



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



20|4
ÁPRILIS

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

20|4
ÁPRILIS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1850 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

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 Jelentés a fizetési mérleg alakulásáról című 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, a Költségvetési elemzések és a Közgazdasági előrejelzés és elemzés területeken készült. A jelentés készítésében részt vettek: Baksay Gergely, Csávás Csaba, Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter és Martonosi Ádám. A publikációt dr. Balog Ádám alelnök hagyta jóvá.

A jelentésben található megállapítások a szakterületek véleményét tükrözik, és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

A jelentés a 2014. április 1-jéig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. Bevezetés	9
2. Reálgazdasági megközelítés	12
2.1. Külkereskedelmi egyenleg	13
2.2. Jövedelemegyenleg	15
2.3. Transzferek	17
3. Finanszírozási megközelítés	20
3.1. Nem adósság jellegű források	23
3.2. Adósság jellegű források	24
4. Adósságráták alakulása	27
4.1. Nettó külső adósság	27
4.2. Bruttó külső adósság	28
4.3. Rövid külső adósság	29
5. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés	32
5.1. Háztartási szektor	32
5.2. Államháztartás	35
5.3. Vállalati szektor	36
6. Nemzetközi kitekintés	39
6.1. Válság utáni alkalmazkodás	39
6.2. A külső finanszírozási képesség és tényezői	40
6.3. Külsőtartozás-mutatók	43
7. Fogalomtár	45

Összefoglaló

Az elmúlt évek során nagymértékben javult az ország külső egyensúlya. A magánszektor és az állam jelentős alkalmazkodása tette lehetővé azt, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege többletbe forduljon, a külföldi hitelek visszafizetésével csökkenjen az ország nettó külső adóssága, és ezzel együtt a magyar gazdaság külföldi forrásokra való ráutaltsága. **A gazdaságban zajló alkalmazkodási folyamatok eredményeképp kialakuló, régiós szinten is nagy külső finanszírozási képesség a statisztikák alapján több szempontból is értelmezhető.**

Egyrészt a reálgazdasági folyamatok azt mutatják, hogy a válság kitörését követően mindhárom (külkereskedelmi, jövedelmkiáramlási és transzferbeáramlási) tényező növelte a külső finanszírozási képességet. A romló jövedelmi folyamatok, illetve szűkülő forrásbevonási lehetőségek hatására mérséklődő belföldi felhasználás a külkereskedelmi egyenleget, a vállalatok válság miatt romló profitabilitása a jövedelemegyenleget, az EU-transzferek fokozódó felhasználása pedig a transzfer-egyenleget javította jelentősebb mértékben. 2013-ban a külkereskedelem többlete megközelítette a GDP 8 százalékát, amely az Európai Unión belül is jelentősnek számít. A nettó export növekedése mögött elsősorban az autógyártás fokozódása, illetve a nagyobb külső kereslet exportnövelő hatása volt meghatározó, miközben a belső kereslet már kismértékben emelkedett. Emellett a csökkenő külső adósságállományok következtében enyhén mérséklődő kamatkiadás, illetve az EU-transzferek magas összege tette lehetővé, hogy Magyarországon korábban példátlan mértékű, a GDP közel 6,5 százalékát kitevő külső finanszírozási képesség alakuljon ki 2013-ban. A historikusan magas finanszírozási képesség a GDP mintegy 3 százalékára emelkedő folyó fizetési mérleg egyenleg és a GDP 3,5 százalékát kitevő tőkemérleg együtteseként alakult ki.

Másrészt a finanszírozási folyamatok azt mutatják, hogy Magyarország – a közvetlentőke-befektetések beáramlása mellett – a válságot követő években igen nagy mértékben fizette vissza külső adósságát. Ez a folyamat folytatódott tavaly is: a működőtőke-beáramlás melletti jelentős külső finanszírozási képesség azt eredményezte, hogy Magyarország mintegy 9 milliárd euróval csökkentette nettó külső adósságát. A válság kitörését követően a bankrendszer külső adóssága csökkent a leginkább – a nagymértékű betételhelyezés és az igen visszafogott hitelezés a bankok forráskivonásában öltött testet. Az elmúlt negyedévekben ugyanakkor a banki forráskivonás lassult, amiben jelentős szerepet játszott a lakosság bankbetétek helyett állampapírokat és befektetési jegyeket preferáló portfólióátrendezése. Ez a folyamat ugyanakkor ahhoz is hozzájárulhatott, hogy az államháztartás kevésbé támaszkodjon a külföldiek állampapír-vásárlásaira, és így az állam nettó külső adóssága csökkenjen nagyobb mértékben.

A finanszírozási folyamatok által meghatározott nettó külső adósságráta az elmúlt években folyamatosan mérséklődött, vagyis Magyarország külső eladósodása csökkent. Az állam, a bankok és vállalatok nettó külső adósságának IV. negyedévből is folytatódó mérséklődése a nettó külső adósságot a GDP 35 százalékára szorította, amely már jóval elmarad a 2009 eleji, a GDP 60 százalékát meghaladó csúcsától, illetve a válság kitörése előtt jellemző szinttől is. A sérülékenységi szempontjából kiemelten figyelt rövid lejáratú külső adósság a 2013 első felében jellemző 28 milliárd euró körül alakult az év végén, vagyis a jelentős külső finanszírozási képesség ellenére az ország bruttó finanszírozási igénye továbbra is viszonylag magas.

Végül a külső egyensúlyt a szektorok megtakarításai szempontjából elemezve az látható, hogy a nagymértékű külső finanszírozási képességet Magyarországon a háztartási és vállalati szektor jelentős finanszírozási képessége, illetve az államháztartás visszafogott költekezése tette lehetővé. Az államháztartás finanszírozási igénye 2013-ban is igen alacsony maradt. A vállalatok finanszírozási képessége az év folyamán – vélhetően a jelentős EU-transzfereknek is köszönhetően – jelentősen emelkedett, míg a háztartások pénzügyi megtakarítása magas szinten stabilizálódott.

A magyar folyamatokat az uniós országokéval összevetve megállapítható, hogy bár a magyar gazdaság alkalmazkodása igen nagy mértékű volt, külső adósságrátánk továbbra is viszonylag magas. A régiós országok külső egyensúlyi folyamataival összehasonlítva több tényezőben is jól teljesít a magyar gazdaság. Egyrészt a külkereskedelmi többletünk jóval meghaladja

a visegrádi országokét, amiben jelentős szerepet játszott a cserearányok alakulása. Másrészt az európai uniós transferek összege az átlagnál jóval nagyobb mértékben járult hozzá a külső finanszírozási képesség emelkedéséhez. A megtakarítási oldalon az alacsony költségvetési hiány, illetve a nemzetközi összehasonlításban magasnak számító lakossági megtakarítás emelhető ki. A kedvező folyamatok ellenére ugyanakkor külső eladósodottságunk továbbra is meghaladja a régiós átlagot, ami a külső egyensúlyi folyamatok további figyelemmel kísérését igényli.

1. Bevezetés

A válság kitörése utáni események többször is rámutattak a fizetésimérleg-folyamatok gazdaságban betöltött szerepének jelentőségére. Egyrészt, a gazdasági visszaesés mértéke a válság kitörését követően annál súlyosabb volt, minél nagyobb folyó-fizetésimérleg-hiánnyal rendelkeztek az érintett országok. A korábban bőséges külső forrásbevonási lehetőségek beszűkülése a fogyasztási és beruházási kereslet erőteljes alkalmazkodását tette szükségessé – vagyis a válság során a korábbi külföldi ráutaltságot nagy árat kellett fizetni. Másrészt az eszközvásárlási programok esetleges lassításának híre is nagymértékű piaci turbulenciát okozott – ebben a helyzetben is azok az országok bizonyultak ellenállóbbnak, amelyek megfelelő külső egyensúlyi mutatóik mellett kevésbé voltak rászorulva a külföldi forrásokra. A Magyar Nemzeti Bank eddig is kiemelt figyelmet fordított a külső egyensúlyi folyamatok alakulására, a jövőben pedig az ezzel kapcsolatos belső elemzéseket a szélesebb közönséggel is szeretné megismertetni.

Elemzésünkben a fizetési mérleg alakulását vizsgáljuk meg, alapvetően három szempontból: a reálgazdaság oldaláról, a finanszírozás szerkezete (pénzügyi mérleg) alapján, valamint az egyes szektorok megtakarítása, vagyis külső finanszírozási képességhez való hozzájárulása szerint (1. ábra).

1. A *reálgazdasági megközelítés* szerint a külső finanszírozási képesség a jövedelem fogyasztásra, illetve beruházásra el nem költött része (részletesebben lásd az 1. keretes írást). Ez alapján a külső finanszírozási képesség három fő részből áll. Az első az áru- és szolgáltatásegyenleg, vagyis az ország nettó exportjának egyenlegét jelenti. A második a jövedelemegyenleg, amely az országba be- és kifolyó munkavállalói és tulajdonosi jövedelmek (profit, kötvények hozama, osztalékfizetés, külföldön munkát vállalók jövedelme) egyenlegét jelenti. A harmadik fő kategóriának tekinthetjük az országba érkező és onnan kiutalt transzferek (viszonylatlan átutalások) egyenlegét, amely tartalmazza a folyó fizetési mérlegből adódó folyó viszonylatlan átutalásokat, illetve a tőkemérleget.

Mivel az EU-transzferek elszámolása a folyó fizetési mérlegben szereplő viszonylatlan átutalások sorában, illetve a tőke-

mérlegben egyaránt megjelenhet, az ország külső pozíciójának elemzésekor a folyó fizetési és tőkemérleg együttes alakulását, más néven az ország külső finanszírozási képességét elemezzük. Ha a folyó fizetési mérleg és tőkemérleg egyenlege többletet mutat, akkor nettó finanszírozási képességről beszélünk, ha pedig az egyenleg negatív, akkor nettó finanszírozási igényről.

2. A *finanszírozási megközelítés* alapja a fizetési mérleg pénzügyi mérlege, amely azt jelzi, hogy a gazdaság milyen külföldi forrásból finanszírozta a jövedelmét meghaladó költsékezést (külső finanszírozási igény esetén), illetve milyen pénzügyi tranzakcióra fordította a megmaradó jövedelmét (finanszírozási képesség esetén). Ez a megközelítés az országba beáramló források típusa alapján osztja szét a fizetési mérleg egyenlegét adósság jellegű (jellemzően valamilyen hitel típusú) és nem adósság jellegű (működő tőke vagy részvény jellegű) tételekre. Érdemes megjegyezni, hogy a külső források változása nemcsak a forrás jellege, hanem a forrást bevonó szektor szerint is csoportosítható (állam, vállalat és bankok).

3. A *megtakarítási megközelítés* szerint az ország nettó finanszírozási képességét fel lehet osztani a gazdaság szektorai – az államháztartás, a vállalatok és a lakosság – között is.¹ A nettó finanszírozási képesség végső soron a gazdaság szektorainál megtermelt jövedelem azon részét jelenti, amit nem költenek el fogyasztásra vagy felhalmozásra, azaz az egyes szektorok (háztartások, vállalatok, államháztartás) nettó pénzügyi megtakarításait összeadva megkapjuk az ország nettó külső finanszírozási képességét.

A három megközelítés elvileg ugyanazt az eredményt mutatja. A reálgazdasági folyamatok ugyanis a finanszírozási folyamatokban tükröződnek: ha például a folyó fizetési és tőkemérleg összege többletet mutat (pozitív egyenleg) – ahogyan az az elmúlt években jellemző volt a magyar gazdaságra –, akkor az megjelenik a szektorok pozitív megtakarítási pozíciójában is, a pénzügyi mérleg pedig a források kiáramlását jelzi (negatív egyenleg), azaz a teljes fizetési mérleg mindig nullára zárt

¹ A pénzügyi vállalatok közül az MNB-t – jellegéből adódóan – az államháztartás részeként kezeljük, és a továbbiakban államháztartás alatt általában az MNB-vel konszolidált államháztartást értjük. Itt jegyezzük meg azt is, hogy a könnyebb olvashatóság érdekében a háztartási szektorra többször egyszerűen csak lakossággént hivatkozunk.

rendszer alkot. A különböző szemléletből keletkező adatoknak meg kellene egyezniük, de a nem integrált adatforrások, a nem teljes körű megfigyelés, illetve az árfolyamok eltérő kezelése átmenetileg eltéréseket okozhat, ami a „Tévedések és kihagyások egyenlege” tételben jelenik meg. A reálgazdasági és finanszírozási folyamatok hosszabb távon ugyanakkor meglehetősen hasonlóan alakulnak.

A következő két egyszerű példán keresztül mutatjuk be, hogy egy külfölddel kapcsolatos gazdasági esemény *ceteris paribus* hogyan jelentkezik az egyes megközelítésekben.

- Ha egy magyar vállalat exporttevékenységet folytat, akkor
 - a) egyrészt növeli a nettó exportot, így a reálgazdaság oldaláról számított finanszírozási képességet;
 - b) másrészt a vállalat az exportért devizát (külföldi eszközt) kap, így a pénzügyi mérlegben a külföldi pénzügyi eszközei emelkednek, vagy esetleg a kapott devizából a külföldi hitelét fizeti vissza;
 - c) harmadrészt a tranzakció növeli a vállalati szektor pénzügyi megtakarításait.
- Ha egy magyar háztartás törleszti bankhitelét, akkor
 - a) a nettó hitelfelvétel csökkenésén keresztül emeli a háztartások nettó pénzügyi megtakarításait;
 - b) a törlesztett hitelből a bank – ha nem akar újabb hitelt nyújtani – visszafizeti külső adósságát (amennyiben korábban külföldi hitelfelvétel mellett nyújtott hitelt);

1. ábra

A nettó finanszírozási képesség különböző megközelítések szerint

(sematikus ábra a 2013-as éves értékkel)

	Reálgazdasági megközelítés			Megtakarítási megközelítés	Finanszírozási megközelítés
Nettó külső finanszírozási képesség (folyó és tőkemérleg egyenlege)	Külkereskedelmi egyenleg 8,0%	Folyó fizetési mérleg 3%	Nettó külső finanszírozási képesség (nettó megtakarítási pozíció, külső forrásiáramlás)	Állam -2,9%	Adósság változása -8,9%
	Jövedelem-egyenleg -6,0%			Lakosság 5,3%	Bankrendszer -2,1%
	Transzferek 4,5%			Vállalat 5,1%	Működőtőke (FDI) 1,4%
	Tőkemérleg 3,5%			Tévedések és kihagyások egyenlege 1%	
					Állam -4,2%
					Vállalat -1,2%

- c) a szektor kevesebbet fogyaszt jövedelménél, vagyis javítja a folyó fizetési mérleg egyenlegét.

E kiadványban az alábbiakban ismertetett gondolatmenetet követjük. Először a fizetési mérleg reálgazdasági megközelítését tárgyaljuk, mely során végigvesszük a főbb komponenseket:

1. keretes írás

A reálgazdasági megközelítés szerinti finanszírozási képesség

A következőkben egy erősen egyszerűsített levezetésen keresztül mutatjuk be a reálgazdasági megközelítés logikáját.² Érdekes már az elején hangsúlyozni, hogy az egyenletek nem utalnak semmiféle ok-okozati viszonyra, azok csak elszámolási elvekből következő azonosságokat tartalmaznak. Általánosságban is fontos megjegyezni, hogy a fizetési mérleg által jelzett folyamatok azonossága miatt a magyar gazdaságban lezajló folyamatokkal kapcsolatban többféle interpretáció is megállja a helyét. Egyrészt mondhatjuk azt, hogy a külkereskedelem többlete miatt vissza tudjuk fizetni a külföldi hiteleinket. Másrészt ugyanakkor az is igaz, hogy mivel nem tudunk, vagy nem akarunk hiteleket felvenni, alacsony marad az import, ami hozzájárul a külkereskedelem jelentős többletének fennmaradásához.

Mint említettük, a reálgazdasági oldalról számított nettó külső finanszírozási képesség (NFK) a jövedelem el nem költött része. Ez leegyszerűsítve annyit tesz, hogy a külső egyensúlyi pozíció az ország bruttó rendelkezésre álló nemzeti jövedelmének (GNDI) és a belföldi felhasználásnak (lakossági [C], kormányzati fogyasztás [G], valamint a beruházás [I]) a különbségeként is interpretálható. A belföldi felhasználás (illetve így a pénzügyi megtakarítás) forrásul azonban a rendelkezésre álló jövedelem mellett a tőkemérlegben megjelenő tőketranszferek is szolgálhatnak, így a nemzetgazdaság tágabban vett jövedelmébe ezt is érdemes belevenni.

(1) *Külső finanszírozási képesség = Tágabban vett jövedelem – belföldi felhasználás*

(2) $NFK = GNDI + tőketranszferek - (C+I+G)$

² A pontos levezetésért lásd a *Magyarország fizetési mérleg- és külfölddel szembeni befektetéspozíció-statisztikái, 2012* című MNB-kiadványt.

Akkor beszélhetünk tehát nettó finanszírozási képességről, ha a tágabban vett jövedelem és a belföldi felhasználás különbsége pozitív, vagyis a nemzetgazdaság felhalmozási (beruházás és készlet), valamint fogyasztási kiadásainak összege elmarad az ország rendelkezésre álló jövedelmétől (ha a költség meghaladja a jövedelmet, akkor az országnak külső finanszírozási igénye van).

A nettó finanszírozási képesség levezetéséhez a GDP és a GNDI felbontását használjuk fel:

$$GNDI = GDP + \text{nettó külföldi jövedelem} + \text{folyó transzferek}$$

$$GDP = C + I + G + X - M$$

Ezeket felhasználva adódik a külső finanszírozási képesség levezetése:

$$(3) NFK = C + I + G + X - M + \text{nettó külföldi jövedelem} + \text{folyó transzferek} + \text{tőketranszferek} - (C + I + G)$$

$$(4) NFK = X - M + \text{jövedelemegyenleg} + \text{folyó transzferek} + \text{tőketranszferek}$$

$$(5) NFK = \underbrace{\hspace{10em}}_{\text{folyó fizetési mérleg}} + \underbrace{\hspace{10em}}_{\text{tőkémérleg}}$$

A fentiekből következik, hogy a nettó finanszírozási képesség megegyezik a nettó export (X-M), a jövedelemegyenleg, valamint a viszonzatlan átutalások és a tőketranszferek egyenlegének (transzferegyenleg) összegével, vagy a komponensek egy másik csoportosításával a folyó fizetési mérleg és a tőkémérleg egyenlegének összegével.

a nettó exportot, a jövedelemegyenleget és a transzferegyenleget. Ezt követően rátérünk a finanszírozási folyamatok bemutatására: elemzésünkben áttekintjük a nem adósság (elsősorban az FDI [közvetlentőke-befektetés]) és az adósság típusú befektetések alakulását. A tranzakciós adatok után a negyedik fejezetben részletesen foglalkozunk az állományi mutatókkal is: az elemzés elsősorban az ország külső sérülékenységének

szempontjából kiemelten fontos adósságrátákra, különös tekintettel a rövid adósságra fókuszál. Az ötödik fejezet a nettó finanszírozási képesség harmadik megközelítésével, a szektorok megtakarítói pozíciójával foglalkozik. Végül az utolsó, hatodik fejezetben a magyar fizetési mérleg adatait nemzetközi, elsősorban régiós kontextusban elemezzük.

2. Reálgazdasági megközelítés

A válság kitörését követően számottevően emelkedett a reálgazdasági megközelítés alapján számított nettó megtakarítói pozíció, amiben a nettó export részben a külső kereslet által is vezérelt emelkedése, valamint az EU-tól kapott transzferek növekvő felhasználása tükröződött. A jövedelemegyenleg hiánya a válság kitörését követően a külföldi vállalatok profitjának visszaesésével csökkent, azóta ugyanakkor közel változatlan mértékben rontotta a gazdaság egyensúlyi pozícióját. 2013 IV. negyedévében tovább emelkedett a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége, amiben elsősorban a transzferegyenleg növekvő többlete játszott szerepet, miközben az áru- és szolgáltatasegyenleg kismértékben mérséklődött. A transzferegyenleg 2012 második felétől kezdődő dinamikus emelkedése a – kifizetések átmeneti felfüggesztése ellenére – növekvő EU-transzfer-felhasználáshoz köthető, ami a IV. negyedévben is folytatódott.

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a reálgazdasági megközelítés szerint 2013 IV. negyedévében enyhén emelkedett, és megközelítette a GDP 8 százalékát. 2013 IV. negyedévében a reálgazdasági adatok alapján számított szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség tovább emelkedett, és több mint 2 milliárd eurót tett ki. Ebből a folyó fizetési mérleg többlete több mint 0,6 milliárd euró, a tőke-transzfereket tartalmazó tökemérlegé pedig 1,4 milliárd euró volt. A szezonálisan igazított adatok alapján a reálgazdasági adatokból számított finanszírozási képesség enyhén emelkedett 2013 IV. negyedévében, és megközelítette a GDP 8 szá-

zalékát. A jelentős külső egyensúlyi többletben a továbbra is nagymértékű külkereskedelmi egyenleg és a magas transzferegyenleg tükröződött. Fontos kiemelni ugyanakkor, hogy a nagymértékű és emelkedő külső finanszírozási képesség annak ellenére alakult ki, hogy a jövedelemegyenleg hiánya az elmúlt időszakban közel változatlan mértékben rontotta a gazdaság egyensúlyi pozícióját (2. ábra).

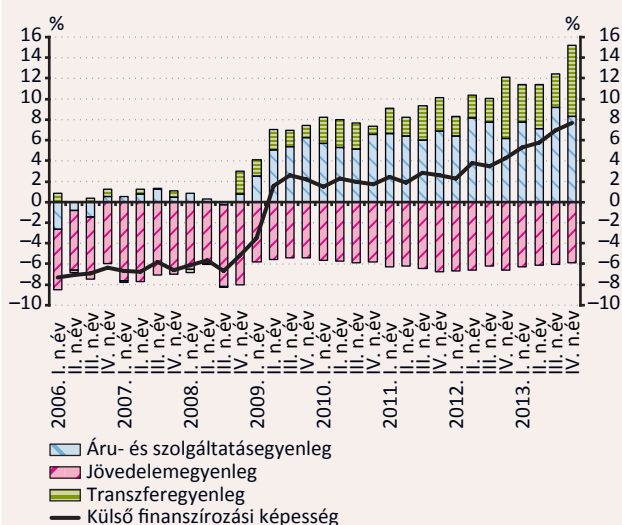
A nettó külső finanszírozási képesség 2013-ban – jelentős növekedés mellett – a GDP 6,5 százalékát tette ki (3. ábra).

A gazdaság megtakarítói pozíciójának növekedését az EU-transzferek és a külkereskedelmi többlet emelkedése mellett a jövedelemegyenleg hiányának enyhe csökkenése is támogatta. A külkereskedelmi többlet korábban nem tapasztalt szintre történő emelkedéséhez elsősorban az új autópárház kapacitá-

2. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei

(szezonálisan igazított értékek*, GDP arányában)

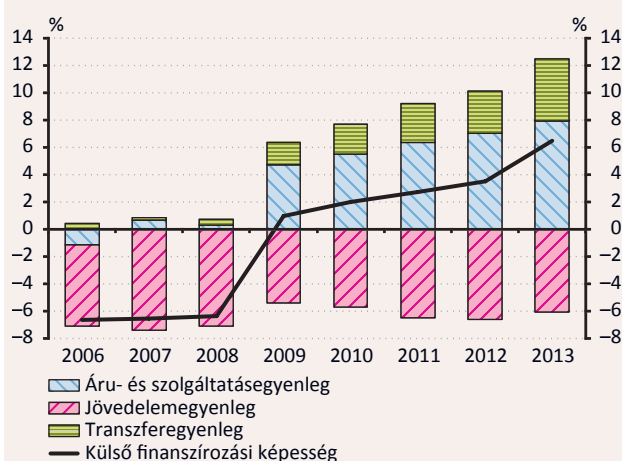


*Az idősorok szezonális igazítása direkt igazítással készült, ezért az igazított komponensek összege nem feltétlenül egyezik meg a külső finanszírozási képesség igazított értékeivel.
Forrás: MNB.

3. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei

(éves értékek, GDP arányában)



Forrás: MNB.

sok termelésbe való bekapcsolódása járulhatott hozzá. Az EU-transzferek felhasználása is számottevően meghaladta a korábbi években megfigyelt értékeket: a magasabb kifizetések döntően a 2007–2013-as EU-s költségvetési periódus végére (illetve várhatóan az azt követő két évre) koncentrálnak. A jövedelemegyenleg 2013-ban megfigyelt enyhe mérséklődése döntően a tulajdonosi hitekre fizetett kamatok csökkenéséhez köthető. A fenti folyamatok eredményeként a folyó fizetési mérleg egyenlege korábban nem tapasztalt szintre, a GDP 3 százalékára emelkedett. A historikusan magas nettó finanszírozási képességet emellett a tőkemérleg a GDP 3,5 százalék történt emelkedése is támogatta.

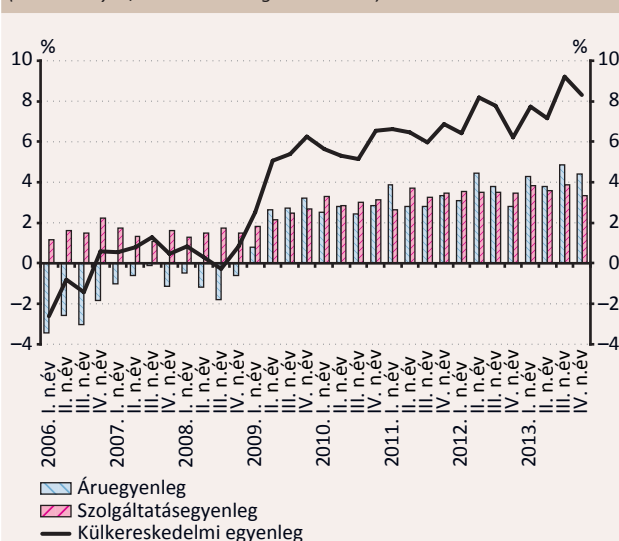
2.1. KÜLKERESKEDELMI EGYENLEG

A külkereskedelmi többlet – az áruforgalmi és szolgáltatás-egyenleggel összhangban – mérséklődött a IV. negyedévben, a csökkenés mértéke azonban elmaradt a 2012 végétől, így a külkereskedelmi többlete továbbra is meghaladta a GDP 8 százalékát. A külkereskedelmi többlet közel fele-fele arányban származik az áruk és szolgáltatások nettó egyenlegéből. A hazai áruexport emelkedését az elmúlt időszakokban döntően az új autópárhídi kapacitások termelésbe való bekapcsolódása támogatta. Emellett a többlet bővülésének irányába hatott az is, hogy a korábbi negyedévek egyedi hatásainak (például a közösségi közlekedéshez kapcsolódó beszerzések) kifizetésével nem emelkedett tovább az import dinamikája. A szolgáltatás-egyenleg az elmúlt években viszonylag stabilan alakult (hosszabb ideje a külkereskedelmi többlet mintegy felét adják a szolgáltatások), a tavalyi év második felében tapasztalt enyhe mérséklődést elsősorban a szolgáltatásimport emelkedése magyarázta.

