



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2015
JANUÁR

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2015
JANUÁR

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: Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter, Lénárt-Odorán Rita és Sisak Balázs. A publikációt dr. Balog Ádám alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2014. december 23-áig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

ÖSSZEFOGLALÓ

2014 III. negyedévében a magyar gazdaság folyó fizetési mérlegének négy negyedéves többlete 4,2 milliárd euro volt, miközben a főleg EU-transzfereket tartalmazó tökemérleg többlete meghaladta a 3,8 milliárd eurót. Ennek köszönhetően Magyarország külső egyensúlyi többlete a GDP 8 százalékára emelkedett, ami továbbra is jelentősen meghaladja a környező országokban tapasztalt értéket. A már korábban is magas külső finanszírozási képesség emelkedése hozzájárulhat a magyar gazdaság külső adósságának és sérülékenységének további mérséklődéséhez.

A reálgazdasági oldal alapján számított **külső finanszírozási képesség enyhe emelkedése döntően az EU-transzferek emelkedésére, illetve kisebb mértékben a jövedelemegyenleg – külső adósságcsökkenéssel párhuzamosan bekövetkezett – javulására vezethető vissza.** A külkereskedelem többlete a III. negyedévben enyhén csökkent, amelyben a külső kereslet lassulása mellett a számottevő mértékben gyorsuló beruházáshoz, illetve a gáztározók feltöltéséhez kapcsolódó import játszott szerepet.

A finanszírozási adatok szerint is emelkedett a gazdaság külső finanszírozási képessége a III. negyedévben. **Az adósság jellegű források számottevően csökkentek,** amiben az MNB-vel konszolidált állam több mint 1 milliárd eurót kitevő nettó adósságcsökkenése volt meghatározó. Ez utóbbi részben az MNB-kötvény betétté alakítására vezethető vissza, ami megváltoztatja a külső adósság szerkezetét és mérsékli a bruttó külső adósságot, míg a nettó külső adósságra nincs hatással. Az előző negyedévi jelentős kiáramlást követően a III. negyedévben **a nettó FDI-beáramlás elérte a 0,5 milliárd eurót.** Érdemesnek tartjuk megjegyezni, hogy az előzetes október havi adatok alapján az év végén is folytatódott a külső adósság csökkenése és a nettó FDI-beáramlás.

2014 III. negyedévében a jelentős mértékű forráskiáramlás és a GDP-növekedés hatására **újra mérséklődtek a külső adósságmutatók** – vagyis a II. negyedévben a főleg hozamcsökkenés miatt bekövetkezett emelkedés csak átmenetinek bizonyult. A nettó külső adósság a GDP 36 százaléka alá, míg a bruttó külső adósság – a nettó mutatónál tapasztaltnál nagyobb mértékű csökkenést követően – a GDP 88 százalékára mérséklődött. A bruttó külső adósság korrekciója döntően a konszolidált államháztartáshoz kötődött, amiben jelentős szerepet játszott az MNB irányadó eszközének betétté alakítása is. A III. negyedévben **a rövid külső adósság is tovább, 24 milliárd euro közelébe süllyedt, ami az ország külső sérülékenységének és a külföldi forrásokra való rászorultságnak további mérséklődését jelenti.**

A külső egyensúlyt a szektorok megtakarításai szempontjából elemezve elmondható, hogy a külső finanszírozási képesség III. negyedévi emelkedése **a háztartások pénzügyi eszközfelhalmozásának bővüléséhez és az államháztartás finanszírozási igényének – vélhetően a gazdaság fehéredésével is összefüggésben álló – mérséklődéséhez köthető.** A külső pozíció javulását ugyanakkor mérsékelte a vállalatok finanszírozási képességének csökkenése, ami a beruházások bővülésével magyarázható. **A háztartások portfólióátrendeződése lelassult:** a bankbetétek állománya alig változott a negyedévben, miközben az államkötvények állománya enyhén mérséklődött, a befektetési alapok azonban érdemben tudtak emelkedni. A háztartások tehát közvetett módon – a befektetési jegyek vásárlásán keresztül – továbbra is fokozzák az állam finanszírozásában betöltött szerepüket, ami hozzájárulhat a külföldi rászorultság további csökkenéséhez.

Kiemelt témánk keretében a lakossági devizahitelekkel kapcsolatos intézkedések külső sérülékenységre gyakorolt hatásaival foglalkozunk. A devizahitelekhez kapcsolódó elszámolás és a forintosítás hatására **jelentősen mérséklődik a háztartási szektor árfolyamkockázata, illetve a bankrendszerben is erőteljes alkalmazkodás indulhat el, amely a bankok külső forrásainak csökkenésével járhat.** Hosszabb távon a devizatartalék, a jegybanki kéthetes betét és **a bruttó külső adósság akár a GDP 9 százalékával lehet alacsonyabb, a nettó külső adósságot ugyanakkor a mérlegalkalmazkodás közvetlenül nem érinti.** A forintosítás hatására tehát érdemben javulhatnak a külső sérülékenységi mutatóink: a külső adóssággal kapcsolatos megújítási és kamatkockázatok mellett a bankrendszer swap kitettsége is mérséklődhet. **Az alkalmazkodási folyamat ugyanakkor az állampapírpiacon is hatással lehet, amely a külföldi szereplők által vállalni kívánt árfolyamkockázat mértékétől és a hozamok alakulásától is függ.** A devizahiteles intézkedések közvetett módon **a külső adósságra fizetett alacsonyabb kamaton keresztül kismértékben növelhetik is a külső finanszírozási képességet.**

Tartalom

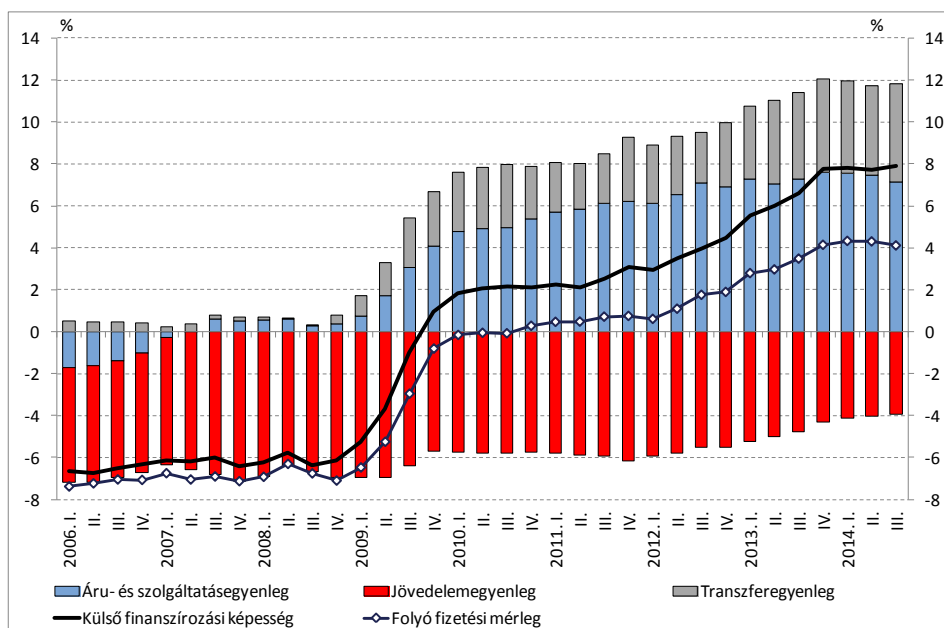
Összefoglaló.....	3
1. Reálgazdasági megközelítés	6
1.1. Külkereskedelmi egyenleg.....	7
1.2. Jövedelemegyenleg	9
1.3. EU-transzferek.....	10
2. Finanszírozási megközelítés.....	12
2.1. Nem adósság jellegű források	13
2.2. Adósság jellegű források	15
3. Adósságráták alakulása.....	18
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés.....	21
5. A devizahitelekkel kapcsolatos intézkedések hatása a külső sérülékenységre	23
5.1. Bevezetés	23
5.2. Az egyes szektorok mérlegalkalmazkodása.....	24
5.3. A külső adósság alakulása	26
5.4. A szektorok finanszírozási pozíciója és a külső egyensúly alakulása	29
5.5. Az intézkedések hatása a külső sérülékenységre	30

1. REÁLGAZDASÁGI MEGKÖZELÍTÉS

Magyarország külső finanszírozási képessége 2014 III. negyedévében – enyhe emelkedést követően – a GDP 8 százaléka körül alakult. A folyó fizetési mérleg négy negyedéves többlete 4,2 milliárd eurót, míg a tőkemérleg többlete 3,8 milliárd eurót ért el. A külső egyensúly javulása nagyobb részben az EU-transzfer felhasználás emelkedéséhez, kisebb részben pedig – a csökkenő külső adóssággal összefüggésben – a jövedelemegyenleg hiányának további mérséklődéséhez köthető. A III. negyedévben kismértékben csökkent a külkereskedelmi egyenleg többlete, amiben a számottevő mértékben gyorsuló beruházás importvonzata mellett a gáztározók feltöltéséhez kapcsolódó import is szerepet játszott. A külső finanszírozási képesség emelkedése hozzájárulhat a magyar gazdaság külső adósságának és sérülékenységének további mérséklődéséhez.

A reálgazdasági megközelítés alapján a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége enyhén emelkedett, így a III. negyedévben a GDP 8 százalékát tette ki.¹ A szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség ebben az időszakban 2,4 milliárd euro volt, ami meghaladja az előző év azonos időszakának értékét. Az éves finanszírozási képesség emelkedése döntően az EU-transzferek nagyobb felhasználására vezethető vissza, miközben a folyó fizetési mérleg éves többlete enyhe csökkenés mellett továbbra is a GDP 4 százaléka körül alakul. A külső egyensúlyi többlet enyhe emelkedése tehát alapvetően a transzferegyenleg emelkedésével áll összefüggésben, a jövedelemegyenleg² hiánya kisebb mértékben csökkent, miközben a külkereskedelmi többlet enyhén mérséklődött (1. ábra). Magyarország folyó fizetési mérlegének többlete továbbra is jelentősen meghaladja a régiós országok egyenlegét: a II. negyedévig rendelkezésre álló adatok szerint a folyó fizetési mérleg éves egyenlege Lengyelországban továbbra is hiányt mutatott, míg Csehországban nulla körül alakult, Szlovákiában pedig a magyarnál jóval kisebb volt a többlet.

1. ábra: A külső finanszírozási képesség és tényezőinek* 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.

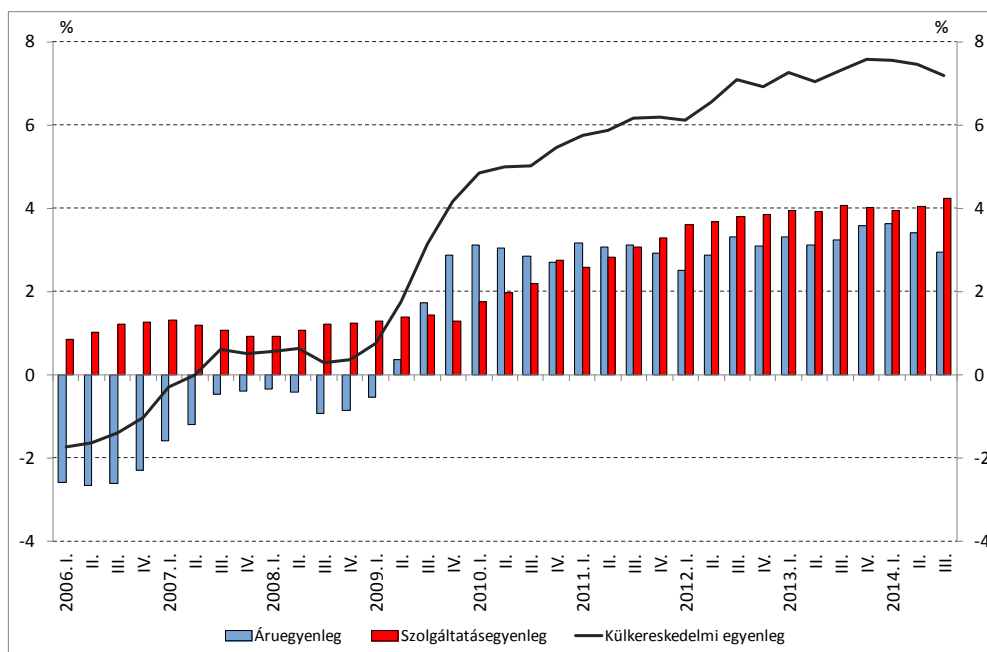
¹ A negyedéves GDP revíziója kisebb mértékben csökkentette a külső egyensúly GDP-arányos mutatóit. Ennek mértéke érdemben elmarad az előző negyedévben – a normál és rendkívüli revíziókkal kapcsolatban – végbement elmozdulásoktól, és az idősorok alakulását sem befolyásolja, csupán 0,1-0,2 százalékpontos egyszeri szintbeli mérséklődést okoz.

² Véleményünk szerint az elsődleges jövedelem közé sorolt „egyéb elsődleges jövedelmek”, illetve a másodlagos jövedelmek is olyan ellentételezés nélküli ügyletek, amik megfelelnek a korábban a transzferek között elszámolt viszonzatlan átutalásnak. A továbbiakban tehát – elemzési szempontokat szem előtt tartva – a transzferegyenleg a tőkemérleg mellett a korábbi folyó viszonzatlan átutalásoknak megfeleltethető egyéb elsődleges jövedelmet és a másodlagos jövedelmeket tartalmazza, míg a jövedelemegyenleget az egyéb elsődleges jövedelmektől szűrt elsődleges jövedelem alkotja.

