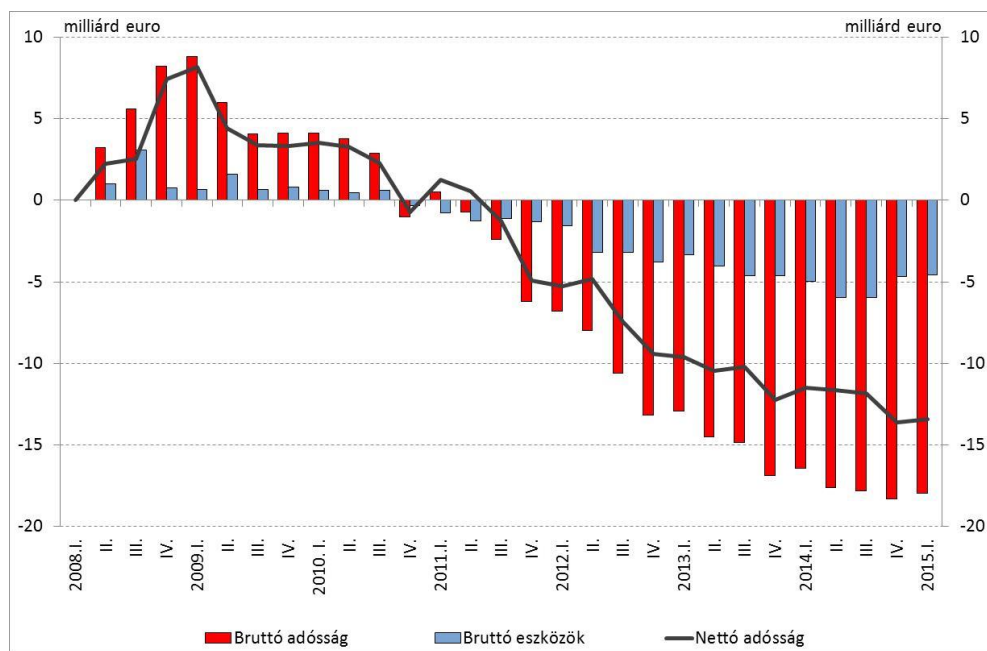
Az I. negyedévben folytatódott a konszolidált állam nettó külső adósságának csökkenése. A nettó forráskiáramlásban az EU-transzferek tartaléknövelő hatása jelent meg. Az EU-transzferek tehát a reálgazdasági oldalon a transzferegenleg többletén keresztül járulnak hozzá a külső finanszírozási képességhez, a finanszírozási oldalon pedig a jegybanki tartalék növelésén és az EU-val szembeni nettó kötelezettség csökkenésén keresztül eredményeznek külső forráskiáramlást. Emellett más jelentősebb tényezők is befolyásolták az államháztartás finanszírozási folyamatait az I. negyedévben, amelyek a szektor külföldi tartozásait és követeléseit egyaránt érintették, így nettó értelemben nem okoztak elmozdulást. Februárban került sor egy devizakötvény törlesztésére, amellyel egyaránt csökkent az állam bruttó külső adóssága és a jegybanki devizatartalék is (mivel az állam a törlesztéshez szükséges devizát a jegybanktól vásárolja). Az állam külső adósságát és a devizatartalékot ugyanakkor egyaránt növelte az állam derivatív ügyleteihez kapcsolódó margin betételhelyezés (részletesebben lásd később). Fontos még megemlíteni, hogy a külföldiek kezében lévő forint állampapírok állománya összességében közel 300 millió euróval nőtt az I. negyedévben, ugyanakkor ez a januári emelkedést tükrözi, mivel februárban és márciusban már mérséklődött az állomány.

15. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásnak felbontása (kumulált tranzakciók)



A bankrendszer nettó külső adóssága enyhén emelkedett 2015 I. negyedévében, ami az év végén jelentősen csökkenő adósság korrekciójához, valamint részben a bankok elszámoláshoz és forintosításhoz kapcsolódóan csökkenő külső adósságához köthető. 2014 végén a bankrendszer bruttó külső adóssága 0,5 milliárd euróval csökkent, a nettó külső adósság csökkenése ugyanakkor a külfölddel szembeni követelések emelkedése miatt még ennél is nagyobb mértékű volt, közel 1,8 milliárd eurót tett ki. Az I. negyedév első hónapjában ugyanakkor a bankok külső adóssága számottevően emelkedett, ami az év végi mérlegkiigazítás korrekciójának tekinthető. Februárban és márciusban azonban ismét a külső adósság mérséklődését tapasztaltuk, ami részben a bankok devizahitel-elszámolásához és forintosításához kapcsolódó, külső forráskiáramlás eredménye lehet. Utóbbi hatása feltehetően a következő negyedévekben, elnyújtva is jelentkezhetsz.

16. ábra: A bankrendszer külföldi adósság- és követeléstranzakcióinak alakulása (kumulált tranzakciók)

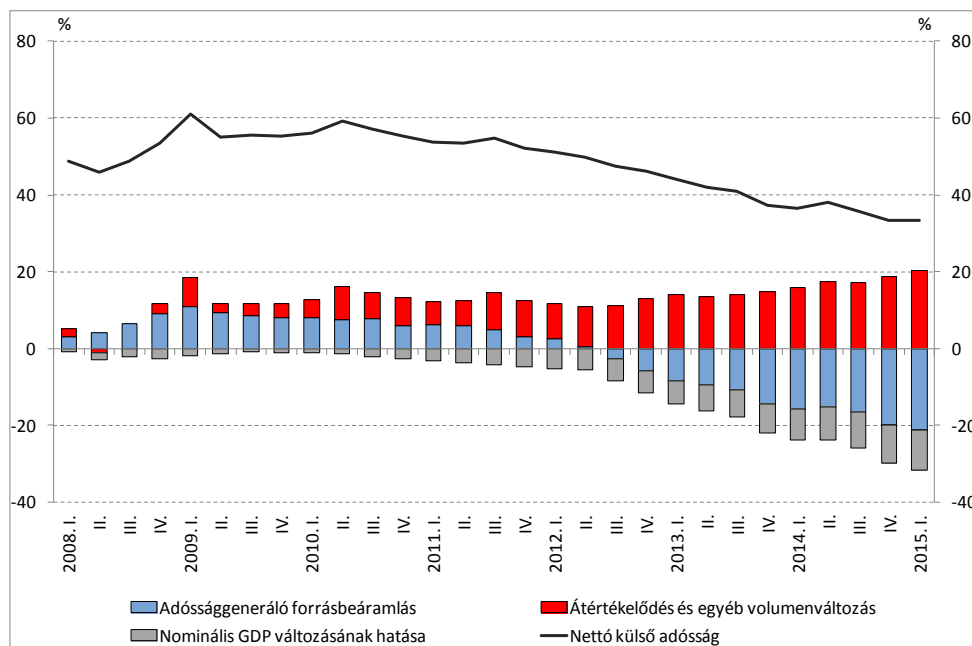


3. ADÓSSÁGRÁTÁK ALAKULÁSA

A folytatódó adósságkiáramlás és a jelentős GDP-növekedés ellenére az I. negyedévben nem változtak a magyar gazdaság külső adósságrátái: a nettó külső adósság a GDP 33, a bruttó pedig a GDP közel 86 százalékát tette ki március végén. Miközben a konszolidált állam esetében érdemi nettó forráskiáramlás következett be, a szektor külső adósságára a forint dollárral szembeni gyengülése és a hozamcsökkenés miatt emelkedő állampapír-árfolyamok is kedvezőtlenül hatottak. A külső sérülékenységi szempontjából kiemelten figyelt rövid lejáratú külső adósságban is emelkedés történt, melynek nagyobb része az államháztartáshoz kötődött: egyrészt nőtt az ÁKK margin-számlaállománya, másrészt az állam berövidülő adóssága is emelkedett. Emellett ugyanakkor a banki rövid külső adósság is nőtt valamelyest, amelyben a tavalyi év végi pénzügyi folyamatok januári korrekciója tükröződhetett – ugyanis februárban és márciusban folytatódott a banki forráscsökkenés. 2015 I. negyedévében tovább nőttek az MNB devizatartalékai, így összességében javult az ország tartalékmegfelelése, és a devizatartalék mértéke továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt szintet.

A nettó külső adósságráta szinten maradt az I. negyedévben: az adósságkiáramlás és a GDP-növekedés hatását az árfolyam- és átváltozások ellensúlyozták. A nettó külső adósság – az előző negyedévhez hasonlóan – a GDP 33 százalékát tette ki az I. negyedévben. Míg a nettó forráskiáramlás és a GDP-növekedés az adósságráta csökkenése irányába hatott, a devizaárfolyamok és hozamok alakulása növelte a nettó külső adósságot. A nettó külső adósságban a forint mellett jelentős a dollár súlya, míg az euro aránya – a jegybanki devizatartalékokat is figyelembe véve – kisebb. A forint ugyan az euróhoz képest erősödött 2014 végéhez képest, a nettó adósságban nagyobb súllyal rendelkező dollárral szemben azonban gyengült. Így a devizaárfolyamok változása miatti átértékelődésben ez a hatás érvényesült, ami kedvezőtlenül érintette a nettó külső adósságot. Az I. negyedévben a devizaárfolyamok változása mellett a külföldi kézben lévő állampapírok árfolyamának változása is emelte az adósságrátát. A fenntarthatósági szempontból különösen kedvező hozamcsökkenés mellett ugyanis a fokozatosan átárazódó kötvények piaci értéke jelentősen emelkedett ebben az időszakban, amely a forint- és devizakötvényeket egyaránt érintette.

17. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői
(kumulált, tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos érték, 2007 vége = 0)

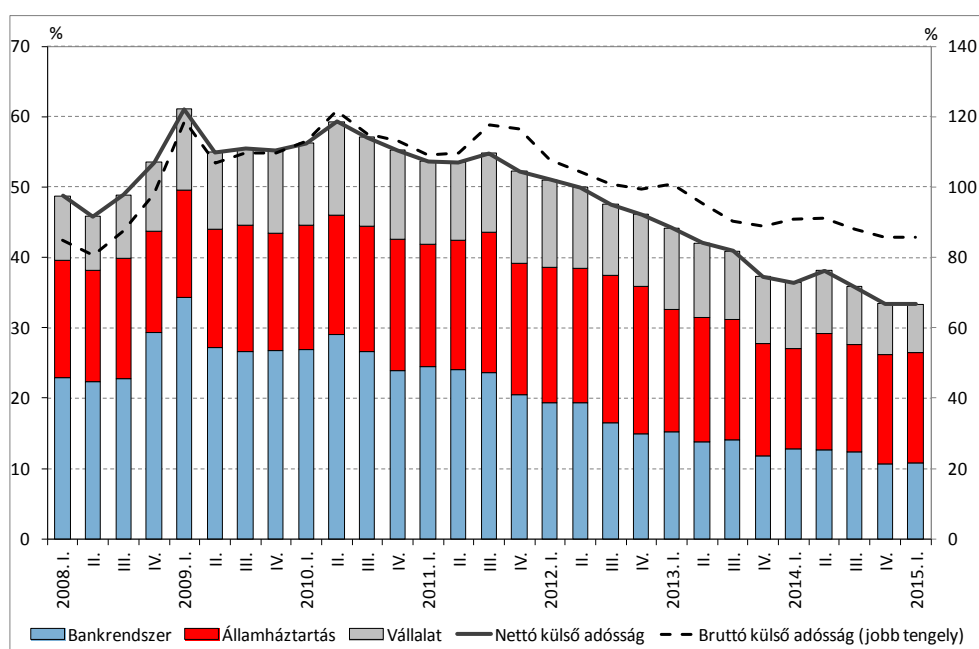


A nettó külső adósságot növelő átértékelődési hatások elsősorban az államháztartásnál jelentkeztek, emellett azonban a bankszektor nettó külső adóssága is kismértékben emelkedett. A konszolidált államháztartás esetében az I. negyedévben megfigyelt érdemi nettó forráskiáramlás hatását több mint ellensúlyozta a külső adósság

átértékelődése. Így az állami szektor korábban csökkenő adósságdinamikája ebben a negyedévben nem folytatódott. A bankok nettó külső adóssága összességében kismértékben emelkedett az I. negyedévben. A bankrendszer adósságpályájának negyedéves alakulását jellemzően befolyásolják az év végi pénzügyi folyamatok, illetve annak korrekciója. A korábbi évekhez hasonlóan 2015 elején is a bankok külső adósságának visszaemelkedését figyeltük meg, a későbbi hónapokban azonban már újra mérséklődött a banki külső adósság. A vállalati szektor nettó külső adóssága mindeközben csökkent.