4. ábra

A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása

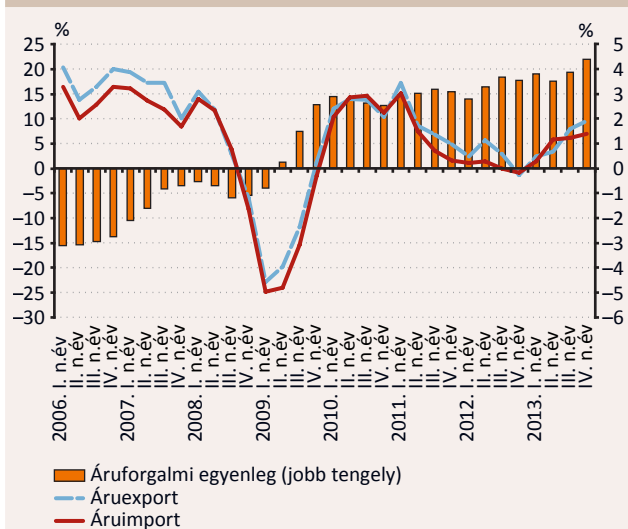
(GDP-arányos, szezonálisan igazított adat)



Forrás: MNB.

5. ábra

Az áruexport és áruimport volumenváltozása (éves növekedési ütemek) és az áruforgalmi egyenleg (négy negyedéves érték a GDP arányában)



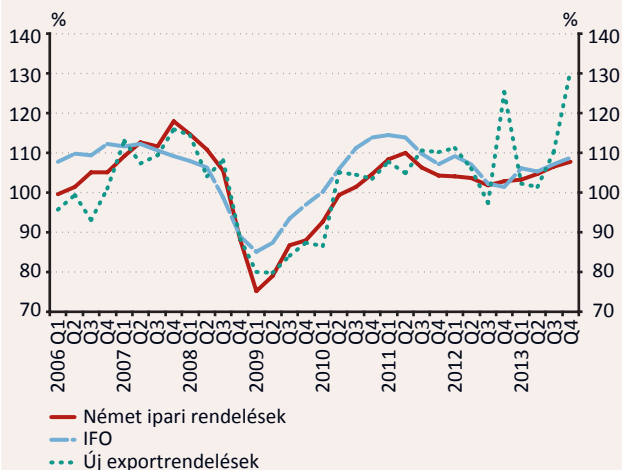
Forrás: KSH.

2013 második felében az áruexport bővülése meghaladta az áruimport dinamikáját, így az év végén tovább emelkedett a négy negyedéves áruforgalmi többlet. Az export reálnövekedése már a válságot megelőzően is meghaladta az import növekedési ütemét, a külkereskedelmi egyenleg azonban – elsősorban a szintbeli eltérések miatt – csak 2009-ben fordult pozitívba. A válság mind az import, mind az export jelentős mérséklődésével járt, ami a visszaeső belföldi felhasználás mellett a külső kereslet csökkenésével magyarázható. A válságot követően a javuló globális keresleti környezettel párhuzamosan a hazai kivitel gyorsabban dinamizálódott, míg a behozatal volumene a tartósan gyenge belső kereslet miatt csak lassabb ütemben bővült. Az utóbbi negyedévekben a külső kereslet élénkülésével párhuzamosan az export növekedési üteme fokozatosan gyorsult, a kivitel növekedését elsősorban a fokozatosan termelésbe álló új kapacitások támogatták.

Az áruexport elmúlt negyedévekben tapasztalt alakulásában a fokozatosan kedvezőbbé váló külső kereslet volt meghatározó. Legfőbb kereskedelmi partnereink közül a német gazdaság teljesítményének felfutása húzta magával leginkább a hazai kivittelt. A német importkereslet csak részben szolgál közvetlen fogyasztásra, emellett jelentős a magyar exportcégek beszállítói szerepe is. A globális termelői láncokon keresztül a magyar export egy része további feldolgozást követően kerül exportértékesítésre részben az USA, részben pedig Ázsia fejlődő piacain. E kapcsolatokon keresztül a magyar kivitel számára még jelentősebb szerepet játszik a fejlődő országok által támasztott importkereslet. 2013 során az előző évi recessziót követően a legfőbb exportpiacunknak számító európai térségben fokozatosan gyorsult a növekedés. Érdekes még azt is

6. ábra

Az ipar új exportrendeléseinek és a német ipari rendelések alakulása (százalékos változás 2005-ös bázison), illetve az IFO-index



Forrás: KSH, IFO Institut, Destatis.

megjegyezni, hogy a magyar ipari rendelések esetében jelentős bővülést láthattunk a IV. negyedévben, hasonlóan a 2012-es év végi folyamatokhoz, a nagy autógyárak egész éves rendelésük jelentős részét egy negyedévben jelenthették le.

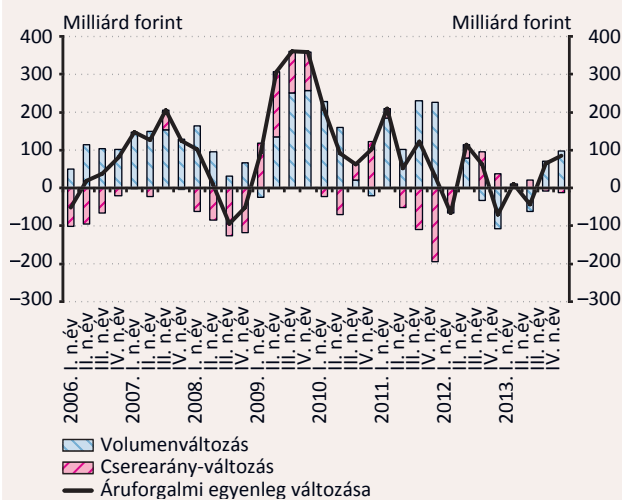
Az áruforgalmi egyenleg javulásában az elmúlt negyedévekben csökkent a cserearány változásának a szerepe. A válság kezdeti szakaszában a cserearányok változása is érdemben növelte az áruegyenleg emelkedését. A cserearány javulása 2013 első felében is szerepet játszott az áruforgalmi többlet emelkedésében, ami döntően a mérséklődő nyersanyagárakkal magyarázható. A csökkenő világpiaci nyersanyagárak mind az export-, mind az importárakat leszorították, az olajárak mérséklődése azonban ennél is jobban fékezte az import árváltozását. A külkereskedelmi áraink alapján a cserearány az év végén és a tavalyi év egészében is nagyjából stagnált.

A termelésbe álló új autógyári kapacitások fokozatosan élénkítették a hazai kivitelt, az elektronikai ágazat szerepe ugyanakkor mérséklődött. A válságot követően szerkezeti átrendeződés ment végbe a hazai feldolgozóiparon belül, ennek eredményeként az elektronikai ágazat teljesítménye számottevően mérséklődött. 2013 során folytatódott az ágazat termelésének csökkenése, ugyanakkor ezt már csak részben magyarázták a leépülő és megszűnő kapacitások.

Az export gyorsuló bővülése mellett az importkereslet is enyhén emelkedett az év végén. A hazai behozatal a válságot követően visszaesett, ami részben a termelés csökkenése miatt alacsonyabb importigénnyel, részben pedig a belföldi szereplők romló jövedelmi helyzetével, illetve banki hitellehetőségeik beszűkülésével összefüggő beruházás- és fogyasztáscsökke-

7. ábra

A külkereskedelmi áruforgalom tényezőinek alakulása (éves változás)

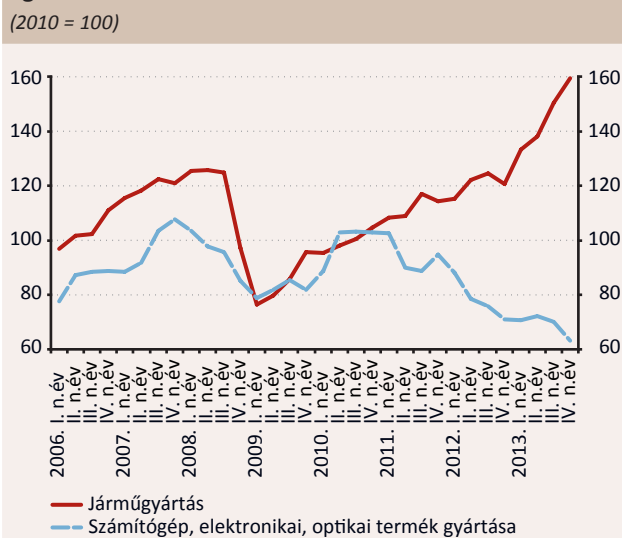


Forrás: KSH.

néssel magyarázható. A válságot követően a termelés helyreállása a külső keresleti környezettel párhuzamosan történt, míg a hazai szereplők importkereslete a magas adósságállomány következtében végbemenő mérlegkiigazítás miatt csak nagyon visszafogott volt. 2013-ban fokozatosan vált egyre kiegyensúlyozottabbá a gazdasági növekedés szerkezete: a korábbi időszakokkal ellentétben a fogyasztás és a beruházás növekedési üteme is fokozatosan bővült. A tavalyi év végén elsősorban a hazai beruházások dinamikája gyorsult számottevően, amit elsősorban a felgyorsuló uniós forrásfelhasználás magyaráz, illetve megjelenhetett az NHP első ütemének beruházásélénkítő hatása is.

8. ábra

Ipari termelés alakulása a járműgyártás és elektronikai ágazatban (2010 = 100)



Forrás: KSH.

9. ábra

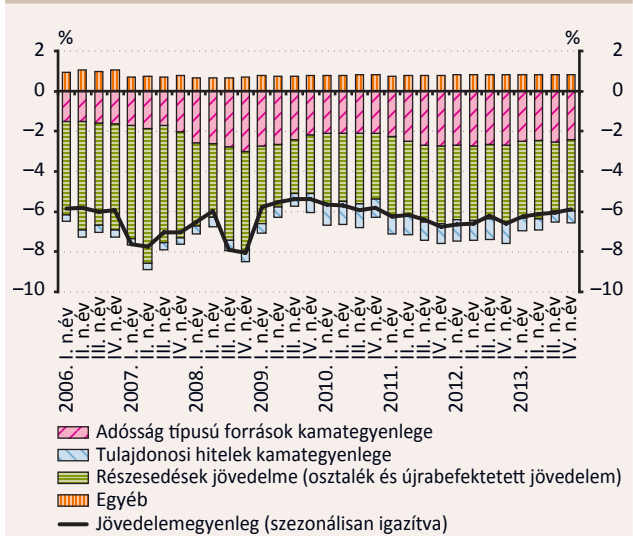
A belföldi felhasználás éves növekedési üteme és a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása



Forrás: KSH.

10. ábra

A jövedelemegyenleg tételeinek alakulása (GDP arányában)



Forrás: MNB.

2.2. JÖVEDELEMEGYENLEG

A jövedelemegyenleg hiánya csak enyhén mérséklődött a IV. negyedévben az előző negyedévekhez képest, és folytatódott az egyenleg komponenseiben korábban tapasztalt átrendeződés. A jövedelemegyenleg hiányának szezonálisan igazított értéke a GDP 5,9 százaléka volt, ami csak minimálisan kisebb, mint az előző negyedévi érték, de mintegy 0,6 százalékponttal marad el a 2012-ben tapasztalt átlagos negyedéves értékektől. A korábban felvett hitelek után fizetett kamat 2013 IV. negyedévében – a III. negyedévi átmeneti stabilizálódást követően – ismét csökkent (ez a hitelekre és kötvényekre igaz, míg a tulajdonosok által a magyarországi leányvállalatoknak nyújtott hitelek³ után fizetett kamatok stagnáltak). Így a jövedelemegyenleg 2013-ban tapasztalt enyhe javulásában elsősorban a hitelekre fizetett kamatok mérséklődése játszott szerepet (10. ábra).

A részesedésekhez kapcsolódó jövedelemkiáramlásról kevés adattal rendelkezünk. A külföldi tulajdonú, Magyarországon működő vállalatok nyereségességéről csak korlátozottan rendelkezünk negyedéves szintű adatokkal, így a negyedévente kiáramló profitra vonatkozó információk jórészt becslésen alapulnak.⁴ A részesedés jellegű jövedelemkiáramlásból az osztalékokra rendelkezünk adattal – e szerint a IV. negyedévi osztalék kismértékben elmaradt a szezonálisan várhatótól, miközben az éves osztalékfizetés mértéke a 2012-es 3 milliárd

euró körül alakult. Érdemes ugyanakkor megjegyezni, hogy mivel az elmúlt években az osztalékok háromnegyede a II. negyedévre koncentrált, a IV. negyedéves adatnak viszonylag kicsi az információtartalma.

Az adósság jellegű külföldi forrásokra fizetett kamat a III. negyedévben tapasztalt stabilizálódását követően a IV. negyedévben tovább mérséklődött, és a negyedéves GDP 2,4 százaléka körül alakult. 2012-höz képest 2013-ban a GDP 0,2 százaléka körül csökkent a különböző piaci hitelek és kötvények után külföldre fizetett kamat nagysága. A csökkenésben a banki kamatfizetés visszaesése játszott a legnagyobb szerepet, de az egyéb – jellemzően vállalati – szektor kamatfizetése is mérséklődött. A csökkenés hátterében döntően a külföldi adósságállományok visszaesése áll: a bankok nettó külső adóssága 2012–2013-ban összesen mintegy 7 milliárd euróval, a vállalati szektoré közel 3 milliárd euróval mérséklődött, ami javította a jövedelemegyenleg hiányát. Az államháztartás nettó külső adóssága is jelentős mértékben (mintegy 7 milliárd euróval) csökkent ebben az időszakban, ennek ellenére az állam által külföldre fizetett kamatok nagysága nem változott lényegesen 2013-ban, ami a nettó adósság szerkezetének változására vezethető vissza. Egyrészt, 2012-ben az állam – az adósság devizaarányának csökkentését szem előtt tartva – külföldiek által is vásárolt forintállampapírok kibocsátásával finanszírozta hiányát és lejáró (részben deviza-) adósságát, aminek nominális kamata meghaladta a visszafizetett devizahitelek és

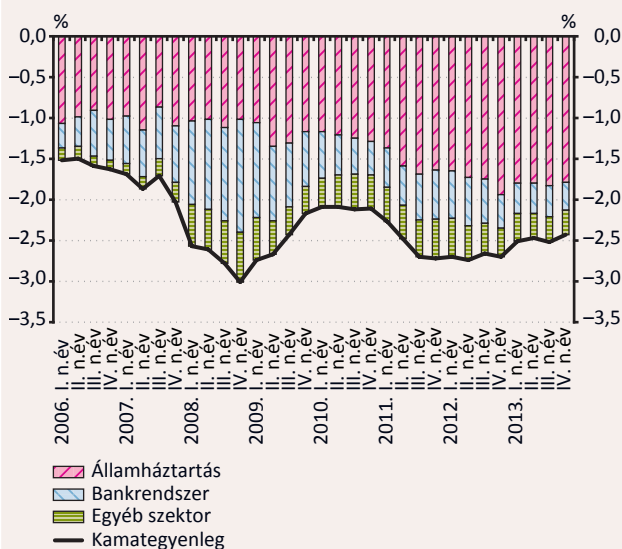
³ Elemzésünkben a tulajdonosi hitelek általában a nem adósság jellegű tartozások közé soroljuk – erről részletesebben lásd a 3. keretes írást.

⁴ Részletesebben lásd az MNB honlapján megtalálható *Módszertani megjegyzések a fizetési mérleghez és állományi statisztikához* című fizetési mérlegről szóló statisztikai kiadványban.

11. ábra

A kamategyenleg alakulása és annak megbontása

(GDP arányában)



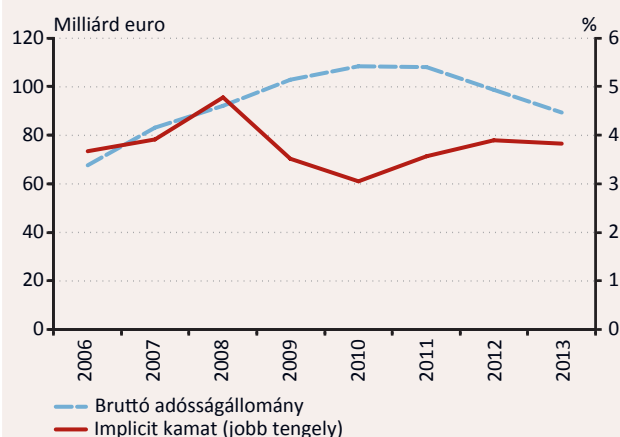
Forrás: MNB.

devizakötvények kamatát, ami részben az árfolyamkockázat kiküszöbölésének költségét tükrözi. Az is igaz ugyanakkor, hogy a forintállampapíroknak csak egy része került a külföldiek tulajdonába, ami mérséklőleg hat a külföldieknek fizetett kamat nagyságára.⁵ Másrészt, a végtörlesztés és az állami devizahitelek törlesztéséhez szükséges deviza jelentősen csökkentette az MNB devizatartalékát – vagyis az MNB-vel konszolidált állam külföldi követeléseinek a korábban jellemzőnél kisebb kamatbevétel keletkezett.

A kamategyenleg javulásában a külső adósságállományok leépülése játszik döntő szerepet, az állományokra fizetett implicit kamat továbbra is 4 százalék közelében alakult. A kamategyenleget a hazai szektorok külföldi hitelei után fizetett kamatok határozzák meg, ezért a következőkben a kamatfizetéseket elemezzük részletesebben (illetve a jellegéből adódóan biztonságos eszközöket tartalmazó devizatartalék mint adósság jellegű követelés adatokat torzító hatása miatt is a bruttó értékek elemzése tűnik megfelelőnek). Az adott negyedévben fizetett kamatot alapvetően két tényező határozza meg: a fennálló állomány és az arra vonatkozó kamatszint. A válság kitörése óta tapasztalt nettó pénzügyi megtakarítói pozíció, illetve egy átmeneti megtorpanást követő folyamatos FDI-beáramlás azt eredményezte, hogy a külső adósság átlagos állománya

12. ábra

A külső adósság átlagos bruttó állományának és implicit kamatának alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélküli adósság.

Forrás: MNB.

jelentős mértékben csökkent, és a GDP 88 százalékát tette ki 2013 végén. Ezzel szemben a kamatfizetés tekintetében másik meghatározó tényező, az aktuális és az előző éves állomány átlagának arányában számított kamatfizetéssel mért implicit kamatszint 2012–2013-ban még magasabb is volt, mint a válságot követő években, ami fékezte a kamategyenleg állományok csökkenése miatt bekövetkező javulását.⁶ Az implicit kamat 2013-ban is 4 százalék közelében alakult.

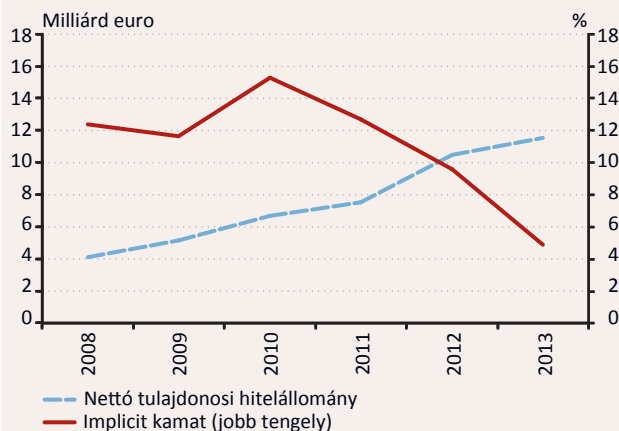
A tulajdonosi hiteleknel az adósság jellegű forrásokkal ellentétes hatások eredőjeként az elmúlt évben csökkent a kifizetett kamat. A közvetlentőke-befektetések közé sorolt tulajdonosi hitelek nettó állománya az elmúlt években jelentősen emelkedett (a nagymértékű átfolyó tőke miatt az adósság jellegű forrásoknál alkalmazott bruttó adatokkal ellentétben a nettó adatokat érdemes bemutatni). Ezzel szemben a tulajdonosi hitelekre fizetett implicit kamat 2010 óta folyamatosan csökkent (13. ábra). Ennek következtében a tulajdonosi hitelekkel kapcsolatos kamatjövedelem-kiáramlás a jóval magasabb nettó állomány ellenére a válság kitörése óta nem tapasztalt szintre csökkent (10. ábra). A tulajdonosi hitelekkel kapcsolatban ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy azok kamatának megállapításában nem feltétlenül tükröződnek a piaci kamatok, hiszen nagy jelentősége van az anyavállalat finanszírozási döntéseinek is.

⁵ Emellett a forintfinanszírozásra való fokozatos áttérés – az alacsonyabb tartalékszinten keresztül – az MNB kéthetes kötvényre (főként a belföldi szereplők számára) fizetett kamatkidadásait is mérsékelte.

⁶ Az implicit kamatok alakulása nem feltétlenül tükrözi az aktuális kamatszintek változását: aktuálisan ugyanis a korábban, még a régi kamatszinteken keletkezett adósságra is kell fizetni a kamatot (pl. fix kamatozású adósság), vagyis a teljes adósság átárázódása az új kamatokra – a többéves átlagos lejáratot figyelembe véve – hosszú folyamatnak bizonyulhat.

13. ábra

A tulajdonosi hitelek nettó állományának és implicit kamatának alakulása

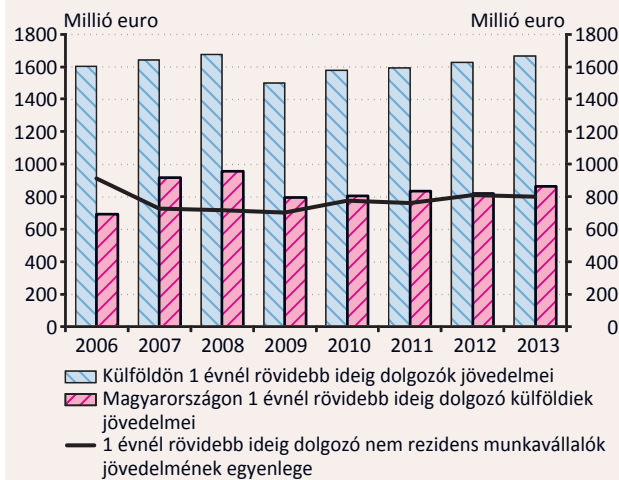


Megjegyzés: A fizetési mérleg módszertani változása miatt csak 2008-tól vannak összehasonlítható adatok.

Forrás: MNB.

14. ábra

A nem rezidens munkavállalók jövedelmei



Forrás: MNB.

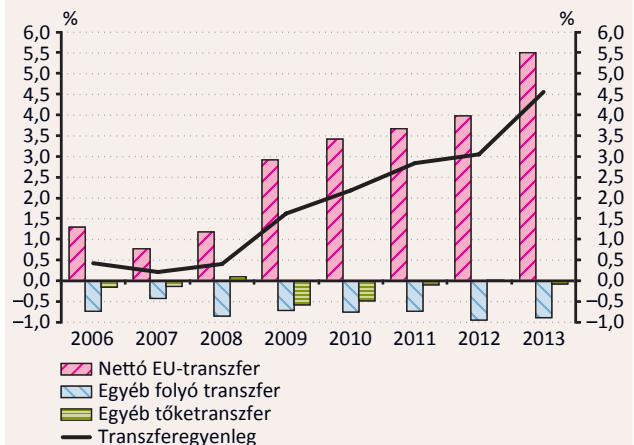
A nem rezidens munkavállalók jövedelmének nettó értéke nagyjából az előző években tapasztalt 0,8 milliárd euró körül alakult. Továbbra sem történt érdemi változás a külföldön dolgozók jövedelmében. A IV. negyedévi 0,4 milliárd euró körüli jövedelem azt jelenti, hogy az éves érték továbbra is 1,6-1,7 milliárd euró körül alakul. Érdemes megjegyezni, hogy a hazánkban dolgozó külföldiek is jelentős mértékű jövedelmet keresnek – az összeg nagyságrendileg a magyarok által külföldön keresett jövedelem felét teszi ki. Így a nem rezidens dolgozók jövedelmei nettó értelemben mintegy 0,8 milliárd euróval javították a fizetési mérleg jövedelemegyenlegét 2013-ban. A fizetési mérleg-statisztika jövedelemegyenlegében csak az 1 évnél rövidebb ideig külföldi alkalmazásban lévők jövedelmei szerepelnek. A hosszabb ideig alkalmazottak hazautalt jövedelme a viszonzatlan átutalások soron van elszámolva. Ennek nagysága ugyanakkor elhanyagolható az 1 évnél rövidebb ideig alkalmazottak jövedelméhez képest.