1.1. Külkereskedelmi egyenleg

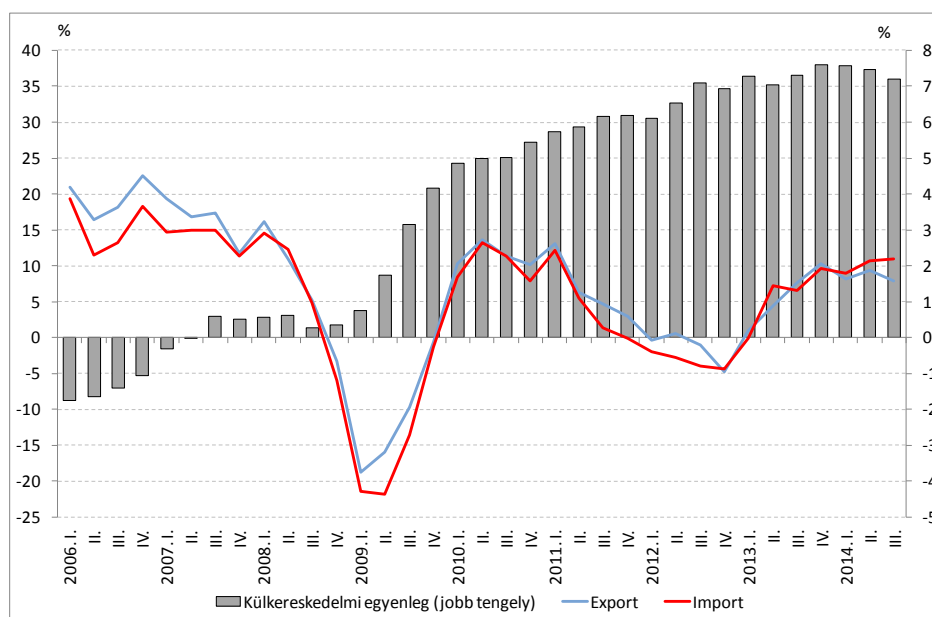
A külkereskedelmi többlet négy negyedéves értéke enyhén tovább mérséklődött, ami döntően az áruegyenleg csökkenésére vezethető vissza, miközben a szolgáltatások egyenlege tovább emelkedett. A külkereskedelmi többlet 2014 elejéig nagyjából fele-fele arányban származott az áruk és szolgáltatások nettó egyenlegéből. Az utóbbi negyedévekben azonban az áruegyenleg többlete mérséklődni, míg a szolgáltatáseyenleg többlete – hosszabb ideje tartó stagnálást követően – újra emelkedni kezdett.

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



2014 III. negyedévében a külkereskedelem éves többletének mérséklődése a kismértékben lassuló exportbővülés és – részben a gáztárolók feltöltése miatt – enyhén gyorsuló importnövekedés mellett alakult ki. Az export és import éves reálnövekedési ütemének elnyúlásában a bázishatás mellett több tényező is szerepet játszhatott. Negatívan hathatott az exportra – és a hazai ipari termelés csökkenésében is tetten érhető volt – a külső kereslet lassulása, valamint az Oroszországba és Ukrajnába irányuló export csökkenése. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy a hazai járműgyártás és a hozzá kapcsolódó ágazatok nagymértékű kivitele – amit augusztusban ideiglenesen mérsékelt több autógyár termelésének átmeneti leállása – továbbra is pozitívan hat a magyar gazdaság exportteljesítményére. A III. negyedéves importot pedig a beruházási kiadások növekedésének importvonzata mellett a magyarországi gáztárolók feltöltése miatti addicionális, a tavalyi év azonos időszakában tapasztaltnál jóval (mintegy 300 millió euróval) nagyobb „betárolás” is növelhette. Összességében az említett volumenhatások a külkereskedelmi többlet mérséklődésének irányába mutattak.

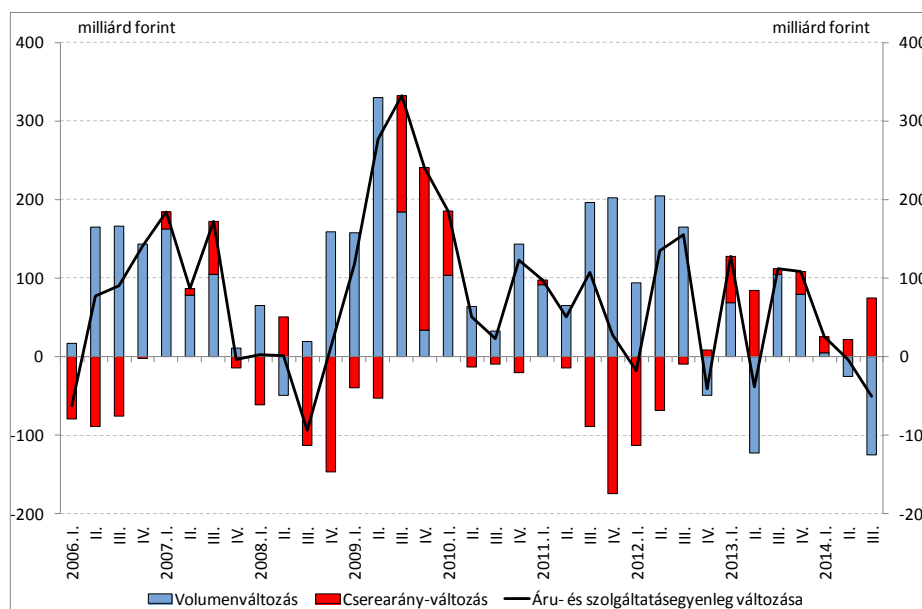
3. ábra: Az export és import éves reálnövekedése és a GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg éves értéke



Forrás: KSH, MNB.

A külkereskedelmi többlet volumenhatások miatti csökkenését részben ellensúlyozta a cserearány további javulása. Az export és import árindexei alapján a cserearány az előző negyedévekben tapasztalt kismértékű javulását követően a III. negyedévben nagyobb mértékben növelte az áru- és szolgáltatásegyenleg többletét (4. ábra). A cserearány nagyobb mértékű javulásában a nyersanyagok alacsony ára és a mérsékelt külső infláció mellett a magasabb értékű kivitel felé történő elmozdulás is szerepet játszhatott.

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

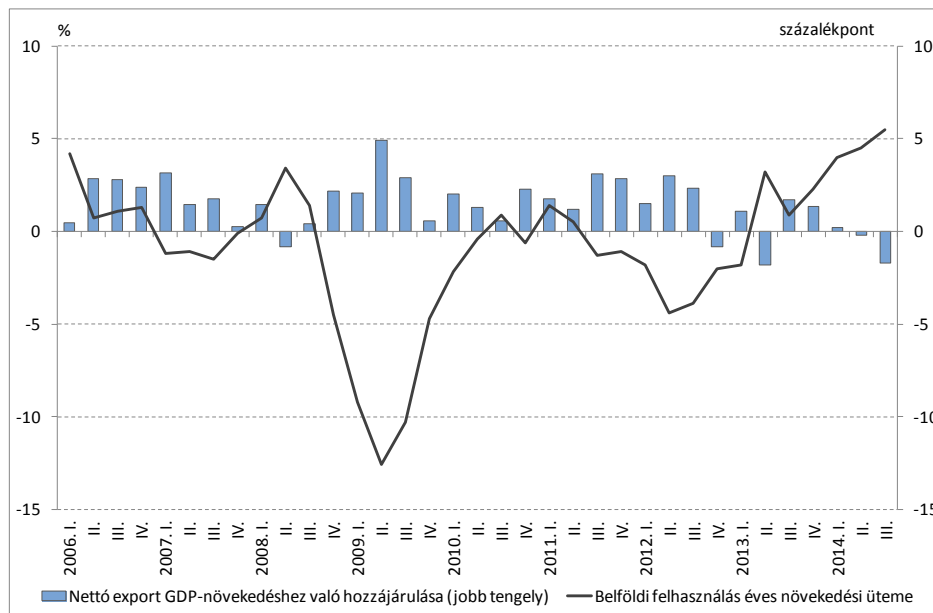


Forrás: KSH.

A belföldi felhasználás egyre nagyobb mértékű bővülése mellett a nettó export növekedési hozzájárulása negatívvá vált, ami részben a gáztárolók feltöltése miatti importhoz köthető. 2014 III. negyedévében is folytatódott a 2013 közepétől jellemző folyamat: a lakossági fogyasztás, illetve az NHP és az egyre nagyobb mértékű EU-transzfer beruházásélénkítő hatása miatt a belföldi felhasználás folyamatosan gyorsult, és 2005 óta nem tapasztalt mértékű bővülést mutatott (5. ábra). A korábban jellemzőnél kiegyensúlyozottabb szerkezetű gazdasági növekedés mellett ugyanakkor az előző negyedévekben a nettó export növekedési hozzájárulása jellemzően csak lassult, míg a III.

negyedévben nagyobb mértékben fékezte a gazdasági növekedést. Ebben ugyanakkor jóval nagyobb szerepe volt a III. negyedévben történt gáztározó-feltöltéseknek, mint az alapfolyamatok romlásának: a betárolás 100 százalékos importtartalma jelentősen rontotta a nettó export növekedési hozzájárulását, amit a gazdasági növekedés szempontjából a készletek hasonló mértékű addicionális növekedése ellensúlyozott.

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



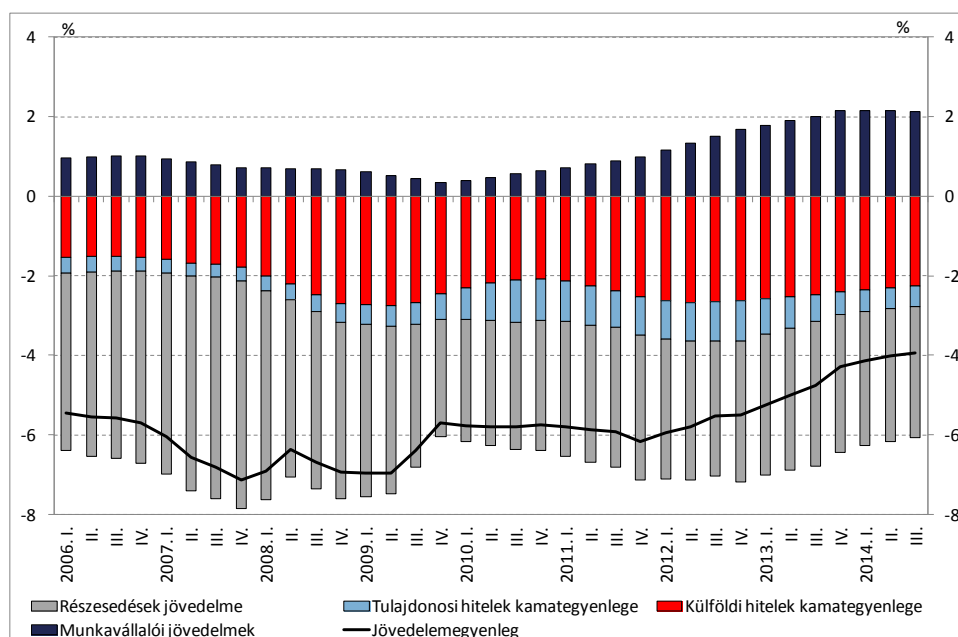
Forrás: KSH.

1.2. Jövedelemegyenleg

A jövedelemegyenleg hiányának négy negyedéves értéke a III. negyedévben a GDP 4 százaléka alá csökkent, vagyis továbbra is támogatja a külső finanszírozási képesség emelkedését, és ezen keresztül a gazdaság külső adósságának és sérülékenységének további csökkenését. A jövedelemegyenleg hiányának mérséklődéséhez az egyenleget alkotó tényezők többsége hozzájárult (6. ábra). A legnagyobb mértékű csökkenés a külföldre fizetett kamatokban következett be: a tartósan magas külső finanszírozási képességgel párhuzamosan folyamatosan csökken a gazdasági szereplők külső tartozása, ami a mérséklődő hozamokkal együtt a külföldi hitelek után fizetett kamatok mérséklődésében is tetten érhető. Ezenkívül minimális mértékben tovább csökkent a külföldi tulajdonú vállalatok profitjából származó becsült forráskiáramlás³. A rezidens munkavállalók nettó külföldi jövedelméből származó bevétel a III. negyedévben stagnált, mértéke azonban továbbra is jelentős, így nagymértékben javítja a magyar gazdaság külfölddel szembeni jövedelemegyenlegét.

³ 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 mérleghöz és állományi statisztikához* című fizetési mérlegről szóló statisztikai kiadványban.

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

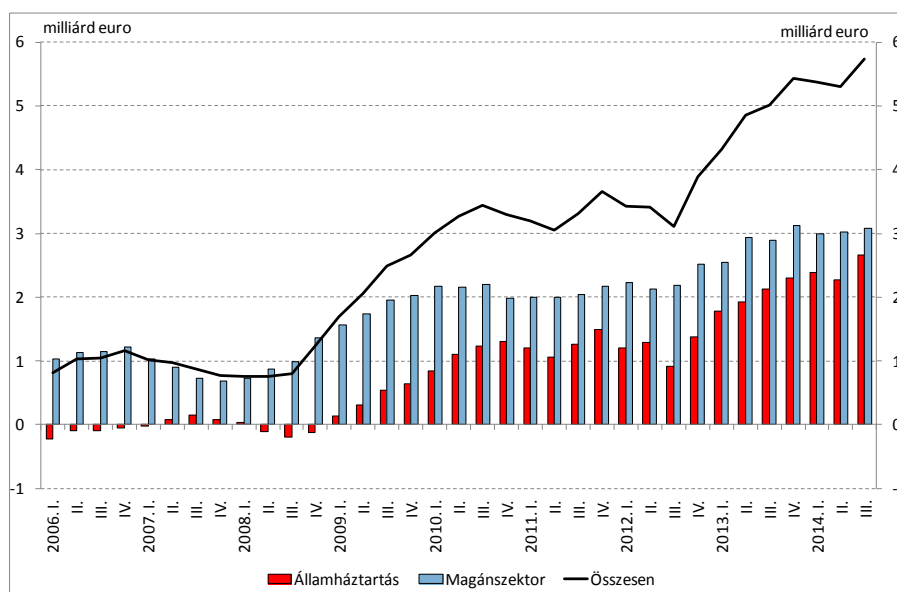


*Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.

