

Koroknai Péter–Lénárt-Odorán Rita: Az egyes szektorok külső forrásbevonásának alakulása*, 1

Cikkünkben a magyar gazdaság külső finanszírozási folyamatait az egyes szektorok forrásbevonásának szempontjából vizsgáljuk meg. A válságot megelőző időszakban a gazdasági szereplők jellemzően jövedelmüknél többet költöttek, így az ország külföldi finanszírozásra szorult. Az állam, valamint a vállalatok közvetlen külföldi hitelfelvétele mellett a bankrendszer is jelentős részben külföldről bevont forrásból finanszírozta az általa nyújtott vállalati és lakossági hiteleket. Mindez a külső adósságmutatóink folyamatos emelkedésében is tükröződött, ami hozzájárult a magyar gazdaság növekvő sérülékenységéhez.

A válság során a belső kereslet visszaesett, és a folyó fizetési mérleg korábbi magas hiánya többletbe fordult. Ez azt is jelenti, hogy a gazdasági szereplők megtakarításainak növekedése következtében az ország már nem szorul külföldi hitelfelvételekre, és a korábban felvett hitelek nettó visszafizetése zajlik – vagyis a korábbi forrásbevonást a források kiáramlása követi. A külső források visszafizetése ugyanakkor nem mindegyik szektorra jellemző. Míg a magánszektor hiteleinek törlesztése következtében a bankrendszerből egyre nagyobb mértékű forrás áramlott ki az elmúlt években, addig a vállalatok nettó külső forrásai nem változtak lényegesen, miközben a konszolidált államháztartás továbbra is von be külső forrásokat.

A válságot követő alkalmazkodási folyamat az előttünk álló években is folytatódhat, ami a gazdaság külső egyensúlyi többletének további emelkedésében és a külföldi forráskiáramlás fokozódásában ölthet testet. 2013-ig szóló prognózisunk szerint a bankok külső forrásainak csökkenése lassulhat, miközben a korábbi években tapasztaltakkal szemben a konszolidált államháztartás szintjén is nettó forráskiáramlás valósulhat meg. Ami az adósságmutatókat illeti, a külföldi források eddigi visszafizetése – a forintárfolyam gyengülése miatt – nem tudott teljes mértékben tükröződni a külső adósságráták mérséklődésében. A fokozódó forráskiáramlás mellett ugyanakkor a külső adósságráták gyors csökkenése várható.

BEVEZETÉS

Az ország pénzügyi sérülékenységének szempontjából kiemelten fontos a külső egyensúly és a külső adósságmutatók alakulása. A külső finanszírozási képesség növekedésének, az egyes szektorok forráskiáramlásának, illetve az adósságmutatók változásának egyik jelentőségét az adja, hogy számottevő hatással lehet a magyar gazdaság kockázati megítélésére, illetve a kockázati prémium alakulására. Az egyes szektorok külső forrásainak alakulása annak vizsgálatában is segítséget nyújthat, hogyan befolyásolta a bankrendszer külső forrásainak alakulását a lakossági devizahitelezés erősödése vagy a költségvetési hiány finanszírozása.

A külső egyensúlyi folyamatok elemzésekor alapvetően három megközelítést lehet alkalmazni (a különböző elemzési lehetőségeket az 1. ábra foglalja össze).

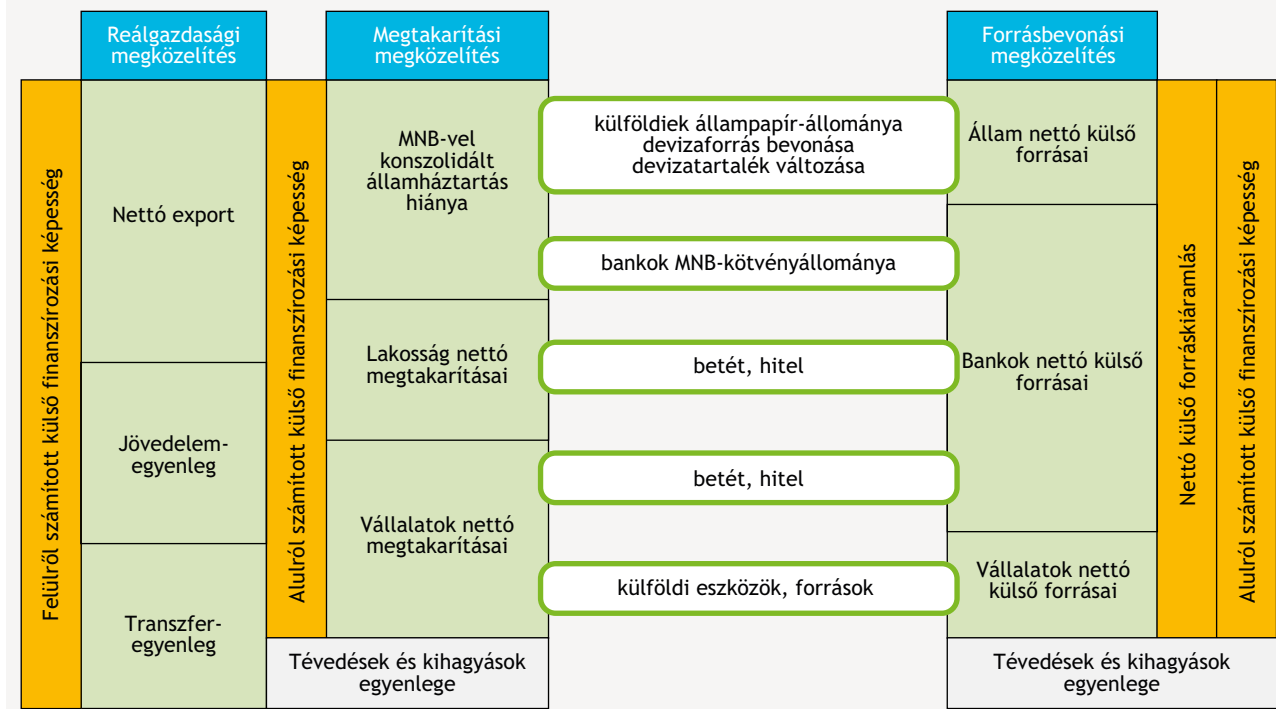
- **A reálgazdasági megközelítés** a fizetési mérlegben szereplő nettó export, jövedelemegyenleg és transzferegyenleg összegeként adódó külső finanszírozási képesség/igény alapján mutatja meg, hogy összességében a gazdaság belső felhasználása (fogyasztás, beruházás) kisebb/nagyobb a megtermelt jövedelemnél. Míg a válság kitörése előtt Magyarországon külső finanszírozási igény volt jellemző, addig jelenleg külső többletet figyelhetünk meg, azaz a nemzetgazdaság szintjén a felhasználás elmarad a megtermelt jövedelemtől, így az ország megtakarítói pozícióban van.

* Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

¹ A szerzők köszönetet mondanak Antal Juditnak, Gereben Áronnak és Hoffmann Mihálynak a cikk elkészítésében nyújtott segítségért. Az esetleges hibákért a felelősség kizárólag a szerzőket terheli.