Az átértékelődési hatások a bruttó külső adósságmutatót is negatívan befolyásolták, amely így az előző negyedévben tapasztalt szint, a GDP 86 százaléka körül alakult az I. negyedév végén. A bruttó külső adósságot az adósságkiáramlás és a GDP-növekedés mérsékelte, míg a hozamcsökkenés miatti árváltozások növelték. A devizaárfolyamok változásának hatásai ugyanakkor kiegyenlítették egymást. A bruttó adósságon belül ugyanis érdemi súlya van az euro adósságnak, így a forint euróval szembeni erősödése a bruttó mutatóban jobban tudott érvényesülni.

18. ábra: A bruttó külső adósság szektorok szerinti felbontása (GDP-arányos értékek)

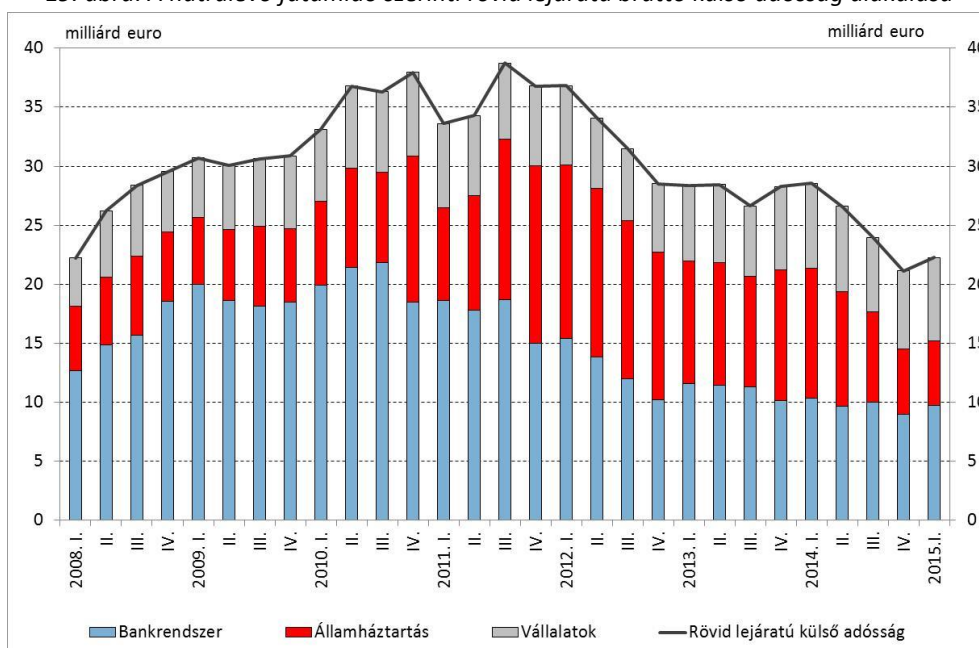


2015 I. negyedévében 22,3 milliárd euróra emelkedett a gazdaság hátralévő futamidő szerinti rövid lejáratú külső adóssága, a növekedés egy része ugyanakkor átmenetinek tekinthető. A rövid adósság emelkedése egyrészt a 2014 végi banki forráskiáramlás korrekciójára vezethető vissza. Januárban ugyanis az év végihez hasonló mértékű rövid lejáratú forrásbeáramlásra került sor, amely meghatározta az I. negyedév banki adósságdinamikáját. Fontos ugyanakkor hozzátenni, hogy februárban és márciusban már újra csökkentek a banki rövid források. Az I. negyedévben emelkedő rövid adósság másrészt az államháztartás berövidülő adósságának növekedésével magyarázható. A tavalyi év folyamán ugyanis jelentős mértékű EU-hitel törlesztésre, valamint több devizakötvény-törlesztésre is sor került, így 2014 végén igen alacsony szintre süllyedt az állam éven belüli lejáratúvá váló külső adóssága. 2016 első felében ugyanakkor újra lesz jelentősebb devizakötvény-lejárata az államnak, amely így – a forintkötvények lejáratát is figyelembe véve – növelte az állam hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósságát. Az állam eredeti rövid adóssága – döntően az ÁKK marginbetét-állományának növekedése miatt – szintén emelkedett, amit az EU-val szembeni rövid tartozások mérséklődése csak részben tudott ellensúlyozni.⁴ Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy a gazdaság magas külső finanszírozási képessége, az MNB önfinanszírozási programja, valamint a

⁴ Az EU-val szembeni rövid tartozás alakulását módszertani váltás is érinti. A korábban egységesen kezelt tartozásállomány ugyanis a fizetésimérleg-statisztika 2015. I. negyedévtől megbontja rövid, illetve hosszú lejáratú tartozásra, ami márciusban 400 millió euróval alacsonyabb rövid lejáratú állományt eredményezett.

devizahitelek forintosítása egyaránt a gazdaság külső adósságának csökkenése irányába hatnak, amelynek egy része rövid lejáratokon következhet be.

19. ábra: A hátralévő futamidő szerinti rövid lejáratú bruttó külső adósság alakulása



2015 I. negyedévében tovább nőtt a devizatartalék, részben az euro főbb devizákkal szembeni leértékelődésének hatására. 2015 I. negyedévének végén a nemzetközi tartalékok nagysága 36,9 milliárd euro volt, ami 2,3 milliárd eurós növekedést jelent a 2014. december végi értékhez képest. A devizatartalék alakulására több tényező is hatott. A tartalékok növekedése irányába hatottak az európai uniós transzferek, az ÁKK fedezési swap-ügyleteihez kötődő mark-to-market betét állományváltozása⁵, az egyéb jegybanki swap-ügyletek lejáratja, illetve a főbb devizák árfolyamváltozásából fakadó átértékelési különbözet változása⁶. Az I. negyedévben kiemelten a 2015. februári dollárkötvény-lejárat, illetve a forintosításhoz kapcsolódó swapok lejáratja csökkentette a devizatartalékot.

⁵ Az ÁKK az eurótól eltérő devizanemekben kibocsátott devizakötvényeit swap-ügyletekkel euróra fedezi, és az adósságkezelővel üzletet kötő bank a partnerriskó csökkentése céljából **mark-to-market betétet** helyeznek el az ÁKK-nál, melyet az ÁKK az MNB-nél vezetett devizaszámláján tart. Az elhelyezett betét mértéke attól függ, mekkora a swap-ügylet piaci értéke. Ha az ügylet piaci értéke az ÁKK számára pozitív, akkor a partnerei helyeznek el nála fedezetet, ellenkező esetben az ÁKK helyez el betétet partnereinél. 2015 I. negyedévében az euro 12-13 százalékkal gyengült a dollárral szemben, így az ÁKK partnerei a korábbinál nagyobb fedezetet helyeztek el.

⁶ Bár az MNB csak euróban vállal fel árfolyamkitettséget, a devizatartalék szintjét átmenetileg befolyásolja az eurótól eltérő devizanemekben (amerikai dollár, angol font, japán jen) fennálló portfólióelemek euróban kifejezett állományváltozása. Az átmeneti jelleg abból adódik, hogy a bár kitettséget fedező derivatív ügyletek nem képezik részét a bruttó devizatartaléknak, a swap-ügyletek lejáratakor az elcserélt deviza az előre rögzített, átértékelődést megelőző árfolyamon kerül vissza a devizatartalékba, így hosszabb távon az átértékelődés hatása a devizatartalékra semleges.

20. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és a devizatartalék állománya



A rövid külső adóssághoz viszonyított tartalékmegfelelés javult 2015. I. negyedévében. A devizatartalék 2,3 milliárd eurós növekedésével szemben a rövid külső adósság ennél kisebb mértékben, 1,1 milliárd euróval emelkedett. A devizatartalék rövid külső adósságot meghaladó mértékű emelkedése ahhoz köthető, hogy míg egyes devizatartalékokot érintő tételek párhuzamosan növelik a rövid külső adósságot is, más tartaléknövelő tényezőkhöz nem társul rövid külső adósság növekedés. Előbbi tényezők közé sorolható az ÁKK mark-to-market betétjének emelkedése, ami nemcsak a devizatartalékokat növeli, hanem ugyanakkora mértékben a rövid külső adósságot is. Másrészt a rövid külső adósság egy része eurótól eltérő devizanemekben van denominálva, így az euro leértékelődése nemcsak a bruttó devizatartalékokat emeli, hanem kisebb mértékben a rövid külső adósság euróban számolt értékét is. A tartalékmegfelelést javító tételek közé tartoznak továbbá az EU-transzferek, melyek beáramlása nem növeli a rövid külső adósságot, ha a belföldi szereplők fel is használják a beáramló EU-forrásokat.

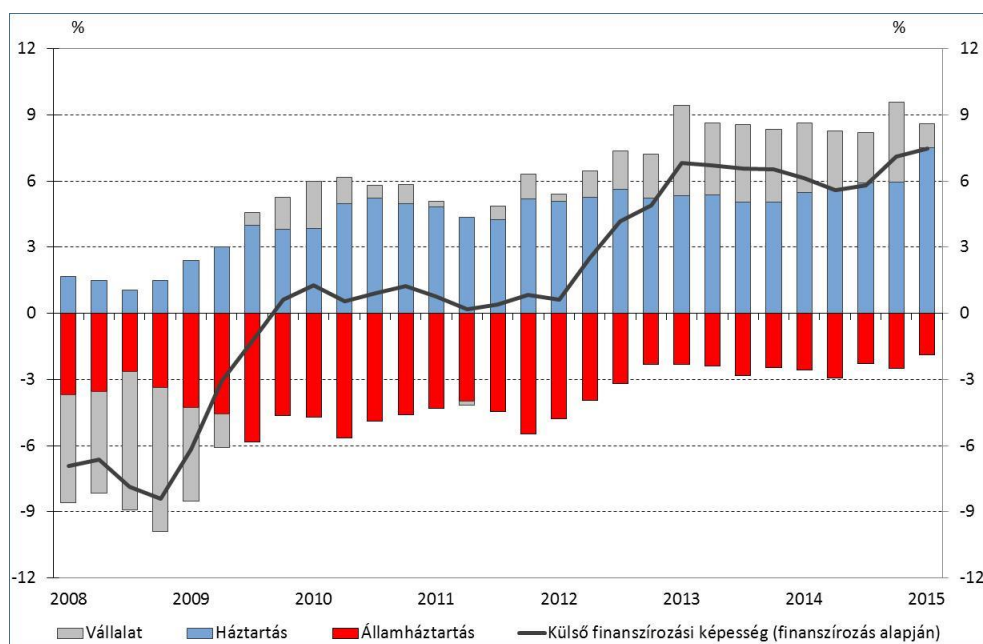
A devizatartalékok mértéke továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt szintet. A befektetők és a jegybank által is kiemelten követett Guidotti-szabály alapján a devizatartalék 2015. március végi közel 37 milliárd eurós értéke jelentősen meghaladja a rövid külső adósság 22,3 milliárd eurós szintjét. Előretekintve indokolt figyelembe venni, hogy a devizalejáratokon kívül a forintosításhoz kapcsolódó devizaeszközök 2017 végéig mintegy 8,6 milliárd euróval csökkentik majd a devizatartalék szintjét, miközben az EU-transzferek várhatóan továbbra is növelik a devizatartalékokat, így csak e két tényező hatásának figyelembevételével a devizatartalék továbbra is meghaladná a rövid külső adósság szintjét. A devizatartalék az egyéb tartalékmutatókat (például importszabály) nézve is jelentős mértékben a befektetői elvárások felett tartózkodik.