1.3. EU-transzferek

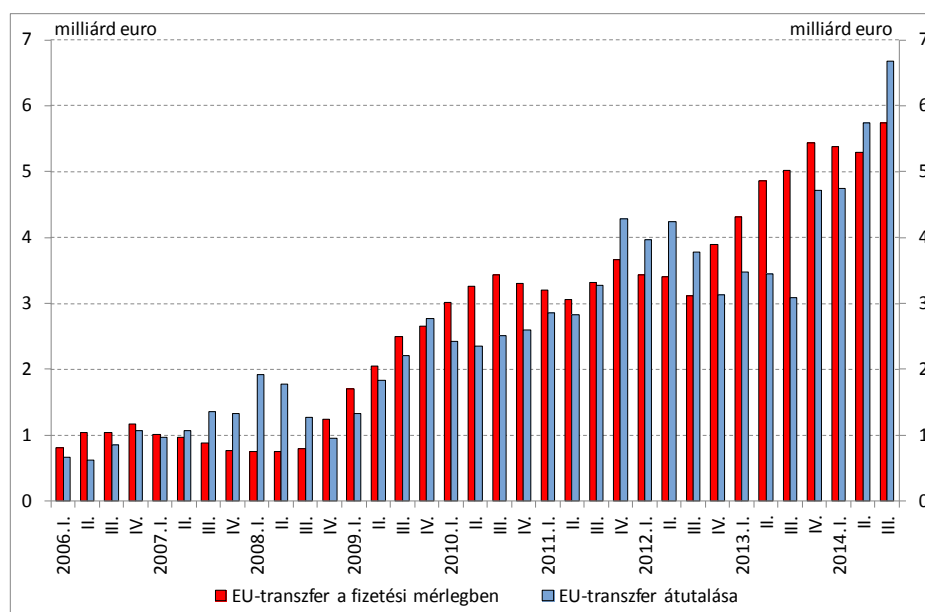
Az EU-transzferek felhasználása 2014 III. negyedévében – döntően az államháztartás által kapott támogatások következtében – tovább emelkedett. A fizetési mérleg eredményszámlázatú adatai alapján a III. negyedévben 1,4 milliárd eurót meghaladó EU-transzfer került felhasználásra, ami jelentősen meghaladja az egy évvel ezelőtti értéket. Ennek megfelelően a négy negyedéves transzferfelhasználás mintegy 0,4 milliárd euróval emelkedett, és mintegy 5,7 milliárd eurót tett ki (7. ábra), ami döntő mértékben járult hozzá az ország külső finanszírozási képességének III. negyedévben bekövetkezett emelkedéséhez. A szektorális bontás alapján alapvetően az államháztartásnak juttatott támogatás nagysága emelkedett, aminek köszönhetően az állam által kapott transzfer nagysága megközelítette a magánszektor által felhasznált EU-transzfer összegét (továbbra is fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy az állam transzferekből megvalósított infrastruktúrafejlesztése azonban részben a magánszektor jövedelmét növelhette). A III. negyedévben is elsősorban a beruházási tevékenységet erősítő tőketranszferek kerültek felhasználásra (mintegy 1 milliárd euro), miközben az egyéb elsődleges jövedelmek között elszámolt – termék- és termelési adókból, támogatásokból – EU-transzfer értéke ennél jóval kisebb volt.

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



A III. negyedévben az egy évvel korábbinál jóval nagyobb volt az EU-transzferek átutalása, aminek éves értéke így eléri a 6,7 milliárd eurót (8. ábra). 2014 III. negyedévében az EU-transzferek fizetési mérlegben megjelenő (eredményszemléletű) felhasználása mellett az EU-transzferek átutalásának devizatartalékokat növelő (pénzforgalmi) nagysága is nagymértékben emelkedett. Ennek háttérében az állhat, hogy megindult az áprilisban átmenetileg felfüggesztett támogatási számlák kifizetése. Összességében a III. negyedévben az EU-transzferek átutalása nagyságrendileg megegyezett a felhasználással, azonban az átutalásoknál egy évvel korábban tapasztalt visszaesés számításokból való kiesése miatt az átutalások négy negyedéves értéke a felhasználásnál jóval nagyobb mértékben emelkedett.

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

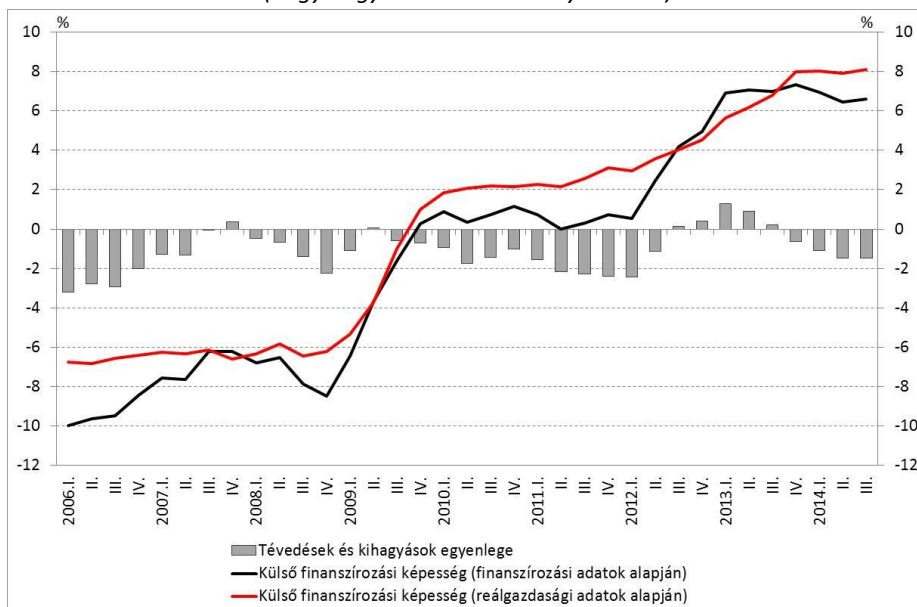


2. FINANSZÍROZÁSI MEGKÖZELÍTÉS

A finanszírozási adatok szerint is emelkedett a gazdaság külső finanszírozási képessége a III. negyedévben, ami az adósság jellegű források számottevő csökkenése és a nem adósság jellegű források előző negyedévi kiáramlását követő beáramlása mellett alakult ki. A szektorok szerinti alakulást vizsgálva elmondható, hogy a belföldi szereplők nagymértékben csökkentették nettó külső adósságukat, amiben az MNB-vel konszolidált állam több mint 1 milliárd eurót kitevő nettó tartozáscsökkentése volt meghatározó.

A négy negyedéves külső finanszírozási képesség a III. negyedévben a finanszírozási tételek szerint a GDP 6,5 százalékát tette ki (9. ábra), ami továbbra is elmarad a reálgazdasági tranzakciók oldaláról számított értéktől.⁴ A statisztikai hiba tehát jelenleg azt mutatja, hogy a gazdaság külső adósságmutatóinak csökkenése kisebb ütemű volt, mint az a reálgazdasági (például külkereskedelmi és transzfer) adatokból következett volna. A Tévedések és kihagyások egyenlegének éves értéke kismértékben emelkedett, mivel a reálgazdasági oldalról számított finanszírozási képesség a finanszírozási adatok alapján számított egyenleget meghaladó mértékben bővült a III. negyedév során.

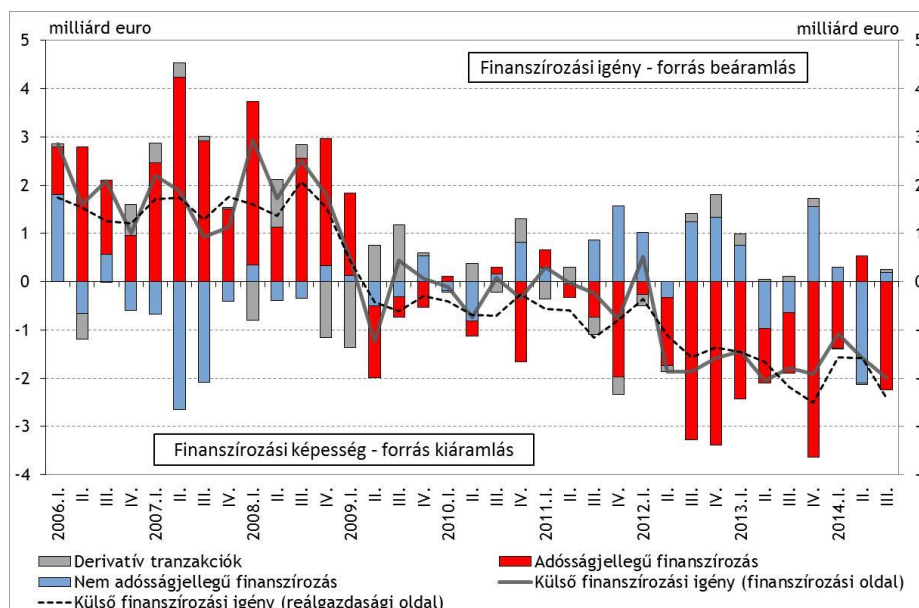
9. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege”
(négy negyedéves GDP-arányos érték)



A III. negyedévben 2 milliárd euróra nőtt a szezonálisan igazítatlan forráskiáramlás, ami szinte teljes mértékben az adósság típusú források csökkenése mellett következett be, tovább mérsékelve a külső adósságrátákat. A III. negyedévben a finanszírozási adatok alapján számított külső finanszírozási képesség emelkedése azt jelenti, hogy az előző negyedévhez képest nagyobb mértékben csökkentek a külföldi források (10. ábra). A források nagyobb mértékű kiáramlása alapvetően az adósság jellegű források magas kiáramlásával járt együtt. A tranzakciók alapján ugyanis az ország nettó külső adóssága egy negyedév alatt több mint 2 milliárd euróval csökkent. A nem adósság jellegű források kismértékű emelkedése a működőtőke beáramlása és a nettó portfólió-részvényforrások ettől elmaradó csökkenése mellett alakult ki.

⁴ 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.

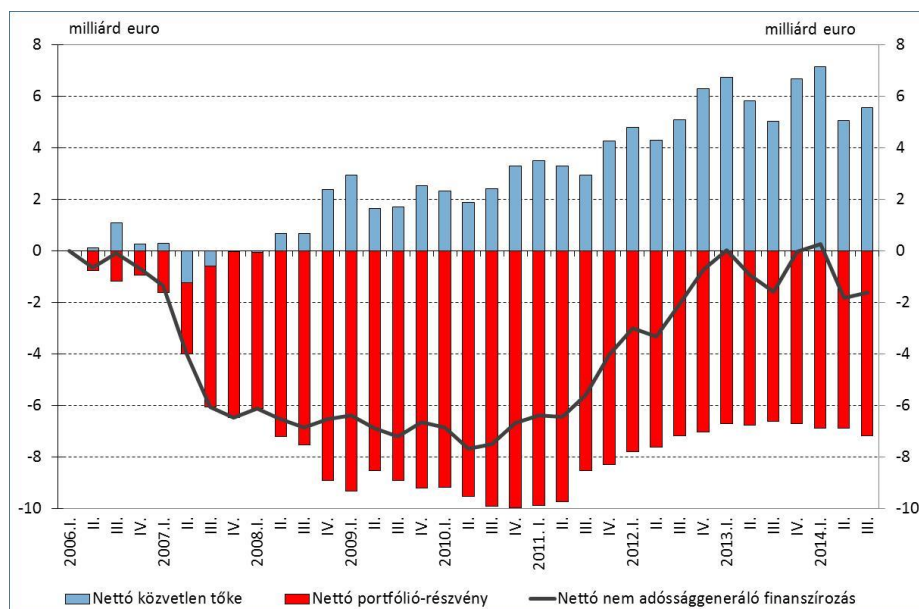
10. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)



2.1. Nem adósság jellegű források

Az előző negyedévi forráskiáramlás után, a közvetlentőke-befektetések emelkedése ellensúlyozta a portfólió-részvény befektetések csökkenését, így összességében nőttek a gazdaság nem adósság jellegű forrásai. A negyedév során számottevően emelkedtek a gazdaság közvetlentőke-befektetésekből származó forrásai, ami főként banki tőkeemeléseknek köszönhető. Ennek hatását ugyanakkor mérsékelte, hogy csökkentek nettó portfólió-részvény források (11. ábra), ami a főként a rezidensek emelkedő külföldi befektetéseinek volt köszönhető.

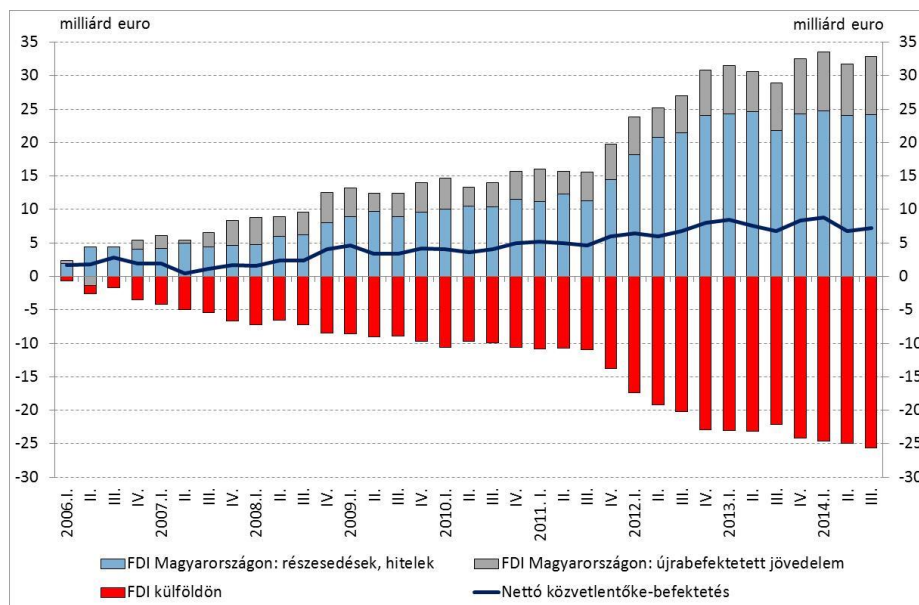
11. ábra: A nem adósság jellegű források beáramlása (kumulált tranzakciók)



2014 III. negyedében – az előző negyedévi csökkenést követően – 0,5 milliárd euróval bővültek a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetései, ami az újrabefektetések és a részesedések számottevő emelkedése mellett következett be. A negyedév során emelkedett a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetése Magyarországon: az újrabefektetések mintegy 1 milliárd eurós kitevő és a részesedések 1,3 milliárd eurós emelkedését mérsékelte a tulajdonosi hitelek csökkenése, illetve a kifizetések emelkedése is (12. ábra). A részesedések bővülésében szerepe volt az állami felvásárlásoknak, aminek hatását a banki tőkeemelések mérsékelték. A negyedév során ugyanis két

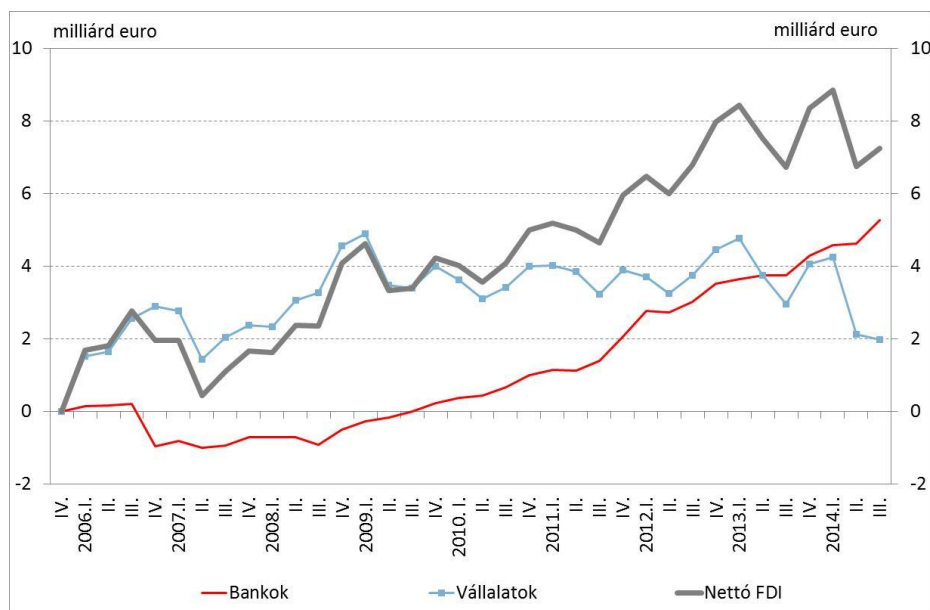
nagybankban (Erste és MKB) is tőkeemelést hajtott végre a külföldi tulajdonosa, ami sajtóinformációk alapján összesen mintegy 600 millió euróval növelhette a külföldiek magyarországi befektetéseit. Továbbá a negyedév során vásárolta meg az állam az MKB bankot, ami a magyarországi közvetlentőke-befektetések – mintegy 50 millió eurós – csökkenésével járt.

