



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2016
MÁRCIUS

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2016
MÁRCIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8693 (nyomtatott)

ISSN 2064-874X (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg, amelynek veszélyeztetése nélkül a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartása is a jegybank feladata. 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, több mutatón keresztül vizsgálja a makrogazdasági egyensúlytalanságokat, valamint azonosítja az ország sérülékenysége szempontjából kritikus elemeket, folyamatokat.

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

Az elemzés Virág Barnabás monetáris politikáért, pénzügyi stabilitásért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt a Monetáris politika és pénzpiaci elemzés igazgatóságán készült. A jelentés készítésében részt vettek: Boldizsár Anna, Csom-Bíró Gabriella, Csontos Orsolya, Kékesi Zsuzsa, Kóczián Balázs, Koroknai Péter, Sisak Balázs és Szalai Ákos. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2016. március 24-éig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

ÖSSZEFOGLALÓ

2015 negyedik negyedében is folytatódott Magyarország külső sérülékenységének csökkenése. A gazdaság finanszírozási képessége korábban nem tapasztalt szintre, 3,2 milliárd euróra emelkedett a folyó fizetési mérleg 1 milliárd eurót meghaladó többlete mellett. Az év végén a nettó FDI-beáramlás folytatódása mellett jelentős mértékben csökkent az ország külső adóssága. Enyhén nőtt – de továbbra is igen alacsony – az állam finanszírozási igénye, amit a vállalatok pénzügyi megtakarításának emelkedése ellensúlyozott, miközben a háztartási szektor pénzügyi megtakarítása magas szinten stabilizálódott.

2015 egészében is kedvezően alakultak a külső egyensúlyi folyamatok, vagyis a gazdasági növekedés tavaly is fenntartható finanszírozási szerkezet mellett valósult meg. A külső pozíció az előző évi átmeneti csökkenést követően 2015-ben újra historikus csúcstól jelentő szintre, a GDP közel 9 százalékára emelkedett, amit több tényező is támogott. Egyrészt a külkereskedelem többlete a magas járműipari termelés, a visszafogottabban bővülő beruházások és a stabilan magas szolgáltatásegyenleg mellett számottevő mértékben bővült. Összességében Magyarország exportpiaci részesedése tovább javult, miközben a nettó export bővülését a cserearányok javulásán keresztül az energiahordozók árának csökkenése is segítette. Másrészt az EU költségvetési periódusának lezárulásával összhangban növekedett hazánk uniós forráslehetősége, ami a transzferegyenleg újabb csúcstól elérő szintjéhez vezetett. Végül a külső finanszírozási képesség emelkedéséhez a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése is hozzájárult, amelyet a külső adósság elmúlt években tapasztalt csökkenése és az alacsonyabb hozamszint is támogatott.

A finanszírozási folyamatok szerint 2015-ben a szektorok a korábban jellemzőnél nagyobb, 9 milliárd eurót meghaladó mértékben csökkentették nettó külső adósságukat. Az előző évektől eltérően tavaly a legnagyobb csökkenés a bankszektornál következett be. A vállalatok jelentős betételhelyezésével ugyanis nagymértékben nőtt a bankok forrása. Emellett a devizahitelek forintosítása az MNB devizatartalékának csökkenésén keresztül fékezte az állam nettó külső adósságának csökkenését, miközben a kapott deviza hozzájárult a bankok adósságleépítéséhez. Az állam külső adósságát 2015-ben jelentős mértékben csökkentette a külföldi hitelek előtörlesztése, az MNB devizakötvény-vásárlási programja és a külföldiek állampapír-eladása. Utóbbival kapcsolatban érdemes megjegyezni, hogy bár nagysága meghaladta a válság kitörésekor tapasztalt mértéket, mégse okozott állampapírpiacon feszültséget – ebben jelentős szerepe volt az MNB önfinanszírozási programjának és a lakosság állampapír-keresletének, ami tehát nagyban csökkentette az állam külföldi forrásokra való rászorultságát. A vállalati szektor is folytatta külföldi adósságának visszafizetését. Mivel ez a folyamat a tulajdonosi hiteleket is érintette, a nettó GDP-arányos FDI-beáramlás a 2014-es 2,8 százalékot követően – részben az állami felvásárlásokhoz, részben a vállalatok tulajdonosi hiteleinek törlesztéséhez köthetően – nulla körül alakult, miközben a részesedés jellegű működőtőke-befektetés az újrabefektetett jövedelmek hatására még emelkedett is.

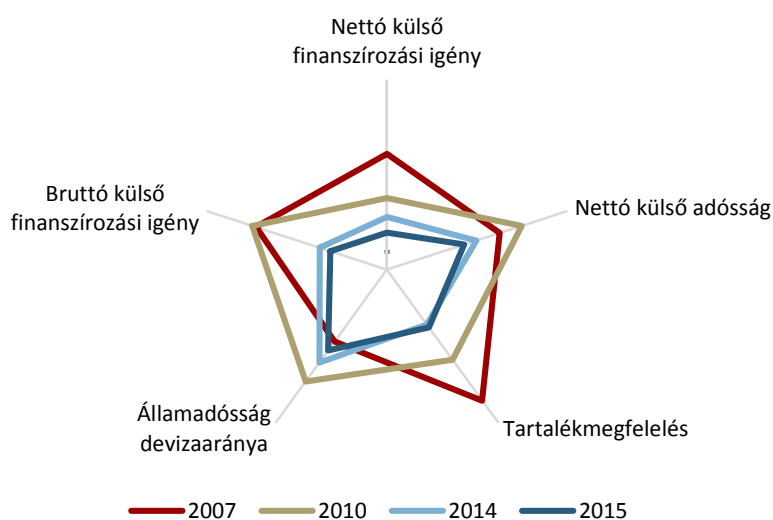
A külső sérülékenység szempontjából kiemelt jelentőséggel bíró külső adósságráták 2015-ben tovább estek: a GDP-arányos bruttó külső adósság 76, a nettó 25 százalékot tett ki. Az egyes szektorok folytatódó mérlegalkalmazkodásának köszönhetően a vállalatok és a bankok nettó külső adóssága is tovább csökkent – utóbbit a forintosítás és a vállalati szektor számottevő betételhelyezése is támogatta. Az év közepén bejelentett, januártól életbe lépő devizafinanszírozás-megfelelési mutató (DMM) szigorítása és az új devizaegyensúly-mutató (DEM) a bankok rövid külső adósságának csökkenése irányába hatott. Ennek hatására a gazdaság rövid külső adóssága 2015 végére 21 milliárd euróra csökkent – így az ország devizatartaléka a forintosítás miatt csökkenő devizatartalék mellett is jóval meghaladta a befektetők által elvárt szintet. Az ország bruttó finanszírozási igénye – csökkenő lejáró adósság és emelkedő nettó finanszírozási képesség mellett – tovább, 13 milliárd euro alá mérséklődött. Ez azt is jelenti azonban, hogy a magyar gazdaság lejáró külföldi adósságának megújításához a korábban jellemzőnél jóval kisebb mértékben, de továbbra is szükség van külföldi források beáramlására.

A szektorok megtakarításai felől vizsgálva, az emelkedő finanszírozási képességhez 2015-ben az összes szektor hozzájárult. Az állam finanszírozási igénye a GDP 2 százaléka alá csökkent, ami a gazdasági növekedés mellett emelkedő bevételekre és csökkenő kamatkidásra vezethető vissza. A vállalati szektor növekvő pénzügyi megtakarítása az egy évvel korábbinál alacsonyabb beruházás és – az emelkedő EU-transzferekkel is támogatott – magas jövedelmezőség

mellett alakult ki. A lakossági megtakarítás növekedését a reálbérek és a foglalkoztatás emelkedése is segítette, miközben az elszámolás hatására a hitelezési folyamatok is a magasabb nettó pénzügyi megtakarítás irányába hatottak. A háztartási szektor 2015-ben is igen nagy mértékben vásárolt állampapírokat, vagyis tovább növelte az állam finanszírozásában betöltött szerepét, és mérsékelte a külföldi források beáramlásának szükségességét.

2015-ben Magyarország külső egyensúlyi folyamatai alapvetően kedvező irányba mozdultak el (1. ábra – a közép-ponthoz közelebbi értékek – praktikusán a „háló” összehúzódása – jelzik az adott mutató szerint kisebb sérülékenységet). A kiemelt mutatók jellemzően csökkenő sérülékenységet jeleznek: a nettó és bruttó finanszírozási igény, a nettó külső adósság és az államadósság devizaaránya is tovább mérséklődött. A tartalékmegfelelés a devizatartalék csökkenése ellenére sem változott lényegesen, a devizatartalék szintje továbbra is jelentősen (mintegy 9 milliárd euróval) meghaladja a rövid külső adósság szintjét.

1. ábra: Magyarország külső egyensúlyi folyamatainak összefoglaló ábrázolása



Megjegyzés: Az ábrán az egyes mutatók szórással elosztott hosszú távú átlagtól vett eltérése jelenik meg; a kisebb érték a fundamentum erősödését jelzi (például kisebb finanszírozási igény).

Nemzetközi összevetésben is jelentősnek tekinthető a magyar gazdaság külső tartozásmutatóinak csökkenése, ami a korábban tapasztalt külső egyensúlytalanságok érdemi mérséklődését jelzi. Mind a visegrádi, mind a mediterrán országok között Magyarország folyó fizetési mérlegének többlete a legmagasabb, ami döntően az EU-transzferek magas felhasználására és a külkereskedelmi egyenleg többletére vezethető vissza. Ezzel párhuzamosan, míg a mediterrán és régiós országok külső adóssága emelkedett, addig jelentős volt a magyar gazdaság külföldi eladósodottságban mutatott alkalmazkodás, és a külső sérülékenység szempontjából kiemelt jelentőségű mutatókban számottevő javulás történt. Magyarország nettó külső tartozása és adóssága például a korábbi régiós csúcstól Lengyelország szintjére csökkent. Emellett ugyanakkor régiós összevetésben továbbra is magasnak számít az ország bruttó külső adóssága. Fontos azonban kiemelni, hogy a korábban komoly finanszírozási kockázatot jelentő eredeti futamidő szerinti bruttó forrásbevonási szükséglet – a csökkenő lejáró adósságnak és a jelentős külső finanszírozási képességnek köszönhetően – 2015-re hazánkban lett a legalacsonyabb a régió országai között.

TARTALOM

Összefoglaló.....	3
Tartalom	5
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg.....	8
1.2. Jövedelemegyenleg.....	12
1.3. Transzferegyenleg	15
2. Finanszírozási megközelítés.....	18
2.1. Nem adósság jellegű források	22
2.2. Adósság jellegű források	25
3. Adósságráták alakulása.....	32
3.1. Nettó külső tartozás	32
3.2. Nettó külső adósság	33
3.3. Bruttó külső adósság	35
3.4. Rövid külső adósság és bruttó finanszírozási igény.....	36
3.5. Tartalékmegfelelés	38
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés.....	40
4.1. Államháztartás	40
4.2. Háztartási szektor.....	43
4.3. Vállalati szektor	45
5. Nemzetközi kitekintés	49
5.1. Finanszírozási képesség és gazdasági növekedés.....	49
5.2. A külső finanszírozási képesség és reálgazdasági tényezők	50
5.3. Finanszírozás oldali folyamatok	57
5.4. Megtakarítás oldali folyamatok.....	59
5.5. Külső tartozásmutatók	60
Ábrák és táblázatok jegyzéke	64

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

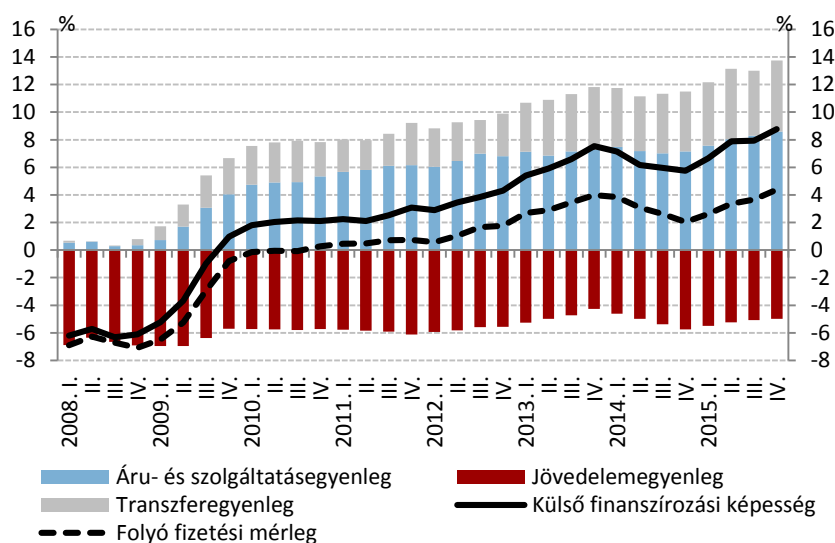
1. Az EU-transzfer pénzforgalmi, illetve eredményszemléletű elszámolása	17
2. Állampapíripiaci folyamatok	30
3. A különböző külső adósságmutatókról.....	34
4. A külső egyensúlyi folyamatok alakulása a mediterrán országokban.....	51

1. REÁLGAZDASÁGI MEGKÖZELÍTÉS

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a reálgazdasági megközelítés szerint 2015-ben megközelítette a GDP 9 százalékát. A külső egyensúlyi pozíció egész évben megfigyelhető javulását elsősorban a külkereskedelmi és transzferegynleg bővülése eredményezte, de a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése is a finanszírozási képesség emelkedésének irányába hatott. A külkereskedelem többletének bővülése – a járműipari kapacitások kihasználtságával és az egy évvel korábbinál visszafogottabb beruházással összefüggésben – emelkedő árukivitel és magas szolgáltatáseregynleg mellett valósult meg. A nettó export növekedését a cserearányok javulásán keresztül az energia-hordozók árának csökkenése is segítette. A transzferegynleg 5 százalékot meghaladó GDP-arányos többlete historikusan magas szintet jelent, ami az EU költségvetési periódusának lezárása miatt megemelkedett forráslehívással áll összefüggésben. A külső finanszírozási képesség emelkedéséhez a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése is hozzájárult, melyet a külső adósság fokozatos leépülése és a hozamok csökkenése támogatott.

Reálgazdasági megközelítés szerint a magyar gazdaság négy negyedéves finanszírozási képessége 2015 negyedik negyedében a GDP 9 százaléka közelébe emelkedett (2. ábra). A szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség a negyedik negyedében 3,2 milliárd eurót tett ki, amihez a folyó fizetési mérleg többlete 1 milliárd euróval, a tőkemérleg egyenlege 2,2 milliárd euróval járult hozzá. A négy negyedéves finanszírozási¹ képesség a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege szerint a GDP 8,8 százalékára emelkedett, amit a reálgazdasági megközelítés mindhárom tényezője támogatott. A folyó fizetési mérleg négy negyedéves egyenlege az egész éves emelkedés után az év végén a GDP 4,4 százalékát tette ki.

2. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (négy negyedéves, GDP arányában)



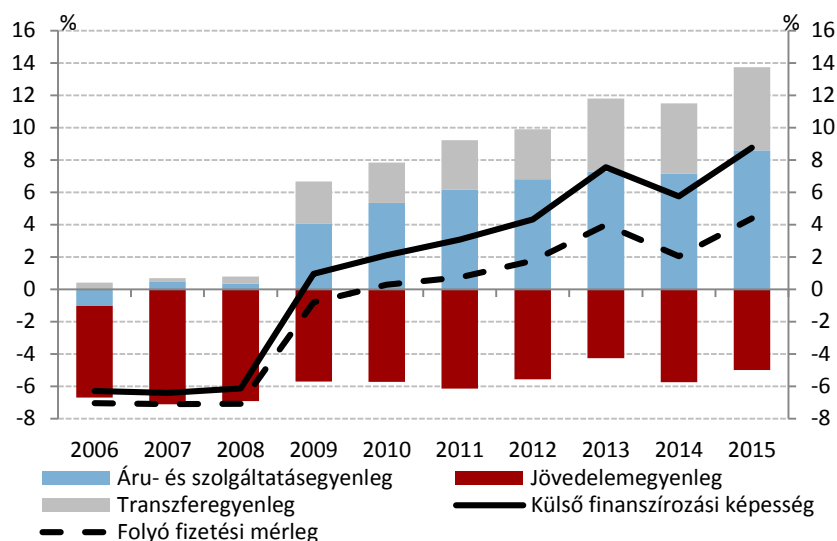
Forrás: A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

2015-ben az év egészét tekintve a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 8,8 százalékára emelkedett, amihez mindegyik reálgazdasági tényező hozzájárult (3. ábra). Az érdemi emelkedés elsősorban a historikus csúcsra emelkedő külkereskedelmi és transzferegynleghez köthető, de a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése is a finanszírozási képesség növekedésének irányába hatott. A külkereskedelem jelentős többletét az áruexport emelkedése segítette, amelyben a járműgyártás 2013 óta folyamatosan emelkedő kapacitáskihasználtsága fontos szerepet tölt be, de az import – beruházások lassulása miatti – mérséklődése is hozzájárult. Az árueregynleg többletét az export importnövekedést meghaladó mértékű dinamikája és a cserearányok olajáreséshez köthető javulása is segítette. A magas transzferegynleg annak köszönhető, hogy az EU-támogatások felhasználása 2015-ben elérte eddigi maximumát, ami a 2007–2013-as költségvetési periódus lezárásával áll összefüggésben. A jövedelemegyenleg hiányának mérséklődését a

¹ A szezonális hatások kiszűrésének érdekében általában a négy negyedéves kumulált mutatót vizsgáljuk, amit a negyedév és az azt megelőző három negyedév kumulált összege tesz ki.

külföldieknek fizetett kamatok csökkenése segítette, ami a külső adósságműutatók javulásával és az alacsony hozamkörnyezettel magyarázható.

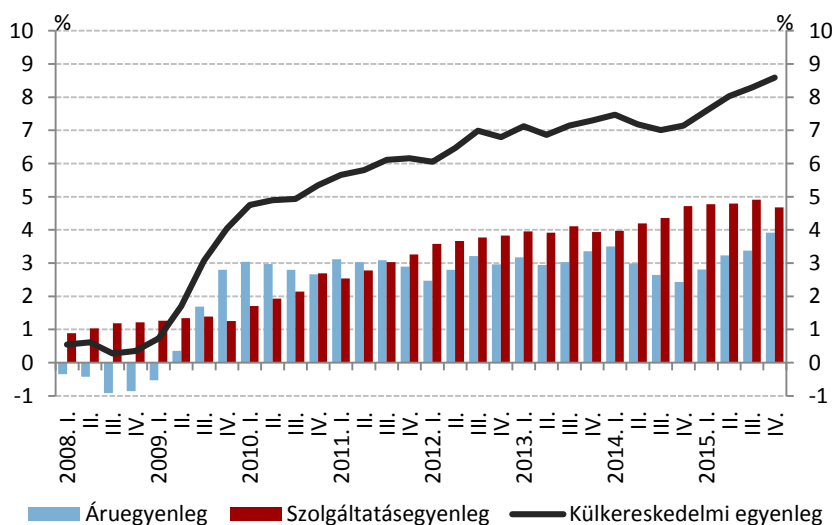
3. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (éves értékek, a GDP arányában)



1.1. Külkereskedelmi egyenleg

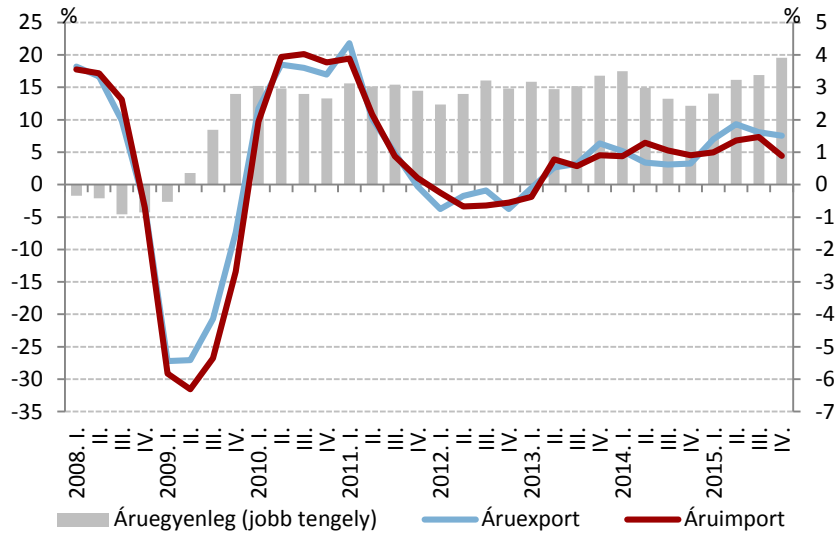
A nettó export bővülése az áruegyenleg többletének folyamatos emelkedéséhez és a szolgáltatás-egyenleg stabilan magas szintjéhez köthető (4. ábra). Az áruegyenleg többlete 2014-ben – a 10 százalékot meghaladó beruházási dinamika következtében – átmenetileg csökkent, de 2015-ben folyamatos emelkedést követően a negyedik negyedévben a GDP közel 4 százalékát tette ki. A növekedésben a hazai ipari termelés – azon belül elsősorban a járműgyártás kibocsátásának – bővülése és a cserearányok javulása egyaránt szerepet játszott. Az áruegyenleg aktívumának emelkedése irányába hatott az is, hogy az enyhén emelkedő beruházások mellett az import a negyedik negyedévben visszafogottan alakult, miközben az áruexport bővülése folytatódott. A szolgáltatás-egyenleg stabilan magas szintje továbbra is meghatározó súlyt képvisel a külkereskedelmi többleten belül: a szolgáltatások kivitelének magas szinten maradását a szállítási szolgáltatások és a vendéglátás jelentős bevétele, illetve a Magyarországon létesített szolgáltató központok („shared service center”) támogatták. (A szolgáltatás-egyenleg növekedése mögötti tényezőkről részletesebben lásd a 2015. júniusi Fizetési mérleg jelentést).

4. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (GDP-arányos, négy negyedéves értékek)



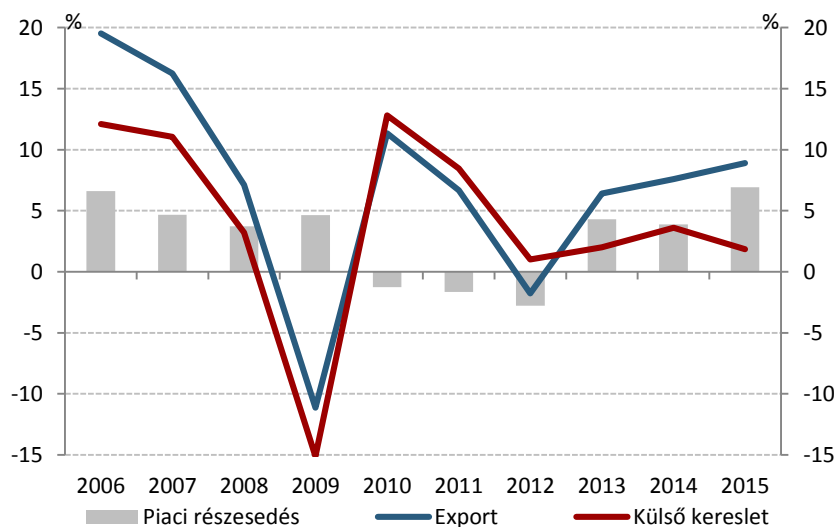
Az áruexport dinamikája 2015 során újra meghaladta az import bővülését, így 2015 negyedik negyedében a négy negyedéves nettó áru kivitel a GDP 4 százaléka közelébe emelkedett. Az export és az import reálnövekedésében elnyílást figyelhettünk meg a negyedik negyedévben, ami növelte az áru egyenleg többletét (5. ábra). A negyedik negyedévben az importnövekedés jelentősen lassult, miközben a gyengülő külső kereslet ellenére – az ipari termelés emelkedésével összhangban – az exportbővülés folytatódott.

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



Az exportnövekedés háttérében az áll, hogy 2015-ben a gyengülő külső kereslet ellenére tovább emelkedett exportpiaci részesedésünk, ami vélhetően a korábbi években kiépülő új járműipari kapacitások felfutó termelésének az eredménye (6. ábra). A külső kereslet az orosz–ukrán válság és az ennek hatására bevezetett kétoldalú szankciók miatt visszafogott 2014-es értéket követően 2015-ben enyhe lassulást mutatott, amely a szankciók fennmaradása mellett a feltörekvő gazdaságok lassulásával hozható összefüggésbe. Ugyanakkor a legfontosabb exportpartnernek számító Németországban a nyár végéig tapasztalható bővülés a beszállítói láncon keresztül pozitívan érinthette a hazai kivitel. Összességében 2015-ben exportpiaci részesedésünk jelentősen javult, ami az autógyárak dinamikus bővülő kivitelével, valamint a szolgáltatásexport magas szintjével magyarázható.

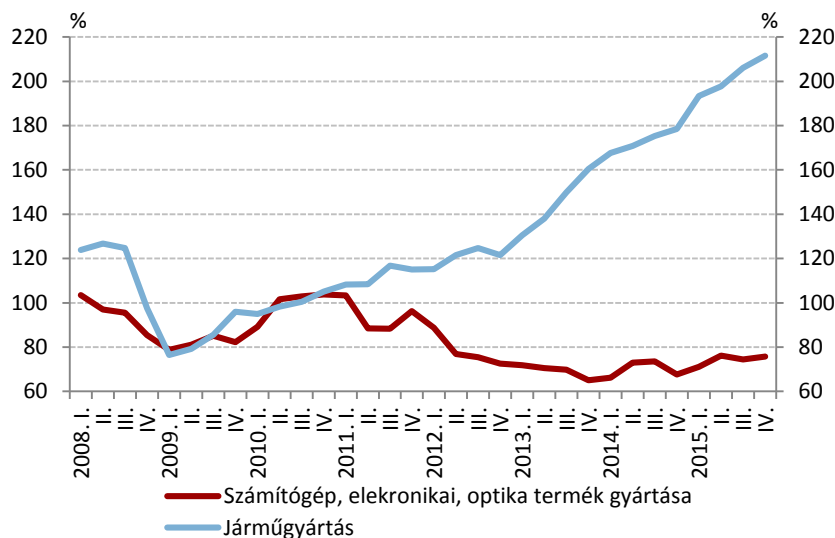
6. ábra: Az export és a külső kereslet reálnövekedése, valamint exportpiaci részesedésünk alakulása



A hazai kivitel bővülésében 2015-ben is fontos szerepet töltött be a járműgyártás emelkedése, de kismértékben az elektronikai ágazat teljesítménye is hozzájárult (7. ábra). 2015-ben folytatódott a járműipar teljesítményének elmúlt

években megfigyelhető markáns emelkedése, ami az új kapacitások kiépüléséhez és azok bővülő kihasználtságához köthető. Az elektronikai ágazat korábbi években megfigyelhető fokozatos csökkenése 2015-ben enyhe növekedésbe váltott. Mindezek eredményeként a járműipari szektor nagyobb, míg az elektronikai kisebb mértékben támogatta az export bővülését.

7. ábra: Ipari termelés alakulása a járműgyártás és elektronikai ágazatban (2010 = 100)



2015-ben a kivitel számottevő bővülésével és a belső felhasználás lassulásával összhangban az egy évvel korábbinál erősebb volt a nettó export GDP-növekedéséhez való hozzájárulása. 2015-ben a nettó export ismét pozitívan járult hozzá a GDP bővüléséhez (8. ábra), amely a jelentős importtartalommal járó beruházások megvalósulása után felépülő exportkapacitások növekvő kihasználtságával magyarázható. A nettó export növekedési hozzájárulására pozitívan hatott az olajárak csökkenése, valamint a gáztározók tavalyi szinttől elmaradó feltöltése, amelyek visszafogták az import bővülését. A belföldi felhasználás emelkedése az év elején csökkent, amit elsősorban a magánszektor beruházásainak mérséklődése magyarázott. A belföldi felhasználás az év végén – elsősorban a fogyasztás bővülésének és az EU-transzferek által támogatott emelkedő állami beruházásoknak köszönhetően – ugyanakkor érdemben emelkedett. Az importigényesebb belső keresleti tényezők élénkülésével párhuzamosan a nettó export negyedik negyedévi növekedési hozzájárulása elmaradt 2015 átlagától. A folyamatokkal kapcsolatban azt is érdemes hangsúlyozni, hogy a nettó export annak ellenére javult jelentős mértékben, hogy a belföldi felhasználás 2015-ben is számottevő mértékben támogatta a gazdasági növekedést, ami szintén az export korábbinál hangsúlyosabb szerepére utal.

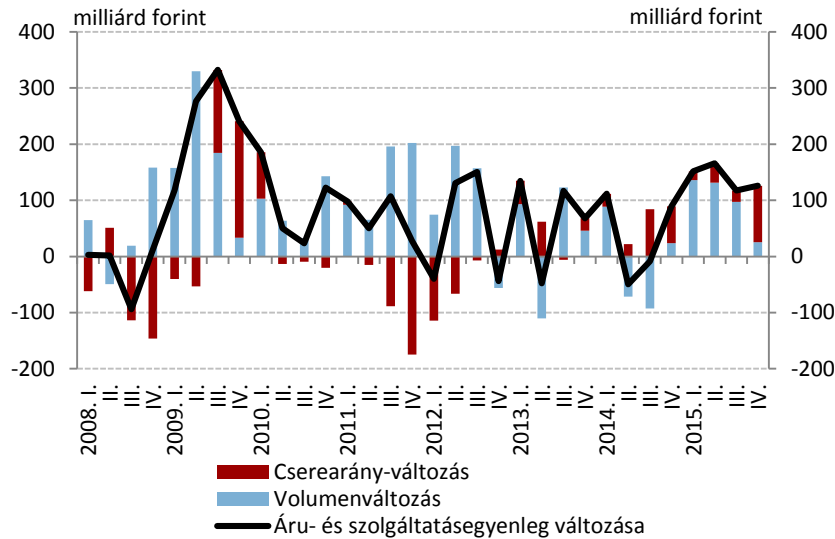
8. ábra: A belföldi felhasználás növekedési üteme és a nettó export hozzájárulása a GDP-növekedéshez



Forrás: KSH

A negyedik negyedévben a külkereskedelmi egyenleg emelkedését a volumenhatás mellett nagyobb mértékben segítette a cserearány javulása (9. ábra). Mint azt a fentiekben láthattuk, a külkereskedelem volumenének növekedése az egyenleg folytatódó, de kisebb mértékű javulásának irányába hatott a negyedik negyedévben. Az importárak csökkenése a negyedik negyedévben is meghaladta az exportárak mérséklődését, így a cserearány javulása ismét hozzájárult az áru- és szolgáltatás egyenleg bővüléséhez. Az árindexek csökkenésének háttérben elsősorban az importált termékekben belül nagyobb súlyt képviselő energiahordozók árának visszaesése állt.