1. ábra

A szektorok külső finanszírozási képessége és a külső források kiáramlásának sematikus ábrája



- A második, *megtakarítási megközelítés* abból ered, hogy az egyes gazdasági szereplők pénzügyi pozíciójának összege megegyezik a teljes gazdaság megtakarításával, azaz a külső finanszírozási képességgel. Ezt a megközelítést képezik le a pénzügyi számlák, ami azt mutatja meg, hogy a gazdaság nettó megtakarítói vagy hitelfelvéői pozíciója hogyan oszlik meg az egyes szektorok között. Hazánkban 2009 előtt a külső finanszírozási igény a szektorok szintjén úgy alakult ki, hogy a vállalatok és az államháztartás finanszírozási igénye nagyobb volt, mint a lakosság pénzügyi megtakarítása. Ezzel szemben jelenleg a háztartási és a vállalati szektor nettó megtakarításai jelentősen meghaladják az államháztartás hiányát. Így az ország szintjén jelenleg számottevő mértékű a külső egyensúlyi többlet.
- A harmadik megközelítés képezi cikkünk alapját: ez a fizetési mérleg finanszírozási oldali folyamatait bemutató pénzügyi mérlegből indul ki, és a külső *forrásbevonási folyamatokra koncentrálnak*.² A belföldi szereplők megtakarításainak, illetve a gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának

tükörképe a gazdaság külső forrásainak alakulása. Amennyiben egy gazdaságnak külső egyensúlyi hiánya van, azaz a folyó fizetési és tökemérlege hiányt mutat, akkor külső források bevonására van szükség. Míg a válság előtt a gazdaság nettó hitelfelvéő volt, azaz a jövedelmet meghaladó belső felhasználást külső forrásokból kellett finanszírozni, addig a válság óta a belföldi megtakarítói pozíció kialakulásával párhuzamosan a korábban felvett hitelek törlesztése, forráskiáramlás zajlik.³

Fontos látni a belföldi megtakarítási folyamatok és a külföldi források alakulása közötti kapcsolatot is. A belföldi szektoroknak egymással és a külfölddel szemben is lehet pénzügyi eszköze vagy kötelezettsége. A belföldi finanszírozásra példa egy lakosság által megvásárolt állampapír, amely a lakosság eszköze és az állam tartozása. A külföldi finanszírozásra példa a külföldiek által lejegyzett állami devizakötvény-kibocsátás, vagy a multinacionális vállalatok, bankok anyavállalattól és anyabanktól felvett hitele. A gazdaság külső finanszírozása ugyanakkor közvetve történhet belföldről is, jellemzően a ban-

² Az ebből a megközelítésből, illetve a szektorok pénzügyi megtakarítása alapján adódó eredményt szoktuk még alulról számított finanszírozási képességnek/igénynek nevezni, mivel a fizetési mérleg alsó részében szereplő pénzügyi mérleg alapján áll elő.

³ Forráskiáramlás nettó értelemben kétféleképp történhet. Egyrészt a külső tartozások csökkenésével (például hitel visszafizetése, kötvénylejárát), másrészt a külföldi eszközök növelésével (például külföldre történő hitelnyújtás, külföldi betételhelyezés). A bankok külső forrásainak elmúlt években tapasztalt kiáramlása például úgy valósult meg, hogy a bankok csökkentették külföldi eszközeiket (forrásbeáramlás), miközben ennél jóval nagyobb mértékben csökkentették külföldről korábban felvett hiteleiket (forráskiáramlás). Összességében tehát jelentősen javult a bankok külfölddel szembeni pénzügyi pozíciója (nettó forráskiáramlás).

kokon keresztül. A vállalatok ugyanis belföldi banktól is, a háztartások pedig szinte csak a hazai bankrendszerből vesznek fel hitelt, amelyet a bank külföldi hitelfelvétellel finanszírozhat.

Cikkünk felépítésében a következő gondolatmenetet követjük. Először áttekintjük az egyes szektorok nettó megtakarításának múltbeli alakulását, majd röviden összefoglaljuk, hogy – az inflációs jelentés alapján – 2012–2013-ban mire számíthatunk a különböző szektorok megtakarításával kapcsolatban. Ezt követően rátérünk a cikk központi témájára, az egyes szektorok külső forrásainak alakulására: a külső finanszírozási képesség jelentős növekedését illetően arra koncentrálnunk, hogy ez mely szektorokból történő forráskiáramlással valósult meg. A következő részben pedig azt mutatjuk meg, hogy a külső finanszírozási képességben várt jelentős növekedés milyen változásokat okozhat a főbb szereplők külső forrásainak alakulásában. Végül azt vizsgáljuk meg, hogy milyen változások zajlottak, illetve milyen változások várhatóak a döntően a külső források alakulása által meghatározott külső adósságműveletekben.

AZ EGYES SZEKTOROK PÉNZÜGYI MEGTAKARÍTÁSA

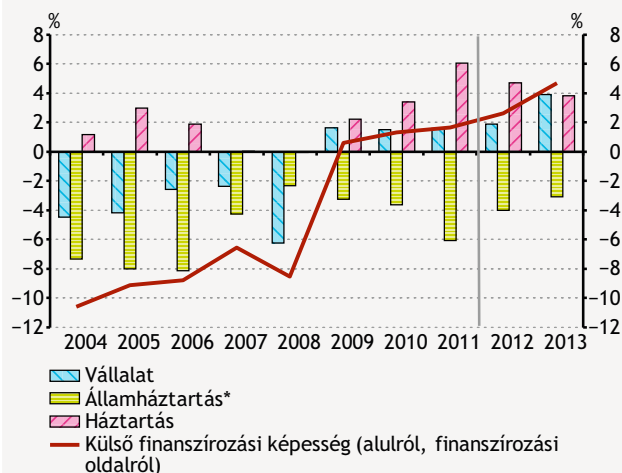
Ebben a részben alapvetően az inflációs jelentésben megszokott elemzési keretet használjuk. A külső finanszírozási képesség eszerint a pénzügyi számlákban szereplő főbb szektoroknak megfelelően az (MNB-vel konszolidált) államháztartás, a háztartások és a vállalatok finanszírozási képességének/igényének összegeként adódik.

A válság kitörése előtt az államháztartás finanszírozási igényének csökkenését nagyjából ellensúlyozta a magánszektor pénzügyi megtakarításának mérséklődése. Magyarország külső egyensúlyi pozíciója így nem javult számottevően. A 2006-ot követő kiigazítások jelentősen javították a költségvetés egyenlegét: az államháztartás SNA-szemléletű (nyugdíjpénztári megtakarításokkal korrigált) GDP-arányos finanszírozási igénye a 2006-os 8 százalékos szintről 2008-ra 2 százalék közelébe csökkent (2. ábra). A költségvetési kiigazítások ugyanakkor jelentősen rontották a magánszektor jövedelmi helyzetét. A vállalati szektor finanszírozási igénye emelkedett, illetve a lakosság – a fogyasztásműveletek következtében – mérsékelte nettó pénzügyi megtakarításait. A hazai szektorok nettó megtakarítása tehát összességében csökkent, és így a magyar gazdaság külső finanszírozási igénye nem mérséklődött. Ennek megfelelően az ország külső forrásokra való ráutaltsága – 2006-hoz hasonlóan – 2008-ban is a GDP 8 százaléka körül alakult.