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



A nettó FDI emelkedését jórészt az újabb banki tőkeemelések magyarázzák, miközben csökkentek a vállalati szektor FDI típusú forrásai. A vállalati szektor FDI jellegű forrásai a válság kitörését követően stagnáltak, az elmúlt két évet tekintve azonban már összességében csökkenést tapasztaltunk (13. ábra). A vállalati mérlegalkalmazkodással párhuzamosan emelkedő finanszírozási képesség – a rendelkezésre álló jövedelemtől elmaradó mértékű beruházási aktivitás mellett – ugyanis finanszírozási oldalon nemcsak a banki hitelek visszafizetésében, hanem a szektor közvetlentőke-befektetéseinek alakulásában is tükröződik. 2014. III. negyedévében kisebb mértékben, de folytatódott a vállalati szektor nettó FDI forrásainak kiáramlása. Eközben a bankrendszerbe újabb külföldi befektetés érkezett elsősorban tőkeemelések formájában. A válság óta rendszeressé váló banki tőkeemelések tehát az elmúlt években érdemben járultak hozzá a hazai FDI-beáramláshoz: 2008 végéhez képest több mint 5 milliárd euro közvetlen tőke érkezett a bankrendszerbe.

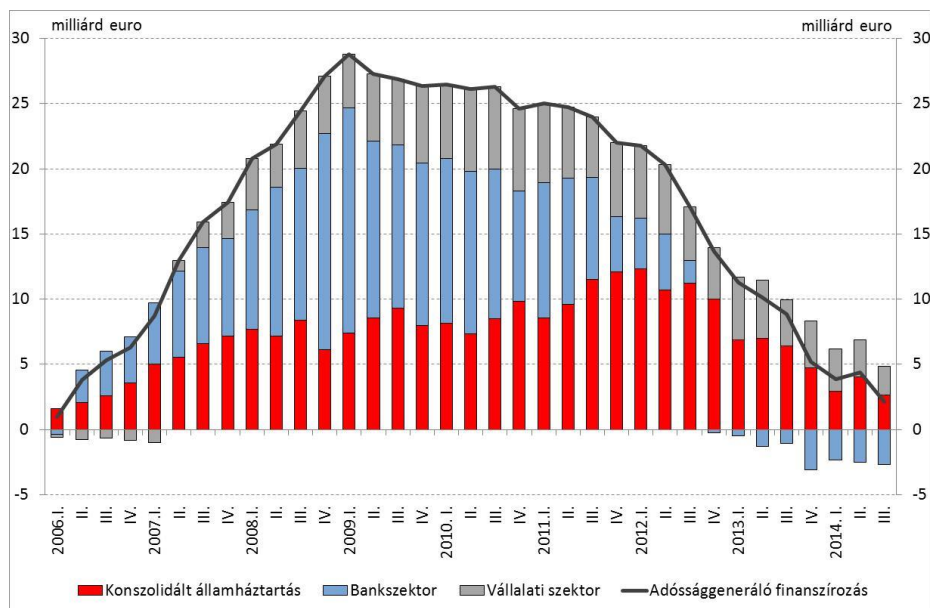
13. ábra: A nettó FDI-befektetések alakulása szektorok szerint (kumulált tranzakciók)



2.2. Adósság jellegű források

A III. negyedévben számottevően, 2 milliárd euro fölé nőtt az adósság jellegű források kiáramlása, amelynek legnagyobb része az államhoz kötődött – ugyanakkor a gazdaság többi szektora is csökkentette nettó külső adósságát. Az előző negyedév adósságnövekedése csak átmenetinek bizonyult, és 2014 III. negyedévében számottevően csökkentek a gazdaság nettó adósság jellegű forrásai. A források csökkenésében minden szektor szerepet vállalt – ugyanakkor a legnagyobb mérséklődés az MNB-vel konszolidált államháztartáshoz kötődött, mértéke megközelítette az 1,4 milliárd eurót, amiben szerepe lehetett az MNB-kötvények betétté alakításának is. Az államháztartás mellett a bankok és a vállalatok is mérsékeltek külföldi adósságukat (a kumulált adatokat mutató 14. ábrán az oszlopok nagyságának változása illusztrálja az adott szektor nettó külső adósságának változását). Így a belföldi szektorok négy negyedéves kumulált adósságcsökkentése közel 6,7 milliárd eurót tett ki, ami továbbra is igen jelentős, de mérséklődést jelent a 2013-ban megfigyelt közel 8,5 milliárd eurót kitevő forráskiáramláshoz képest.

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



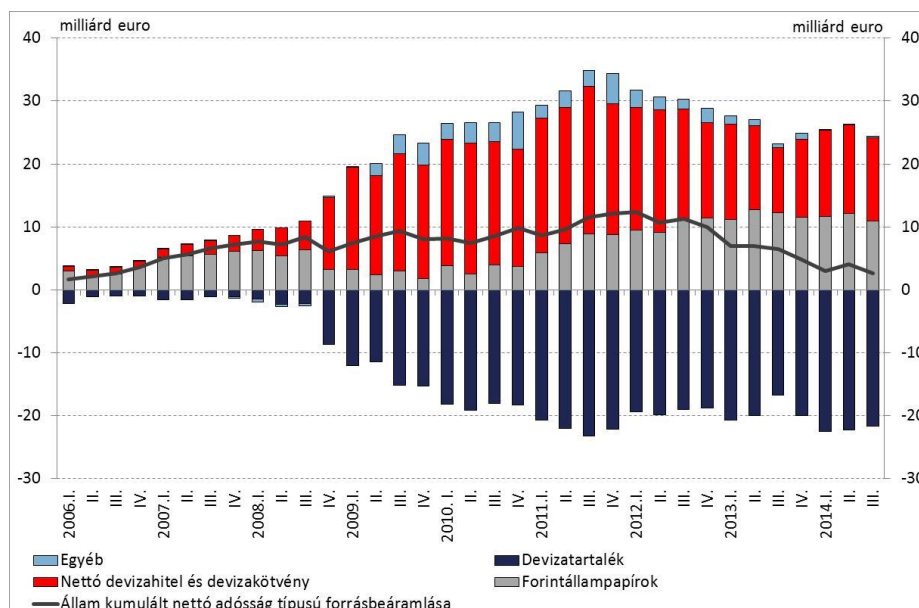
Az MNB-vel konszolidált államháztartás – az előző negyedév átmeneti emelkedését követően – 1,4 milliárd euróval csökkent a nettó külső adóssága (15. ábra). A konszolidált állam bruttó adóssága 2 milliárd euróval mérséklődött 2014 III. negyedévében. A negyedév során a külföldiek MNB-kötvényállományának 1,4 milliárd eurós csökkenése mellett devizakötvény-törlesztésre is sor került, amelyek az állam bruttó külső adósságának csökkenése irányába hatottak. Ezzel ellentétes irányba hatott, hogy kismértékben emelkedett a külföldiek forint-állampapír kitettsége. A devizatartalék – mint az MNB-vel konszolidált állam külföldi eszköze – a III. negyedévben 0,5 milliárd euróval mérséklődött. A devizatartalékot csökkentette a devizakötvény-lejárat és az MNB három hónapos devizaswap eszköz igénybevétele, amit csak részben ellensúlyozott az EU-transzferek beáramlása. (Az MNB három hónapos devizaswap eszköze az állam esetében mérsékelte, a bankoknál pedig növelte a nettó források kiáramlását). Összességében a III. negyedévben a devizatartalék alakulása – a korábbi negyedévekben jellemző alakulással szemben – fékezte az állam nettó külső adósságának csökkenését.

Az MNB-kötvényből kiáramló forintlikviditás részben a bankrendszerbe áramolhatott. Az MNB-kötvény betété alakítása több csatornán keresztül is hatott a bankok és az állam finanszírozási folyamataira: néhány bank rövid lejáratú forintforrása érdemben bővült az elmúlt fél évben, vagyis már a kéthetes jegybanki eszköz betétesítésének bejelentésére is reagálhattak az MNB-kötvény korábbi külföldi tulajdonosai. Az MNB-kötvény betétesítésének hatására tehát csökkent ugyan a konszolidált állam külső adóssága, a felszabaduló forintlikviditás egy része azonban a bankrendszerben jelent meg.

Az MNB-kötvény betété alakítása a nettó külső adósság szintjét nem befolyásolta, a bruttó külső adósságot ugyanakkor mérsékelhette. Az MNB-kötvényből felszabaduló források a külföldiek betétállománya mellett a külföldiek forint állampapír-állományát növelhették (vagyis a nettó adósság szintje nem, csak szektorok szerinti megoszlása változott). A bruttó külső adósság csökkenése irányába hathatott azonban, ha a külföldiek nem forinteszközbe fektették a felszabaduló forrást, hanem egy belföldi szereplőnek devizáért cserébe értékesítették (a nettó külső adósság ebben az esetben sem változik, mivel a bruttó külső adósság mérséklődésével párhuzamosan csökken egy belföldi szereplő külföldi eszköze).

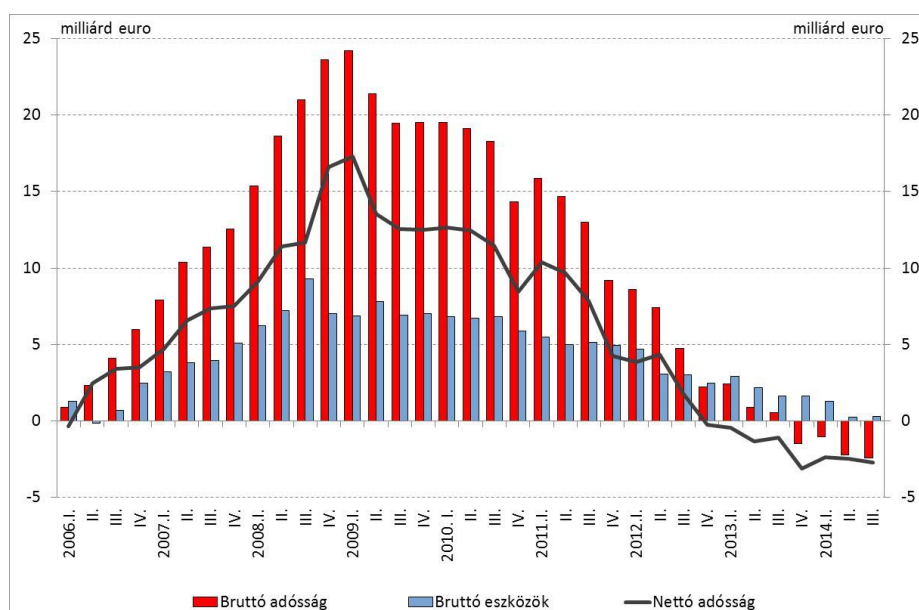
A betétesítés a swappiaci folyamatokon keresztül is érintette a nettó külső adósság szerkezetét, illetve az ország bruttó külső adósságát is mérsékelhette. Részen az önfinanszírozási program hatására a swapfelárak érdemi tágulása volt megfigyelhető szeptember folyamán, amely a felszabaduló forintlikviditással állhatott összefüggésben (a felszabaduló forintlikviditás a külföldiek megemelkedő devizakeresletén keresztül emeli a swapfelárakat). A swappiacon megfigyelhető folyamatok magyarázhatták az MNB három hónapos devizaswap eszközének átmeneti igénybevételét is, amely csökkentőleg hatott a devizatartalékra, növelve a konszolidált állam nettó külső adósságát. A jegybanki swapeszköz igénybevételével párhuzamosan ugyanakkor csökkent a külföldiek kezében lévő forintlikviditás, és ezzel együtt csökkenhettek külföldi kézben lévő forinteszközök is (ami pedig mérsékelte a bruttó, illetve a nettó külső adósságot is). Fontos kiemelni, hogy az MNB-kötvény betétesítése összességében a nettó külső adósság szerkezetét változtatta meg – ugyanakkor a különböző mechanizmusokon keresztül a bruttó száraz (devizatartalék, bruttó külső adósság) is mérséklődhetek.

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



A bankrendszer nettó külső adósságának mérséklődése 2014 III. negyedévében a külföldi bruttó források csökkenése mellett következett be – ugyanakkor az év eddigi részében a bankrendszer nettó külső adóssága még enyhe emelkedést mutat. A bankrendszer nettó külső adósságának csökkenése a bruttó külső adósság nagyobb csökkenése és a külföldi eszközök kisebb mértékű emelkedése mellett alakult ki. Habár a III. negyedévben csökkentek a szektor külföldi forrásai, az év első kilenc hónapját nézve nőtt a bankok nettó külső adóssága, amire a válság kitörése óta nem volt példa. A III. negyedéves folyamatokat részben az MNB-kötvény betétté alakítása is befolyásolhatta, ugyanis a bankrendszer külföldi tartozások csökkenését mérsékelhette, hogy a negyedév során betétté átalakított MNB-kötvényből a külföldi források egy része a bankokhoz áramolhatott. A bankok négy negyedéves nettó forráskiáramlása továbbra is elmarad a megelőző három évben megfigyelt értékektől. Az elmúlt időszakban nettó források mérséklődését csökkenthette a lakossági bankbetétek mérséklődése, ami azonban a III. negyedévben érdemben mérséklődött. A lakossági betétállomány alakulása magasabb forráskivonást tehetett volna ugyan lehetővé a bankrendszernél, azonban ennek hatását enyhíthette a lakosság kismértékben élénkülő nettó hitelfelvétele, illetve külföldiek betételhelyezése.

