

V. A külső egyensúly

1. A nettó megtakarítói pozíciók

A folyó fizetési mérleg a gazdaság megtakarítási és beruházási egyensúlyának mutatója. A megtakarítási-beruházási egyensúly egy „elméleti” folyó fizetési mérleget határoz meg, amely a fizetésimérleg-statisztika alapján aktuálisan kimutatottól eltér.¹

A gazdaság egészének megtakarítási és beruházási pozícióját a rezidens gazdasági szereplők (az államháztartás, a vállalati szektor és a háztartások) egyéni pozícióinak összegeként kapjuk meg, e *szektoronkénti megtakarítási-beruházási egyenleget* a nemzetközi szóhasználatnak megfelelően *nettó finanszírozási kapacitásnak/szükségletnek* nevezzük. Előző jelentésünkötől és más korábbi MNB-publikációtól eltérően a gazdasági szereplők pozícióját operacionális szemléletben adjuk meg, ami könnyebben értelmezhető összefüggésben áll a pozícióváltozásokat meghatározó reálgazdasági döntésekkel. Ez azt jelenti, hogy míg korábban a nettó pénzügyi vagyon inflációs értékvesztése miatti kompenzációt jövedelemként, illetve folyó megtakarításként számoltuk el, ezentúl csak a kamatok inflációs kompenzáció feletti részét tekintjük jövedelemnek, illetve a pénzügyi vagyon inflációs értékmegőrzés feletti részét megtakarításnak.

A külföldi tulajdonú vállalatok növekvő profitrepatriálásának² következtében 1998-ban tovább növekedett a GDP és a rendelkezésre álló jövedelem különbsége.

A **háztartások** finanszírozási kapacitása 1998-ban a GDP 0,5%-ával emelkedett. E növekedés nem a háztartási szektor fogyasztási megtakarítási hajlandóságának változását tükrözi, hanem két átmeneti tényezőnek tulajdonítható. A nyugdíjreform a GDP 0,3%-ával növelte a lakossági megtakarításokat. A lakásberuházáshoz kapcsolódó ÁFA visszaigénylési lehetősége 1999. januári hatállyal történő visszaállítása miatt a lakossági beruházások jelentősen csökkentek. E két tényezővel korrigálva a háztartások nettó finanszírozási kapacitása kismértékben csökkent.

A **vállalati szektor** finanszírozási igénye a gazdaság ciklikus pozíciójának megfelelően alakult, a beruházási kiadások a jöve-

¹ A publikált és az elméleti folyó fizetési mérleg közötti eltérés abból származik, hogy a magyar fizetésimérleg-statisztika jelenleg még pénzáram alapú, azaz azon rezidensek és nem rezidensek közötti tranzakciókat, melyek nem járnak pénzmozgással, nem rögzíti, míg előfordulhat olyan eset, hogy közgazdasági értelemben ártértekelődésnek tekinthető pénzáramokat tranzakcióként rögzít. Ezen felül a reálfolyamatok és a pénzfolyamatok között időbeli eltolódás is lehet.

² A repatriált profit a táblázatban eredménysszemléletben van elszámolva, ami azt jelenti, hogy a repatriált profit nem a hazautalás évében van elszámolva, hanem amikor megtermelték. Az 1998-ra vonatkozó szám az MNB becslése a külföldi tulajdonú vállalatok adózott jövedelme alapján.

A nettó finanszírozási szükséglet és a folyó fizetési mérleg hiányának alakulása a GDP százalékában

	1995	1996	1997	1998
Folyó fizetési mérleg	-5,3	-3,7	-2,1	-4,9
Nettó külföldi finanszírozási igény	-2,9	-2,7	-2,5	-4,8

Inflációsúrt megtakarítások és felhalmozások nemzetgazdasági szektoronként a GDP százalékában*