A válság kitörését követően az állam finanszírozási igénye emelkedett, a magánszektor alkalmazkodása azonban olyan mértékű volt, hogy a külső egyensúly látványosan javult. A válság kitörését követően a külső forrásbeáramlás drasztikusan visszaesett. A források elapadása a hitelkínálat visszaeséséhez, a likviditási korlátok „keményedéséhez” vezetett, és a magánszektor gyors, a hitelfelvétel visszaesésében tükröződő alkalmazkodását kényszerítette ki. A vállalati szektor korábban jellemző jelentős forrásigénye csökkent, majd nettó megtakarítói pozícióba váltott. Mindez reálgazdasági oldalról elsősorban a felhalmozási (beruházási és készletfelhalmozási) kiadások visszaesésére vezethető vissza. A szektor pénzügyi megtakarításának növekedését ugyanakkor a hazánkba érkező EU-transzferek növekedése is támogatta. Az államháztartás növekvő finanszírozási igénye a válság első három évében a ciklikus pozíció miatt csökkenő adóbevételekhez köthető, 2011-ben azonban a lakossági adóterhek csökkentése is hozzájárult. A háztartások a személyijövedelemadó-terhek enyhítése miatt növekvő rendelkezésre álló jövedelmükből inkább pénzügyi megtakarításukat növelték, amihez 2011-ben a nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetése is hozzájárult. A lakosságnál is jellemző volt a hitelfelvétel visszaesése és nettó hiteltörlesztésbe fordulása, ami szintén növelte a szektor nettó pénzügyi megtakarítását. A magánszektor – és ezen belül is elsősorban a vállalatok – alkalmazkodásának köszönhetően az ország külső finanszírozási képessége

2. ábra
Az egyes szektorok finanszírozási képességének alakulása

(GDP arányában)



* Az államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az ÁPV, a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKV), az MNB és az állami kezdeményezésű, PPP-beruházásokat végző intézmények tartoznak. Az államháztartásnál az SNA-szemléletű finanszírozási igény szerepel, ami nem tartalmazza a nyugdíjpénztári befizetéseket, és eltér a hivatalos (ESA-) egyenlegtől.

ge jelentősen emelkedett. Összességében, 2009 óta a magyar gazdaság belföldi szereplőinek megtakarítása pozitív volt, aminek eredményeképpen nem volt szükség külső finanszírozásra, sőt az elmúlt években forráskiáramlás történt.

2012–2013-ban külső egyensúlyi pozíciónk további jelentős mértékű javulása várható. Az inflációs jelentés szerint a nettó export további növekedése és a várhatóan tovább emelkedő EU-támogatások a magyar gazdaság külső finanszírozási képességének további növekedését vetítik előre. A nettó exportot a meginduló autóipari gyártás exportnövelő hatása mellett a továbbra is visszafogott belföldi felhasználás miatt mérsékelt import is támogatja. A nettó megtakarítói pozíció országos szintű növekedése mögött az egyes szektorok oldaláról az államháztartás és a vállalatok pénzügyi pozíciójának javulása állhat. A költségvetési hiány mérséklődése a Széll Kálmán-tervek következménye, amelyek hatására a belső kereslet továbbra is visszafogottan alakulhat. A vállalati szektor pénzügyi megtakarításának növekedése a beruházások további mérséklődése mellett az EU-ból érkező magasabb transferekre vezethető vissza. A háztartások pénzügyi megtakarítása – az egyszeri megtakarításnövelő tételek (reálhozam kifizetése, végtörlesztés) kiesésével, illetve a nettó hitelezés lassú felívelése mellett – csökkenhet. Összességében a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a finanszírozási oldal alapján idén és jövőre megközelítheti a GDP 3, illetve 5 százalékát, vagyis a két év alatt összesen a GDP mintegy 8 százalékát elérő külső forráskiáramlás várható.

HOGYAN VÁLTOZOTT A SZEKTOROK KÜLSŐ FORRÁSBEVONÁSA A VÁLSÁG HATÁSÁRA?

A következő részben azt vizsgáljuk, hogyan alakult az egyes szektorok külföldi forrásbevonása. Ennek elemzéséhez a fizetési mérleg finanszírozási oldalának szektorális megbonthatását használjuk, amelyben az egyes szektorok működő tőke, portfóliórészesvény és különböző adósságjellegű nettó forrásait (eszközök és tartozások) összesítjük.

Az egyes szektorok nettó megtakarításával szemben két fontos különbséget is érdemes megjegyezni. Egyrészt, hogy a lakosságnak a külfölddel (a valutavásárlást kivéve) jellemzően nincs közvetlen kapcsolata, illetve ez a többi szektorhoz képest elenyésző mértékű. Másrészt, a magánszektor hiteleinek jelentős részét a bankok csatornázzák be külföldről, a magánszektor finanszírozásának egy része tehát a bankrendszer mérlegén keresztül jelenik meg a külső finanszírozási folyamatokban. Ebből adódóan a fizetési mérleg finanszírozási oldala a következő szektorokat különbözteti meg: államháztartás, MNB, bankrendszer és egyéb magán-

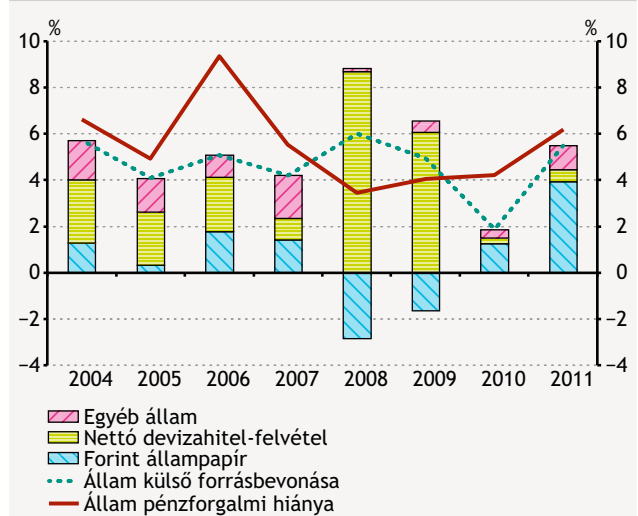
szektor (ami döntően a nem pénzügyi vállalatok külfölddel kapcsolatos tranzakcióit takarja).

Államháztartás

Az államháztartás a válság előtt a hiánynak csak egy részét fedezte külső forrásból, 2008–2009-ben ugyanakkor a hiányt meghaladó külső forrás bevonására volt szükség. Az állam külső forrásbevonása a költségvetési hiány finanszírozásához köthető: az állam devizakötvénykibocsátása, a külföldiek állampapír-vásárlása, illetve egyéb kisebb finanszírozási tételek (privatizáció, nemzetközi szervezetektől kapott fejlesztési hitelek, EU-támogatások elő-, illetve utófinanszírozása) külső források beáramlását jelentik. Míg a válságot megelőző években az állam hiányának finanszírozásához külső források mellett a hazai szektorok állampapír-vásárlására is támaszkodott, a válság kitörését követően megváltozott a helyzet. Mivel a belföldi szektorok összességében 2011 végéig folyamatosan építették le állampapír-állományukat, a pénzforgalmi hiány 2008–2009-ben tapasztalt csökkenése ellenére az állam külső forrásbevonása a korábbi évekhez hasonló mértékű volt (3. ábra).

A hiányt meghaladó külső forrásbevonásban azonban két tényező is szerepet játszott. Egyrészt az állampapír-piaci problémák miatt – az éven belüli papírok zavartalan értékesítése mellett – átmenetileg szünetelt a hosszabb lejáratú államkötvények kibocsátása, miközben továbbra is fizet-

3. ábra
Az államháztartás finanszírozási igénye és külső forrásbevonása
(GDP arányában)



Megjegyzés: az ábrán a ténylegesen finanszírozandó pénzforgalmi hiány szerepel a 2. ábrán bemutatott, eredménysemleletű finanszírozási igény helyett. 2010-ben az állam külső forrásbevonása igen alacsony volt, köszönhetően a hazai bankoknak korábban nyújtott devizahitel visszafizetésének (200 milliárd forint) és a mark-to-market állomány euro gyengülése miatti növekedésének (250 milliárd forint).

ni kellett a korábban kibocsátott állampapírok lejárataikor. Másrészt a bizonytalan nemzetközi helyzetben a külföldi befektetők bizalmának elnyerése érdekében az állam próbálta növelni finanszírozási tartalékait. Mindez a nemzetközi szervezetektől származó devizahitelek nagyobb szerepé-

hez, és továbbra is magas külső forrásbevonáshoz vezetett. Az elmúlt két évben az állam nettó devizahitel-felvétele a korábbi évekhez képest csak kismértékű volt, miközben a növekvő finanszírozási igény mellett jelentősen erősödött a külföldiek állampapír-vásárlása.