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

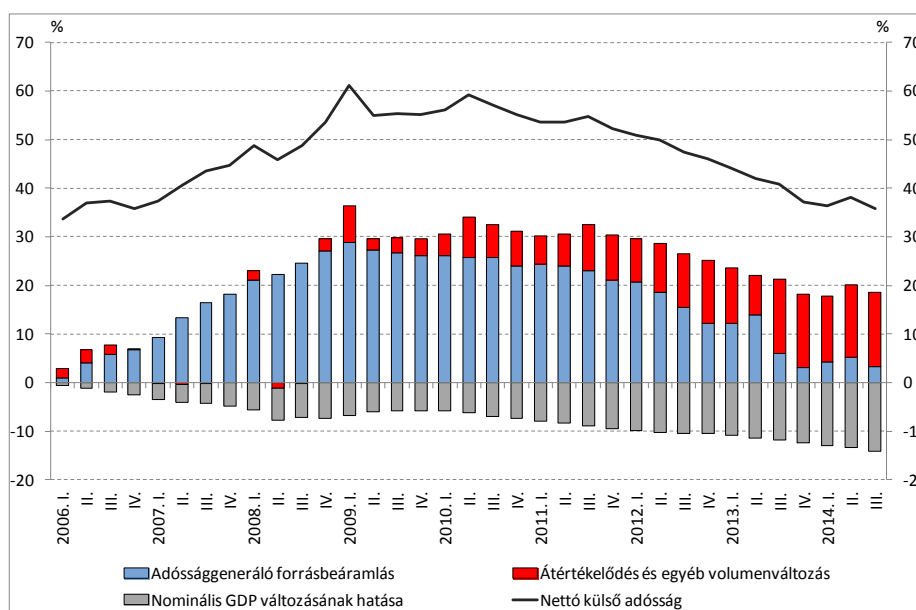


3. ADÓSSÁGRÁTÁK ALAKULÁSA

A jelentős mértékű forráskiáramlás és a GDP-növekedés hatására 2014 III. negyedévében – egy átmeneti emelkedést követően – újra mérséklődtek az adósságmutatók. A nettó külső adósság az utoljára 2006 végén tapasztalt szintre, a GDP 36 százaléka alá mérséklődött. A bruttó külső adósság is számottevően – a nettó külső adósságnál tapasztaltnál nagyobb mértékben – 3,2 százalékponttal csökkent, és a negyedév végén a GDP 88 százalékát tette ki. A szektorális megbontást vizsgálva elmondható, hogy a mutatók korrekciója döntően a konszolidált államháztartáshoz kötődött, amiben jelentős szerepet játszott az MNB irányadó eszközének betétté alakítása is. A III. negyedévben a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság is tovább, 24 milliárd euro közelébe süllyedt, melyet a berövidülő adósságelemek lejáratára mellett az állam eredeti futamidő szerinti rövid külső adósságának csökkenése is támogatott.

A III. negyedévben – az előző negyedévi emelkedést követően – ismét csökkent az ország nettó külső adóssága, amiben főként az adósság típusú források kiáramlása játszott szerepet. Az ország külfölddel szembeni követeléseit is figyelembe vevő mutató elsősorban a külföldi adósságelemek törlesztése miatt mérséklődött. A GDP-arányos mutató mérséklődését a nominális GDP növekedése is támogatta, ugyanakkor a korrekciót fékezte a forintárfolyam dollárral szembeni elmozdulása. Emellett a nettó külső adósság alacsonyabb mérséklődése irányába hatott az is, hogy a III. negyedévben a külföldi eszközök (devizatartalékok) is csökkentek.

17. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői (kumulált, tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos érték, 2005 vége = 0)

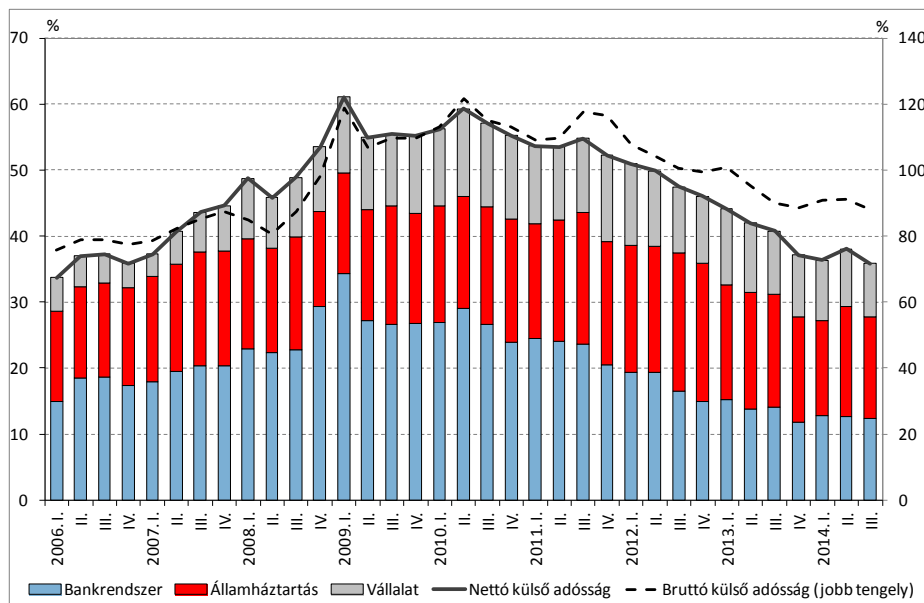


A nettó külső adósság mérséklődésében mindhárom szektor szerepet játszott. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a III. negyedévben a GDP 1,2 százalékával csökkent, amelynek nagyobb része a külföldiek MNB-kötvény állományának – főként az önfinanszírozási program részeként történt betétesítéshez kötődő – mérséklődésével magyarázható. A bankszektor nettó külső adóssága az előző negyedévi enyhe mérséklődés után újra csökkent, ugyanakkor a mérséklődését fékezhetette, hogy a külföldiek az MNB-kötvényből felszabaduló forrásait részben a bankbetétben helyezhették el. A vállalatok nettó külső adóssága szintén csökkent.

A bruttó külső adósság a III. negyedév végén a GDP 88 százalékát tette ki. A bruttó külső adósság nagyobb mértékű mérséklődésében szintén az adósság típusú források kiáramlása állt. A bruttó külső adósság nettónál nagyobb mértékű csökkenésében főként a konszolidált államháztartás adósságának alakulása játszott szerepet: a szektor bruttó külső adóssága a GDP több mint 2 százalékával mérséklődött (míg a nettó csak kisebb mértékben a GDP 1,2

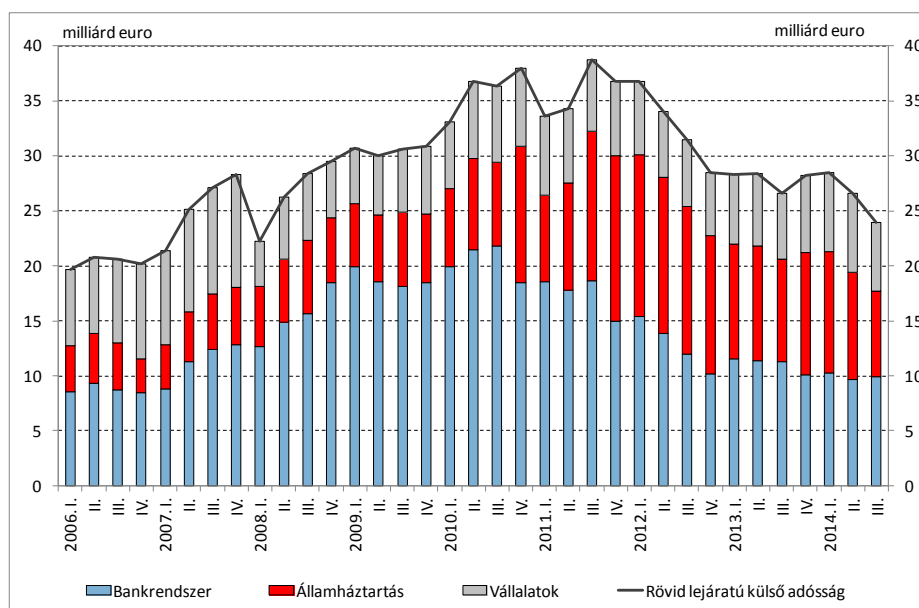
százalékával). A júliusi állami devizakötvény-lejáráttal párhuzamosan a devizatartalékok szintje is csökkent, így a törlesztés nem befolyásolta az ország nettó külső adósságát, ellenben a bruttó külső adósságot mérsékelte. A konszolidált államháztartás mellett a másik két szektor is mérsékelte a külfölddel szembeni kitettséget, így a GDP-arányos bruttó külső adósság is jelentősebb mértékben csökkenhetett.

18. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)



Az ország kockázati megítélése szempontjából rendkívül fontos rövid külső adósság 24 milliárd euro közelébe mérséklődött a III. negyedévben, amelyben elsősorban a berövidülő adósság mérséklődése tükröződött. A negyedéves fizetési mérleg lejáratú táblája alapján elmondható, hogy az eredetileg hosszú, de éven belülivé váló adósság a III. negyedév végén 7,1 milliárd eurót tett ki, ami több mint 2 milliárd eurós mérséklődést jelent. A berövidülő adósság mellett az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság is közel 0,3 milliárd euróval 16,8 milliárd euró közelébe süllyedt. Így az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság értéke már elmarad a 2006 végén tapasztalt szinttől.

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



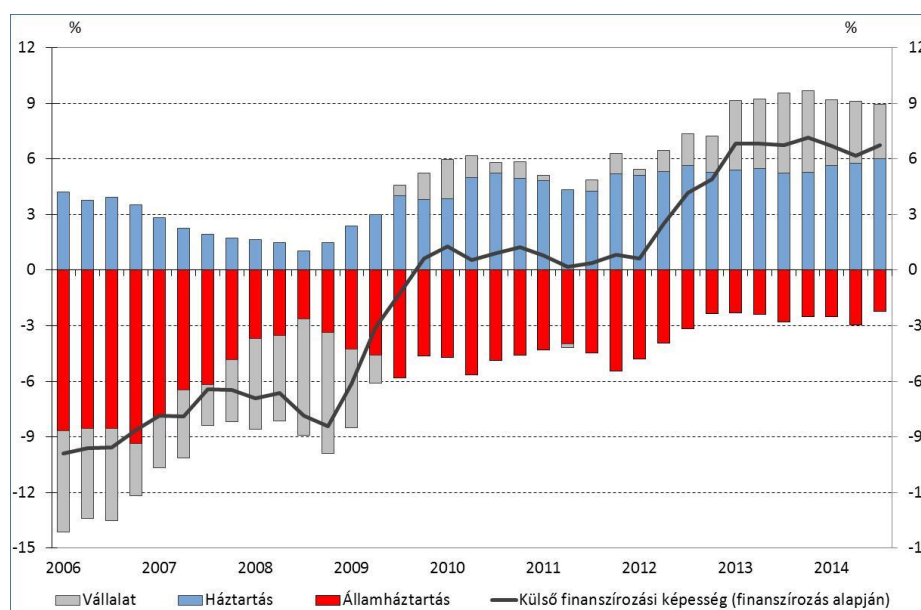
A hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság csökkenése döntően az államháztartáshoz és a vállalatokhoz köthető, miközben a bankrendszer rövid külső adóssága emelkedett a III. negyedévben. A konszolidált államháztartás rövid külső adóssága közel 2 milliárd euróval mérséklődött, amiben az eredeti futamidő szerinti rövid és a berövidülő külső adósság csökkenése is szerepet játszott. Egyrészt az MNB irányadó eszközének betétté alakítása jelentős mértékben mérsékelte az államháztartás rövid külső adósságát, másrészt a júliusban lejáró devizakötvény törlesztése is a fennálló rövid adósság csökkenése irányába hatott. A vállalati szektor rövid külső adóssága is közel 1 milliárd euróval mérséklődött a III. negyedévben, szintén elsősorban egy lejáró hitel kifutása miatt. A bankszektor rövid külső adóssága ugyanakkor – az előző negyedévi csökkenést követően – közel 0,3 milliárd euróval 9,9 milliárd euróra nőtt. Az emelkedés az eredetileg rövid futamidejű adósságelemek esetében történt (az MNB-kötvény betétté alakítása miatt felszabaduló külföldi forintforrások a bankok betétállományát növelhették).

4. SZEKTOROK MEGTAKARÍTÁSA SZERINTI MEGKÖZELÍTÉS

A gazdaság nettó finanszírozási képessége finanszírozási megközelítésben számottevően emelkedett a III. negyedévben, ami a háztartások pénzügyieszköz-felhalmozásának bővülésével és a gazdaság számottevő növekedésével áll összefüggésben. Ugyanis a gazdasági bővüléssel párhuzamosan a magas bérdinamika és emelkedő foglalkoztatottság növelte az állam adóbevételeit, amit tovább fokozhatott a pénztárgépekhez kötődő fehéredés hatása is. A vállalatok finanszírozási képessége ugyanakkor mérséklődött, amit az emelkedő adófizetés és a vállalati beruházások bővülése is magyarázhatott. A háztartások portfólióátrendeződése lelassult: a bankbetétek állománya már alig csökkent a negyedévben, az államkötvények állománya enyhén mérséklődött, a befektetési alapok azonban érdemben tudtak emelkedni. Ez utóbbi ugyanakkor azt is jelenti, hogy a háztartási szektor közvetett módon tovább növelte részarányát az állam finanszírozásában.

A szektorok pénzügyi megtakarításának oldaláról a gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képességének emelkedése a háztartások finanszírozási képességének növekedése, az államháztartás csökkenő finanszírozási igénye és a vállalati finanszírozási képesség mérséklődése mellett alakult ki. Az államháztartás finanszírozási igényének mérséklődése a fogyasztás bővülésével és az online pénztárgépek bevezetésének fehéredési hatásával összhangban emelkedő áfabevételekre, valamint a bérek és a foglalkoztatás növekedése miatt magasabb adóbevételekre vezethető vissza (20. ábra). A vállalatok finanszírozási képessége ugyanakkor mérséklődött a III. negyedévben, ami az EU-transzfer felhasználásokkal és a Növekedési Hitelprogram következtében emelkedő beruházásokkal lehetett összefüggésben. A vállalatok finanszírozási képességét az online pénztárgépek miatt emelkedő áfakötelezettségek is mérsékelhették. Mindezek ellenére a vállalati szektor továbbra is érdemben hozzájárul a gazdaság nettó finanszírozási képességéhez. A III. negyedévben azonban a háztartások is növelték nettó pénzügyi megtakarításaikat, ami kismértékben mérséklődő nettó hiteltörlesztés mellett elsősorban a bővülő eszközfelhalmozás eredménye.