4. SZEKTOROK MEGTAKARÍTÁSA SZERINTI MEGKÖZELÍTÉS

A gazdaság nettó finanszírozási képessége finanszírozási megközelítésben 2015 I. negyedévében enyhén tovább emelkedett, ami az államháztartás csökkenő finanszírozási igényével magyarázható, miközben a devizahitelek elszámolása átrendezte a háztartások és vállalatok megtakarítói pozícióját. Az állam csökkenő finanszírozási igénye a dinamikus gazdasági növekedés hatására bővülő bevételekhez köthető, a kiadások nagyjából szinten maradtak. A vállalatok finanszírozási képességének csökkenése és a háztartások nettó megtakarításának emelkedése a devizahitelekkel kapcsolatos elszámolásra vezethető vissza. A háztartások finanszírozási képessége az egyszeri hatások kiszűrése után is magasnak mondható, amit a forrásoldali alkalmazkodás és a pénzügyi eszközfelhalmozás egyaránt támogatott. Az I. negyedévben tovább bővült a lakosság betét- és állampapír-állománya, a befektetési jegyek növekedése azonban lassult. Ezek a folyamatok összességében tovább mérsékelhetik az állam külföldi ráutaltságát.

2015 I. negyedévében a gazdaság négy negyedéves nettó megtakarításának emelkedése a szektorok megtakarítása felől vizsgálva főként az államháztartás finanszírozási igényének mérséklődésére vezethető vissza (21. ábra). Az államháztartás négy negyedéves alacsony finanszírozási igénye a bevételi oldalon a bérek és foglalkoztatás bővülése miatt emelkedő adóbevételekkel, illetve a fehéredéssel összefüggésben bővülő áfabevételekkel magyarázható. A kiadási oldalon az egyensúlyban lévő önkormányzati alrendszer tartósan, a társadalombiztosítás felhalmozódó követelésállománya átmenetileg mérsékelte az államháztartás finanszírozási igényét. 2015 I. negyedévében a vállalatok finanszírozási képessége a devizahitelekhez kötődő elszámolások profitcsökkentő hatása következtében mérséklődött, miközben az elszámolás és a DRB bankcsoport betéteseinek kártalanítása az I. negyedévben átmenetileg⁷ nagyobb mértékben növelte a háztartások finanszírozási képességét.

21. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos értékek)

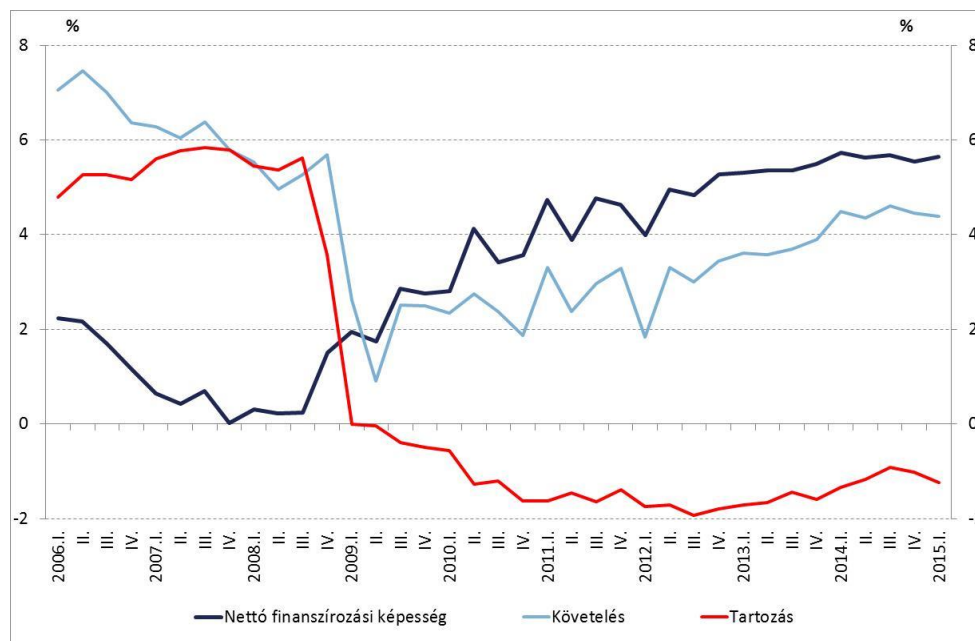


A háztartások pénzügyi megtakarítása az alapfolyamatok szerint a GDP 6 százaléka körül alakulhatott, azonban az előzetes pénzügyi számlákban szereplő adatot befolyásolta a forintosítás és a devizahiteles elszámolás. A háztartások magas alapfolyamatok szerinti nettó megtakarítása mögött az emelkedő reáljövedelmek, illetve a – továbbra is meghatározó óvatossági motívumhoz köthető – visszafogott hitelkereslet húzódik meg. Az I. negyedévben jelentősen befolyásolta a pénzügyi számlákban szereplő adatokat a forintosítás és devizahitel

⁷ A végelszámolás alá kerülő bankoknál elhelyezett lakossági betétek csökkenése a statisztikákban nem része a lakosság pénzügyi tranzakcióinak, míg a Betétbiztosítási Alap által kifizetett kártérítés igen. Így a kártalanítás hatására a lakossági megtakarítások, a kártalanítás összegével emelkedtek meg átmenetileg.

elszámolás, így az alapfolyamat bemutatása érdekében ezen hatások korrekciójára volt szükség. A megtakarítási és hitelezési alapfolyamatok megítélését azonban nehezíti, hogy a jelenlegi korrekció részben becslésen alapul. Ezzel együtt úgy ítéljük meg, hogy a 2015. I. negyedévében is nettó hiteltörlesztésre került sor, ugyanakkor a lakossági hitelfelvételekben fokozatos oldódást figyelhetünk meg, ami a forint ingatlanhitelek fokozottabb mértékű felvételében, valamint az ingatlanpiacon megfigyelhető folyamatokban is tükröződik⁸. A pénzügyi eszközfelhalmozás alapfolyamatával kapcsolatban sem történt érdemi változás, a lakosság a bővülő reáljövedelmek hatására tovább növelte a pénzügyi eszközeit.

22. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)



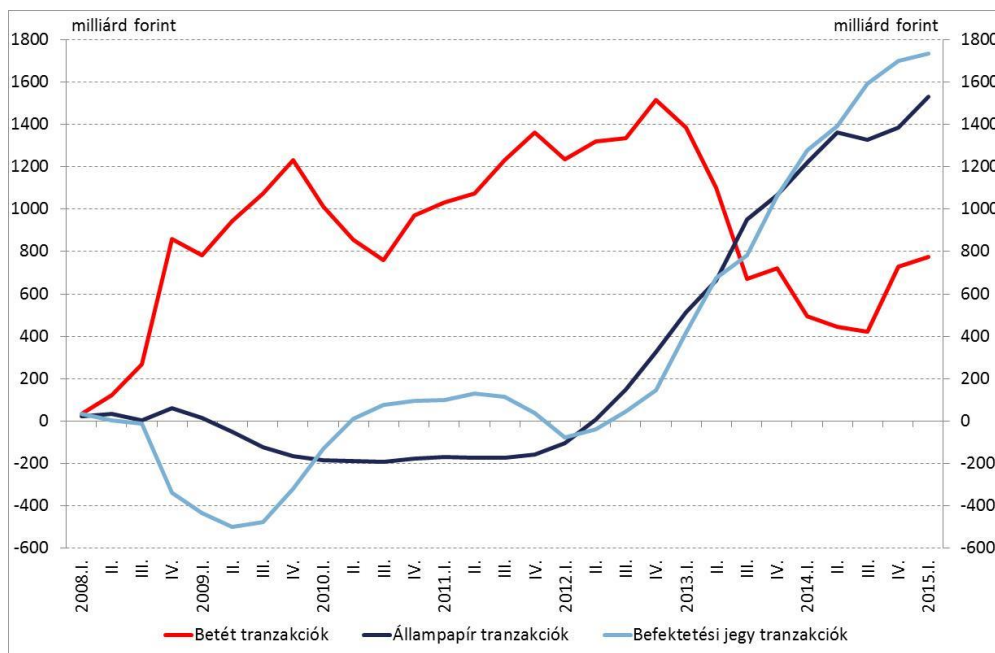
*A lakosság korrigált pénzügyi megtakarítása nem tartalmazza a végtörlesztés a reálhozam-kifizetés, valamint a csődbe ment takarékszövetkezetek betéteseinek kártalanításához kötődő, megtakarításokat növelő tranzakciókat, illetve a devizahiteles elszámolás és forintosítás becsült hatását.

Az I. negyedévben a lakosság új megtakarításait főleg állampapírban, illetve bankbetétben helyezte el, a befektetési jegyek növekedése tovább lassult. Ezen folyamatok hatására folytatódhat az állam külső forrásokra való ráutaltságának mérséklődése. A háztartások portfólióátrendeződése két éven keresztül az egyre alacsonyabb hozamú bankbetétek jelentős csökkenésével, a relatív magasabb hozamot ígérő értékpapírok emelkedésével járt. 2014 második felében azonban markáns változást figyelhettünk meg: a bankbetétek állománycsökkenése megállt, majd jelentős emelkedésbe fordult. A bankbetétek növekedése mögött feltehetően az húzódott meg, hogy az alacsony hozamkörnyezetben a bankbetétek likviditása felértékelődött. A háztartások betételhelyezése így lehetővé teszi, hogy a bankok folytassák külső forrásaik leépítését. 2015. I. negyedévében az alacsony hozamkörnyezet és az ÁKK által megemelt lakossági állampapír hozamok azt eredményezték, hogy az állampapírok relatív hozamelőnye a befektetési jegyekkel szemben vonzóbbá tette a lakosság számára az állam közvetlen finanszírozását. Így az I. negyedévben ismét számottevően emelkedett az állampapírok állománya, míg a befektetési jegyek növekedése lassult. A befektetési jegyek közül elsősorban a pénzpiaci és kötvényalapoknál volt tapasztalható a kereslet visszaesése, melyek visszatekintő hozama leginkább összefüggésben van az alacsony piaci hozamokkal. Emellett a befektetési alapok keresletét a brókercégek körüli bizonytalanságok is mérsékelhették, megítélésünk szerint azonban a hozammegfontolásoknak erősebb hatása lehetett a lakossági megtakarítások szerkezetére. A lakossági állampapírok térnyerése csökkentheti az államháztartás külső forrásokra való ráutaltságát, amely hatást azonban

⁸ A becslés alapján a forrásoldalon az előző negyedévhez képest magasabb törlesztést figyelhetünk meg. Ebben szerepe lehet annak, hogy az új hitelezési szabályokra való átállás, valamint a devizahitelekkel kapcsolatos elszámolások miatt a hitelintézeteknél 2015 elején mérséklődhetett a hitelezés.

némiképp ellensúlyozhatja a kötvény és pénzpiaci alapokon keresztüli közvetett lakossági finanszírozás esetleges további csökkenése.

