



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2016
JÚNIUS

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2016
JÚNIUS

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 pénzügyi elemzés igazgatóságán készült. A jelentés készítésében részt vettek: Boldizsár Anna, Csom-Bíró Gabriella, Csontos Orsolya, Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter és Sisak Balázs. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

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

ÖSSZEFOGLALÓ

Magyarország külső egyensúlyi mutatói 2016 első negyedévében enyhén tovább javultak. A folyó fizetési mérleg éves többlete a GDP 4,7 százalékára emelkedett, míg a tőkemérleget is tartalmazó külső finanszírozási képesség az előző negyedévi historikusan magas szinten, közel 9 százalékon stabilizálódott – mindkét érték jelentősen meghaladja a régiós országokban jellemző szintet. A magas külső pozíció mellett enyhén tovább mérséklődött a külső adósság, miközben kismértékű nettó közvetlentőke-befektetés is történt. A rövid külső adósság csökkenésével együtt ez azt jelenti, hogy 2016 elején is folytatódott a magyar gazdaság külső sérülékenységének csökkenése.

A reálgazdasági megközelítés szerinti a külső finanszírozási képesség magas szinten történő stabilizálódása a külkereskedelmi többlet és a jövedelemegyenleg javulásához kötődik, amelyet ellensúlyozott a transzferegyenleg csökkenése. Az import növekedési üteme meghaladta a – részben az év eleji gyárleállások átmeneti hatása miatt mérséklődő – exportbővülést, amelynek hatását ugyanakkor felülmúlta a visszafogott energiahordozó-árak mellett javuló cserearány külkereskedelmi egyenleget növelő hatása. Az új költségvetési ciklus kezdetével az EU-transzferek negyedéves felhasználása – az új ciklusok első éveikhez hasonlóan – igen alacsony volt, így a transzferegyenleg visszafogott mértékben támogatta a külső finanszírozási képességet. A jövedelemegyenleg hiánya enyhén mérséklődött, ami továbbra is a csökkenő külső adósság és az alacsonyabb kamatok következtében mérséklődő kamatkidáshoz köthető.

A finanszírozási megközelítés szerint folytatódott a nettó FDI-beáramlás, miközben a nettó külső adósság mérséklődése lelassult. A közvetlentőke-befektetések bruttó szárai az elmúlt két negyedévben – az átfolyótőke-tranzakciókhoz köthetően – igen nagy mértékben csökkentek, az átfolyó tételeket kiszűrve ugyanakkor tovább nőtt a külföldiek hazai közvetlentőke-befektetése. A nettó külső adósság mérséklődésének szektorális megoszlását jelentősen befolyásolta, hogy a negyedév során a jegybank közel 3 milliárd euro likviditást folyósított a bankok számára a devizahitelek forintosításához köthetően – ennek hatására bankok nettó külső adóssága jelentősen csökkent, míg a konszolidált államháztartásé emelkedett. A konszolidált állam bruttó külső adósságát csökkentette, hogy az első negyedévben is folytatódott a külföldiek állampapír-állományának mérséklődése.

2016 elején is folytatódott a nettó és bruttó külső adósságráta mérséklődése. A nettó külföldi hitelek enyhe csökkenése és a nominális GDP növekedésének hatására a nettó külső adósságráta március végén a GDP 24 százaléka közelébe csökkent. Mivel a külföldiek állampapír-eladása következtében a külföldi tartozások a külföldi eszközöknél nagyobb mértékben csökkentek, a GDP-arányos bruttó külső adósság a nettó mutatónál nagyobb mértékben csökkent. A bruttó külső adóssággal párhuzamosan tovább, 20 milliárd euro közelébe mérséklődött az ország kockázati megítélése szempontjából kiemelt fontosságú rövid külső adósság is. Az állam kötvénylejárata és a forintosításhoz kapcsolódó devizalehívás következtében a devizatartalék 27,6 milliárd euróra csökkent, azonban a devizatartalék szintje továbbra is számottevően meghaladja a befektetők által kiemelten figyelt mutatókat.

A szektorok megtakarítása felőli megközelítés szerint a külső finanszírozási képesség enyhe csökkenése a háztartások pénzügyi megtakarításának – oldódó óvatossági megfontolások és bővülő fogyasztás melletti – mérséklődéséhez köthető. Az első negyedévben folytatódott a lakossági állampapírok térnyerése, ami továbbra is támogatja az állam külső adósságának csökkenését. Az állam finanszírozási igénye – az emelkedő fogyasztáshoz és bérekhez kapcsolódó bevétel, illetve a csökkenő kamatkidáshoz – 2 százalék alá csökkent, így historikusan továbbra is igen alacsony.

Kiemelt témánkban a nettó külső tartozásállomány alakulását jártuk körbe. A külső tartozások kiugróan nagy növekedése a válság előtt a külső forrásokra támaszkodó növekedési modellhez kapcsolódó külföldi hitelfelvételekre vezethető vissza, a nettó FDI-állomány csak kisebb mértékben növekedett. A nettó külső tartozások állományának válság előtti növekedéséhez – majd azt követő csökkenéséhez – hazánkban mindhárom szektor hozzájárult, azonban a legnagyobb növekedés és alkalmazkodás a bankszektornál történt. Az állományi mutatók alakulását a finanszírozási képesség mellett az árak és árfolyamok változása is befolyásolta: a tartozásráta válság előtti nagymértékű növekedésének jelentős része kötődött a külső tartozás árhatalomok miatti növekedéséhez. Nemzetközi összehasonlításunk alapján az EU-országok jellemzői alátámasztják a szakirodalomban leírt összefüggést, miszerint a fejlettség növekedésével csökken a külső tartozás GDP-arányos értéke, illetve magasabb az adósság jellegű források aránya a nettó külső kötelezettségek között.