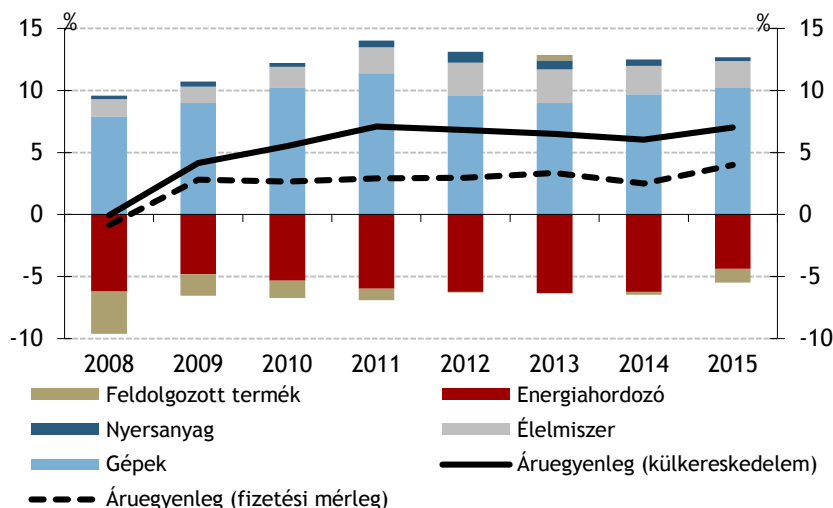
9. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)



Forrás: KSH

Az áruegyenleg emelkedéséhez 2015-ben a járműipari kivitel növekedése és az energiahordozók behozatalának csökkenése járult hozzá a legnagyobb mértékben (10. ábra). Az áruegyenleg összetevői közül a gépek nettó kivitele tovább emelkedett 2015-ben, ami elsősorban a járműipari export folytatódó bővüléséhez, illetve a hazai gépberuházások visszafogottabb bővüléséhez köthető. Az energiahordozók nettó importja a korábbi években jellemző stagnálást követően 2015-ben visszaesett, így az előző évinél 2 százalékponttal kisebb mértékben rontotta a külkereskedelmi egyenleget. Az élelmiszerek nettó exportja enyhén csökkent az év során, ami a belső fogyasztás élénkülésére és a 2014-es kiváló termés eredményhez képest visszafogottabban alakuló mezőgazdasági teljesítményre vezethető vissza, míg a feldolgozott termékek emelkedő passzívuma az élénkülő fogyasztással állhat összefüggésben.

10. ábra: A nettó külkereskedelmi termékforgalom alakulása árucésoportonként (a GDP arányában)



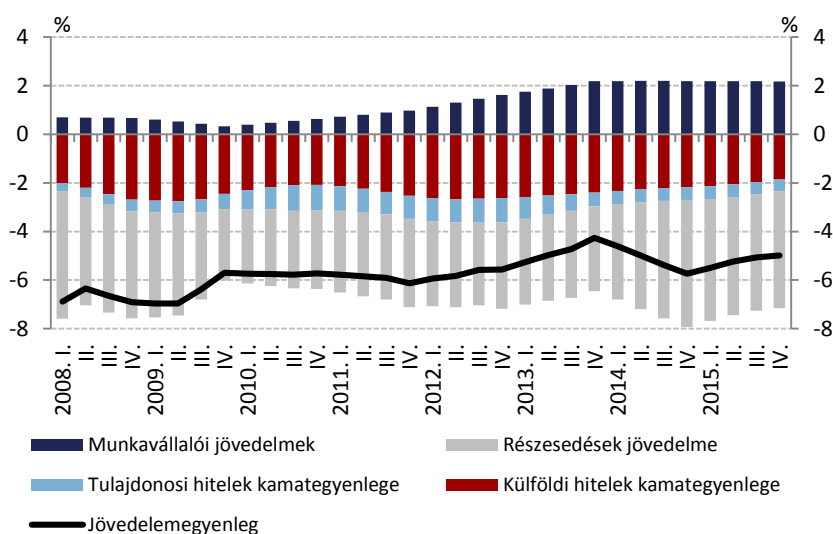
Megjegyzés: A külkereskedelmi statisztika és a fizetési mérleg szerinti áruegyenleg közötti különbség az áfarezidens korrekciók részletes bontásának hiányából, illetve összetételbeli eltérésekből fakad. A különböző forrásokból származó adatok ugyanakkor az utóbbi években nagyon hasonlóan alakulnak, így alkalmasak lehetnek a trendek elemzésére.

Forrás: KSH, MNB

1.2. Jövedelemegyenleg

A jövedelemegyenleg hiányának év eleje óta tartó mérséklődése a negyedik negyedévben lelassult, így év végén a négy negyedéves hiány a GDP 5 százalékát tette ki (11. ábra). A külföldről felvett és tulajdonosi hitelek kamategyenlegének enyhe mérséklődése az utolsó negyedévben is segítette a jövedelemegyenleg javulását. A külföldi tulajdonú vállalatok profitja a tavalyi nagymértékű emelkedést követően – a becslések alapján – stabilizálódhatott, miközben a külföldön egy évnél rövidebb ideig munkát vállalók jövedelmei sem változtak érdemben. Bár a jövedelemegyenleg hiánya e hatások eredőjeként a negyedik negyedévben csak enyhén mérséklődött, ugyanakkor az év egészét tekintve a hiány a GDP 0,7 százalékaival csökkent.

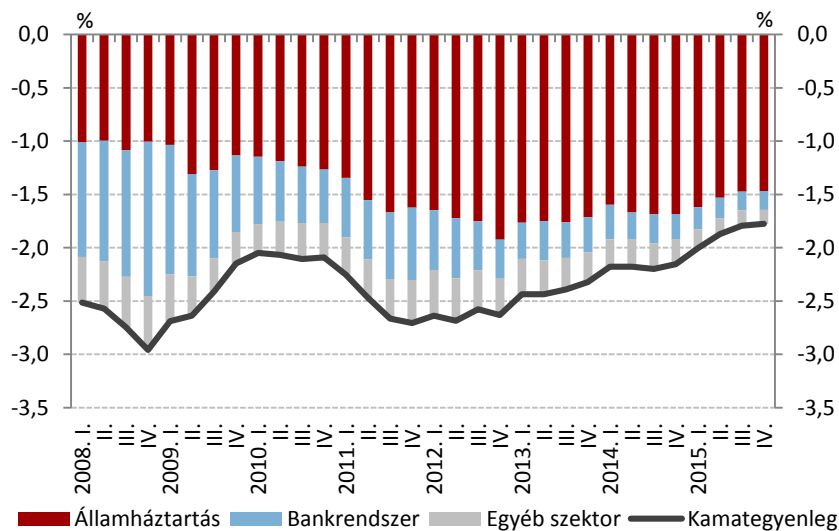
11. ábra: A jövedelemegyenleg tételeinek alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves értékek)



A részesedésekhez kapcsolódó jövedelemkiáramlásról csupán becslült adatokkal rendelkezünk. A külföldi tulajdonú, Magyarországon működő vállalatok nyereségességéről csak korlátozottan rendelkezünk negyedéves szintű adatokkal, így a kiáramló profitra vonatkozó információk jórészt becslésen alapulnak.² A részesedésekhez kapcsolódó kiadásokon belül az osztalékokra rendelkezünk adatokkal, ezek alapján 2015-ben az éves nettó osztalékfizetés az előző évi értéket meghaladva 2,6 milliárd euro körül alakult – ezzel kapcsolatban ugyanakkor arra is érdemes felhívni a figyelmet, hogy az osztalékot jellemzően az egy évvel korábbi teljesítményhez kötődően szavazzák meg, és a vállalatok 2014-es eredményét egyedi tényezők is emelhették (részletesebben lásd a 2015 szeptemberi Fizetési mérleg jelentést).

2015 egészét tekintve a kamategyenleg hiánya – az előző évi ütemet meghaladva – a GDP 0,4 százalékaival mérséklődött, melyhez mindhárom szektor kamatterheinek csökkenése hozzájárult (12. ábra). 2015-ben a gazdaság külső adósságának folytatódó leépülésével párhuzamosan a külföldi hitelek után fizetett kamatok is mérséklődtek. A gazdasági szereplők külföldre fizetett kamatterhe a szektorok forráskiáramlásával összhangban csökkent, a hitelek alacsony hozamkörnyezet miatti átárazódása és a bruttó hitelállomány csökkenése mindegyik szektort érintette.

12. ábra: A negyedéves kamategyenleg alakulása és annak megbontása (a GDP arányában)

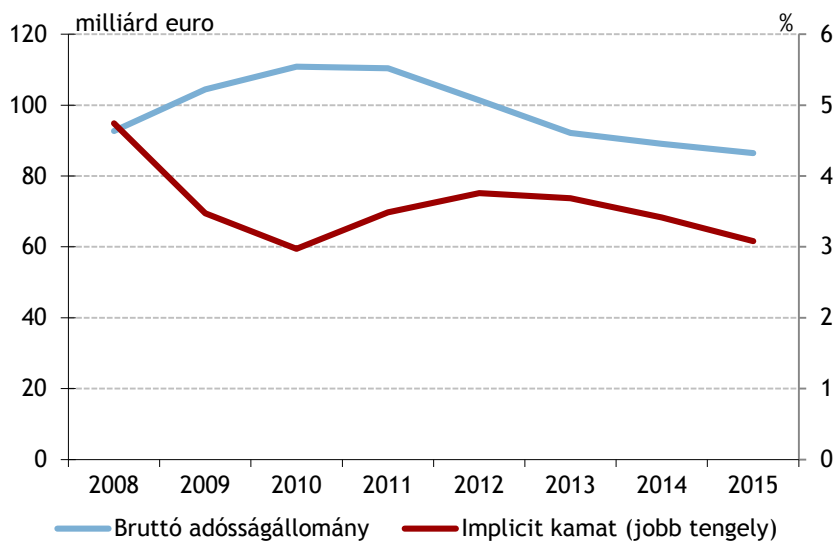


A kamategyenleg javulása az alacsony nemzetközi és hazai hozamkörnyezetnek és a bruttó adósság csökkenésének köszönhető. A kamategyenleg hiánya 2015-ben a GDP 2 százaléka alatt alakult, amihez a hitelek átárazódása mellett a külső adósság folytatódó mérséklődése is hozzájárult. A bruttó külső adósság 2015-ben átlagosan 86 milliárd eurót tett ki (13. ábra), amihez az állam nemzetközi szervezetektől felvett fejlesztési hiteleinek előtörlesztése, a külföldiek állampapír-állományának önfinanszírozási programmal összhangban végbemenő csökkenése és a bankrendszer adósságleépítése járult hozzá a legnagyobb mértékben. Az alacsony kamatkörnyezettel összefüggésben folytatódott a hitelek átárazódása, a gazdaság külső adósságának implicit kamatszintje 3 százalék közelébe süllyedt.³

² Részletesebben lásd az MNB honlapján megtalálható „Módszertani megjegyzések a fizetési mérleghez és állományi statisztikához” című fizetési mérlegről szóló statisztikai kiadványban.

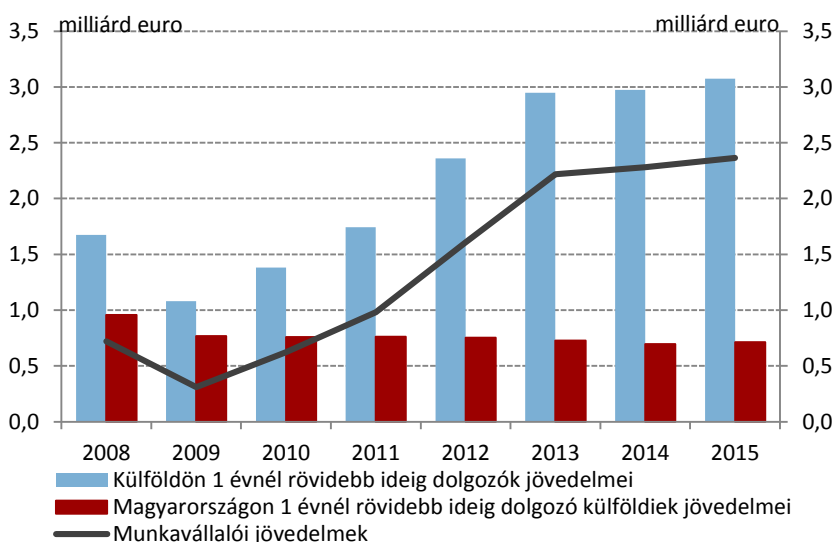
³ Az implicit (az adósságra fizetett átlagos) kamat alakulása nem feltétlenül tükrözi az aktuális kamatszintek változását: aktuálisan ugyanis a korábban, még a régi kamatszinteken keletkezett adósságra is kell fizetni a kamatot (például fix kamatozású adósság), vagyis a teljes adósság átárazódása az új kamatokra – a többéves átlagos lejáratot figyelembe véve – hosszú folyamatnak bizonyulhat.

13. ábra: A külső adósság átlagos bruttó állományának és implicit kamatának alakulása



A munkavállalók nettó külföldi jövedelme 2015-ben nem változott érdemben, és az egy évvel korábbi 2,4 milliárd euro közelében alakult (14. ábra). Az átmenetileg külföldön dolgozók nettó jövedelme 2013-ig gyors ütemben emelkedett, majd az elmúlt két évben stabilizálódott. 2015-ben az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozó rezidensek jövedelme 3,1 milliárd eurót, a Magyarországon átmenetileg munkát vállaló nem rezidenseké 0,7 milliárd eurót tett ki, így összességében a külföldi munkavállalók nettó jövedelme 2,4 milliárd euróval járult hozzá a jövedelemegyenleg hiányának mérséklődéséhez. A külföldön átmenetileg munkát vállalók – a jövedelmük után fizetett adók miatt – a jövedelemegyenleg javítása mellett a transzferegen keresztül ellentétes hatással is vannak a gazdaság külső finanszírozási pozíciójára: az adófizetéssel csökken az egyéb folyó transferek egyenlege, és ezáltal a finanszírozási képesség is. Ugyanakkor a tartósan külföldön dolgozó munkavállalók hazautalásai javítják a folyó transferek egyenlegét. Emiatt a külföldön dolgozók bevételei a jövedelemegyenleget javító hatásnál kisebb mértékben járulnak hozzá a finanszírozási képesség emelkedéséhez.

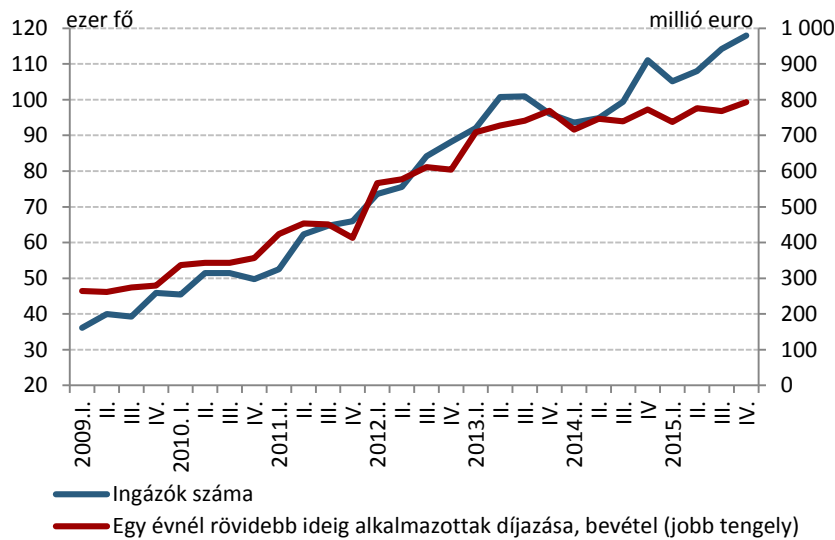
14. ábra: Az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelmei



A 2013-as megtorpanást követően az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozó munkavállalók számának emelkedése folytatódott, azonban jövedelmük nem változott jelentősen az elmúlt évben (15. ábra). A jövedelemegyenlegben belül az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelmei jelennek meg – jellemzően azoké, akik szomszédos országokban dolgoznak, de magyarországi lakóhellyel rendelkeznek. A nyugat-európai országok munkaerőpiacainak megnyitása után számottevően emelkedett az ingázó munkavállalók száma. 2013–2014-ben a hazai ingázók számának

emelkedése átmenetileg megállt, majd 2015-ben ismét növekedés volt tapasztalható. Az átmenetileg külföldön dolgozó munkavállalók jövedelme ugyanakkor az elmúlt évben ennél kisebb mértékben emelkedett.

15. ábra: Az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozó rezidensek jövedelme és számuk

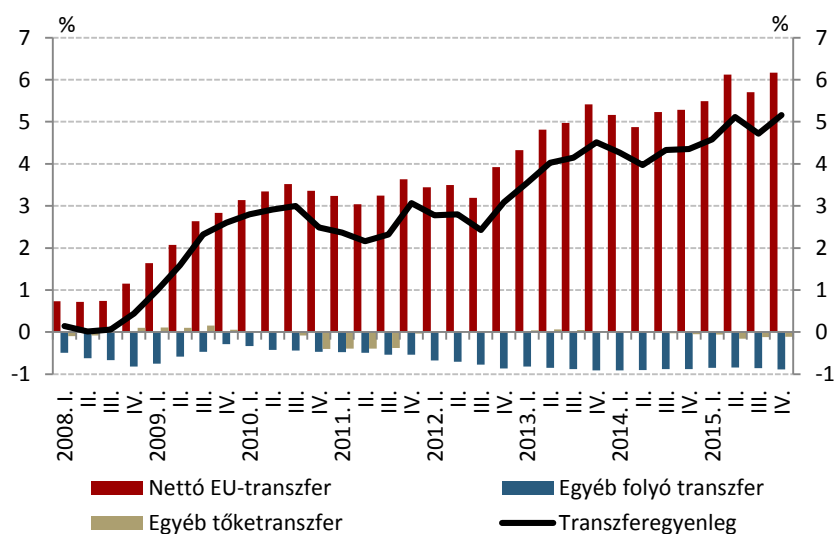


Forrás: KSH, MNB

1.3. Transzferegyenleg

2015-ben a transzferegyenleg éves többlete új historikus csúcstra, a GDP 5,2 százalékára emelkedett, ami mögött a lezáruló költségvetési ciklus miatt megemelkedett EU-transzferok állnak (16. ábra). A transzferegyenleg – melynek meghatározó részét képezik az EU-tól származó források – együttesen tartalmazza a folyó tételeket és a tőkemérleghez tartozó tőketranszferet, így biztosítja a gazdaságba áramló külföldi források teljes körű számbavételét a külső egyensúlyi pozíció alakulásának vizsgálatához. A folyó transzferok általában rendszeres, kis összegű átutalások, melyek a jövedelem részei; a tőketranszferok ezzel szemben nagy összegű, eseti jelleggel felmerülő tételek (például beruházási támogatások), melyek a vagyont növelik. A transzferegyenleg 2015-ben megfigyelhető jelentős emelkedése a növekvő EU-forrás-felhasználással áll összefüggésben. A 2007–2013-as költségvetési ciklus lezárulását követően ugyanis két év állt rendelkezésre a tagországoknak a források lehívására, mielőtt azokat elveszítené, vagyis a teljes keret felhasználására 2015 végéig volt lehetőség. Az EU-források lehívásának jelentős része az utolsó évekre koncentráldott, és 2015-ben érte el a maximumát: az év egészét tekintve meghaladta a GDP 6 százalékát.

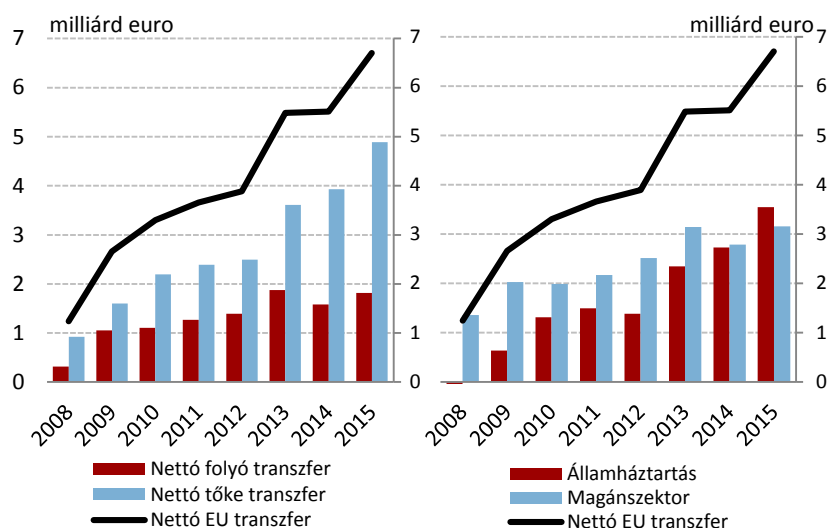
16. ábra: A transzferegyenleg alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves mutatók)



Az EU-források külső egyensúlyt javító hatását az egyéb folyó transferek kiáramlása 2015-ben is mérsékelte. Az Európai Uniótól származó források mellett az egyéb folyó transferek képezik a transferegyenleg másik meghatározó komponensét, melyek jellemzően a külső finanszírozási képesség mérséklődésének irányába hatnak. Az egyéb folyó transferek főként olyan átutalásokat jelentenek, melyeket elsősorban a magánszektor teljesít a külföldiek felé ellenszolgáltatás nélkül (ide tartoznak például a külföldön munkát vállalók tb-hozzájárulásai és adófizetései). Ezek a transferek 2015-ben is az elmúlt évek stabil értékeihez hasonlóan mérsékeltek a transferegyenleg EU-forrásokból származó jelentős többletét.

Az EU-transzferek nettó felhasználása az elmúlt évben érte el 6,7 milliárd eurós maximumát, melyből a folyó transferek 1,8, a tőketranszferek 4,9 milliárd eurót tettek ki. A nettó folyó transzfer bevételi oldalán elsősorban a mezőgazdasági támogatások szerepelnek, míg a kiadási oldalon az EU közös költségvetéséhez történő magyar hozzájárulás áll. A folyó transferek egyenlege az elmúlt három évben viszonylag stabilan, 1,5–2,0 milliárd euro körül alakult. A tőketranszferek beáramlása – mivel jellemzően beruházásokat finanszíroznak – a megvalósuló EU-s projektektől függ, ezért a gyorsuló állami felhasználás a tőketranszferek jelentős bővülését eredményezte 2015-ben. Ez utóbbi eredményeként az állami beruházás az elmúlt évben is jelentős növekedést mutatott.

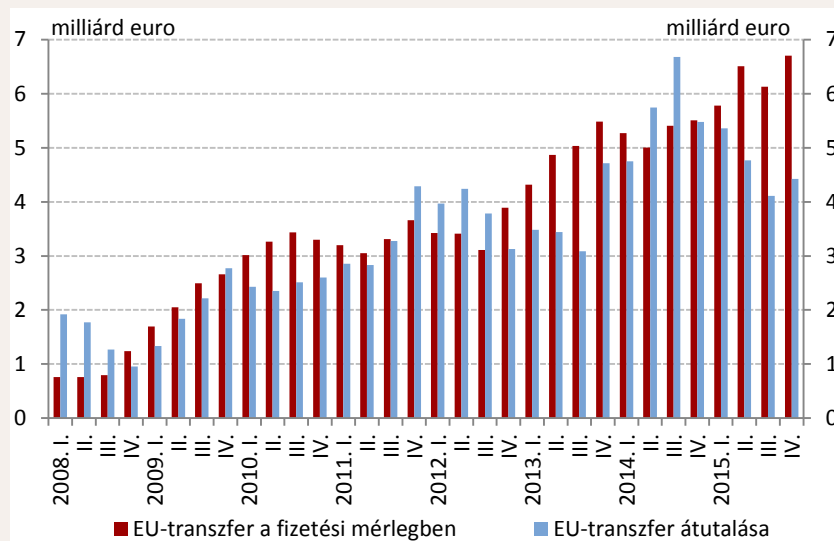
17. ábra: A nettó EU folyó és tőketranszfer alakulása, valamint annak szektorbontása



1. keretes írás: Az EU-transzfer pénzforgalmi, illetve eredményszemléletű elszámolása

Az elmúlt évben az eredmény- és pénzforgalmi szemléletű EU-transzfer alakulása jelentősen eltért, amit a ciklus lezárása miatt szükséges állami megelőlegezés magyaráz. Az EU költségvetési periódusának a végével a felhasznált EU-transzferek egyre inkább meghaladták az Európai Bizottság által átutalt forrásokat, így 2015-ben a fizetési mérlegben megjelenő eredményszemléletű EU-transzfer-felhasználás egyre inkább elvált a devizatartalékok befolyásoló pénzforgalmi adattól. A különbséget a kormányzat által megelőlegezett beruházások magyarázzák, amelyek elszámolása ez EU felé később történhet meg, így az államnak követelése keletkezik az EU felé. Az EU-s források megelőlegezésére azért volt szükség, hogy az uniós költségvetési ciklus végén minél teljesebb mértékben kerüljön felhasználásra a 2007–2013-as ciklus fejlesztési kerete. Továbbá az is előfinanszírozást tett szükségessé, hogy a források utolsó 5 százalékát csak akkor utalja át az EU, ha a projektekkel kapcsolatban mindent rendben talált.

18. ábra: Az eredmény- és pénzforgalmi szemléletű EU-transzfer alakulása (négy negyedéves érték)



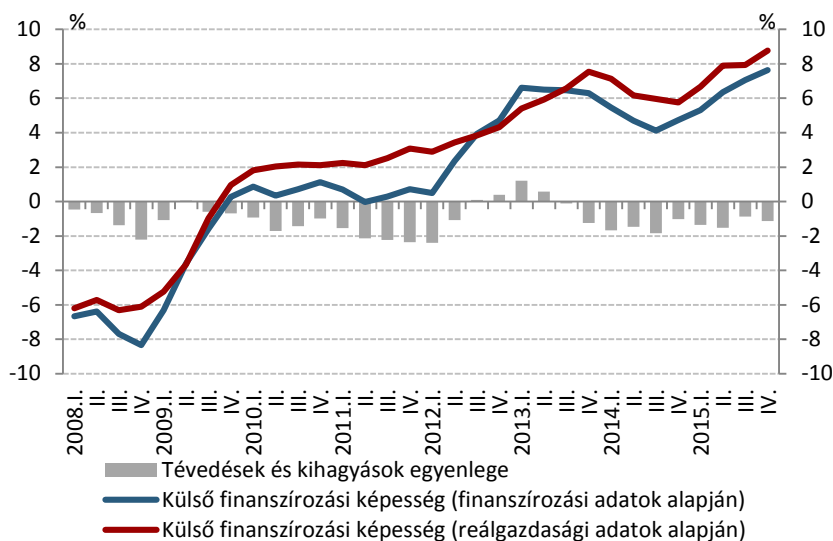
2. FINANSZÍROZÁSI MEGKÖZELÍTÉS

A gazdaság külső finanszírozási képessége a finanszírozási tételek alapján is emelkedett 2015 végén, ami a külső adósság jelentős csökkenése és nettó FDI-beáramlás mellett alakult ki. 2015 egészét tekintve a gazdaság nettó külső adóssága a tranzakciók hatására az előző években tapasztaltnál nagyobb mértékben, több mint 9 milliárd euróval csökkent, miközben a nettó FDI-források – a Budapest Bank állami felvásárlása és a tulajdonosi hitelek visszafizetése miatt – minimálisan csökkentek. Továbbra is mindegyik szektor mérsékli külső adósságát, azonban 2015-ben – az előző évektől eltérően – a legnagyobb mérséklődés a bankszektornál következett be. A külső adósság korábbi évektől eltérő szerkezetű csökkenése a devizahitelek forintosítására vezethető vissza, amely egyrészt az MNB devizatartalékainak mérséklődésén keresztül visszafogta az állam nettó külső adósságának csökkenését, másrészt viszont jelentősen hozzájárult a bankok nettó külső adósságának tavalyi visszaeséséhez. A bankok nettó külső adósságának csökkenésében a forintosítás mellett az év során számottevően emelkedő vállalati betétállomány is szerepet játszott. A 2015 júliusában bejelentett DMM-szigorítás és új DEM-szabályozás kedvezően befolyásolta a banki források lejárat szerkezetét, így az év második felében jelentősebb mértékben csökkentek a rövid külső források. A konszolidált állam nettó külső adóssága a forintosítás miatti tartalékcsökkenés ellenére tovább mérséklődött, ami főként az EU-transzferek felhasználásával és a külföldiek – forint- és devizakötvényeket egyaránt érintő – állampapír-állományának csökkenésével magyarázható. Ezen folyamatok nem okoztak állampapír-piaci feszültségeket, mivel a külföldiek eladásait a hazai lakosság és a bankrendszer – önfinanszírozási program által is erősített – vásárlásai ellensúlyozták.

A fizetési mérleg alakulása a reálgazdasági adatok mellett a finanszírozási tételeket tartalmazó pénzügyi mérleg szempontjából is elemezhető. A finanszírozási megközelítés alapján megítélhető, hogy a gazdaság finanszírozási képessége adósság vagy nem adósság típusú tételek be-, illetve kiáramlása mellett alakult ki. A finanszírozási oldal például Magyarországon a válságot követően azt mutatja meg, hogy – az elmúlt években jellemző jelentős mértékű külkereskedelmi többlet mellett – a jövedelem el nem fogyasztott részéből származó pénzügyi megtakarításokat a gazdasági szereplők milyen külföldi eszközök vásárlására vagy tartozások csökkentésére fordították. Emellett a finanszírozási oldal adatai alapján elemezhető, hogy miképp alakultak a gazdaság egyes szektorainak (állam, bankrendszer, vállalatok) a külső forrásai. A reálgazdasági és a finanszírozási szemléletből keletkező adatnak meg kellene egyeznie, azonban 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. Ezen eltérés ellenére a reálgazdasági és finanszírozási folyamatok hosszabb távon hasonlóan alakulnak (19. ábra).

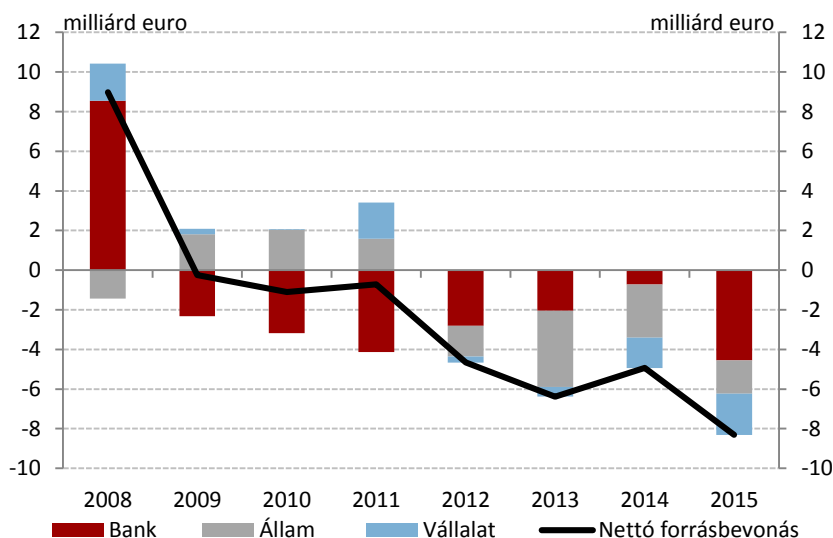
A gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége 2015 negyedik negyedében a reálgazdasági és a finanszírozási megközelítés szerint is emelkedett. A reálgazdasági adatok alapján számított finanszírozási képesség (a GDP 8,8 százaléka) – az elmúlt évekhez hasonlóan – 2015-ben is meghaladta a finanszírozási oldalról számítottat (a GDP 7,6 százaléka) (19. ábra). Ez azt jelenti, hogy az ország külső tartozása a folyó fizetési mérleg és tőkemérleg összege által jelzettnél kisebb mértékben csökken. A két megközelítésből számított finanszírozási képesség közötti különbség (Tévedések és kihagyások egyenlege) enyhén emelkedett, de továbbra is a hosszú távú átlag körül alakult.

19. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség alakulása (négy negyedéves GDP-arányos érték)



2015-ben nagyobb mértékben folytatódott a magyar gazdaság külföldi tartozásainak csökkenése, amihez mindhárom szektor jelentős forráskiáramlása hozzájárult (20. ábra). A válság utáni években a forráskiáramlás elsősorban a bankrendszerhez kötődött, majd 2012-től fokozatosan emelkedett az államháztartás és a vállalatok szerepe is a külföldi tartozások leépítésében. A gazdaság külföldi forrásainak kiáramlása nagymértékben folytatódott 2015 során: az MNB-vel konszolidált állam⁴ adósságának csökkenése elsősorban a külföldiek állampapír-eladásával, a vállalatok tartozás-csökkenése pedig folytatódó mérlegalkalmazkodásukkal áll összefüggésben. Az előző évek lassuló forráskiáramlása után 2015-ben ismét nagyobb mértékben csökkent a bankrendszer külföldi tartozása is, ami a magánszektor mérlegkiigazítása mellett a forintosítás utáni alacsonyabb külső forrásigénnyel és a szabályozói környezet változásával állhat összefüggésben.

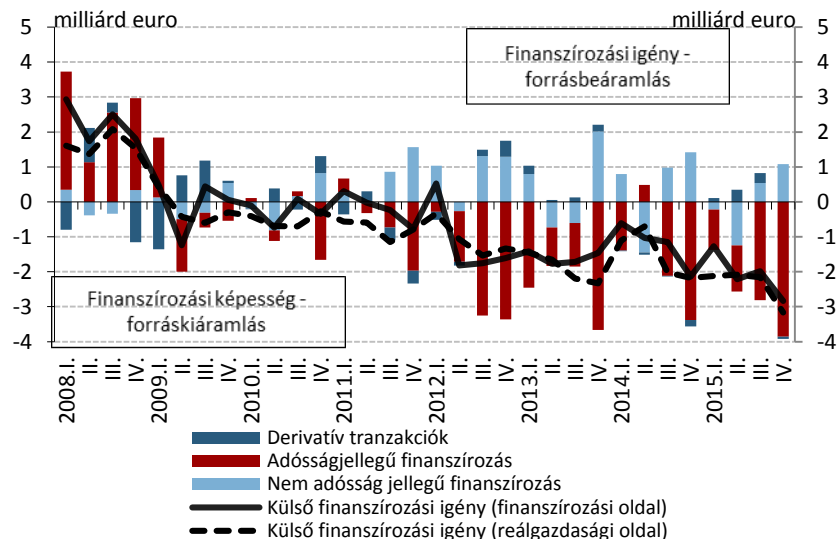
20. ábra A nettó forráskiáramlás alakulása szektorok szerint



⁴ Az államháztartási szektort a külső finanszírozás szerkezetében elemzési szempontokból az MNB-vel konszolidáltan vizsgáljuk.

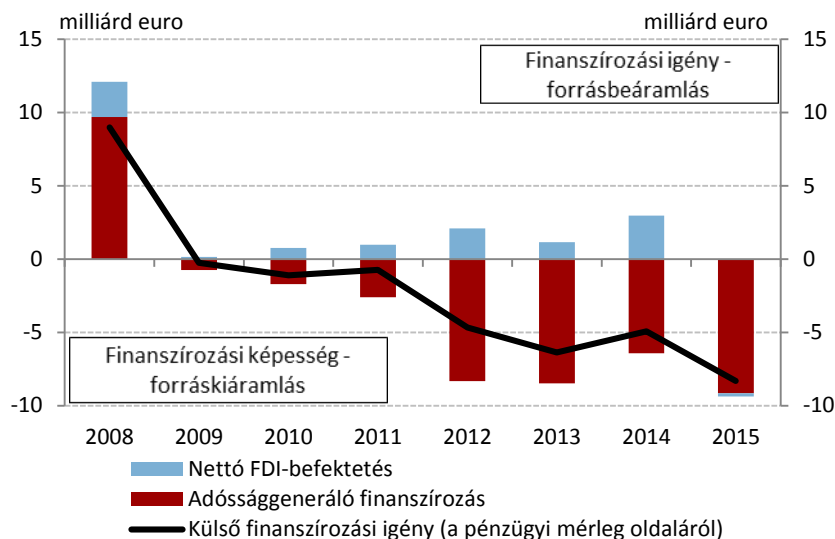
A forráskiáramlás szerkezetében az előző negyedévhez hasonlóan alakult: folytatódott az adósság jellegű források nettó kiáramlása, miközben a nem adósság jellegű források beáramlása emelkedett. Az adósság jellegű források kiáramlása historikusan magasan, 4 milliárd euro körül alakult, ami főként a gazdasági szereplők aktív adósságkeelépítésével és betételhelyezésével, valamint a bankok év végi mérleg-, illetve szabályozási változtatásokhoz kapcsolódó alkalmazkodásával magyarázható. Eközben a gazdaság külföldi, nem adósság típusú forrásai tovább emelkedtek, amelyben a nettó közvetlentőke-befektetések mellett a nettó portfólió-részvénytartozások is érdemi szerepet játszottak. A finanszírozó tételek alapján számított finanszírozási képesség a negyedik negyedévben korábban nem tapasztalt szintre, 2,8 milliárd euróra nőtt (21. ábra).

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



A 2015-ös forráskiáramlás jellegét tekintve az adósság típusú források csökkenése meghaladta a korábbi évekre jellemzőt, miközben a nettó közvetlentőke-befektetések esetében – a tavalyi jelentős növekedést követően – az állami felvásárlások és a tulajdonosi hitelek törlesztése miatt nem történt tőkebeáramlás (22. ábra). Az emelkedő külső finanszírozási képességgel összhangban a gazdaság adósság jellegű külső forrásai 2015-ben a korábbi években jellemzőnél nagyobb mértékben, több mint 9 milliárd euróval mérséklődtek. A forráskiáramlás mindhárom szektort érintette. A magánszektor mérlegalkalmazkodása továbbra is támogatta a bankrendszer külső forrásainak csökkenését, miközben az állam forráskiáramlása főként a külföldiek mérséklődő állampapír-állományával magyarázható. A nettó közvetlentőke-befektetések esetében a korábbi években jellemző nettó beáramlással szemben enyhe kiáramlás történt, ami részben a Budapest Bank állami felvásárlásához, részben a vállalatok tulajdonosi hiteleinek törlesztéséhez kötődött.

22. ábra: A közvetlentőke-befektetések és az adósság típusú források alakulása*



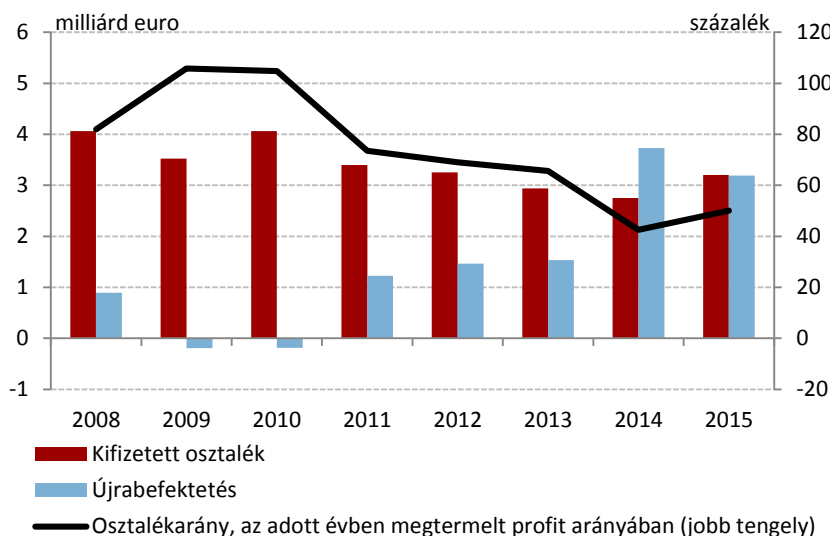
Megjegyzés: *A külső finanszírozási igény az ábrán feltüntetett komponensek mellett még a portfólió-befektetések részvénytranzakciót, valamint a derivatív ügyletekhez kapcsolódó tranzakciókat is tartalmazza.

A nettó FDI minimális csökkenése elsősorban nem a kifizetés növekedéséhez, hanem a korábban jellemzőnél alacsonyabb közvetlentőke-beáramláshoz köthető. Érdemes azonban megjegyezni, hogy ehhez több tényező is hozzájárult:

- Egyrészt olyan egyedi tranzakciók is csökkentették a közvetlentőke-forrásokat, amelyeknek valójában nincs reálgazdasági hatásuk. A Budapest Bank állami felvásárlásának hatására számottevően (0,6 milliárd euróval) csökkent a külföldiek befektetése, míg a Magyar Suzuki Zrt. tőkét szállított le (közel 0,2 milliárd euró értékben, ami a cég közleménye alapján még ezt követően is „túltőkésített” marad⁵). Emellett a negyedik negyedévben a Richter egyik befektetőjének részvényeladásával 10 százalék alá csökkent a részesedése, így a művelet a külföldiek FDI-állományát csökkentette.
- Másrészt a külső adósság mérséklésével párhuzamosan a vállalatok a tulajdonosi hitelek egy részét is visszafizették 2015 során. A számottevő megtermelt profitnak köszönhetően a vállalatok az anyavállalatoktól származó hiteleiket is mérsékeltek, ami összhangban áll a szektor korábban is jellemző mérlegkiigazítási folyamatával, illetve a külső adósság 2015-ös törlesztésével. Fontos ugyanakkor megjegyezni, hogy a külföldiek részesedés jellegű működőtőke-befektetése 2015-ben még meg is haladta az egy évvel korábbi értéket.
- Végül az is az alacsonyabb nettó FDI-beáramlás irányába hatott, hogy a vállalatok osztalékfizetése a korábban jellemző csökkenéssel szemben 2015-ben emelkedett, ami az újrabefektetett jövedelem csökkenésével járt együtt (23. ábra). Érdemes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy az adott évi profithoz viszonyított újrabefektetési hányad ezzel együtt is jóval magasabb a régióban jellemző szintnél (részletesebben lásd a 2015. szeptemberi Fizetési mérleg jelentés 5. fejezetét).

⁵ http://www.suzuki.hu/pages/display/magyar_suzuki_zrt./hirek/2015/cikk:a_magyar_suzuki_zrt._kozlemenye

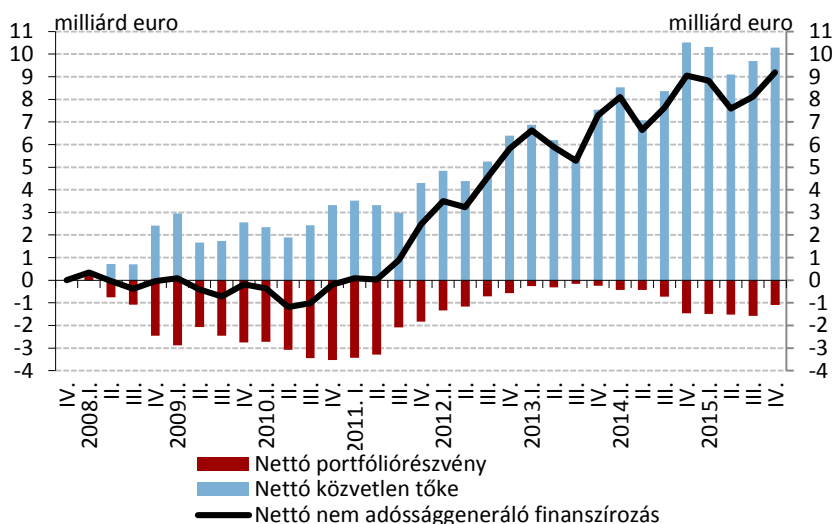
23. ábra: A külföldi tulajdonban lévő magyarországi vállalatok által megtermelt profit felosztása



2.1. Nem adósság jellegű források

A negyedik negyedévben a gazdaság közvetlentőke- és portfóliórészvény-forrásai egyaránt emelkedtek. A gazdaság nettó közvetlentőke-forrásai a negyedik negyedév során 0,6 milliárd euróval növekedtek – ez főként a külföldiek magyarországi befektetéseiből, ezen belül is a jövedelmek újrabefektetéséhez köthető, amelyet jelentősen mérsékel a tulajdonosi hitelek csökkenése. A rezidensek külföldi tőkebefektetése is bővültek, azonban a harmadik negyedévben tapasztaltnál kisebb mértékben. 2015 egészét tekintve a gazdaság nem adósság jellegű forrásai nagyjából szinten maradtak, amely a nettó közvetlentőke-befektetések enyhe mérséklődésének és a nettó portfóliórészvény-befektetések kismértékű emelkedésének eredőjeként alakult ki (24. ábra).

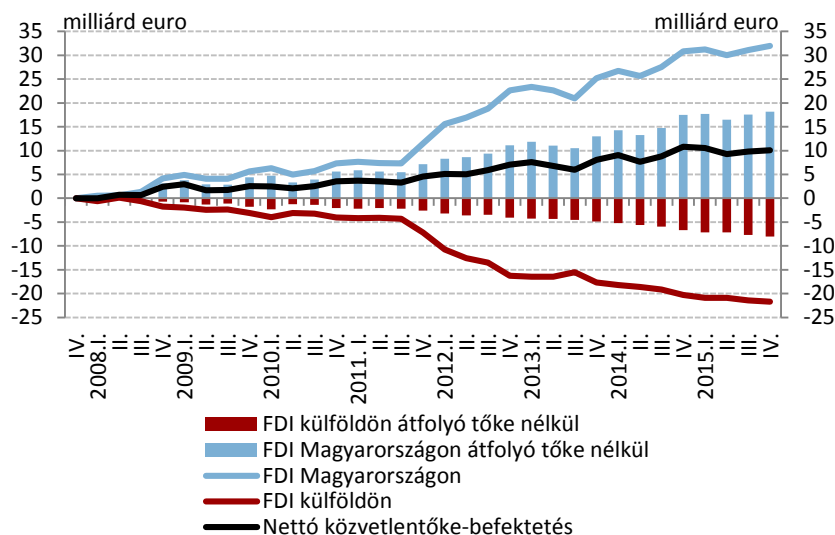
24. ábra: A nem adósság jellegű források alakulása (kumulált tranzakciók)



A közvetlentőke-befektetések esetében a be- és kiáramlást mutató számokat számottevően befolyásolja az átfolyó tőke, így a nettó forrásbeáramlást érdemes elemezni. Vélhetően a magyar adórendszer jellegzetességei miatt bizonyos vállalatok adóoptimalizálási célból adnak magyar leányvállalataiknak tulajdonosi hitelt, illetve tőkét, melyet to-

vábbadnak külföldre – ezt nevezik átfolyó tőkének, melyet 2008-tól el is különít az MNB a fizetésimérleg-statisztikákban.⁶ Az átfolyó tőke a bruttó szárazakat érinti, és – jellegéből adódóan – a nettó FDI-adatokat nem torzítja.⁷ Bár az átfolyó tőke értéke 2015-ben a korábbi évektől jelentősen elmaradt, elemzéseinkben a nettó mutatókra koncentrálnunk (25. ábra). A nettó működőtőke-befektetések a második negyedévben az osztalékkifizetésekhez köthetően mérséklődtek, majd az év második felében – főként a jövedelmek újrabefektetésének köszönhetően – ismét növekedtek.

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

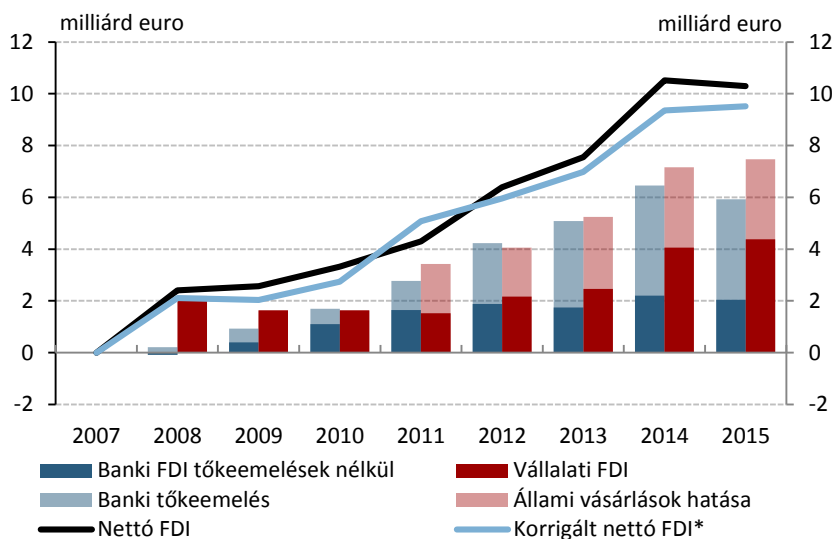


A közvetlentőke-beáramlás egyedi hatások nélkül is hasonló képet mutatott volna az elmúlt években, és eszerint a nettó FDI-beáramlás 2015-ben is kisebb mértékben folytatódott. A pénzügyi válság kitörése óta számos egyedi hatás befolyásolta a magyarországi közvetlentőke-befektetések alakulását (26. ábra). A válság következtében kialakult banki veszteségek miatt szükséges tőkeemelések nélkül a nettó FDI-beáramlás alacsonyabb lett volna az elmúlt években. A forrásbeáramlást befolyásolta ugyanakkor az is, amikor az állam külföldiek kezében lévő vállalatokat vásárolt fel: 2011 során a MOL, 2013-ban az E-On gázüzletágának, 2014-ben az Antenna Hungária Zrt. és a Főgáz Zrt. állami felvásárlása csökkentette a vállalatok külföldi közvetlentőke-forrását. Összességében azonban az eredeti és a (banki tőkeemeléseket, illetve állami felvásárlásokat is figyelembe vevő) korrigált adat szerint is hasonló mértékű, közel 10 milliárd eurót kitevő volt az FDI-források nettó beáramlása az elmúlt évek során. 2015-ben a bankszektornál – főként a Budapest Bank állami felvásárlása miatt – enyhe FDI-kiáramlás, míg a vállalatok esetében kismértékű forrásbeáramlás történt. Összességében bár a nyers adatok szerint a nettó FDI-források kismértékben csökkentek 2015-ben, az egyedi hatásokkal korrigált FDI a vállalati szektor forrásbeáramlásának köszönhetően enyhe emelkedést mutatott.

⁶ 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 vannak 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.

⁷ Az átfolyó tőke ugyanakkor a magyarországi FDI szektorok szerinti szerkezetét is számottevően befolyásolja. Előfordulhat ugyanis, hogy a magyarországi befektetés más szektorba tartozik, mint a tőkebefektetés végcélja – így a szektorok szerinti FDI-adatok is torzulnak.

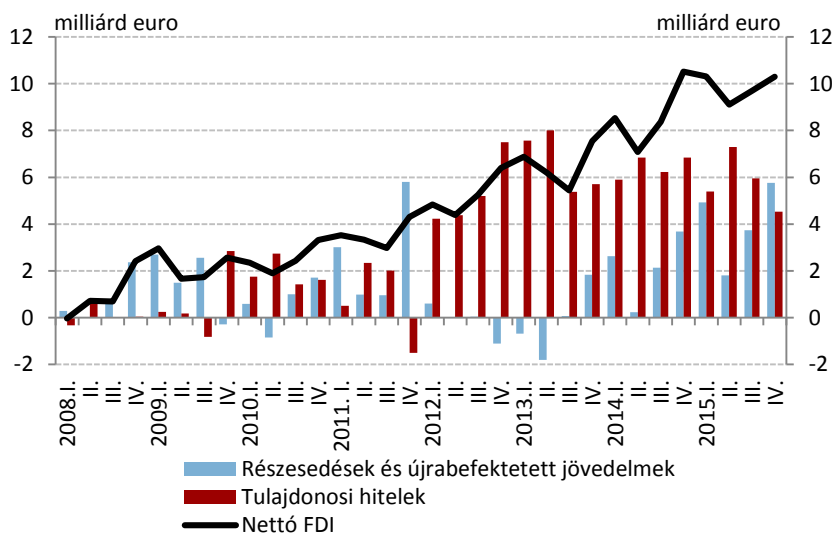
26. ábra: A nettó közvetlentőke alakulása szektorok szerint (kumulált éves adatok)



Megjegyzés: *A korrigált nettó FDI az állami vásárlásokkal korrigált nettó közvetlentőke beáramlását, illetve a bankok tőkeemelésektől szűrt közvetlentőke-beáramlását tartalmazza. A banki tőkeemeléseket bemutató oszlop tartalmazza a bankszektorhoz kötődő egyedi hatásokat is (például a Budapest Bank felvásárlását).

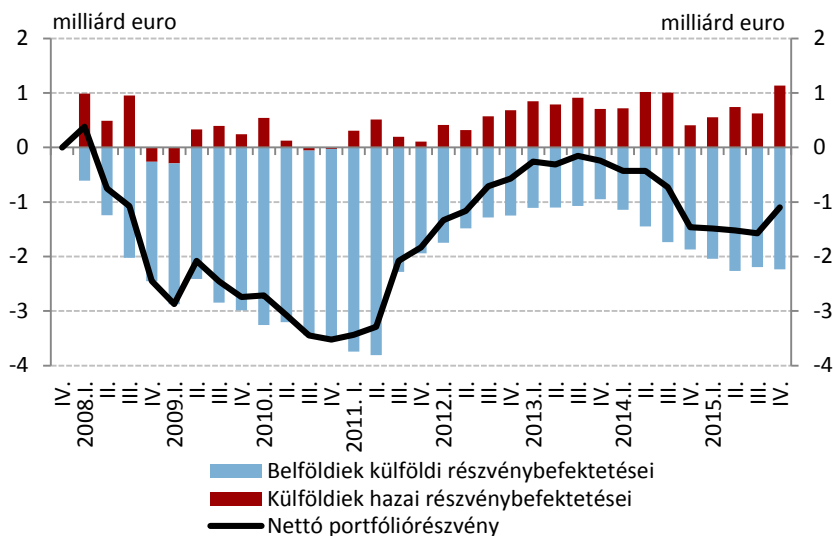
A külföldiek tőkebefektetésének emelkedése az elmúlt években a részesedések és újrabefektetett jövedelmek növekedése, illetve a tulajdonosi hitelek mérséklődése mellett alakult ki (27. ábra). A külföldiek nettó működőtőke-befektetése a válság óta viszonylag egyenletes növekedést mutatott, és 2015-re összesen 10 milliárd eurót meghaladó mértékben növekedett. A tőkebefektetéseket hosszabb távon vizsgálva elmondható, hogy a válságot követően 2013-ig összességében csökkent a külföldiek részesedés jellegű befektetése. Ebben azonban jelentős szerepe volt az anyavállalatok portfólió-átrendezésének, illetve annak is, hogy a tulajdonosváltást követően néha tulajdonosi hitellel helyettesítették a korábban részesedés jellegű forrásokat. 2013 közepétől ugyanakkor a részesedések – az újrabefektetett jövedelmek emelkedésének köszönhetően – nagymértékben emelkedtek, miközben a tulajdonosi hitelek jelentősebb mértékben csökkentek.

27. ábra: A nettó közvetlentőke-tételek alakulása (kumulált tranzakciók)



A negyedik negyedévben emelkedett a nettó portfóliórészvény-források mértéke, amely elsősorban a külföldiek magyarországi befektetéseinek növekedéséhez köthető (28. ábra). Azt követően, hogy 2014-ben a belföldiek befektetésijegy-vásárlása következtében emelkedő külföldi követelések miatt csökkentek a nettó portfóliórészvény-tartozások, 2015-ben a külföldiek részvénybefektetései összességében emelkedtek. 2015 első felében lassuló ütemben folytatódott a rezidensek külföldi portfóliórészvény-befektetéseinek emelkedése, majd ezt követően megállt, ami a lakosság lassuló dinamikát mutató befektetésijegy-vásárlásával állhat összefüggésben. Az év egészét tekintve a külföldiek magyarországi részvénybefektetése emelkedett – ez leginkább az év utolsó negyedévében tapasztalható 500 millió eurós növekedéshez köthető, amelyben szerepet játszhatott az állam OTP-részvényeinek értékesítése is, vagyis összességében ez is hozzájárult a nem adósság jellegű finanszírozás emelkedéséhez.

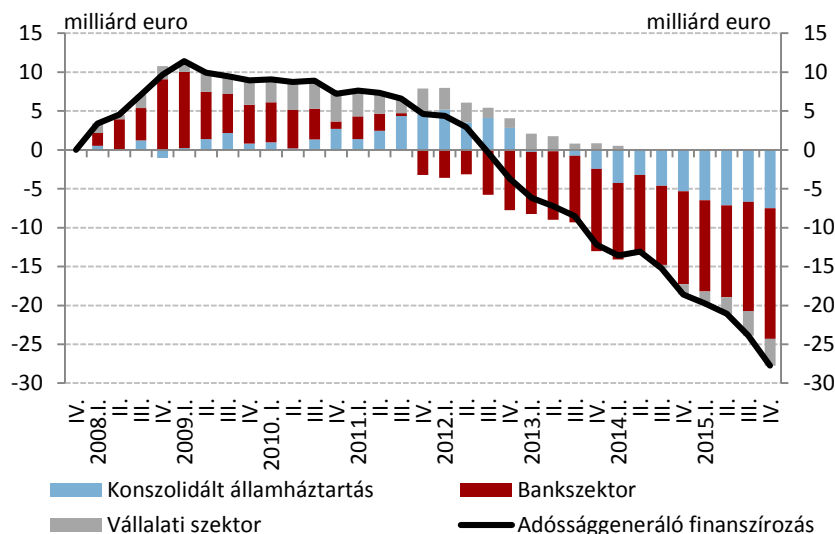
28. ábra: A nettó portfóliórészvény alakulásának tényezői (kumulált tranzakciók)



2.2. Adósság jellegű források

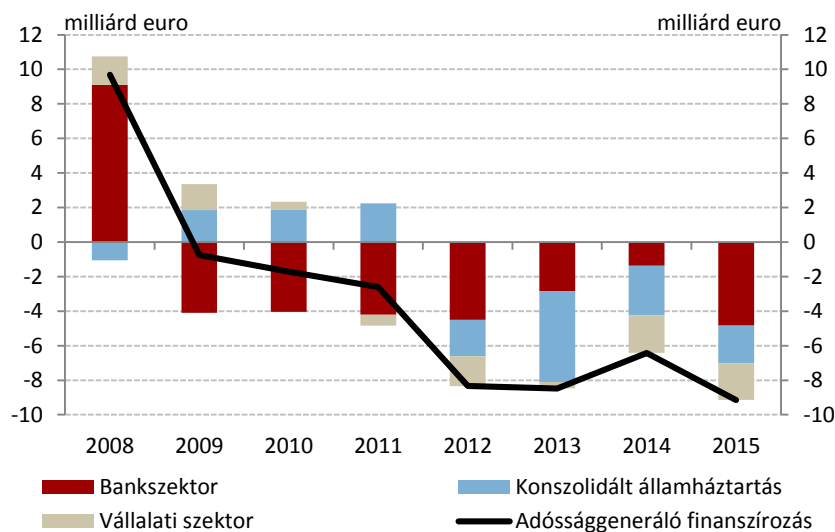
2015 negyedik negyedévében fokozódott a gazdaság nettó külső adósságának csökkenése, amelynek jelentős része a bankrendszerhez kötődött (29. ábra). Az év utolsó negyedévében csaknem 4 milliárd euróval csökkent a gazdaság nettó külső adóssága. A visszaesés főként a bankrendszer nettó külső adósságának – a külföldi bankok év végi mérlegoptimalizációjához, illetve a forintosításhoz és a vállalati szektor jelentős betételhelyezéséhez köthető – csökkenésével magyarázható. A bankok mellett a vállalatok is folytatták nettó külső adósságuk csökkentését. A konszolidált állam nettó külső adóssága a negyedik negyedévben közel 0,8 milliárd euróval csökkent, amelyben az EU-transzferek számottevő felhasználása, és az emiatt az EU-val szembeni követelések emelkedése játszott meghatározó szerepet.

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



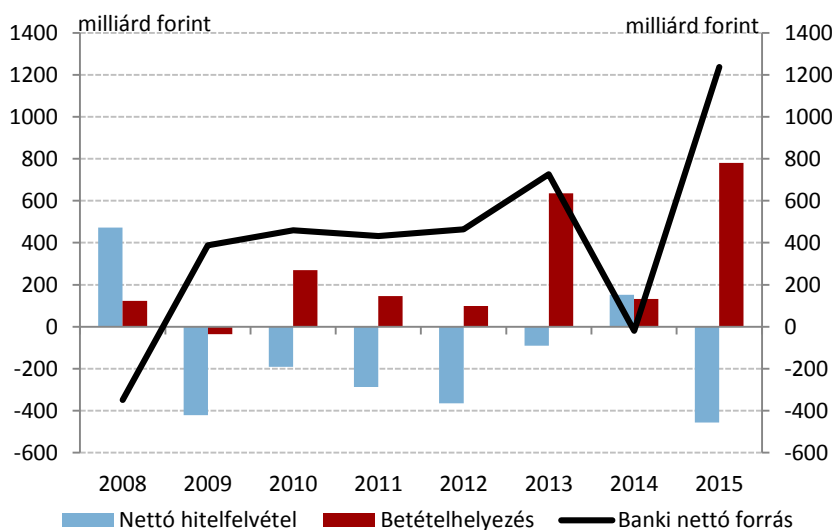
2015 egészében az előző években tapasztaltnál nagyobb volt a gazdaság alkalmazkodása: a tranzakciókból eredően több mint 9 milliárd euróval mérséklődött a nettó külső adósság. Összességében mind a három szektor tovább csökkentette nettó külső adósságát, azonban – az előző évektől eltérő szerkezetben – 2015-ben a legnagyobb, közel 5 milliárd eurós mérséklődés a bankszektornál következett be (30. ábra). A külső adósság korábbi évektől eltérő szerkezetű csökkenésében a devizahitelek forintosítása játszott meghatározó szerepet, amely egyrészt az MNB devizatalékainak mérséklődésén keresztül fékezte a konszolidált állam külső adósságának csökkenését, másrészt viszont mérsékelte a bankok nettó külső adósságát. Emellett a bankok külső forráscsökkentését támogatta a vállalati szektor jelentős betételhelyezése is. A rövid külső adósság szerkezetét befolyásolta a 2015 júliusában bejelentett DMM-szigorítás, illetve új DEM-szabályozás is. Ezek mellett az év végén átmeneti tényező – a külföldi tulajdonú bankok külső forrásállományának év végén jellemző, mérlegoptimalizálási okokból történő csökkenése – is támogatta a forráskiáramlást. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága az előző éveknél kisebb mértékben, megközelítőleg 2,2 milliárd euróval csökkent, amelyben szerepet játszott a forintosítás miatti tartalékcsökkenés nettó külső adósságot emelő hatása is. Éves szinten a vállalati szektor is mintegy 2 milliárd euróval mérsékelte nettó külső forrásait, ami a külföldről felvett hitelek törlesztésével és a kereskedelmi hiteltartozások csökkenésével magyarázható.

30. ábra: Az egyes szektorok adósság típusú forrásainak alakulása (éves tranzakciók)



2015-ben a vállalatok hiteltörlesztése, valamint betételhelyezése jelentős mértékben növelte a bankok számára rendelkezésre álló forrásokat, így érdemben támogatta a bankrendszer külső adósságának csökkenését. A nem pénzügyi vállalatok betételhelyezése nagymértékben emelkedett 2015-ben, és közel 800 milliárd forintot tett ki. A számottevő betétnövekményben szerepet játszhatott az EU-transzferek jelentős felhasználása, az olajárak mérséklődése miatt vélhetően emelkedő vállalati profit, valamint a beruházások korábbi évekhez képest visszafogottabb bővülése is. Továbbá a bankok számára rendelkezésre álló forrásokat növelte az is, hogy a vállalati szektor hitelei közel 400 milliárd forinttal csökkentek az év során. A hitelállomány csökkenésében ugyanakkor egyedi tényezők is szerepet játszottak: egyrészt júniusban az állam átvállalta a BKV Zrt. teljes hitelállományát, másrészt egyes vállalatok banki forrásait anyavállalati finanszírozásra cserélték, valamint a bankok év végi portfóliótisztítása is csökkentette a vállalati hitelállományt⁸.