23. ábra: A háztartási eszközök kumulált tranzakciói



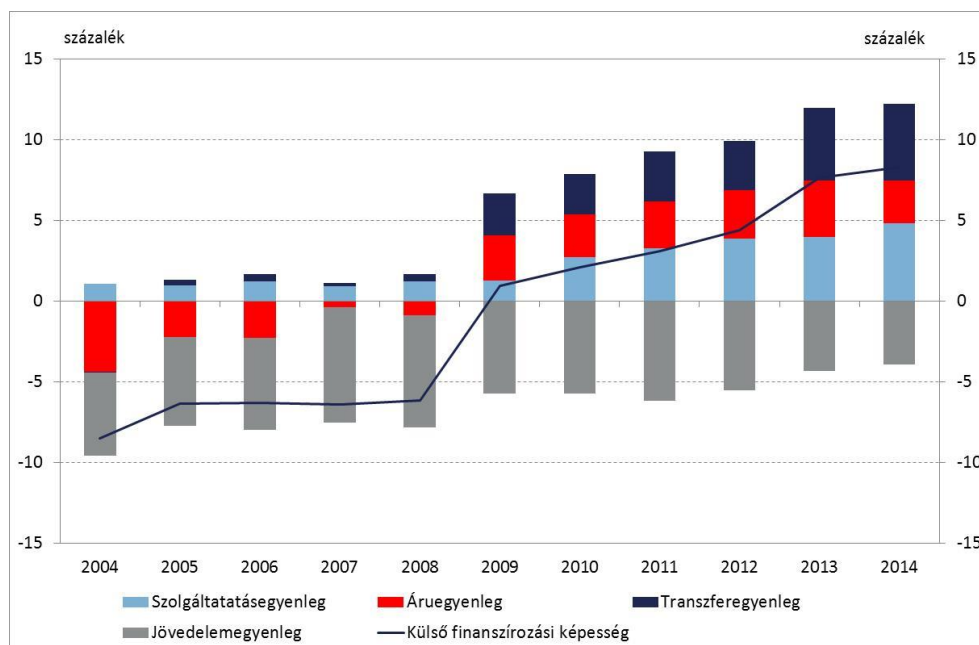
5. KIEMELT TÉMA: A SZOLGÁLTATÁSEGYENLEG NÖVEKEDÉSÉNEK HÁTTERE

A magyar gazdaság külkereskedelmi többletén belül egyre nagyobb részt (tavaly a GDP mintegy 5 százalékát) tett ki a szolgáltatások egyenlegének többlete – miközben a teljes exporton belül a szolgáltatások exportja jóval kisebb arányt tesz ki. Az egyenleg válság utáni növekedéséhez elsősorban a szolgáltatásimport visszafogott növekedése járult hozzá, miközben a szolgáltatás export növekedési üteme csak kisebb mértékben csökkent, vagyis a válság az áruforgalomnál jóval kevésbé érintette a szolgáltatások külkereskedelmét. A szolgáltatásokon belül meghatározó a turizusból és szállítási szolgáltatásokból adódó többlet, de szerepet játszott a bér munka és az egyéb üzleti szolgáltatások bővülése is. A nemzetközi összehasonlítás azt mutatja, hogy az újonnan csatlakozott országok szolgáltatásegyenlege jellemzően nagyobb többletet mutat, mint a fejlettebb országoké, ami az ottani magasabb árszínvonallal, illetve a nagyobb elkölthető jövedelemmel állhat összefüggésben. Azt is fontos azonban kiemelni, hogy Magyarország szolgáltatásegyenlege különösen magasnak számít a régióban, ahol a szolgáltatásokból származó nettó export mértéke a hazánkban tapasztalt jelentős növekedéssel szemben viszonylag stabilan alakult az elmúlt években. Magyarország szempontjából különösen fontos lehet az a jelenség, hogy a szolgáltatások exportja a válság után jóval kevésbé esett vissza, mint az áruexport – vagyis a szolgáltatások exportjában az utóbbi időben tapasztalt növekedés jelentősen tompíthatja egy esetleges válság hatásait a jövőben.

5.1. Bevezetés

A gazdaság finanszírozási képességében meghatározó az áru- és szolgáltatásegyenleg többlete, aminek egyre nagyobb hányadát (2014 végére mintegy kétharmadát) a szolgáltatásegyenleg adja. Míg a válságot megelőzően a szolgáltatásegyenleg többlete csupán kismértékben csökkentette a gazdaság külső finanszírozási igényét, addig a válságot követően fokozatosan emelkedett, és 2014 végére a GDP közel 5 százalékát érte el. A GDP-arányos külső finanszírozási képességben 2009 óta bekövetkezett 7 százalékpontos emelkedésből 4 százalékpontos javulás köthető a szolgáltatások többletének bővüléséhez. A következőkben részletesebben elemezzük a magyar szolgáltatásegyenleg alakulását, annak főbb elemeit, valamint régiós és európai kitekintéssel is foglalkozunk.

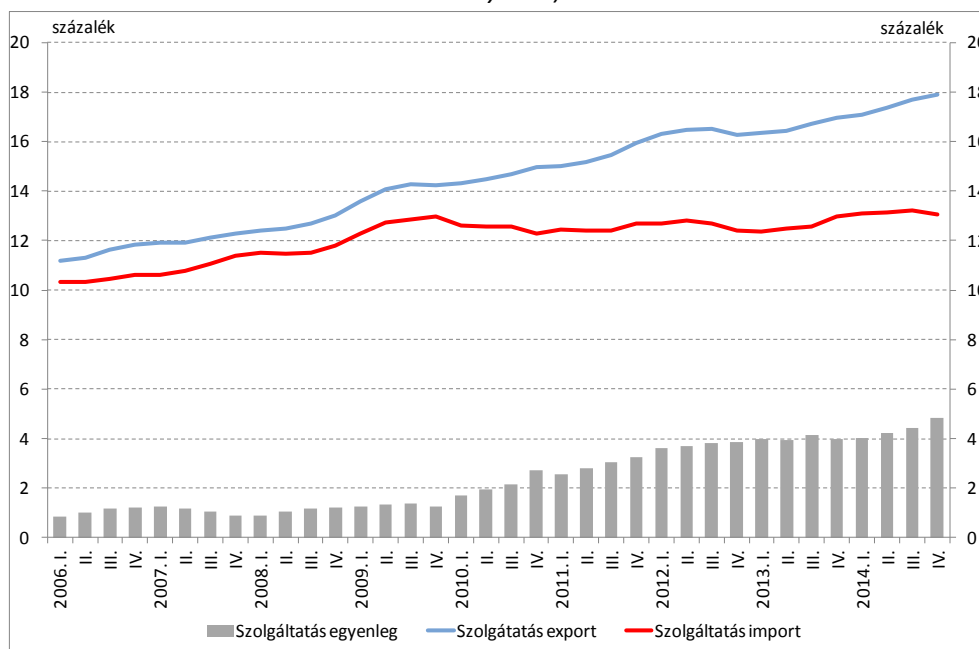
24. ábra: A külső finanszírozási képesség főbb tételei (GDP arányában)



5.2. A bruttó száraz alakulása

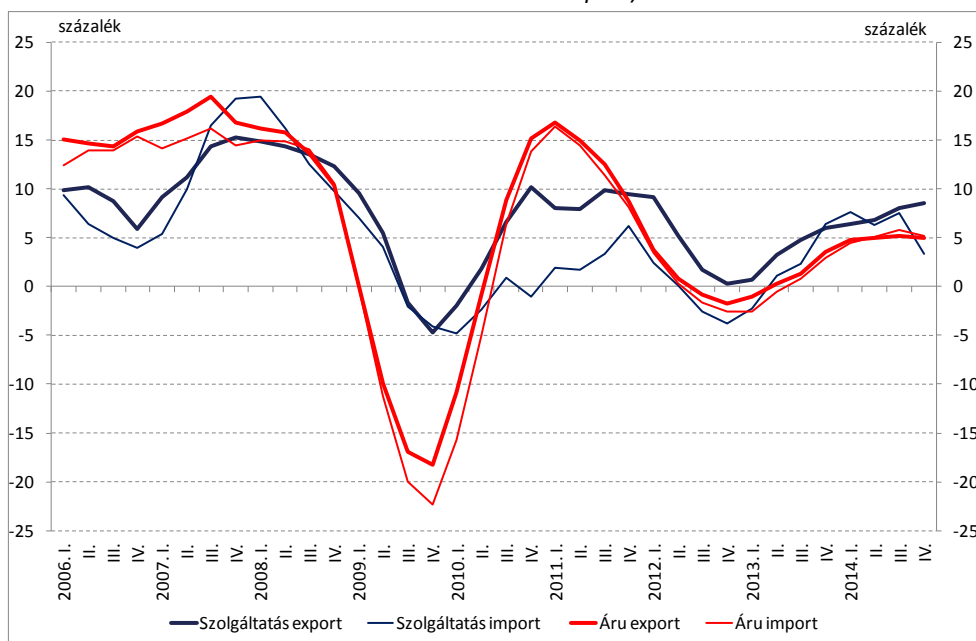
A folyamatosan emelkedő többletben egyértelműen a bevételek növekedése tükröződött, miközben a GDP-arányos import lényegében stagnált. Míg a 2008-as válságot megelőzően a szolgáltatás export és import hasonló növekedése miatt az egyenleg a GDP 1-1,5 százaléka között alakult, addig a válságot követően a GDP-arányos import stagnálása mellett tovább nőtt az export, aminek hatására a szolgáltatásegyenleg többlete a GDP közel 5 százalékára emelkedett. Vagyis a szolgáltatásegyenleg emelkedő többletének háttérében inkább az import visszafogott bővülése állhat (a tételek részletesebb alakulásáról később lesz szó).

25. ábra: A szolgáltatásexport, -import és a szolgáltatásegyenleg alakulása (négy negyedéves értékek, a GDP arányában)



A szolgáltatásexport növekedési üteme a válság után jóval kisebb mértékben esett vissza, mint az áruexport esetében megfigyelhető. Az áru- és szolgáltatásexport és -import tételeinek bővülése jellemzően együttmozog. A válság kitörésekor az áru- és szolgáltatások export és import tételeiben is számottevő visszaesést, majd korrekciót tapasztaltunk, amelynek mértéke az áru egyenleg esetében jelentősen meghaladta a szolgáltatásoknál tapasztaltat. Míg az áruforgalmak esetében a korrekció közel azonos export- és importnövekedések mellett következett be, a szolgáltatások esetében a növekedési ütemek elváltak egymástól. Az áruforgalom esetében megfigyelt szorosabb együttmozgás oka az lehet, hogy az áruexport jelentő része importált termékek feldolgozásából és kiviteléből fakad. A szolgáltatások exportja és importja ugyanakkor kevésbé függ össze. Amennyiben például hazánk egy adott időszakban vonzóbb turisztikai célponttá válik, és emiatt emelkedik az idegenforgalmi bevétele, az nem feltétlen vonja maga után az idegenforgalmi kiadások növekedését.