TARTALOM

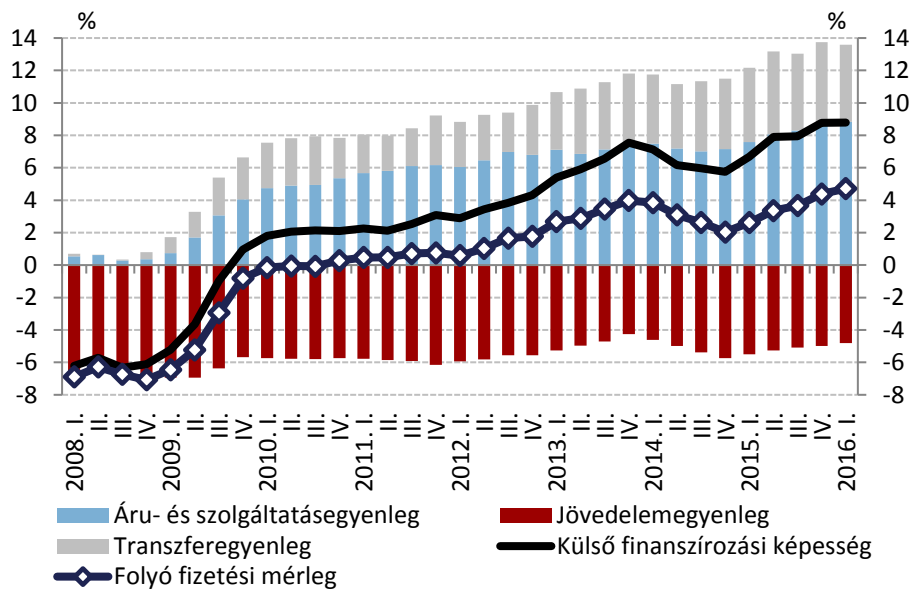
Összefoglaló.....	3
Tartalom	5
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg.....	7
1.2. Jövedelemegyenleg	10
1.3. Transzferegyenleg	10
2. Finanszírozási megközelítés.....	12
2.1. Nem adósság jellegű források	13
2.2. Adósság jellegű források	15
3. Állományi mutatók alakulása.....	18
3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása	18
3.2. A rövid külső adósság alakulása	19
3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása.....	20
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés.....	22
5. Kiemelt téma: A nettó külföldi tartozások alakulása	25
5.1. Bevezetés	25
5.2. A külső tartozások alakulása Magyarországon.....	27
5.2.1. A tartozás típusa szerinti felbontás	27
5.2.2. Szektorális bontás.....	30
5.2.3. A külföldi tartozások alakulását befolyásoló tényezők.....	33
5.3. Nemzetközi összehasonlítás.....	35
5.3.1. Egy ország külföldi tartozása és fejlettsége közötti kapcsolat	35
5.3.2. A külföldi tartozások összetétele és az ország fejlettsége közötti kapcsolat.....	36
5.3.3. A külföldi tartozás változása a válságot követően a régióban és a mediterrán országokban	39
5.3.4. Milyen mértékű alkalmazkodás történt a válság alatt?	40
Ábrák jegyzéke.....	42

1. REÁLGAZDASÁGI MEGKÖZELÍTÉS

2016 első negyedében a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége a reálgazdasági megközelítés szerint a GDP 8,8 százalékán stabilizálódott, miközben a folyó fizetési mérleg többlete újabb csúcsra emelkedett. A magas külső egyensúlyi pozíció a transferegyenleg többletének mérséklődése mellett alakult ki, melyet a külkereskedelmi többlet emelkedése és a jövedelemegyenleg javulása ellensúlyozott. A jelentős külkereskedelmi többlet a nettó áruexport emelkedése mellett a stabilan magas szolgáltatásegyenlegre vezethető vissza. Az áru egyenleg emelkedését a mérsékelt olajáraknak köszönhetően javuló cserearány eredményezte, miközben az export dinamikája enyhén elmaradt az import bővülésétől. Az első negyedévben folytatódott a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése, amit továbbra is a külföldi hitelek kamategyenlegének javulása támogatott. A transferegyenleg többletének csökkenése az EU új költségvetési ciklusának első éveiben jellemző, visszafogott EU-forrás-felhasználáshoz köthető.

2016 első negyedében a magyar gazdaság reálgazdasági megközelítés szerinti négy negyedéves külső finanszírozási képessége magas szinten maradt, a folyó fizetési mérleg többlete pedig tovább emelkedett. A szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség az első negyedévben meghaladta a 2,1 milliárd eurót, ami a folyó fizetési mérleg 1,7 milliárd eurós és a tőkemérleg 0,4 milliárd eurós többlete mellett alakult ki. A négy negyedéves adatok alapján a reálgazdasági megközelítés szerinti külső finanszírozási képesség a GDP 8,8 százalékán stabilizálódott (1. ábra). A továbbra is jelentős finanszírozási képesség úgy alakult ki, hogy az EU új költségvetési ciklusa miatti alacsonyabb transferegyenleg külső egyensúlyi mutatókra gyakorolt hatását ellensúlyozta a külkereskedelmi többlet folytatódó emelkedése és a jövedelemegyenleg enyhe javulása.