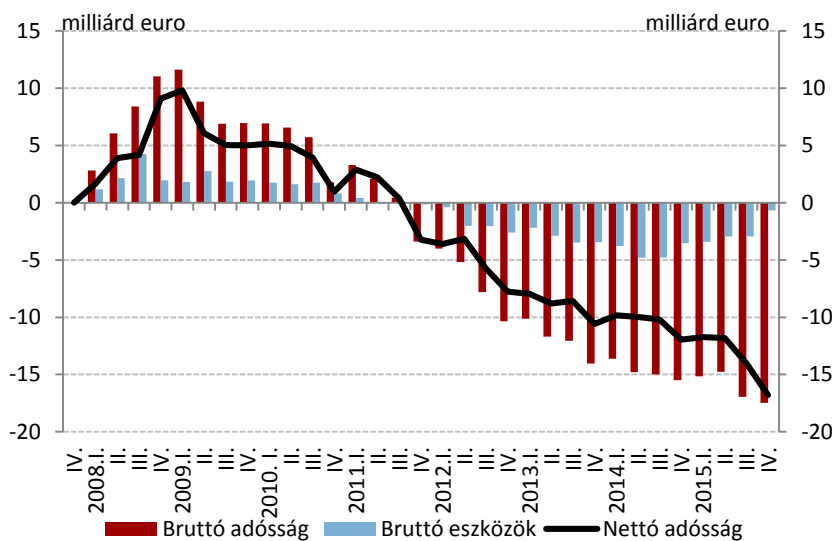
31. ábra: A nem pénzügyi vállalatok banki hiteleinek és betéteinek alakulása



A bankszektor nettó külső adósságának mérséklődésében 2015-ben a külföldi források csökkenése és a külföldi eszközök emelkedése egyaránt szerepet játszott. 2015 utolsó negyedévében folytatódott a nettó adósság erőteljes mérséklődése, amelyben a külföldi eszközök jelentős növekedése játszott meghatározó szerepet. 2015-ben a bankrendszer külföldi forrásai 2 milliárd euróval mérséklődtek, miközben a külföldi eszközök emelkedtek, így összességében a nettó adósság közel 5 milliárd eurós csökkenése ment végbe (32. ábra). 2015 során már megállt a külföldi eszközök – korábbi évekre jellemző, mérlegalkalmazkodásra utaló – csökkenése, és az előző évhez képest számottevő, 2,8 milliárd eurós növekedés volt tapasztalható. Ebben a folyamatban a forintosítás kapcsán a jegybanktól kapott deviza külföldi követeléseket növelő hatása is szerepet játszhatott.

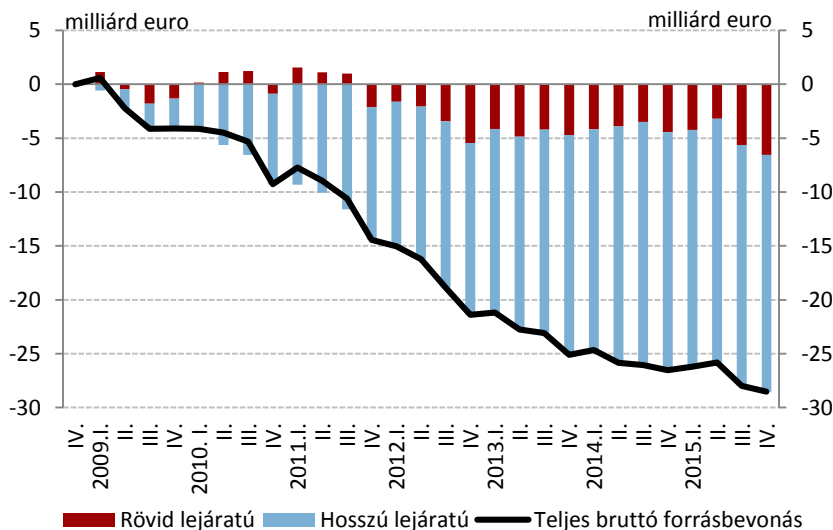
⁸ Részletesebben lásd az MNB 2015. júniusi és decemberi sajtóközleményét a hitelintézetek összevont mérlegének alakulásáról, illetve a 2015. novemberi Pénzügyi stabilitási jelentést.

32. ábra: A bankrendszer külföldi adósság- és követelés-tranzakcióinak alakulása (kumulált tranzakciók)



Az elmúlt évben folytatódott a bankrendszer külső adósságának csökkenése, amely főként a rövid lejáratú források második felében tapasztalt jelentős mérséklődésével járt együtt (33. ábra). 2015 negyedik negyedévében a bankok az előző negyedévnél kisebb mértékben, mintegy 0,5 milliárd euróval csökkentették bruttó külső adósságukat. Mindez a rövid futamidejű adósság 0,9 milliárd eurós mérséklődése, illetve a hosszú források közel 0,4 milliárd eurós emelkedése mellett történt meg. Az év egészét nézve a lejárat szerkezetet tekintve kedvezően alakult a forráskiáramlás, ugyanis az év második felében a korábbi évekhez hasonlóan jelentősebb mértékben csökkentek a rövid források. Ebben egyrészt szerepet játszik, hogy a 2016. január 1-jétől hatályos szigorodó DMM- és új DEM-szabályok, illetve a forint-sításhoz kapcsolódó mérlegalkalmazkodás a rövid források tartós csökkenését eredményezhetik. Emellett átmeneti tényező – a negyedévek, illetve az év végén jellemző mérlegoptimalizáció – is támogatta a rövid források mérséklődését.

33. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának lejárat bontása (kumulált tranzakciók)



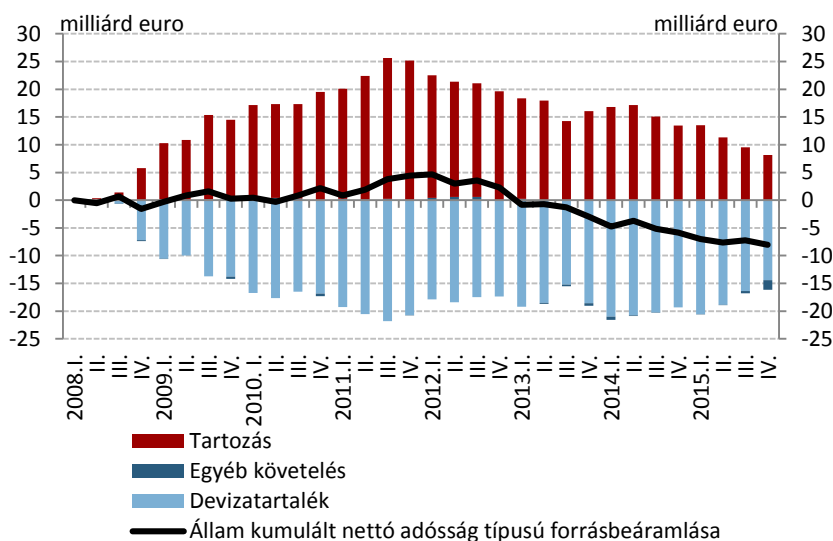
Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága 2015 negyedik negyedévében 0,8 milliárd euróval csökkent: a továbbra is számottevő EU-transzfer-felhasználást részben ellensúlyozta a devizatartalék csökkenése. Az év végén tovább csökkent az állam nettó külső adóssága. A folytatódó adósságcsökkenésben az EU-transzferek jelentős, 3 milliárd eurót meghaladó felhasználása játszott a legnagyobb szerepet, ami részben az EU-val szembeni

követelések növekedésén keresztül csökkentette az államháztartás nettó külső adósságát. Emellett a külföldiek folytatódó forintállampapír-eladása is a nettó külső adósság mérséklődése irányába hatott. Ezen hatásokat ugyanakkor az év végén a devizatartalék részben tartós és részben átmeneti hatások miatti csökkenése mérsékelte.

- A devizatartalék év végi csökkenésének hátterében egyrészt az áll, hogy december során lejárt egy PEMÁK-kötvény, amelynek törlesztése a tartalékot csökkentette (ugyanakkor mivel ez belföldiek kezében volt, a bruttó külső adósság nem mérséklődött).
- Másrészt folytatódott a forintosításhoz kapcsolódó devizakonverzió, amit a bankok külföldi forrásaik csökkentésére fordíthattak (illetve a megkapott deviza a külföldi eszközök növelésével is csökkentheti a bankok nettó külső adósságát).
- Emellett az év végén az MNB a bankrendszer részére csereügyleten keresztül devizát nyújtott, ami átmenetileg csökkentette a tartalékot, ugyanakkor ez megjelent a bankok nettó külső adósságának csökkenésében.
- Tovább csökkentette a tartalékot, hogy az ÁKK előtörlesztett egy külföldi fejlesztési hitelt (ez ugyanakkor a nettó külső adósságot nem érintette, mivel a bruttó külső adósság a tartalékkal azonos mértékben mérséklődött).

2015 egészét tekintve a konszolidált állam nettó külső adóssága mintegy 2 milliárd euróval csökkent tranzakciók alapján, ami elmarad az előző évek mérséklődésétől (34. ábra). Az állam nettó (és egyben bruttó) külső adósságának csökkenését több mint 5 milliárd euróval támogatta a külföldiek folytatódó állampapír-eladása, illetve a külföldiek kezében lévő állampapírok lejáratra, ami a forint- és devizakötvényeket egyaránt érintette. A külföldi kézből kikerülő forintkötvények jelentős része – részben az önfinanszírozási programhoz köthetően – a hazai bankok mérlegébe került (erről részletesen lásd a keretes írást), míg a devizakötvény-állomány csökkenése elsősorban a jegybank devizakötvény-vásárlásaira vezethető vissza. Emellett az állam külföldi hitelei is mérséklődtek, ami részben egy fejlesztési devizahitel előtörlesztéséhez kapcsolódik. (A devizatartozások csökkenéséhez a devizalikviditást a jegybanki tartalékok biztosították, így ezek a tranzakciók a konszolidált állam nettó külső forrásaira nem voltak hatással.) A külföldiek állampapír-eladásai miatti adósságcsökkenést ugyanakkor részben ellensúlyozta a devizatartalék jelentős csökkenése (hiszen ezzel az állam külföldi követelése is csökkent). A devizatartalék csökkenésében egyrészt a forintosításhoz kapcsolódó devizalikviditás-nyújtás, másrészt a fentebb említett tényezők (például a lejárt PEMÁK-kötvény törlesztése), illetve a Budapest Bank állami felvásárlása játszottak szerepet. Ez utóbbi eredményeképpen a tartalék mérséklődésével nőtt az állam nettó külső adóssága, és mérséklődött a gazdaság FDI-tartozása, így a tranzakció a nettó nemzetközi befektetői pozíciót nem változtatta, azonban annak szerkezetében átrendeződést okozott.

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

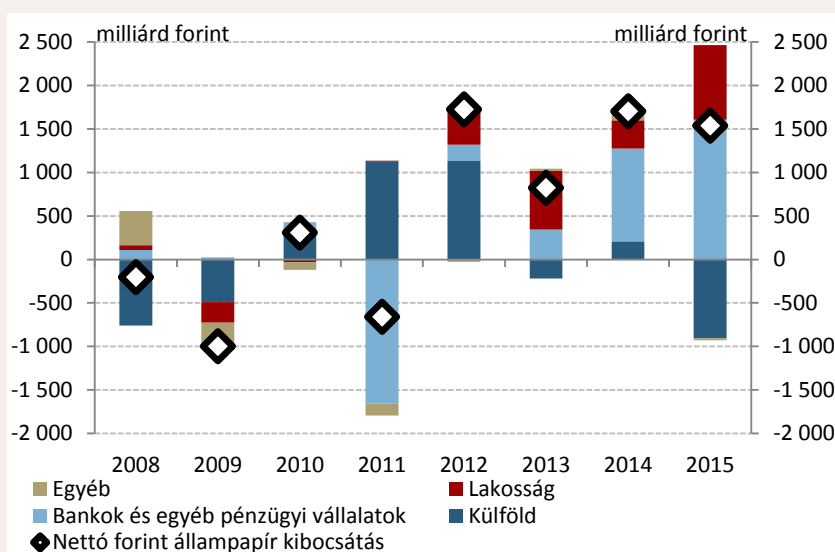


2. keretes írás: Állampapíriaci folyamatok

A külföldiek állampapír-állományának csökkenése az Önfinszírozási program támogatásával hozzájárult az ország külső sérülékenységének javulásához. A külföldiek teljes (devizában és forintban denominált) magyar állampapír-állománya 2015 során erőteljesen, több mint 5,6 milliárd euróval (1700 milliárd forinttal) csökkent. Ennek eredményeként a külföldiek által tartott magyar állampapír-pozíciók közel 15 százaléka épült le, ami jelentős átrendeződést okozott a magyar állampapírpiac befektetői struktúrájában: a teljes magyar állampapír-állományon belül a külföldiek részaránya 53 százalékról 46 százalékra esett. A nem rezidens befektetők elsősorban a forintban denominált kötvények eladásával csökkentették pozíciójukat, amely csaknem 1000 milliárd forinttal mérséklődött. A külföldiek eladásai egybeestek a belföldi hitelintézetek által támasztott – többek között a jegybank által indított önfinszírozási programhoz köthető – keresletnövekedéssel, azaz részben a hazai bankrendszer vette át a külföldiek forintállampapír-pozícióját, akiknél több mint 1500 milliárd forintos emelkedés ment végbe. A hazai bankrendszer mellett az év során a háztartások állampapír-állománya is dinamikusan, megközelítőleg 900 milliárd forinttal emelkedett, ami szintén segítette az állam külső adósságának leépülését (35. ábra). A két szektor nagymértékű állampapír-kereslete tette lehetővé, hogy az állam 2015-ben devizakötvény-kibocsátás nélkül fizesse vissza jelentős mértékű lejáró devizaadósságát (részletesebben lásd a 4.1-es fejezetet).

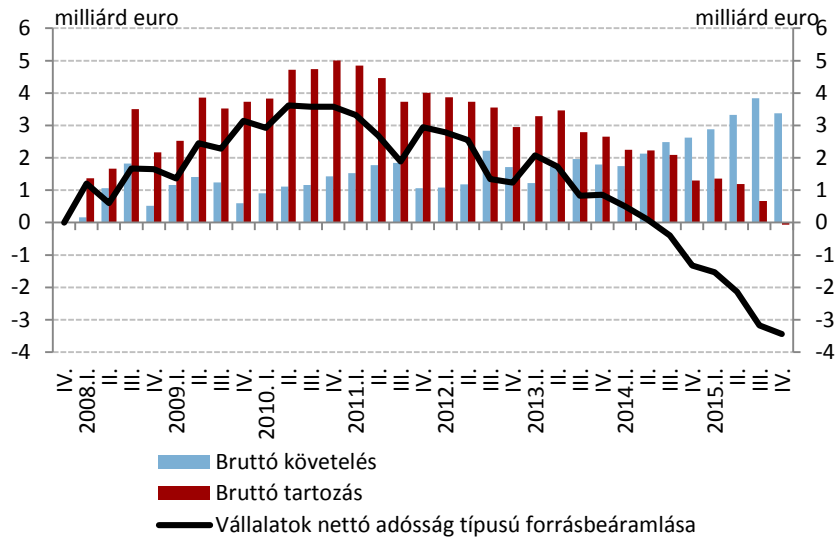
Kedvező jelenség, hogy a külföldiek állampapír-eladása annak ellenére nem járt piaci turbulenciával vagy hozamemelkedéssel, hogy mértéke meghaladta a 2008-as értéket – emögött az áthatott, hogy 2015-ben a belföldi szektorok biztosították az állampapírpiaci stabilitását. A kiegyensúlyozottabb kereslet-kínálat hozzájárult ahhoz, hogy hazánkban az állampapírpiaci hozamok enyhén csökkentek az év elejéhez képest. Az állampapírpiaci hozamokban látott ezen elmozdulások utalhatnak egyrészt az önfinszírozási program piacstabilizáló szerepére, másrészt arra, hogy hazánkban a belföldi szektorok nagyobb szerepvállalásával mérséklődött Magyarország külső sérülékenysége. A sérülékenységet tovább csökkentheti a devizakötvény-lejáratok forintforrásokból való finanszírozása.

35. ábra: A forint állampapír-állomány változása szektorok szerint



2015 negyedik negyedében folytatódott a vállalatok külső adósságának csökkenése, ami a külfölddel szembeni tartozások nagyobb mérséklődésével magyarázható (36. ábra). Éves összehasonlításban 2015-ben folytatódott a vállalatok külső adósságának 2014-től tapasztalható dinamikus csökkenése, ami összességében 2,1 milliárd eurót tett ki. Bár az utolsó negyedévben a külfölddel szembeni követelések mérséklődtek, éves szinten a tartozások csökkenése mellett a külfölddel szembeni követelések emelkedése is támogatta a külső adósság csökkenését.

36. ábra: A vállalatok nettó külső adósság jellegű forrásainak alakulása (kumulált adatok)



3. ADÓSSÁGRÁTÁK ALAKULÁSA

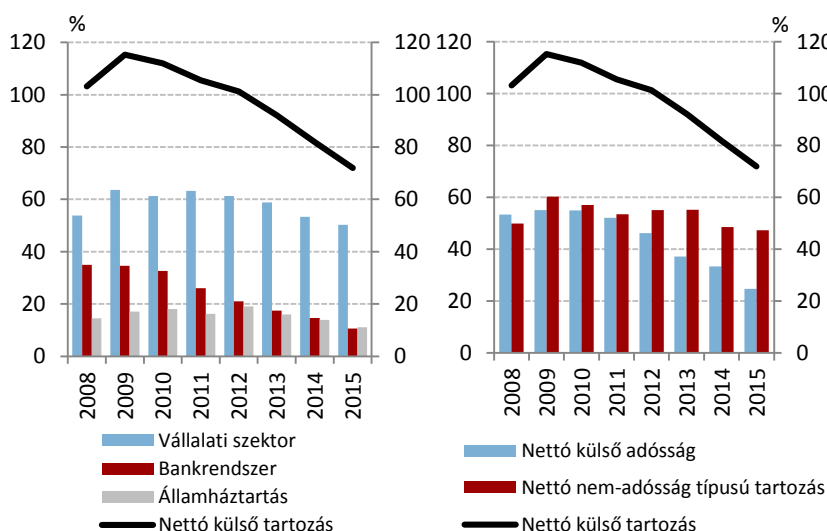
2015-ben tovább folytatódott az ország sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőséggel bíró külső tartozásmutatók korrekciója. A nettó külső adósság a GDP 25, a bruttó külső adósság a GDP 76 százaléka alá mérséklődött. A külső adósságmutatók korrekciója döntően a forráskiáramlással, illetve a nominális GDP emelkedésével magyarázható, miközben a forint árfolyamának alakulása enyhén fékezte azt. A mérlegalkalmazkodásnak köszönhetően a bankrendszer és a vállalatok nettó külső adóssága is tovább mérséklődött, melyet a bankrendszer esetében a forintosítás és a szabályozói környezet megváltozásához történő alkalmazkodás tovább erősített. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága is jelentős mértékben csökkent, melyet elsősorban az önfinanszírozási program által is támogatott külfölddel szembeni tartozások mérséklődése segített elő. A hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság – a berövidülő adósság évközi átmeneti emelkedését követően – 2015 végére ismét 21 milliárd euro közelébe süllyedt. A devizatartalék – főként az MNB programokhoz kötődő csökkenés ellenére – továbbra is számottevően meghaladta a befektetők által elvárt szintet. Magyarország bruttó finanszírozási igénye emelkedő finanszírozási képességnek köszönhetően tovább mérséklődött, ugyanakkor a magyar gazdaság továbbra is rá van utalva a külföldi források megújítására.

Az ország külső sérülékenysége szempontjából nemcsak az úgynevezett „flow” típusú mutatóknak (például folyó fizetési mérleg egyenlege, külső finanszírozási képesség) van meghatározó szerepe, hanem a gazdaság külső tartozásállománya és annak összetétele is kiemelt jelentőséggel bír. Bár a pénzügyi mérleg alakulása alapján már lehet általában következtetni a tartozásmutatók változására, az állományi típusú adatok alakulásáról pontos képet csak a deviza- és értékpapírok árfolyamváltozásának, illetve a nominális GDP alakulásának figyelembevételével kaphatunk.

3.1. Nettó külső tartozás

Az ország nettó külső tartozása 2015-ben tovább mérséklődött, és az év végén a GDP 72 százaléka körül alakult (37. ábra). Egy ország sérülékenységének vizsgálatakor a külső adósságmutatók mellett a külső tartozás alakulását is érdemes elemezni, ami az adósság mellett tartalmazza a nem adósság jellegű (közvetlen tőkebefektetéseket és portfóliórészesedéseket tartalmazó) tartozásokat is. Magyarország nettó külső tartozása 2015 során a korábbi években tapasztalt ütemben, a GDP közel 10 százalékaival mérséklődött: a bankrendszer mellett a konszolidált államháztartás és a vállalatok külső tartozásai is csökkentek. Míg 2010-et követően a nettó külső tartozás csökkenése elsősorban az adósság típusú tartozások csökkenése mellett következett be, addig az elmúlt két évben a nem adósság típusú tartozások is csökkentek, ami mögött főként a hazai vállalatok külföldi eszközeinek emelkedése áll. Az adósság típusú források kiáramlása mellett 2015-ben is folytatódott a nettó külső adósság korrekciója.

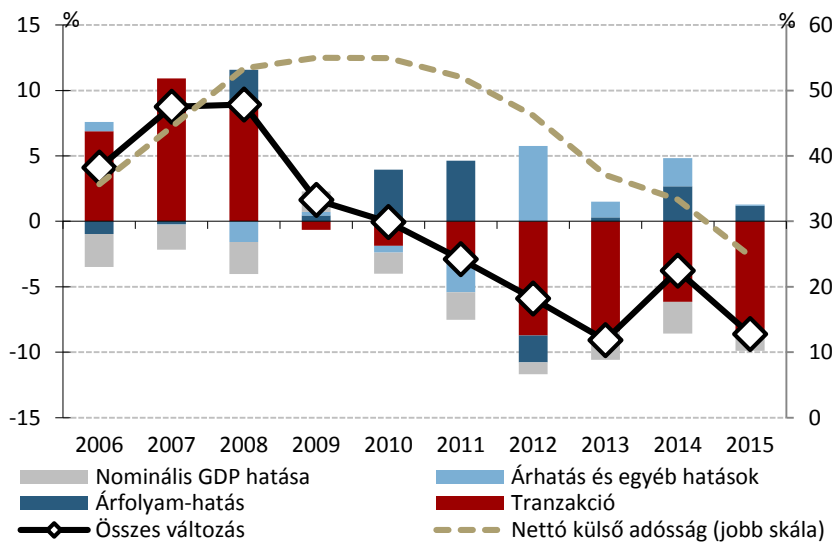
37. ábra: A nettó külső tartozás alakulása (időszak végi, GDP-arányos értékek)



3.2. Nettó külső adósság

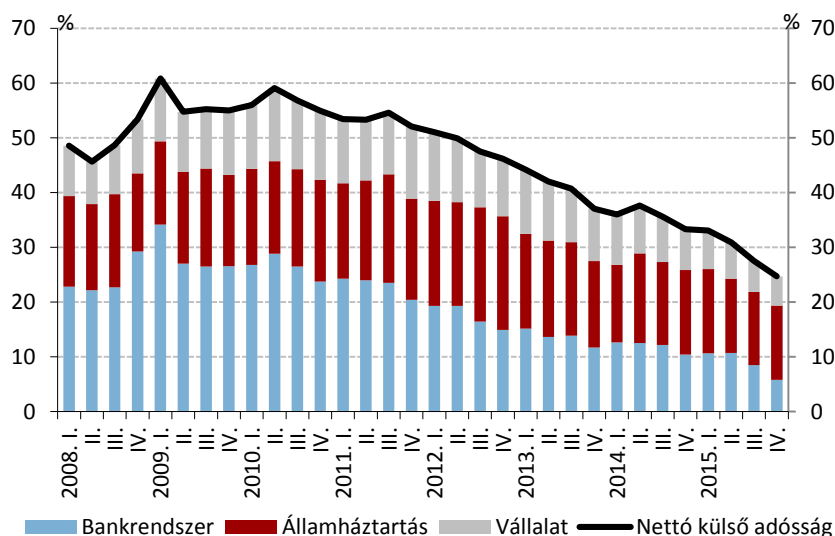
A nettó külső adósság csökkenése 2015-ben főként a tranzakciók és a GDP-változás hatására folytatódott, melyet kismértékben fékezett a forint árfolyamának gyengülése (38. ábra). A válság előtti években a nettó külső adósság GDP-arányos értéke elsősorban a bankrendszer külső forrásbevonásához köthetően emelkedett, majd a szektorok alkalmazkodásával párhuzamosan megindult az adósság típusú források kiáramlása. A válság éveiben a nominális GDP visszaesése, majd a forint leértékelődése az adósságráta emelkedésének irányába hatott, amit a többi tényező változása ellensúlyozott. Ezt követően a folytatódó adósságkezeléssel párhuzamosan a magyar gazdaság nettó külső adóssága 2010 és 2015 között 30 százalékponttal csökkent. Az adósságráta közel 9 százalékpontos éves javulását 2015-ben is az adósság típusú források kiáramlása és a GDP-növekedés segítette, melyet a forint külső adósság szempontjából meghatározó devizákkal (euro, dollár és a frank) szembeni gyengülése kismértékben ellensúlyozott. 2015-ben az államháztartás nettó külső adóssága nem változott érdemben, így az ehhez kapcsolódó ár jellegű hatások nem befolyásolták lényegesen a nettó külső adósság alakulását.

38. ábra: A nettó külső adósság változásának felbontása tételekre (a GDP arányában)



A nettó külső adósság 2015 végén a GDP 25 százaléka alá mérséklődött, ami döntően a bankok adósságcsökkenésére vezethető vissza (39. ábra). A negyedik negyedévben a nettó külső adósság a GDP közel 3 százalékaival mérséklődött, amit túlnyomórészt a bankrendszer külső adósságcsökkenése magyaráz, ugyanakkor kisebb mértékben csökkent a vállalati szektor nettó adósságállománya is. A bankok külső adósságának mérséklődésében a forintosítás és az évi végi mérlegkiigazítás mellett a 2015 júliusában bejelentett DMM-szigorítás és új DEM-szabályozás, illetve a vállalati szektor év végi jelentős betételhelyezése játszott meghatározó szerepet. Az államháztartás nettó külső adóssága a negyedik negyedévben nem változott érdemben, mivel a külső adósság jellegű követelések (döntően a devizatartalék) és tartozások egyaránt mérséklődtek. A 2015 egészében tapasztalható jelentős, a GDP közel 9 százalékát kitevő nettó külső adósság-csökkenés több mint fele a bankrendszerénél volt megfigyelhető, miközben a konszolidált államháztartás és a vállalatok is mérsékeltek külső adósságukat. A válság után a hitelállomány csökkenése és a magánszektor jelentős betételhelyezése tette lehetővé, hogy a bankok számottevő mértékben mérsékeljék a külső forrásaik állományát. Ez a folyamat 2015-ben is folytatódott: a magánszektor mérlegkiigazítása, illetve a forintosítás során az MNB által a bankoknak juttatott deviza is a bankok nettó külső adósságának további csökkenése irányába hatott. A vállalatok – döntően a mérlegalkalmazkodáshoz kötődően – szintén tovább mérsékeltek nettó külső adósságukat 2015-ben. Emellett a konszolidált államháztartás nettó külső adóssága is a GDP mintegy 2 százalékaival csökkent, mely elsősorban az önfinszírozási program által is támogatott külfölddel szembeni tartozások mérséklődésében tükröződött.

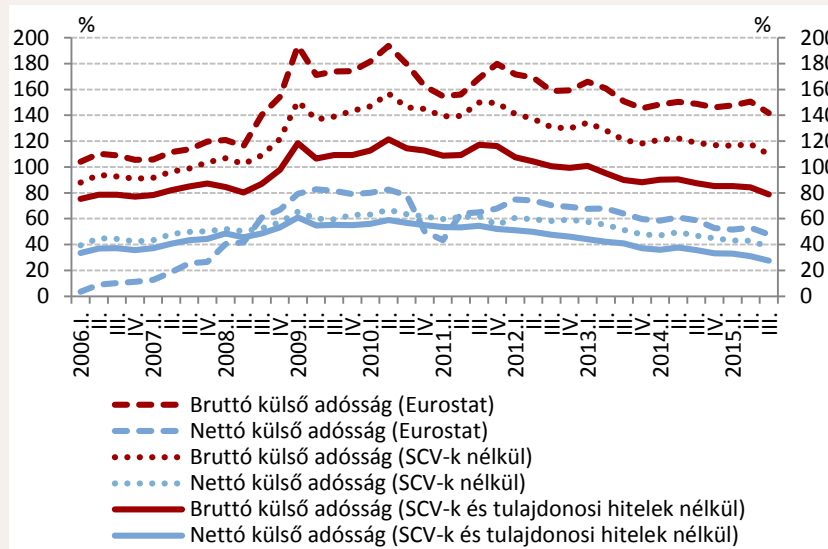
39. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában, tulajdonosi hitel nélkül)



3. keretes írás: A különböző külső adósságmutatókról

Elemzésünkben közgazdasági megfontolások alapján az SCV-ktől és tulajdonosi hiteltől szűrt adósságmutatókat vizsgáljuk. Az Eurostaton elérhető az Európai Unió minden tagállamának nominális, valamint GDP-arányos nettó és bruttó külső adóssága is. Az adatbázisban szereplő mutatók azonban számos olyan tényezőt is tartalmaznak, amit érdemes figyelmen kívül hagyni az alapfolyamatok vizsgálatakor. Az egyik ilyen tényező a speciális célú vállalatok (röviden SCV-k) külső adóssága. A speciális célú vállalatok az adott ország területén valós, reálgazdasági tevékenységet nem végeznek, ugyanakkor főként adózási szempontok miatt az ország területén „folytatják át” a tőkéjüket. Mindez azzal jár, hogy jelentős mértékben befolyásolják az adott gazdaság bruttó külső tartozásmutatóit, ugyanakkor az országok nettó befektetői pozíciójára gyakorlatilag nincsen hatásuk. Ezek a tranzakciók azonban az adósság és nem adósság jellegű források eltérő be- és kiáramlása miatt befolyásolhatják nettó külső adósság szintjét, mint ahogyan az Magyarország esetében is látható, aminek hatására az SCV-k tartozásait is tartalmazó idősorok nagyobb ingadozásokat mutatnak. Emellett a tulajdonosi hitelek is érdemben módosíthatják a statisztikákban szereplő adósságot. Korábbi jelentéseinkben ugyanakkor már rámutattunk, hogy a tulajdonosi hitelek a bankhiteleknél jóval alacsonyabb megújítási és kamatkockázattal bírnak, illetve megfigyeléseink szerint sokkal inkább nem adósság jellegű forrásnak tekinthetők, mint adósság jellegű forrásnak (részletesebben lásd a 2014. és 2015. áprilisi Fizetési mérleg jelentéseket). Vagyis a külső adósságmutatók elemzése során célszerű az ettől szűrt mutatókat vizsgálni. Magyarország esetében azt láthatjuk, hogy az alapfolyamatokat tekintve a bruttó, illetve nettó külső adósság is alacsonyabb, mint a tulajdonosi hiteleket és SCV-ket is tartalmazó mutató esetén – azonban azt is érdemes hangsúlyozni, hogy az elmúlt évek során mindegyik mutató esetében folyamatos és jelentős alkalmazkodás volt tapasztalható.