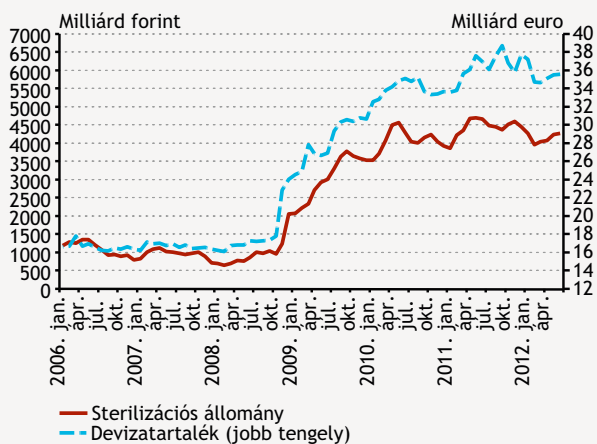
Az államháztartás devizahitel-felvétele és az MNB-kötvényállománya közötti kapcsolat

Amikor az állam devizahitelt vesz fel, akkor a kapott devizát a jegybanknál helyezi el devizabetétként, így az MNB devizatartaléka is emelkedik. A költségvetés ugyanakkor a felvett hitelt jellemzően a hiány finanszírozására fordítja, azaz forintra van szüksége, ezért a devizát az MNB-nél forintra váltja. Ekkor az állam devizabetéte forintbetétté konvertálódik, miközben az MNB devizatartaléka nem változik. Amikor az állam kifizetéseket hajt végre (például nyugdíjakat fizet vagy bért fizet a közalkalmazottaknak), akkor az MNB-nél vezetett forintbetéte csökken. A kifizetések hatására megnövekszik a gazdaság likviditása (a gazdasági szereplők a kapott pénzt betétként helyezik el a bankoknál, illetve az általuk elköltött pénzt azok a szereplők helyezik el betétként a bankoknál, akik azt kapták), ami végül a bankrendszer forrásait növeli. Az így megnövelt felesleges likviditást a bankok kéthetes kötvény formájában az MNB-nél helyezik el, vagyis az MNB forrásai között az állami betét csökkenését az MNB-kötvények állományának növekedése helyettesíti. Az állam által felvett devizahitel tehát végső soron az MNB forrásoldalán csapódik ki, az MNB-kötvények állományának növekedése formájában. Az MNB-kötvények állományának alakulása a fent leírt folyamat miatt mutat hasonló növekedést a – múltban jellemzően az állam nettó devizahitel-felvétele miatt megnövekedett – devizatartalék növekedésével (4. ábra). Az állam devizahitel-felvételevel együtt így az MNB is von be forrásokat a belföldi szereplőktől (jellemzően bankoktól) MNB-kötvény formájában. Az MNB-vel konszolidált államháztartás tehát végső soron a felvett devizahittel és a kéthetes kötvénnyel finanszírozza a devizatartalék növekedését és az állam kiadásait.

A fent leírt folyamatnak két következménye is van a külső forrásbevonásra vonatkozóan.

1. Mivel az állam devizahitel-felvétele (külső forrásbevonás) párhuzamosan megemelkedik az MNB devizatartaléka is (a külföldi eszközök növekedése a külső források kiáramlását jelenti), a költségvetés devizahittel történő finanszírozása nettó értelemben nulla külső forrásbevonást jelent a tágabb értelemben vett államháztartás számára. Ennek megfelelően az államháztartás külső forrásainak alakulását az MNB-vel konszolidálva érdemes vizsgálni (5. ábra).
2. Láttuk, hogy a devizahitel felvételével megnőtt az MNB-kötvény állománya, aminek döntő hányadát a bankok tartják. Mivel a bankoknak eszközeik finanszírozásához külső forrásokra is szükségük volt, ez azt is jelenti, hogy végső soron az állam devizahitel-felvétele hozzájárult a bankok külső forrásainak emelkedéséhez (illetve a külföldi források lehetőségeihez képest vett kisebb kiáramlásához), ami a bankrendszer külső forrásainak alakulásáról szóló részben köszön majd vissza.

4. ábra
A devizatartalék és a sterilizációs állomány alakulása

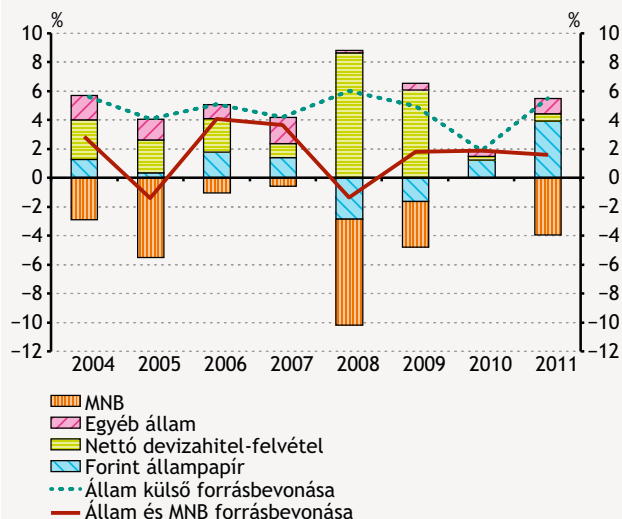


Az állam még a devizatartalék növekedésével korrigálva is vont be külső forrásokat a válság kitörését követően. A keretes írás szerint tehát az állam külső forrásbevonását az MNB-vel konszolidáltan érdemes vizsgálni. Eszerint a devizatartalék növekedésével megvalósult forráskiáramlás jelentősen csökkenti ugyan a külső forrásbevonás nagyságát, ezzel együtt is jellemző marad azonban az állam külső

forrásbevonása mind a válság előtti, mind az azt követő időszakban. Az MNB-vel konszolidált államháztartás szintjén két évben nem történt külső forrásbevonás. 2005-ben a Budapest Airport privatizációja a GDP 2 százalékát meghaladó mértékben növelte a devizatartalékot (ez a forráskiáramlás csökkentette a konszolidált államháztartás forrásbevonását), míg 2008-ban a válság kitörésekor a külföldiek

5. ábra
Az MNB-vel konszolidált államháztartás külső forrásbevonása

(GDP arányában)



kiugróan nagy mennyiségű állampapírtól szabadultak meg.⁴ Az elmúlt három évben ugyanakkor az MNB-vel konszolidált államháztartás külső forrásbevonása viszonylag stabilan, a GDP 2 százaléka körül alakult.