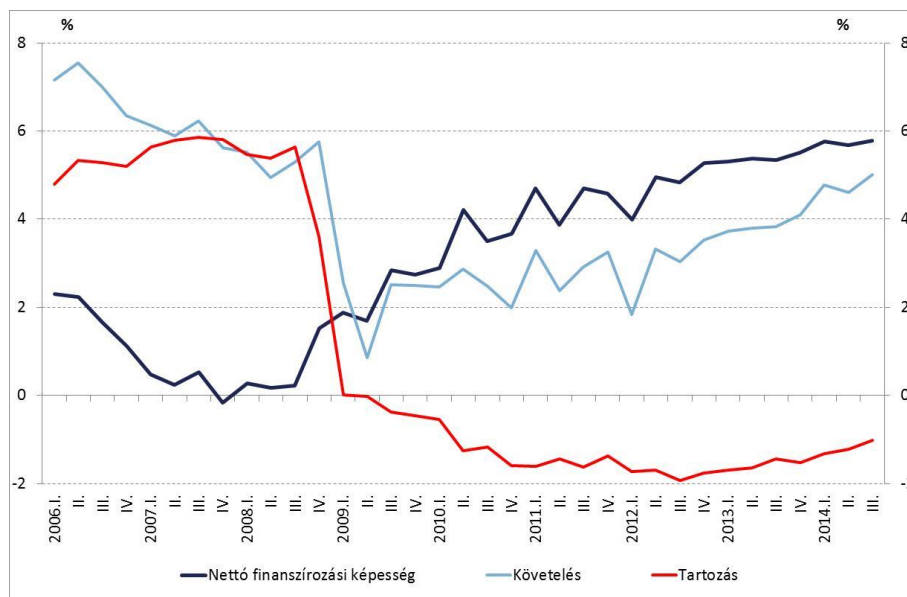
20. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



A III. negyedévben az előzetes pénzügyi számlák alapján a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának a négy negyedéves, illetve a szezonálisan igazított értéke egyaránt a GDP 6 százaléka közelébe emelkedett. A továbbra is magas finanszírozási képesség háttérében a bővülő foglalkoztatás mellett az emelkedő reáljövedelmek, és a válság óta meghatározó óvatossági megtakarítási motívumok húzódnak meg (21. ábra). A III. negyedévben a szezonálisan igazított pénzügyi eszközök bővülése meghaladta a GDP 5 százalékát, ami úgy közelítette meg a válság előtt jellemző szinteket, hogy a lakosság a továbbra is nettó hiteltörlesztő. Míg a válság előtt a hitelfelvétel egy része a háztartási szektoron belül – például egy használt lakás eladása révén – új megtakarításban csapódott le, így növelte a pénzügyi eszközöket, addig jelenleg a hitelek bővülése nélkül is magas a lakosság megtakarításának emelkedése.

Ezzel együtt a háztartások forrásoldali alkalmazkodása enyhén, a GDP 1 százalékára mérséklődött, azonban még továbbra is jelentősnek mondható.

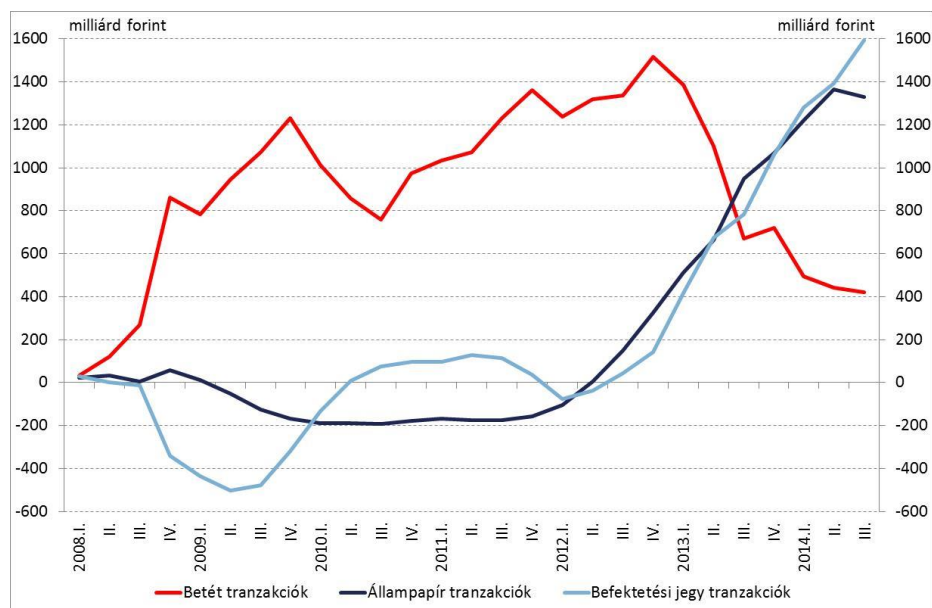
21. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)



*A lakosság korrigált pénzügyi megtakarítása nem tartalmazza a végtörlesztés a reálhozam-kifizetés, valamint a csődbe ment takarékszövetkezetek betéteseinek kártalanításához kötődő, megtakarításokat növelő tranzakciókat.

A III. negyedévben a lakosság új megtakarításait főként befektetési jegyekben helyezte el, ugyanakkor az eszközáramlás a bankbetétek felől az értékpapírok irányába lelassult. Az elmúlt másfél évben a háztartások jelentős mértékben átrendezték a portfóliójukban lévő eszközöket: a bankbetétek állományát nagymértékben csökkentették, az állampapírok és befektetési jegyek állománya pedig számottevően bővült. A bankbetéteken elérhető alacsonyabb hozam ugyanis arra ösztönözte a háztartásokat, hogy a magasabb hozamot ígérő eszközökbe fektessék a már felhalmozott eszközeiket. A III. negyedévben markáns változást figyelhattunk meg, ugyanis a bankbetétek állománycsökkenése szinte megállt, miközben az állampapírok állománya mérséklődött. Ez a folyamat összhangban állhat a lakosság által leginkább preferált Kamatozó Kincstárjegyeken elérhető kamatelőny további mérséklődésével. Folytatódott azonban a befektetési jegyekbe történő forrásbeáramlás, ami a visszatekintő hozamok továbbra is magasabb kamatelőnyével lehetett összefüggésben. Tekintve, hogy a III. negyedévben a befektetési alapok közül a kötvényalapok voltak a legnépszerűbbek a lakoságnál, a befektetési jegyek további térnyerése erősíthette az államháztartás belföldi finanszírozását, ami hosszabb távon a bruttó külső adósságráta csökkenése irányába hat.

22. ábra: A háztartási eszközök kumulált tranzakciói



5. A DEVIZAHITELEKKEL KAPCSOLATOS INTÉZKEDÉSEK HATÁSA A KÜLSŐ SÉRÜLÉKENYSÉGRE

Kiemelt témánk keretében a devizahitelekkel kapcsolatos intézkedések külső sérülékenységre gyakorolt hatásaival foglalkozunk. A lakossági deviza és deviza alapú jelzáloghitelekhez kapcsolódó elszámolás és a hitelek forintosítása érdemben átrendezi az érintett szereplők mérlegét. A lakosság által korábban viselt árfolyamkockázat jelentősen csökken és a konszolidált államháztartás mérlegébe kerül át. A forintosítást követően a lakosság devizaeszközei szektor szinten meghaladják majd a megmaradt devizahitelek állományát, miközben a konszolidált államháztartás külföldi devizaeszközei lecsökkennek. A devizahitelek forintosításához szükséges devizát ugyanis a jegybank bocsátja a bankok részére a devizatartalék terhére. Emellett a bankrendszerben egy erőteljes alkalmazkodás indul el a forintosítás miatt visszaeső banki devizaigény következtében, amely végső soron a bankrendszer forintlikviditásának és külső forrásainak fokozatos csökkenésében jelenhet meg. Az alkalmazkodási folyamat végén a devizatartalék, a jegybanki kéthetes betét és – a feltevéseink mellett – a bruttó külső adósság a GDP 9 százalékával lehet alacsonyabb (ceteris paribus), a nettó külső adósságot ugyanakkor a mérlegalkalmazkodás közvetlenül nem érinti. Mindemellett nem sérül a tartalékmegfelelés, a tartalékcsökkenés ugyanis fokozatosan, több évre elnyújtottan következik be és az adósságkiáramlás egy része rövid lejáratokon történhet. A forintosítás hatására tehát érdemben javulhatnak a külső sérülékenységi mutatóink: a külső adóssággal kapcsolatos megújítási és kamatkockázatok mellett a bankrendszer swapkitettsége is mérséklődhet. Az alkalmazkodási folyamat az állampapírpiacon is hatással lehet, ami ugyanakkor a külföldi szereplők által vállalni kívánt árfolyamkockázat mértékétől és a hozamok alakulásától is függ. A devizahiteles intézkedések közvetett hatásaként – az adósságra fizetett alacsonyabb kamaton keresztül – pedig egy kismértékű külső egyensúlyjavulás is bekövetkezhet.

5.1. Bevezetés

Kiemelt témaként a lakossági deviza és deviza alapú jelzáloghitelekkel kapcsolatos fontosabb szabályozások hatásait mutatjuk be az egyes szektorok finanszírozási pozíciójára, a külső egyensúlyra, valamint a külső adósságmutatók alakulására. Időrendben haladva az első rendelkezés a 2014 szeptemberében elfogadott elszámolási törvény volt, amely szerint a tisztességtelen feltételek (mint a bankok által alkalmazott árfolyamrés és az egyoldalú

kamatemelések) következtében fellépő túlfizetéseket vissza kell téríteni a hiteleseknek.⁵ A még élő szerződések esetében ez a tőketartozások csökkentését, míg a már lezárt szerződések esetében készpénzben történő visszatérítést jelent. A második rendelkezés a devizahitelek forintosításáról szóló törvény volt, majd annak részleteiről novemberben további törvény született. Ezek alapján a lakosság deviza alapú jelzáloghiteleinek forintosítása 2015. február 1-jei hatállyal megtörténik. Az elfogadott törvényekben meghatározták a forintosításkor alkalmazandó devizaárfolyamokat, valamint azt is, hogy a jegybank milyen feltételek mellett nyújt devizát a kereskedelmi bankok részére a devizahitelek konverziójához. A harmadik intézkedés az ún. „fair bankrendszerrel” szóló törvény volt, amelyben többek között rögzítették a forinthitelek kamataira vonatkozó előírásokat. Az új törlesztőrészleteket ténylegesen 2015. májustól kell fizetni, de a február 1. óta fizetett többlettörlesztéseket visszakapják a hitelesek. Az imént felsorolt intézkedések jelentősen átrendezik az érintett gazdasági szereplők pénzügyi mérlegeit, ezért érdemesnek tartjuk összefoglalni és bemutatni a devizahitelekkel kapcsolatos szabályozás legfontosabb hatásait a lakosság, a bankok és a jegybank mérlegére, valamint a külső egyensúlyi pozícióra, illetve a külső adósságmutatókra.

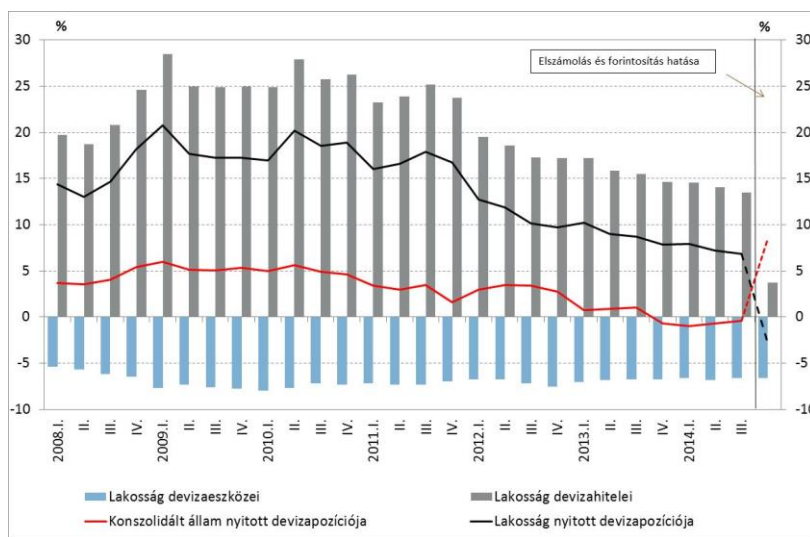
5.2. Az egyes szektorok mérlegalkalmazkodása

A lakosság jelzáloghiteleivel kapcsolatos elszámolás és forintosítás miatt átrendeződik a gazdasági szereplők által vállalt árfolyamkockázat mértéke. A lakosság devizaeszközei szektor szinten meghaladják majd a devizahiteleket. A lakossági devizahitelezés elterjedésével érdemben kinyílt a szektor devizapozíciója: a felvett devizahitelek jóval meghaladták a lakosság devizában tartott megtakarításait. 2014. III. negyedévének végén a 4000 milliárd forintot meghaladó mértékű devizahitel-állomány mellett 2000 milliárd forintnyi devizaeszközzel, döntően banki devizabetéttel rendelkezett a lakosság, nyitott devizapozíciója (a devizahitelek mínusz a devizaeszközök) így a GDP közel 7 százalékát tette ki. A devizahitelekkel kapcsolatos elszámolás mintegy 600 milliárd forinttal csökkenti a fennálló hitelállományt⁶, a forintosítás pedig további 2400 milliárd forintnyi állományt érint. Így a korábban felhalmozott nyitott devizapozíció nemcsak csökken, hanem a korábbival ellentétes irányúvá válik, azaz szektor szinten a devizahiteleket meghaladó mértékű devizaeszközzel rendelkezik majd a lakosság. Az így kialakuló – korábbival ellentétes irányú – devizapozíció a GDP 3 százaléka közelében alakulhat (a számítás során a 2014. III. negyedév végén fennálló állományokból indultunk ki). Az aggregált adatokból látszólag az rajzolódik ki, hogy míg korábban a forint esetleges gyengülése kedvezőtlenül érintette a lakosság vagyoni helyzetét, a devizapozíció irányának megfordulásával egy esetleges forintgyengülés szektor szinten kedvezőbb vagyoni helyzetet eredményez. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy a lakosság szereplőire külön-külön ugyanez már nem feltétlenül igaz. A háztartások ugyanis a jelzáloghitelek forintosítását követően is rendelkeznek még devizahitelekkel, a devizaeszközöket ugyanakkor nem feltétlenül ugyanezek a szereplők tartják.

⁵ Az elszámolás minden hitelszerződésre vonatkozik, amit 2004. május 1. óta kötöttek, kivéve a folyószámlahiteleket és az állami kamattámogatású hiteleket.

⁶ Az elszámolás bankrendszerre gyakorolt eredményhatása összesen 900-1000 milliárd forint. Ebből 100 milliárd forint a már lezárt szerződésekhez tartozó készpénzben történő kifizetés, 200 milliárd forint a nem teljesítő hitelekre már korábban megképzett céltartalék és 600 milliárd forint a jelenleg fennálló állomány csökkenése a korábban tisztességtelen feltételek átszámítása miatt.