	1995	1996	1997	1998
Bruttó hazai termék	100,0	100,0	100,0	100,0
+fizetési mérleg nettó jövedelemátutalások	-4,1	-3,6	-4,2	-4,3
+viszonylatlan átutalások	2,5	2,0	2,2	2,1
Rendelkezésre álló jövedelem	98,4	98,4	98,0	97,8
-háztartások	74,1	73,2	71,0	71,2
-államháztartás	13,9	15,5	14,6	13,4
-vállalkozások	10,4	9,8	12,4	13,3
Nemzetgazdaság végső fogyasztása	77,4	74,3	72,7	72,9
-háztartások fogyasztása	66,3	64,1	62,6	62,7
-közösségi fogyasztás	11,0	10,2	10,1	10,1
Bruttó megtakarítás**	21,1	24,2	25,3	25,0
-háztartások megtakarítása	7,8	9,1	8,4	8,5
-államháztartás megtakarítása	2,9	5,3	4,5	3,2
-vállalati megtakarítás	10,4	9,8	12,4	13,3
Nettó tőkefinanszírozás				
-háztartások	0,7	0,8	0,5	0,3
-államháztartás	-1,5	-1,2	-1,4	-1,5
-vállalat	0,8	0,4	0,9	1,3
Felhalmozások	23,9	26,8	27,8	29,8
-háztartások beruházása	4,9	5,0	4,8	4,0
-államháztartás beruházása	3,5	3,4	3,5	3,3
-vállalati beruházás és készletfelhalmozás	15,5	18,4	19,5	22,3
Nettó megtakarítás	-2,9	-2,7	-2,5	-4,8
Háztartások megtakarítása	3,6	4,9	4,2	4,7
Államháztartás megtakarítása	-2,1	0,7	-0,4	-1,6
Vállalati megtakarítás	-4,4	-8,3	-6,3	-7,8

Megjegyzés: Kerekítésből eredően a részek összesenje a táblában szereplő összesentől eltérhet. KSH tény (nemzetgazdaság és háztartás 1995-ig), illetve MNB-becslés.

* A mutatók eredménysszemléletet közöltek. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét- és hitelállományokon az árfolyamváltozásból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében (GFS szemléletű hiány – privatizáció) a kamatkidadások eredménysszemléletűek.

** Bruttó megtakarítás = rendelkezésre álló jövedelem (bruttó, azaz az adott évi amortizáció értékét is tartalmazza) mínusz végső fogyasztás. A rendelkezésre álló jövedelem tartalmazza az adott időszak bruttó hazai termék értékének és a külföld felé, illetve külföldről Magyarországra irányuló jövedelemtranszferok és viszonylatlan átutalások (fizetési mérleg szerinti) egyenlegének összegét.

delmek növekedésénél is gyorsabb ütemben nőttek, ami a forrásbevonás növelését tette szükségessé. 1995-ben a kiigazítási program a GDP növekedésének lassulását okozta, a vállalati jövedelmeket előre nem látható módon növelte, mind a (reál-) bérköltségek csökkentése, mind az átmeneti reálalulértékeltésen keresztül. Az 1997. évi pozíció alakulását is lehet hasonló érveléssel magyarázni, hiszen itt egyrészt a gazdaság szereplői lényegesen alábecsülték a növekedés mértékét, amit jól tükröz a vállalati nettó finanszírozási igény hónapról-hónapra történő csökkenése. Paradox módon a vállalati szektor javuló nettó finanszírozási kapacitásához ekkor jelentősen hozzájárulhatott a költségvetés 1997-ben tapasztalt gyors romlása is, hiszen adott beruházási döntések mellett az államháztartásból kiáramló pénzek a vállalati szektorban csapódtak le. 1998 részben a korrekció éve volt, a növekvő beruházási kereslet jelentősen megnövelte a vállalati szektor nettó finanszírozási szükségletét.

Az éves mutatók alapján az államháztartás nettó finanszírozási szükséglete 1997-ben és 1998-ban kb. a GDP 1,2%-ával romlott.