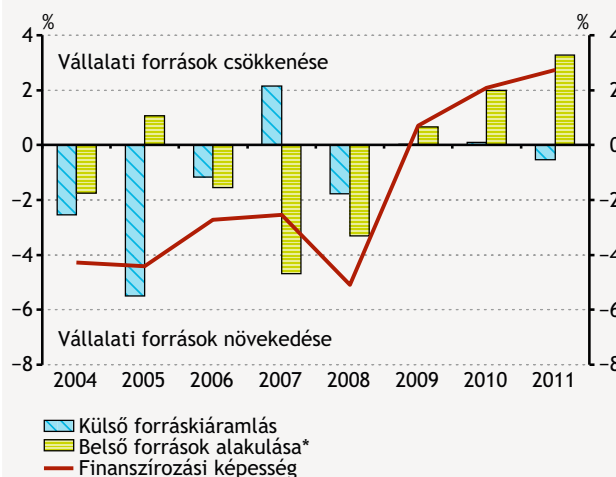
Vállalatok

2008-ig a vállalatok is jelentős mértékben vontak be külföldi forrást. A válságot megelőző években a vállalati szektor beruházását és termelését jelentős mértékű külső és belső forrás bevonásával finanszírozta, ami a jellemzően betételhelyezést meghaladó hitelfelvétellel, illetve külföldiek részese-désszerzésével, külföldi hitelek felvételével valósult meg (ezek lehetnek banki vagy anyavállalattól felvett hitelek is). Vagyis a bankrendszer mellett a vállalati szektor is jelentős mértékben vont be – a bankokon keresztüli devizahitel-felvétel mellett közvetlenül is – külföldi forrást (6. ábra).⁵

A vállalati szektorból ugyanakkor a válság kitörése óta összességében, nettó értelemben nem áramlott ki külföldi forrás – a szektor növekvő pénzügyi megtakarítása a bankhitelek visszaeséséhez köthető. A válság kitörését

6. ábra
A vállalati szektor finanszírozási képességének belső és külföldi nettó források szerinti megbontása

(GDP arányában)



* Ennek döntő részét a bankokkal szembeni pozíció változása teszi ki (betételhelyezés csökkentve a hitelfelvétellel).
Megjegyzés: az ábrán a vállalatok finanszírozási képessége nem tartalmazza a bankok finanszírozási képességét, mivel a forrásmegbontás a fizetési mérleg alapján történik, ahol a nem banki magánszektor adata szerepel.

követően a vállalatok értékesítési lehetőségei beszűkültek, ami a beruházási kiadások csökkentéséhez, és így a forrásigény csökkenéséhez vezetett. Emellett a válság okozta bizalmatlanság növekedésével a külső források is elapadtak, ami a vállalatok külföldi és belső hitelfelvételi lehetőségeit is visszavetette. A hitelkereslet és hitelkínálat erőteljes csökkenésének eredményeként a vállalati szektor külső és belső forrásbevonása visszaesett. A vállalati szektornál ugyanakkor aggregált szinten – a bankrendszerrel megfigyelhető jelentős forráskivonással ellentétben – nem történt érdemi külföldi forráskivonás.⁶ Összességében tehát a külföldi tulajdonosok és a külföldi bankok nem csökkentették a hazai vállalatoknak juttatott nettó forrásait⁷ – ami mint látni fogjuk erős ellentétben áll a bankok külső forrásainak alakulásával. Ez azt is jelenti, hogy a vállalatok pénzügyi megtakarításának emelkedése szinte teljes mértékben a vállalatok bankokkal szembeni pozíciójának javulásából (döntően a hitelek törlesztéséből) származott.

⁴ Az IMF/EU-tól felvett devizahitel (forrásbevonás) miatt növekedett az MNB devizatartaléka (forráskiáramlás), így összességében nem befolyásolta a külső forrásbevonást.

⁵ Ez alól kivételt képez a 2007-es év, amikor csupán a MOL saját részvény-vásárlása közel 2 milliárd euróval csökkentette a külföldiek hazai befektetéseit.

⁶ Fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy az aggregált szinten nulla forráskiáramlás egyedi szinten igen eltérő folyamatokból adódhatott. Sok vállalat külföldi forrásszerzési lehetőségei – az európai válság elmélyülésével összhangban – vélhetően beszűkültek, illetve a válsághoz történő alkalmazkodás is kényszerű forráscsökkenéssel járhatott. Ezt a hatást azonban ellensúlyozhatta, hogy más vállalatok anyavállalatai továbbra is nyújtottak tulajdonosi hitelt leányuknak, illetve a vállalatok le is építhették külföldi eszközeiket.

⁷ A 2011-es adatot két, egymást nagyjából ellensúlyozó egyedi hatás is befolyásolta. Az állam MOL-részvény-vásárlása mintegy 1,9 milliárd euróval csökkentette a külföldiek hazai vállalatokban szerzett részesedését, vagyis ekkora forráskiáramlás valósult meg. A magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakítását követő eszközértékesítések nyomán ugyanakkor hasonló mértékben csökkent a vállalati szektor külföldi követeléseinek állománya, vagyis nettó értelemben ekkora forrásbeáramlás történt.

Bankrendszer

A válság előtt a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása negatív volt. A bankrendszer külső források bevonásával finanszírozta a lakosság és a vállalatok devizahitel-felvételét. A válság előtt a magánszektor összességében finanszírozási igény jellemezte: a vállalati szektor a gazdaság normál működésének megfelelően jelentős finanszírozási igényt támasztott, míg a lakosság nettó (tartozásokkal csökkentett) pénzügyi megtakarítása a nagymértékű hitel-felvétel miatt is 2008-ra nulla közelébe süllyedt. Ezzel összefüggésben 2008 közepéig a magánszektor bankoktól származó nettó hitelfelvétele jelentős mértékben meghaladta a magánszektor banki eszközeinek (betételhelyezés és banki kötvényvásárlás) mértékét (7. ábra, pontozott vonal). A hitelezési aktivitás nagymértékű bővüléséhez jelentős mértékben hozzájárult a devizahitelek – lakástámogatási rendszer megnyirbálása utáni – felfutása. A bankrendszer a pótlólagos forrást külföldi, főleg anyabanki hitelekből teremtette elő.⁸ Mindeközben a bankrendszer likvid eszközeinek (állampapír és MNB-kötvény) növekedése visszafo-gott volt.

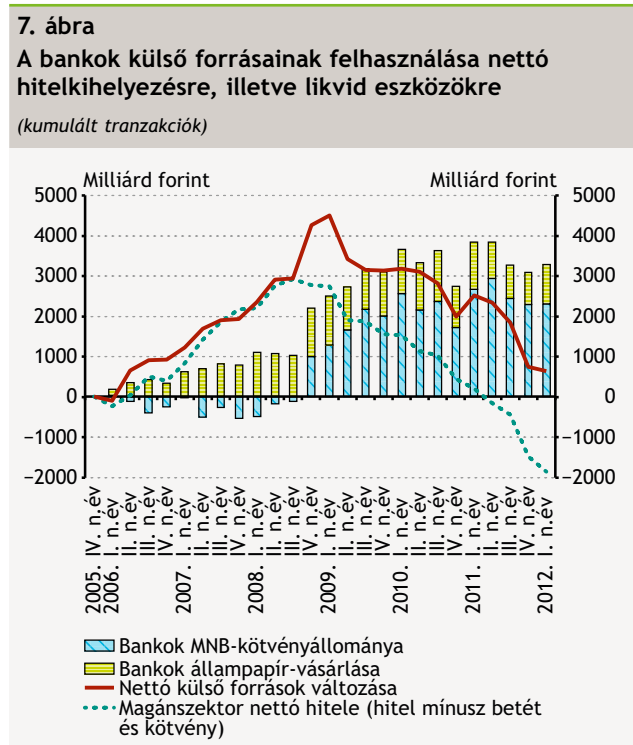
Az elmúlt években a magánszektor növekvő pénzügyi megtakarítása a bankok jelentős forráskivonásával járt együtt. A válság miatt ugyanakkor megnövekedett a bankok likvid eszköztartási igénye is, így a bankok külső