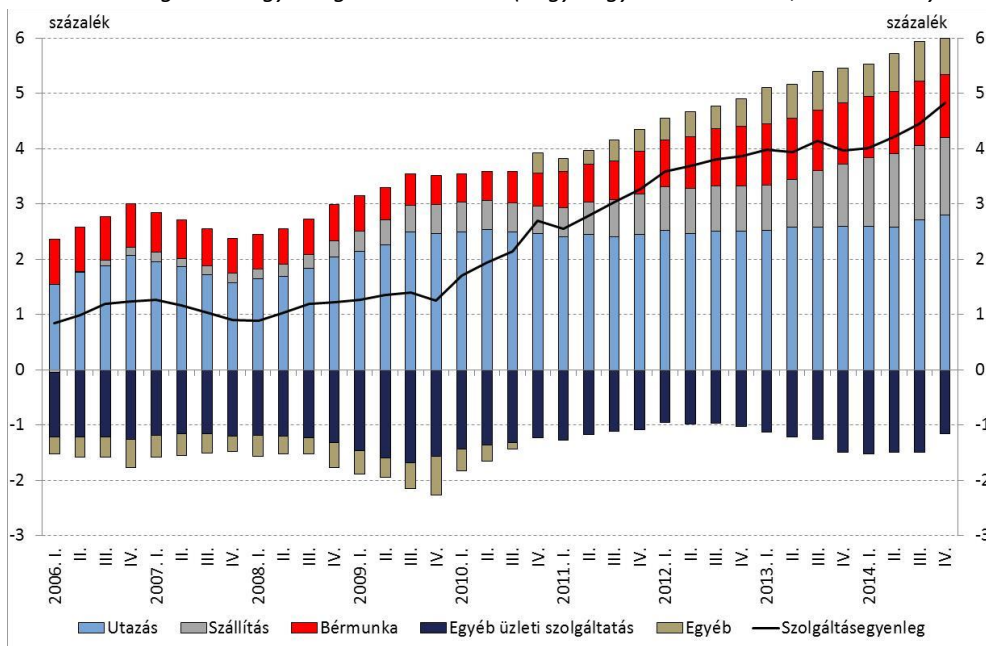
26. ábra: Áru- és szolgáltatásexport és -import növekedési ütemei (négy negyedéves értékek változása az előző év azonos időszakához képest)



5.3. Ágazati bontás

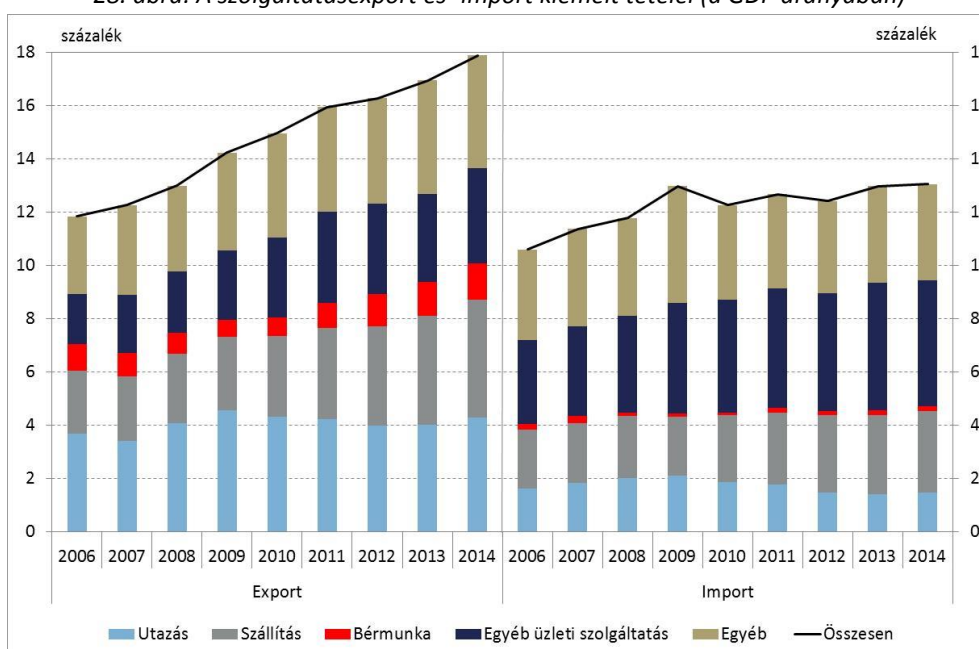
A szolgáltatásegyenlegben belül az utazásnak (turizmusnak) van a legmagasabb többlete, míg az elmúlt két évben bekövetkezett bővülésben az egyik legnagyobb szerepe a szállítási szolgáltatásoknak volt. A magyar gazdaság turizmushoz kapcsolódó nettó exportja viszonylag magas szinten, a GDP 2,5-3,0 százaléka körül stabilizálódott a válság óta tartó időszakban, így nagyban hozzájárult a szolgáltatásegyenleg többletéhez. A szolgáltatások bővülését ugyanakkor más résztételek magyarázták az elmúlt években. A 2010-ben kezdődő dinamikus emelkedés a bér munka jellegű szolgáltatások, az egyéb üzleti szolgáltatásokhoz (például jogi, számviteli szolgáltatások), illetve egyéb kisebb tételek együttes javulásához köthető. 2012-t követően pedig a szállítási szolgáltatások többletében figyeltünk meg érdemi javulást.

27. ábra: A szolgáltatásegyenleg kiemelt tételei (négy negyedéves értékek, a GDP arányában)



A szolgáltatásegyenleg fokozatos javulásában a bővülő exportbevételek játszottak meghatározó szerepet, az egyenlegjavulást ugyanakkor a turizmushoz kapcsolódó import mérséklődése is támogatta. Habár a szolgáltatásegyenleg többletében a turizmusnak van a legnagyobb szerepe, a szolgáltatásexporton belül kisebb súllyal szerepel. Vagyis a jelentős többlet a viszonylag alacsony importnak, a rezidensek alacsony összegű külföldi költségeinek köszönhető. A turizmus bevételek a válság kitörésekor, 2008–2009-ben emelkedtek, ebben ugyanakkor a 2014. évi statisztikai módszertani váltás hatása is megjelent.⁹ Ezt követően a turizmusból származó bevételek viszonylag stabilan alakultak, az idegenforgalmi kiadások a válságot követően ugyanakkor mérséklődtek (véltetően a korábbi viszonylag laza hitelkondíciók szigorodásának is köszönhetően), így hozzájárultak a szolgáltatásegyenleg javulásához. Az import és export száraz megbontásából az is látható, hogy a szolgáltatásegyenleg javulásában a korábban is említett komponensek (szállítás, egyéb üzleti szolgáltatások) exportbevételei tükröződtek. A szolgáltatásexport bővülésében érdemes kiemelni a szállítást, aminek a turizmushoz képest kisebb, de szintén meghatározó szerepe van a szolgáltatásegyenleg többletében. A kiadások növekedésében a válságot megelőzően jelentős szerepe volt az egyéb üzleti szolgáltatások importjának, míg ennek bővülése a válság kitörését követően lelassult.

28. ábra: A szolgáltatásexport és -import kiemelt tételei (a GDP arányában)



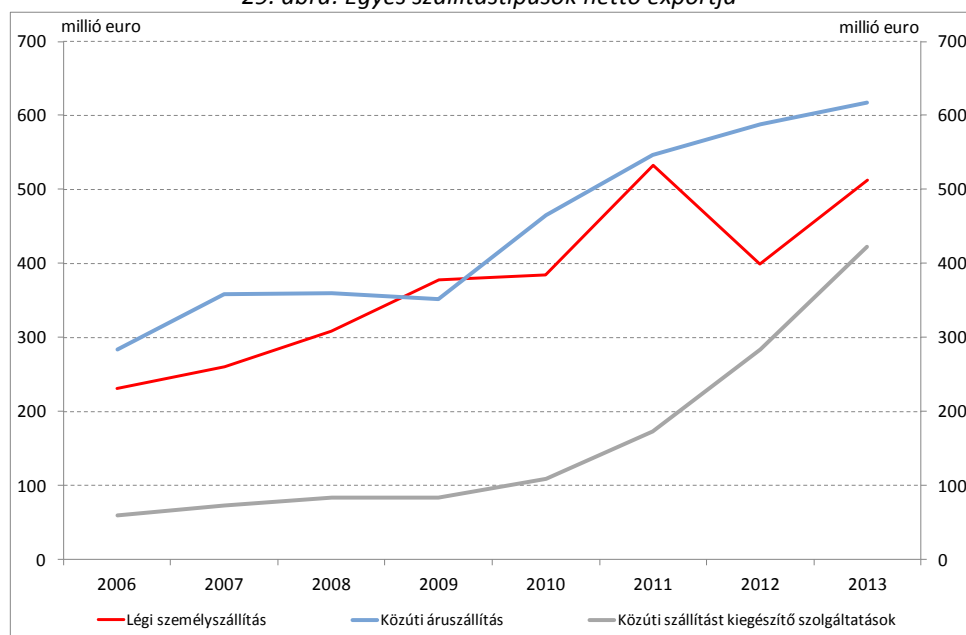
A szállítási szolgáltatásokból származó bevételek emelkedésében Magyarország földrajzi elhelyezkedésének is szerepe lehetett. Mint azt bemutattuk, Magyarország szolgáltatásegyenlegének bővüléséhez az elmúlt években főként a szállítási szolgáltatások járultak hozzá. Ezen belül három alágazatot érdemes kiemelni: a légi személy-, a közúti áru- és a közúti szállítást kiegészítő szolgáltatásokat. Ennek a három alágazatnak a többlete a teljes szállítás szolgáltatás többletét lefedti. A közúti áruszállítás szempontjából Magyarország kiemelt földrajzi elhelyezkedésének lehet jelentősége. Magyarországon keresztül ugyanis a régiós országokhoz képest több (négy) nemzetközi közlekedési folyosó halad át. Ezzel összhangban a 100 km²-re jutó autópályák és autóutak tekintetében is élen járunk a környező országokhoz képest.¹⁰ 2013-tól kezdődően mindemellett az útdíjfizetési kötelezettségből származó bevételek is hozzájárultak a szolgáltatás export emelkedéséhez.¹¹ A légi szállítás bevételeinek folyamatos emelkedése 2012-ben ugyan – vélhetőleg a Malév csődbemenetele miatt – átmenetileg csökkent, összességében így is érdemi az ágazat hozzájárulása a szállítási szolgáltatásokhoz.

⁹ Részletesebben lásd: Magyarország fizetésimérleg- és külfölddel szembeni befektetésipozíció-statisztikái, 2014.