2.3. TRANSZFEREK

A transzferegyenleg 2012 végétől megfigyelhető emelkedése elsősorban az EU-támogatások növekvő felhasználásához köthető. A transzferegyenleg a folyó transzferek mellett tartalmazza a tőketranszfereket is. Ahhoz, hogy teljes képet kapjunk az ország külfölddel szembeni pozíciójáról, a folyó fizetési mérleg mellett a tőkemérleget is érdemes figyelembe venni: egyrészt az EU-tól kapott összegek döntő része itt jelenik meg, másrészt a tőketranszferek is külföldi forrást biztosítanak a hazai gazdaságnak. Míg a folyó transzferek általában kis összegű, rendszeres átutalások és a részét képezik a támogatott jöve-

15. ábra

A transzferegyenleg alakulása (GDP százalékában)



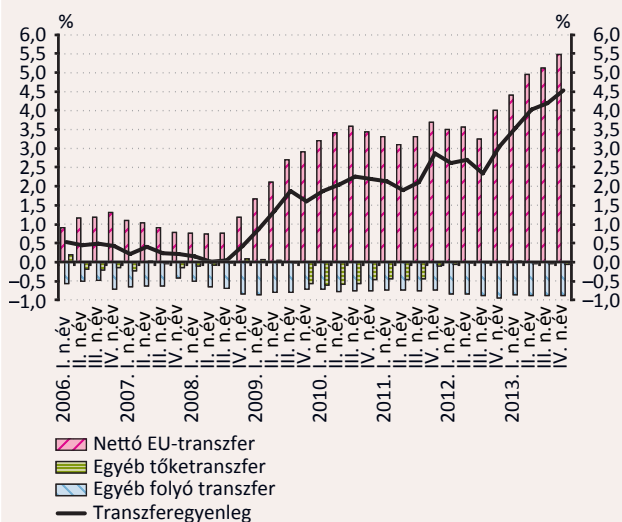
Forrás: MNB.

delmének (például agrártámogatások), addig a tőketranszferek nagy összegű, nem rendszeres átutalások, amelyek a transzfert kapó vagyont emelik (pl. beruházási támogatások). A transzferegyenleg elmúlt negyedévekben tapasztalt emelkedése elsősorban a növekvő EU-transzfer-felhasználással magyarázható. A transzferegyenleg másik meghatározó részét az egyéb folyó transzferek adják, melyek elsősorban a magánszektor által nyújtott transzfereket, a külföldre fizetett tb-hozzájárulásokat és adókiadásokat tartalmazzák. Ezek az átutalások – melyek negatívan járulnak hozzá a gazdaság megtakarítói

16. ábra

A transzferegyenleg alakulása

(négy negyedéves adatok a GDP százalékában)



Forrás: MNB.

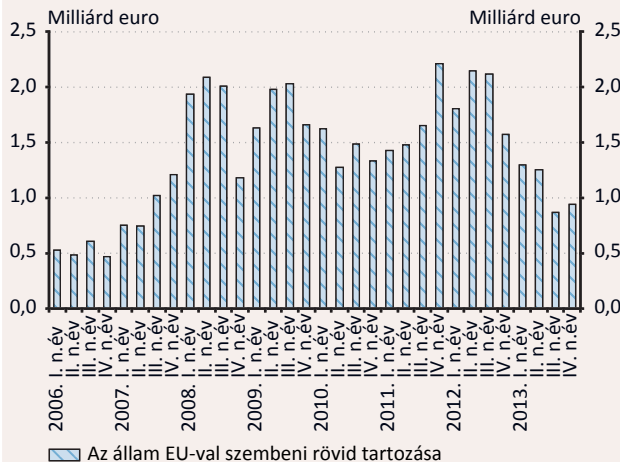
pozíciójához – viszonylag stabilan, éves szinten a GDP 0,5-1 százalékával csökkentették a transzferegyenleget.

Az EU-transzsferek felhasználásának 2012 második felétől kezdődő dinamikus emelkedése 2013 IV. negyedévében is folytatódott. Magyarország jóval nagyobb EU-támogatásban részesül, mint amekkora összeggel hozzájárul az EU költségvetéséhez. Az ország EU-hoz történő csatlakozását követően számottevő mértékű támogatást kapott: a belföldi szereplők 2013 IV. negyedévéig nettó értelemben közel 23 milliárd euró transzfert használtak fel. Míg az EU-tól kapott támogatások összege a 2007–2013-as költségvetési periódus elején visszafogottabb mértékű volt, addig 2012-ben már megközelítette a 4 milliárd eurót (a GDP 4 százalékát). 2013-ban is tovább folytatódott az ország külső finanszírozási képességét kedvezően érintő folyamat: mintegy 5,4 milliárd eurónyi (a GDP 5,5 százaléka) EU-támogatás került felhasználásra, ami jelentősen meghaladja az egy évvel korábbi értéket (16. ábra). A transzferegyenleg többi komponensében nem tapasztaltunk érdemi elmozdulást.

A kifizetések átmeneti felfüggesztésének nem volt lényegi hatása az EU-transzsferek felhasználására. Bár 2013 folyamán az EU átmenetileg leállította a támogatások kifizetését, ennek hatása nem volt érzékelhető a fizetési mérlegben. Ez azzal magyarázható, hogy a fizetési mérleg az EU-tól kapott transzsfereket eredményszemléletben, a felhasználásuk időpontjában számolja el. Vagyis az EU-transzsferek nem az átutaláskor (és

17. ábra

Az állam EU-val szembeni rövid külső tartozásának alakulása



Forrás: MNB.

a devizatartalékban történő megjelenéskor) javítják az ország külső finanszírozási képességét, hanem a támogatások felhasználásakor. Így az átutalások átmeneti felfüggesztésekor is történhetett transzferfelhasználás az uniós projektek állami előfinanszírozása révén (az EU-tól korábban már átutalt összegek kifizetésével), ami tehát a transzsferek felfüggesztése mellett is biztosíthatta a támogatások kifizetésének folytonosságát.

A kifizetések IV. negyedévi újraindulása nem befolyásolja érdemben az ország rövid külső adósságát, mivel az átutalt összeget az állam kifizette a magánszektor számára. Érdemes még azt is megjegyezni, hogy az EU által átutalt és így előfinanszírozott összegek az ország külső adósságát is befolyásolják: a támogatások állami kifizetéséig ugyanis az államháztartás EU-val szembeni rövid lejáratú kötelezettségeit emelik. Mivel ezeket az összegeket az EU korábban már átutalta – vagyis a devizatartalék szintjében már tükröződött a hatásuk – a nemzetgazdaság devizatartalék-megfelelését nem rontják, és a nettó külső adósságra sincs hatásuk. Az átutalások átmeneti felfüggesztésének hatása az EU-val szembeni rövid tartozás csökkenésében is tetten érhető: a III. negyedév végén 2007 eleje óta nem tapasztalt szintre süllyedt a mutató – ekkor azonban az EU-transzsferek nagysága is jóval kisebb volt. A kifizetések októberi újraindítása következtében sem emelkedett újra jelentősen az EU-val szembeni rövid tartozások állománya, ugyanis az állam a IV. negyedévi, nagy összegű transzsfereket átutalta a magánszektor részére.

2. keretes írás

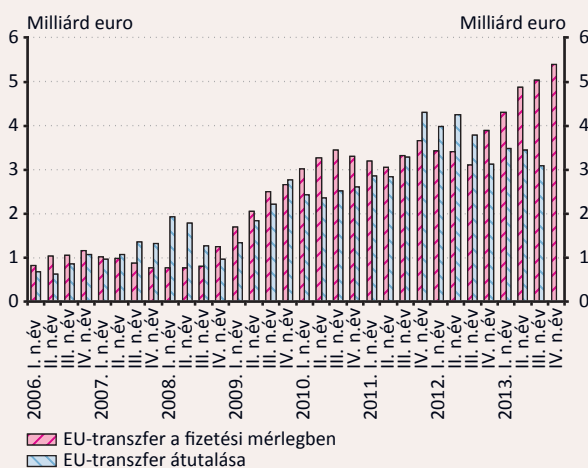
Az EU-transzfer pénzforgalmi, illetve eredményszemléletű elszámolása

Az eredmény és pénzforgalmi szemléletű EU-transzfer alakulása rövid távon eltérhet, hosszabb távon ugyanakkor hasonlóan alakul. Az EU költségvetési periódusának az elején több EU-transzfer érkezett az országba, mint amennyi kifizetésre került. A projektek lezárásával azonban felgyorsultak a szektorok részére történő kifizetések: 2010-ben például a belföldi szereplők több támogatást használtak fel, mint amennyit az Európai Bizottság átutalt. Míg 2011-ben ismét a projektek előfinanszírozása, addig 2012 második felétől újra a transzferek fokozottabb felhasználása volt jellemző. Összességében míg az elmúlt egy évben a belföldi szereplők 5 milliárd eurót meghaladó EU-transzfert használtak fel, addig az EU által átutalt összeg jóval elmaradt ettől (18. ábra), a különbség pedig az EU által korábban átutalt, de fel nem használt összegekből származott.

18. ábra

Az eredmény- és pénzforgalmi szemléletű EU-transzferek alakulása

(négy negyedéves érték)



Megjegyzés: Az átutalásra csak 2013. III. negyedévig.

Forrás: MNB.

3. Finanszírozási megközelítés

A fizetési mérleg válság utáni pozitívba fordulása a finanszírozási folyamatokban is tetten érhető: a belföldi szereplőket a külső források elapadása jelentős alkalmazkodásra kényszerítette. A külső finanszírozási többlettel összhangban az adósság típusú források csökkentek, miközben a nem adósság típusú forrásoknál beáramlást figyelhattunk meg. A nettó közvetlentőke-befektetések a 2011-től kezdődő, folyamatos beáramlást követően 2013 II. és III. negyedében – egyedi tényezők hatására is – csökkentek, a IV. negyedében azonban ismét jelentős működőtőke-beáramlást tapasztaltunk. Az adósság típusú források mérséklődése is folytatódott: a korábbi évekkel ellentétben 2013 egészében a forráskiáramlás döntő része már nem a bankrendszerhez, hanem az államháztartáshoz kapcsolódott. A bankok külső forrásai csak kisebb mértékben csökkentek 2013-ban, ebben a lakossági betétkivonás is szerepet játszhatott. Az államháztartás nettó külső adósságának mérséklődését ugyanakkor a devizatartalék EU-transzferek miatti emelkedése mellett a belföldi szektoroknak az állam finanszírozásában játszott nagyobb szerepvállalása is támogatta.

A fizetési mérleg alakulása a reálgazdasági folyamatok mellett elemezhető az egyes tranzakciók finanszírozásának szempontjából is. A finanszírozási megközelítés azt mutatja meg, hogy a rezidens gazdasági szereplők a nettó pénzügyi vagyonuk milyen (szintbeli, illetve összetételbeli) változásával finanszírozták a reálgazdasági oldalon történt tranzakciókat. Ez a válság előtt azt jelentette, hogy a rendelkezésre álló jövedelemnél nagyobb fogyasztáshoz és beruházáshoz külföldi forrásokra volt szükség, ami nettó hitelfelvétel, illetve működőtőke-beáramlás formájában érkezett a magyar gazdaságba. A válságot követően pedig azt mutatja a finanszírozási oldal, hogy – az elmúlt években jellemző jelentős mértékű külkereskedelmi többlet mellett – a jövedelem el nem fogyasztott részéből származó pénzügyi megtakarításait a gazdaság szereplői milyen külföldi eszközvásárlásra/tartozáscsökkentésre fordították. Mint azt a bevezetőben jeleztük, a kétféle szemléletből keletkező adatnak meg kellene egyeznie, de a nem integrált adatforrások, a nem teljes körű megfigyelés, illetve az árfolyamok eltérő kezelése eltéréseket okozhat, amit a „Tévedések és kihagyások egyenlege”, azaz a statisztikai hiba mutat. Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy a reálgazdasági és finanszírozási folyamatok hosszabb távon hasonlóan alakulnak (21. ábra). A finanszírozási megközelítésben alapvetően háromféle finanszírozási formát különböztetünk meg:

- **nem adósság jellegű finanszírozás:** idetartozik a közvetlentőke-befektetés (részesedés jellegű források, újrabefektetett

jövedelem és tulajdonosi hitel – erről részletesebben lásd a 3. keretes írást) és a portfólióbefektetések közül a részvények;

- **adósság jellegű finanszírozás:** idetartoznak a külföldi (bank) hitelek (ideértve a magyar bankok anyabankoktól kapott forrásait),⁷ a portfólióbefektetések közül a kötvények és pénzügyi eszközök, valamint a devizatartalék változása (mint az egyik legjelentősebb külföldi követelés);
- **derivatív eszközök:** idetartoznak a határidős típusú (kamatswapok, a határidős kamatmegállapodások és a különböző határidős devizaügyletek), illetve az opció típusú származékos ügyletek.⁸

A IV. negyedében a finanszírozási adatokból számított nettó külső finanszírozási képesség több mint 2,1 milliárd eurós értéke továbbra is jelentős nettó megtakarítói pozíciót jelez, és enyhén meghaladja a reálgazdasági oldal által mutatott mintegy 2 milliárd eurót. Az elmúlt negyedévekben a finanszírozásoldali adatok rendre nagyobb finanszírozási képességet jeleztek, mint a reálgazdasági adatok (21. ábra). Ennek hatására a finanszírozási oldalról számított négy negyedéves külső finanszírozási képesség 2012 közepétől meghaladta a reálgazdasági oldalról számított értéket, és a kétféle megközelítés különbségeként adódó „Tévedések és kihagyások egyenlege” (NEO) a korábbi években jellemző negatív értékekkel szemben pozitívba fordult. A magasabb finanszírozásoldali

⁷ A pénzügyi vállalkozások esetében a tulajdonostól kapott hitelről nem lehet eldönteni, hogy tulajdonosi hitel vagy egyszerű bankhitel, ezért a statisztikai módszertan szerint teljes mértékben a bankhitelek között van elszámolva.

⁸ A pénzügyi derivatívákat nem tekintjük adósságnak, mivel ezekhez az eszközökhöz nem kapcsolódik törlesztési kötelezettség, illetve kamatjövedelem sem keletkezik rajtuk. Bővebben lásd a *Magyarország fizetési mérleg és külfölddel szembeni befektetéspozíció-statisztikái, 2012* című MNB-kiadványt.

3. keretes írás

Miért soroljuk a tulajdonosi hiteket a nem adósság jellegű tartozások közé?

Az adósságmutatókat közgazdasági megfontolások alapján érdemes korrigálni a tulajdonosi hitelekkel. A multinacionális vállalatokban az anyacég a tulajdonosi hitel révén juttatja leányvállalatát kedvező, a piaci kondíciótól eltérő forrásokhoz, amit a cégcsoport által megtermelt jövedelemből vagy a felvett hitelekkel finanszíroz. A tulajdonosi hitelek a nemzetközi statisztikai módszertan alapján a közvetlentőke-befektetésen belüli hitelt, és így adósság típusú finanszírozást jelentenek, közgazdasági megfontolások alapján azonban elemzéseinkben nem adósság típusú forrásként kezeljük. Emellett szól, hogy jellegéből adódóan a megújítási kockázat, kamatkockázat, árfolyamkockázat is jóval kisebb a tulajdonosi hiteleknél, mint ha a hitelt a vállalat egy banktól vette volna fel. Ugyanakkor a tulajdonosi hitelekre fizetett implicit kamat – az elmúlt években tapasztalt mérséklődés ellenére is – magasabb, mint a többi adósságelemre fizetett kamat. Ebből is látszik, hogy a befektetők nem hitelként tekintenek a tulajdonosi hitelekre, mivel magasabb hozamot várnak el, mint egy piacról beszerezhető hitel esetében. Az utóbbi időben a külföldi elemzők is kezdik leválasztani a külső adósságról a tulajdonosi hiteleket.⁹

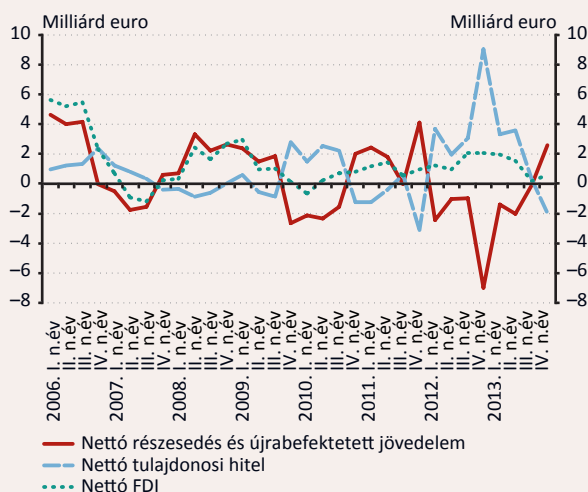
A tulajdonosi hitelek erős kapcsolatban állnak a részesedés jellegű forrásokkal. A fizetésimérleg-statisztika gyakorlatának megfelelően a közvetlentőke-tételek között vesszük figyelembe a vállalatok tulajdonosi hiteleit is, mivel a tapasztalatok szerint a tulajdonosi hitelek és a részvény jellegű közvetlentőke-befektetések közötti átjárás viszonylag egyszerű, és úgy mehet végbe, hogy annak semmilyen fundamentális oka nincsen, és a piaci folyamatokat sem befolyásolja. A kétféle finanszírozási forma, a részesedés jellegű források és a tulajdonosi hitelek hasonlóságát az is jól mutatja, hogy az elmúlt években sokszor ellentétesen mozogtak, és együttes idősoruk jóval stabilabban alakult.

A tulajdonosi hitelek a többi adósságelemhez képest stabilabb forrást jelentenek. A tapasztalatok azt mutatják, hogy kedvezőtlen piaci környezet esetén először az adósság típusú források kiáramlására kerül sor. Ez Magyarország esetében is megfigyelhető volt: míg a vállalatok külföldi hitelei 2010-től csökkennek, addig a tulajdonosi hitelek esetében emelkedést tapasztalunk. Így a tulajdonosi hitel stabilabb finanszírozási formának tekinthető a többi adósságelemhez képest.

19. ábra

A tulajdonosi hitel és az FDI alakulása

(négy negyedéves tranzakciók)

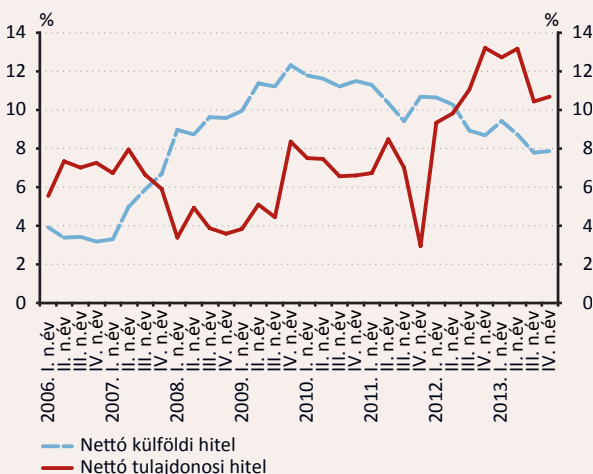


Forrás: MNB.

20. ábra

A nem pénzügyi vállalatok külföldi és tulajdonosi hiteleinek állománya

(GDP-arányos)



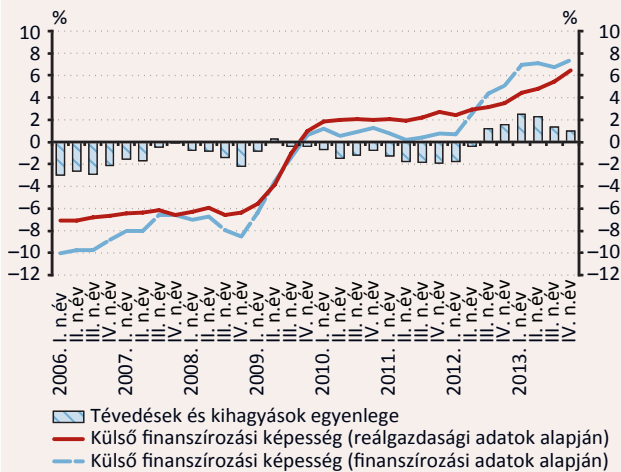
Forrás: MNB.

⁹ Például lásd a Morgan Stanley *Should We Worry about External Debt?* című 2013. november 4-i elemzését.

21. ábra

A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege”

(négy negyedéves GDP-arányos érték)



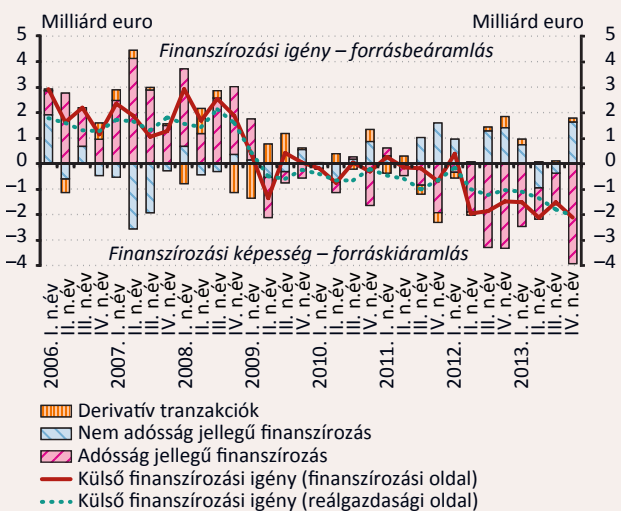
Forrás: MNB.

megtakarítói pozíció azt jelenti, hogy a külső adósságműutókban bekövetkező javulás nagyobb mértékű, mint az a reál-gazdasági (tehát a folyó fizetési mérlegen alapuló) adatokból következne. A III. negyedévben ugyanakkor a reálgazdasági megközelítés szerinti finanszírozási képesség tovább emelkedett, így csökkent a kétféle nettó megtakarítói pozíció közti rés. A IV. negyedévben pedig az ismét magasabb finanszírozásoldali megtakarítás közel változatlanul tartotta a NEO-t.

22. ábra

A külső finanszírozási szerkezet alakulása

(igazítatlan tranzakciók)



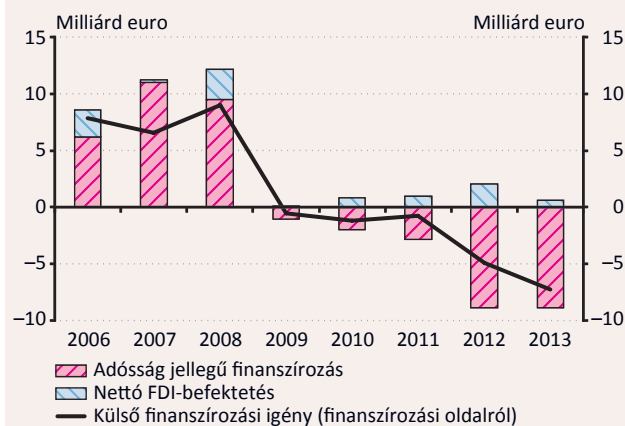
Forrás: MNB.

A IV. negyedévben kiugróan nagy volt az adósság jellegű források kiáramlása, miközben jelentős FDI-beáramlás is történt – a II. és III. negyedévben tapasztalt kiáramlást követően. A külső finanszírozási képesség mellett 2011–2012-ben a nem adósság jellegű forrásoknál folyamatos beáramlást (működőtőke-beáramlást, a külföldi szereplők hazai részvény-állományának emelkedését, illetve a hazai szereplők külföldi részvényállományának csökkenését), az adósság jellegű forrásoknál kiáramlást (lényegében a korábban felvett külföldi hitelek visszafizetését) tapasztalhattunk. 2013 II. és III. negyedévében a nem adósság jellegű forrásoknál is kiáramlás történt, és csak a jelentős megtakarítói pozíció tette lehetővé, hogy az előző évinél kisebb mértékben, de a II. és III. negyedévben is folytatódjon a nettó külföldi hitelek csökkenése. A IV. negyedévben ugyanakkor ismét jelentős, 2011 vége óta nem tapasztalt mértékű működőtőke-beáramlásra került sor (22. ábra). Így az FDI-beáramlás, valamint a továbbra is nagymértékű nettó külső finanszírozási képesség mellett igen nagy, egy negyedév alatt közel 4 milliárd euró volt a nettó külső adósság csökkenése.

2013 egészében továbbra is a nettó adósság típusú források csökkenését és a nettó közvetlentőke-befektetések emelkedését figyelhettük meg. A nettó működőtőke-befektetések év közben tapasztalt, főként egyedi tényezőkhöz kötődő kiáramlását a IV. negyedév számottevő mértékű beáramlása több mint ellensúlyozta. Így a teljes évet tekintve a nettó FDI-befektetések közel 0,6 milliárd euróval emelkedtek, ami nagyjából megfelel a válság utáni szinteknek.¹⁰ Az egyedi hatá-

23. ábra

A közvetlentőke-befektetések és az adósság típusú források alakulása



Megjegyzés: A külső finanszírozási igény az ábrán feltüntetett komponensek mellett még a portfólióbefektetések részvénytranzakciót, valamint a derivatív ügyletekhez kapcsolódó tranzakciókat is tartalmazza. Forrás: MNB.

¹⁰ A nettó közvetlentőke-befektetések 2012-ben tapasztalt, a korábbi éveket meghaladó emelkedése ugyanakkor egy egyedi tényezőhöz, a bank-szektor végtörlesztéshez kapcsolódó tőkeemeléseihez köthető.

soktól eltekintve így elmondható, hogy a válság utáni években a nem adóssággeneráló forrásokon belül a nettó működőtőke-befektetések viszonylag stabilan, 0,5-1,0 milliárd euró körül alakultak. A gazdaság adósság jellegű külső forrásai 2013-ban az előző évhez hasonló mértékben, közel 9 milliárd euróval mérséklődtek. A forráskiáramlás mindhárom szektort érintette, jelentősen változott ugyanakkor az adósságcsökkenés szektor szerinti megbontása (bővebben lásd a 3.2 fejezetben).