A lakossági finanszírozási kapacitás növekedése, valamint a vállalati és államháztartási pozíció egyidejű romlása eredményeként 1998-ban a nettó külföldi finanszírozási igény 2,3%-kal emelkedett. Az államháztartás finanszírozási szükségletének növekedése már 1997-ben is a folyó finanszírozási mérleg romlását okozta volna, de ezt a hatást ellensúlyozta, hogy a vállalati szféra finanszírozási igénye – átmenetileg, a vártnál kedvezőbb növekedés miatt – csökkent. 1998-ban a vállalati szektor a gazdasági ciklus várható alakulásának megfelelően korrigálta, azaz növelte nettó finanszírozási szükségletét, amit csak részben ellensúlyozott a lakosság – feltehetően átmeneti tényezőknek tulajdonítható – nettó finanszírozási kapacitásnövekedése. A külső egyensúly romlása csak akkor lett volna elkerülhető, ha az államháztartási pozíció ellensúlyozta volna a magánszektor autonóm pozícióromlását, ezzel szemben az államháztartás finanszírozási kapacitásának alakulása is kedvezőtlen irányba hatott.

2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

A fizetésimérleg-statisztika alapján a folyó fizetési mérleg egyenlegében 1998 harmadik negyedévében mintegy 450, negyedik negyedévében viszont több mint 950 millió dollár hiány keletkezett. A fizetésimérleg-statisztika számai alapján 1997 harmadik és negyedik negyedévéhez képest a külkereskedelmi áru- és szolgáltatásforgalom romlása járult hozzá a legnagyobb mértékben a folyó fizetési mérleg hiányának növekedéséhez. Ez a reálfolyamatokban már korábban megkezdődött deficitnövekedést tükrözi (a szolgáltatásforgalom egyenlege már 1997 folyamán is végig romlást mutatott), amely a fizetésimérleg-statisztika számaiban az áru- és pénzmozgás időbeli eltérése miatt késleltetve jelentkezett. Ezen túlmenően a romlás a jövedelemkivonás növekedésének: a nem adósság jellegű külföldi befektetések (főleg működőtőke-befektetések) utáni profitátutalások egyszeri (decemberi) megemelkedésének tulajdonítható (miközben az adósságjellegű befektetések utáni jövedelemátutalások valamelyest csökkentek). Meg kell jegyezni, hogy ez nem jelent valamilyen radikális fordulatot a külföldi működőtőke-befektetők Ma-

A folyó fizetési mérleg legfontosabb tételei

Millió USD

	1997. III. n. év	1997. IV. n. év	1997	1998. III. n. év	1998. IV. n. év	1998
1. Áruk, egyenleg	-346	-429	-1 734	-687	-739	-2 121
Bevétel (export)	4775	5482	19 637	4944	6021	20 749
Kiadás (import)	5121	5912	21 371	5630	6761	22 870
2. Szolgáltatások	464	218	1 177	328	55	678
Idegenforgalom, egyenleg	539	339	1 428	515	254	1 298
Egyéb szolgáltatások, egyenleg	-75	-121	-251	-187	-199	-621
3. Jövedelmek	-418	-354	-1 421	-372	-555	-1 872
Adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-280	-178	-942	-204	-183	-911
Nem adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-138	-176	-478	-168	-371	-961
4. Folyó átutalások	376	270	996	299	278	1 018
Folyó fizetési mérleg (1+2+3+4)	77	-296	-981	-432	-961	-2 298

gyarországhoz, az itt megvalósított befektetésekhöz való hozzáállásában, még akkor sem, ha számszerűen az ezen a soron kezelt deficit az év egészét tekintve kétszer akkora volt, mint 1997-ben.

Az 1998. év Magyarország gazdasági teljesítményét tekintve nagyon sikeres esztendő volt, amely egybeesett a korábbi külföldi működőtőke-befektetések következtében létrejött vállalkozások érett szakaszba történő fordulásával, egyben nyereséssé válásával.