forrásai kisebb ütemben csökkentek, mint az a betét- és hitelfolyamatok alapján lehetséges lett volna. A válság hatására a magánszektor 2008-ban még jelentős, a GDP 6 százalékát elérő finanszírozási igénye 2009-re 4 százalékos finanszírozási képességbe váltott. A vállalati szektornál láttuk, hogy ebben döntő szerepe volt a bankokkal szembe-ni pozíció javulásának. A vállalati szektort sújtó szűkülő hitelfelvételi lehetőségek, illetve romló jövedelmi helyzet miatt visszaeső hitelkereslet a háztartási szektorra is jel-lemző volt, vagyis a háztartások bankokkal szembeni pozí-ciója is jelentősen javult. A pénzügyi megtakarítás növeke-désének jelentős hányada tehát a banktól felvett hitelek visszaeséséből (törlesztéséből) származik, de a bankbeté-tek, illetve banki kötvények növekedése is hozzájárult. Vagyis a magánszektor nettó megtakarításának növekedése jelentősen növelte a bankok likvid pénzeszközeit. Az így megnövekedett likviditásból a bankok döntően két dolgot finanszíroztak. Egyrészt eszközoldalon tovább növekedett MNB-kötvényállományuk a növekvő devizatartalékkal pár-huzamosan emelkedő sterilizációs állomány, illetve a válság miatt emelkedő likvideszköz-tartási igény következtében (7. ábra). Másrészt a fennmaradó pénzeszközeit a bankok a korábban külföldről felvett hitelek visszafizetésére fordí-tották (7. ábra folytonos vonala, illetve 8. ábra jobb oldala – a bankok a válság előtt külföldi forrásokat vontak be, 2009-től azonban a források kiáramlása dominál).

2011 végén, illetve 2012 elején a végtörlesztés jelentő- sen befolyásolta a bankok finanszírozási folyamatait. A bankok külső tartozásainak csökkenése ugyanis a végtör- lesztési program fennállása alatt – a visszafizetett hitelek megugrásával párhuzamosan – felgyorsult, amit csak kis- mértékben tudott tompítani a banki tőkeemelésekből szár- mazó külső forrásnövekmény (működőtőke-beáramlás). A végtörlesztés várható nagysága a bejelentési kötelezett- ségek miatt már 2011 végén ismert volt, így a bankrendszer az év végén jellemző mérlegmenedzsmentnél már ezt is figyelembe vehette. Véltetően ez is szerepet játszott abban, hogy a bankok forráskiáramlása az év végi jelentős gyorsulást követően 2012 elején lassult.

Nemzetgazdaság

A magyar gazdaság külső finanszírozási képességének alakulásával párhuzamosan megindult a külső források kiáramlása is, azonban ez nem mindegyik szektorra volt jellemző (8. ábra). A háztartási és vállalati szektor folyta- tódó betételhelyezése és a válság miatti hiteltörlesztés – ami jelentősen hozzájárult a magánszektor nagymértékben emelkedő nettó megtakarításához – lehetővé tette a bank-

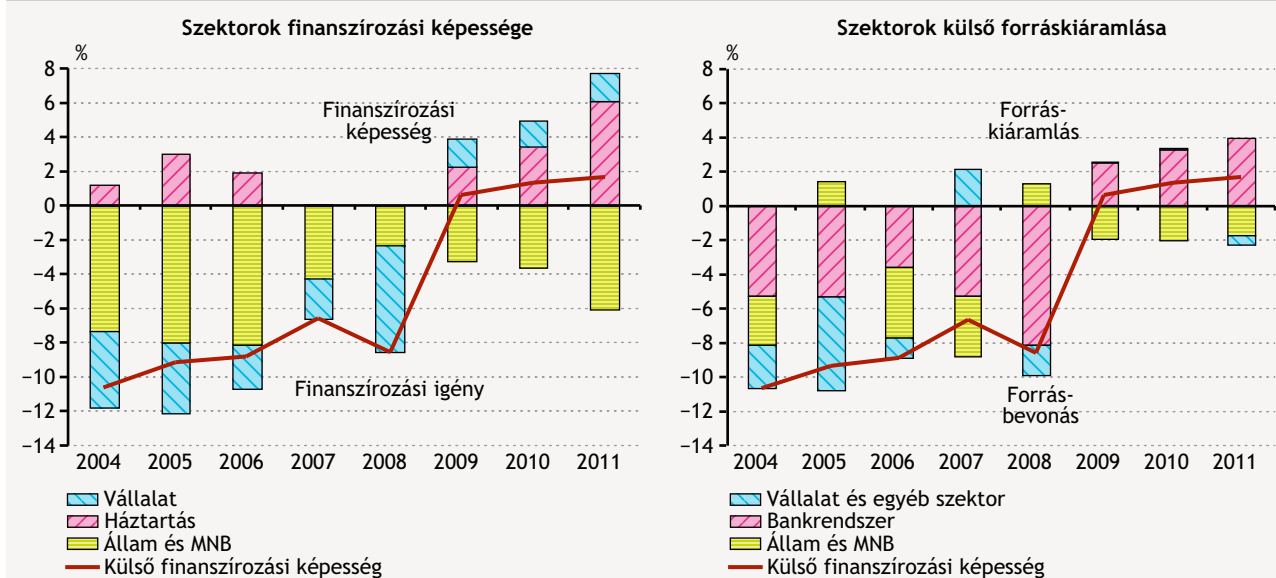


⁸ A külföldről szerzett devizaforrás azért is állhatott érdekében a bankrendszernek, mert ezzel mérséklődött a belföldi szektoroknak nyújtott deviza-hitelek miatt nyíló mérleg szerinti devizapozíció.

8. ábra

Az egyes szektorok finanszírozási képessége és külső forráskiáramlása

(a GDP arányában)



rendszer számára, hogy egyre nagyobb mértékben csökkentse külső forrásait. Ezzel szemben a vállalatok finanszírozási képességének kialakulása nem vonta maga után a közvetlen külső forrásaik mérséklődését. A konszolidált államháztartás esetében pedig az utóbbi években inkább a finanszírozási igény növekedése volt jellemző, amivel párhuzamosan tovább folytatódott a külső források bevonása.

A SZEKTOROK VÁRHATÓ KÜLSŐ FORRÁSBEVONÁSA

Az inflációs jelentésben bemutatott előrejelzések alapján Magyarország külső finanszírozási képessége a jövőben tovább emelkedik (lásd az egyes szektorok finanszírozási képességéről szóló részt). Ezzel párhuzamosan a külföldi források kiáramlása fokozódhat. A következőkben azt vizsgáljuk meg, hogyan változhat az egyes szektorok külső forrása 2013 végéig – az előrejelzésekben továbbra is erősen támaszkodunk az inflációs jelentés prognózisaira.

Először is fontosnak tartjuk tisztázni, hogy a jövőbeli folyamatokra vonatkozó várakozásunk kialakításánál számos feltételezéssel kellett élnünk az egyes szereplők viselkedésével kapcsolatban.

- Ezek közül az egyik legfontosabb, hogy – az elmúlt években tapasztaltakhoz hasonlóan – arra számítunk, hogy az Államadósság-kezelő Központ (ÁKK) a jövőben is devizakötvény-kibocsátásból finanszírozza lejáró devizahiteleit, és hogy a devizát – az eddigi gyakorlatnak megfelelően – az MNB-nél konvertálja forintra.