3.1. NEM ADÓSSÁG JELLEGŰ FORRÁSOK

A korábbi negyedévek mérséklődését követően a IV. negyedévben emelkedtek a közvetlentőke-befektetések. A nem adósság jellegű forrásoknál 2011–2012 során történt jelentős és folyamatos nettó beáramlást részben a nettó közvetlentőke-befektetések emelkedése, részben pedig a nettó portfóliórészvénytartozások növekedése magyarázta. A II. és III. negyedévben ugyanakkor mérséklődött a nettó közvetlentőke-befektetések nagysága, amit már nem tudott ellensúlyozni a nettó részvénytartozások emelkedése, így az döntően befolyásolta a nem adósság jellegű források alakulását is (24. ábra). Ebben ugyanakkor egyedi, illetve szezonális tényezők is szerepet játszottak. Egyrészt a külföldi tulajdonú hazai vállalatoknál jellemzően a II. negyedévben számolják el az osztalékot, ami működőtőke-kiáramlást eredményez – és míg 2011–2012-ben ezt a kiáramlást más nem adósság jellegű forrásbeáramlás ellensúlyozott, addig 2013-ban

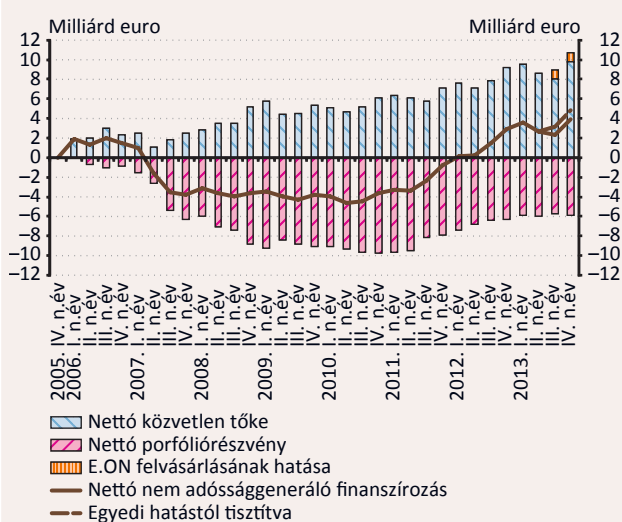
ezt nem figyelhettük meg. Másrészt az állam a III. negyedév végén vásárolta meg az E.ON-t közel 0,9 milliárd euróért, ami a külföldi működő tőke hazai jelenlétének csökkenését, vagyis FDI-kiáramlást jelent. A IV. negyedévben ugyanakkor ismét számottevő mértékben emelkedtek a közvetlentőke-befektetések, így összességében 2013-ban is nettó közvetlentőke-beáramlást figyelhettünk meg. A IV. negyedévi növekedéshez a részesedések növekedése, az újrabefektetett jövedelmek, illetve a tulajdonosi hitelek növekedése egyaránt hozzájárult.

A közvetlentőke-befektetéseknél – elsősorban az átfolyó tőke jelentős nagysága miatt – érdemes csupán a nettó FDI-adatok alakulására koncentrálni. A bruttó tőkebeáramlás alakulását Magyarországon jelentősen befolyásolja az országon átfolyó tőke növekvő szerepe. Vélhetően a magyar adórendszer jellegzetességei miatt ugyanis egyes vállalatok csupán adóoptimalizálási célból adnak magyar leányvállalataiknak tulajdonosi hitelt, illetve tőkét, melyet azok egyből tovább is adnak külföldre – ezt nevezi a statisztika átfolyó tőkének, és 2008-tól el is különíti a fizetésimérleg-statisztikákban.¹¹ Az átfolyó tőke ugyanakkor csak a bruttó szárazakat érinti, és – jellegéből adódóan – a nettó FDI-adatokat nem torzítja, ezért elemzéseinkben inkább erre az adatra koncentrálnunk. Az átfolyó tőkének ugyanakkor nagy szerepe van abban, hogy a nettó értékek a bruttó tőkebeáramlás alapján várhatónál jóval visszafogottabban alakulnak (25. ábra). Emellett az adatokat az egyes vállalatok finanszírozási szerkezetének átalakítása is érdemben befolyásolhatja.

24. ábra

A nem adósság jellegű források alakulása

(kumulált tranzakciók)

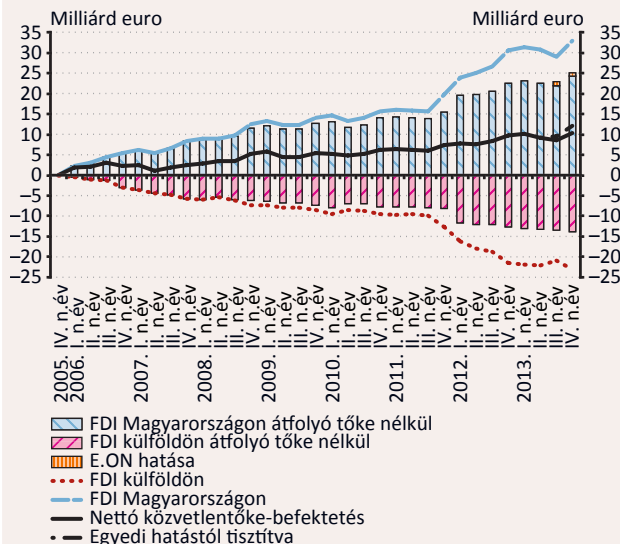


Forrás: MNB.

25. ábra

A közvetlentőke-befektetések alakulása

(kumulált tranzakciók)

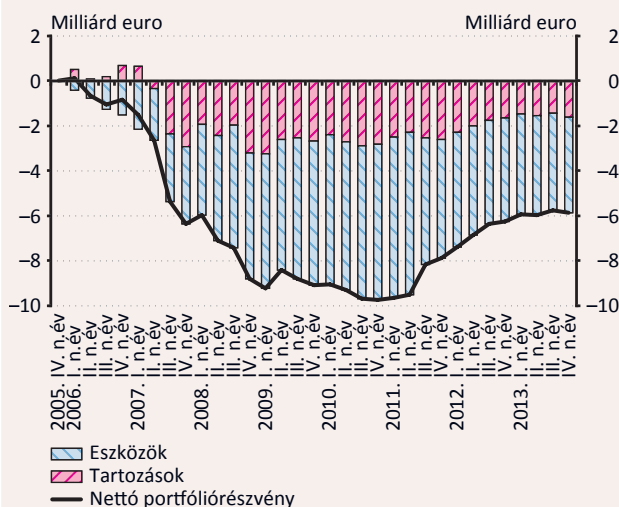


Forrás: MNB.

¹¹ Ezzel kapcsolatban érdemes megemlíteni, hogy a statisztika eleve elkülöníti a csupán ilyen, adóoptimalizálási céllal betelepült vállalatok (speciális célú vállalatok, SCV-k) adatait a fizetésimérleg-statisztikákban. Az SCV-k tevékenysége alapvetően abban merül ki, hogy külföldről vonnak be forrásokat (tőke, hitel), amelyeket egyből tovább is adnak más külföldi vállalatoknak, vagyis az SCV-k működése a reálgazdasági folyamatokat nem befolyásolja. Az SCV-k bruttó hitelállománya az elmúlt években a GDP 20–40 százaléka között alakult.

26. ábra

A nettó portfóliórészvény alakulásának tényezői
(kumulált tranzakciók)



Forrás: MNB.

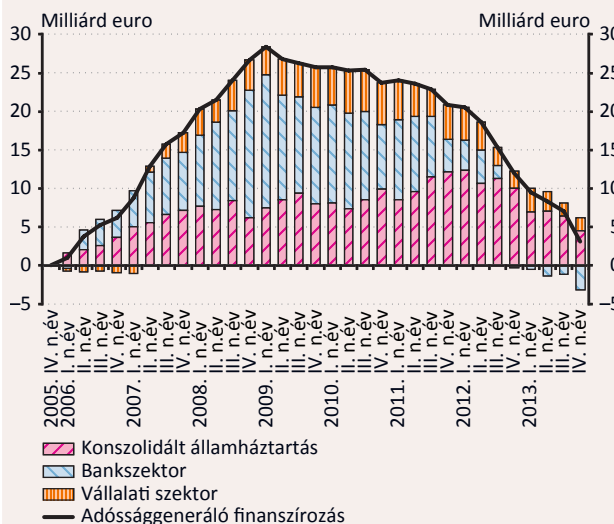
A nem adósság jellegű források másik tényezője, a portfóliórészvények alakulása kismértékű nettó forráskiáramlást jelzett a IV. negyedévben, ami enyhén fékezte az FDI-beáramlás hatását. A portfóliórészvények idősorának alakulását az elmúlt években a hazai szereplők külföldi részvényeinek csökkenése, illetve a külföldi szereplők hazai részvényeinek növekedése is a forrásbeáramlás irányába befolyásolta – így 2010 vége óta közel 4 milliárd eurónyi ilyen jellegű forrás áramlott Magyarországra (26. ábra). A külföldi részvényeszközök csökkenése az elmúlt két évben elsősorban a nyugdíjrendszer átalakítása során az államhoz került külföldi részvények értékesítéséhez kötődött, az utóbbi negyedévekben azonban az ebből fakadó forrásbeáramlás erőteljesen lelassult. A IV. negyedévben tapasztalt enyhe kiáramlás a külföldi eszközök enyhe csökkenésének és a külföldiek hazai részvényeladásának eredőjeként alakult ki.

3.2. ADÓSSÁG JELLEGŰ FORRÁSOK

2013 IV. negyedévében tovább csökkentek a gazdaság adósság típusú nettó külső forrásai. 2013 IV. negyedévében folytatódott a gazdaság adósság típusú nettó külső forrásainak kiáramlása, ami közel 4 milliárd eurót tett ki. Ez szektorok szerint megbontva úgy alakult ki, hogy a konszolidált államháztartás és a bankszektor mintegy 2-2 milliárd euróval csökkentette forrásait, míg a vállalatok tranzakciói érdemben nem befolyásolták a nettó külső adósságuk mértékét (a kumulált adatokat mutató 27. ábrán az oszlopok nagyságának a változása illusztrálja az adott szektor nettó külső adósságának változását).

27. ábra

A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása
(kumulált tranzakciók)



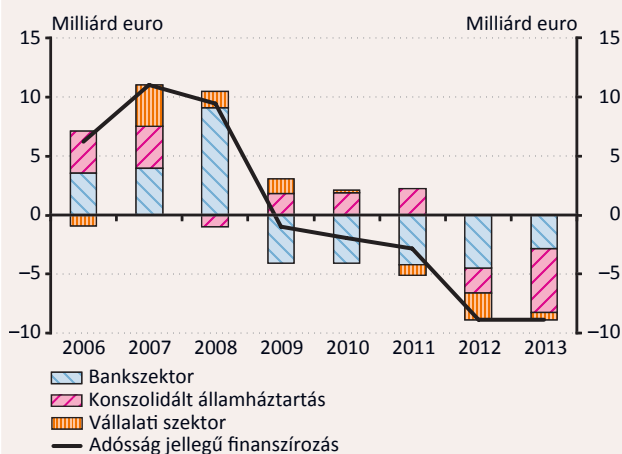
Forrás: MNB.

Az adósság típusú források kiáramlása 2013-ban elsősorban a konszolidált államháztartáshoz kötődött, amit a jegybanki devizatartalék EU-transzferek miatti emelkedése mellett a belföldi szektoroknak az államháztartás finanszírozásában betöltött nagyobb szerepvállalása is támogatott. A válság kitörését követően először csak a bankszektor külső adóssága mérséklődött, 2012-től azonban már mindhárom szektor esetében forráskiáramlást figyelhattunk meg. 2013-ban – a korábbi évekkel ellentétben – az adósság mérséklődése döntően már nem a bankrendszerhez, hanem a konszolidált államháztartáshoz kötődött. Fontos kiemelni, hogy az államháztartás nettó külső adósságának mérséklődését a belföldi szektorok állampapír-vásárlása, illetve a devizatartalék EU-transzferek miatti emelkedése is támogatta. 2013-ban összességében közel 3,5 milliárd euró értékben vásároltak a belföldi szereplők forintállampapírt. Tovább mérsékelte az államháztartás külföldi függőségét a Prémium Euró Magyar Államkötvények (PÉMÁK) kibocsátása is. A PÉMÁK-eladások növelték a devizatartalékot, ez azonban a külföldi adósságot csak kismértékben változtatta, mivel e kötvény vásárlói elsősorban belföldiek voltak. Vagyis a belföldi szektorok nagyobb szerepvállalása az állam finanszírozásában hozzájárult az államháztartás nettó külső adósságának mérséklődéséhez.

A bankrendszer nettó külső adóssága az elmúlt évek nagymértékű csökkenésétől elmaradó mértékben csökkent 2013-ban. A bankok bruttó külföldi hitelfelvétele 2006 és 2008 között megközelítette a 25 milliárd eurót (29. ábra). Ugyanebben az időszakban a bankok nettó külső adóssága a tranzakciók miatt – a külfölddel szembeni követelések egyidejű bővülése következtében – csak 17 milliárd euróval bővült. Az elmúlt évek foko-

28. ábra

Az egyes szektorok adósság típusú forrásainak alakulása
(éves tranzakciók)



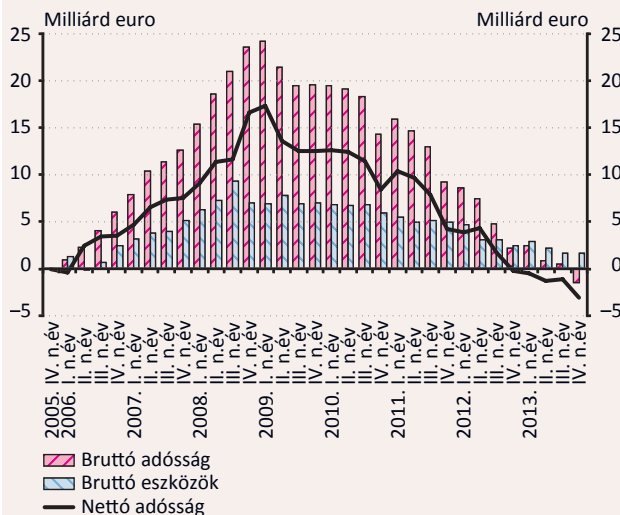
Forrás: MNB.

zatos forráscsökkenését szintén mérsékelte a külföldi eszközök eladása, így a nettó forráskivonás elmaradt a külföldi források csökkenésétől. A 2006-tól kumulált tranzakciós adatok szerint a bankrendszer (bruttó és nettó) külső adóssága 2013 végén elmaradt a bázisidőszaktól. A nettó külső adósság alakulását az elmúlt három évben vizsgálva elmondható, hogy míg a bankok 2011–2012-ben – a háztartások végtörlesztéssel is támogatott fokozottabb nettó hiteltörlesztése következtében – nagyobb mértékben fizették vissza külföldi hiteleiket, addig 2013-ban a szektor nettó forráskiáramlása lelassult. A bankrendszer nettó külső adóssága a IV. negyedévben ugyanakkor számottevően, közel 2 milliárd euróval csökkent. A mérséklődésben szerepet játszhatott a vállalati szektor hitelállományának IV. negyedévben tapasztalt jelentős csökkenése is: a bankok a felszabaduló forrásból külföldi tartozásaikat mérsékelhették.

A bankrendszer korábbi dinamikus forráskiáramlása 2013-ban lassult, amiben a lakosság likvid eszközöket és állampapírt preferáló portfólióátrendezése is szerepet játszhatott. 2013-ban a bankok nettó külső adóssága – szemben a korábbi évek 4-4,5 milliárd eurós kiáramlásával – tranzakciókból eredően kevesebb mint 3 milliárd euróval mérséklődött. Az alacsonyabb forráskivonás elsősorban a bruttó források visszafogottabb csökkenésére vezethető vissza. Az alacsonyabb bruttó forráskivonáshoz hozzájárulhatott az is, hogy a háztartások 2013-ban több mint 800 milliárd forinttal mérsékeltek a bankoknál elhelyezett betéteiket (lásd később, a megtakarítási megközelítésnél). A lakossági betétkivonás révén szűkül a bankok rendelkezésére álló források mértéke, amelyből csökkenthetik külső tartozásaikat. A magasabb nettó forráskivonás irányába mutatott ugyanakkor az, hogy a bruttó és nettó forráskivonás

29. ábra

A bankrendszer külföldi adósság- és követelétranzakcióinak alakulása
(kumulált tranzakciók)



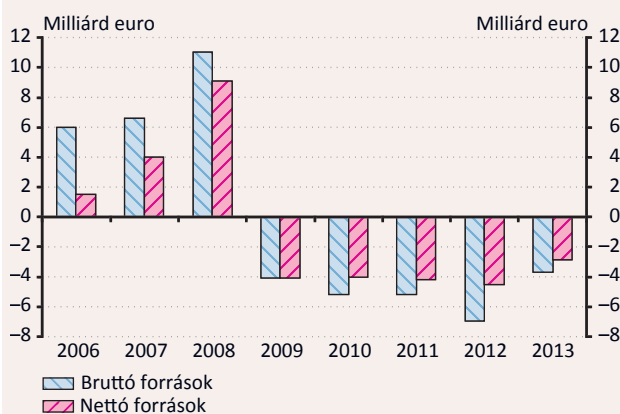
Forrás: MNB.

közi különbséget adó külföldi eszközök 2012-höz képest csak kisebb mértékben csökkentek.

Az MNB-vel konszolidált államháztartás az elmúlt két évben fokozatosan csökkentette nettó külső adósságát. A tranzakciókat vizsgálva az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága – amely figyelembe veszi a devizatartalékokban mint külföldi követelésben bekövetkezett változásokat is – 2011 végéig emelkedett, azóta azonban fokozatosan mérséklődik (az árfolyamtól szűrt, kumulált tranzakciós adatok alapján 2013 IV. negyedévére már a válság kitörése előtti szintekre csökkent). Ehhez a fokozatos mérséklődéshez az is hozzájárulhatott, hogy az államháztartás hiánya 2012-ben a GDP 2 szá-

30. ábra

A bankrendszer nettó és bruttó forrásainak alakulása
(éves tranzakciók)

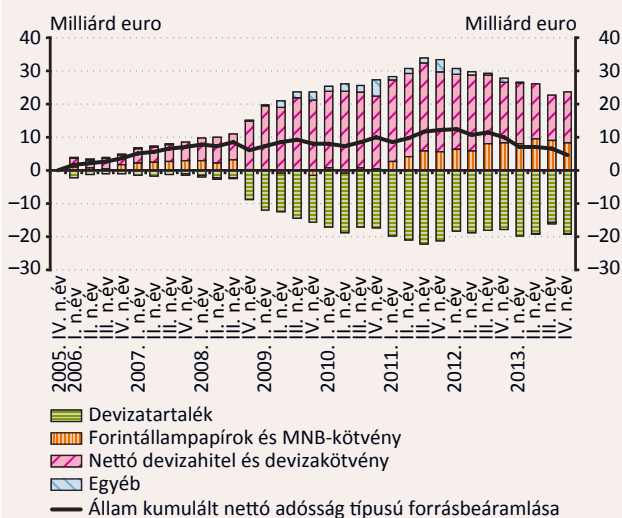


Forrás: MNB.

31. ábra

Az MNB-vel együtt vett állam nettó külső adósságváltozásának felbontása

(kumulált tranzakciók)



Forrás: MNB.

zaléka körül, 2013-ban pedig 3 százalék alatt alakult. Ezenkívül a lakosság fokozottabb bevonása az állam finanszírozásába is lehetővé tette, hogy a szektor nettó külső adóssága az elmúlt években nagyobb mértékben csökkenjen.

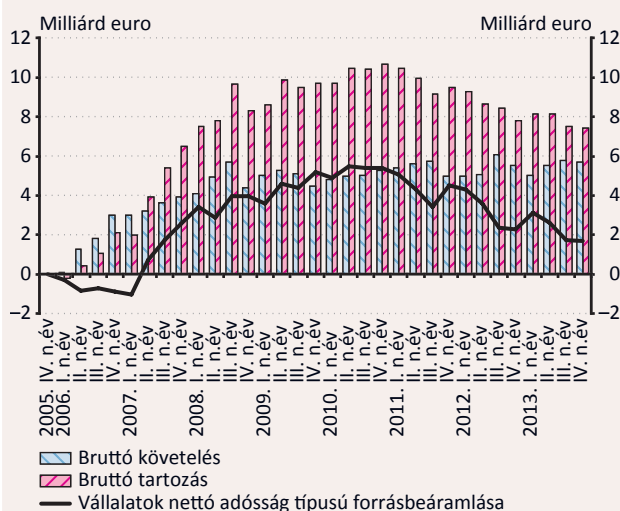
Az államháztartás nettó külső adóssága tovább mérséklődött 2013 IV. negyedévében, ami főként a külföldiek csökkenő állampapír-állományának, illetve az EU-transzferek miatt emelkedő devizatartaléknak köszönhető. 2013 IV. negyedévében közel 2 milliárd euróval csökkent a konszolidált államháztartás nettó külső adóssága, ami több tényező eredményeként alakult ki (31. ábra).

- Összességében közel 0,8 milliárd euróval csökkent a külföldiek forintállampapír és MNB-kötvény-állománya. A külföldiek elsősorban a forintkötvény-piacon léptek fel eladóként (0,4 milliárd euró), a diszkontkincstárjegy-állományuk nem változott érdemben. Emellett az MNB-kötvény-állományukat is számottevően, közel 0,4 milliárd euróval csökkentették, aminek jelentős része az év végi mérlegkiigazításokhoz kötődött. A novemberi devizakötvény-kibocsátás közel 2 milliárd euróval növelte ugyan a külföldiek kitettséget, de mégsem befolyásolta a nettó külső adósság mértékét, mivel a befolyt deviza az állami devizabetét növekedésén keresztül végső soron a devizatartalékokat is növelte.
- Az állam nettó külső adósságát tovább csökkentette a devizatartalékok EU-transzferek miatti emelkedése is. A kifizetések felfüggesztésének megszüntetése után az Európai Bizottság jelentős összegű forrást utalt át, ami a devizatartalékok szintjében is jelentkezett. Mivel az állam még a IV. negyedévében

32. ábra

A vállalatok nettó külső adósság jellegű forrásainak alakulása

(kumulált adatok)



Forrás: MNB.

nagyrészt kifizette ezeket a támogatásokat a magánszektornak, így az állam EU-val szembeni tartozása negyedéves szinten csak kisebb mértékben emelkedett. Összességében tehát az EU-transzfer-beáramlás növelte a devizatartalékokat, így mérsékelte a konszolidált államháztartás nettó külső adósságát.

A vállalatok kumulált nettó külső adóssága a válság kitörése előtt meredeken, azt követően kisebb mértékben emelkedett, míg 2011 óta lassan mérséklődik. A vállalatok külső tartozása már 2006-tól is jelentősen emelkedett, a szektor külföldi eszközeinek nagyobb bővülése azonban átmenetileg ellensúlyozta azt – így a vállalatok nettó külső adóssága nem változott érdemben. Később a nagyobb mértékű külföldi hitelfelvétel számottevően növelte a vállalatok nettó külső adósságát, ami a válság kitörését követően még tovább emelkedett, és csak 2011-től kezdett mérséklődni. A csökkenés következtében a vállalati szektor kumulált tranzakciókat mutató időszora – ami lényegében az árfolyamhatástól szűrt adatokat jelenti – 2012 második felétől már a válság előtt megfigyelhető szintre súlylyodt, ami a vállalatok külföldi forrásellátottságának szűkülését is jelzi. Vagyis a vállalatok hosszabb ideje tartó nettó pénzügyi megtakarítói pozíciója (lásd a megtakarítási megközelítésnél) a szektor csökkenő nettó külső adósságában is tükröződik. A nettó megtakarítói pozíció tehát egyrészt azt jelezheti, hogy a vállalatok megtermelt jövedelmüknél kevesebbet ruháznak be, másrészt, hogy a szektor külföldi hitelei szűkülnek.

2013 IV. negyedévében szinten maradt a vállalatok nettó külső adóssága. A IV. negyedévében a vállalatok nettó külső adóssága – a külföldi hitelek és a külföldi eszközök párhuzamos enyhé csökkenésének köszönhetően – nem változott érdemben.

4. Adósságráták alakulása

A válság kitörését követően a forint leértékelődése, illetve a nominális GDP csökkenése következtében az adósságráták számottevő mértékben emelkedtek. A jelentős forráskiáramlás, illetve a nominális GDP növekedésének eredményeképpen azonban 2010 közepétől elkezdődött a külső adósságmutatóink korrekciója. A nettó külső adósság a válság kezdetén tapasztalt 60 százalékról a GDP 35 százalékára csökkent, ami már alacsonyabb, mint 2006-ban volt. A szektorális bontást tekintve a bankok és az államháztartás nettó külső adóssága az alkalmazkodásnak köszönhetően számottevően alacsonyabb, mint a válság kitörésekor. Eközben a vállalatok nettó külső adóssága a IV. negyedévben a 2008 közepén megfigyelt szintek körül alakult. A nettó külső adósság mellett az ország bruttó külső adóssága is tovább mérséklődött a IV. negyedévben, a GDP 88 százalékára. A hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság szintje ugyanakkor egy 2014. novemberi lejárat miatt a 2013 első felében jellemző szintre, 28 milliárd euró közelébe emelkedett a IV. negyedévben.