40. ábra: A nettó és bruttó külső adósság alakulása (a GDP arányában)

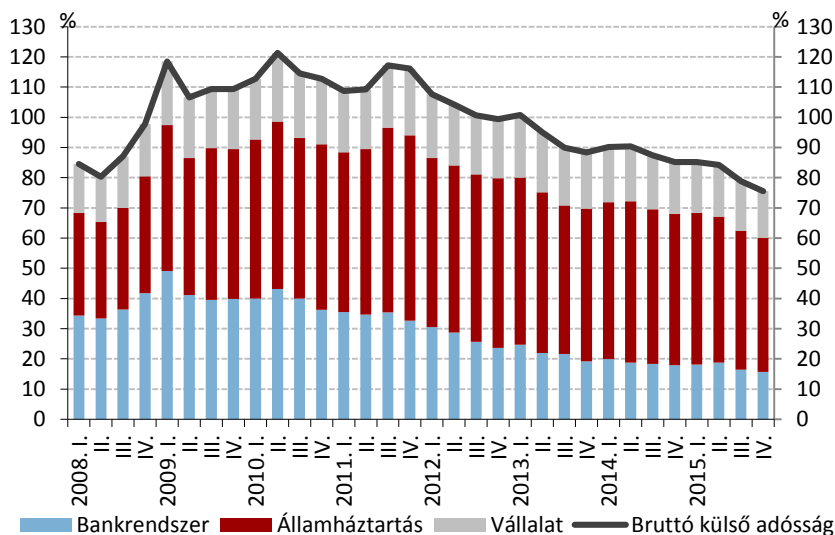


Forrás: Eurostat, MNB

3.3. Bruttó külső adósság

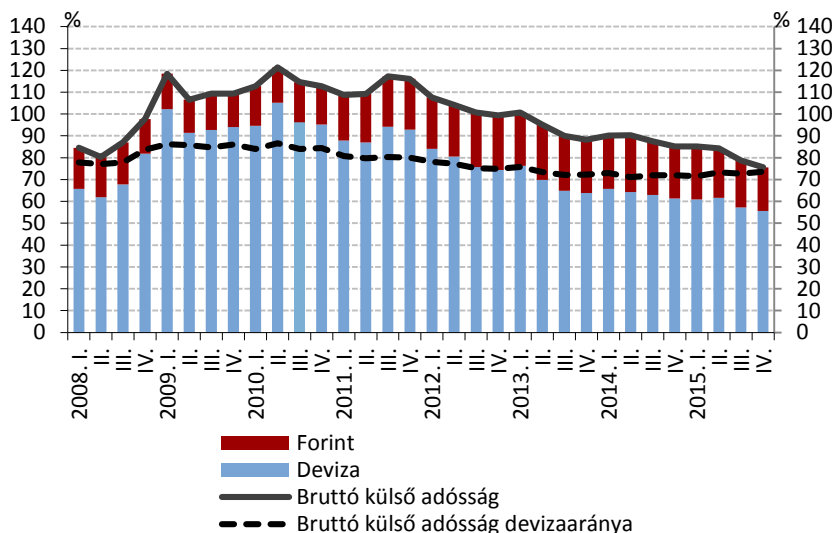
Az elmúlt évek csökkenő trendjével összhangban a bruttó külső adósság 2015 végére a GDP 76 százaléka alá mérséklődött. A válság kitörését követően a GDP 120 százalékán tetőző bruttó külső adósság a mérlegkiigazításnak köszönhetően számottevően mérséklődött az elmúlt években. 2015-ben a bruttó külső adósság csökkenéséhez mind egyik szektor hozzájárult, legnagyobb mértékben az államháztartás bruttó külső adóssága csökkent. Az államháztartás bruttó külső adóssága a külföldiek állampapír-állományának leépülésével jelentősen mérséklődött, amit az MNB önfinszírozási programja is támogatott a bankrendszer állampapír-keresletének emelkedésével, miközben a lakossági állampapír-vásárlás is hozzájárult a szektor külföldi függőségének mérséklődéséhez. Emellett a bankrendszer bruttó külső adóssága is érdemben mérséklődött, melyben a folytatódó mérlegkiigazítás, illetve a forintosítás és a szigorodó szabályozások miatti alkalmazkodás is szerepet játszhatott.

41. ábra: A bruttó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában, tulajdonosi hitel nélkül)



A bruttó külső adósságon belüli devizaarány – az elmúlt évekhez hasonlóan – 2015 egészében is kismértékben meghaladta a 70 százalékot. A külső sérülékenység szempontjából a bruttó külső adósság devizanemek szerinti eloszlását is érdemes vizsgálni, mivel egyrészt a magas devizaarány esetében jelentős a törlesztések devizalikviditási igénye, másrészt a mutató érzékenyebben reagál az árfolyam miatti átértékelődésre is. 2015-ben a bruttó külső adósság csökkenése mellett a devizaadósság aránya nem változott érdemben. Az államháztartás devizaadóssága euróban számítva mérséklődött ugyan 2014 év végéhez képest, azonban az állam külső adósságának devizaaránya a külföldiek forintá-lampapír-állományának csökkenéséhez köthetően enyhén, 65 százalék közelébe emelkedett. A magánszektor külső adóssága túlnyomó részben devizában denominált (jellemzően csak a bankrendszer rendelkezik forintadóssággal), aminek devizaaránya gyakorlatilag nem változott 2015-ben, és mintegy 85 százalékot tesz ki.

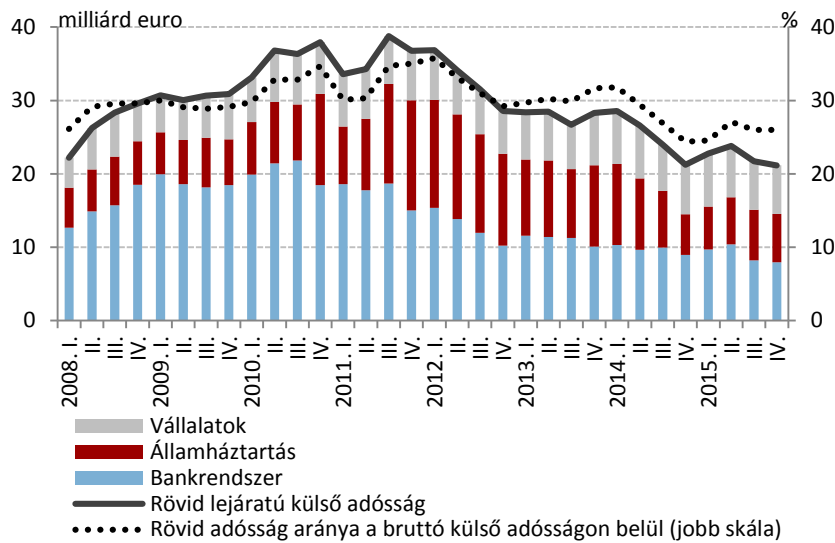
42. ábra: A bruttó külső adósság devizanem szerinti szerkezete (GDP-arányos értékek)



3.4. Rövid külső adósság és bruttó finanszírozási igény

A hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság az év eleji átmeneti emelkedést követően 2015 második felében ismét mérséklődött, így a negyedik negyedév végén – a 2014 év végével megegyező – 21,2 milliárd eurós szintet ért el. A rövid lejáratú külső adósság fontos indikátora a befektetők által elvárt tartalékszintnek, így az elmúlt négy évben – a tartósan pozitív finanszírozási képességgel összhangban – bekövetkezett 17 milliárd eurós csökkenés kiemelt jelentőségű a gazdaság pozitív megítélése szempontjából. 2015 végén a rövid külső adósság szintje a 2014. decemberi szint közelében alakult, ugyanakkor a szektorok szintjén kisebb mértékű átrendeződést figyelhettünk meg. Az államháztartás rövid külső adóssága ugyanis közel 1 milliárd euróval emelkedett 2014 végéhez képest, ami főként az EU-hitel utolsó esedékes részlete miatt emelkedő berövidülő adósság eredménye. Összességében az állam rövid külső adóssága 2015 végén 6,6 milliárd eurót tett ki, ami jelentősen elmarad a 2011 végén tapasztalt (a válság kitörésekor felvett nemzetközi hitelek koncentrált lejáratához kapcsolódó) 15 milliárd eurós csúcstól. Az államháztartásnál tapasztalt enyhe emelkedést ellensúlyozta a bankrendszer és vállalatok rövid külső adósságának csökkenése. A bankrendszer – nagyrészt a szabályozásváltozáshoz köthető – eredeti rövid futamidejű adósságának csökkenése érdemben meghaladta a szektor berövidülő adósságának növekedését, így a bankrendszer rövid külső adóssága közel 1 milliárd euróval mérséklődött. A vállalatok rövid külső adóssága – átmeneti emelkedés után – 2015 végén enyhén alacsonyabb volt, mint 2014 decemberében. A teljes külső adósságon belüli rövid adósság aránya a 2015 eleji átmeneti emelkedést követően 2015-ben kismértékben emelkedett, de továbbra is elmarad a válság előtti jellemző szinttől.

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

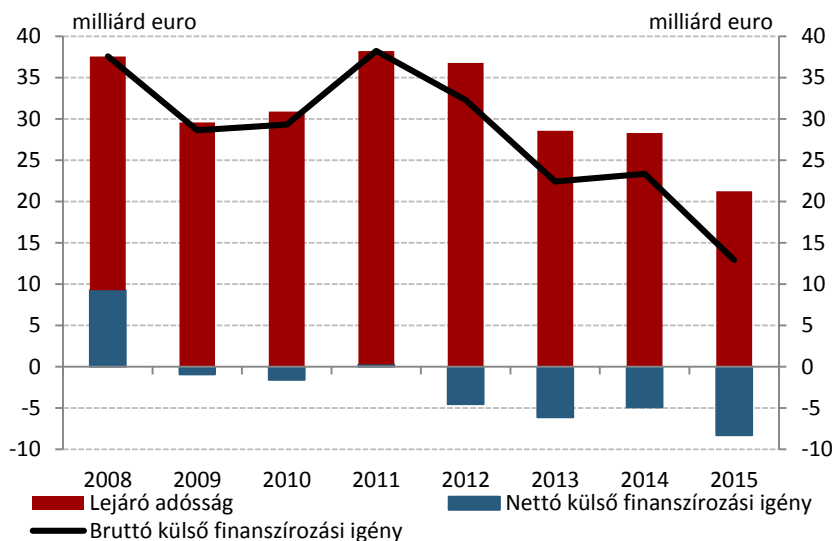


2015 negyedik negyedében tovább folytatódott a gazdaság rövid külső adósságának csökkenése. A rövid külső adósság közel 600 millió euróval csökkent, melyhez közel fele-fele arányban az államháztartás és bankrendszer járult hozzá.

- A negyedévben a *konzolidált államháztartás* rövid külső adósságának mérséklődését az eredetileg rövid futamidejű és a berövidülő adósság csökkenése is támogatta. A szektor eredeti futamidő szerinti külső adóssága közel 170 millió euróval – főként a külföldiek DKJ-állományának csökkenéséhez kötődően – mérséklődött. A berövidülő adósság szintén elmaradt a harmadik negyedév végén tapasztalt szinttől, melyben főként az játszott szerepet, hogy az ÁKK a negyedév során előtörlesztett egy nemzetközi szervezettől felvett fejlesztési hitelt. Összességében így az államháztartás eredetileg rövid futamidejű rövid külső adóssága a válság előtti szint közelébe mérséklődött.
- A *bankrendszer* hátralévő futamidő szerinti rövid külső adóssága a negyedik negyedévben 8 milliárd euro alá csökkent, amire 2005 óta nem volt példa. A mérséklődés döntően az eredetileg rövid futamidejű adósság miatt következett be, amit kisebb mértékben ellensúlyozott a szektor berövidülő adósságának emelkedése. A bankok rövid külső adósságának csökkenésében a 2016. január elsejétől szigorodó DMM- és a bevezetésre kerülő DEM-szabályozásnak, a forintosítás miatti alkalmazkodásnak és a bankok mérlegoptimalizálásának is szerepe lehetett.
- A *vállalati* szektor rövid külső adóssága nem változott érdemben a negyedév során, a szektor rövid külső adósságának év végi szintje a korábbi évekhez hasonlóan alakult.

Az ország nettó külföldi forrásbevonási szükséglete az elmúlt évben 13 milliárd euró alá mérséklődött, melyhez a tovább csökkenő lejáratú adósság és a magas finanszírozási képesség egyaránt hozzájárult (44. ábra). A 2015-ben lejáratú adósság – a korábbi években tapasztaltnál alacsonyabban, 21 milliárd euro közelében alakult, amire a válság kitörése óta nem volt példa. A lejáratú adósság elmúlt években tapasztalt, számottevő mértékű mérséklődése csökkenti a külső forrásokra való ráutaltságot, ezáltal a külső sérülékenységet is. Emellett a gazdaság finanszírozási képessége is tovább emelkedett, és meghaladta a 8 milliárd eurót, ezáltal a kettő különbségeként adódó nettó forrásbevonási szükséglet 13 milliárd euro alá csökkent. Bár a nettó forrásbevonási szükséglet 2011 óta közel 25 milliárd euróval mérséklődött, azonban továbbra is a külföldi források beáramlására való ráutaltságot jelez, ami egy esetleges jövőbeli likviditásszűkülés esetén kockázatot jelenthet.

44. ábra: A bruttó forrásbevonási szükséglet alakulása



3.5. Tartalékmegfelelés

2015 negyedik negyedében csökkent a devizatartalék – elsősorban az ÁKK devizatranszakcióinak, valamint a lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó swapeszközök lehívásának hatására. 2015 végén a nemzetközi tartalékok 30,3 milliárd eurót tettek ki, ami 1,8 milliárd eurós csökkenést jelentett a 2015. szeptemberi szinthez képest. Az EU-transzferek 1,7 milliárd eurós beáramlása a tartalékok növekedésének irányába hatott, azonban csak részben tudta ellensúlyozni több tényező tartalékcsökkenítő hatását.

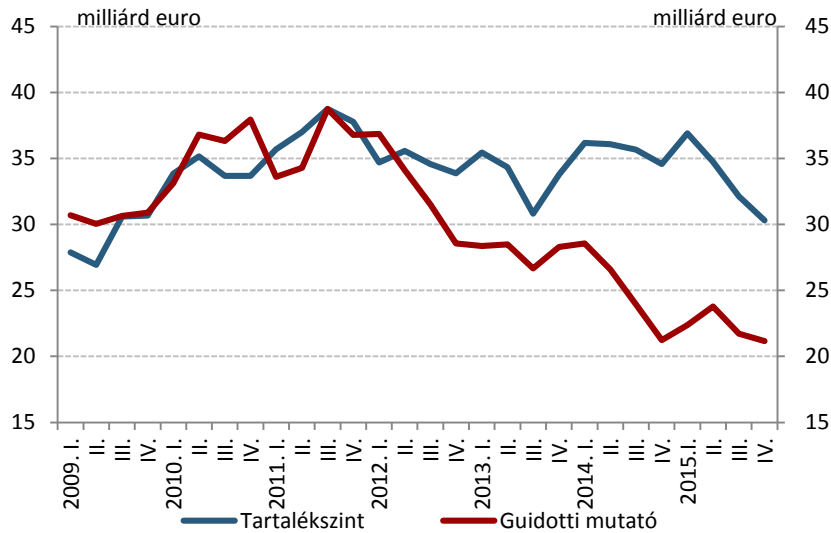
- A devizatartalék csökkenésében az elsődleges szerepet az ÁKK devizaadósságának törlesztése játszotta, amely összesen 1,3 milliárd eurós tartalékcsökkenítő hatással bírt. Az ÁKK devizaműveletei egy hiteltörlesztésen felül a Prémium Euro Államkötvények lejáratához kötődtek.
- További tartalékcsökkenítő tételként jelent meg a lakossági devizahitelek forintosításához kötődő devizaswap-ügyletek lejáratára.
- Emellett a fogyasztói devizahitelek konverziójának keretében elvitt devizamennyiség is csökkentette a devizatartalékot.
- Az MNB devizakötvény-vásárlása is hozzájárult a devizatartalék csökkenéséhez.
- Végül a devizatartalék alakulását több kisebb tényező is mérsékelte: a Magyar Államkincstár devizakiadásai, az MNB év végén meghirdetett, bankok számára eurolikviditást nyújtó egyhetes devizaswap-eszköze, valamint az MNB devizakötvény-adósságának törlesztése.

2015 egészében a devizatartalék – döntően az MNB devizatartalékot csökkentő programjainak hatására – közel 4 milliárd euróval mérséklődött. A lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó feltétel nélküli eszköz swap-lejáratok, a feltétel nélküli eszköz vonatkozásában meghirdetett lezárasos tenderek, illetve a feltételes eszköz keretében egyhetes ügyletekben görgetett deviza lehívása az év során 3,2 milliárd euróval csökkentette a tartalékszintet. Az MNB 2015. augusztus végétől kezdődően több alkalommal tartott svájcifrank-eladási tendereket a jelzáloghiteleken kívüli fogyasztói devizahitelek konverziójához kapcsolódóan. A tendereken megszerzett deviza túlnyomó részét 2015 végéig fel is használták a bankok, az elvitt devizamennyiség 0,5 milliárd eurót jelentett. A jegybank 2014-ben meghirdetett önfinszírozási programja 2015-ben tovább folytatódott. A bankok érdemben reagáltak az eszköztár átalakításának lépéseire, aminek következtében forint állampapír-állományuk jelentősen emelkedett. A folyamatos forint állampapír-

kereslet lehetővé tette, hogy az ÁKK elmozduljon a forintfinanszírozás irányába, ami az állam devizaadósságának mérséklődésén keresztül a devizatartalék csökkenésével is együtt járt⁹. Az ÁKK 2015-ben közel 4 milliárd euro értékben törlesztett devizaadósságot anélkül, hogy a nemzetközi piacokon kötvénykibocsátásra került volna sor. A vártnál nagyobb forintkibocsátás egyúttal a devizaadósság tervezettnél gyorsabb csökkentését is lehetővé tette, így az ÁKK év közben devizahiteleket és devizakötvényeket is előtörlesztett. A forintosítás és az önfinanszírozás összesített hatása megközelítette a 8 milliárd eurót. Emellett az ÁKK és a MÁK egyéb devizatranzakciói ugyancsak tartalékcsökkenő tételeként jelentek meg az év során mintegy 2 milliárd euro értékben. Az MNB programjaival szemben a tartalékok növekedése irányába elsősorban az uniós források beáramlása hatott.

A devizatartalék csökkenése mellett a rövid lejáratú külső adósság is mérséklődött, így a devizatartalék mértéke továbbra is számottevően meghaladja a befektetők által elvárt szintet (45. ábra). A befektetők és a jegybank által is kiemelten követett Guidotti-szabály alapján (ami az 1 éven belül lejáró külső adósságot helyezi középpontba) a devizatartalék 2015. végi 30,3 milliárd eurós értéke jelentősen meghaladja a rövid külső adósság 21,2 milliárd eurós szintjét. A rövid lejáratú külső adósság 0,6 milliárd euróval csökkent a negyedik negyedév során, ami elsősorban a bankrendszer és az államháztartás rövid külső adósságának csökkenéséhez köthető. A devizatartalék az egyéb tartalékmutatók (például importszabály vagy az IMF által kiemelten figyelt tartalékmutató) tekintetében is jelentős mértékben a befektetői elvárások felett tartózkodik.

45. ábra: A devizatartalék és a Guidotti mutató alakulása



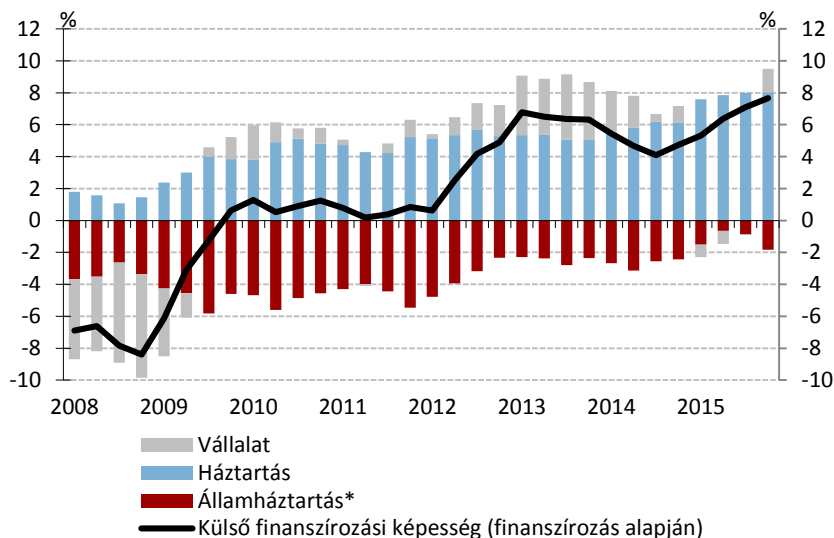
⁹ Az ÁKK devizaadósságainak törlesztéséhez a megnövekedett forintbetétje terhére a jegybanktól vásárolt devizát.

4. SEKTOROK MEGTAKARÍTÁSA SZERINTI MEGKÖZELÍTÉS

A 2015-ben emelkedő finanszírozási képesség elsősorban a magánszektor növekvő pénzügyi megtakarításához köthető, de éves szinten az állam finanszírozási igénye is mérséklődött. A magánszektor nettó megtakarítása a negyedik negyedévben historikus csúcst ért el, ami a háztartások emelkedő jövedelmével, a továbbra is meghatározó óvatossági motívummal és mérsékelt hitelkereslettel, valamint a vállalatok visszafogottabb beruházási aktivitásával áll összefüggésben. Az államháztartás finanszírozási igénye az év végén enyhén emelkedett, de a négy negyedéves érték 2 százalékos alatti szintje így is rendkívül kedvezőnek mondható. Az államháztartás alacsony finanszírozási igénye a reálgazdaság bővülésével párhuzamosan emelkedő adóbevételeknek és a mérséklődő kamatkidadásoknak köszönhető.

A megtakarítási megközelítés szerint a gazdaság finanszírozási képessége 2015 negyedik negyedévében enyhén emelkedett, ami mögött a vállalatok nettó megtakarításának bővülése és az államháztartás finanszírozási igényének ellentétes irányba ható kisebb emelkedése állt (46. ábra). Mivel a hazai szektorok megtakarítása összességében a külföld finanszírozásában tükröződik, ezért a hazai szektorok pénzügyi megtakarításának összege megegyezik a külső finanszírozási képességgel. A háztartások négy negyedéves finanszírozási képessége a GDP 8 százaléka felett historikus csúcst ért el 2015 végén, ami – az elszámolás egyszeri hatása mellett – a továbbra is alacsony hitelfelvétellel és a pénzügyi eszközök jelentős bővülése mellett alakult ki. A konszolidált államháztartás finanszírozási igénye az év végén emelkedett, de továbbra is a GDP 2 százaléka alatt maradt. Az igen alacsony finanszírozási igényt elsősorban a fogyasztás bővülésével és a magasabb foglalkoztatottsággal összefüggésben emelkedő költségvetési bevételek, illetve a mérséklődő kamatkidadások támogatták. A vállalati szektor – az egyszeri hatásként jelentkező devizahiteles elszámolás miatti év közbeni csökkenés után – ismét számottevően járult hozzá az ország finanszírozásához, ami a jövedelmek magas szinten való stabilizálódásával és a beruházások lassulásával hozható összefüggésbe.

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



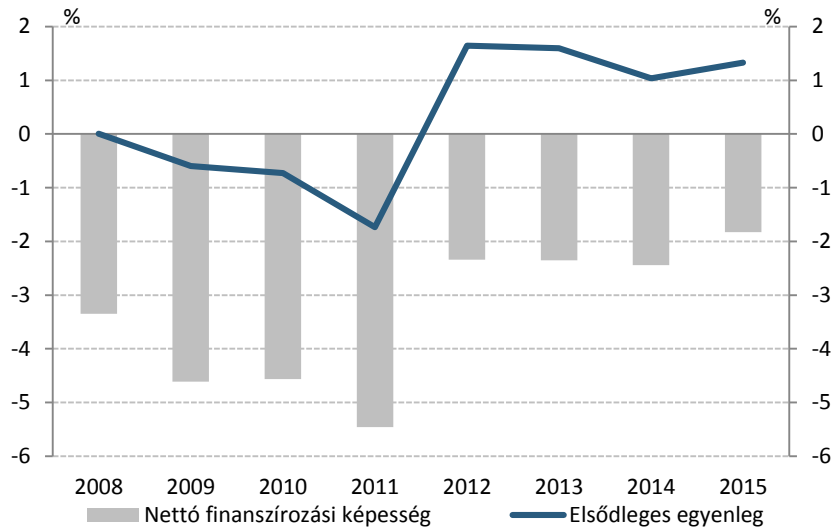
Megjegyzés: *Az államháztartásnál a pénzügyi számlák szerinti finanszírozási igényt mutatjuk be. A vállalat maradékelven adódik.

4.1. Államháztartás

Az államháztartás nettó finanszírozási igénye 2015-ben is a 2012 óta jellemző, historikus összehasonlításban igen alacsony szinten maradt (47. ábra). Az elmúlt évekhez képest 2015-ben kissé tovább csökkent a költségvetés hiánya, és az így kialakult 1,8 százalékos érték a rendszerváltozás óta mért legalacsonyabb GDP-arányos hiányadat. Az államháztartási egyenleg javulása elsősorban a csökkenő kamatkidadásoknak, a dinamikus emelkedő bevételeknek és kiadási oldalon a fegyelmezett költségvetési gazdálkodásnak köszönhető. A reálgazdaság bővülése – az emelkedő béri áramlás és a háztartások fogyasztási kiadásának növekedésén keresztül – növelte az adó- és járulékalapokat, így a költségvetés bevételi oldalát. A kiadási oldalon a pénzügyi transferek GDP-arányos értéke tovább csökkent 2015-ben, amelyet elsősorban a GDP-arányosan mérséklődő – de a vásárlóértékét tekintve emelkedő – nyugdíjkiadások okoztak.

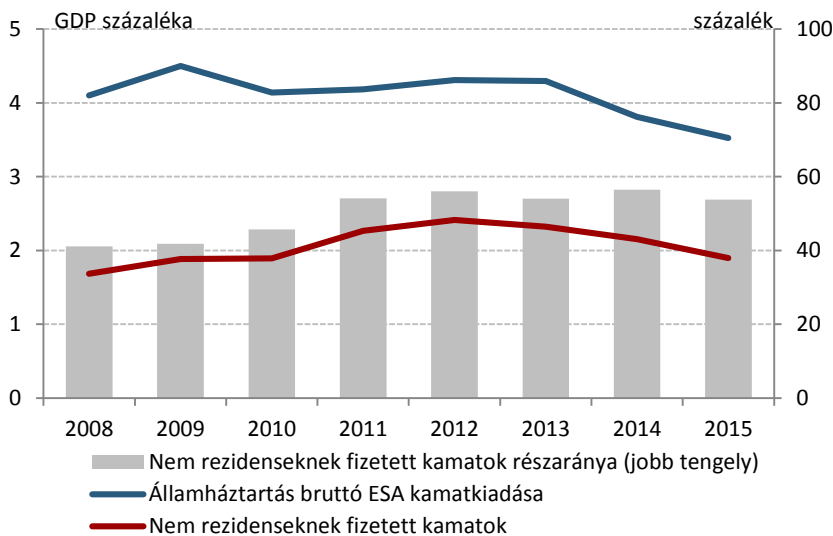
Az európai uniós támogatások értéke 2015-ben érte el eddigi legmagasabb szintjét, ami a költségvetési bevételeket és kiadásokat egyaránt emelte, az egyenleget pedig az állami önrész mértékéig (illetve közvetve a gazdaság élénkítéséből származó adóbevételeken keresztül) érintette.

47. ábra: Az államháztartás nettó finanszírozási képességének alakulása (a GDP arányában)



Az állam kamatkiadásainak mérséklődésével párhuzamosan csökkent a külföldre fizetett kamat. Tavaly is folytatódott az államháztartás GDP-arányos bruttó kamatkiadásának a 2013 után indult csökkenése, így 2015-ben 3,5 százalékra – jóval a 2008-as globális pénzügyi válság előtti 4 százalék körüli szint alá – mérséklődött, javítva ezáltal is a költségvetés egyenlegét (48. ábra). A bruttó kamatkiadások csökkenéséhez a jegybanksi programok (kamatcsökkentési ciklusok, öntfinanszírozási program), a stabil hazai makrogazdasági helyzet és a támogató nemzetközi környezet hatására mérséklődő állampapírpiazi hozamok egyaránt hozzájárultak. Az állam kamatkiadásai lassabban követik a hozamok csökkenését, mert a hosszabb futamidejű adósság csak fokozatosan árazódik át az alacsonyabb kamatszintre. A fizetési mérleg jövedelemmérlege szempontjából kiemelendő, hogy a külföldiek részére fizetett állami kamatok aránya az állam összes kamatfizetésén belül 2015-ben újra mérséklődött, ami tükrözi az államadósság tulajdoni szerkezetének változását. 2015 során mintegy 900 milliárd forinttal csökkent a külföldiek kezében lévő forintállampapírok, valamint 300 milliárd forinttal a deviza-állampapírok állománya, így a külföldi tulajdon aránya a teljes adósságban 50 százalék alá csökkent. Ezek hatására összességében a külföldiek számára fizetett kamatok mértéke a GDP 2 százaléka alá csökkent, ami 2010 óta a legalacsonyabb érték, és hozzájárul a folyó fizetési mérleg javulásához.

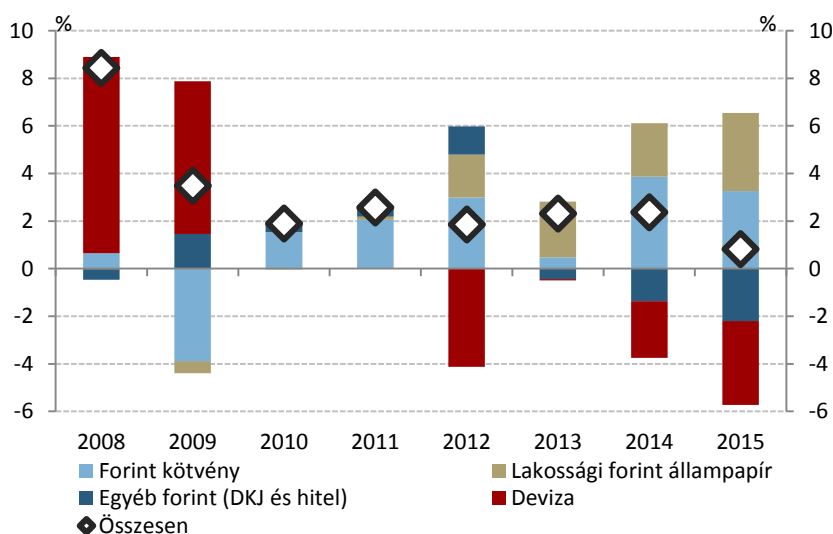
48. ábra: Az államháztartás kamatkiadásainak alakulása



Megjegyzés: Az adatok a nyugdíjrendszer átalakítása miatt 2012-től jelentkező imputált kamatkiadásokat nem tartalmazzák.