¹⁰ KSH: A közúti közlekedés jellemzői (2013. augusztus)

¹¹ KSH: A szállítási ágazat helyzete, 2013 (2014. december)

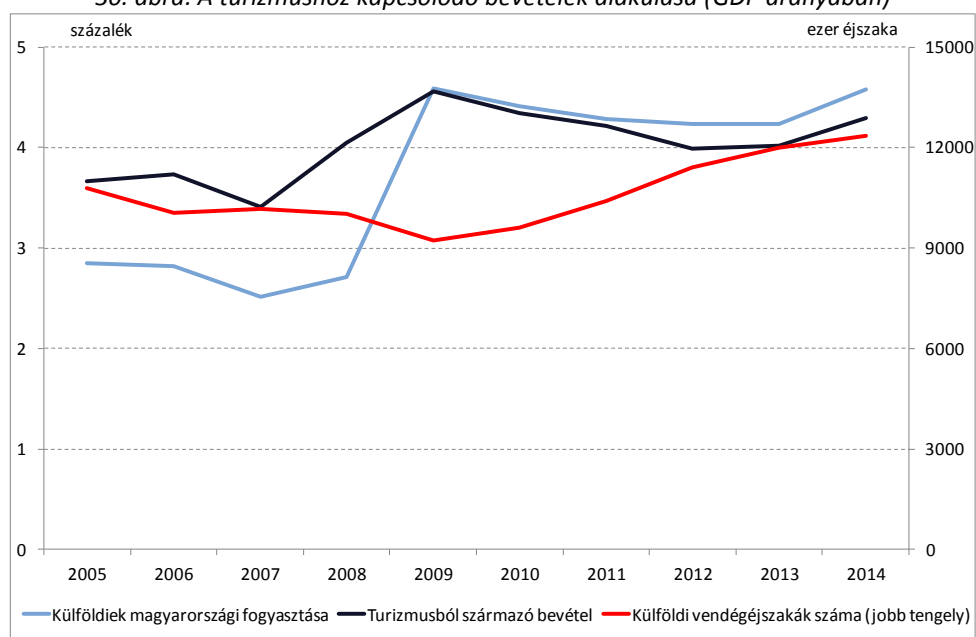
29. ábra: Egyes szállítástípusok nettó exportja



Forrás: KSH.

A külföldi vendégéjszakák számának alakulásában nem tükröződött a turizmus bevételeinek a válság kitörésekor megfigyelt emelkedése. A turizmusbevételek a hazánkba turisztikai céllal látogató külföldiek költségeiből származhatnak, ugyanakkor turizmusból származó bevételnek számít a szomszédos országokból érkezők vásárlása is, amennyiben nem nagy értékű termékeket vásárolnak (ezeket a termékeket a statisztika az áruk között számolja el). Vagyis a turizmus mértéke a külföldiek magyarországi fogyasztásával összhangban alakul. A turizmusból származó bevétel 2008–2009-ben megfigyelt emelkedése úgy következett be, hogy közben a külföldi vendégéjszakák számában nem tapasztaltunk emelkedést, sőt a mutató alapján 2009-ben még csökkentek is a Magyarországon turisztikai céllal eltöltött éjszakák száma. Vagyis annak ellenére, hogy a külföldiek fogyasztása Magyarországon emelkedett, a külföldiek által Magyarországon eltöltött éjszakák számában nem tapasztaltunk emelkedést. Ez arra enged következtetni, hogy a turizmus bevételek alakulását más tényezők mozgathatták. A külföldi vendégéjszakák számának alakulása a válságot követően sem magyarázta a turizmusbevételek alakulását: a vendégéjszakák emelkedése mellett ugyanis az idegenforgalmi bevételek mérséklődtek.

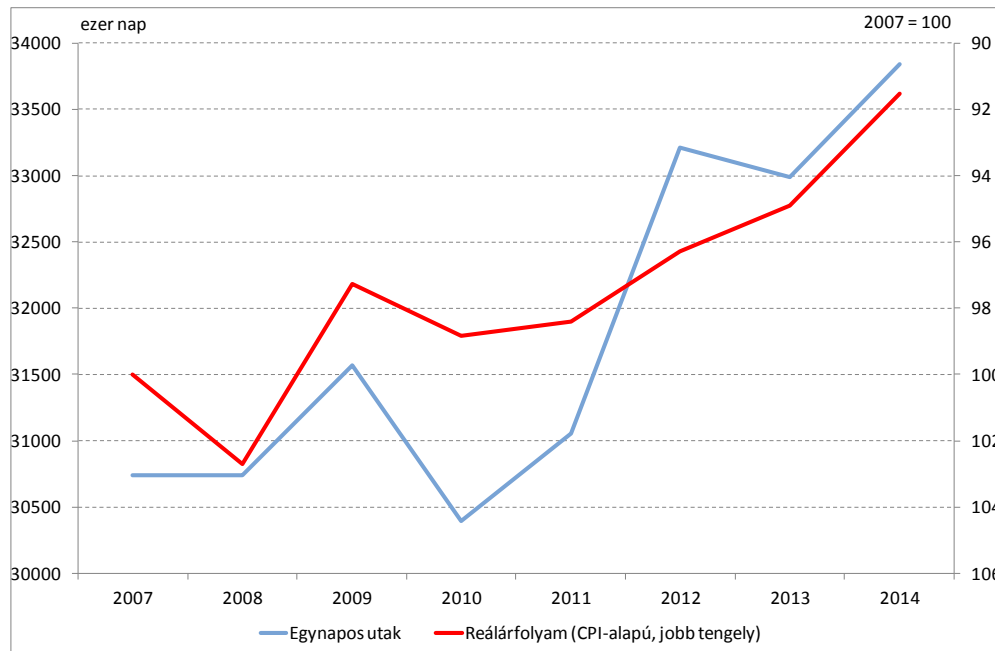
30. ábra: A turizmushoz kapcsolódó bevételek alakulása (GDP arányában)



Forrás: KSH.

A külföldiek egynapos útjainak és vásárlásainak nagyobb szerepe lehetett a turizmusból származó bevételek dinamikájában. A külföldi vendégéjszakák száma mellett az úgynevezett egynapos utak egy további mutató, amely kapcsolatban állhat az idegenforgalom alakulásával. A külföldiek által Magyarországon eltöltött napok több mint 30 százalékát teszik ki az egynapos utak. A válság kitörésekor, 2009-ben emelkedett a külföldiek egynapos útjainak száma, amely arra utal, hogy a külföldiek bevásárlási céllal érkeztek hazánkba. E mögött a forint árfolyamának gyengülése állhatott: a forint árfolyamának leértékelődésével párhuzamosan emelkedett a rövid ideig Magyarországon tartózkodó turisták száma is. Hasonló összefüggést figyelhettünk meg a későbbi években is. Ezzel szemben a többnapos utak változását kisebb mértékben határozta meg az árfolyam alakulása. Az egynapos utakban tehát jelentős szerepe lehet a bevásárlóturizmusnak, míg a hosszabb utak esetében a turisztikai célpontok vonzereje felülírhatja az árfolyam kisebb ingadozásait.

31. ábra: Külföldiek egynapos magyarországi útjai és az éves átlagos reálárfolyam alakulása



Forrás: KSH, Eurostat

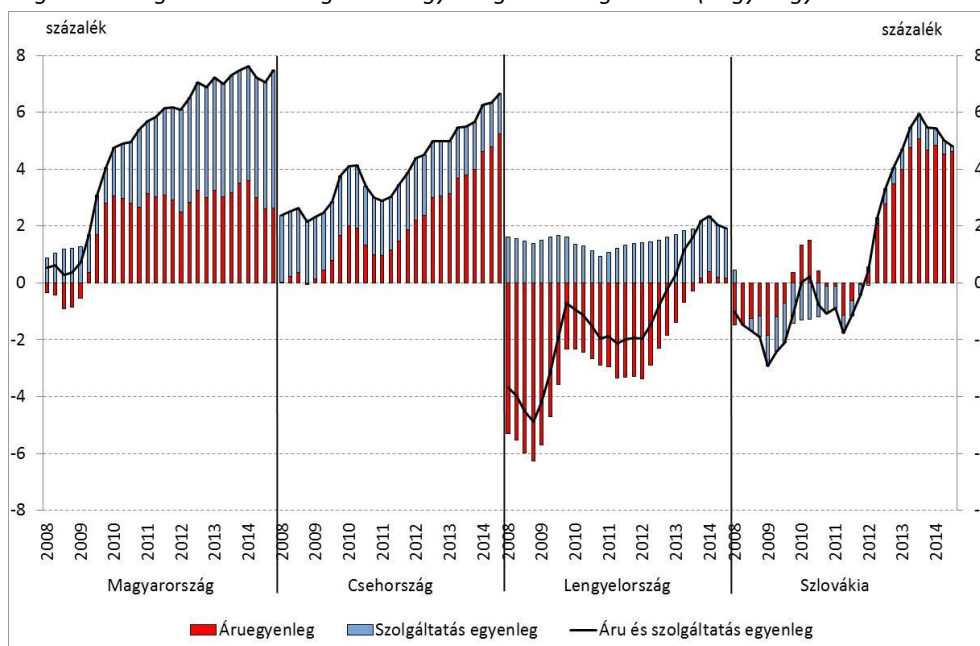
5.4. Nemzetközi kitekintés

Az áru és szolgáltatás egyenlege a régió országaiban eltérő mértékben járul hozzá a finanszírozási képességhez: míg Magyarországon az áru egyenleg nagyjából stabilan alakul és a szolgáltatások egyenlege erősödik, addig a régiós országokban inkább az áru egyenlegben figyelhető meg nagyobb növekedés. A visegrádi országok nettó exportját tekintve hasonlóság, hogy a válság kitörésekor ugrásszerű javulás következett be az áruexport és -import egyenlegében. Fontos különbség ugyanakkor, hogy míg a régiós országokban a válság későbbi éveiben további jelentős áru egyenleg-javulás következett be, Magyarországon nem történt további emelkedés, hanem stabilizálódott az áru egyenleg többlete. Az áru egyenleg régiós országokhoz képest eltérő alakulásában a gazdasági visszaesésnek és a válságból való kilábalás lefolyásának is szerepe lehetett. Magyarországon hirtelen és a többi országhoz képest jelentősebb GDP-visszaesés következett be a válság kitörésekor, és csak 2014-ben kezdett újra érdemben növekedni a fogyasztás és a beruházás. Így nálunk a válság kezdeti szakaszában volt erőteljes alkalmazkodás a nettó áruexportban, az utóbbi negyedévekben pedig a – magas importtartalmú – belső kereslet dinamizálódása tükröződhet az áru egyenleg többletének mérséklődésében.¹² További eltérés a régiós országokhoz képest a szolgáltatás egyenleg súlya a nettó exportban: a környező országokban a válságot követően stabil volt a szolgáltatások többlete, miközben Magyarországon jelentős bővülés következett be (részletesebben lásd az előző fejezetet). A válság óta tartó alkalmazkodás valamennyi régiós országban markáns volt, ugyanakkor a magyar

¹² Ezt a hatást erősíthette 2014 második felében a gáztárolók – részben az orosz–ukrán konfliktus miatt történt – feltöltéséhez kapcsolódóan megemelkedett import is.

gazdaság nettó exportja érte el a legmagasabb szintet a régióban. A magyar külkereskedelmi egyenleg többletéhez 2014-ben már jóval nagyobb arányban járult hozzá a szolgáltatás egyenlege.