Ebben a fejezetben a külső adósság szintjét és annak összetételét mutatjuk be. Az adósságráták alakulásának fontos szerepe van hazánk külső sérülékenységének megítélésében. A külső adósság állományi mutatóinak változása jellemzően hasonló képet mutat, mint ami a finanszírozási folyamatok között már bemutatott, adósság típusú tranzakciókból kiolvasható. A tranzakciós adatokhoz képest ugyanakkor többletinformációt jelent, hogy az állományi típusú adatok tartalmazzák a deviza- és értékpapírok árfolyamváltozásaiból származó hatásokat is, illetve, hogy így a szintek is vizsgálhatók, amelyek könnyebben összehasonlíthatók más időszakok adataival, szemben a kumulált tranzakciókkal. A nettó külső adósság a bruttó, külfölddel szembeni tartozások és külfölddel szembeni adósság típusú követelések eredőjeként adódik (ez utóbbi tartalmazza a jegybank külföldi követeléseit, a devizatartalékot is).¹²

4.1. NETTÓ KÜLSŐ ADÓSSÁG

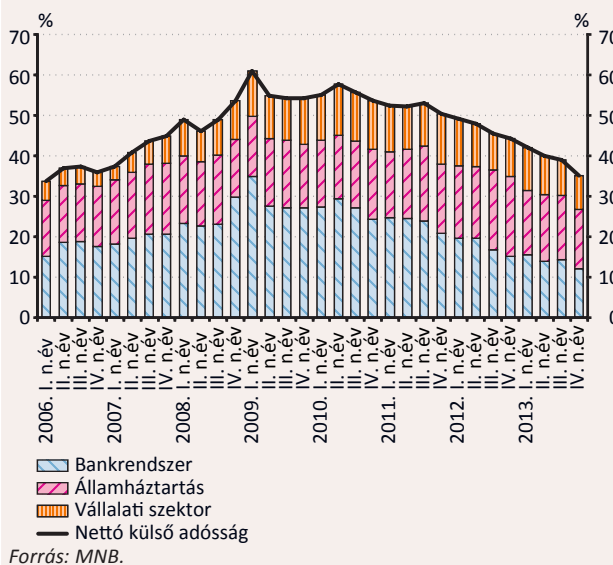
A IV. negyedévben is folytatódott a nettó külső adósság csökkenése. A nettó külső adósság a GDP 35 százalékára csökkent, így az már a 2006-ban tapasztalt szinten tartózkodik (33. ábra). A bankszektor nettó külső adóssága az előző negyedévi enyhe emelkedése után a IV. negyedévben újra csökkent, amiben szerepe lehetett a vállalati szektor hitelállomány jelentősebb mérséklődésének is. A bankok nettó külső adóssága így már lényegesen alacsonyabb szintet ért el, mint a válság kitörésekor. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a IV. negyedévben a GDP közel 1,5 százalékával csökkent, aminek nagyobb része a külföldiek állampapír-állományának csökkenéséhez és a devizatartalékok EU-transzferek miatti emelkedéséhez köthető – ennek következtében az állam nettó külső adóssága is 2006 óta nem tapasztalt szintre süllyedt. A vállalati

tok nettó külső adóssága nem változott érdemben, továbbra is az utóbbi évek egyik legalacsonyabb szintjét figyelhettük meg.

A nettó külső adósság utóbbi időszakban bekövetkezett csökkenésében a legnagyobb szerepe az adósság típusú forráskiáramlásnak volt, de a GDP növekedése is hozzájárult, míg az átértékelődés összességében fékezőleg hatott. A GDP-arányos nettó külső adósság változása három tényezőre bontható: a tranzakciókra, az átértékelődésre és a nominális GDP változására. Az emelkedő finanszírozási képességgel összhangban a nettó külső adósság 2010 közepétől kezdődő csökkenésében

33. ábra

A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása
(GDP-arányos értékek)



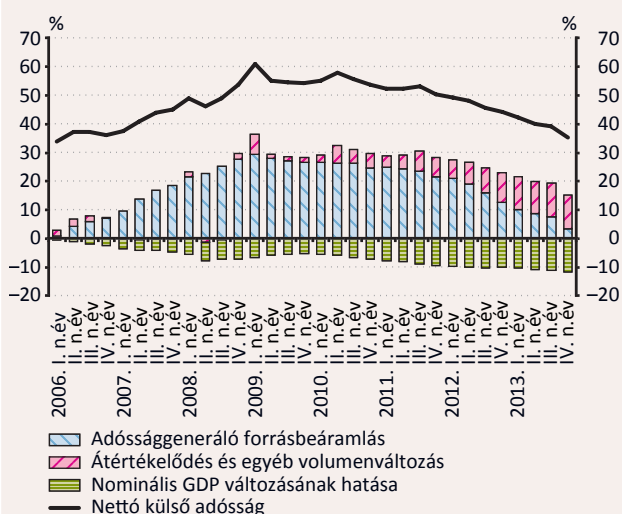
Forrás: MNB.

¹² A tulajdonosi hiteleket továbbra sem tekintjük külső adósságnövelő tételnek – erről részletesebben lásd a 3. keretes írást.

34. ábra

A nettó külső adósság változásának összetevői

(kumulált, GDP-arányos érték, 2005 vége = 0)

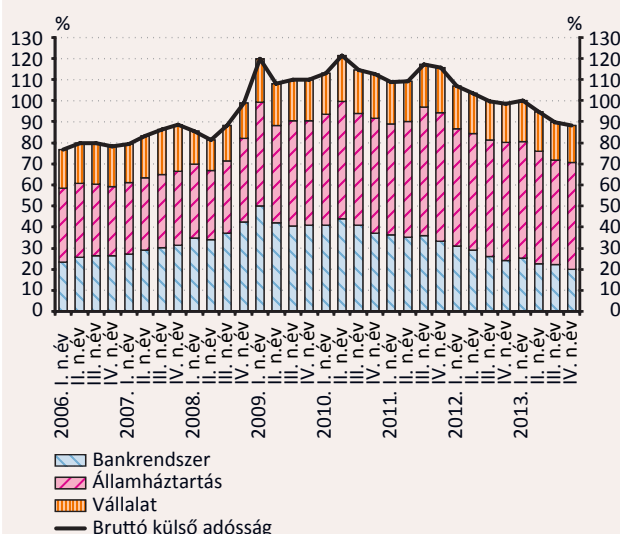


Forrás: MNB.

35. ábra

A bruttó külső adósság szektorok szerinti felbontása

(GDP-arányos értékek)



Forrás: MNB.

a legnagyobb szerepe a külső adósság visszafizetésének volt, a közel 20 százalékpontos GDP-arányos csökkenés legnagyobb részét a tranzakciók alakulása magyarázza. Az átértékelődés ugyanakkor az ellenkező irányba hatott: a forint leértékelődése a nettó külső adósság devizában denominált részét növeli, míg a forintban mért GDP esetében ilyen azonnali hatás nem jelentkezik. 2012–2013 folyamán még a forintállamkötvények átértékelődésének is volt hatása, a hosszú hozamok csökkenése ugyanis az értékpapírok árfolyamának emelkedésén keresztül növeli a külső adósságrátát.¹³ A IV. negyedévben a forint közel 0,5 százalékos felértékelődése kismértékben csökkentette a nettó külső adósság mértékét. Emellett a nominális GDP fokozatos növekedése is enyhén mérsékelte a GDP-arányos nettó külső adósságot. Érdemes még azt is megjegyezni, hogy a válság alatti nominális GDP-visszaesés még a ráta növekedését okozta, az utóbbi évek növekedése ugyanakkor már kompenzálta a válság alatti hatást.

4.2. BRUTTÓ KÜLSŐ ADÓSSÁG

A bruttó külső adósság csökkenése a IV. negyedévben is folytatódott. Az ország bruttó külső adóssága az előző negyedévek érdemi csökkenése után csak kisebb mértékben, a GDP 88 százalékára csökkent a IV. negyedévben. A bruttó külső adósságban a nettó mutatóban tapasztaltnál kisebb mérséklődés volt megfigyelhető, amiben a devizakötvény-kibocsátásnak volt a legnagyobb szerepe – ez ugyanis növeli a bruttó külső adósságot.

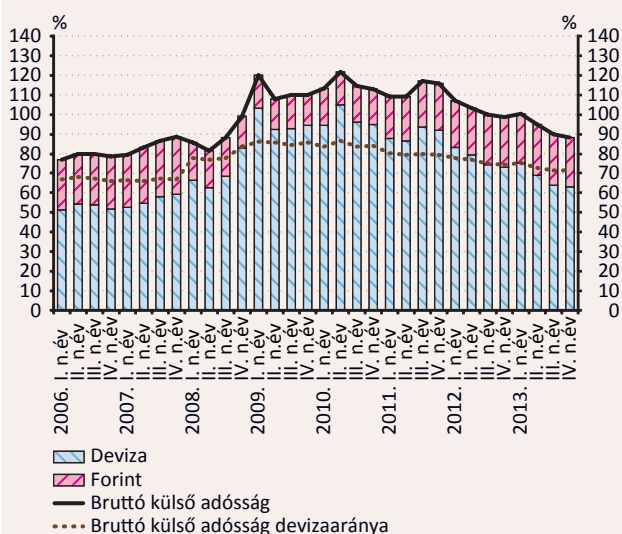
ságot, miközben a devizatartalék egyidejű növekedése miatt nem befolyásolja a nettó értéket. A bankszektor bruttó külső adóssága kismértékben tovább csökkent, így az már érdemben elmarad a válság kitörésekor jellemző szinttől. Míg a bankok belföldi hitelállományának utóbbi években megfigyelt leépülése a külső adósság csökkenésének irányába hat, a 2013 során felgyorsult betétkivonás ezt ellensúlyozza – a kieső forrásokat a bankoknak más, esetenként külföldi forrással kell helyettesíteniük, ami fékezőleg hathat a forráskivonás ütemére. A három szektor közül továbbra is az államháztartás bruttó külső adóssága a legmagasabb. A tágabb értelemben vett, MNB-t is tartalmazó államháztartási szektor bruttó adóssága még mindig a teljes külső adósság több mint felét teszi ki. A válság előtt a szektor külső adóssága a teljes adósság 40 százaléka körül mozgott, és a pénzügyi válság kitörésekor – a nemzetközi szervezetektől származó hitel felvételével, illetve az árfolyam nagymértékű gyengülésével párhuzamosan – ugrott meg nagyobb mértékben. A másik két szektortól eltérően itt később, csak 2012 elejétől kezdve figyelhetünk meg egy GDP-arányosan csökkenő trendet, a válság kitörését követő években még – részben a forintgyengülés okozta átértékelődések miatt – emelkedett az állam bruttó külső adóssága.

A bruttó külső adósságon belüli devizaarány a 2010 közepi 85 százalékos csúcstól folyamatosan mérséklődött az elmúlt negyedévekben, a IV. negyedévi devizakötvény-kibocsátás hatására azonban az év végén 70 százalék felett stagnált.

¹³ A fizetésimérleg-statisztikákban az értékpapírok piaci árfolyamon szerepelnek – ezzel ellentétben az államadósságra vonatkozó uniós statisztika névértéken számolja el az állampapírokat.

36. ábra

A bruttó külső adósság devizanem szerinti szerkezete
(GDP-arányos értékek)



Forrás: MNB.

A bruttó adósság devizanemek szerinti megbontása is egy, sérülékenységi szempontjából fontos mutató, a devizaarány emelkedése növeli a kockázatokat: részben a törlesztések devizaliquiditási igénye miatt, részben az esetlegesen gyengülő árfolyam adósságot növelő hatásából eredően. A devizákban denominált bruttó adósság teljes bruttó adósságon belüli aránya – a devizakötvény-kibocsátás hatására – 70 százalék felett stagnált a IV. negyedévben, ami még így is kismértékben elmarad a válság kitörése előtti aránytól. Ez az érték ugyanakkor elfedi a szektoronkénti különbségeket. A magánszektorban a külső adósság szinte teljes egésze (megközelítőleg 90 százaléka) devizában denominált, ezen belül is csak a bankszektorra jellemző, hogy forintadóssággal rendelkezik (ami részben a külföldi bankok forintlikviditásának kezeléséhez köthető). Az államháztartás esetében a devizaarány lényegesen kisebb, 60 százalék körüli, tekintettel a külföldieknél levő jelentős mennyiségű forintállampapírra. Ez az érték azonban meghaladja a válság előtti szintet: míg az IMF–EU-hitel felvétele és a forint válság alatti gyengülése ezt az arányt érdemben növelte, addig az IMF–EU-hitelek törlesztése és a növekvő forintfinanszírozás az államadósság devizaarányának csökkenése irányába hatott. Érdemes azt is megjegyezni, hogy bár a forintadósság kedvezőnek tekinthető (hisz visszafizetéséhez nem kell devizaliquiditás, illetve a leértékelődés nem befolyásolja GDP-arányos értékét), a külföldiek forintállampapír-állományon belüli magas arányát a befektetők szintén sérülékenységi pontnak tekinthetik.

4.3. RÖVID KÜLSŐ ADÓSSÁG

A hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság mértéke közel 1,5 milliárd euróval, 28 milliárd euró közelébe emel-

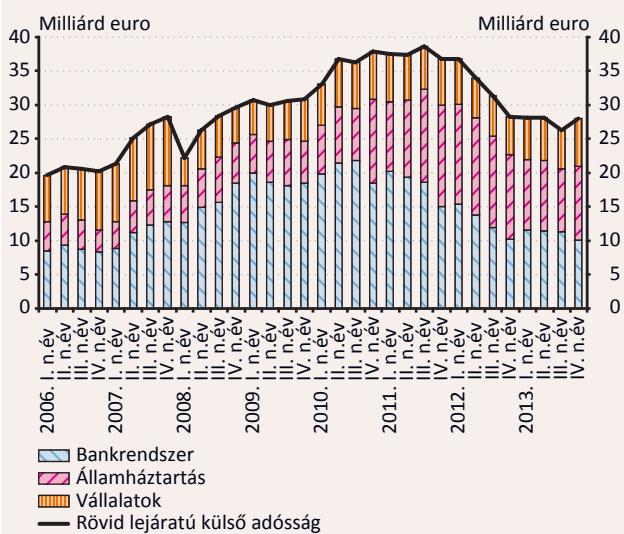
kedett a IV. negyedévben, így 2013 végén az év első felében jellemző szint körül alakult. A jegybanki devizatartalék külföldi befektetők által elvárt szintje szempontjából kiemelten fontos a bruttó rövid külső adósság alakulásának az elemzése (lásd a 4. keretes írást), így a következőkben szektorok szerint mutatjuk be a rövid külső adósság alakulását.

- A vizsgált időszakban az államháztartás rövid külső adóssága 1,5 milliárd euróval emelkedett. Ez a növekedés több tényező eredményeként adódott – a 2014 novemberében esedékes, 2 milliárd eurós EU-hitel-törlesztés éven belülivé válását más adósságelemek csökkenése részben ellensúlyozta. Az állam berövidülő külső adósságának csökkenése irányába hatott, hogy a Magyar Nemzeti Vagyongazdálkodási (MNV) a 2014-ben lejáratú – Richter-részvényekre átváltható – kötvénysorozat helyett új, 2019-ben lejáratú sorozatot bocsátott ki. Emellett egy októberben lejárt, nagyrészt a külföldiek által tartott forintállamkötvény törlesztése is mérsékelte a rövid külső adósságot. Az államháztartás eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssága ugyanakkor nem változott érdemben.
- A bankszektor rövid külső adóssága közel 1,2 milliárd euró értékben mérséklődött, amiben az eredeti futamidő szerinti rövid (500 millió euró), illetve a berövidülő külső adósság csökkenése is szerepet játszott (700 millió euró). Az eredetileg hosszú, de éven belülivé váló adósság mérséklődéséhez egyrészt a berövidülő adósság törlesztése, másrészt a berövidülő adósság – az eredeti lejáratnál korábbi – előtörlesztése is hozzájárult. A bankok eredetileg rövid futamidejű adóssága az előző negyedévben tapasztalt emelkedését követően ismét mérséklődött a IV. negyedévben, ezáltal a historikusan alacsony, 8 milliárd euró közelébe süllyedt.
- A vállalati szektor rövid külső adóssága mintegy 1,3 milliárd euróval emelkedett, aminek következtében a rövid külső adósság szintje kismértékben meghaladja az elmúlt évek átlagát. A növekedés döntő része egy vállalati tartozás éven belülivé válásához köthető.

A rövid külső adósság szintje továbbra is magasnak tekinthető, de már jelentősen elmarad a 2011 közepi 38 milliárd eurós csúcsponttól. A IV. negyedévi enyhe emelkedés hatására a rövid külső adósság visszatért a 2013 első felében tapasztalt szintre, ugyanakkor a hátralévő futamidő szerinti rövid adósság mértéke már elmarad a 2008 végén megfigyelt értéktől. Szektoronként vizsgálva: miközben a bankszektor esetében a rövid külső adósság kisebb, mint a Lehman-csőd idején volt, az állam esetében meghaladja azt. Ez utóbbihoz olyan tényezők is hozzájárultak, amelyek nem az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) adósságkezelésével állnak összefüggésben. Például, az ÁKK derivatív ügyleteihez kapcsolódó, külföldiek által elhelyezett letéti számla növekedése nem az állam aktív forrásbevonásához, hanem a keresztárfolyamok mozgásához köthető (ezzel párhuzamosan

37. ábra

A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása



ugyanakkor a devizatartalék is emelkedik, vagyis a sérülékenységet nem befolyásolja). A külföldiek MNB-kötvény-állományának emelkedése részben a teljes állomány növekedéséhez köthető, illetve a hazai bankok külföldiekkel szembeni swapállománya is emelkedett, a külföldiek pedig a megszerzett forintlikviditás egy részét MNB-kötvényben helyezik el.

A bankszektorban a magas anyabanki finanszírozás miatt 50 százalék a rövid külső adósság teljes banki adóssághoz viszonyított aránya. Miközben a bankok és az államháztar-

tás rövid külső adóssága hasonló nagyságrendű, lényeges különbség fedezhető fel, ha a rövid külső adósságot az adott szektor bruttó adósságával mérjük össze. A bankoknál ez az arány 50 százalék körüli, azaz a bankok adósságának fele egy éven belül lejár, figyelembe véve a berövidülő adósságot is. A magas arány részben az anyabanki finanszírozásra vezethető vissza. Az államháztartásnál a rövid külső adósság aránya az állam összes külső adósságán belül 20 százalék körüli, mivel az adósságkezelő a megújítási kockázatok miatt mérsékelt rövid arányt céloz meg. A vállalati szektor rövid külső adóssága a teljes külső adósságán belül 40 százalék körüli, a vállalatoknál azonban a működőtőke jelenti a fő külföldi finanszírozási forrást, a rövid adósság inkább csak kiegészítő finanszírozást jelent, például forgóeszköz- vagy kereskedelmi hitelhez kapcsolódóan.

A viszonylag magas bruttó külső adósság miatt jelentős lejáratok következtében még nagy a külföldi forrásokra való ráutaltság. A folyó fizetési mérlegből látható képet érdemes tovább árnyalni. A fizetési mérleg többlete és a folyamatosan mérséklődő külső adósságmutatók bár csökkentik a magyar eszközök kockázatosságát, ugyanakkor nem szabad elfeledkezni a bruttó finanszírozási igényről sem. Ez alatt azt az összeget értjük, amelyre az adott időszakban a folyó fizetési mérleg hiányának és a lejáró adósságok visszafizetésének finanszírozásához összesen szükség van (a folyó fizetési mérleg többlete esetén a lejáró adósság csökkenthető a nettó finanszírozási képesség összegével). A nettó külső finanszírozási képesség tehát mérsékli ugyan Magyarország bruttó finanszírozási igényét, azonban egy adott időszakban a lejáró adósság megújítására, és ezzel számottevő új külföldi forrásra is szükség van.

4. keretes írás

Miért fontos a rövid külső adósság mértéke?

A feltörekvő gazdaságok rövid, külfölddel szembeni adósságának mértéke a külső sebezhetőségnek egyik fontos mutatóját jelenti. A rövid külső adósság az ország egy éven belül lejáró, külföldiekkel szembeni adósságát fedi le, amelynek magas szintje megújítási kockázatot jelent. Ez olyan adósságválság esetén kerülhet előtérbe, amikor a külföldi befektetők nem hajlandók megújítani egy országgal szemben lejáró követeléseiket, és egy ilyen gyors tőkekiáramlással járó helyzetben az adott ország nem tudja külföldről finanszírozni magát. Ekkor a kieső forrásokat máshonnan kell pótolni, például az ország saját tartalékaiból. Ha devizalikviditás hiányában az állam vagy a magánszektor nem képes visszafizetni külső adósságát, az csődöt vonhat maga után. A nem fizetés elkerülése jelentős alkalmazkodást, a pénzügyi megtakarítások növelését teszi szükségessé, ami gazdasági visszaeséssel járhat. Ráadásul, ha a devizaadósságot hazai devizában denominált megtakarításokból fizetik vissza, az a hazai deviza eladásával jár együtt, ami lebegő árfolyam esetén az árfolyam jelentős gyengülésével jár, és tovább mélyítheti a fizetési mérleg-válságot. Rögzített árfolyamrendszer esetén pedig a devizatartalék csökkenését okozhatja, ami végső esetben az árfolyamrendszer feladásával, árfolyamválsággal járhat.

Korábban a devizatartalékok szükséges szintjének megállapításánál nem volt jelentősége a rövid külső adósságnak. Az 1990-es évek árfolyamválságait megelőzően két kitüntetett mutatót néztek a befektetők. Egyrészt az *importfedezeti mutatót*, mely szerint 3 havi importra elegendő fedezetet kell nyújtania a tartalékoknak. Ez egy olyan típusú fizetési válság esetében releváns, amikor az exportértékesítési lehetőségek beszűkülnek, és az importhoz szükséges deviza csak a tartalékból biztosítható. A másik népszerű hűvelykijelző a *pénzmenyiség alapú szabály*, mely szerint a tartalékoknak valamely monetáris aggregátum adott hányadát kell fedeznie. Ez a devizára való átváltásból eredő

tartalékigényt próbálja megragadni egy olyan válsághelyzetben, amikor belföldi szereplők elkezdnek megszabadulni betétben vagy készpénzben tartott megtakarításaiktól, azokat biztonságosnak vélt külföldi devizára váltva.

A rövid külső adósság a latin-amerikai és a délkelet-ázsiai válságok nyomán került előtérbe mint a devizatartalék optimális szintjét meghatározó mutató. Az 1990-es években a rövid külső adósság jelentősen nőtt egyes latin-amerikai és délkelet-ázsiai országokban. A korábban jellemző tőkekorlátozást követően a devizaliberalizáció terjedése egyre inkább lehetővé tette a rövid futamidejű külföldi hiteleket. Az 1994–1995-ös mexikói, 1997–1998-as délkelet-ázsiai és 1998–1999-es brazil válság kitöréséhez hozzájárult, hogy a rövid külső adósság lényegesen meghaladta a devizatartalékot. Ezen országok jelentős tőkekivonást szenvedtek el, aminek ellensúlyozásához a devizatartalék nem voltak elegendő, így a rögzített árfolyamrendszer feladására kényszerültek. E válságok tapasztalata nyomán Pablo Guidotti, az argentin jegybank korábbi alelnöke és Alan Greenspan, az amerikai Fed volt elnöke javaslatai alapján született meg a *Greenspan–Guidotti-szabály* 1999-ben. E szerint a devizatartaléknak fedeznie kell a rövid külső adósságot, hogy a külső finanszírozás hirtelen leállása esetén is képes legyen az ország a lejáró külső adósság finanszírozására. A mutatóban a befektetők figyelembe veszik a hazai devizában denominált rövid külső adósságot is – ennek visszafizetéséhez nincs ugyan szükség devizára, annak eladása a külföldi szereplők részéről ugyanakkor árfolyamgyengülést válthat ki, ami szükségessé teheti a devizatartalék felhasználását. A statisztikák megkülönböztetik az *eredeti futamidő szerinti rövid* adósságot és a *berövidülő* (eredetileg hosszú, de éven belülivé vált) *adósságot* – utóbbit is figyelembe kell venni a rövid külső adósságban, mivel közgazdasági értelemben nem különböznek.

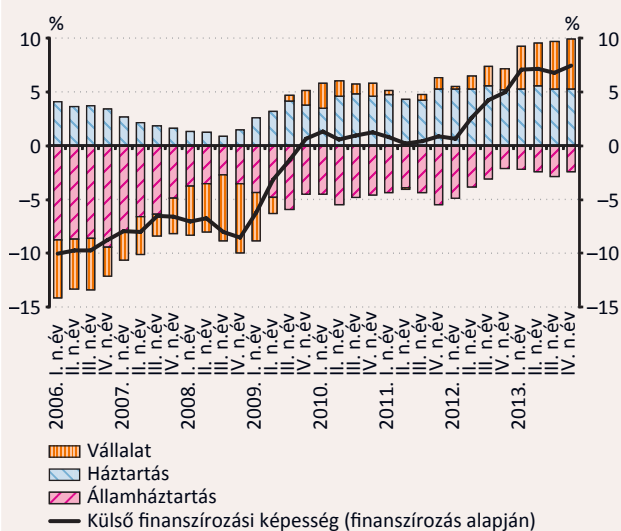
5. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés

A válság után számottevő mértékben emelkedő külső megtakarítói pozícióban az összes szektor szerepet játszott. Egyrészt a külső és belső forrásbevonási lehetőségek beszűkülése, a mérlegalkalmazkodás és az óvatossági motívum erősödése a magán-szektor nettó pénzügyi megtakarításának emelkedésével járt. Másrészt a gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának javulásához az állam – visszafogott költekezés mellett – alacsony finanszírozási igénye is hozzájárult. A vállalatok finanszírozási képessége az év folyamán – vélhetően a jelentős EU-transzfereknek is köszönhetően – jelentősen emelkedett, míg a háztartások pénzügyi megtakarítása magas szinten stabilizálódott.

A továbbiakban a külső egyensúlyi folyamatok alakulását megtakarítási megközelítésben mutatjuk be az egyes szektorok finanszírozási képességén keresztül. A hazai szektorok finanszírozási képességének (nettó pénzügyi megtakarításának) összege ugyanazt adja, mint amit a finanszírozási megközelítésnél láttunk, mivel a hazai gazdaság finanszírozási képessége végső soron a külföld finanszírozásában csapódik le. Különbséget jelent ugyanakkor, hogy míg a finanszírozási megközelítésnél azt vizsgáltuk, hogy az egyes szektorok közvetlenül hogyan finanszírozzák magukat külföldről (így kiemelt szerep jut a bankoknak, hiszen a lakosság szinte kizárólag, a vállalatok pedig részlegesen a bankokon keresztül intézik külföldi tranz-

akcióikat), a megtakarítási megközelítésnél az egyes szektorok nettó pénzügyi megtakarításait elemezzük. A megtakarítási szemléletmód többet árul el az egyes szektorok viselkedéséről, így a külső finanszírozási képesség alakulására a reálgazdasági megközelítéshez képest más típusú magyarázatokat adhatunk. Az egyes szektorok pénzügyi megtakarításának alakulását mutató pénzügyi számlák segítségével vizsgálhatók többek között a hazai szektorok megtakarításai közti átrendeződések is, illetve a gazdaság finanszírozási képességét szektorok szerint bontva megfigyelhetjük a mögöttes finanszírozási folyamatokat, így az esetlegesen kialakuló egyensúlytalanságokra könnyebben fényt deríthetünk.