Ezen cégek nyereséggé válása tehát minden egyéb körülménytől függetlenül is megemelte volna a jövedelemátutalások szintjét 1997-hez képest. Emellett azonban valószínűleg hatása volt annak is, hogy a tőlünk keletre kibontakozott válság eredményeképpen, ottani gyengébb eredményeik miatt a Magyarországon működő multik az általuk eredetileg előirányozottnál is nagyobb mértékben repatriálták a nálunk megtermelt profitjukat. Míg tehát a számok radikális deficitnövekedést mutatnak, a mögöttes folyamatok megítélése már korántsem ilyen kedvezőtlen.

A folyó átutalások 1998 második felében a bázis időszakhoz képest valamelyest alacsonyabb egyenleget mutattak, az év egészét illetően azonban egyenlegében úgyszólván változatlanok maradtak.

A folyó fizetési mérleg hiányát a harmadik negyedévben (az orosz válság mélypontján) döntően az MNB finanszírozta nemzetközi tartalékaiból. Ebben az időszakban a külföldiek részéről jelentős nettó állampapír-eladásokra került sor.

A bankrendszer nyitott pozíciójának csökkenése pótlólagos devizakeresletet teremtett, amely túlkompenzálta a vállalati szféra külföldi tőkebevonását. Ily módon a magánszektor külfölddel szembeni pozíciója javult, ami elsősorban a bankok rövid lejáratú külföldi betétállományának növekedésében, s hitelállományának csökkenésében jelentkezett. Ezalatt a külföldiek nettó részvényvásárlása gyakorlatilag nullára redukálódott, amit annak fényében kell megítélni, hogy több, a válság által érintett országból a nettó részvénykiáramlás volt megfigyelhető, az tehát, hogy Magyarországon erre nem került sor, már önmagában kedvezőnek minősíthető.

A nettó közvetlen tőkebefektetések visszaesése a rezidens vállalkozások élénkületét mutató külföldi befektetéseihez is köthető, másrészt azonban a beáramlás terén is mutatkozott visszaesés. A negyedik negyedév változást hozott: a forintba nehezedő nyomás csökkenésével az MNB intervenciós devizaeladásai megszűntek, és az enyhülő nemzetközi tőkepiaci helyzetben az MNB hitelfelvétellel feltöltötte nemzetközi tartalékait. Egyidejűleg újra jelentős nettó állampapír-vásárlásokra került sor a külföldi befektetők részéről. Ezzel együtt a finanszírozás fő erejét újra a nem adósságjellegű befektetések adták: a nettó közvetlen tőkebefektetések és a portfólióbefektetés jellegű nettó külföldi részvényvásárlások.

Meg kell ugyanakkor jegyezni, hogy előbbieken belül a viszonylag mobilabb tulajdonosi hitellel történő finanszírozás magasabb mértéket ért el. Ugyancsak hozzájárult a finanszírozáshoz (ha még csekély mértékben is), hogy a magánszektor bizalma a forint iránt gyorsan helyreállt, így a negyedik negyedévben már nem került sor külföldön való nettó betétkihelyezésre, sőt, már nettó forrásbevonás volt újra megfigyelhető a nem részvény csatornán is.

A folyó fizetési mérleg finanszírozása

Millió USD						
	1997. III. n. év	1997. IV. n. év	1997	1998. III. n. év	1998. IV. n. év	1998
1. MNB és kormányzat	-621	-1314	-2467	649	243	-458
Hitelforgalom	-435	-933	-2637	-557	821	339
– ebből állampapírok	49	-241	159	-790	460	869
Nemzetközi tartalékok	-186	-381	170	1206	-578	-797
2. Magánszektor	280	953	1382	-526	376	882
Hitelforgalom	158	267	411	-527	84	374
Részvényfinanszírozás	122	686	971	1	291	508
3. Közvetlen tőkebefektetések	332	598	1653	169	424	1453
Részvény és tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok	284	640	1526	161	246	947
Tulajdonosi hitelek	48	-43	128	8	178	506
4. Tőkemérleg és NEO	-68	58	413	139	-82	421
Összes finanszírozás (1+2+3+4)	-77	295	981	432	961	2298