23. ábra: Az elszámolás és a forintosítás hatása a lakosság és a konszolidált államháztartás nyitott devizapozíciójára (GDP-arányos értékek)



Forrás: 2014. III. negyedéves előzetes Pénzügyi számlák.

Megjegyzés: A nyitott devizapozíció a szektorok devizakötelezettségei és devizaeszközei különbségeként adódik (a lakosság devizaeszközeit a negatív tartományban ábrázoltuk). A konszolidált államháztartás nyitott pozíciója a központi kormányzat, az önkormányzatok és a jegybank devizatartozásait és devizaeszközeit tartalmazza.

A lakosság által korábban viselt árfolyamkockázat a konszolidált államháztartás mérlegébe kerül át. A bankok a korábban felhalmozott devizahiteleket vagy közvetlen devizaforrásból nyújtották vagy – ha elegendő forintbetétet gyűjtöttek – forintforrásaikat swapolták el devizára. Ezzel törekedtek a nyitott devizapozíciójuk zárására (a bankok a vonatkozó tőkeszabályozások miatt jellemzően nem tartanak érdemi nyitott devizapozíciót). Az elszámolásban és a forintosításban érintett szereplők devizapozíciója – így a bankoké is – tulajdonképpen már az erről szóló törvények bejelentésekor átrendeződik. A kinyíló banki devizapozíció zárásához szükséges deviza meghatározó részét, közel 9 milliárd eurót, az MNB nyújtotta a kereskedelmi bankoknak.⁷ Az MNB részvétele azért kiemelt jelentőségű, mert ellenkező esetben a bankok devizakereslete a devizapiacra terelődött volna, érdemi nyomást helyezve a forint árfolyamára. Az MNB-től kapott deviza ugyanakkor swapügyleteken keresztül vissza is került a jegybankhoz. A devizatartalék csak akkor csökken ténylegesen, amikor a bankok ezt a devizát fel is használják (valamilyen külső forrás visszafizetésére). Ez 2017 végéig fokozatosan, kisebb összegekben valósulhat meg.⁸ A devizaaukciókat követően tehát az MNB-nek határidős devizakötelezettsége keletkezett a bankokkal szemben (ami később, a deviza felhasználásával a devizatartalék csökkenésében jelenik majd meg). A lakosság devizapozíciója így már a devizaaukciókat követően a jegybank mérlegébe került át, amellyel érdemben, 9 milliárd euróval kinyílt a konszolidált államháztartás nyitott devizapozíciója.

A forintosítás érdemben kinyitja a konszolidált államháztartás devizapozícióját, az EU-transzferek folyamatos beáramlása ugyanakkor fokozatosan mérsékelheti a nyitott devizapozíciót. Az MNB-vel konszolidált államháztartás nyitott devizapozíciója az elmúlt időszakban nulla körül alakult, ugyanis az államháztartás devizaforrásainak nagysága (jellemzően külföldön kibocsátott devizakötvények, felvett devizahitelek) nagyjából megegyezett a jegybank devizatartalékával. Ebben a relációban jelent nagymértékű változást a forintosítás, ami a fentiekben bemutatott módon jelentősen, a GDP 9 százalékával nyitja a konszolidált állam devizapozícióját. Hosszabb távon azonban ennek

⁷ A devizapozíció zárásához ezen felül szükséges 1 milliárd eurót feltehetően a devizapiacra szereztek meg a bankok. Ez a devizakereslet még a devizaaukciók előtt, fokozatosan jelentkezhetett.

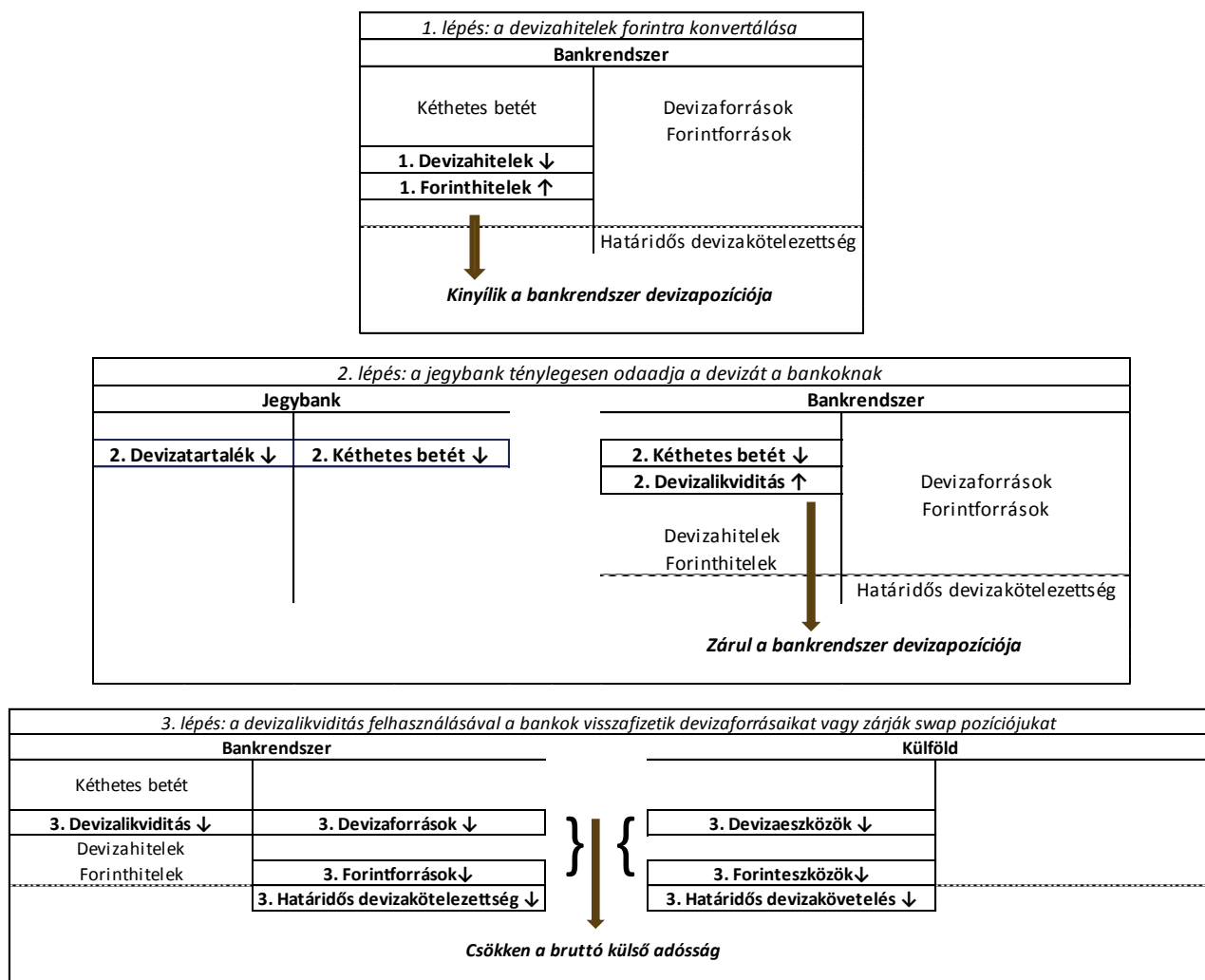
⁸ Erről bővebben lásd: Hoffmann-Kolozsi-Nagy (2014): A forintosítás időben elnyújtva csökkenti a jegybank mérlegét és így a forintlikviditást című szakmai cikket.

fokozatos záródására számítunk. Az EU-tól érkező források ugyanis növelik a jegybanki devizatartalékokat, ezáltal csökkentőleg hatnak a konszolidált állam nettó külső adósságára és a nyitott devizapozíciójára. (A szektorok megtakarításai oldaláról is levezethető az EU-transzferek külső egyensúlyjavító hatása és a nettó külső adósság mérséklődése, mivel az elkölthető jövedelem növekedése közben a belföldi szektorok finanszírozási képessége javul).

5.3. A külső adósság alakulása

A jegybanki devizatartalék fokozatos mérséklődése mellett a bankok visszafizetik külső adósságukat, miközben csökken a jegybanki kéthetes betét állománya. A devizahitelek forintra váltásával a bankrendszer devizaigénye jelentősen csökken: nem lesz szükség a korábban felhalmozott közvetlen, vagy swapügyleten keresztül szerzett devizaforrásokra. A bankrendszer eszköz oldalán ugyanis már forintbitelek lesznek a deviza- és forintforrásokkal szemben (1. lépés). Az így kinyíló devizapozíció zárásához szükséges deviza ezt követően ténylegesen átkerül a jegybanktól a bankrendszerbe a forintlikviditás terhére, így a tartalékcsökkenéssel párhuzamosan csökken a kéthetes jegybanki instrumentumban lekötött pénz is (2. lépés). A bankrendszer forintlikviditása és a devizatartalék 2017 végéig fokozatosan, több lépésben csökken.

24. ábra: A bankok mérlegalkalmazkodásának hatása a külső adósságra, sematikus mérlegek



Megjegyzés: az ábrán egyrészt azzal a feltevéssel élünk, hogy a külfölddel szembeni swapállomány, és ezzel együtt a külföldiek kezében lévő forintlikviditás csökkenése mellett a külföldi szereplők egy az egyben a banki forintforrásaikat csökkentik és nem adnak el forint állampapírt. Másrészt azzal egyszerűsítettük a mérlegalkalmazkodás levezetését, hogy nem tüntettük fel külön a jegybanki devizaaukciók miatt keletkező mérleg alatti swapügyleteket a jegybank, illetve a bankrendszer mérlegében. (A devizaaukciókkal keletkező swapállomány ugyanakkor a devizatartalékkal párhuzamosan csökken, amikor a devizaaukción nyújtott deviza ténylegesen a bankokhoz kerül.)

Az MNB-től – a forintlikviditásért cserébe – kapott devizából a döntően devizaforrásokkal rendelkező bankok visszafizethetik külföldi devizatartozásaikat. A jelentős mértékű forintforrásokkal rendelkező bankok – amelyeknek emiatt jelentős forint/deviza swapállománya épült fel külföldi szereplőkkel szemben – a swapügyletek lezárásán keresztül alkalmazkodhatnak a devizahitelek forintra váltásához. A külföldi szereplők a bankrendszerrel kötött swapügyletekből szerzett forint egy részét forinteszközökbe fektették (a külföldiek állampapír-állománya mellett érdemben emelkedett hazai bankrendszerbe visszakerülő rövid lejáratú forintbetétek állománya is az elmúlt években). Mivel a forintosítással a külföldi kézben lévő forintlikviditás is csökkenhet, a külföldi szereplők forint eszközöket adhatnak el (3. lépés). Ez realizálódhat a hazai bankrendszerben tartott külföldi forintbetétek leépülésében, de maga után vonhat állampapír eladást is.⁹ Amennyiben feltesszük, hogy bankrendszer szinten a jegybanktól kapott devizából devizatartozások kerülnek visszafizetésre, valamint a swapügyletek lezárását valamilyen külföldi eszközeladás kíséri, úgy a bruttó külső adósságmutató a GDP közel 9 százalékával mérséklődhet az elszámolás és forintosítás hatására, azonban ez is – hasonlóan a devizatartalék és a jegybanki kéthetes betét alakulásához – csak fokozatosan realizálódhat.¹⁰

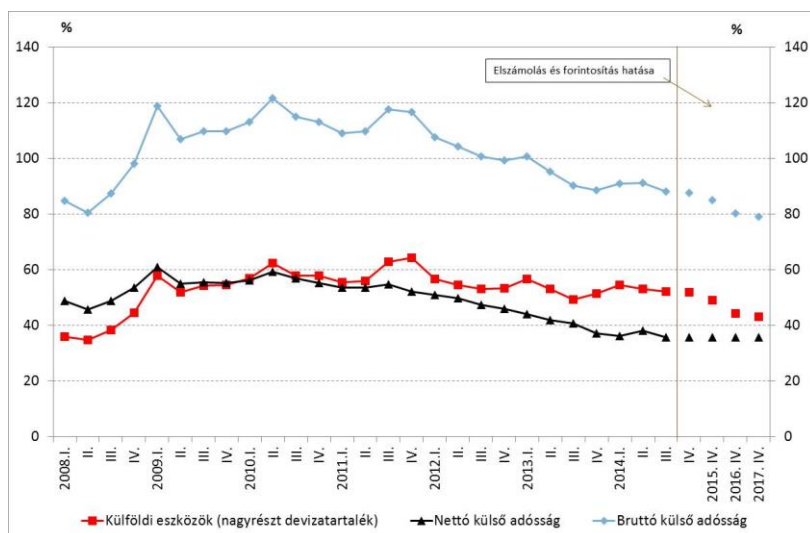
A forintosítás és az elszámolás következtében megvalósuló bruttó külső adósságcsökkenés részben a rövid lejáratú külső adósság mérséklődésében jelentkezik. A bankok egy része a devizaaukciók keretében vállalta, hogy csökkenti a mérlegében fennálló rövid lejáratú külső adósságot. Ilyen feltételek mellett 2 milliárd eurót kaptak a bankok a – forintosításhoz és az elszámoláshoz kapcsolódó – devizaaukciókon, ami azt jelenti, hogy ennek felével, azaz 1 milliárd euróval csökkenteniük kell a rövid külső adósságukat a devizahitelek kivezetésével párhuzamosan. A rövid lejáratú külső adósság csökkenése azonban ezen felül is megvalósulhat. Amennyiben a korábban bemutatott alkalmazkodási mechanizmusok közül érdemi lesz a bankrendszer külfölddel szembeni swapállományának mérséklődése, az a hazai bankrendszerben korábban elhelyezett rövid forintforrások jelentősebb kiáramlásával járhat. A mérlegen belüli alkalmazkodás esetén azonban nem feltétlenül rövid lejáratú devizaforrást fizetnek vissza a bankok. Érdemes megemlíteni, hogy a végtörlesztéskor lejátszódó banki alkalmazkodás során a rövid devizaforrások csökkentek jelentősen (erről bővebben lásd a keretes írást).

Az elszámolással és a forintosítással járó deviza-tranzakciók összességében nem érintik a nettó külső adósságot. Egy gazdaság nettó külső adóssága a külső finanszírozási képességének változásával és/vagy a gazdaság külső finanszírozási szerkezetének eltolódásával változhat meg. Ha például a gazdasági szereplők adott rendelkezésre álló jövedelmük mellett kevesebbet fogyasztanak, akkor a külső finanszírozási képesség emelkedik, tehát alacsonyabb külső finanszírozásra van szükség. Ha ez a külföldi hitelek törlesztése vagy külföldi (adósság típusú) eszköz felhalmozása mellett valósul meg (és nem változik az FDI típusú forrásbevonás mértéke), akkor a nettó külső adósság is mérséklődik. A nettó külső adósság a külső finanszírozási képesség szinten maradása mellett is változhat, amennyiben a finanszírozás szerkezetében módosul az adósság és nem adósság típusú források aránya. Az elszámolással és a devizahitelek forintra váltásával járó devizaműveletek – ahogy korábban bemutatottuk – átrendezik ugyan a szereplők mérlegeit, azonban sem a külső finanszírozási képesség, sem az adósság típusú finanszírozás aránya közvetlenül nem változik meg. A devizatranzakciók hatására a nettó külső adósság bruttó szárai – a bankok külső adóssága és a devizatartalék, mint a jegybank külföldi eszköze – ugyanis együttesen és hasonló mértékben csökkennek.