38. ábra
Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége
(négy negyedéves GDP-arányos adatok)



Megjegyzés: Az államháztartásnál a pénzügyi számlák szerinti finanszírozási igényt mutatjuk be, 2011-ben korrigálva a magán-nyugdíjpénztári vagyonátadással.
Forrás: MNB.

A külső finanszírozási képesség magas szintjéhez a háztartási és vállalati szektor jelentős finanszírozási képessége, illetve az államháztartás visszafogott költekezése is hozzájárult. A háztartások négy negyedéves nettó pénzügyi megtakarítása – vélhetően a reáljövedelmek emelkedéséhez köthetően – magas, a GDP 5 százalékát meghaladó szinten stabilizálódott (38. ábra). A konszolidált államháztartás négy negyedéves eredményszemléletű finanszírozási igénye – az adóbevételek előző évhez képest változó szezonálisitása következtében – csökkent, így a szektor finanszírozási igénye az elmúlt évekhez képest továbbra is alacsonynak tekinthető. A vállalati szektor pénzügyi megtakarítása az év folyamán emelkedett, amiben a jelentős EU-transzfer-beáramlás is szerepet játszott.

5.1. HÁZTARTÁSI SZEKTOR

A háztartások finanszírozási képessége a válság óta fokozatosan emelkedett, és az elmúlt három évben magas szinten stabilizálódott (39. ábra). A válságot követően a lakosság megtakarítási viselkedésében törés következett be. A válságot megelőzően jelentős hitelfelvétel mellett csekély volt a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása – vagyis a háztartások a gazda-

ság többi szereplőjének forrásigényét nem finanszírozták, így azt döntő mértékben külföldi források fedezték. Ugyanakkor a válság hatására a nettó hitelfelvétel jelentősen visszaesett, és a lakosság elkezdte visszafizetni korábban felvett hiteleit. Ezzel egy időben a lakosság bruttó pénzügyi megtakarítása is mérséklődött, ami többek között amiatt is bekövetkezhetett, mert a korábban a lakosság által felvett hitelek egy része a lakásvásárlásokon keresztül más háztartások megtakarításait növelte. Az eszköz- és forrásoldali folyamatoknak köszönhetően a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása a válságot követően emelkedésnek indult, és az elmúlt időszakban a GDP 5 százaléka fölött alakult. Ez azt is jelenti, hogy a háztartások óvatossági megfontolásból – a korábbi viselkedésükkel szemben – megtermelt jövedelmük régebben jellemzőnél kisebb részét költik fogyasztásra és felhalmozásra, míg nagyobb részét megtakarításra fordítják. Ezzel a lakosság – adósságának törlesztésén felül is – forrásokat biztosít a gazdaság egyéb szektorai számára. Ezeket a forrásokat ugyanakkor az elmúlt évek során a gazdaság többi szereplője is leginkább külső adósságának csökkentésére használta fel.

2013 IV. negyedében a háztartások nettó finanszírozási képessége enyhén nőtt: szezonálisan igazítva meghaladta a GDP 5 százalékát. A háztartások 2013 IV. negyedévi nettó pénzügyi megtakarítása továbbra is csökkenő hitelállomány és bővülő pénzügyi eszközök mellett alakult ki (39. ábra). A lakosság nettó hitelfelvétele csökkent a negyedév során, és továbbra is negatív – vagyis a tranzakciók alapján a lakosság több hitelt törleszt, mint amennyit felvesz. Tehát a válság hatására elindult forrásoldali alkalmazkodás továbbra is tart a lakoságnál, ennek szezonálisan igazított mértéke a IV. negyedévben a GDP 1,7

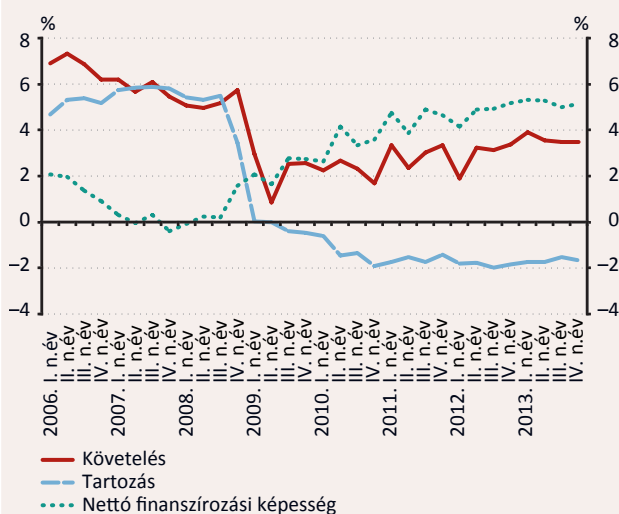
százaléka körül alakult. Eszközoldalon a lakosság a megelőző negyedévekhez hasonló mértékben, a GDP közel 3,5 százalékaival növelte pénzügyi eszközeit. A pénzügyi eszközök felhalmozásában ugyanakkor a mögöttes folyamatok az év eleje óta a lakosság bankbetétektől történő elfordulását mutatják, míg az értékpapír típusú eszközökben jelentősebb megtakarításokat helyeztek el, aminek hatása lehetett a többi szektor külföldi adósságfolyamatainak alakulására is.

A lakosság 2006 óta többször is jelentősen megváltoztatta pénzügyi eszköz-portfóliójának összetételét: 2013-ban ez a bankbetétek nagymértékű leépítését eredményezte. A lakosság pénzügyi megtakarításainak kumulált adatait tekintve láthatjuk, hogy a lakosság a pénzügyi válság kitörését követően átrendezte pénzügyi eszközeit (40. ábra). A kumulált tranzakciós adatokban röviddel a válságot követően megfigyelhető a bankbetétek nagymértékű emelkedése. Ez a folyamat valószínűleg a bankbetétek – jegybanki alapkamattal összhangban – emelkedő kamatának, illetve a válság miatt erősen csökkenő kockázattal járó hajlandóságnak köszönhető. Ezzel egy időben a lakosság csökkentette befektetési jegyekben, illetve állampapírban tartott megtakarításainak nagyságát, ami részben a bankbetéteket preferáló portfólióátrendeződés következménye lehetett, ugyanakkor az is elképzelhető, hogy a lakosság a válság után a hitelszűke közepette finanszírozási helyzetének javítása érdekében egyszerűen eladta néhány eszközét. A lakosság pénzügyi eszközökkel kapcsolatos preferenciájának megváltozására 2012-ben utaltak újabb jelek: ekkor bővülést figyeltünk meg a lakosság állampapír- és befektetési jegy-megtakarításai körében, ugyanakkor a háztartások továbbra is helyeztek el megtakarításokat bankbetétekben. Ez a viselkedés 2013-ra annyiban változott meg, hogy a lakosság nagymértékben csökkentette bankbetétekben tartott megtakarításait, mialatt készpénz és értékpapír típusú megtakarításait tovább növelte.

39. ábra

A háztartások nettó finanszírozási képessége

(szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)



* A nyugdíjpénztári megtakarításokkal, végtörlesztéssel és a reálhozam-kifizetéssel.

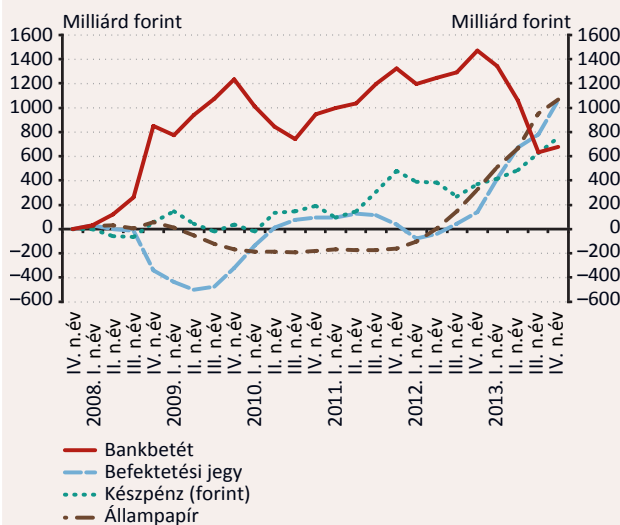
Forrás: MNB.

2013 folyamán a lakosság csökkentette bankbetét-megtakarításainak mértékét, míg jelentősen növelte állampapír-, befektetési jegy- és készpénz-megtakarításait (40. ábra). Ennek okai többek között az alacsony inflációs és kamatkörnyezet, az állampapírok magasabb hozama, a tranzakciós illeték emelkedése, valamint a kamatjövedelmekre bevezetett egészségügyi hozzájárulás is lehetnek. A lakosság eszközoldalán már 2012-ben megfigyelhető volt az értékpapír típusú eszközök felé történő elmozdulás. 2013-ban ez fokozódott, és a lakosság az előző évinél nagyobb mértékben takarított meg állampapírokban és befektetési jegyekben. Ezzel egy időben csökkentette bankbetétekben tartott megtakarításainak mértékét. Ennek ellenére 2013 végén a lakosság megtakarításainak még mindig jóval nagyobb része volt bankbetétekben, mint állampapírokban és befektetési jegyekben összesen. A lakossági készpénzállomány is jelentősen bővült 2013 folyamán, amit több tényező is okozhatott. Az alacsony inflációs és fokozato-

san mérséklődő kamatkörnyezet csökkentette a készpénztartás költségeit, míg a tranzakciós illeték emelkedése és az egészségügyi hozzájárulás kamatjövedelmekre történő kivetése szintén a készpénz-megtakarítások felé terelhette a háztartásokat. Ezzel kapcsolatban azt is érdemes megemlíteni, hogy milyen tényezők szólhatnak az állampapír, illetve befektetési jegy vásárlása mellett. Egyrészt a befektetési jegyek visszatekintő hozama és a lakosság körében népszerű állampapírok az azonos futamidejű bankbetéteknél jóval magasabb hozamot ígérnek. Másrészt azok a befektetési alapok, amelyek eszközeik több mint 80 százalékát forintállampapírokba fektetik, mentesülnek a kamatjövedelmekre tavalyi ősszel kivetett egészségügyi hozzájárulás (eho) alól. Hasonlóképpen a forintállampapírok is ehomentességet élveznek, és az azonos futamidőket tekintve a bankbetéteket meghaladó hozamokat biztosítanak.

40. ábra

A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása
(kumulált tranzakciók)



Forrás: MNB.

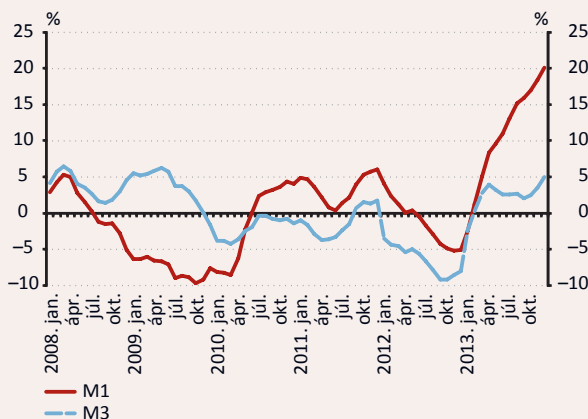
5. keretes írás

A monetáris aggregátumok elnyílásának háttere

2013 folyamán a monetáris aggregátumok növekedési üteme közötti különbség nagymértékben emelkedett. A pénzmennyiségek éves reálnövekedési üteme a múltban jellemzően hasonlóan alakult, és általában ugyanabba az irányba mozdult el – ebben nyilván az is szerepet játszott, hogy a tágabb pénzmennyiség, az M3 magában foglalja a csupán likvid eszközöket tartalmazó M1 aggregátumot is (illetve emellett még többek között a 2 éven belüli betéteket és banki értékpapírokat, illetve a pénzpiaci befektetési alapokat). A hasonló alakulás alól egy időszak jelentett kivételt: a válság kitörését követő hónapokban – vélhetően a fogyasztás visszaesése miatt is – jelentősen csökkent a likvid eszközöket tartalmazó M1 aggregátum növekedése, miközben a biztonságosabb eszközöket preferáló portfólióátrendeződés hatására az M3 aggregátum növekedése még gyorsult is (41. ábra). Az azóta eltelt három év jobbra hasonló alakulásában éles váltást jelentett a tavalyi folyamat: míg az M1 reálnövekedése év végére elérte a 20 százalékot, addig az M3-é 5 százalék alatt maradt.

41. ábra

A főbb pénzmennyiségi mutatók éves reálnövekedési üteme

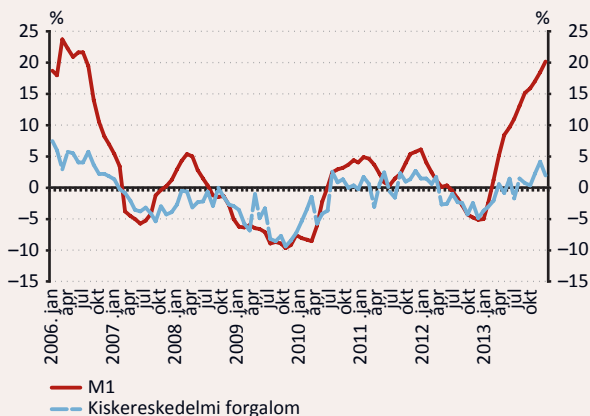


Forrás: MNB.

A pénzmennyiségek növekedési ütemének elnyílásában meghatározó szerepet játszik a lakossági portfólió átrendeződése. A növekedési ütemek közötti fokozódó eltérés hátterének megvilágítása érdekében megvizsgáltuk, hogy a különböző részletek milyen mértékben járultak hozzá az M3 aggregátum éves reálnövekedési ütemének alakulásához (43. ábra). Az egyes tényezők növekedési hozzájárulása alapján megállapítható, hogy a szűkebb és a tágabb pénzmennyiség-mutató elnyílása a háztartási szektor megtakarítási szerkezetének változásához köthető. Egyrészt az év második felében nagymértékben (mintegy 350 milliárd forinttal) emelkedett a döntő részben a háztartások tulajdonában álló forgalomban levő készpénz állománya, ami a rekordalacsony inflációval és a betéti kamatok folyamatos csökkenésével magyarázható, illetve hathatott rá a tranzakciós illeték emelkedése is. Másrészt a 2012-es csökkenést követően 2013-ban újra növekedett a kiskereskedelmi forgalom (42. ábra), vagyis az év során a lakosság bővülő fogyasztása is hozzájárulhatott a likvid eszközök növekedésének gyorsulásához.

42. ábra

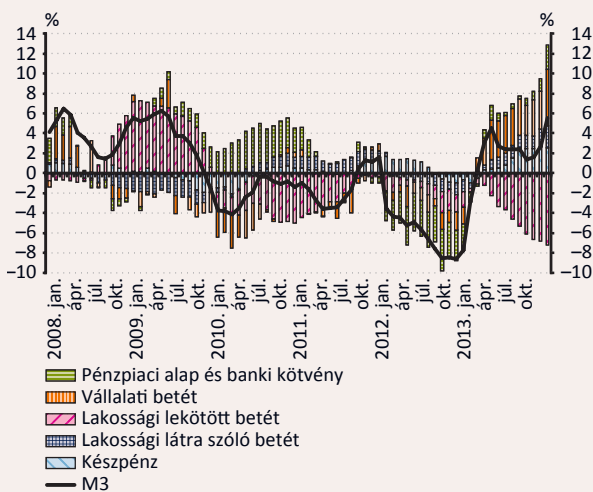
Az M1 és a kiskereskedelmi forgalom éves reálnövekedése



Megjegyzés: A kiskereskedelmi adatokban történt 2014. márciusi változtatásokat nem tartalmazza.
Forrás: MNB.

43. ábra

Az M3 éves reálnövekedési ütemének főbb tényezői



Forrás: MNB.

A háztartások korábban nem tapasztalt mértékben csökkentették lekötött betéteik állományát, ami csökkentőleg hatott az M3 növekedési ütemére (43. ábra). A betétek leépítéséből – a likvid eszközök mellett – a befektetési alapok, illetve az államháztartás profitált (az emelkedő lakossági állampapír-állományon keresztül). Fontosnak tartjuk megemlíteni, hogy a nem pénzügyi befektetési alapok is jelentős mennyiségű bankbetétet tartanak portfóliójukban (az összes pénzügyi eszközük mintegy 30 százalékát). Vagyis a nem pénzügyi befektetési alapokat is tartalmazó vállalati szektor M3-hoz való egyre nagyobb mértékű hozzájárulása is részben a lakossági portfólió átrendeződésére vezethető vissza.

Összességében a külső adósság típusú forrásoknál említett folyamatokhoz a lakossági viselkedés is hozzájárulhatott. Mint arról a finanszírozásoldali megközelítésről szóló részben már szó volt, a bankoknál 2013 során az elmúlt évektől elmaradó forráskiáramlást tapasztaltunk, miközben a konszolidált államháztartás nagyobb mértékben tudta csökkenteni külső adósságát. A lakosság eszközoldali átcsoportosítása során tapasztalt súlypontáthelyezés – ami azt is jelenti, hogy a háztartások kisebb mértékben biztosítottak forrásokat a bankok számára, míg az állam felé több új forrás érkezett – nagyban hozzájárulhatott ehhez a folyamathoz. Érdekes ugyanakkor arra is felhívni a figyelmet, hogy a lakosság befektetési jegy-vásárlásai részben továbbra is banki forrásokat jelentenek, mivel több befektetési szolgáltató is döntően bankbetétekbe fekteti a nála elhelyezett megtakarításokat. Vagyis, habár a lakosság közvetlenül csökkentette bankbetétekbe helyezett megtakarításainak mértékét, a közvetett forrásokat is figyelembe véve már jóval árnyaltabb képet kaphatunk.

5.2. ÁLLAMHÁZTARTÁS

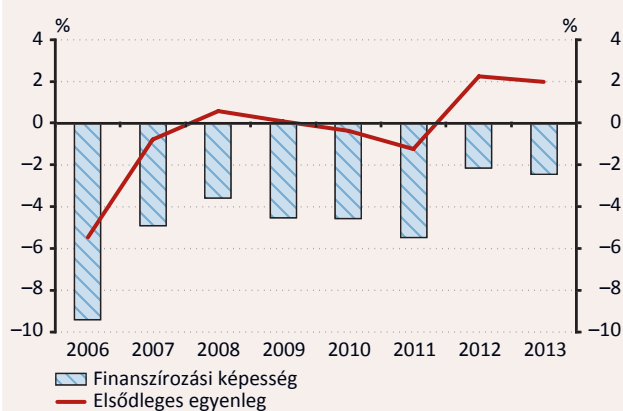
A gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának javulásához az állam alacsony finanszírozási igénye is hozzájárult 2013-ban. Az államháztartás nettó finanszírozási igénye a GDP közel 2,5 százaléka volt, ami továbbra is alacsony költségvetési hiányt

tükröz. Az államháztartás alacsony nettó finanszírozási igénye azt mutatja, hogy a válság előtt Magyarországra jellemző „ikerdeficit” – a folyó fizetési mérleg és az államháztartás egyenlegének egyidejűleg fennálló magas hiánya – szinte teljesen megszűnt. A folyó fizetési mérleg 2010 óta többletet mutat, az államháztartás hiánya pedig számottevően mérséklődött, illetve a kamatkiadások nélkül számított elsődleges egyenleg 2012 óta többletet mutat.

Az államháztartás finanszírozási igényének alacsony szintjében számos intézkedés hatása tükröződik. 2013 folyamán két lépésben hajtottak végre a költségvetésben hiánycsökkentő intézkedéseket. 2013 májusában a kormány egyes kiadások zárolását rendelte el, majd júniusban a bevételek növelésével (tranzakciós illeték, távközlési adó, bányajáradék, egészségügyi hozzájárulás) javította az államháztartás egyensúlyát. Az éves finanszírozási igényben már részben tükröződnek a megemelt bevételek, csakúgy, mint a júliustól bevezetett elektronikus útdíj. Más tényezők azonban növelték a költségvetési hiányt, amelyek közül kiadási oldalon a legjelentősebb a közoktatási szektorban végrehajtott béremelés és a közfoglalkoztatás emelése, bevételi oldalon pedig az egyes ágazatokat terhelő különadók megszüntetése (amit részben ellensúlyozott a bevezetett biztosítási, távközlési és közműadó, illetve az energiaellátók megemelt jövedelemadója).

44. ábra

Az államháztartás finanszírozási képességének alakulása
(a GDP arányában)



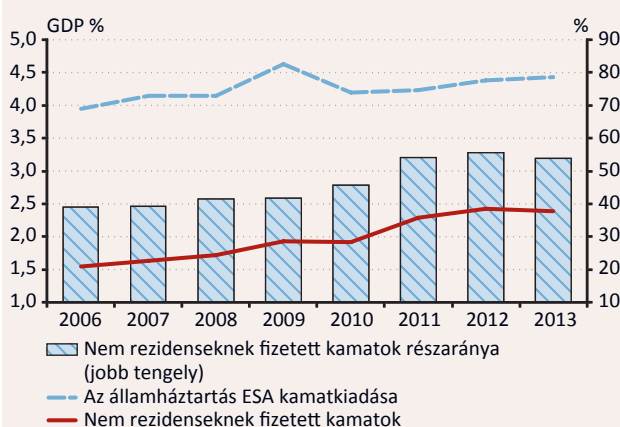
Forrás: MNB.

Az államadósság nem rezidensek részére fizetett kamata a válság kitörését követően emelkedett. Az államháztartási egyenlegen belül a nem rezidensek részére fizetett kamatkidadás jelenik meg közvetlenül a folyó fizetési mérlegben. Az állam GDP-arányos kamatkidadásai az elmúlt években enyhén emelkedő trendet mutattak, egyrészt a válság elején megemelkedő államadósság, másrészt a tartósan magas állampapírpiazi hozamok következtében. A piaci hozamok beépülése az állami kamatkidadásokba lassú folyamat, mert az államadósság múltban kibocsátott részére az akkor érvényes hozamok alapján fizet kamatot az állam. Az aktuális hozamok csak a lejáró és az újonnan kibocsátott adósság mértékéig érvényesülnek. A külföldieknek fizetett kamatok összege 2011-ben ugrott meg, amikor a magas hozamkörnyezetben számottevően növelték a befektetők a magyar állampapír-portfóliójukat. Valamint 2011-ben a nem rezidenseknek fizetett emelkedő kamatkidadásokon túl, a magán-nyugdíjpénztári portfóliók állami kézbe kerülésének összetételhatása miatt a kamatkidadások külföldieknek kifizetett részaránya is emelkedett.

Az elmúlt években a kibocsátási stratégia fokozatosan csökkentette az államadósság devizaarányát. A gazdasági válságot követően a nemzetközi szervezetektől felvett hitelek jelentősen megnövelték a devizaadósság részarányát az államadósságban. Az így kialakult szint meghaladta a Magyarország számára megfelelő mértéket, így az Államadósság Kezelő Központ az elmúlt években célul tűzte ki a devizaarány csökkentését. Ennek eredménye volt, hogy 2010-ben, 2011-ben és 2013-ban is csak a lejáró adósság fedezéséhez szükséges mértékű devizaállampapírt bocsátottak ki, az ezen felüli finanszírozási igényt pedig forintból fedezték (46. ábra). 2012-ben a nagymértékű külföldi és lakossági forintállampapír-kereslet hatására az előzetes tervekkel ellentétben az adósságkezelő nem bocsátott

45. ábra

Az államháztartás kamatkidadásainak alakulása



Forrás: MNB.

ki devizakötvényt – vagyis ebben az évben az állam lejáró devizaadósságát is alapvetően forintforrásból és már meglévő pénzügyi eszközeiből finanszírozta.

Az államadósságon belül fokozatosan csökken a külföldiek részaránya, annak mértéke ugyanakkor – részben a nyugdíjpénztári portfólióban levő állampapírok bevonása miatt – továbbra is meghaladja a válság előtt jellemző szinteket. Az államadósság finanszírozásában a válság kitörését követően a külföldiek fokozatosan emelkedő részarányát figyeeltük meg. A legnagyobb emelkedés 2011-hez kötődik, amikor a magán-nyugdíjpénztári vagyonátadás után a – korábban belföldi tulajdonban lévő állampapírok – bevonása következtében megugrott a külföldi finanszírozás részaránya (47. ábra). Ezt követően azonban az állam csökkenő nettó külső adósságával párhuzamosan – az Államadósság Kezelő Központ korábban említett célkitűzésének és az IMF-től felvett hitelek törlesztésének is köszönhetően – fokozatosan csökken a külföldiek részaránya. Ennek mértéke ugyanakkor 2013 végén továbbra is meghaladja a válság előtt jellemző szintet.

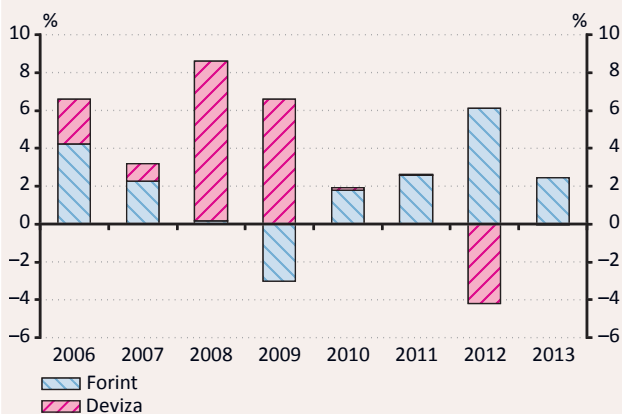
5.3. VÁLLALATI SEKTOR

A finanszírozás oldaláról számított külső finanszírozási képességben a válság kitörése után, illetve 2012 eleje óta végbe ment jelentős növekedésben döntő szerepet játszott a vállalatok finanszírozási képességének nagymértékű emelkedése. Az utóbbi két évben bekövetkezett javuláshoz a nem pénzügyi és a pénzügyi vállalatok egyaránt hozzájárultak (48. ábra). Érdemes ugyanakkor megjegyezni, hogy a pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége – jellegénél fogva – általában nulla körül alakul. A pénzügyi vállalatok – mint a pénzügyi közvetítőrendszer részei – alapvetően nem végeznek reálgazdasági

46. ábra

Az ÁKK éves nettó adósságkibocsátásának devizaserkezete

(a GDP arányában)

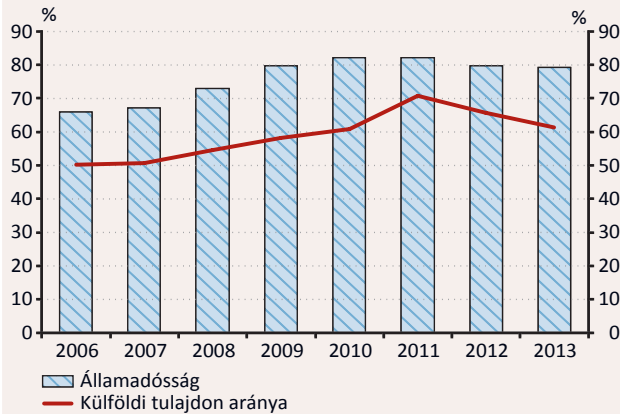


Forrás: MNB.