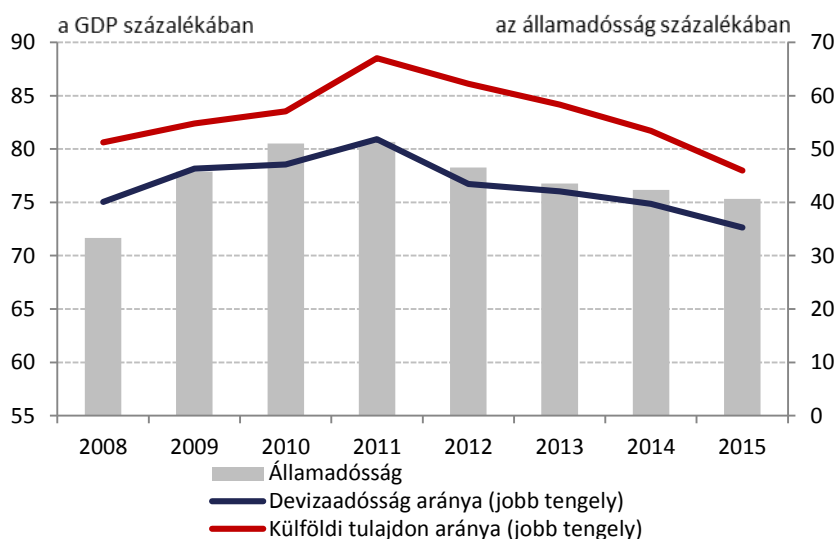
2015-ben historikusan alacsony volt az állam adósságkibocsátása, miközben folytatódott a hazai finanszírozási források súlyának jelentős növekedése az államháztartás finanszírozási struktúrájában, csökkentve ezzel a külföldi ráutaltságot (49. ábra). 2012-től kezdődően a lakossági forintpapírok finanszírozásban betöltött szerepe jelentősen megnőtt. A lakossági papírok nettó kibocsátása 2006 és 2011 között éves átlagában negatív volt, vagyis állományuk csökkent. 2012-től azonban dinamikus megugrott a kibocsátás és az éves állománynövekedés mértéke 2015-ben elérte a GDP 3,3 százalékát. Ezzel párhuzamosan a forintkötvények szerepe is nőtt, előbb a külföldi befektetők, majd – az MNB önfinszírozási programjának is köszönhetően – a bankrendszer növekvő kereslete következtében. A forintforrások stabil bővülése így egyre nagyobb fedezetet biztosított nem csupán az éves államháztartási hiány, hanem a lejáró devizaadósság növekvő mértékű törlesztésére is. Mivel a devizakötvények döntő része a külföldiek tulajdonában van, a forintfinanszírozás növelése az államadósság külföldi részarányát is jelentősen csökkenti.

49. ábra: Az ÁKK éves nettó adósságkibocsátásának szerkezete (a GDP arányában)



A GDP-arányos bruttó államadósság és azon belül a devizaarány, valamint a külföldi tulajdon államadósságon belüli arányának 2011 óta tartó trendszerű csökkenése tavaly tovább folytatódott (50. ábra). A 2015 végi GDP-arányos bruttó államadósság 75,3 százalékra mérséklődött. Így a magyar adósságráta a 2011 év végi értékéhez képest mintegy 5,5 százalékponttal csökkent (miközben az unió országainak átlagos államadósság-rátája hasonló mértékben emelkedett, és 87 százalékot tesz ki). Az államadósság elmúlt években bekövetkezett szerkezetváltozásában a háztartások és a hazai bankrendszer növekvő állampapír-kereslete játszott meghatározó szerepet. Ennek következtében a külföldi tulajdon államadósságon belüli aránya jelentősen, a 2011. végi 67 százalékról 2015 végére 46 százalékra, a 2008-ban kirobbant globális válság előtti szint alá csökkent. Eközben a 2011 végén szintén historikus csúcson lévő devizaarány 2015 végére mintegy 17 százalékponttal 35 százalék közelébe süllyedt. A tavaly már negyedik éve trendszerűen csökkenő külföldi tulajdon és devizaarány érdemi szerepet játszanak hazánk külső sérülékenységének folyamatos mérséklődésében.

50. ábra: A bruttó államadósság, valamint azon belül a külföldi tulajdon és a devizarész arányának alakulása

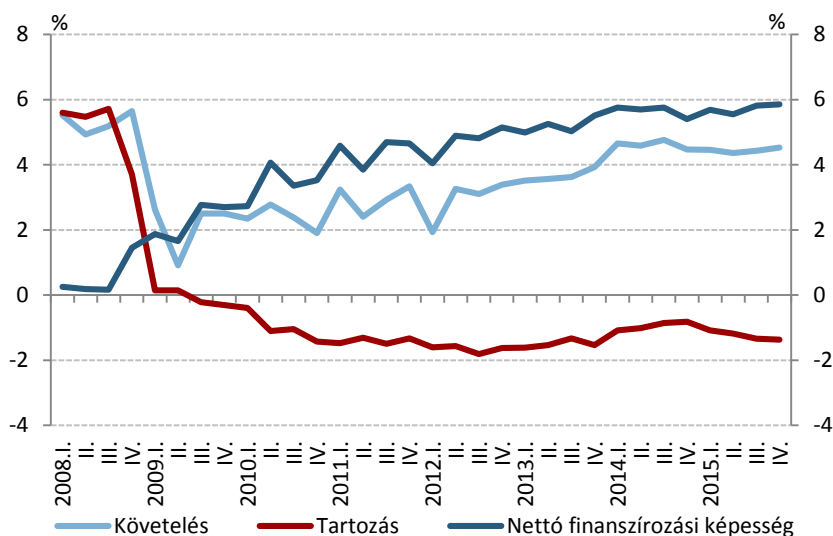


Megjegyzés: A külföldi tulajdon arányának 2015-ös értéke. MNB becslés.

4.2. Háztartási szektor

2015 negyedik negyedében a háztartások finanszírozási képessége az (elszámolás nélkül vett) alapfolyamatok szerint magas szinten, a GDP 6 százaléka közelében stabilizálódott (51. ábra). A magas szinten stabilizálódó nettó megtakarítás úgy alakult ki, hogy a szezonálisan igazított eszközfelhalmozás és a nettó hitelfelvétel közel változatlan maradt. A nettó hiteltörlesztés 2015 negyedik negyedében a GDP 1,4 százalékát tette ki, ami az előző év azonos időszakához képest magasabb bruttó hitelfelvétel és hasonló mértékben emelkedő hiteltörlesztés mellett alakult ki. A gépjárműhitelek év végi forintosításához kapcsolódóan a hitelkonstrukciók módosítására került sor: az úgynevezett bullet típusú hiteleket (melyben a tőke jelentős részét a futamidő végén fizetik vissza) annuitásos hitellé kellett alakítani, ami a tőketörlesztés emelkedését eredményezte. Az alapfolyamatokat tekintve a pénzügyi eszközök bővülése 2014 óta stabilan magas szinten alakult – a GDP 4,5 százalékát tette ki a negyedik negyedévben – amit továbbra is a foglalkoztatottság és a bérek emelkedése támogat. A magas pénzügyi megtakarítás mellett fokozatosan fellendülő fogyasztást a jövedelmek emelkedése teszi lehetővé.

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



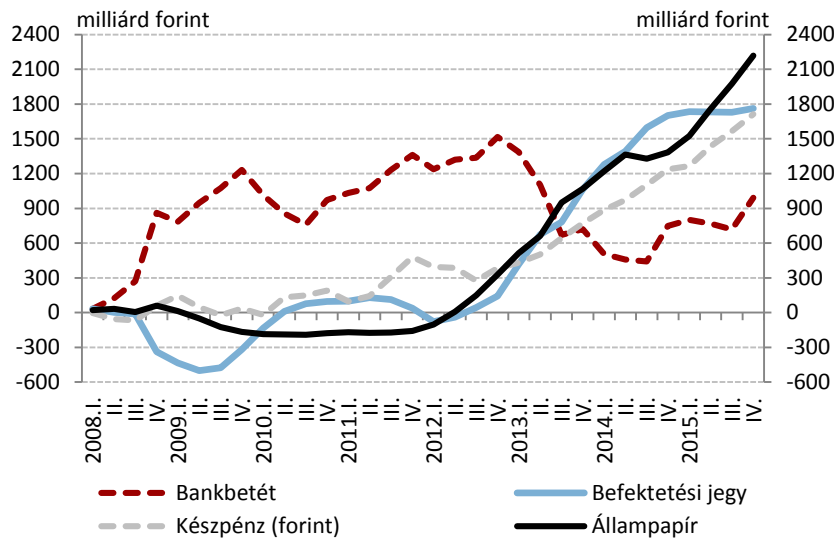
Megjegyzés: *Alapfolyamatokat bemutató, a nyugdíjpénztári megtakarításokkal, végtörlesztéssel és a reálhozam-kifizetéssel, a felszámolt takarékszövetkezetek betéteseinek kártalanításával, valamint a forintosítás és elszámolás hatásával korrigált értékek.

2015 egészét tekintve a háztartások pénzügyi megtakarítását az elszámolás és a forintosítás hatásai befolyásolták.

Az alapfolyamatok szerint a lakosság finanszírozási képessége az előző évihez hasonló szinten alakult, a GDP 5,7 százalékát tette ki. Annak ellenére, hogy a lakosság bruttó hitelfelvétele 2013 óta fokozatosan emelkedik, a hitelállomány fokozódó csökkenését figyelhettük meg 2015-ben, ami a magasabb hiteltörlesztéssel áll összefüggésben. Az év egészét tekintve a gépkocsihitelek átalakítása mellett az elszámolás is érdemben befolyásolta a bruttó hiteltörlesztések nagyságát: az intézkedés nyomán csökkenő állomány mérséklően hatott a háztartások által teljesített tőketörlesztés nagyságára, azonban a kamatlábak csökkenése a tőkerész törlesztőrészleten belüli arányának – és így a tőketörlesztés – emelkedésével járt, melynek mértéke felülmúlta az előbbi hatást. A pénzügyi intézmények – tisztességtelenül felszámított költségek miatti – elszámoltatása és a fogyasztási hitelek kedvezményes árfolyamon történő forintosítása ugyanakkor csökkentette a teljes hitelállományt, ezen keresztül javította a finanszírozási képességet. Az intézkedések hatásait figyelembe véve a háztartások éves nettó pénzügyi megtakarítása elérte a GDP 8 százalékát.

A háztartások pénzügyi eszközeinek összetételét elsősorban az új megtakarításokból megvalósuló állampapír-vásárlások alakították, ami – az MNB önfinszírozási programjával kiegészülve – jelentősen hozzájárult az állam külföldi ráutaltságának csökkenéséhez (52. ábra). A lakosság pénzügyi eszköz-portfóliójának szerkezeti változását elsősorban az új megtakarítások befolyásolták, ugyanakkor kis mértékben 2015-ben is megfigyelhető volt a bankbetétek és az állampapírok közötti átrendeződés. A bankbetétek az első három negyedév enyhe csökkenése után az év végén – elsősorban szezonális hatásokkal összefüggésben – emelkedtek, miközben az állampapírok állománya egész évben dinamikusabban bővült. Az állampapírok iránti magas keresletet az alacsony kamatkörnyezetben a banki lekötésekkel szemben továbbra is fennálló hozamelőny, illetve a gyors jövedelemnövekedés és az elszámolás hatására emelkedő pénzügyi megtakarítás is támogathatta. A befektetési jegyek állománya a 2012 óta tartó emelkedést követően 2015 elejétől magas szinten stabilizálódott, ami a kamatcsökkentési ciklus lezárulásával állhat összefüggésben. A befektetési jegyek iránti kereslet a kamatcsökkentés ideje alatt realizálható magasabb árfolyamnyereség miatt a kötvényalapok felé tolódott el, ami a ciklus lezárását követően – az állampapírok árfolyam-emelkedésének lassulása miatt – kevésbé vonzó befektetési lehetőséggé vált, így a befektetési jegyek vásárlása csökkent. 2015 egészében folytatódott a háztartások készpénzállományának trendszerű növekedése, ami az alacsony inflációs- és hozamkörnyezettel, valamint a fogyasztás bővülésével magyarázható.

52. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)

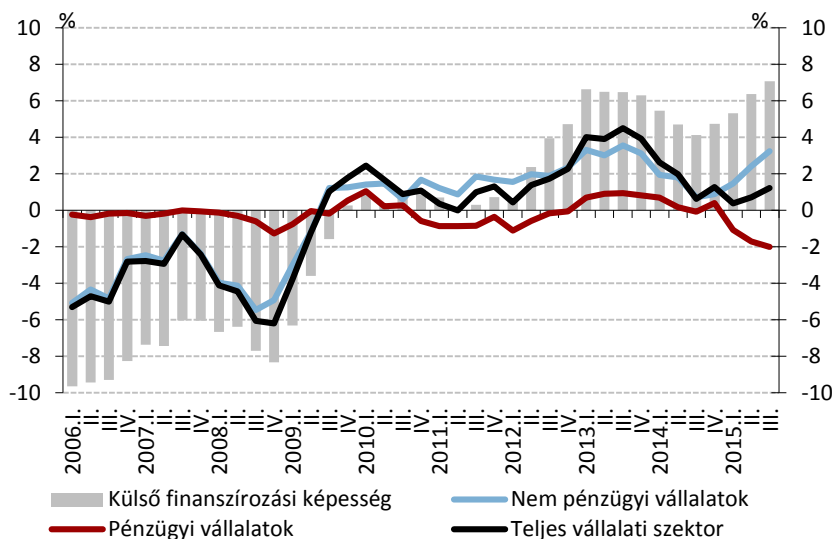


4.3. Vállalati szektor

Bár a finanszírozási oldalról számított külső finanszírozási képesség 2015-ben ismét erőteljesen bővült, ehhez a vállalatok pénzügyi megtakarítása csak kismértékben járult hozzá. A teljes vállalati szektor finanszírozási képessége a harmadik negyedévig a GDP 0,4 százalékáról 1,2 százalékára emelkedett, amely a pénzügyi és nem pénzügyi vállalatok ellentétes irányú folyamatainak az eredője (53. ábra). A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képességének enyhe emelkedését egyrészt a mérséklődő vállalati beruházások, illetve – részben az EU-transzferek hatására – kedvező jövedelmi folyamatok is segíthették. A pénzügyi vállalatok finanszírozási képességének a szektorra hosszabb távon jellemző nulla szinttől jelentősen elmaradó szintje a devizahiteles elszámolások – elsősorban az első negyedévben jelentkező – egyszeri hatásaira vezethetők vissza.¹⁰

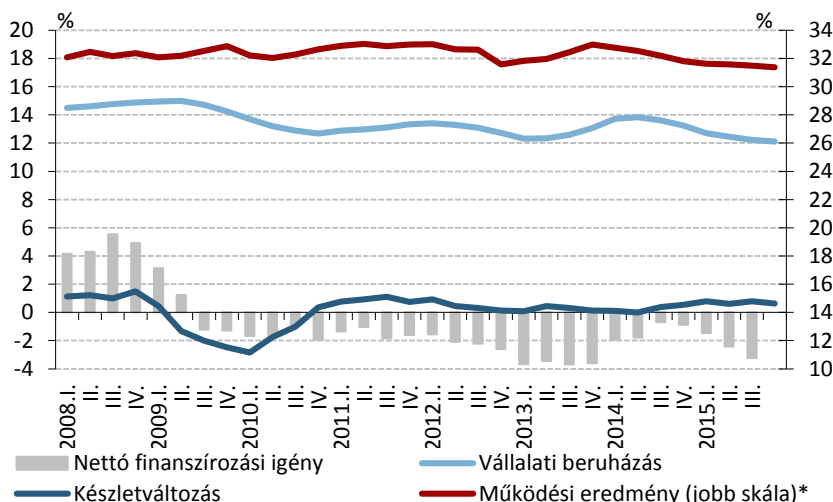
¹⁰ A pénzügyi vállalatok finanszírozási képességét leginkább a szektor nyeresége vagy vesztesége, illetve nem pénzügyi eszközeik (például ingatlanok) változása befolyásolja. Emellett azonban a válság, később pedig a végtörlesztési program és devizahiteles elszámolások során kialakult veszteségek is jelentősen befolyásolták a szektor pozícióját: a piaci és a rögzített árfolyam közötti különbség, illetve a devizahiteles elszámolások mint a háztartási szektornak nyújtott tőketranszfer – a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak növelése mellett – mérsékelte a bankok nettó finanszírozási képességét.

53. ábra: A vállalatok nettó finanszírozási képessége és a külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos adat)



A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége az év folyamán ismét jelentősen, a GDP 3 százaléka fölé emelkedett, ami elsősorban a lassuló beruházási dinamikával és vélhetően emelkedő jövedelmezőséggel magyarázható. A harmadik negyedévben – hasonlóan az év korábbi részéhez – a belföldre és külficra termelő vállalatok beruházási teljesítménye egyaránt visszafogottan alakult (54. ábra). A feldolgozóipari beruházások mérséklődését a járműipari nagyberuházások korábban megvalósult befejezése magyarázhatta. Mindeközben a mezőgazdasági beruházások is mérséklődtek, amihez a Növekedési Hitelprogram kifutása is hozzájárulhatott. Emellett a készletfelhalmozás mérséklődése is a magasabb pénzügyi megtakarítás irányába hatott. Ezzel párhuzamosan a nem pénzügyi vállalatok jövedelmi folyamatait megragadó működési eredmény 2015-ben nagyjából változatlan volt. A vállalatok kedvező jövedelmi folyamataira utal ugyanakkor az állam társasági adóbevételének jelentős emelkedése. Az EU-transzferek növekedése, valamint a csökkenő eladósodottság és kamatok miatt mérséklődő vállalati kamatkiadás is a szektor magasabb jövedelmezősége és így emelkedő pénzügyi megtakarítása irányába mutattak.

54. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos finanszírozási igénye és az azt meghatározó főbb reálgazdasági tényezők (nemzeti számlákból számított négy negyedéves értékek)

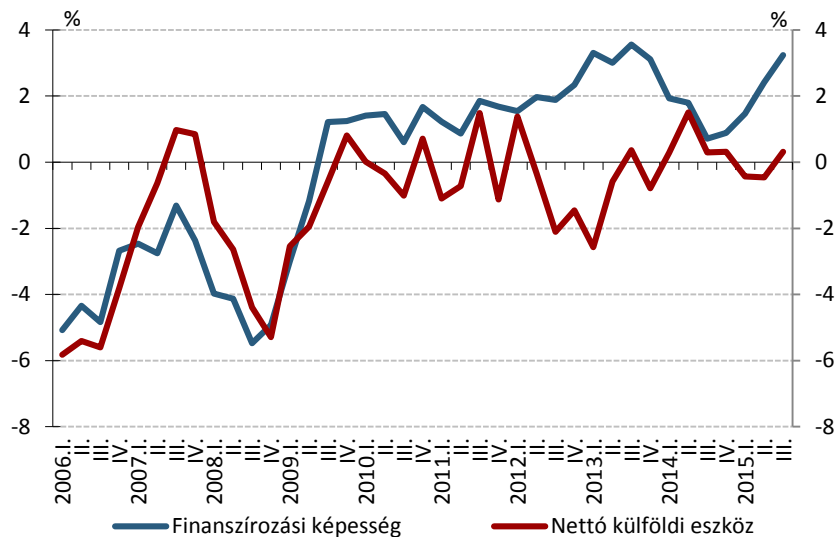


Megjegyzés: *A vállalatok kamat- és tulajdonosi jövedelmeivel korigált mutató.

Forrás: KSH, MNB

Finanszírozási megközelítésben az emelkedő vállalati nettó megtakarítás nulla körül ingadózó külföldi forrásbevonás mellett következett be. Az év első felében jellemző számottevő vállalati adósságcsökkenés folytatódott a harmadik negyedévben is, amely nagyobb mértékű hiteltörlesztésnek és a kereskedelmi hitelek csökkenésének volt köszönhető.¹¹ A részesedés jellegű források beáramlása a magasabb osztalékfizetés és a tavalytól kissé elmaradó újrabefektetett jövedelem miatt az év első három negyedévében lassult, de külföldi forrásbevonás szempontjából így is ellensúlyozták a vállalatok külföldi adósságának csökkenését (55. ábra). A vállalati finanszírozási képesség emelkedése így elsősorban a belföldi betétek emelkedésével, illetve a belföldi hiteltörlesztéssel volt magyarázható.

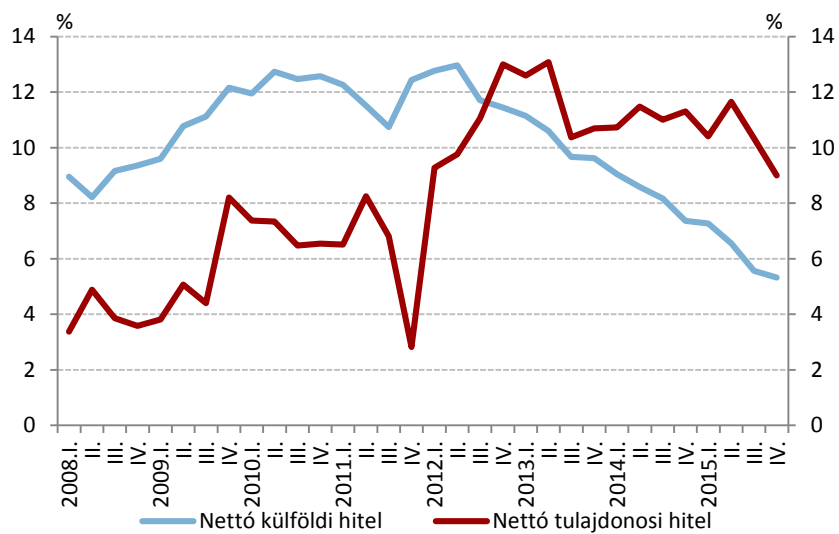
55. ábra: A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége és nettó külföldi tranzakciói (négy negyedéves GDP-arányos adatok)



A vállalatok külföldi kötelezettségein belül folytatódott a külföldi hitelek csökkenése, miközben 2015 végén a tulajdonosi hitelek nettó állománya is mérséklődött. A tulajdonosi hitelek stabil forrást jelentettek a külföldi vállalatok számára a válságot követően. Míg az adósság típusú források 2012-től folyamatosan csökkentek, addig az anyavállalat által nyújtott tulajdonosi hitelek GDP-arányos mutatószáma magas szinten stabilizálódott. E tekintetben 2015 végén változás történt, és a nettó tulajdonosi hitelek a GDP 9 százalékára mérséklődtek. Eközben folytatódott a vállalatok nettó külföldi hiteleiben az elmúlt években tapasztalt alkalmazkodás: a nettó külföldi hitelek állománya – a követelések kisebb és a tartozások nagyobb csökkenése mellett – tovább csökkent.

¹¹ Mivel a külföldi tulajdonú vállalatok gyakran nagymértékben folytatnak át forrásokat magyarországi leányukon, illetve a vállalatok sokszor jelentősen átrendezik portfóliójukat, csupán a külföldi eszközök és források nettó tranzakcióit érdemes vizsgálni.

56. ábra: A nem pénzügyi vállalatok külföldi és tulajdonosi hiteleinek állománya (a GDP arányában)



5. NEMZETKÖZI KITEKINTÉS

A magyar gazdaság nettó finanszírozási képessége és növekedési üteme 2015-ben uniós összevetésben továbbra is magas volt. A régiós országok között Magyarország fizetési mérlegének többlete a legmagasabb, ami döntően az EU-transzferek régiót meghaladó felhasználására és a külkereskedelmi egyenleg – a kiépült új ipari kapacitásokhoz és cserearány javuláshoz kapcsolódó – többletére vezethető vissza. Ezzel párhuzamosan Magyarország továbbra is jelentős alkalmazkodást mutat az adósság jellegű forrásokban, amelyek kiáramlása érdemben meghaladta a régió többi országában megfigyelhető. A számottevő finanszírozási képességet a szektorok oldaláról a magánszektor számottevő megtakarítása, valamint a tartósan alacsony költségvetési hiány támogatta. Mindezek eredményeként a gazdaság külső tartozásmutatóinak csökkenése is a korábban tapasztalt külső egyensúlytalanságok érdemi mérséklődését jelzi. Erre utal, hogy több, a külső sérülékenységre szempontjából kiemelt jelentőségű mutatóban is számottevő javulás történt: Magyarország nettó külső tartozása és külső adóssága például a korábbi régiós csúcstól Lengyelország szintjére csökkent. Emellett ugyanakkor régiós összevetésben továbbra is magasnak számít az ország bruttó külső adóssága, azonban fontos kiemelni, hogy a korábban komoly finanszírozási kockázatot jelentő eredeti futamidő szerinti bruttó finanszírozási igény 2015-re hazánkban lett a legalacsonyabb a régió országai között.

A magyar fizetési mérleg adatait nemzetközi kontextusba helyezve jelen fejezetben főként a régiós országokkal való összevetésre koncentrálunk, és röviden kitérünk a magyar folyamatoknak a többi országtól eltérő aspektusaira is.

Hazánk külső egyensúlyi folyamatait alapvetően két országcsoporttal lehet érdemes összevetni. Egyrészt az Unióhoz Magyarországgal egyidőben csatlakozott és az elmúlt évtizedekben hazánkhoz hasonló kihívásokkal szembesülő régiós országokkal. Másrészt a dél-európai országokkal való összehasonlítás is hasznos lehet, hiszen a válság kitörésekor jelentős mértékű eladósodottságunk miatt hasonlóképpen sérülékenyek voltunk, és így a válság elvileg hasonló alkalmazkodásra kényszerítette volna ezeket a gazdaságokat. Ezzel szemben, míg a válságot követő alkalmazkodás során Magyarország érdemben csökkentette külső adósságát, addig ez a mutató a mediterrán országokban stagnált, vagy növekedett is (amiben szerepe lehetett a mediterrán országok alkalmazkodását gátló közös valuta használatának is). A külső adósságmutatók fokozatos alkalmazkodásának köszönhetően Magyarország GDP-arányos nettó külső tartozása 2015 harmadik negyedévére elérte a Lengyelországban és Szlovákiában megfigyelt szintet, így már ennek a mutatónak az alakulása is megerősíti, hogy a külső egyensúlyi folyamatokat a hazánkhoz sok tekintetben jobban hasonlító visegrádi országokkal vessük össze.

5.1. Finanszírozási képesség és gazdasági növekedés

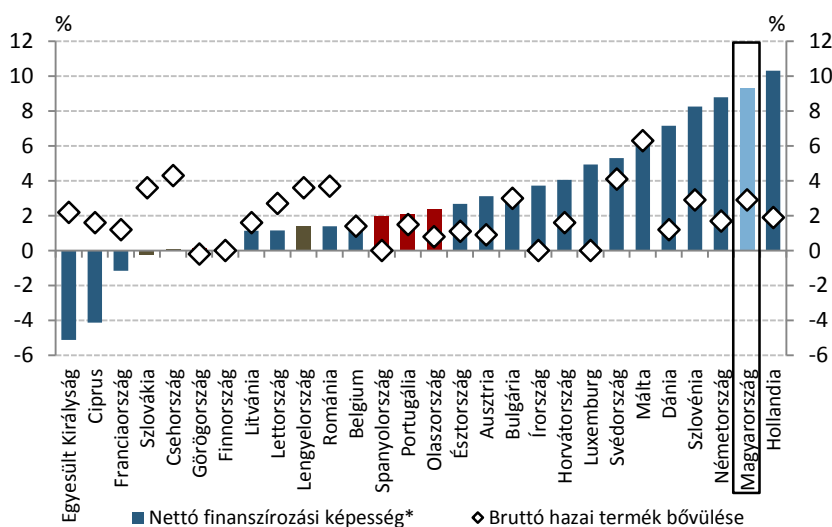
2015-ben az Európai Unió országai között Magyarországon volt az egyik legmagasabb a nettó finanszírozási képesség, miközben a gazdaság relatíve gyors ütemben növekedett (57. ábra). Hazánk külső finanszírozási képessége 2015 során tovább emelkedett, így az Európai Unió 28 tagállama közül az egyik legmagasabb értékkel rendelkezik. A nettó finanszírozási képesség emelkedése reálgazdasági oldalról leginkább a külkereskedelmi egyenleg további javulásával és az EU-támogatások egyre nagyobb mértékű felhasználásával magyarázható, amit a finanszírozási oldalon a külső adósság csökkenése kísért. A gazdasági növekedés az előző év kimagasló értékéhez képest némiképp lassult, azonban továbbra is az európai uniós átlag felett alakult. A magas finanszírozási képesség és a gazdasági növekedés alakulása a következő pontokon kapcsolódik össze:

- A nettó finanszírozási képesség és a gazdaság növekedésében a külkereskedelmi többlet játszotta az egyik legmeghatározóbb szerepet, amit a pozitív áruegyenleg segített a leginkább. Amellett, hogy az export szintje már 2014-ben is magasabb volt, mint az importé, az export dinamikája is meghaladta a – lassuló beruházás mellett visszafogottabb – importnövekedést. Mindezeknek köszönhetően a nettó exportnövekedéshez való hozzájárulása továbbra is jelentős volt. Továbbá a külkereskedelmi többlet bővüléséhez a cserearányok olajáréséshez köthető növekedése is hozzájárult.
- A transzferegyenleg további bővülése, azon belül is az EU-támogatások egyre nagyobb mértékű felhasználása is érdemben hozzájárult a magas finanszírozási képességhez. Miközben az EU-transzferek jelentős szerepet játszottak a kormányzati beruházások bővülésében, a magánberuházások előző évekhez képest lassultak, így

össességében a beruházási aktivitás 2015-ben a korábbi évek jelentős hozzájárulásához képest csak kisebb mértékben tudta támogatni a gazdasági növekedést.

- Eközben a finanszírozási oldalon 2015 során a külföldi hitelek erőteljes törlesztése volt tapasztalható. Jelentősebb mértékű adósságmérséklődés főként a bankrendszerénél volt megfigyelhető, amely a devizahitelek forintosításához és szabályozási változásokhoz köthető. Emellett a vállalatok még az elmúlt években tapasztalható növekvő profitabilitás és az újrabefektetett jövedelmek emelkedése mellett is folytatták külső adósságuk csökkentését. Mindez arra utalhat, hogy a bankok és vállalatok esetében még tart a – devizahiteles elszámolásokhoz is köthető – alkalmazkodás, és a tulajdonosi és külföldi banki hitelek visszafizetése mellett csak visszafogott beruházási tevékenységet folytatnak.
- Össességében azonban a gazdaság folytatódó külső alkalmazkodása és a külfölddel szembeni tartozásmutatók szignifikáns csökkenése 2015-ben is gazdasági bővülés mellett valósult meg.

57. ábra: A külső finanszírozási képesség és a gazdasági növekedés alakulása 2015-ben



Megjegyzés: *Európai Bizottság előrejelzése alapján.

Forrás: Eurostat

A következőkben részletesebben bemutatjuk, hogy a magyar gazdasággal hasonló fejlettségű, régiós országok külső finanszírozási képességének alakulását milyen reálgazdasági tényezők magyarázzák (exportteljesítmény, versenyképesség, cserearány alakulása). Emellett – a Fizetési mérleg jelentés felépítését követve – bemutatjuk a régiós országok finanszírozási folyamatait és a külső tartozás- és adósságállományainak alakulását is.