1. ábra: A külső finanszírozási képesség tényezőinek* alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



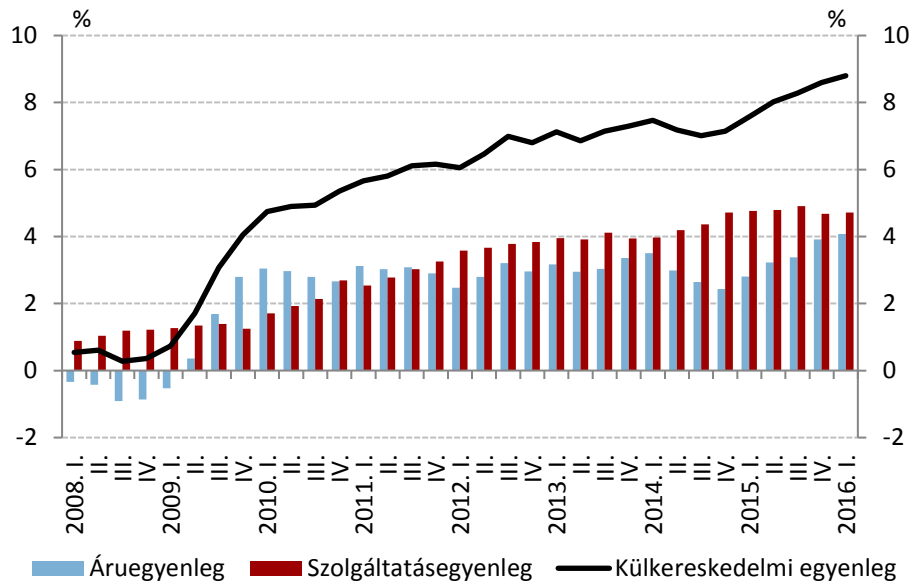
A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

*Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem. Transzferegyenleg: tőkemérleg, egyéb elsődleges és másodlagos jövedelem.

1.1. Külkereskedelmi egyenleg

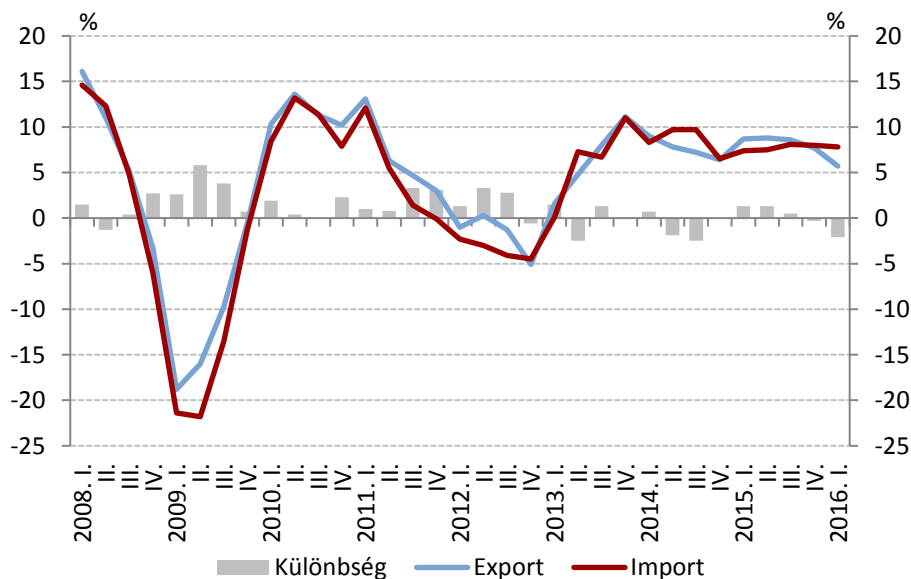
A külkereskedelmi többlet emelkedése az áru egyenleg bővülésének és a szolgáltatásegyenleg stabilan magas szintjének köszönhető (2. ábra). 2016 első negyedében folytatódott a nettó export bővülése, így a négy negyedéves külkereskedelmi egyenleg historikus csúcsot elérve a GDP 9 százaléka közelében alakult. A külkereskedelmi többlet cserearányok javulása által is támogatott emelkedésében az áru egyenleg többletének 4,1 százalékra történő bővülése játszott kulcsszerepet, miközben a szolgáltatásegyenleg aktívuma ezt meghaladó magas szinten, a GDP 4,7 százaléka körül stabilizálódott.

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



Az első negyedévben az exportnövekedés lassulását figyelhettük meg, miközben az import bővülése viszonylag magas szinten stabilizálódott (3. ábra). Az exportdinamika mérséklődésének háttérében a korábbiakban tapasztaltnál gyengébb ipari teljesítmény és a továbbra is visszafogott külső kereslet húzódik meg. Az ipari termelés dinamikájának átmeneti csökkenése elsősorban a járműgyártás átmeneti leállásával áll összefüggésben (év eleji gyárleállítás, mérsékelt kapacitáskihasználtság), ugyanakkor érdemes megjegyezni, hogy az ipari termelés áprilisban nagyobb mértékben emelkedett. Az import bővülése a negyedévben meghaladta az export reálnövekedését, így a nettó export volumene összességében mérséklődött. Az importbővülés elsősorban az importigényesebb tartós fogyasztási cikkek iránti kereslet jelentős (az első negyedévben 7 százalékot meghaladó) növekedéséhez köthető. Az export és az import reálnövekedésében megfigyelhető elnyíláshoz emellett az is hozzájárult, hogy az ipari termelés év eleji lassulása ellenére a termeléshez szükséges magas importtartalmú termékek beszerzése zavartalanul zajlott, ami önmagában növelte az import dinamikáját.