32. ábra: A visegrádi országok áru- és szolgáltatásegyenlegének megoszlása (négy negyedéves GDP-arányos értékek)

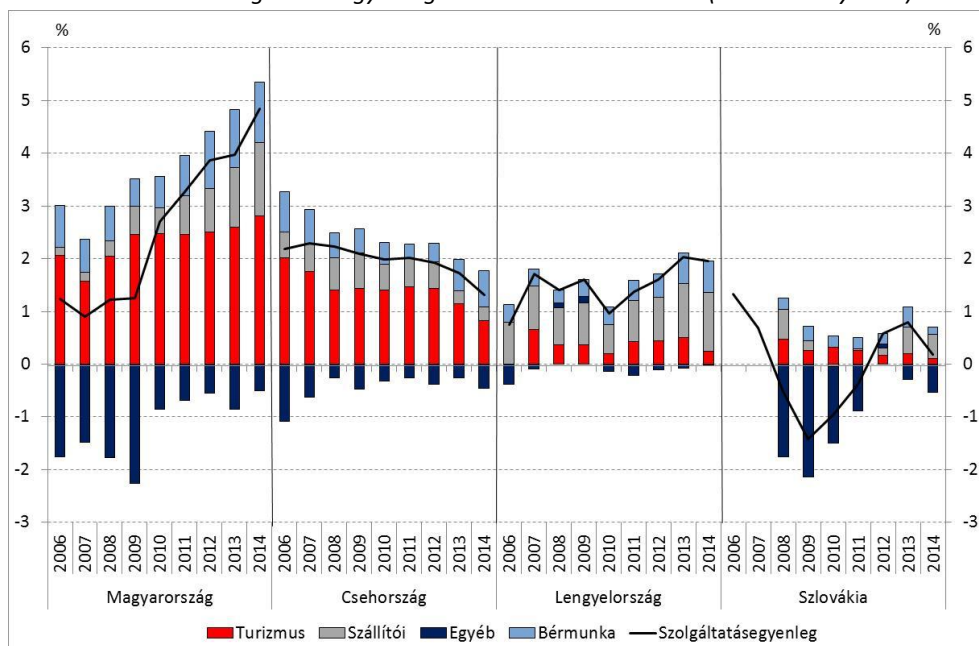


Forrás: Eurostat

Hazánkban a régiós országokhoz képest is markáns a turizmus és a szállítási szolgáltatások egyenlege. Csehországban az áruegyenleg folyamatosan emelkedő többlete mellett stabil szintet mutat a szolgáltatásegyenleg aktívuma, amelyen belül a turizmus és telekommunikáció a meghatározó. A lengyel külkereskedelmi többlet az elmúlt években a szolgáltatászektorhoz, ezen belül leginkább a szállításhoz köthető. Szlovákiában a külkereskedelmi többletet az elmúlt években szinte csak az áruegyenleg aktívuma adta. A GDP-arányos szolgáltatásegyenleg a régió országaiban mindenhol többletet mutat, mely 2014 során Magyarországon volt a legmagasabb. Miközben a régió többi országában a szolgáltatásegyenleg visszafogottabban alakult a 2008-as válság óta, és 2013-tól mindhárom országban csökkent, addig Magyarországon annak folyamatos, jelentős mértékű emelkedése figyelhető meg. Ehhez a turizmus és a szállítási szolgáltatások 2007 óta tartó fokozatos bővülése járult hozzá a legnagyobb mértékben.¹³ A turizmus egyenlegének többlete Magyarországon kívül Csehországban meghatározó, Lengyelország és Szlovákia esetében csupán kisebb mértékben befolyásolja a szolgáltatásegyenleg alakulását.

¹³ A 2007 óta eltelt időszakot tekintve az egyenleg javulásához hozzájárultak a szellemi termék használatának díjai is.

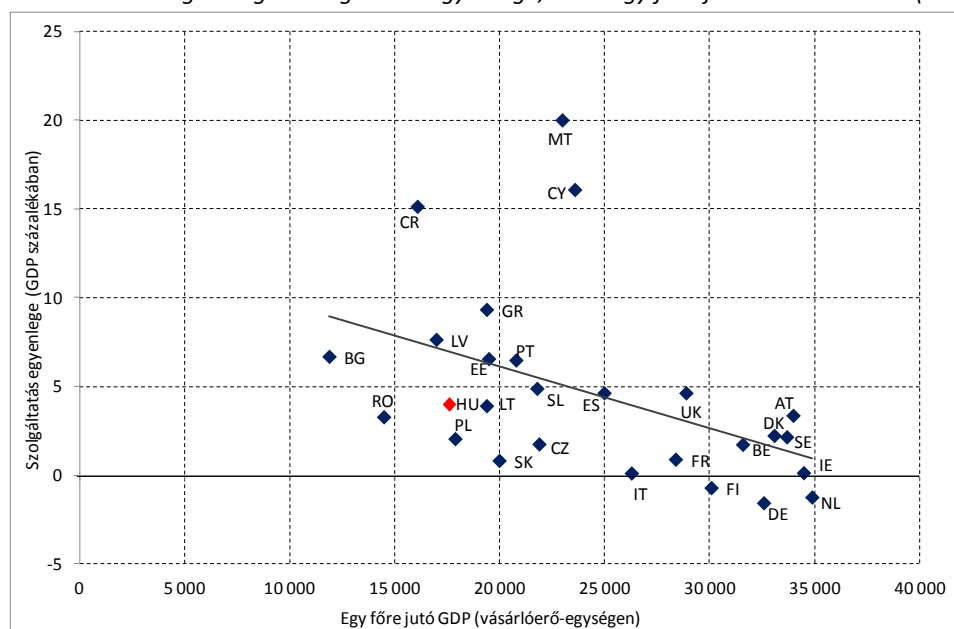
33. ábra: A szolgáltatásegyenleg összetevőinek alakulása (a GDP arányában)



Forrás: Eurostat

A szolgáltatásegyenleg szintje jellemzően a fejlettebb országokban alacsonyabb. Az Európai Unió tagországainak többségében a szolgáltatások exportja meghaladja az import szintjét, azaz szolgáltatásegyenlegük pozitív. A szolgáltatásegyenleg szintje és a fejlettségi szint között negatív kapcsolat figyelhető meg, azaz minél magasabb egy ország egy főre jutó jövedelme, annál kisebb a szolgáltatások külkereskedelmének hozzájárulása a GDP szintjéhez (10. ábra). Ebben szerepe lehet a fejlett országokban megfigyelhető magasabb árszínvonalnak, illetve a magasabb egy főre jutó GDP miatt vélhetően a többi országban jellemzőnél nagyobb lehetett a külföldi utazásra költött összeg is.

34. ábra: Az EU-tagországok szolgáltatásegyenlege, és az egy főre jutó GDP alakulása (2013)

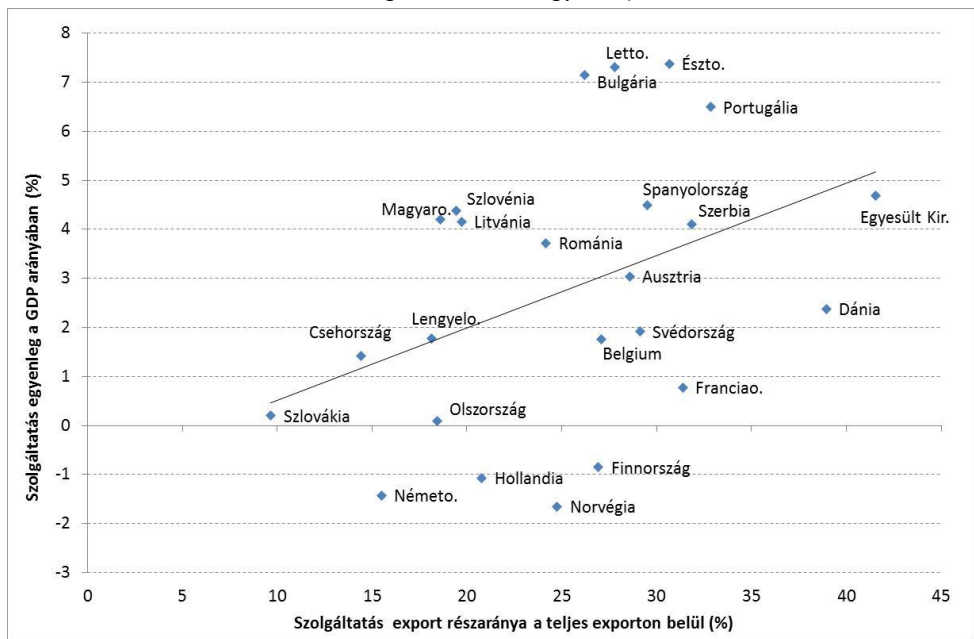


Forrás: Eurostat

Magyarországon alacsonyabb a szolgáltatások részaránya a teljes exporton belül, mint az EU többi országában átlagosan, ennek ellenére azonban a nettó szolgáltatás export a GDP arányában viszonylag magas. Az európai országok adatai alapján a szolgáltatás export összes exporton belüli részaránya pozitív összefüggésben van a GDP-arányos szolgáltatás egyenleggel – vagyis ahol magasabb a szolgáltatások exportja, ott jellemzően magasabb a GDP-

arányos nettó export is. Meg kell azonban jegyezni, hogy adott szolgáltatás export részarányt tekintve az átlagosnál kisebb GDP-arányos nettó exporttal a fejlett országok, míg magasabbal a régiós országok rendelkeznek. Ez többek között azzal lehet összefüggésben, hogy a fejlettebb gazdaságok magasabb bérszínvonala miatt számos szolgáltatást kiszerveznek kisebb költséget jelentő országokba. Ennek megfelelően a külkereskedelmi mérleg egyenlegén belül magas szolgáltatás arány a visegrádi országok relatív olcsóságával lehet összefüggésben. Az ábra alapján ugyanakkor az az – egyébként logikusnak tűnő – állítás is megfogalmazható, hogy az áruexport importtartalma jóval nagyobb, mint a szolgáltatásoké, ami eredményezheti a relatíve alacsonyabb nettó export értéket.

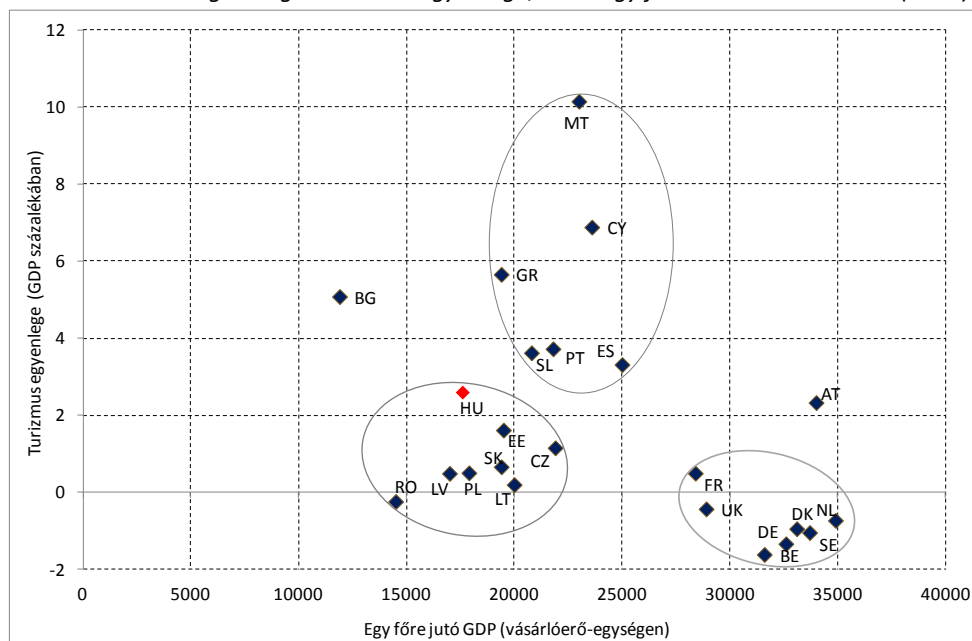
35. ábra: A GDP-arányos szolgáltatásegyenleg és a szolgáltatások export részaránya (négy negyedéves adatok átlaga, 2014. III. negyedév)



Forrás: Eurostat

Az uniós országokban általában a magasabb egy főre jutó jövedelemmel csökken a turizmus GDP-arányos többlete. Ez – a szolgáltatásokhoz hasonlóan – arra utal, hogy a fejlettebb országok magasabb árszínvonala miatt általában több turista utazik más országokba, illetve a fejlettebb, magasabb egy főre jutó jövedelemmel rendelkező országokban magasabb lehet a külföldre utazók aránya. Ugyanakkor egyes, turizmus szempontjából vonzóbb, jellemzően mediterrán országokban, a turizmusból származó bevételek mértéke jelentősen meghaladja a hasonló fejlettségi szintű országokét.