47. ábra

Az államadósság és azon belül a külföldi finanszírozás részarányának alakulása

(a GDP és az államadósság arányában)



Megjegyzés: Nem egységes adatbázisból, részben becslések alapján számítva.

Forrás: MNB.

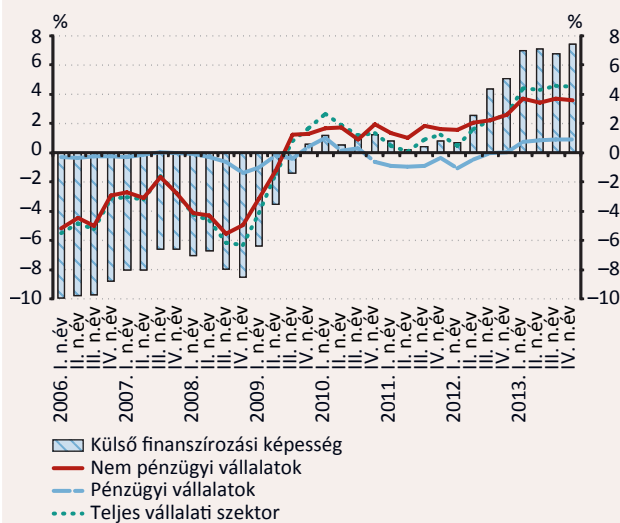
tevékenységet, és az általuk végzett pénzügyi műveletek döntő része a pénzügyi eszközeiket és kötelezettségeiket egyaránt érinti. Ezért finanszírozási képességük is közel áll a nullához, azt leginkább a szektor nyeresége vagy vesztesége, illetve nem pénzügyi eszközeik (például ingatlanok) változása befolyásolja. A pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége ennek megfelelően a válság előtt jellemzően nulla körül alakult, majd a válság miatt, később pedig a végtörlesztési program során kialakult veszteségek hatására jelentősen csökkent.¹⁴ Az utóbbi negyedévekben ugyanakkor a hazai tulajdonú bankok statisztikában kimutatott nyereségességének növekedésével párhuzamosan a pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási képessége enyhén emelkedett, ami hozzájárult a teljes vállalati szektor finanszírozási képességének emelkedéséhez. Az egyedi tételektől eltekintve azonban a pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási képessége stabilan nulla körül alakult az elmúlt időszakban, így elemzésünkben elsősorban a nem pénzügyi vállalatok pénzügyi megtakarításának alakulására fókuszálunk.

Finanszírozási oldalról a nem pénzügyi vállalatok pénzügyi megtakarításának növekedése döntően a hitelfelvétel visszasérésére vezethető vissza. A válság kitörését követően a vállalatok hitelfelvétele jelentősen mérséklődött, és bár a források szűküléséhez a nem pénzügyi vállalatok részben pénzügyi eszközeik felhasználásával is alkalmazkodtak, összességében jelentősen növekedett a szektor finanszírozási képessége. Bár az elmúlt időszakban – a finanszírozási korlátok enyhülésével párhuzamosan – a pénzügyieszköz-felhalmozás ismét emelkedésnek indult, a vállalatok belföldi és külföldi forrásbevonása továbbra is jelentős mértékben elmarad a válság előtt jellemző szinttől.

48. ábra

A vállalatok nettó finanszírozási képessége és a külső finanszírozási képesség

(négy negyedéves GDP-arányos adat)



Forrás: MNB.

A vállalati szektor pénzügyi követeléseinek és forrásainak alakulását is jelentősen befolyásolják az átfolyó tőkék – a külföldi eszközök nettó változását vizsgálva ugyanakkor megállapítható, hogy ennek alakulása meghatározó volt a vállalatok pénzügyi megtakarításainak alakulása szempontjából. Mivel a külföldi tulajdonú vállalatok gyakran nagymértékben folytatnak át forrásokat magyarországi leányukon, illetve a vállalatok sokszor jelentősen átrendezik portfóliójukat, csupán a külföl-

¹⁴ A piaci és a rögzített árfolyam közötti különbség mint a háztartási szektornak nyújtott tőke-transzfer – ahogy korábban már bemutattuk – egyrészt a háztartások nettó pénzügyi megtakarításait növelte, másrészt a bankok nettó finanszírozási képességét mérsékelte.

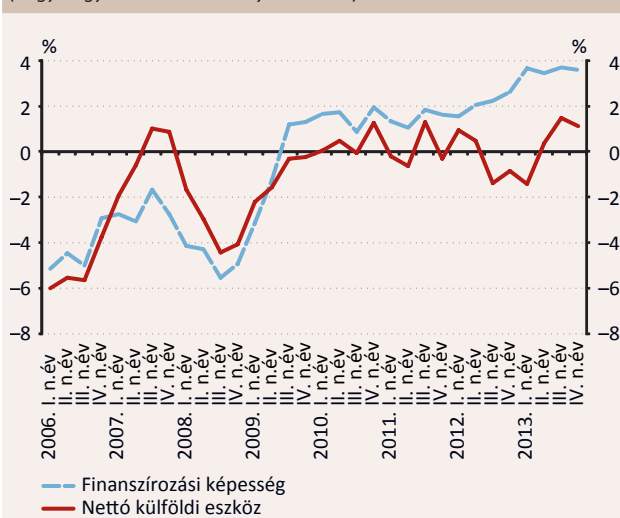
di eszközök és források nettó tranzakcióit érdemes vizsgálni. E szerint a válságot követően a vállalatok nettó külföldi eszközeinek növekedése (a külföldi forrásbevonás visszaesése) a belföldi banki hitelek csökkenése mellett döntő szerepet játszott a szektor pénzügyi megtakarításának emelkedésében (49. ábra). 2012-től ugyanakkor a vállalatok pénzügyi megtakarítása a külföldi forrásbevonás enyhe növekedése mellett emelkedett (a 49. ábrán a nettó külföldi eszközök csökkentek), és ez az ellentétes irányú folyamat csak 2013-ban mérséklődött. Az elmúlt években tehát a vállalatok a belfölddel szembeni pozíciójukat növelték: döntően a bankokkal szemben (betételhelyezés, illetve hitelfelvétel), de a vállalatok növekvő állampapír-vásárlása is ebbe az irányba hatott.

A vállalatok forrásain belül a belföldi és külföldi hitelek visszaesése volt meghatározó, miközben a saját tőkét is tartalmazó, részesedés jellegű tartozások kisebb mértékben, de tovább növekedtek. A hitelek alakulását tekintve elmondható, hogy elsősorban a hazai bankokkal szembeni kitettség csökkent, a külföldi hitelek csökkenése – a jelentős külső egyensúlyi többlet ellenére is – csak visszafogottabb mértékű volt. A vállalatok részesedés jellegű tartozásai azonban a válság kitörését követően is emelkedtek, vagyis a szektor az utóbbi időszakban szinte csak ilyen formában, főként külföldről tudott új forrást bevonni.

49. ábra

A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége és nettó külföldi tranzakciói

(négy negyedéves GDP-arányos adatok)



Forrás: MNB.

6. Nemzetközi kitekintés

A magyar gazdaság jelentős nettó finanszírozási képességében a régiós összevetés alapján a nettó export mellett a transzfernek van nagyobb szerepe. Egyrészt a reálárfolyam, valamint a cserearányok kedvező alakulása érdemben támogatta az áru- és szolgáltatásegyenleget, így a külkereskedelmi többletünk jóval meghaladja a visegrádi országokét. Másrészt Magyarországra jelentős EU-transzfer áramlik, és az uniós transzferek összege is magasabb a többi ország által kapott támogatásokhoz képest. A szektorok megtakarításait vizsgálva pedig elmondható, hogy az alacsony költségvetési hiány mellett a háztartások és vállalatok jelentős megtakarítása járulhatott hozzá a régiós szinten is kiemelkedő finanszírozási képességhez. A külső adósságráta az alkalmazkodás ellenére egyelőre meghaladja a régiós országokét, miközben a mediterrán országok külső adóssága még nőtt is a válság során.

A magyar fizetési mérleg adatait érdemes más országokéval is összehasonlítani. A következő fejezetben főként a régiós országokkal való összevetésre fogunk koncentrálni, és röviden kitérünk a magyar folyamatoknak a többi országtól eltérő aspektusaira is. Ha a magyar fizetési mérleg folyamatait nemzetközi kontextusba helyezve szeretnénk megítélni, akkor a hozzánk hasonló helyzetű országok adataival érdemes összevetni azt. Ezért a visegrádi országokhoz történő hasonlítás tűnik relevánsnak, hiszen a régió gazdaságai az elmúlt évtizedekben hasonló kihívásokkal szembesültek, illetve egyszerre csatlakoztak az Európai Unióhoz is. Szlovákia helyzete annyiban speciális, hogy az euróövezet részeként kisebb mértékben érintette a válság, ugyanakkor az euróhoz való csatlakozása miatt nála nem történhetett árfolyam-alkalmazkodás – ilyen szempontból is hasznos lehet a szlovák folyamatokkal összevetni a magyar gazdaság helyzetét.

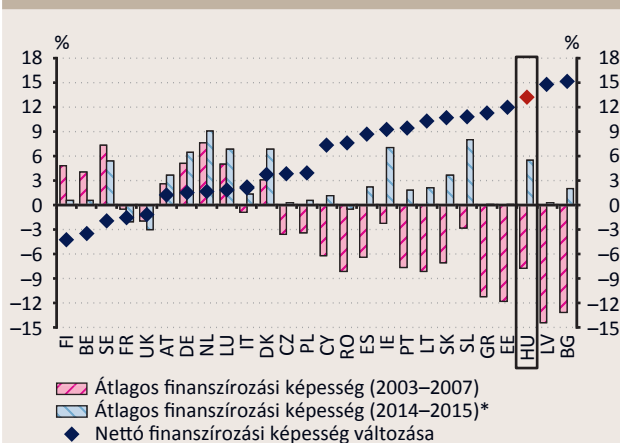
6.1. VÁLSÁG UTÁNI ALKALMAZKODÁS

Az Európai Unió országaihoz képest a válság hatására Magyarországon nagymértékben javult a fizetési mérleg egyenlege. Ez a javulás középtávon vélhetően tartós maradhat, és a következő években is a gazdaság finanszírozási képességének magas egyenlegével járhat (50. ábra). A válságot megelőző években Magyarországon a folyó fizetési mérleg egyenlege az egyik legjelentősebb hiányt mutatta az Európai Unión belül. A válság hatására a belső felhasználás mérséklődésével és az uniós források nagyobb mértékű felhasználásával összhangban a külső finanszírozási képesség – a folyó fizetési és tőkemérleg együttes egyenlege – emelkedett. Ezt a folyamatot kismértékben támogatta a csökkenő adósságállomány miatt a jövedelemegyenleg alacsonyabb hiánya is. Így az Európai Bizottság 2013 téli előrejelzése alapján Magyarországon a válságot megelőző évekhez képest 2014–2015-ben a gazdaság GDP-arányos

50. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása az Európai Unió országaiiban

(a GDP arányában)



Forrás: Eurostat, Európai Bizottság (2013 téli előrejelzés).

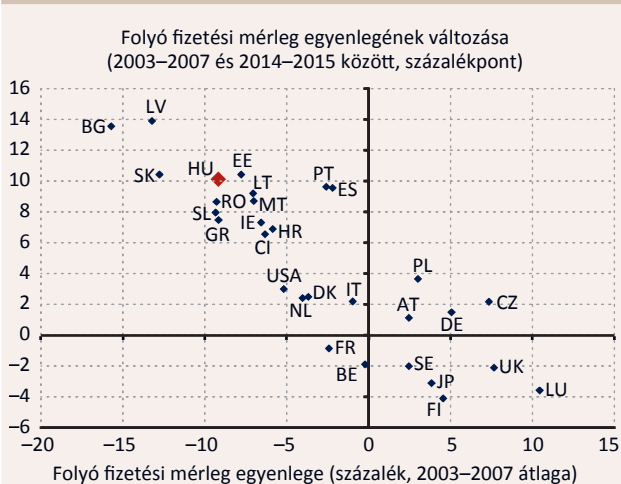
finanszírozási képessége több mint 13 százalékponttal haladhatja meg a 2003–2007 közötti átlagos értéket.

Érdemes ugyanakkor azt is kiemelni, hogy az Európai Unió országai között a folyó fizetési mérleg egyenlegében a legnagyobb alkalmazkodást a korábban jelentős hiánnyal rendelkező országok mutatták. A finanszírozási képességet alapvetően a folyó fizetési mérleg egyenlege határozza meg, és a válság kitörését követő alkalmazkodás legnagyobb része is a folyó fizetési mérleg egyenlegében tükröződött. Ebben a tekintetben a legnagyobb mértékű alkalmazkodás Magyarország mellett a balti államokban, Bulgáriában és Szlovákiában zajlott le. Összességben tehát úgy tűnik, hogy a javulás azokban az országokban volt a legjelentősebb, ahol a válságot megelőzően

51. ábra

A folyó fizetési mérleg alakulása az Európai Unió országaiban, az USA-ban és Japánban

(a GDP arányában)



Forrás: Eurostat, Európai Bizottság (2013. téli előrejelzés).

a fizetési mérleg nagyobb hiányt mutatott. Míg Magyarországon a folyó fizetési mérleg egyenlege közvetlenül a válságot követően javulni kezdett, addig több országban, például Szlovákiában is, a javulás inkább 2011–2012 során következett be.

6.2. A KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG ÉS TÉNYEZŐI

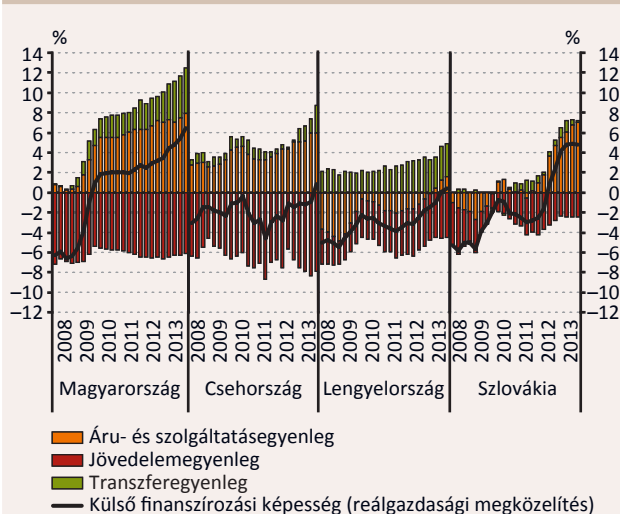
2013 második felében a négy negyedéves GDP-arányos mutatót tekintve Magyarország külső finanszírozási képessége kiemelkedően nagy volt.¹⁵ A válságot követően a visegrádi országok között Magyarországon a magas külső adósságállományok miatt – ami az állami és magánszektor nagymértékű eladósodottságában tükröződött – jelentős külső alkalmazkodás ment végbe. Ennek eredményeképpen mind az állam, mind a magánszektor visszafogta fogyasztási kiadásait, és jövedelmei nagyobb részét fordította adósságának csökkentésére. Ennek következtében a gazdaság korábbi forrásigénye forráskiáramlásba fordult, ami a folyó fizetési mérleg javuló egyenlegében is tükröződött. A többi visegrádi országban a külső adósságok is alacsonyabb szinteken mozogtak, ezért a gazdaság szereplői csak jóval kisebb mértékű alkalmazkodásra szorultak (52. ábra).

- Az áru- és szolgáltatásegyenleg alkalmazkodása közvetlenül a válságot követő években kisebb mértékű volt a többi visegrádi országban, mint Magyarországon. Csehországban már a válság kitörésekor magas volt a külkereskedelmi többlet, és már nem javult tovább jelentősen, míg Lengyelország

52. ábra

A visegrádi országok folyó fizetési és tőke mérlegének alakulása

(négy negyedéves GDP-arányos adatok)



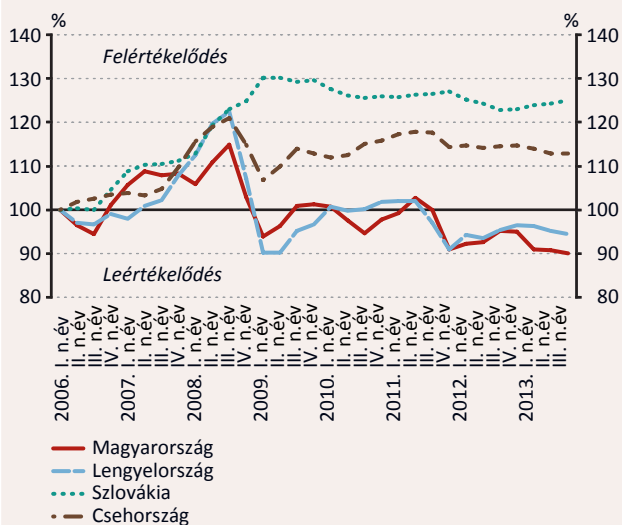
Forrás: Eurostat.

ellenállókban viselkedett a válság során, részben a viszonylag nagy és zárt gazdaságából eredően. Szlovákiában 2011–2012-től a külkereskedelmi egyenleg többi régiós országban jellemzőnél is jelentősebb javulását figyelhetjük meg, ami az áruk, ezen belül a járművek kivitelének gyorsabb bővülésével magyarázható. Arra is érdemes ugyanakkor felhívni a figyelmet, hogy Szlovákiában a „Tévedések és kihagyások egyenlege” is jelentősen emelkedett, vagyis a reál gazdasági megközelítés szerinti megtakarítói pozíció emelkedését a finanszírozásoldali folyamatok nem követték le. Ezért a „Tévedések és kihagyások egyenlege” alapján a tényleges külső finanszírozási képesség Szlovákia esetében inkább kisebb, míg Magyarország esetében inkább nagyobb lehet, mint a reál gazdasági adatok alapján jelzett mérték.

- A jövedelemegyenleg hiánya Magyarországon a jelentős külső tartozásállományok miatt kifejezetten magas. Csehország – bár a nettó külső adóssága negatív, vagyis a belföldi szereplők által külföldieknek nyújtott hitelek mértéke meghaladja az ország külföldi adósságállományát – a nem rezidensek magas tőke- és portfólióbefektetés-állománya, illetve vélhetően a magas profitráta miatt a Magyarországon tapasztaltnál is nagyobb jövedelemegyenleg-hiánnyal szembesül.
- A transzferegyenleg a régiós országokban főként az EU-transzferek felhasználásának köszönhetően növeli a gazdaságok finanszírozási képességét.

¹⁵ Az adatok Magyarországra vonatkozóan a IV. negyedévig, míg a többi országra a III. negyedévig állnak rendelkezésre.

53. ábra
Munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása a régióban
(2005 vége = 100)



Forrás: Európai Bizottság.

Ezen folyamatok eredményeképpen 2013 III. negyedévében a régiós országokban a négy negyedéves adatok alapján mindenhol külső finanszírozási képességet figyeltünk meg. Magyarországon és Szlovákiában ennek mértéke a GDP 5-6 százaléka körül alakult, ugyanakkor a folyamatok alapján érdemes kiemelni, hogy a finanszírozási képesség Magyarországon az év végén tovább emelkedett, míg Szlovákiában az év eleje és a III. negyedév között stagnált. A másik két régiós országot vizsgálva elmondható: a folyó fizetési mérleg egyenlegének fokozatos emelkedését követően a III. negyedévvel záródó évben a folyó fizetési és tőkemérleg összege többletet mutatott, és ez alapján nem szorultak külföldi forrásokra.

A hazai exportszektor versenyképessége szempontjából az árfolyam leértékelődése rövid távon az exportpiaci részesedés javulásának irányába hathatott. A válság óta más régiós országokhoz képest relatíve nagymértékben értékelődött le reálárfolyamunk, ennek pozitív hatásait ugyanakkor több tényező mérsékelhette. A magánszektor jelentős devizaadóssága miatt a romló vállalati mérlegpozíció konszolidált szinten részben ellensúlyozhatta a javuló árversenyképességet. Emellett az exportban jelentős, 50 százalékos is meghaladó arányt képviselnek az importált alapanyagok, így az árfolyam nettó exportra gyakorolt hatása korlátozott lehet. Végül az export nagy része kevés külföldi tulajdonú vállalatnál összpontosul, amelyek könyveiket euróban vezetik, így a rövid távú árfolyamváltozásokra nem feltétlenül reagálnak. Az árfolyam hatása a szolgáltatások körében erősebb lehetett: például 2009 első felében, a forint nagymértékű leértékelődését követően gyorsan és számottevően erősödött a bevásárlóturizmus. Azt is érdemes megemlíteni, hogy például Szlovákia külkereske-

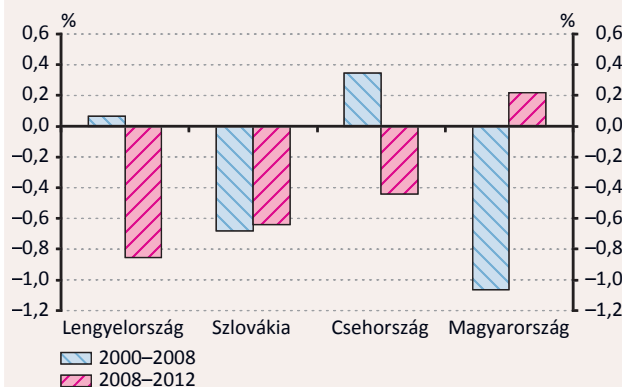
delmi egyenlege a reálárfolyam kismértékű változása mellett javult jelentősebb mértékben az elmúlt időszakban, ami azt jelezheti, hogy az árfolyam mellett egyéb (például minőség jellegű) tényezők is nagyban befolyásolhatják a külkereskedelmi egyenleg nagyságát.

A magyar áruforgalmi egyenleg javulásában a cserearányok javulása is szerepet játszhatott. A válságot megelőző időszakban régiós összevetésben Magyarországon volt a legkedvezőtlenebb a cserearány alakulása. A válság kezdeti szakaszában azonban a hazai cserearány jelentős javulását tapasztalhattuk: a régió többi országával ellentétben a cserearányok kedvező alakulása érdemben támogatta a magyar külkereskedelmi többlet emelkedését (54. ábra). A cserearány tartós javulását egyrészt a korábbi években csökkenő áridexű elektronikai szektor visszaszorulása, másrészt a nemzetközi energiaárak tartós mérséklődése magyarázhatja.

A pénzügyi válságot követően a finanszírozási megközelítés szerint is Magyarországon történt a legnagyobb mértékű alkalmazkodás, ami a külföldi hitelek visszafizetésében tükröződött (55. ábra). A pénzügyi válság kitörését követően a magyar külső finanszírozási igény finanszírozási képességbe váltott, ami főként az adósság típusú források (hitelek és kötvények) fokozott kiáramlása mellett következett be. Vagyis a magas külső adósságállományt a gazdaság szereplői nagyobb mértékben kezdték el törleszteni. Ezzel szemben a többi visegrádi országban – a kisebb mértékű külső eladósodás miatt – nem volt szükség hasonló mértékű alkalmazkodásra, ezért ezekben az országokban a válságot követő negyedévekben is nőttek a külföldi források. 2012-ben ugyanakkor rövid ideig minden visegrádi országban csökkentek az adósság típusú források.

2013 végén a külföldi források Magyarországon és Csehországban csökkentek, ami az adósság típusú források kiáramlásában tükröződött. Ez a forráskiáramlás mindkét országban

54. ábra
A cserearány változása a régióban

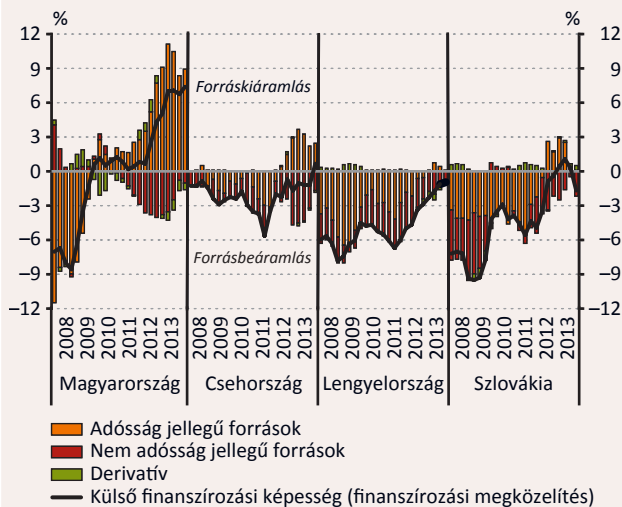


Forrás: Eurostat.

55. ábra

A visegrádi országok finanszírozási képessége

(négy negyedéves GDP-arányos adatok)

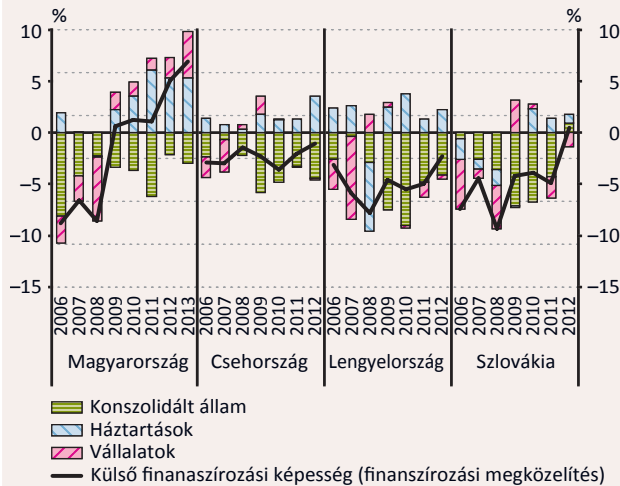


Forrás: Eurostat.