3. ábra: Az export és import éves reálnövekedése

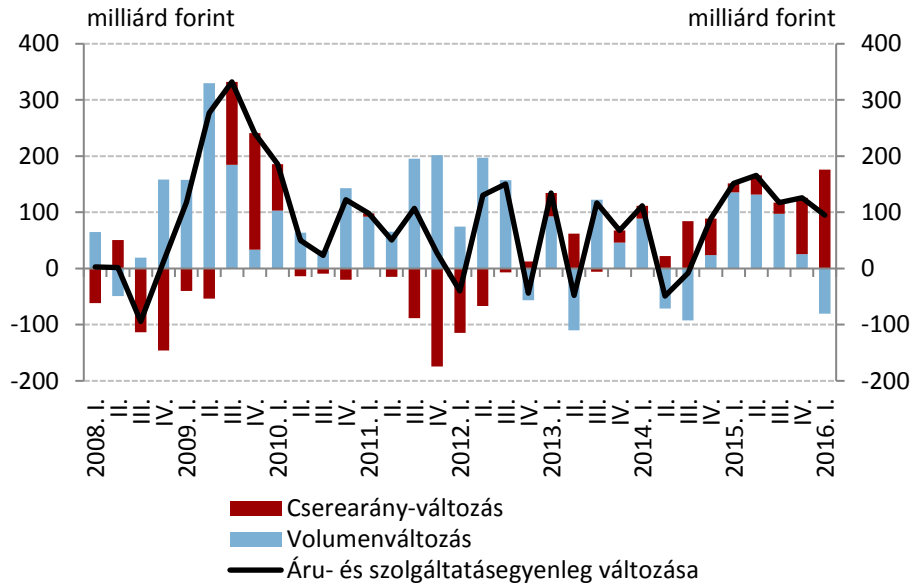


Forrás: KSH, MNB

A külkereskedelmi többlet az importnövekedéstől elmaradó exportdinamika ellenére emelkedett, ami a csereárnyok érdemi javulásának köszönhető (4. ábra). Az első negyedévben folytatódott az importárak csökkenése, amit

legnagyobb részben az importon belül nagyobb súlyt képviselő energiahordozók árának visszafogott alakulása támogatott. Az exportárak eközben változatlan szinten maradtak, ami összességében a cserearányok érdemi javulását eredményezte. Ennek következtében a külkereskedelmi árak változása 2009 óta nem látott mértékben járult hozzá a külkereskedelem egyenlegének javulásához.

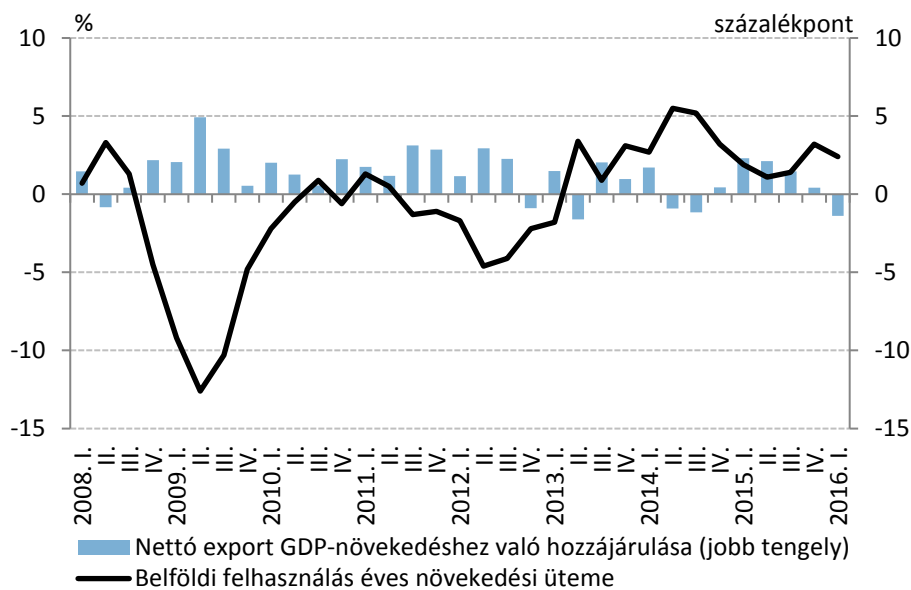
4. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)



Forrás: KSH

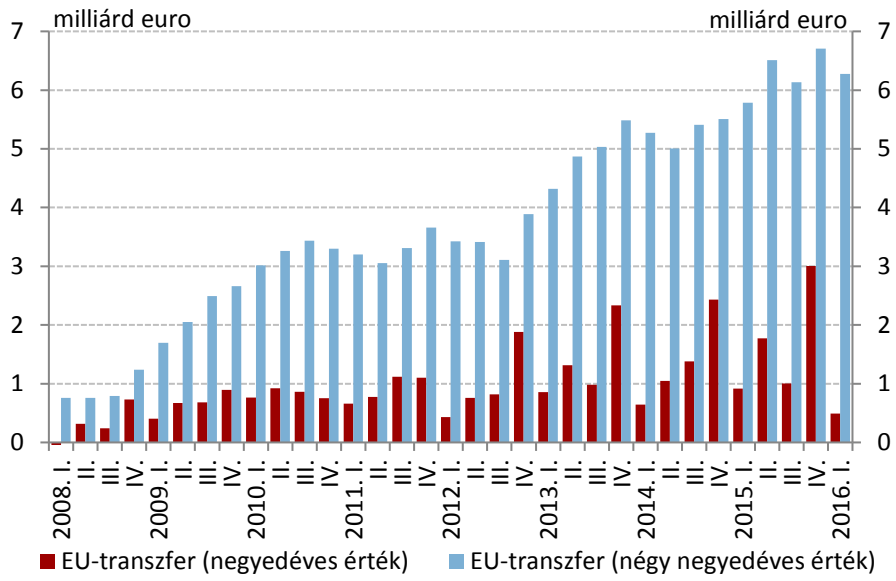
A belföldi felhasználás növekedésének lassulása mellett a nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt (5. ábra). A gazdasági növekedés az ipari termelés átmeneti csökkenésével és a beruházási dinamika visszaesésével párhuzamosan visszafogottan alakult. Az első negyedévben lassult a belföldi felhasználás: az EU-forrásból finanszírozott állami beruházások csökkentek, a vállalati beruházási aktivitás pedig visszafogott maradt, ugyanakkor a lakossági fogyasztás nagyobb mértékben emelkedett a negyedév során – így összességében a GDP-növekedés a belföldi felhasználás bővülése mellett valósult meg. Mivel az élénkülő lakossági fogyasztáshoz kapcsolódóan a magasabb importigényű termékek iránti kereslet emelkedett a negyedévben, illetve a termeléshez szükséges árubehozatal is folytatódott, a nettó export növekedési hozzájárulása összességében negatív volt.