- Azt is feltételeztük, hogy a hazai bankok rendelkezésre álló forrásai a magánszektortól származó betétek és hiteltörlesztés összegével emelkednek, vagyis ezt az összeget „költhetik el” szabadon.
- Végül, a bankok viselkedését illetően azt a múltbeli tapasztalatot feltételeztük a jövőre vonatkozóan is, hogy az MNB-kötvényállományukban bekövetkező növekedést döntően a belföldi bankok szívják fel.

A főbb feltételezések után pedig lássuk, hogy milyen változások várhatóak az egyes szektorok külső forrásainak dinamikájában.

A következő években a vállalatok belföldi banki hiteleinek nettó törlesztése mellett a vállalatok külső forrásaiban is csökkenésre számítunk. A vállalati szektor pénzügyi megtakarítása a következő években – a meginduló autóipari termelés és az EU-transzferek jövedelemnövelő hatása, illetve a továbbra is visszafogott beruházások mellett – várhatóan tovább emelkedik. A szektor pénzügyi pozíciójának folytatódó javulása részben közvetetten a bankrendszeren keresztül (nagyobbrészt a hitelek visszafizetéséből, kisebb részben a betétek növeléséből eredően), részben közvetlenül jelentkezhet a külső finanszírozási folyamatokban. Ez utóbbi a külföldi banki hitelek mellett a korábban stagnáló FDI típusú források kiáramlását is jelentheti (például tulajdonosi hitelek nagyobb mértékű csökkenése).

A külső forráscsökkenésben továbbra is jelentős szerepet játszhat a bankrendszer folytatódó mérlegalkalmaz-

kodása. A várhatóan emelkedő MNB-kötvényállomány miatt ugyanakkor a bankok nettó forráskivonása mérséklődhet. A magánszektor továbbra is jelentős nettó megtakarítói pozíciója a bankrendszer számára folytatódó hiteltörlesztést és betételhelyezést jelent, ami további teret nyit a bankok nettó külső forrásainak csökkenéséhez. A magánszektor megtakarításain túl ugyanakkor a bankok jegybankkal szembeni pozíciójának változása is érdemben befolyásolhatja a bankok külső forrásainak alakulását. Korábban említettük, hogy a devizatartalék növekedésével párhuzamosan az MNB-kötvények állománya is emelkedett (4. ábra), amit döntően a bankok vásároltak meg. Hasonlóan a válság kitörését követő jelentős devizatartalék-növekményhez, a számottevő mértékű EU-transzfereknek köszönhetően a következő években újra emelkedő pályára állhat a jegybanki devizatartalék (azt feltételezve, hogy az állam a lejáró devizahitelnek megfelelő új devizahitelt vesz fel). Ezzel párhuzamosan a bankok likviditástöbblete is növekedhet, amelyet finanszíroznia kell a bankrendszernek. A bankoknál keletkező likviditás tehát megoszlik az MNB-kötvény vásárlása és a külső források visszafizetése között. Míg tehát a bankok magánszektorral szembeni pozíciójának alakulása önmagában nagyobb mértékű külső forrásleépítést tenne lehetővé, ehhez képest az MNB-kötvényállomány várható emelkedése visszafoghatja a banki forráskiáramlást. 2013 végéig tehát összességében a korábban jellemzőnél kisebb mértékű banki forráskiáramlás várható.

Az államháztartás mérséklődő finanszírozási igényével párhuzamosan az állam külső forrásbevonása csökkenhet, míg a devizatartalékok növekedése miatt az MNB-vel konszolidált államháztartás szintjén nettó forráskiáramlás valósulhat meg. Az elmúlt években az ÁKK devizakötvény-kibocsátása nagyjából megegyezett a lejáró devizaadóssággal, így a jövőre vonatkozóan is azt feltételezzük, hogy az állam nettó devizahitel-felvétele nem implikál nettó külső forrásbevonást. Eközben a 2011-esnél várhatóan lényegesen alacsonyabb költségvetési hiány finanszírozásában megnőhet a hazai szereplők szerepe – 2012 első félévében például a háztartások 140, a bankok pedig 240 milliárd forint értékben vásároltak magyar állampapírt. Összességében tehát az MNB nélküli államháztartás külső forrásbevonása idén és jövőre visszaeshet 2011-hez képest. Az MNB devizatartaléka eközben emelkedhet, ami forráskiáramlást jelent. A jegybank külfölddel szembeni pozícióját is figyelembe véve, tehát a konszolidált államháztartás szintjén – a válság előtt és alatt jellemző forrásbeáramlással szemben – nettó forráskiáramlás valósulhat meg az elkövetkezendő években.

Az eddig ismertetett alapforgatókönyv mellett ugyanakkor érdemesnek tartunk két olyan alternatív forgatókönyvet is bemutatni, amelyekben megváltozik a forráskiáramlás egyes szektorok közötti megoszlása. Az egyik lehetséges scenárióban a bankok MNB-kötvényállománya a feltételezésünkben szereplőnél kisebb mértékben emelkedik, ami több tényezőtől is eredhet: a bankok nem akarnak ilyen mennyiségű likvid eszközt tartani, vagy az anyabankoknak nagyobb mértékben van szükségük a magyar leánybankoknál keletkező forrásokra.⁹ Mindkét esetben az általunk feltételezettől gyorsabb lehet a bankok forráskiáramlása. Az „erőltetett” forráskivonás az állampapír-piaci hozamok emelkedésével és az árfolyam gyengülésével is járhat, ami addicionális változásokat okozhat a makrogazdasági, és ezzel az egyes szektorok pénzügyi megtakarítási folyamataiban. Az mindenestre a múltbeli tapasztalatokból valószínűsíthető, hogy a bankok keresletkiesését a külföldiek állampapír-, illetve MNB-kötvény vásárlása ellensúlyozhatja, ami az árjellegű változók elmozdulásával is összefüggésben állhat. Összességében tehát a bankok nagyobb forráskiáramlását az állam külső forrásbevonásának növekedése helyettesítheti. Egy másik lehetséges scenárió szerint a vállalatok – emelkedő pénzügyi megtakarításuk ellenére – továbbra sem csökkentik külső forrásaikat. Ebben az esetben a vállalatok megtakarítói pozíciójából eredő likviditás – nagyobb mértékű hiteltörlesztés vagy nagyobb betételhelyezés formájában – a bankrendszerbe áramlik. A bankok pedig az ebből eredő addicionális forrásból tovább csökkenthetik külföldi adósságukat, vagyis ebben az esetben a vállalatok kisebb forráskiáramlását a bankok nagyobb forráskiáramlása ellensúlyozhatja.

A KÜLSŐ ADÓSSÁG ALAKULÁSA

Az egyes szektorok külső forrásbevonásának összege (a külső finanszírozási képesség) meghatározza, hogyan változik az ország külső tartozása. A külső tartozáson belül fontos megkülönböztetni az adósságjellegű forrásokat (például külföldről felvett hitelek, kibocsátott devizakötvények) és a nem adósságjellegű forrásokat (például működő tőke, részesedésjellegű források). Az elemzésekben ugyanakkor a külső adósság alakulása áll a figyelem középpontjában, mivel ezeket a forrásokat övezi megújítási kockázat, míg a részesedésjellegű külső források kisebb kockázatot jelentenek Magyarországnak számára.