5.2. A külső finanszírozási képesség és reálgazdasági tényezői

Magyarország GDP-arányos külső finanszírozási képessége az elmúlt évben tovább növekedett, melynek eredményeképpen számottevően meghaladja a régió többi országában megfigyelhető szintet (58. ábra).¹² A harmadik negyedévben a négy negyedéves külső egyensúlyi pozíció tovább emelkedett, és a GDP 9 százaléka körül alakult, így az elmúlt évekhez hasonlóan a hazai mutató jóval meghaladja a régió országaira jellemző 1-3 százalékos körüli értéket.

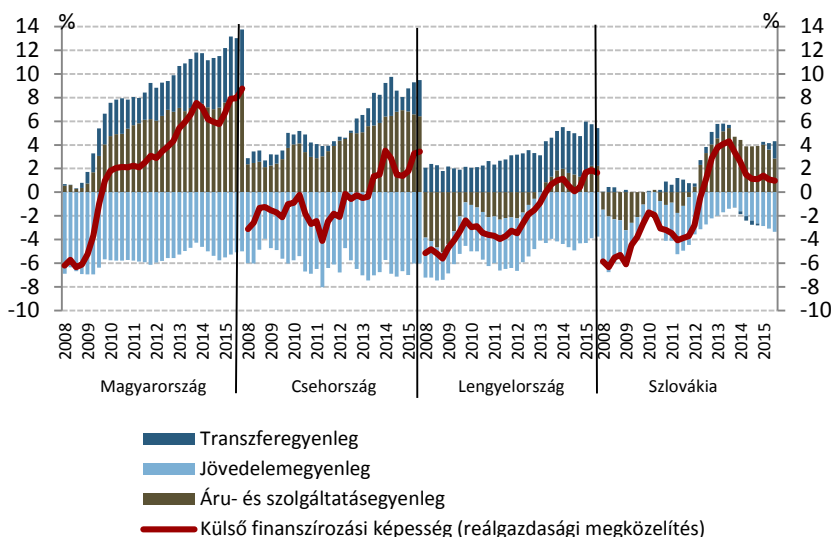
- Az áru- és szolgáltatásegyenleg GDP-arányos többlete régiós viszonylatban Magyarországon a legmagasabb, 2015 végén a GDP közel 9 százalékát tette ki. A régiós országok között még Csehország 6-7 százalékos GDP-arányos külkereskedelmi többletét érdemes kiemelni, ami érdemben járult hozzá a cseh gazdaság külső pozíciójának javulásához. Szlovákiában is leginkább a külkereskedelmi egyenleg támogatta a finanszírozási képesség alakulását, azonban ennek mértéke 2015 során fokozatosan mérséklődött. Ebben szerepet játszhat az

¹² Az adatok Magyarországra vonatkozóan a negyedik negyedévig, míg a többi országra a harmadik negyedévig állnak rendelkezésre.

autóipar hazánkhoz hasonló jelentősége, ugyanis az autóiipari hozzáadott értéke a kivitelhez viszonyítva Szlovákiában és Csehországban a legmagasabb. A GDP arányában – a fokozatos emelkedés ellenére – továbbra is Lengyelországban volt a legkisebb a külkereskedelmi egyenleg többlete.

- *A jövedelemegyenleg hiánya* továbbra is Csehországban és Magyarországon a legmagasabb a régió országai között. A hiány Csehországban alapvetően a legalább részben külföldi tulajdonú vállalatok magas profitjára vezethető vissza (részletesebben lásd a 2015. szeptemberi Fizetési mérleg jelentést), míg Magyarországon is jelentős mértékben emelkedett ez a tényező 2014-ben, de a külső adósságra fizetett kamat is viszonylag magas.
- *A transferegyenleg* az EU 2007–2013-as költségvetési ciklusának lezárásához közeledve a régió minden országában emelkedett. A régió országaiban nincs jelentős különbség a kohéziós források lehívásának eredményessége között. A legnagyobb felhasználás ugyanakkor Magyarországon és Lengyelországban figyelhető meg, ami a kedvező keretösszegnek is köszönhető. A régiós országok közül várhatóan Magyarországon és Lengyelországban sikerült a költségvetési periódus összes forrását felhasználni, és így elkerülni a forrásvesztést, míg Csehországban valószínűleg kisebb, Szlovákiában pedig nagyobb mértékű forrásvesztésre lehet számítani (részletesebben lásd később).

58. ábra: A viseigrádi országok folyó fizetési és tökemérlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok)

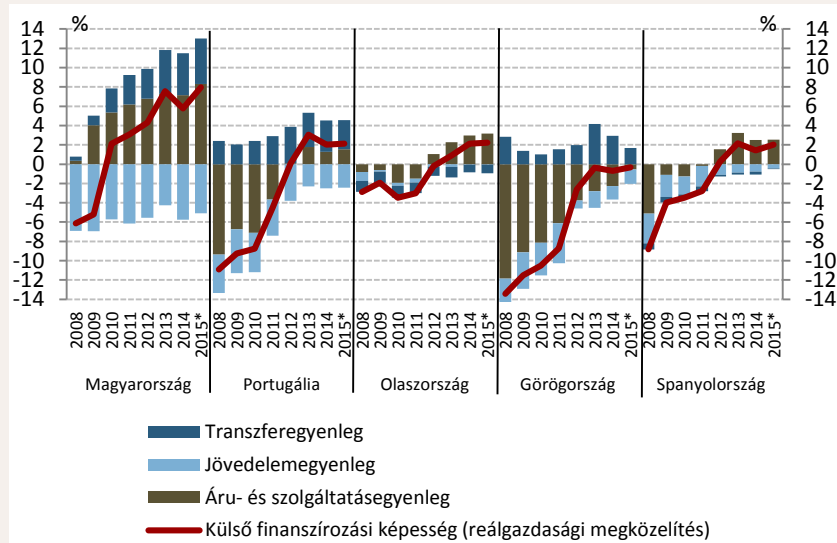


Forrás: Eurostat, nemzeti jegybankok

4. keretes írás: A külső egyensúlyi folyamatok alakulása a mediterrán országokban

A mediterrán országokhoz képest Magyarország külső finanszírozási képessége számottevően nagyobb többletet mutat. A válság kitörését követően hazánkban dinamikusabb volt az alkalmazkodás, így a folyó fizetési mérleg már 2010-ben többletet mutatott. Ezzel szemben a mediterrán országokban a külső finanszírozási képesség csak 2012 körül fordult többletbe, aminek háttérében az állhat, hogy a szuverén adósságválság miatt a belföldi szereplők csak később kényszerültek alkalmazkodásra. A fizetési mérleg többletéhez a legtöbb ország esetében az áru- és szolgáltatás egyenleg többlete járul hozzá (ez kizárólag Görögország esetében mutat hiányt), azonban ennek mértéke jelentősen elmarad a magyar külkereskedelmi többletétől. A transferegnyenleg Görögország és Portugália esetében szintén főként az EU-tól származó forrásoknak köszönhetően többletes. Érdemes megjegyezni, hogy a jövedelemegyenleg hiánya annak ellenére lényegesen nagyobb Magyarországon, hogy nettó külső adósságunk jóval a mediterrán országok szintje alatt van, amiben a mediterrán országokra korábban jellemző igen alacsony kamatszintek, illetve az FDI-kifektetések jövedelemegyenleget javító hatása játszhatott szerepet.

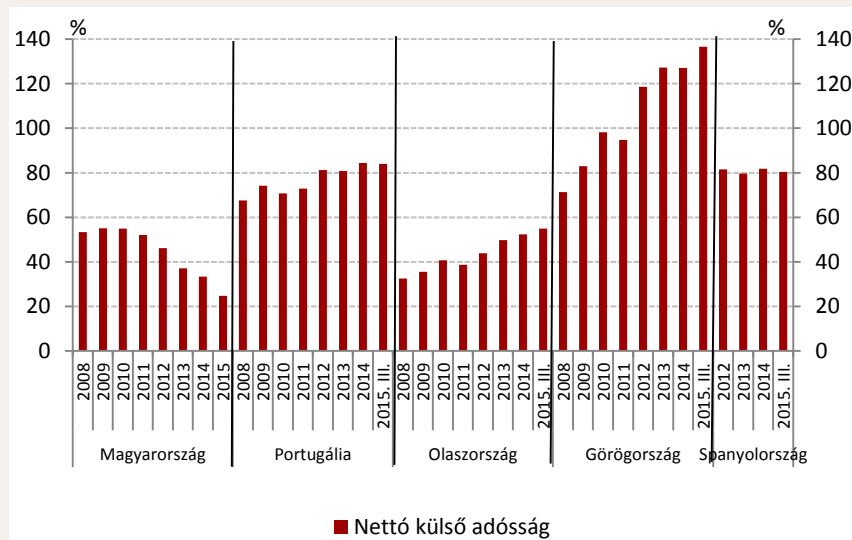
59. ábra: Magyarország és a mediterrán országok folyó fizetési és tőkemerlegének alakulása (GDP-arányos adatok)



Megjegyzés:* A 2015-ös érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.
 Forrás: nemzeti jegybankok, Eurostat

Magyarország csökkenő külső adósságával szemben a nagyobb mértékben eladósodott mediterrán országokban a válságot követően jellemzően emelkedett a nettó külső adósság szintje. A mediterrán országok külső adósságállománya a válság kitörésekor Magyarországhoz hasonló szinten állt, azonban a válságot követően nem történt alkalmazkodás, sőt a szuverén adósságválságot követő néhány évben jelentősen emelkedett a külső eladósodottságuk. Ennek eredményeképpen a magyar és a mediterrán országok külső adósságmutatóinak alakulása jelentős eltérést mutat: 2015-ben Magyarországon már a GDP 25 százalékára csökkent a nettó külső adósság, míg Portugáliában, illetve Spanyolországban a GDP 80 százalékára közelében alakult, és Görögországban már a GDP 140 százalékához közelít. A nettó külső adósság Magyarországtól eltérő trendjében szerepe lehet annak is, hogy a mediterrán országok az Eurozóna részei voltak a válság kitörésekor, így az árfolyam leértékelődésén keresztül nem tudtak alkalmazkodni. Az is igaz ugyanakkor, hogy így a külső tartozások átértékelődését is elkerülték.

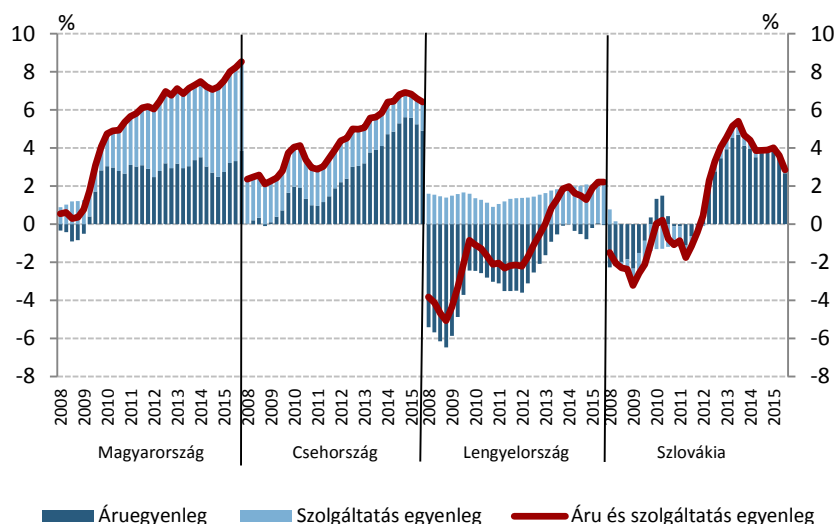
60. ábra: Magyarország és a mediterrán országok nettó külső adóssága (GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitel nélkül)



Forrás: Nemzeti jegybankok, Eurostat

A régió országaival összevetve szembetűnő hazánk szolgáltatásegyenlegének emelkedő és egyre magasabb értéke, míg a többi országban az áruegyenleg emelkedése összefüggésben állhat a magas importtartalmú beruházások viszszafogottabb növekedésével. Csehországban és Szlovákiában – ahol az autóipar Magyarországhoz hasonlóan viszonylag nagyobb súlyt képvisel az ipari termelésben –, az áruegyenleg többlete érdemben magasabb, mint a szolgáltatásegyenlegé. Ezzel szemben Magyarországon az elmúlt években az áruegyenleg mellett a szolgáltatásegyenleg többlete is egyre nagyobb mértékben járul hozzá a gazdaság külső finanszírozási képességéhez. Ez jelentős részben a szállítási szolgáltatásoknak, a továbbra is bővülő turizmusnak, valamint a Magyarországon létesített szervezeti szolgáltató központoknak („shared service”) köszönhető. Lengyelországban a külkereskedelem többlete alapvetően a szolgáltatások nettó exportjának köszönhető, míg az áruegyenleg hiánya – a lassabban bővülő beruházások miatt alacsonyabb dinamikát mutató import miatt – 2012 óta fokozatosan mérséklődik. Általánosan elmondható az is, hogy a magyarországi beruházások az elmúlt évek során a régiónál erőteljesebb dinamikát mutattak: 2013-ban a beruházások növekedése 9-10, 2014-ben pedig 5-6 százalékponttal haladta meg a régiós országokban megfigyeltet – ami importtartalmán keresztül hozzájárulhatott ahhoz, hogy a hazai áruegyenleg nem változott érdemben.

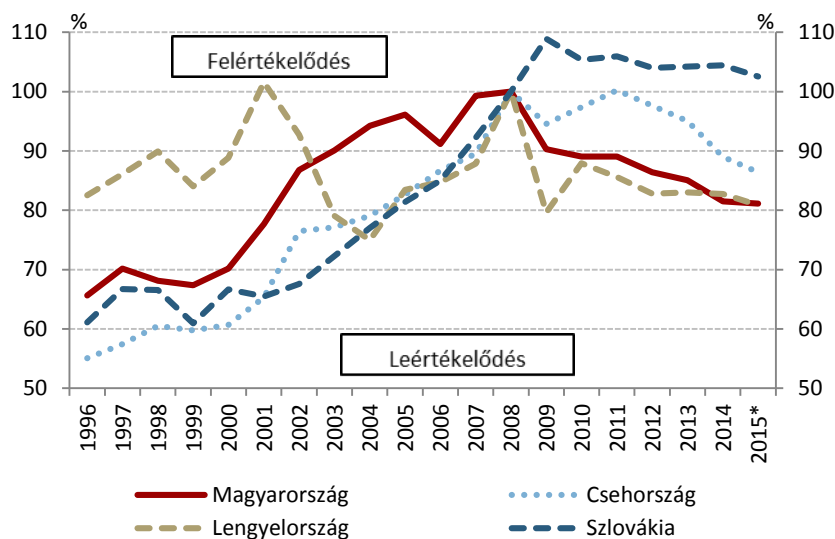
61. ábra: A visegrádi országok árú- és szolgáltatásegyenlegének megoszlása (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



Forrás: Eurostat

Magyarországon a munkaköltség alapú reálárfolyam alapján 2008 óta jelentős leértékelődés történt (62. ábra). A kilencvenes évek közepétől kezdve a régió munkaköltség alapú reálárfolyama jellemzően fokozatos felértékelődést mutatott, amiben szerepe lehetett a régióba beáramló jelentős tőke termelékenységét és ennek következtében munkabérek növelő hatásának is. A pénzügyi válságot követően ez a trend megváltozott, és a reálárfolyamok leértékelődést mutattak, ami főként a régiós devizák gyengülésével állítható párhuzamba. Szlovákia reálárfolyama a régiós országoktól eltérően alakult, ami alapvetően az euro bevezetésével áll összefüggésben. A válság óta eltelt években a hazai és a lengyel reálárfolyam fokozatosan további leértékelődést mutatott, míg a cseh reálárfolyam a válság után erősebb pályán mozgott, azonban az elmúlt években nagyobb mértékben gyengült. Ez főként azzal magyarázható, hogy a cseh jegybank a korona árfolyamát 2013 novemberétől monetáris politikai eszközként alkalmazza a monetáris kondíciók lazítása érdekében, valamint hogy – az Eurostat adatai szerint – a cseh magánszektor reálbére 2013-ban és 2014-ben is enyhén mérséklődött.

62. ábra: Munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása a régióban (2008 = 100, 37 országgal szemben)

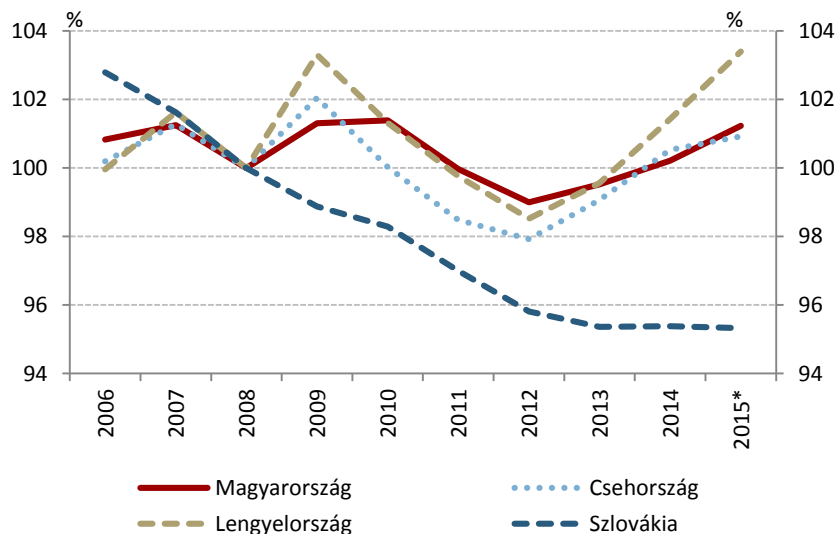


Megjegyzés: *A 2015-ös érték a Bizottság előrejelzése alapján

Forrás: Európai Bizottság

A hazai cserearány a saját valutával rendelkező régiós országokhoz hasonlóan tovább javult a tavalyi év során. A globálisan alacsony inflációs környezet és a csökkenő nyersanyagárak az elmúlt években mérsékelten javították a magyar és a környező országok cserearányát. A magyar nyú energiahordozó-import miatt a régiós országok külkereskedelmi egyenlegét már növelhette az olajárcsökkenésből fakadó cserearány-javulás hatása, ami a nyersanyagárak 2015 végén tapasztalt folytatódó mérséklődését követően továbbra is fennmaradhat.

63. ábra: A cserearány változása a régióban (2008 = 100)



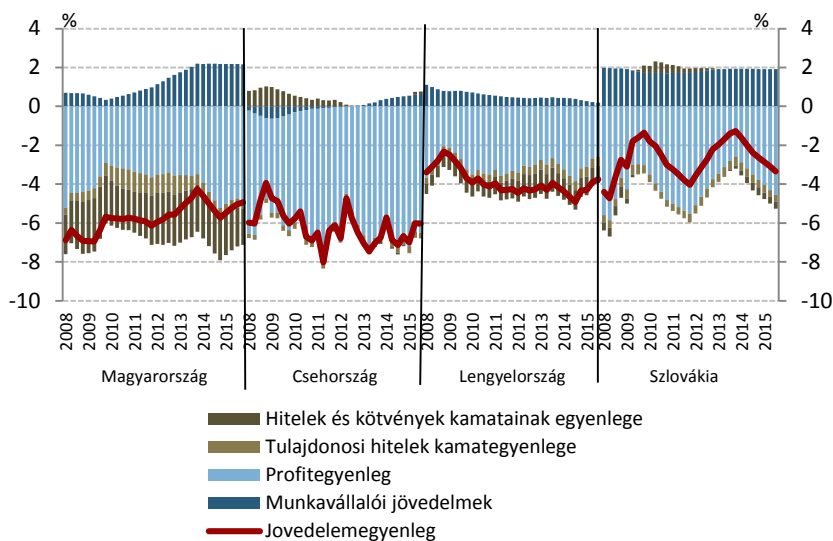
Megjegyzés: *A 2015-ös érték a Bizottság előrejelzése alapján.

Forrás: Európai Bizottság

Régiós összevetésben a magyar gazdaság külföldre fizetett jövedelme a Csehországban megfigyeltnél alacsonyabb, Lengyelországnál és Szlovákiánál ugyanakkor magasabb volt. Bár a magyar gazdaság nettó külső adóssága fokozatosan mérséklődik, és egyre inkább a lengyel szinthez közelít, a kamategyenleg továbbra is számottevően meghaladja a régió többi országában és így a Lengyelországban megfigyeltet. A magasabb hiány így vélhetően az adósság lassú átárazódásához, illetve a magasabb bruttó adóssághoz köthető. A külföldiek közvetlentőke-befektetései által megteremtett profit – a magyarországihoz hasonló állományok ellenére is – továbbra is jóval magasabb Csehországban, ami a vállalatok magasabb jövedelmezőségével áll összefüggésben. A külföldön átmenetileg munkát vállalók jövedelmei

Szlovákiában és Magyarországon hasonlóak, míg Lengyelországban – vélhetően a tartósabb, életvitelszerű külföldre-költözések nagyobb száma miatt – alacsonyabb.

64. ábra: A jövedelemegyenleg összetevőinek alakulása* (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



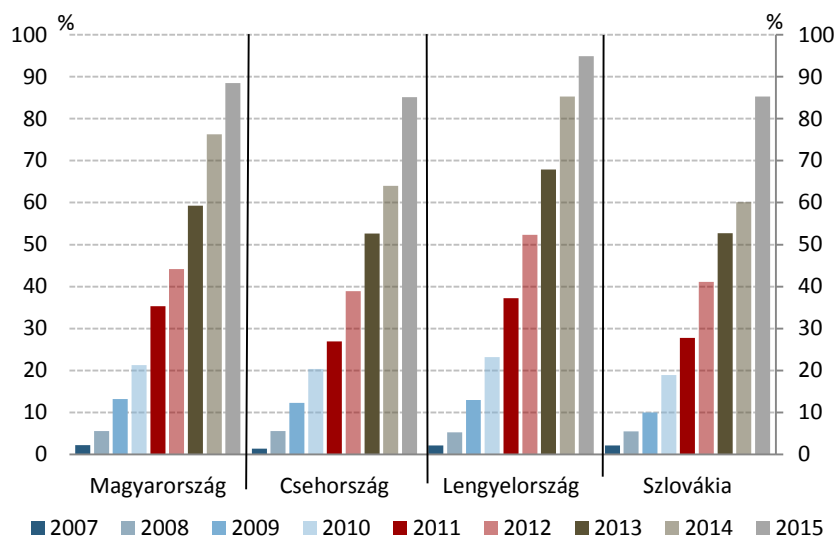
Forrás: Nemzeti jegybankok

A régió országaiban hasonlóképpen alakul a kohéziós források felhasználása, és a legtöbb ország kohéziós forrásainak jelentős részét már lehívta (65. ábra). Az Európai Bizottság adatai alapján a kohéziós alapok lehívását tekintve Magyarország kedvező helyen áll a visegrádi országok között, ugyanis 2015 végére a források közel 90 százalékát utalta már át a Bizottság¹³. Ennél magasabb abszorpciós rátával a visegrádi országok között csak Lengyelország rendelkezik, aki már a keretösszeg több mint 90 százalékát lehívta. Ebben jelentős szerepe lehetett az infrastrukturális beruházások számottevő arányának, illetve hogy az Állami Számvevőszék szerint az uniós források szétosztását hatékony intézményrendszer irányítja. A kohéziós alapok lehívásában Szlovákia elmarad a régió többi országától, amiben jelentős szerepe lehetett annak, hogy a csalás- és korrupciógyanús beruházások miatt az EU több nagy állami beruházást, projektkifizetést leállított.¹⁴ Igaz ugyan, hogy Magyarország esetében is van a támogatások között felfüggesztett összeg, azonban az állam még egy esetleges negatív ítélet mellett is rendelkezik annyi kifizetett számlával, hogy teljes mértékű legyen az uniós források kihasználtsága.

¹³ Az abszorpciós ráták nem az EU-transzferek tényleges felhasználását mutatják, hanem azt, hogy az Európai Bizottság a rendelkezésre álló keretösszegekből mennyit utalt át az adott tagállam részére. A támogatások utolsó 5 százalékát az EU nem utalja át a tagországok részére, míg az adott támogatás teljes körű ellenőrzése le nem zajlik (a 2007–2013-as ciklushoz kapcsolódóan várhatóan 2017–2018-ban fog utalni a Bizottság). Továbbá általánosan elmondható, hogy a támogatások átutalására csak a felhasználásról szóló számla benyújtását követően kerül sor.

¹⁴ Állami Számvevőszék (2015): Tanulmány a 2007–2013. évi EU-s költségvetési időszakban Magyarország részére juttatott közösségi támogatások összefoglaló bemutatásáról, értékeléséről.

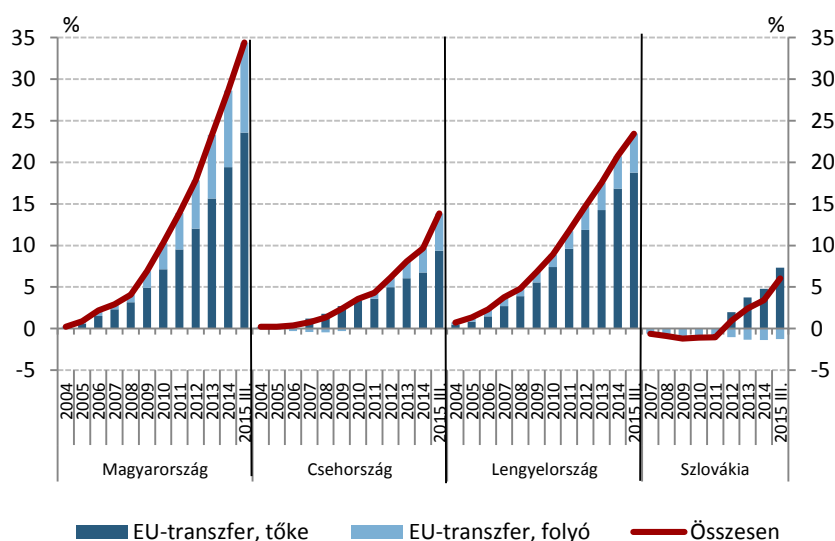
65. ábra: A kohéziós források abszorpciósrátája a régióban (a teljes keret arányában)



Forrás: Európai Bizottság, EU Cohesion Fundig

A visegrádi országok között Magyarország használta fel GDP-arányosan a legtöbb EU-forrást 2015 harmadik negyedévéig (66. ábra). Annak ellenére, hogy a kohéziós alapok felhasználása hasonlóan alakult a régióban, a beérkezett uniós források GDP-arányos felhasználása számottevően meghaladta a régió többi országát. Szlovákiában – vélhetően a jelentős befizetéseknek, valamint a visszaélések miatt felfüggesztett támogatásoknak köszönhetően – a teljes ciklus végére viszonylag alacsony maradt az EU-transzferek felhasználása. Csehországban ezzel szemben az EU-transzferek GDP-arányos értéke 2015 harmadik negyedévére megközelítette a 15 százalékot. Ennél jóval magasabb, közel 25 százalékos értéket ért el az EU-transzferek felhasználása Lengyelországban, ami tükröződött a kohéziós alapok magas lehívásában is. A GDP-arányos mutatókat tekintve azonban elmondható, hogy az EU előző költségvetési ciklusából a legtöbb forrást Magyarország tudta felhasználni: ennek mértéke a GDP 35 százalékát közelítette meg 2015 harmadik negyedévében, valamint az év végén tovább emelkedhetett. A magasabb GDP-arányos felhasználásban annak is szerepe volt, hogy Magyarország GDP-arányosan a régiós országoknál nagyobb keretösszeggel rendelkezett az EU előző költségvetési ciklusából, ami a rendelkezésünkre álló adatok alapján a következő ciklusra is igaz.

66. ábra: A visegrádi országok transzfer-felhasználása 2004 és 2015 III. negyedéve között (kumulált GDP-arányos értékek)

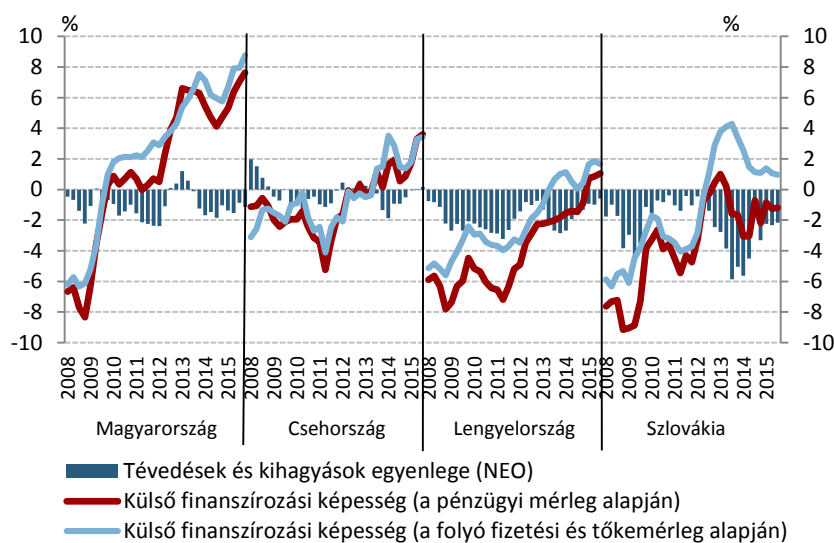


Forrás: Eurostat

5.3. Finanszírozás oldali folyamatok

A visegrádi országokban általában a finanszírozási oldalról számított külső finanszírozási képesség elmarad a reálgazdasági oldalról számítottól. A „Tévedések és kihagyások egyenlege”, a finanszírozási oldali, valamint a folyó fizetési és tőkemérleg alapján számított finanszírozási képesség közötti eltérést mutatja meg, vagyis ez a tétel jelzi a különböző forrásokból származó statisztikai adatok közötti különbség mértékét. Magyarország esetében mindkét mutató jelentős mértékű és emelkedő finanszírozási képességet jelez, miközben a két mutató közötti eltérés a GDP 1 százaléka közelébe csökkent, ami régiós összehasonlításban átlagosnak számít (67. ábra). A pénzügyi mérleg tételei alapján számított külső finanszírozási képesség szinte a régió mindegyik országában elmarad a reálgazdasági oldalról számítottól. Ez azt jelenti, hogy az egyes országok külső tartozása a folyó fizetési mérleg és tőkemérleg összege által jelzetttnél kisebb mértékben csökken. Kirívó példa Szlovákia, ahol a folyó fizetési és tőkemérleg összege 2015-ben többletet mutatott, míg a pénzügyi mérleg tételei a tartozások emelkedését jelezték – vagyis a folyó fizetési és tőkemérleg többlete ellenére az utóbbi években nőtt az ország külső tartozása.