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



Forrás: KSH

7. ábra: Az EU-transzferek nettó beáramlásának alakulása

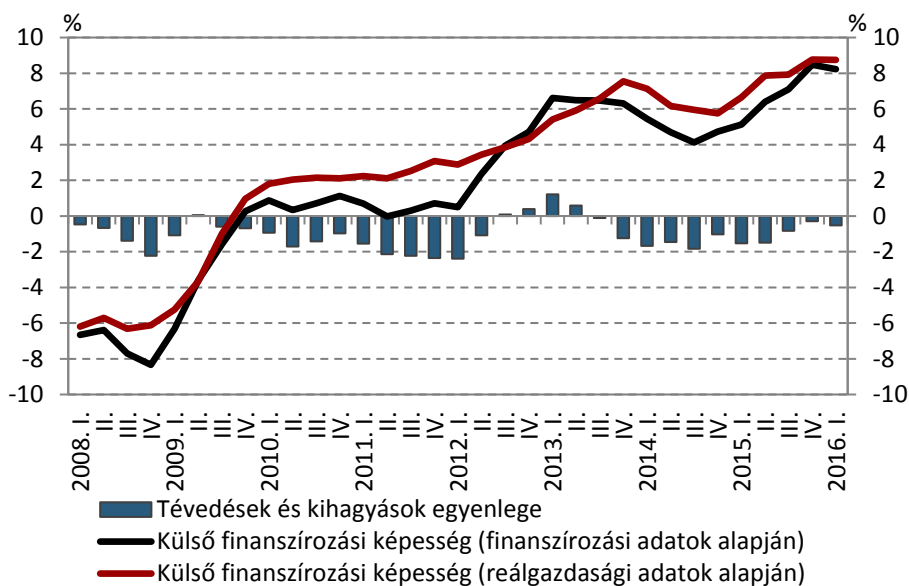


2. FINANSZÍROZÁSI MEGKÖZELÍTÉS

A pénzügyi mérleg négy negyedéves adatai a finanszírozási képesség enyhe mérséklődését jelzik. A negyedév során folytatódott a közvetlentőke-befektetések beáramlása, ami a nettó FDI-források 0,2 milliárd eurós bővülése mellett valósult meg. A közvetlentőke-befektetések bruttó szárainak alakulását az előző negyedévhez hasonlóan átfolyótőke-tranzakciók vetették vissza, azonban a tisztított adatok szerint a külföldi FDI-források bővültek. A nettó külső adósság mérséklődése érdemben lelassult, és szerkezetét jelentősen befolyásolta, hogy a negyedév során a jegybank közel 3 milliárd euro likviditást folyósított a bankok számára a devizahitelek forintosításához kötődően. Ennek hatására bankok nettó külső adóssága jelentősen csökkent, míg a konszolidált államháztartásé emelkedett. A bankok által kapott deviza egyelőre a külföldi követeléseiket növelte, így bruttó külső adósságuk nem változott érdemben, ami a rövid lejáratú források mérséklődése és a hosszú források emelkedése mellett alakult ki. Bár a konszolidált állam nettó külső adóssága emelkedett, ez döntően a devizatartalék csökkenéséhez köthető, miközben a külföldiek állampapír-állományának mérséklődése az első negyedévben is folytatódott.

Az első negyedévben a pénzügyi mérleg tételei alapján enyhén mérséklődött a gazdaság – korábban 8 százalék fölé emelkedett – négy negyedéves külső pozíciója, és így továbbra is elmaradt a reálgazdasági tranzakciók oldaláról számított értéktől.² A gazdaság külső adósságmutatóinak mérséklődése tehát továbbra is elmarad a folyó és tőkemérleg adatai alapján számítottól – ez ugyanakkor a magyar gazdaságra és a régiós országokra is hosszabb távon jellemző összefüggés (ami csak 2012 végén fordult meg rövid időre, amikor a pénzügyi mérleg adatai mutattak nagyobb forráskiáramlást, mint amit a folyó- és tőkemérleg alapján láttunk). Ennek a különbségnek a mértéke az elmúlt negyedévekben a GDP 1 százaléka alatt ingadozott, ami nemzetközi összehasonlításban alacsonynak számít (részletesebben lásd a 2016. márciusi Fizetési mérleg jelentést).