⁹ A külföldiekkel kötött swapügyletek lezárása esetében azt feltételeztük, hogy ez valamilyen forinteszköz eladásával jár és ez az a mechanizmus, amelyen keresztül csökken a külső adósság. Az árak alakulásának függvényében ugyanakkor elképzelhető az is, hogy a külföldi szereplők fedezetlenül is hajlandóak lesznek forint eszközöket tartani. Az ehhez szükséges forintot valamelyik belföldi szereplőtől kaphatják meg devizáért cserébe. Az alkalmazkodás így nem a bruttó külső adósság csökkenésén keresztül, hanem valamely belföldi szereplő külföldi eszközének emelkedésén keresztül valósulhat meg.

¹⁰ A forintosítás következtében elinduló banki mérlegalkalmazkodás az állampapírpiacra is hatással lehet, amely ugyanakkor az állampapír-paici hozamok alakulásának is függvénye. Amennyiben sor kerül a külföldi befektetők részéről állampapír eladásokra, teret nyerhet az önfinanszírozási program és a külföldiektől belföldi szereplőkhöz kerülhetnek az állampapírok.

25. ábra: Az elszámolás és forintosítás várható hatása a külső adósságra (GDP-arányos értékek)



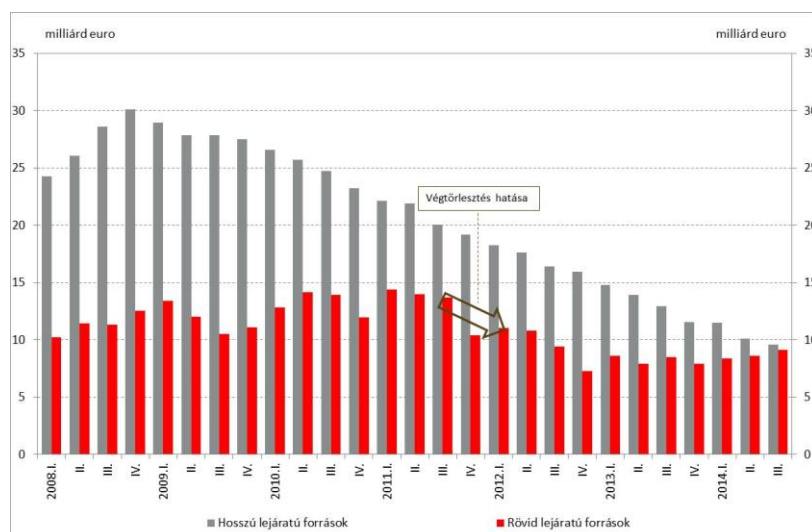
Keretes írás: A végtörlesztés hatása a külső adósságra

A 2011 őszi lebonyolított végtörlesztési program a forintosításhoz hasonlóan rendezte át az érintett szereplők mérlegeit: 2,6 milliárd euróval csökkent a devizatartalék és a bruttó külső adósság, miközben a nettó külső adósságot az intézkedés nem érintette.

A bankrendszer mérlegének eszköz oldalán csökkent a devizahitel-állomány (ennek nagyobb részét forint megtakarításból, kisebb részét forinthitelből finanszírozta a lakosság), amelynek következtében nyílt a bankrendszer devizapozíciója. A nyitott pozíció zárásához szükséges deviza jelentős részét az MNB devizatartalékai terhére történt, közel 2,6 milliárd eurós devizaeladás fedezte. Ezzel párhuzamosan hasonló mértékben csökkent a bankrendszer forintlikviditása is. A végtörlesztést követően felgyorsult a banki forráskiáramlás, amelyben meghatározó szerepe lehetett a bankok végtörlesztéshez történő mérlegalkalmazkodásának. Mivel az intézkedés hatására a bankok külső adósságának csökkenése mellett a devizatartalék is csökkent, a nettó külső adósság nem változott.

A banki forráskiáramlás lejárat szerkezetét tekintve a rövid lejáratú források csökkenése olyan mértékű volt, hogy lényegében a tartalékmegfelelés sem sérült. A 2011 végén és 2012 elején bekövetkezett forráskiáramlásból 2,6 milliárd eurót tett ki a rövid lejáratú forráscsökkenés. Fontos hozzátenni, hogy a végtörlesztés idején a jelenleginél magasabb rövid külső adósságállománnyal rendelkezett a bankrendszer, így nagyobb mozgástér volt a rövid források csökkentésére. Emellett a végtörlesztéshez kapcsolódó devizaaukciók feltétele a rövid külső források törlesztése volt.

26. ábra: A bankrendszer bruttó külföldi forrásainak alakulása



5.4. A szektorok finanszírozási pozíciója és a külső egyensúly alakulása

A devizahitelekkel kapcsolatos szabályozásokkal emelkedik a lakosság rendelkezésre álló jövedelme, amelynek érdemi részét fogyasztásra fordíthatják, így a lakosság megtakarítási pályája várakozásaink szerint nem módosul jelentősen. Az elszámolás során a már lezárt szerződésekhez megközelítőleg 100 milliárd forint lakosságnak történő tényleges kifizetés kapcsolódik. Emellett a hitelek alacsonyabb törlesztőrészelei is mintegy 100-120 milliárd forinttal növelik a törlesztések után fennmaradó rendelkezésre álló jövedelmet 2015-ben. Az elszámolás ugyanis csökkenti a fennálló tőketartozásokat, a fair bankrendszerről szóló törvény pedig felülről korlátozza a hitelek kamatát, amelyek a korábbiakhoz képest együttesen alacsonyabb törlesztőrészeket eredményeznek. Az így megemelkedett rendelkezésre álló jövedelem érdemi részét – az Inflációs jelentésben megjelent becslésekkel összhangban – fogyasztásra költheti a lakosság. A lezárt szerződésekhez kapcsolódó kifizetések és az új törlesztőrészek nettó megtakarításra gyakorolt hatása 2015-ben várakozásaink szerint tehát nem lesz számottevő (erről bővebben lásd a 2014. szeptemberi és decemberi Inflációs jelentéseket).¹¹ A nettó megtakarítási pálya ugyanakkor hosszabb távon fundamentálisan kismértékben, a GDP 0,1-0,2 százalékaival tolódhat lejjebb az alacsonyabbá váló törlesztőterhek és az emelkedő fogyasztás együttes hatására.

A külső egyensúlyt ugyanakkor javíthatja a külföldi tulajdonú bankok tovább csökkenő profitja. A bankrendszer az elszámolás miatt egyrészt egy egyszeri nagymértékű veszteséget könyvel el, amely a lakosságnak ténylegesen kifizetett 100 milliárd forintból és a fennálló hitelállomány 600 milliárd forintos csökkenéséből tevődik össze.¹² Mivel ezek a fizetési mérlegben nem az úgynevezett normál üzletmenethez kapcsolható tételek, egy statisztikai korrekció miatt nem is érintik majd a külföldi tulajdonú bankok profitját és a külső egyensúlyt.¹³ A lakosság rendelkezésre álló jövedelmének növekedésével szemben ugyanakkor a bankok hosszabb távon alacsonyabb nettó kamatbevételekkel szembesülnek az intézkedések hatására, amely előretételezve alacsonyabb profitpályát vetít előre bankrendszer szinten.¹⁴ A lakosság jövedelmi helyzete tehát a bankok profitjának terhére javul. Ez a külső egyensúlyban úgy jelentkezik, hogy a külföldi tulajdonú bankok kisebb profitja az alacsonyabb külföldre utalt jövedelmeken keresztül javíthatja a jövedelemegyenleget (a jövedelemegyenlegben csak a külföldi tulajdonú bankok adózott eredménye

¹¹ Az elszámolás emellett ugyanakkor 600 milliárd forinttal csökkenti a lakosság fennálló hitelállományát, amely ugyancsak tranzakcióban lesz elszámolva, így egyszeri hatásként növeli majd a 2015-ös nettó megtakarítást.

¹² Ezenfelül 200 milliárd forintot tesz ki a nem teljesítő hitelekhez kapcsolódó veszteség, erre ugyanakkor már korábban céltartalékot képeztek a bankok, így ez a veszteség már az elszámolást megelőzően jelentkezik.

¹³ A nem normál üzletmenethez kapcsolódó tételeket a Fizetési mérleg statisztika kiveszi a jövedelemegyenlegben megjelenő, külföldi tulajdonú bankok és vállalatok adózott eredmény adataiból. Részletesebben lásd a 2014. szeptemberi Fizetési mérleg jelentést.

¹⁴ Részletesebben lásd a 2014. novemberi Stabilitási jelentést.

jelenik meg). A külső egyensúlyjavító hatás mértéke természetesen annak is függvénye, hogy a lakosság mennyit takarít meg, illetve fogyaszt el a bankokkal szembeni jövedelemnövekményből. Amennyiben a fogyasztási hatás lesz magasabb, a külső egyensúly csak kisebb mértékben javulhat.

Az intézkedések hatására a külfölddel szembeni kamategyenleg is enyhén javulhat, tovább növelve a gazdaság külső finanszírozási képességét. A bankok profitjának alakulásán túl további külső egyensúlyjavulás várható a nettó külső adóssághoz tartozó kamategyenlegben keresztül. A jelentősen csökkenő bruttó külső adósság ugyanis a korábbinál alacsonyabb külföldre utalt kamatkiadásokat von maga után. Mindeközben a fokozatosan csökkenő devizatartalékon realizált kamatbevételek is csökkennek, azonban a két hatás összességében a GDP 0,1-0,2 százalékaival alacsonyabb jövedelemegyenleg-hiányt és kedvezőbb külső finanszírozási képességet eredményezhet hosszabb távon.

5.5. Az intézkedések hatása a külső sérülékenységre

Összességében azt mondhatjuk, hogy a devizahitelekkel kapcsolatos intézkedések csökkentik a magyar gazdaság külső sérülékenységét.¹⁵

- **Érdemben csökken a lakosság által viselt árfolyamkockázat mértéke.** A lakosság nyitott devizapozíciója nemcsak csökken, hanem a korábbival ellentétes irányú lesz, azaz szektor szinten a devizaeszközök meghaladják majd a devizahiteleket. A lakosság tehát jóval kevésbé lesz kitéve a külső sokkok esetén esetlegesen gyengülő forintárfolyam hitelállományra- és törlesztőterhekre gyakorolt kedvezőtlen hatásainak.
- **Jelentősen csökken a bruttó külső adósság.** Az elszámolással és forintosítással jelentősen, akár a GDP 9 százalékaival is csökkenhet a bruttó külső adósság, amennyiben a devizatartozások visszafizetése mellett a swappozíciók zárása a külföldiek forinteszközeinek csökkenését is maga után vonja. A csökkenés ugyanakkor 2017 végéig fokozatos következik be. A bruttó külső adósság csökkenése részben az adósságállománnyal járó megújítási kockázatok mérséklődése szempontjából fontos.
- **A devizatartalék fokozatos csökkenése következtében a tartalékmegfelelés nem sérül.** A devizatartalék csökkenése fokozatosan következik majd be. Emellett a bruttó külső adósság csökkenésének egy része a rövid lejáratú külső adósság mérséklődésében realizálódhat, ami azt jelenti, hogy a tartalékigény is csökkenhet, így a devizatartalék folyamatosan a befektetőktől elvárt szintnek megfelelő mértékű marad.
- **A külföldre utalt jövedelmek csökkenésén keresztül kismértékben javulhat a külső egyensúly.** A devizahiteles intézkedések az egyszeri nagymértékű veszteségen túl is csökkentik a bankrendszer profitját. Emellett a külföldi adósságra fizetett kamatteher is mérséklődik.
- **Csökken a bankrendszer swapkitettsége, amely a bankok alacsonyabb árfolyam-érzékenységén keresztül hozzájárul a pénzügyi stabilitáshoz** A banki mérlegalkalmazkodás várakozásunk szerint részben a bankok külfölddel szembeni swapállományának csökkenésén keresztül következik be. Az alacsonyabb swapkitettség mérsékli a bankrendszer sérülékenységét a külső sokkok, illetve swappiaci zavarok idején. A swappiaci zavarok ugyanis megújítási kockázatokat és finanszírozási feszültségeket vonhatnak maguk után (a kötelező margin elhelyezés miatt).

¹⁵ A külső sérülékenységre gyakorolt hatásokon túl fontos kiemelni, hogy a devizahitelek forintra váltása a transzmissziós mechanizmus kamatsatornájára is kedvező hatással lesz. A forintosítást követően a jegybanksi alapkamat változása közvetlenebbül hat a lakosság fogyasztási-megtakarítási döntésire a forintbetétek és a forinthitel-állomány kamatain keresztül.

A forintosítás ugyanakkor a konszolidált államháztartás finanszírozási folyamatait közvetetten befolyásolhatja.

- **A konszolidált államháztartás nyitott devizapozíciója érdemben, a GDP 9 százalékával kinyílik, ez ugyanakkor nem von maga után addicionális finanszírozási kockázatot.** Egy külső sokkal járó árfolyamgyengülés a lakosság vagyoni helyzete (azaz a devizahitel-állomány) mellett a hitelek törlesztését is kedvezőtlenül érintette. A forintosítást követően egy esetleges árfolyamgyengülés a jegybankkal konszolidált államháztartás nyitott devizapozícióját érinti negatívan (nettó vagyongyengülés). Konszolidált szinten ugyanis a devizaeszközök már elmaradnak majd a devizatartozásoktól. Az állam devizaadóssága és lejáratái ugyanakkor a forintosítással nem változnak.
- **A forintosításnak lehetnek állampapír-piaci hatásai.** Amennyiben a bankrendszer nagymértékben zárja le fennálló swapállományát, jelentősen csökkenhet a külföldiek kezében lévő forintlikviditás mértéke, amely a külföldiek által vásárolt forinteszközök finanszírozását biztosította. Emiatt az is elképzelhető, hogy a külföldiek forint állampapírokat adnak el, amely ugyanakkor az állampapír-piaci hozamok alakulásának függvénye is. Az állampapírok – az önfinanszírozási program céljaival összhangban – ugyanakkor belföldi szereplőkhöz kerülhetnek.

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. január

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