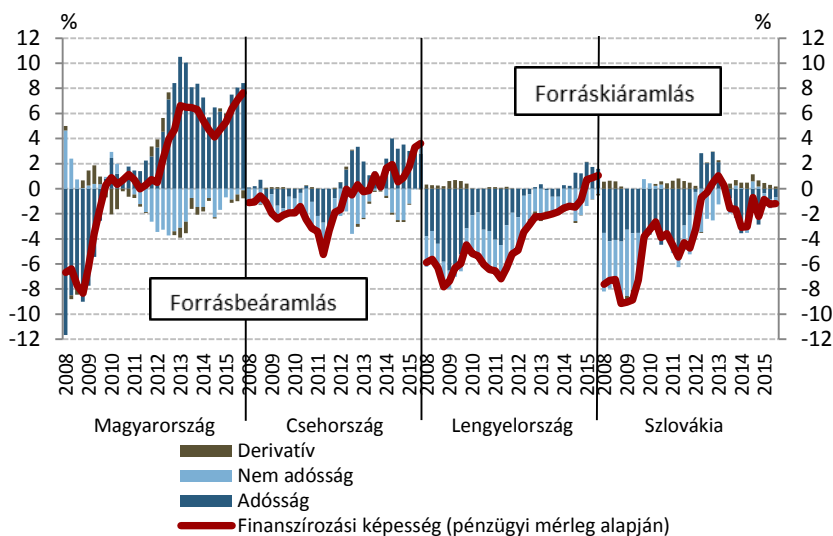
67. ábra: A visegrádi országok tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok)



Forrás: Eurostat, nemzeti jegybankok

A finanszírozási adatok alapján a korábbi évekhez hasonlóan hazánkban volt a legjelentősebb az adósság jellegű források kiáramlása. Emellett Szlovákián kívül minden visegrádi ország csökkentette külső adósságát, míg a nem adósság jellegű források szinte minden országban mérséklődő forrásbeáramlást jeleztek (68. ábra). Magyarország kiugróan magas külső pozíciójával összhangban továbbra is jelentős alkalmazkodást mutat az adósság jellegű forrásokban, így ennek kiáramlása jelentősen meghaladta a régió többi országában megfigyelhető. Magyarországon az adósság jellegű források csökkenése a GDP több mint 9 százalékát tette ki, míg ugyanez a mutató Csehországban és Lengyelországban a GDP 2-3 százaléka közelében alakult. Csehország esetében a nettó külső adósság csökkenéséhez hozzájárulhatott, hogy a cseh jegybank 2013 novembere óta árfolyamküszöböt tart fenn az euróval szemben, hogy a monetáris kondíciók lazítása érdekében a korona eladásával gyengítse saját valutáját. Ennek hatására a cseh jegybank tartalékai mintegy 16 milliárd euróval nőttek, ami hozzájárul a nettó külső adósság csökkenéséhez. Fontos ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy a jegybank intézkedése miatt a tartalék emelkedésével párhuzamosan a bankrendszer rövid külső adóssága emelkedett, mivel a külföldiek itt helyezték el a jegybanktól megvásárolt koronát. Ezzel szemben Szlovákiában 2015 során kismértékben nőttek az adósság jellegű tartozások. A nem adósság jellegű források beáramlása a visegrádi országokban általában mérséklődött 2015 során, és a harmadik negyedév végére mindenhol elhanyagolható mértékűre csökkent.

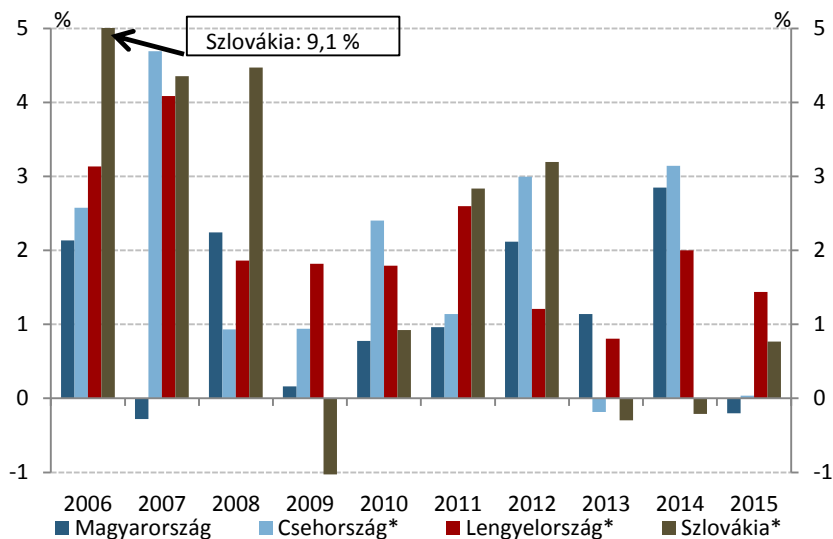
68. ábra: A visegrádi országok finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos adatok)



Forrás: nemzeti jegybankok, Eurostat

A pénzügyi válságot követően a visegrádi országokban érdemben mérséklődött az FDI-források beáramlása, és az utóbbi években hasonló mintázatot mutat. A pénzügyi válságot megelőző években a régió összes országában jelentős volt az FDI-források beáramlása. Ez a forrásbeáramlás ugyanakkor a válság kitörésekor érdemben mérséklődött, ami így Magyarországot is érintette. Az utóbbi évek forrásbeáramlását tekintve hasonló kép látható a régiós országokban. Ez arra utalhat, hogy bár országspecifikus tényezők továbbra is befolyásolhatják az egyes országok forrásbeáramlását, azonban az alapfolyamatokat tekintve a befektetők hasonlóképpen tekintenek a régiós országokra.

69. ábra: A régiós országok nettó FDI-beáramlása (a GDP arányában)



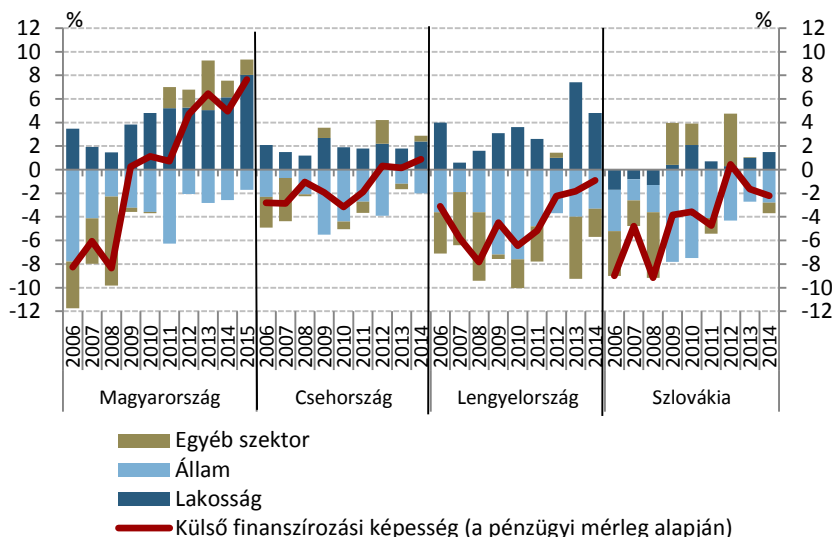
Megjegyzés: *Négy negyedéves adat 2015 harmadik negyedévéig.

Forrás: Eurostat

5.4. Megtakarítás oldali folyamatok

A pénzügyi mérleg adatai alapján számított külső finanszírozási képesség egyedül Magyarország esetében haladja meg érdemben a nullát.¹⁵ A régió többi országát érdemben meghaladó finanszírozási képesség mögött a magán-szektor magasabb nettó megtakarítása áll. Magyarországon a háztartások mellett a vállalati szektor is nettó megtakarító, továbbá az államháztartás finanszírozási igénye is igen alacsony, így a pénzügyi mérleg alapján számolt finanszírozási képesség kiemelkedik a régiós országok mutatói közül. A háztartási szektor magas finanszírozási képessége az elmúlt években a pénzügyi eszközök felhalmozásával és a hitelek leépítésével volt összefüggésben. 2015-ben a magán-szektor megtakarítási szerkezetét befolyásolták a hitelekkel kapcsolatos elszámolások, valamint a devizahitelek forintosítása is. A vállalati szektor finanszírozási képessége továbbra is számottevő, miközben az NHP-nak köszönhetően megállt a hitelek csökkenése, sőt a kkv-szektorban bővülés figyelhető meg. Csehországban a lakosság és a vállalatok nettó megtakarítói pozíciója közel megegyezett az állam finanszírozási igényével, ami kismértékű külső finanszírozási képességet eredményezett 2014-ben. Bár Lengyelországban a lakossági fogyasztás és beruházások gyors növekedéséhez köthetően a lakossági megtakarítások mérséklődtek, azonban továbbra is magasnak tekinthető, így az ország finanszírozási igénye fokozatosan tovább csökkent. Szlovákia esetében a lakosság nettó megtakarítása alacsony, és nem tudja a vállalatok és az államháztartás forrásigényét fedezni, így a gazdaság külső források bevonására szorul.

70. ábra: A gazdaság finanszírozási képességének szektorok szerinti alakulása (a GDP arányában)

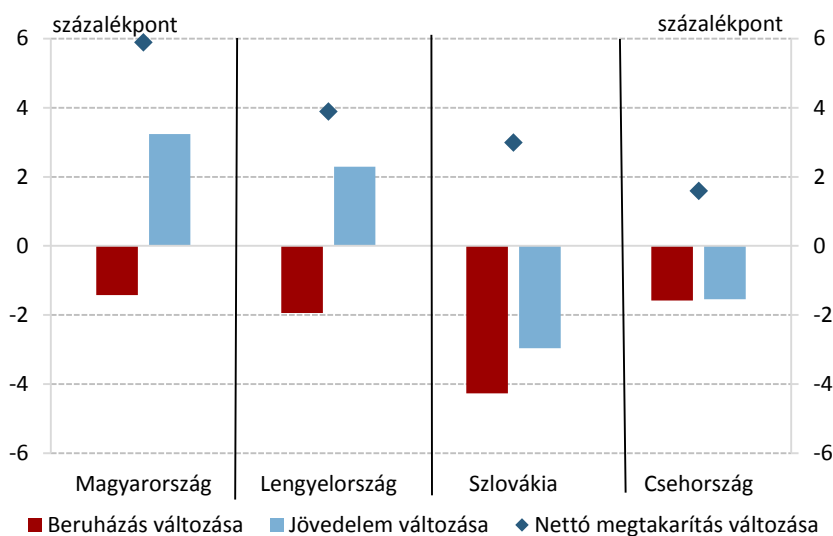


Forrás: MNB, KSH, Eurostat

A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége a régió országai közül Magyarországon emelkedett a legnagyobb mértékben, ami nagyobb részben a jövedelem növekedésére, kisebb részben a beruházások mérséklődésére vezethető vissza (71. ábra). A válság kitörése óta a régióhoz viszonyítva is jelentősen növekedett Magyarországon a nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége, aminek háttérben főként a jelentős eladósodottság miatti mérlegalkalmazkodás állt. Reálgazdasági megközelítésben vizsgálva a finanszírozási folyamatokat, a magyar vállalatok nettó megtakarításának a változása nagyobb mértékben a jövedelmek emelkedésének, kisebb mértékben a beruházások csökkenésének volt köszönhető 2008 és 2014 között. A beruházások GDP-arányos volumenének a visszaesése a régió összes országában pozitívan hatott a nettó megtakarításra, de legnagyobb mértékben Szlovákiában emelte a vállalatok finanszírozási képességét. A GDP-arányos jövedelmek Magyarországon és Lengyelországban is bővítették, azonban Szlovákiában és Csehországban csökkentették a vállalatok finanszírozási képességét. Ez részben magyarázható azzal, hogy a vállalatok GDP-arányos jövedelme a válság évében az utóbbi két országban kiemelkedően magas volt.

¹⁵ A régiós országokra vonatkozóan nem rendelkezünk 2015-ös adattal, ezért azt csak Magyarország esetén tüntetjük fel.

71. ábra: Nem pénzügyi vállalatok nettó megtakarításának tényezői* (2014–2008 különbsége a GDP százalékában)



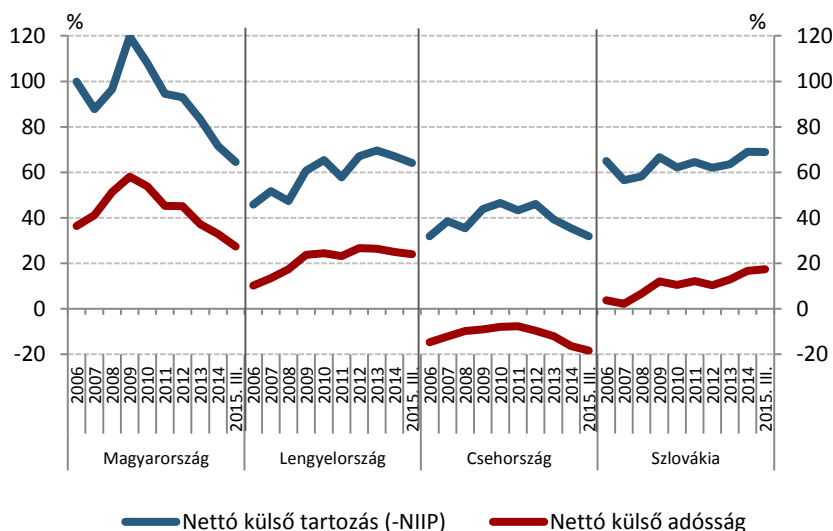
Megjegyzés: *A nettó megtakarítás, illetve a beruházás- és jövedelemváltozás közötti eltérés a készletekkel és a pénzügyi és nem pénzügyi számlák eltéréseivel magyarázható.

Forrás: Eurostat

5.5. Külső tartozásmutatók

Magyarország nettó külső adóssága és nettó külföldi tartozása is dinamikusan csökkent a válság óta eltelt években, ami a korábban megfigyelt külső egyensúlytalanságok érdemi mérséklődésére utal (72. ábra). A pénzügyi válság kitörését követően Magyarország nettó külső tartozása és adóssága a legmagasabb volt a régióban, amely a 2009-es csúcsot követően erőteljes csökkenést mutatott. Csehországban és Magyarországon a magas finanszírozási képességgel és az adósság típusú források csökkenésével összhangban mérséklődtek a külső tartozásmutatók. Magyarország nettó külső tartozásmutatója (NIIP) – felzárkózva a régió országaihoz – 2015-ben a lengyelhez és a szlovákhhoz hasonlóan alakult, megközelítve a GDP 60 százalékát. Emellett az ország nettó külső adóssága is mérséklődött az adósság jellegű források nettó kiáramlásával párhuzamosan. A nettó külső adósságot tekintve a legnagyobb csökkenés Magyarország esetében volt, aminek hatására a gazdaság nettó külső adóssága utolérte a Lengyelországban megfigyelhető, és az év végén a GDP 25 százaléka körül alakult. A cseh jegybanki tartalék növekedése (mint arra korábban utaltunk) tovább növelhette Csehország nettó külföldi követeléseit, ami már a GDP közel 20 százalékát teszi ki. Szlovákiában a kismértékű emelkedést követően a nettó külső adósság továbbra is elmarad a GDP 20 százalékától. Vagyis a régiós külső tartozásmutatókban is tükröződik a jelentős finanszírozási képesség, ami így összességében az egyensúlytalanságok mérséklődésére és a külső sérülékenység javulására utalhat.

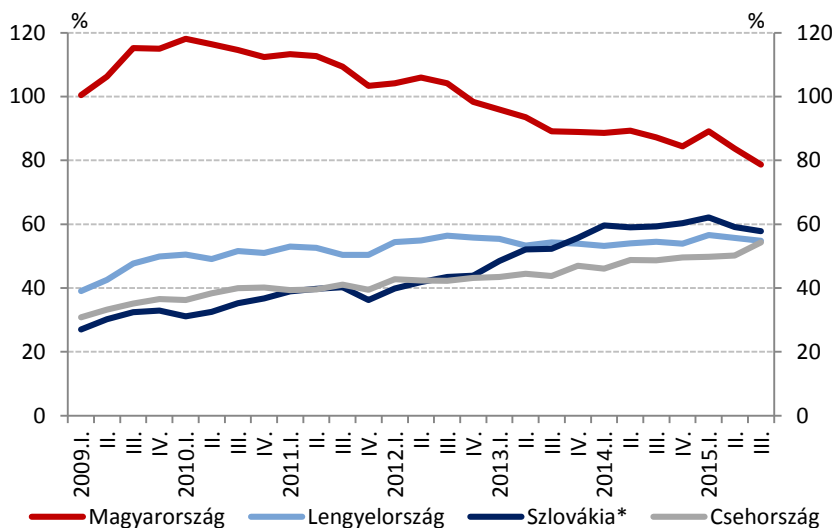
72. ábra: A visegrádi országok nettó külső adósságának és tartozásának alakulása (GDP-arányos adatok, nettó külső adósság tulajdonosi hitel nélkül)



Forrás: nemzeti jegybankok, Eurostat (SCV-kkel vett adatok)

A bruttó külső adósság szintje – a jelentős finanszírozási képességgel összhangban – tovább csökkent Magyarországon, ugyanakkor továbbra is meghaladja a régió többi országában megfigyelt szintet. A bruttó külső adósságot tekintve is jelentős alkalmazkodást mutatott Magyarország, és a GDP 120 százalékát is meghaladó adósság fokozatosan a GDP 80 százaléka alá mérséklődött 2015 harmadik negyedévére. Ezzel szemben a régiós országok bruttó külső adóssága általában jelentősen elmarad ettől, és jellemzően a GDP 50-60 százaléka között alakult 2015 során. Érdeemes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy míg Magyarországon a bruttó külső adósság számottevően mérséklődik, addig a régió többi országában 2009 óta emelkedést figyelhetünk meg.

73. ábra: A bruttó külső adósság alakulása a régió országaiban (GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitelek nélkül)



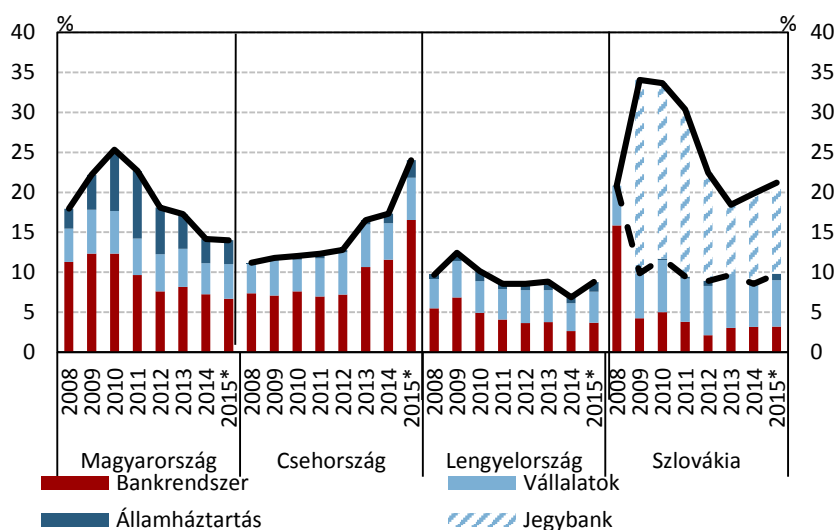
Megjegyzés: *Szlovákia esetén nem vettük figyelembe a Target rendszer miatti technikai jellegű adósságot

Forrás: Eurostat

A magasabb bruttó külső adóssággal összhangban a rövid külső adósság szintje is magasabb Magyarországon a régió többi országához képest, ugyanakkor az elmúlt évek kedvező folyamatainak köszönhetően tovább folytatódott a magyar gazdaság eredeti futamidő szerinti rövid külső adósságának csökkenése. Magyarország rövid lejáratú külső adóssága – az elmúlt évek jelentős korrekciójának köszönhetően – már nem számít kiugrónak a régiós országokkal

történő összevetésben. Míg Lengyelország és Szlovákia¹⁶ rövid külső adóssága a GDP 10 százaléka körül alakul, addig Csehország rövid lejáratú külső adóssága az elmúlt évben jelentősen emelkedett és megközelítette a GDP 25 százalékát. A cseh rövid külső adósság emelkedése elsősorban a bankrendszerhez köthető: a bankok külső forrásainak mérlegfőösszeghez viszonyított aránya is számottevő mértékben növekedett 2013 óta. Ebben szerepet játszhattak a cseh jegybank árfolyamküszöb fenntartásához kapcsolódó intervenciói is, mivel a jegybank által megvásárolt devizáért adott korona külföldi szereplőkhöz kerülhetett, amelynek jelentős részét vélhetően a bankrendszerrel helyezhették el rövid forrásként. Ezzel szemben a hazai bankszektor rövid külső adóssága csökkent az elmúlt években. A szektorális bontást vizsgálva elmondható, hogy a magyar vállalatok rövid külső adóssága hasonló mértékű, mint a régió többi országában. Magyarországon ugyanakkor jelentősen magasabb az államháztartás rövid külső adóssága, amely jelenleg nagyrészt az állam devizacsere-ügyleteihez tartozó marginállomány emelkedésével magyarázható (korábban a külföldiek magas DKJ-állománya, illetve az EU-transzferek elszámolásához kapcsolódó rövid külső adósság is növelte a mutatót).

74. ábra: Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alakulása (GDP-arányos adatok)



Megjegyzés: *2015. harmadik negyedéves adatok alapján.

Forrás: World Bank

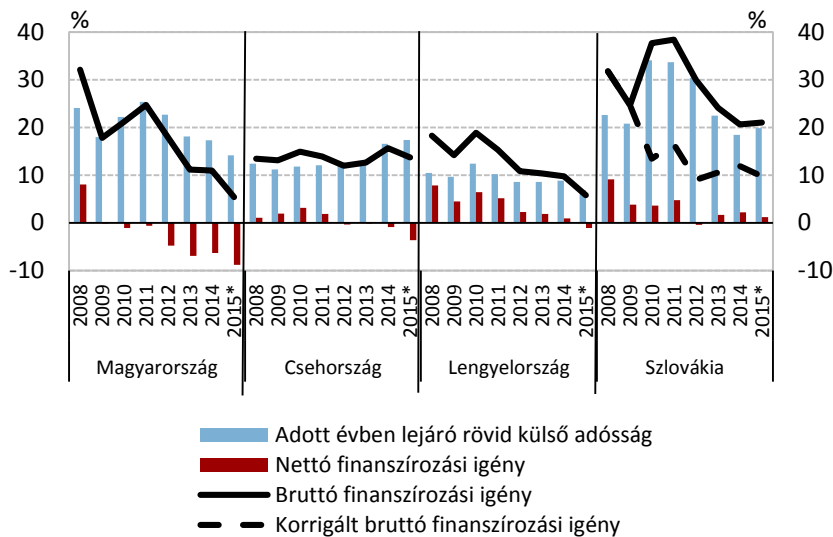
A jelentős mértékű rövid lejáratú külső adósság mellett a magas finanszírozási képességet is figyelembe véve számottevő mértékben csökkent a magyar gazdaság külső forrásokra való ráutaltsága: az ország eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssága alapján számított bruttó finanszírozási igénye már elmarad a régió országaitól. A külső egyensúlyi pozíció megítélése során érdemes a folyó fizetési mérleg és a nettó finanszírozási képesség által sugallt képet tovább árnyalni. A bruttó finanszírozási képesség az adott ország külfölddel szembeni pozíciója mellett figyelembe veszi az adott évben lejáró rövid külső adósságot is.¹⁷ Magyarország eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssága az elmúlt években – részben az MNB önfinszírozási programjának is köszönhetően – jelentősen mérséklődött, így a nettó külső finanszírozási képesség emelkedése mellett a lejáró adósság mérséklődése is az alacsonyabb bruttó finanszírozási igény irányába hatott. Így összességében Magyarország bruttó finanszírozási igénye a GDP 5 százalékának közelébe csökkent. A régiós országokat tekintve elmondható, hogy egyedül Lengyelország rendelkezik hasonlóan alacsony bruttó finanszírozási igénnyel, mint Magyarország (ami főként az alacsony rövid külső adósságának köszönhető, és nem a nettó finanszírozási képességének). Szlovákia magas bruttó finanszírozási igénye szintén az ország eurozóna-csatlakozásához tartozó főként technikai jellegű tételhez köthető, ugyanakkor ettől a tételtől eltekintve is

¹⁶ Szlovákia rövid külső adóssága ennél lényegesen nagyobb, azonban az eredeti értéket korrigálni kell a jegybank rövid külső adósságával. Az eurozónához történő csatlakozást követően ugyanis a bankok többletlikviditásukat a bankközi piacon helyezték ki: a szlovák bankok a TARGET rendszeren keresztül utalták a többletlikviditást a többi eurozónabeli banknak, ami azzal járt, hogy a szlovák jegybanknak TARGET-rendszerbeli kötelezettsége keletkezett (vagyis rövid lejáratú külső adóssága).

¹⁷ Vagyis a bruttó finanszírozási igény kiszámításához az adott ország nettó finanszírozási igényét korrigáljuk a lejáró külső adóssággal. Ezzel a mutató az azt mutatja, hogy az adott országnak az adott évben mennyi külföldi forrás bevonására van szüksége a lejáró adósságok miatt.

magasabb Szlovákia bruttó finanszírozási igénye, mint Magyarorszáké. Csehország esetében a bruttó finanszírozási igény annak ellenére emelkedett, hogy az ország nettó megtakarítóvá vált. Az ország rövid lejáratú külső adóssága ugyanis jelentősen, a GDP közel 5 százalékaival nőtt az elmúlt években. A rövid külső adósság emelkedése miatt így már jóval magasabb a bruttó finanszírozási igénye, mint Magyarorszáké.

75. ábra: A bruttó finanszírozási igény alakulása (eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság¹⁸ alapján, GDP-arányos adatok)



Forrás: Eurostat, World Bank

¹⁸ Az adatok összehasonlíthatósága érdekében az eredeti futamidő szerinti rövid lejáratú külső adósságot használtuk a bruttó finanszírozási igény kiszámításához.

ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

1. ábra: Magyarország külső egyensúlyi folyamatainak összefoglaló ábrázolása	4
2. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (négy negyedéves, GDP arányában).....	7
3. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (éves értékek, a GDP arányában)	8
4. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (GDP-arányos, négy negyedéves értékek)	8
5. ábra: Az áruexport és áruimport volumenváltozása (éves növekedési ütemek) és az áruforgalmi egyenleg (négy negyedéves érték a GDP arányában).....	9
6. ábra: Az export és a külső kereslet reálnövekedése, valamint exportpiaci részesedésünk alakulása.....	9
7. ábra: Ipari termelés alakulása a járműgyártás és elektronikai ágazatban (2010 = 100).....	10
8. ábra: A belföldi felhasználás növekedési üteme és a nettó export hozzájárulása a GDP-növekedéshez	10
9. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás).....	11
10. ábra: A nettó külkereskedelmi termékforgalom alakulása árucsoportonként (a GDP arányában)	12
11. ábra: A jövedelemegyenleg tételeinek alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves értékek).....	12
12. ábra: A negyedéves kamategyenleg alakulása és annak megbontása (a GDP arányában)	13
13. ábra: A külső adósság átlagos bruttó állományának és implicit kamatának alakulása.....	14
14. ábra: Az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelmei	14
15. ábra: Az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozó rezidensek jövedelme és számuk.....	15
16. ábra: A transzferegyenleg alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves mutatók).....	15
17. ábra: A nettó EU folyó és tőke-transzfer alakulása, valamint annak szektorbontása.....	16
18. ábra: Az eredmény- és pénzforgalmi szemléletű EU-transzfer alakulása (négy negyedéves érték).....	17
19. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség alakulása (négy negyedéves GDP-arányos érték)	19
20. ábra A nettó forráskiáramlás alakulása szektorok szerint	19
21. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók).....	20
22. ábra: A közvetlentőke-befektetések és az adósság típusú források alakulása*	21
23. ábra: A külföldi tulajdonban lévő magyarországi vállalatok által megtermelt profit felosztása	22
24. ábra: A nem adósság jellegű források alakulása (kumulált tranzakciók)	22
25. ábra: A közvetlentőke-befektetések alakulása (kumulált tranzakciók)	23
26. ábra: A nettó közvetlentőke alakulása szektorok szerint (kumulált éves adatok)	24
27. ábra: A nettó közvetlentőke-tételek alakulása (kumulált tranzakciók)	24
28. ábra: A nettó portfóliórészvény alakulásának tényezői (kumulált tranzakciók).....	25
29. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása (kumulált tranzakciók)	26
30. ábra: Az egyes szektorok adósság típusú forrásainak alakulása (éves tranzakciók)	26
31. ábra: A nem pénzügyi vállalatok banki hiteleinek és betéeteinek alakulása.....	27
32. ábra: A bankrendszer külföldi adósság- és követelés-tranzakcióinak alakulása (kumulált tranzakciók).....	28
33. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának lejárat bontása (kumulált tranzakciók)	28
34. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásnak felbontása (kumulált tranzakciók).....	29
35. ábra: A forint állampapír-állomány változása szektorok szerint	30
36. ábra: A vállalatok nettó külső adósság jellegű forrásainak alakulása (kumulált adatok)	31
37. ábra: A nettó külső tartozás alakulása (időszak végi, GDP-arányos értékek)	32
38. ábra: A nettó külső adósság változásának felbontása tételekre (a GDP arányában)	33
39. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában, tulajdonosi hitel nélkül)	34
40. ábra: A nettó és bruttó külső adósság alakulása (a GDP arányában)	35
41. ábra: A bruttó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában, tulajdonosi hitel nélkül)	35
42. ábra: A bruttó külső adósság devizanem szerinti szerkezete (GDP-arányos értékek).....	36
43. ábra: A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása.....	37
44. ábra: A bruttó forrásbevonási szükséglet alakulása	38
45. ábra: A devizatartalék és a Guidotti mutató alakulása.....	39
46. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	40
47. ábra: Az államháztartás nettó finanszírozási képességének alakulása (a GDP arányában).....	41

48. ábra: Az államháztartás kamatkidásainak alakulása	41
49. ábra: Az ÁKK éves nettó adósságkibocsátásának szerkezete (a GDP arányában)	42
50. ábra: A bruttó államadósság, valamint azon belül a külföldi tulajdon és a devizarész arányának alakulása	43
51. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)	44
52. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)	45
53. ábra: A vállalatok nettó finanszírozási képessége és a külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos adat)	46
54. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos finanszírozási igénye és az azt meghatározó főbb reálgazdasági tényezők (nemzeti számlákból számított négy negyedéves értékek)	46
55. ábra: A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége és nettó külföldi tranzakciói (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	47
56. ábra: A nem pénzügyi vállalatok külföldi és tulajdonosi hiteleinek állománya (a GDP arányában)	48
57. ábra: A külső finanszírozási képesség és a gazdasági növekedés alakulása 2015-ben	50
58. ábra: A visegrádi országok folyó fizetési és tőkemérlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok) ..	51
59. ábra: Magyarország és a mediterrán országok folyó fizetési és tőkemérlegének alakulása (GDP-arányos adatok)	52
60. ábra: Magyarország és a mediterrán országok nettó külső adóssága (GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitel nélkül)	52
61. ábra: A visegrádi országok áru- és szolgáltatásegyenlegének megoszlása (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	53
62. ábra: Munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása a régióban (2008 = 100, 37 országgal szemben)	54
63. ábra: A cserearány változása a régióban (2008 = 100)	54
64. ábra: A jövedelemegyenleg összetevőinek alakulása* (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	55
65. ábra: A kohéziós források abszorpciósi rátája a régióban (a teljes keret arányában)	56
66. ábra: A visegrádi országok transzfer-felhasználása 2004 és 2015 III. negyedéve között (kumulált GDP-arányos értékek)	56
67. ábra: A visegrádi országok tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok).....	57
68. ábra: A visegrádi országok finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	58
69. ábra: A régiós országok nettó FDI-beáramlása (a GDP arányában).....	58
70. ábra: A gazdaság finanszírozási képességének szektorok szerinti alakulása (a GDP arányában)	59
71. ábra: Nem pénzügyi vállalatok nettó megtakarításának tényezői* (2014–2008 különbsége a GDP százalékában) 60	
72. ábra: A visegrádi országok nettó külső adósságának és tartozásának alakulása	61
73. ábra: A bruttó külső adósság alakulása a régió országaiban (GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitelek nélkül).....	61
74. ábra: Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alakulása (GDP-arányos adatok).....	62
75. ábra: A bruttó finanszírozási igény alakulása (eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alapján, GDP-arányos adatok).....	63

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 szolgált 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 készített, 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

2016. március

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