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

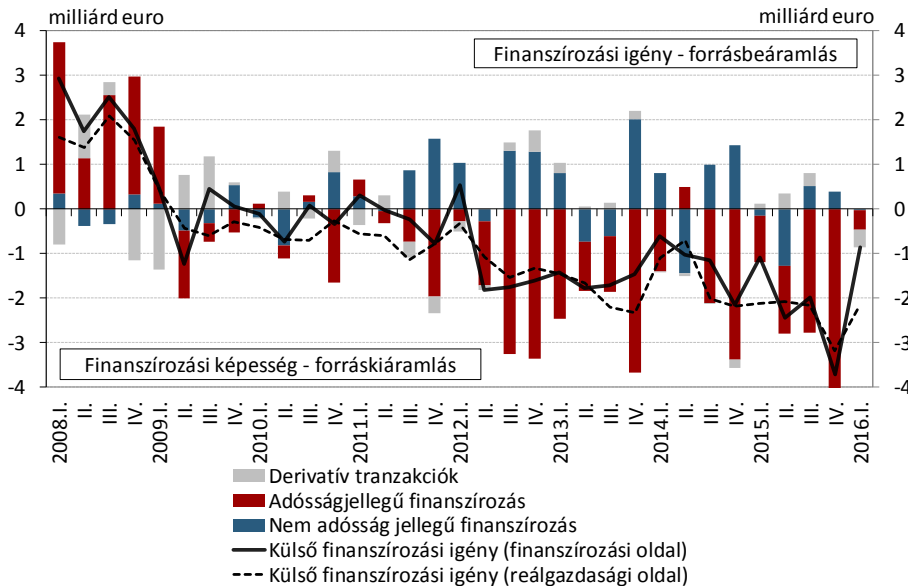


A pénzügyi mérleg oldaláról számított finanszírozási képesség az első negyedévben jelentősen csökkent, így a gazdaság nettó külföldi tartozása csak kisebb mértékben, mintegy 900 millió euróval mérséklődött. Az év elején bekövetkezett érdemi csökkenés vélhetően szezonális jelenség, mivel az első negyedév finanszírozási képessége az elmúlt években is érdemben elmaradt az év további részében tapasztalttól (9. ábra). Kismértékben, de folytatódott a nettó

² A fizetési mérleg alakulása a reálgazdasági tranzakciók finanszírozása felől is szemléltethető. A pénzügyi mérleg ugyanis azt mutatja meg, hogy a rezidens gazdasági szereplők milyen, a nettó pénzügyi vagyont érintő ügyletekkel finanszírozták a reálgazdasági tranzakciókat. A reálgazdasági és finanszírozási megközelítés szerinti adatnak elméletben egyezőnek kellene lennie, de a nem integrált adatforrások, a nem teljes körű megfigyelés, illetve az árfolyamok különböző kezelése eltéréseket okozhat, amit a „Tévedések és kihagyások egyenlege” mutat.

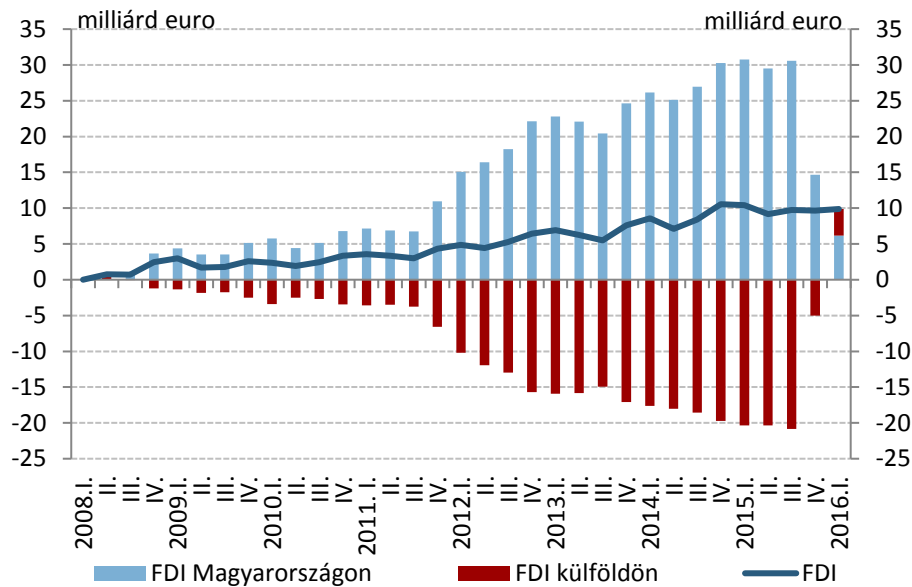
külső adósság csökkenése, amelynek szerkezetét a forintosításhoz nyújtott devizaliquiditás érdemben befolyásolta. A derivatív tranzakciónál tapasztalt forráskiáramlás a vállalati szektorhoz, azon belül is egy hazai nagyvállalathoz köthető, míg a nem adósság jellegű forrásokon belül a közvetlentőke-befektetések emelkedését ellensúlyozta a külföldiek nettó részvénybefektetéseinek csökkenése.