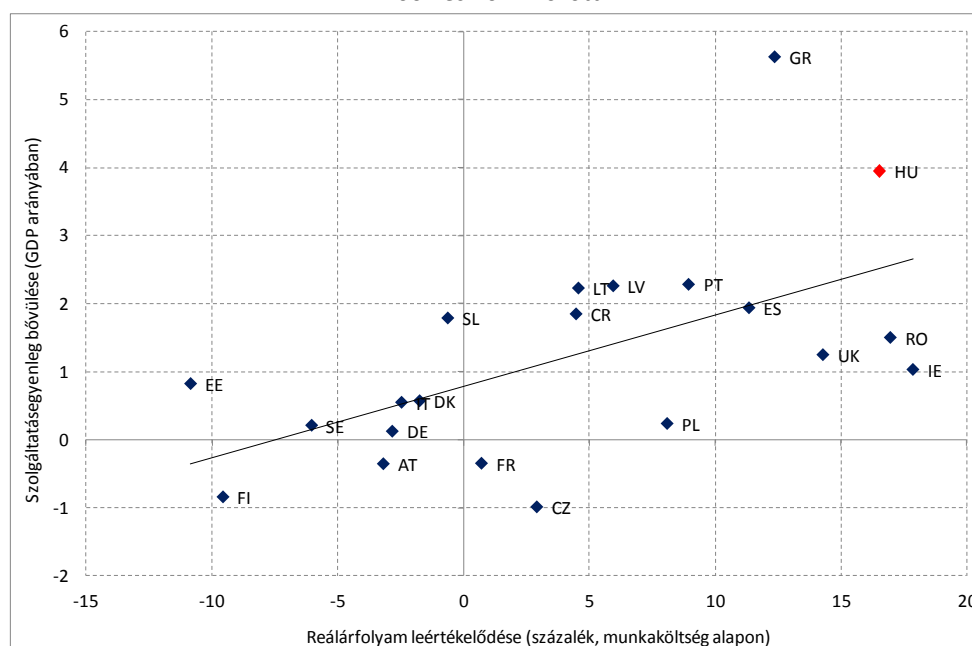
36. ábra: Az EU-tagországok turizmusegyenlege, és az egy főre eső GDP alakulása (2013)



Forrás: Eurostat

A szolgáltatásegyenlegek alakulása a válság óta bekövetkezett reálárfolyam-gyengüléssel is összefügghet. A pénzügyi válságot követő években Magyarországon jelentősen nőtt a szolgáltatásegyenleg többlete. A szolgáltatásegyenleg bővülése ugyanakkor az Unió országai között is jelentősnek mondható. Ebben szerepe lehetett a reálárfolyam 2007 óta bekövetkezett leértékelődésének is. Általánosságban ugyanis a munkaköltség alapú reálárfolyam leértékelődése, a versenyképesség javulásán keresztül a szolgáltatásegyenleg bővülő többletével járt együtt. Érdekes megemlíteni, hogy a mediterrán országok közül Spanyolországban és Portugáliában is jelentősen leértékelődött a reálárfolyam, amiben főként a munkaköltségek relatív csökkenése játszhatott szerepet.

37. ábra: A szolgáltatásegyenleg változása (a GDP arányában) és a munkaköltség alapú reálárfolyam leértékelődése 2007 és 2014 között

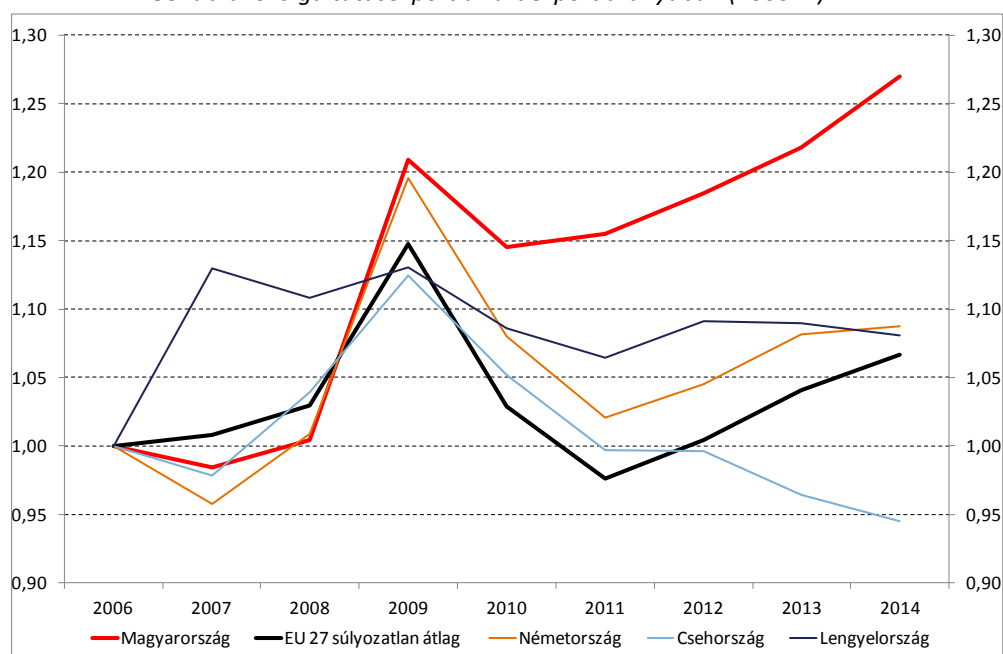


Forrás: Eurostat

A szolgáltatások exportja a válság éveiben jóval kevésbé esett vissza, mint az áruexport, ami arra utal, hogy a szolgáltatások exportja kevésbé van kitéve a kereslet ingadozásának. Magyarországhoz hasonlóan Európa többi

országában is jellemző volt, hogy a szolgáltatásexport az áruexportnál jóval kevésbé szenvedte meg a válságot – az adatok alapján a szolgáltatásexport áruexporthoz viszonyított aránya a válság kitörésekor megugrott, és csak fokozatosan tért vissza a válság előtt jellemző szintre (38. ábra). Érdeemes megjegyezni, hogy Magyarország esetében ez a csökkenés átmenetinek bizonyult, és a szolgáltatásexport nagysága a többi országtól eltérően további jelentős növekedést mutatott. A jelenség – vagyis a kisebb mértékű visszaesés hátterében több tényező is állhat.¹⁴ Egyrészt számos olyan szolgáltatás lehet, amelyek elengedhetetlen részét képezik a termelésnek, vagyis a termelés visszafogása mellett is szükségesek – ráadásul felhasználásuk a termelés nagyságától független (például számviteli szolgáltatások). Másrészt az árukkal ellentétben a szolgáltatásokat nem lehet készletezni, és már korábban létrehozott szolgáltatással kielégíteni az igényeket. Harmadrészt a szolgáltatások vélhetően kevésbé vannak kitéve a finanszírozásban bekövetkezett visszaesés negatív hatásainak: az alacsonyabb tőkeigény mellett az is ezt támasztja alá, hogy a szolgáltatásoknál kevésbé válik el egymástól a teljesítés és a fizetés, így a szolgáltatással foglalkozó vállalatoknak kevésbé kell fizetési késedelemmel szembenézni, és az ehhez kapcsolódó áthidaló finanszírozást megoldani.

38. ábra: Szolgáltatásexport az áruexport arányában (2006=1)



Forrás: Eurostat

¹⁴ Részletesebben lásd Andrea Ariu: Crisis-Proof Services – Why Trade in Services Did Not Suffer During the 2008–2009 Collapse (Working Paper Series No 1691 / July 2014)

Bethlen Gábor

(1580. november 15. – 1629. november 15.)

Erdélyi fejedelem (1613–1629), I. Gábor néven megválasztott magyar király (1620–1621), a 17. századi Magyarország egyik legjelentősebb személyisége. Pályafutása kezdetén híven szolgálta Báthory Zsigmond, Székely Mózes, Bocskai István és Báthory Gábor erdélyi fejedelmeket. Amikor Báthory Gábor a Habsburgokkal akart szövetségre lépni, szembefordult vele, és önmagát választotta meg fejedelemnek. Uralkodása alatt megszilárdította Erdély hatalmi helyzetét, az országrész gazdasága és kulturális élete egyaránt fejlődésnek indult – ezt az időszakot általában úgy emlegetik, mint „Erdély aranykora”.

A Bethlen uralkodása előtti huszonöt év külső és belső háborúskodással telt el, ami a lakosság számának jelentős csökkenésével járt. Bethlen türelemmel látott hozzá a belpolitikai helyzet stabilizálásához, hatalmának megszilárdításához és Erdély újjáépítéséhez. Központosított államszervezetet alakított ki, ezzel párhuzamosan arra törekedett, hogy megszilárdítsa a fejedelemség pénzügyi helyzetét. A kincstári jövedelmekről pontos összeírást készíttetett, felülvizsgáltatta az 1588 óta nyújtott birtok- és vagyonadományozásokat, és csak azokat erősítette meg, melyeket az ország szolgálatában szerzett érdemekért juttattak.

Az ipar és a kereskedelem előmozdítására Bethlen merkantilista jellegű gazdaságpolitikát kezdeményezett, s országába külföldi iparosokat telepített. Hatalmát nem az adózásra építette, hanem a fejedelmi státusból fakadó más eszközök ésszerűbb kihasználására. Fejlesztette a nemesfémbányászatot, külföldről elismert szakembereket hívott be, igyekezett élénkíteni a kereskedelmet. Bethlen Gábor értékálló pénzt veretett, és a sokirányú áruforgalmat úgy szabályozta, hogy letiltotta a legfontosabb árucikkek kivitelét.

Bethlen Gábor széles Habsburg-ellenes nemzetközi koalíciót próbált létrehozni a nyugat-európai országok és a kelet-európai népek között. A protestáns hatalmakkal létesített kapcsolatainak megszilárdítása érdekében 1626. március 1-jén feleségül vette György Vilmos brandenburgi választófejedelem húgát, Brandenburgi Katalint, és 1626-ban belépett a protestáns hatalmak westminsteri szövetségébe.

FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2015. június

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