56. ábra

A gazdaság finanszírozási képességének szektorok szerinti alakulása

(a GDP arányában)



Forrás: Eurostat.

a külföldi hitelek nagyobb mértékű visszafizetése és a nem adósság típusú, részesedés jellegű források kisebb mértékű beáramlása mellett alakult ki. Ugyanakkor a régió másik két országában a közvetlentőke-befektetések beáramlásának köszönhetően enyhén nőttek a külföldi források. Összességében tehát a régiós országok mindegyikében bővültek a nem adósság jellegű források, ami úgy is értelmezhető, hogy a régiós országok továbbra is vonzó befektetési célpontokat jelentenek.

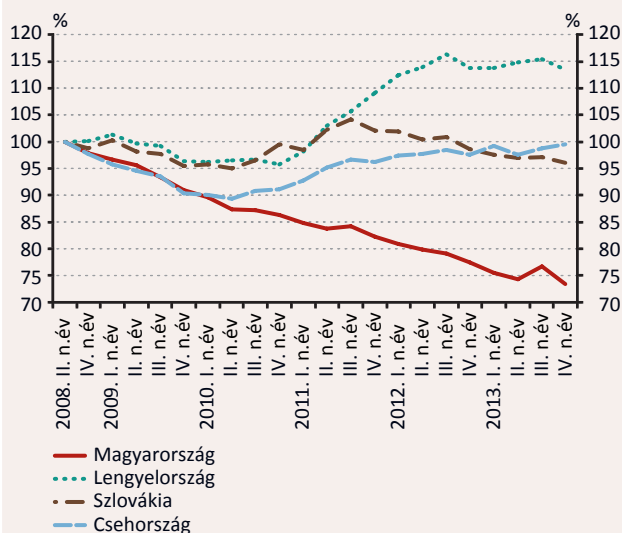
Magyarország régiós országokénál nagyobb külső finanszírozási képessége mögött a jóval nagyobb háztartási, illetve a viszonylag magas vállalati megtakarítás húzódik meg, miközben az állam finanszírozási igénye is az átlag alatt van. Magyarországon a válságot követően a magánszektor jelentősen növelte nettó pénzügyi megtakarításait, ami az állam visszafogott finanszírozási igényével együtt ahhoz vezetett, hogy a korábbi külső forrásokra való rászorultság a korábban felvett külföldi hitelek visszafizetésébe fordult. A magánszektor hasonlóan viselkedett Szlovákiában is (sőt a korábbi negatív megtakarítást pozitív finanszírozási képesség váltotta fel, ami a lakosság stabil hitelfelvétele mellett alakult ki), az államháztartás azonban csak jóval később kezdte meg az alkalmazkodást, ami lassította a külső finanszírozási képesség alkalmazkodását.¹⁶ A válság következtében a többi régiós országban is nőtt a háztartások megtakarítása, de a régió belül a magyar lakosság rendelkezik a legmagasabb megtakarítói pozícióval, és ennek növekedése a válság előtti értékekhez képest nálunk volt a legnagyobb – ez

összhangban van azzal, hogy a válság után hazánkban esett vissza legnagyobb mértékben a fogyasztás. A magasabb lakossági pénzügyi megtakarítás azt is jelenti, hogy a magyar háztartások a többi régiós országban jellemzőhöz képest nagyobb mértékben tudják finanszírozni a gazdaság többi szereplőjét.

57. ábra

A vállalati hitelek állományának alakulása

(árfolyamváltozástól szűrt adatok, 2008. október = 100)



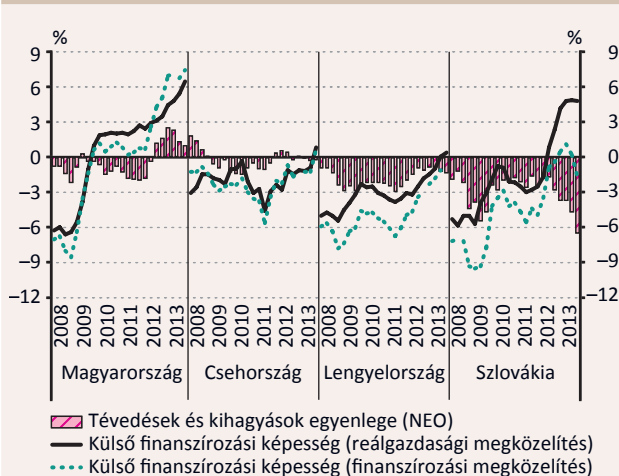
Forrás: nemzeti jegybankok.

¹⁶ A válság kitörését követő magas finanszírozási igény is hozzájárult ahhoz, hogy a szlovák GDP-arányos államadósság 2008 és 2012 között 24 százalékponttal emelkedett. A 2010 során eszkalálódó adósságválság ugyanakkor a fenntartható adósság pályákra irányította a figyelmet, és ennek is köszönhetően Szlovákiában a konszolidált államháztartás jelentősen mérsékelte finanszírozási igényét. A konszolidált államháztartás többlete (ami főként a szlovák jegybanknak köszönhető) és a magánszektor megtakarításainak magas szinten történő stabilizálódása mellett így a szlovák gazdaság nettó megtakarítóvá vált.

58. ábra

A visegrádi országok „Tévedések és kihagyások egyenlegének” alakulása

(négy negyedéves GDP-arányos adatok)

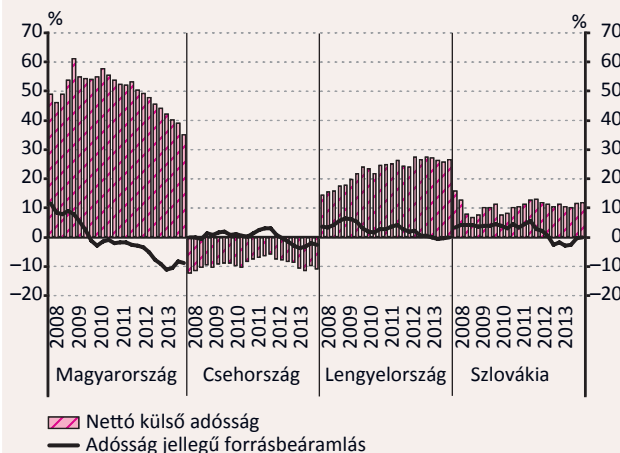


Forrás: Eurostat.

59. ábra

A visegrádi országok nettó külső adósságának alakulása

(GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitel nélkül)



Forrás: Eurostat.

A lakossági folyamatok mellett a régió összes országára jellemző, hogy a vállalatok finanszírozási igénye a válság hatására mérséklődött, és a vállalati szektor nettó megtakarítóvá vált (igaz, Csehországban csak átmenetileg). Érdekesnek tartjuk megjegyezni, hogy míg Magyarországon a vállalatok banki hitelfelvételének folyamatos visszaesése mellett alakult ki a nettó megtakarítói pozíció, addig a többi régiós országban 2010 és 2012 között folyamatos volt a vállalatok banki hiteleinek növekedése. 2012 végétől ugyanakkor a régió többi országában is újra csökkenni kezdtek a vállalati hitelek.

2013 végén a régiós országok közül Magyarországon pozitív, Csehországban közel nulla, míg a másik két régiós országban negatív volt a „Tévedések és kihagyások (NEO) egyenlege”.

A „Tévedések és kihagyások egyenlege” a finanszírozási oldal alapján vett finanszírozási képesség, valamint a folyó fizetési és tőkemérleg közötti eltérést mutatja meg, vagyis ez a tétel teremti meg a különböző forrásból származó statisztikák közötti összhangot. A válságot követően Magyarországon a két megközelítés nagyon közel került egymáshoz, majd 2012 közepétől pozitívba fordult a „Tévedések és kihagyások egyenlege” (vagyis a finanszírozásoldali folyamatok nagyobb megtakarítói pozíciót jeleztek, mint a reálgazdasági), ami egyedülálló a régiós országok körében. 2013 végére azonban a négy negyedéves számok alapján számított mutató Magyarországon mérséklődött, míg Csehországhoz nulla közelébe került, ami a két finanszírozási képesség megközelítésének hasonló alakulását mutatja. Ezzel szemben Szlovákiában kiugróan magas, a GDP több mint 6 százalékát teszi ki a NEO egyenlege. Ez azt jelenti, hogy míg a reálgazdasági folyamatok alapján a gazdaság nettó megtakarító, addig a finanszírozási adatok forrásbeáramlást jeleznek.

6.3. KÜLSŐTARTOZÁS-MUTATÓK

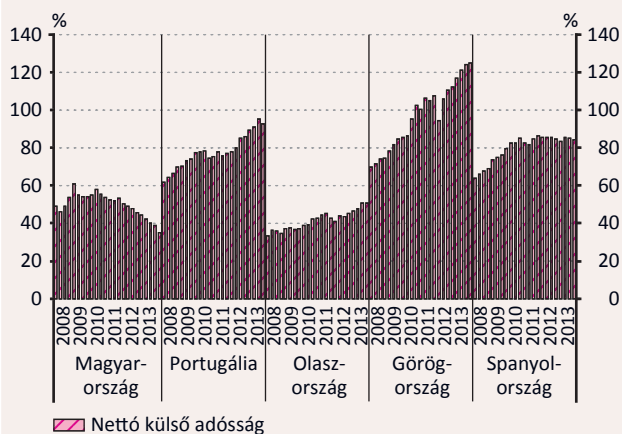
Magyarország nettó külső adósságállománya 2013 végén – az elmúlt negyedévekben megfigyelt erőteljesen csökkenő trend ellenére – is meghaladja a többi visegrádi országét (59. ábra). Egy ország külső tartozását felbonthatjuk adóssággá (például hitelek, kötvények) és nem adósság típusú (például részesedések) tételekre. Az adósság típusú források állományát tekintve (a tulajdonosi hiteleket figyelmen kívül hagyva – erről részletesebben lásd a 3. keretes írást) azt figyelhetjük meg, hogy a régió országaiban Magyarországon a legmagasabb a nettó külső adósság állománya. A nettó külső adósságállományokat tekintve – az elmúlt évek jelentős alkalmazkodási folyamata ellenére – továbbra is Magyarország a legeladósodottabb ország a régióban, Csehország nettó külső adóssága pedig egyenesen negatív. Ugyanakkor, míg a régió többi országában az elmúlt években stagnált, illetve enyhén emelkedett a külső adósság GDP-arányos szintje, addig Magyarországon 2010 óta jelentősen, közel 20 százalékponttal mérséklődött. Így 2013 végén a gazdaság nettó külső adósságállománya a GDP 35 százalékára csökkent – ez azonban továbbra is meghaladja Lengyelországot, illetve Szlovákia külső adósságállományát.

A válság kezdetén jelentős külső adóssággal rendelkező országokhoz képest Magyarország nagymértékben csökkentette, míg a többi ország növelte külső kitettségét. A külső adósság tekintetében érdemes a pénzügyi válság előtt már eladósodott országok folyamatait is megvizsgálni. A mediterrán országok nettó külső adósságállománya a pénzügyi válság bekövetkeztekor még csak kismértékben haladta meg a Magyarországon megfigyeltet. Míg azonban a magyar gazdaság a válság

60. ábra

Magyarország és a mediterrán országok nettó külső adóssága

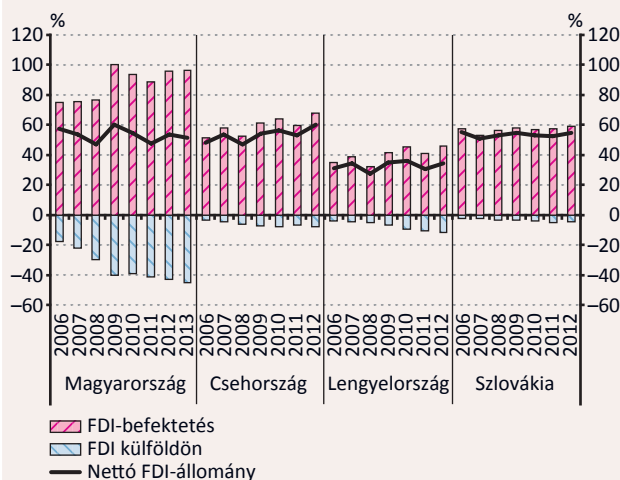
(GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitel nélkül)



Forrás: Eurostat.

61. ábra

A visegrádi országok nettó FDI-állományának alakulása (a GDP arányában)



Forrás: Eurostat.

kitörését követően jelentősen alkalmazkodott – ami mára az adósságállomány válság előtti szintre történő csökkenésében is tükröződik –, addig a mediterrán országok külső adósságát tovább emelkedett.

A nettó FDI-állomány tekintetében jóval kisebbek a régiós különbségek. A bruttó állományok tekintetében ugyanakkor – részben az átfolyó tőkének köszönhetően – Magyarország rendelkezik a legmagasabb értékekkel (61. ábra). A nettó FDI-állomány a régiós országok többségében a GDP 50-60 százaléka körül alakult, egyedül Lengyelországban volt jóval kisebb ez az arány. Itt fontos újfent kiemelni, hogy Csehország jövedelem-

egyenlegének hiánya a negatív külső adósság és a magyarhoz hasonló mértékű nettó FDI-állomány mellett volt magasabb, mint Magyarorszáé. Ez azt jelenti, hogy Csehország a Magyarországon jellemzőnél magasabb hozamot fizet a külföldiek FDI-befektetéseire. Magyarországon az egyik legnagyobb különbség a régiós országokhoz képest, hogy hazánkban jelentős a belföldi szereplők külföldön történő befektetése. Míg a régiós országok nagyvállalatai kisebb mértékben fektettek be külföldön, addig a magyar gazdaság esetében ez a mutató meghaladja a GDP 40 százalékát. Ugyanakkor ebben – ahogy már korábban, a tranzakciós adatoknál is jeleztük – jelentős szerepe van az átfolyó tőkének is.

7. Fogalomtár

Adósság jellegű források

A tartozásokon belül megkülönböztetjük az adósság jellegű forrásokat. Ez utóbbiakhoz soroljuk azokat a kötelezettségeket, amelyeknél az igénybevevőnek törlesztési és/vagy kamatfizetési kötelezettsége keletkezik (a hiteleket, betéteket és a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat). A hitel egy olyan pénzügyi művelet, amelynek során a hitelező pénzt ad az adósnak, aki a hitelszerződésben foglalt határidőre visszafizeti a megállapodott összeget, azaz a tartozását. A pénzügyi mérleg elemzésekor az adósság típusú tranzakciók közé tartoznak a külföldi (bank)hitelek és betétek, a portfólióbefektetések közül a kötvények és pénzpiaci eszközök, valamint a devizatartalékok.

Alulról számított finanszírozási képesség

A finanszírozási oldalról, a pénzügyi eszközök és kötelezettségek tranzakcióinak egyenlegeként számolt finanszírozási képességet nevezzük alulról számított finanszírozási képességnek. A finanszírozási megközelítésből adódó értéket azért szokták alulról számított finanszírozási képességnek/igénynek nevezni a fizetési mérleg-statisztikában, mivel az a fizetési mérleg alsó részében szereplő pénzügyi mérleg alapján áll elő.

Berövidülő adósság

Eredetileg hosszú futamidejű, de éven belül lejárávára váló adósság.

Bruttó tartozásmutatók

A bruttó mutatók csak a külföldiek magyarországi befektetéseit veszik figyelembe, a magyar szereplők külföldi pénzügyi eszközeit nem (lásd nettó mutatók).

Cserearány

A cserearány az export és az import árindex hányadosa.

Eredményszemlélet

A reálgazdasági tranzakciók elszámolását nem az átutalás (lásd pénzforgalmi szemlélet), hanem a konkrét gazdasági esemény (pl. transzferek felhasználása) időpontja határozza meg.

Fajlagos munkaerőköltség (Unit labour cost – ULC)

Az adott gazdaságban képződött hozzáadott érték, valamint bérek és közterhek aránya.

Finanszírozás

A finanszírozás a különböző (működési, beruházási) célok érdekében szükséges források előteremtését jelenti. Ha a szükséges források megszerzése belföldről történik, akkor belső vagy önfinanszírozásról, ha pedig külföldről, akkor külső finanszírozásról beszélünk.

Finanszírozási képesség/igény

Nettó finanszírozási képességen (nettó pénzügyi megtakarításon) a tágabban vett jövedelem azon részét értjük, melyet a gazdaság nem fordít fogyasztásra vagy felhalmozásra. Finanszírozási igényről pedig akkor beszélhetünk, ha a jövedelem és a belföldi felhasználás különbsége negatív, vagyis a nemzetgazdaság felhalmozási (beruházás és készletváltozás), valamint fogyasztási kiadásainak összege meghaladja az ország rendelkezésre álló jövedelmét.

Finanszírozási megközelítés	A finanszírozási megközelítés azt mutatja meg, hogy a gazdaság milyen külföldi (adósság vagy nem adósság jellegű) forrásból finanszírozta a jövedelmét meghaladó költsékezést (külső finanszírozási igény esetén), illetve milyen pénzügyi tranzakcióra fordította a megmaradó jövedelmét (finanszírozási képesség esetén).
Fizetési mérleg	A fizetési mérleg tartalmazza egy adott ország rezidens és nem rezidens gazdasági szereplői közötti tranzakciókat. Részei: folyó fizetési mérleg, tőkemérleg, pénzügyi mérleg.
Felülről számított finanszírozási képesség	A reálgazdasági megközelítésből adódó, a reálgazdasági tranzakciók egyenlegeként számított eredményt felülről számított finanszírozási képességnek/igénynek is nevezik, mivel az a fizetési mérleg felső részében szereplő folyó fizetési és tőkemérleg alapján áll elő.
Folyó fizetési mérleg	A folyó fizetési mérleg a külkereskedelmi (áru- és szolgáltatás-) egyenleget, a jövedelemegyenleget, valamint a transzferek közül a viszonzatlan folyó átutalásokat tartalmazza.
Folyó transzferek	A folyó transzferek a fogyasztáshoz kapcsolódó, ellentételezés nélküli pénzbeli vagy dologi tranzakciók. Pénzben általában kis összegű, rendszeres átutalások, amelyek a részét képezik a támogatott jövedelmének.
Forrásbevonás	A különböző (működési, beruházási) célok érdekében szükséges források külföldről történő megszerzése.
Implicit kamat	Az implicit kamat az adósságra fizetett átlagos kamat.
Jövedelemegyenleg	A jövedelemegyenleg a külföldi befektetésekhez kapcsolódó jövedelmeket (adósságnál kamat, részesedésnél nyereség), illetve a külfölddel kapcsolatos munkavégzésből származó jövedelmeket tartalmazza.
Külkereskedelmi egyenleg	Az áru- és szolgáltatásexport és -import különbségeként adódik, vagyis a nettó exporttal azonos.
Közvetlentőke-befektetés	Közvetlentőke-befektetésnek (FDI) nevezzük azokat a külföldi befektetéseket, amelyekre teljesül az, hogy egy ország rezidens befektetője egy másik ország rezidens vállalatában való tartós érdekeltség/tulajdon megszerzésére törekszik. Valójában a 10 százalék és az azt meghaladó külföldi tulajdonosi részesedést eredményező befektetések tartoznak ide. Ha egy vagy több tulajdonosi lánc ered egy közös befektetőtől, akkor az összes lánc összes vállalata között közvetlentőke-befektetési viszony áll fenn.
Külfölddel szembeni befektetési pozíció (IIP)	A rezidensek és nem rezidensek közötti tranzakciókat bemutató „flow-szemléletű” fizetésimérleg-statisztikát kiegészítő, állományi szemléletű statisztika, amely a nem rezidensekkel szembeni pénzügyi követelés- és tartozásállományokat tartalmazza.
Külső adósság	A külsőadósság-mutató a teljes gazdaság (magánszektor és államháztartás) külfölddel szembeni adósság jellegű (hitelek, kötvények) tartozásait mutatja.
Külső tartozás	A külsőtartozás-mutató a teljes gazdaság (magánszektor és államháztartás) külfölddel szemben fennálló minden adósság jellegű (hitelek, kötvények) és a nem adósság jellegű (működő tőke, részvénybefektetések) tartozását figyelembe veszi.

	Megkülönböztetünk nettó, illetve bruttó külsőtartozás-mutatót is (bővebben lásd bruttó tartozásmutatók és nettó mutatók).
Megtakarítási megközelítés	A megtakarítási (esetleg szektorális) megközelítés azt mutatja meg, hogy a gazdaság nettó megtakarítói vagy hitelfelnevői pozíciója hogyan oszlik meg az egyes szektorok között.
Nem adósság jellegű források	A tartozásokon belül azokat a forrásokat tekintjük nem adósság jellegű forrásoknak, amelyek esetében az igénybevevőnek nem keletkezik jövőbeni törlesztési és/vagy kamatfizetési kötelezettsége. Közgazdasági megfontolásból a tanulmány ide sorolja a közvetlentőke-befektetések egészét (a részesedés jellegű források mellett a tulajdonosi hiteleket is, amelyek statisztikailag adósságnak számítanak), és a portfólióbefektetések közül a részvényeket.
Nettó mutatók	A nettó mutatók nemcsak a külföldiek hazai befektetéseit veszik figyelembe, hanem – csökkentő tényezőként – a magyar szereplők külföldi pénzügyi befektetéseit is.
Pénzforgalmi szemlélet	Pénzforgalmi szemlélet esetében egy reálgazdasági tranzakció elszámolásának szempontjából az átutalás, pénzügyi teljesítés időpontja számít.
Pénzügyi megtakarítói pozíció	Nettó finanszírozási képesség.
Pénzügyi mérleg	A pénzügyi mérleg azt mutatja meg, hogy a reálgazdasági megközelítés alapján számított nettó finanszírozási képesség a pénzügyi eszközök és tartozások milyen változása mellett következett be.
Portfólióbefektetés	A portfólióbefektetések alatt a tőzsdéken és egyéb pénzügyi piacokon forgatott pénzügyi instrumentumokat értjük. A portfólióbefektetéseken belül megkülönböztethetünk tulajdonviszonyt (portfóliórészvény), valamint hitelviszonyt (kötvény, pénzügyi eszköz) megtestesítő értékpapírokat. A 10 százalék alatti tulajdonosi részesedés esetén beszélhetünk portfóliórészvény-befektetésről, 10 százalék fölötti tulajdonrész esetén a befektetéseket már a közvetlentőke-befektetések közé soroljuk.
Reálárfolyam	A reálárfolyam a belföldi devizában kifejezett külföldi és belföldi árszínvonal aránya, vagyis a külföldi javak hazai javakban kifejezett értékét adja meg.
Reálgazdasági megközelítés	A reálgazdasági megközelítés a folyó fizetési és tőkemérleg, vagyis a nettó export, a jövedelemegyenleg és a transzferegnyenleg összegeként adódó külső finanszírozási képesség/igény alapján mutatja meg, hogy összességében a gazdaság belső felhasználása (fogyasztás, beruházás) kisebb vagy nagyobb a megtermelt jövedelemnél.
Rövid lejáratú külső adósság (hátralévő lejárat szerint)	A rövid lejáratú külső adósság tartalmazza az eredetileg rövid futamidejű rövid külső adósság mellett a berövidülő (eredetileg hosszú futamidejű, de éven belül lejáró) adósságot is.
Speciális célú vállalat, SCV	A speciális célú vállalatok tevékenységüket alapvetően külföldön folytatják, a hazai gazdasághoz való kapcsolódásuk minimális. Elsősorban pénzügyi források vállalatcsoporton belüli közvetítésében érintettek, a rajtuk keresztül folyó pénzek irányát és nagyságát azonban anyavállalataik szabályozzák. A különböző pénzügyi instrumentumokon megjelenő nettó pénzáram hosszabb periódust tekintve közel nulla, ugyanakkor, mivel nagy összegeket mozgatnak rajtuk keresztül, a tranzakcióik

elszámolása különösen a pénzügyi mérleg bruttó szárait növeli meg, ezzel torzítva a nemzetgazdaság reálgazdasági és pénzügyi folyamatait leíró statisztikákat.

**Tévedések és kihagyások egyenlege
(Net errors and omissions – NEO)**

A statisztikai hiba elnevezése a fizetési mérlegben. Utólag és formálisan teremti meg a kettős könyvelés elvének való megfelelést a fizetési mérlegben az adatforrásokból hiányzó követel vagy tartozik tétel megjelenítésével. Ez a hiba mutatkozik meg a reálgazdasági megközelítés (folyó fizetési mérleg, a tőkemérleg) és a finanszírozási megközelítés (pénzügyi mérleg) alapján számított nettó finanszírozási képesség közötti különbségben is.

Tőkemérleg

A tőkemérleg nagyrészt a tőketranszferekből áll. Magyarország esetében a tőkemérleg döntően az EU-transzfereket tartalmazza (EU-transzferek még a folyó viszonzatlan átutalások között is lehetnek).

Tőketranszferek

A tőketranszferek a felhalmozáshoz kapcsolódó, ellentételezés nélküli pénzbeli vagy dologi tranzakciók. Pénzben olyan egyoldalú, nagy összegű, nem rendszeres átutalások, amelyek a transzfert kapó vagyont emelik (pl. beruházási támogatások).

Transzferegyenleg

A folyó viszonzatlan átutalások mellett tartalmazza a tőketranszfereket is.

Tulajdonosi hitel

Tulajdonostól (és a tulajdonossal azonos cégcsoportba tartozó más vállalatától) kapott hitel. A fizetési mérlegben a közvetlentőke-befektetésen belül szerepelnek egyéb tőke elnevezéssel, és adósság típusú finanszírozást jelentenek. Kiadványunkban azonban közgazdasági megfontolások alapján nem adósság típusú forrásként kezeljük, mivel tapasztalataink szerint a részesedés és tulajdonosi hitel finanszírozási formák közötti átjárás igen rugalmas, valamint a hitelekhez általában kapcsolódó kockázatok (pl. lejárat vagy kamatkockázat) jóval kisebbek a tulajdonosi hitelnél.

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

2014. április

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