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



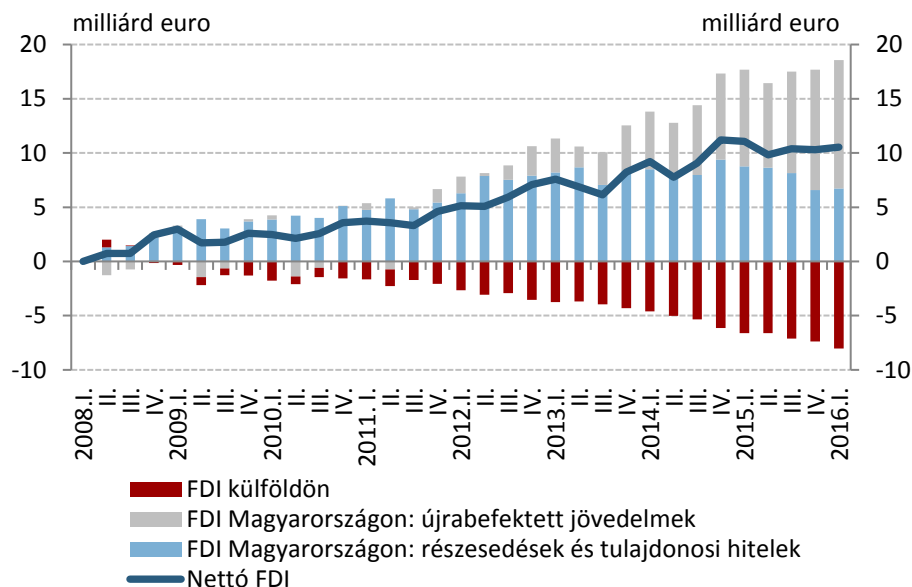
2.1. Nem adósság jellegű források

2016 első negyedében enyhén nőtt a külföldiek nettó magyarországi közvetlentőke-befektetése. A nettó források bővülése mellett az átfolyótőke-tranzakciók 2015 negyedik és 2016 első negyedében is nagymértékben csökkenték a magyarországi és külföldi befektetéseket. A 2015 negyedik negyedévi és a 2016 első negyedévi adatokat is jelentősen befolyásolták átfolyótőke-tranzakciók, amelyek a bruttó száraz összesen közel 25 milliárd eurós csökkenéséhez vezettek (10. ábra). A közvetlentőke-források év végi magyarországi csökkenése jelentős részben egy külföldi tulajdonban lévő multinacionális nagyvállalat külföldi leányvállalatának értékesítéséhez kötődött, amelynek vételára a hitelkövetelések emelkedésében tükröződik. A tranzakció tehát egyrészt csökkentette a hazai vállalatok külföldi részesedéseit (mivel eladott egy külföldi leányvállalatot), másrészt a kapcsolt külföldi vállalattal szembeni hitelkövetelés a magyarországi befektetéseket mérsékelte. Az átfolyótőke-tranzakciók az első negyedévben is közel 9 milliárd euróval csökkentették a magyarországi és külföldi részesedéseket (részletesebben lásd „A fizetési mérleg alakulása 2016. I. negyedéves adatok alapján” című sajtóközleményt).

10. ábra: A közvetlentőke-befektetések alakulása (kumulált tranzakciók³)

Az átfolyó tőke tranzakcióktól szűrt adatok alapján az első negyedévben 0,9 milliárd euróval nőtt a külföldiek magyarországi befektetése, míg a nettó források 0,2 milliárd euróval bővültek. Mivel az átfolyótőke-tranzakciók jelentősen torzítják a közvetlentőke-befektetések alakulását, az elemzésekben az ilyen tranzakcióktól szűrt adatokat érdemes vizsgálni. Ezen adatok szerint az első negyedévben a külföldiek magyarországi befektetése 0,9 milliárd euróval, míg a rezidensek kifizetése 0,6 milliárd euróval bővült. Így az első negyedév során 0,2 milliárd euróval nőttek a nettó közvetlentőke-befektetések Magyarországon. A nettó források emelkedésében szerepe volt a CIB Bank 0,1 milliárd eurót meghaladó tőkeemelésének⁴, illetve a becsült újrabefektetett jövedelmek FDI-növelő hatásának⁵.

11. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)



³ Habár az FDI külföldön kumulált tranzakciói negatív tartományba kerültek, ez csak azt jelenti, hogy a 2008 óta kumulált tranzakciók – az átfolyó tőke tételei miatt – a rezidensek külföldi befektetéseinek csökkenését jelzik. Ugyanakkor az állományi mutatókkal részletesebben foglalkozó 5. fejezetben látható, hogy továbbra is jelentős kifizetésekkel rendelkeznek a rezidensek.

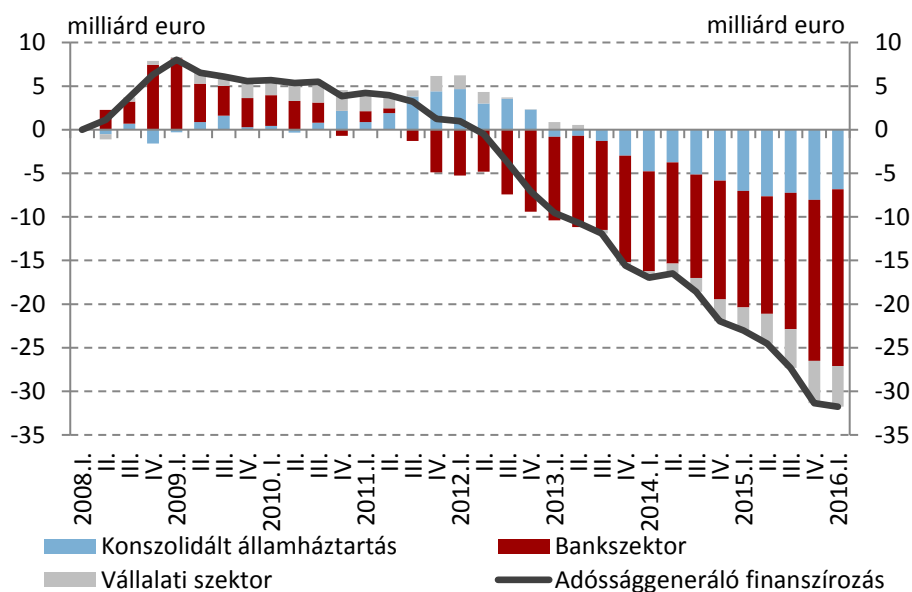
⁴ http://www.cib.hu/system/files/server?file=/Sajtoszoba/CIB_Bank_reszv_hat_2016_02_23.pdf&type=related

⁵ A vállalati jövedelmezőségre vonatkozó 2015-ös adatok a vállalati kérdőívek 2016. szeptemberi beérkezéséig becslésen alapulnak.