A válság előtt jelentős mértékben emelkedő nettó külső adósság a jelentős külső finanszírozási képesség ellenére egyelőre csak enyhén mérséklődött. Magyarország nettó

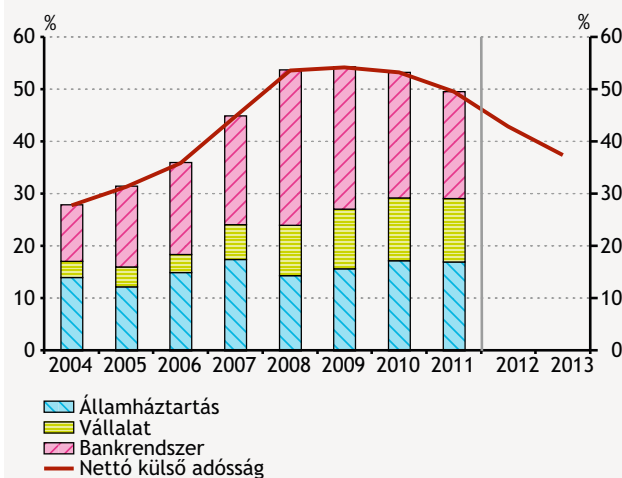
⁹ Az is a bankok kisebb MNB-kötvényállományát okozná, ha az állam a lejárónál kevesebb devizakötvényt tud kibocsátani. Ekkor az állam kénytelen lenne forintkibocsátását megnövelni. Ha ezt az addicionális állampapír-mennyiséget teljes mértékben a bankrendszer vásárolná meg, akkor a külső forrásbevonás tekintetében nincs eltérés az alapforgatókönyvhöz képest. Azonban ha az állampapírok egy részét a külföld vásárolja meg, akkor a bankok külső forrásbevonása az alapforgatókönyvhöz képest *ceteris paribus* kisebb lehet, míg az államháztartásé nagyobb.

külső adóssága 2004-et követően gyorsan emelkedett, és 2008-ra meghaladta a GDP 50 százalékát. A jelentős növekedésben a devizahitelezés felfutásával párhuzamosan emelkedő banki külső forrásbevonás volt meghatározó, az emelkedésben azonban a vállalati szektor külső forrásbevonása is szerepet játszott (9. ábra). A nettó külső adósság ugyanakkor a gazdaság külső finanszírozási képessége ellenére 2011-ig nem kezdett el mérséklődni, ami a külső adósság forintösszegének az árfolyam gyengülése miatti növekedésére vezethető vissza. 2011-ben az árfolyam további gyengülése ellenére érezhetően csökkent a GDP-arányos nettó külső adósság, mivel az adósságjellegű források kiáramlása kiugróan nagy volt.

A tovább növekvő külső egyensúlyi többlet azt jelenti, hogy változatlan árfolyam esetén csökkennek a külső sérülékenységünk szempontjából kiemelten figyelt adósságmutatók. A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete 2012–2013-at együttvéve megközelítheti a GDP 8 százalékát. Az előttünk álló két évben tehát hasonló mértékű nettó külső – adósság- és nem adósságtípusú – forráskiáramlásra számíthatunk, azaz ekkora mértékben csökkenhet a gazdaság nettó külső (adósság- és nem adósságjellegű) tartozása. A források kiáramlása kisebbrészt a vállalatok FDI típusú tartozásainak csökkenése, nagyjából pedig a belföldi szektorok (vállalatok, bankok és az állam) adósságjellegű forrásainak nettó törlesztése mellett következhet be. A finanszírozás szerkezetében továbbra is igen alacsony nem adósságtípusú forrásbeáramlást várunk 2012-ben, ami 2013-ban akár kiáramlásba is fordulhat. A vállalati szektor nettó megtakarítása ugyanis jelentősen emelkedik, ami a tulajdonosi hitelek erőteljesebb csökkenésével járhat. Így a külső tartozások csökkenése elsősorban a nettó külső adósság csökkenésében ölthet testet.

A külső egyensúly javulásának eredményeképpen – illetve a 2011 vége óta megvalósult árfolyam-erősődéssel és a nominális GDP növekedésével együtt – az ország GDP-arányos nettó külső adóssága a 2011 végi 50 százalék körüli szintről 2013 végére 40 százalék alá csökkenhet. A nettó külső adósságcsökkenéshez a külföldi hitelek nettó törlesztése mellett (bruttó adósságcsökkenés) a devizataralék várható növekedése (bruttó külföldi eszköznövekedés) is hozzájárul. A devizataralékokat az EU-transzferek, valamint a várható devizakötvény-kibocsátások növelik. Az év első felében történt forint erősödés a nettó külső adósságrátát júniusig mintegy 5 százalékponttal mérsékelte. Jövőre a külső adósságmutatók csökkenését – stabil árfolyamot feltételezve – döntően a forráskiáramlás határozhatja meg, amelyet kismértékben gyorsíthat a nominális GDP növekedéséből eredő hatás.

9. ábra
A nettó külső adósság alakulása



A nettó finanszírozási képesség és mérséklődő adósságmutatók ellenére ugyanakkor a magyar gazdaság pénzügyi szempontból továbbra is sérülékeny maradhat, mivel a magas adósságállomány miatt fennmarad a jelentős mértékű bruttó finanszírozási igény. Bár a fizetési mérleg többlete, a magyar gazdaság nettó megtakarítói pozíciója és a lassú ütemben, de folyamatosan mérséklődő külső adósságmutatók mérséklik a magyar eszközök kockázatosságát, nem szabad elfeledkezni a nettó számok mögött álló bruttó adatokról. A külső nettó finanszírozási képesség ugyanis csak mérsékli Magyarország bruttó finanszírozási igényét. Az éven belül lejáró forrásokat tekintve a gazdasági szereplőknek mintegy 30 milliárd eurónyi forrást kell megújítaniuk évente, aminek megvalósulását továbbra is kockázatok övezhetik.

ÖSSZEFOGLALÓ

A válság előtt a belföldi szereplők jövedelmét meghaladó beruházás és fogyasztás, a folyamatosan laza költségvetési politika miatt Magyarország jelentős mértékű külső forrást vont be. A válság hatására a hazai szektorok nettó megtakarítása jelentős mértékben emelkedett, miközben a bankok és vállalatok külföldi forrásbevonási lehetőségei beszűkültek, ami összességében a külső források kiáramlásához vezetett. Elemzésünkben ugyanakkor arra jutottunk, hogy a külső tartozások visszafizetése nem mindegyik szektorra jellemző: a hitel- és betéti folyamatokból adódóan a bankrendszerből történő jelentős forráskiáramlás mellett a vállalatok külső forrásai nem változtak lényegesen, miközben a konszolidált államháztartás továbbra is von be külső forrásokat. Előrejelzésünk szerint azonban a szektorok forráskiáramlásában változás történhet az elkövetkező években.

Egyrészt a devizatartalékokkal párhuzamosan az MNB-kötvény-állomány várható növekedése miatt a bankok külső forrásainak csökkenése lassulhat, másrészt a konsolidált államháztartás szintjén is forráskiáramlás valósulhat meg. Ennek mértéke azonban erősen függ a bankok forráskivonási lehetőségeitől, illetve szándékaitól is. Ha az anyabankok

több forrást akarnak kivinni, vagy a devizatartalék csak kisebb mértékben emelkedik, az az állam további külső forrásbevonásával járhat együtt. A jövőben várhatóan fokozódó forráskiáramlással párhuzamosan Magyarország nettó külső adóssága a korábban tapasztaltnál gyorsabb ütemben csökkenhet.