2.2. Adósság jellegű források

Az első negyedévben lelassult a gazdaság szereplőinek külső adósságtörlesztése, a szektorok közötti megoszlását ugyanakkor érdemben befolyásolta (a bankokét csökkentette, az államét növelte) a devizahitelek forintosítása miatt a bankrendszer részére folyósított devizalikviditás. Az első negyedévben jelentősen lelassult a gazdaság szereplőinek adósságtörlesztése, és az előző negyedévi közel 4 milliárd eurót követően mindössze 0,4 milliárd eurót tett ki. A forráskiáramlás szektorbontását jelentősen befolyásolta a negyedév során, hogy a jegybank jelentős (2,9 milliárd euro) értékű devizalikviditást folyósított a bankrendszer számára a devizahitelek forintosításához kapcsolódóan. Ez a tranzakció a bankrendszer nettó külső adósságát csökkentette, míg a konszolidált államét⁶ növelte. Így összességében az állam nettó külső adóssága 1,2 milliárd euróval nőtt, míg a bankrendszeré 1,8 milliárd euróval csökkent (a kumulált adatokat mutató 12. ábraábrán az oszlopok nagyságának változása illusztrálja az adott szektor nettó külső adósságának változását). A vállalatok nettó külső adóssága kismértékben, 0,2 milliárd euróval emelkedett a negyedév során.

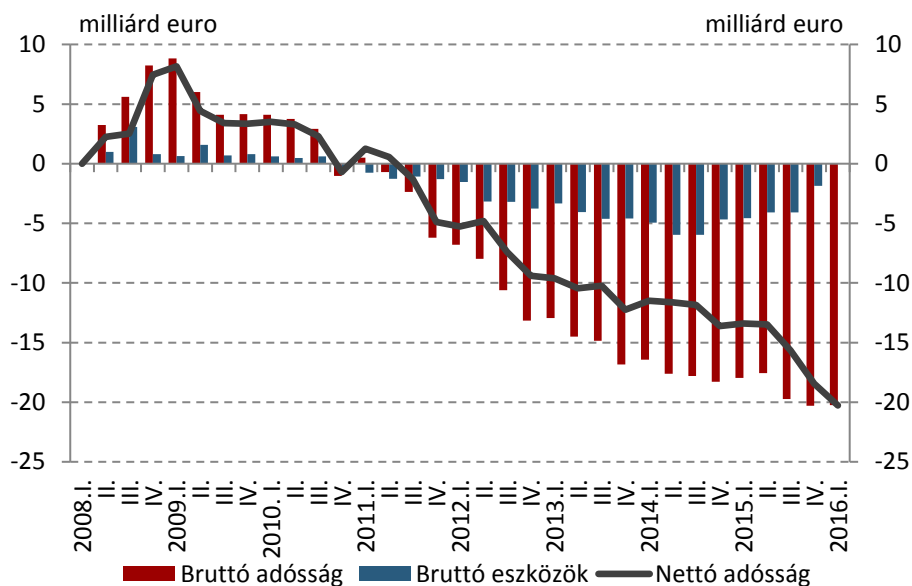
12. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása (kumulált tranzakciók)



A bankrendszer nettó külső adóssága 1,8 milliárd euróval mérséklődött, ami szinte teljes mértékben a külföldi eszközök emelkedésében tükröződött. Ebben jelentős szerepe volt annak, hogy a bankok a negyedév során 2,9 milliárd euro értékben kaptak devizalikviditást az MNB-től, a korábban a forintosításhoz és elszámoláshoz kapcsolódó devizacsere-ügyletek lezárása kapcsán. A bankoknál 2015 közepe óta megfigyelhető a rövid külső források csökkenése, amelynek hatását azonban mérsékli a hosszabb lejáratú források – stabilitási szempontból kedvező – emelkedése. Ez folytatódott az első negyedév során is: a bankok rövid lejáratú adóssága mintegy 900 millió euróval csökkent, míg hosszú lejáratú adóssága hasonló mértékben nőtt. A forrásszerkezet ilyen irányú átalakulásában szerepet játszhatott az MNB által bevezetett DEM-szabályozás is. (A rövid külső adósságról részletesebben lásd az adósságmutatók alakulásáról szóló részt).

⁶ Az államháztartási szektort a külső finanszírozás szerkezetében elemzési szempontokból az MNB-vel konszolidáltan vizsgáljuk.

13. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának és követelésének alakulása (kumulált tranzakciók)



Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adóssága – a külső adósság kisebb és a tartalék nagyobb csökkenése mellett – 1,2 milliárd euróval emelkedett (14. ábra). Az elmúlt években jelentősen csökkent a konszolidált állam nettó külső adóssága. A mérséklődés főként a külföldiek csökkenő állampapír-állományához kötődött, amelynek mértéke 2014 vége óta közel 8 milliárd eurót tett ki. A belföldi szereplők tényerését az önfinanszírozási program is támogatta. Az első negyedévben a konszolidált államháztartásnál tovább mérséklődő bruttó külső adósság mellett a forintosítás-hoz kötődő devizacsere-ügyletek lezárásához kötődően csökkent a devizatartalék is. Ez összességében az állam nettó külső adósságának mintegy 1,2 milliárd eurós emelkedésével járt.

Az állam nettó külső adósságát csökkentette, hogy:

- a korábban jellemzőnél kisebb mértékben, de a gazdasági szereplők (főként az előző költségvetési ciklushoz kapcsolódóan) továbbra is felhasználtak EU-transzfereket (0,4 milliárd euró), ami a devizatartalék növelésén keresztül csökkentette a nettó külső adósságot;
- folytatódott a külföldiek forintállampapír-eladása a negyedév során (0,9 milliárd euró);
- a külföldiek csökkentették devizaállampapír-állományukat (0,6 milliárd euró);
- a devizatartalék növelésén keresztül az is csökkentette az állam nettó külső adósságát, hogy a negyedév elején lejárt a bankrendszernek december végén nyújtott rövid lejáratú devizacsere-ügylet (0,4 milliárd euró), illetve több hosszabb lejáratú, a Növekedési Hitelprogramhoz kapcsolódóan kötött devizacsere-ügylet is.

Az állam nettó külső adósságát növelte, hogy:

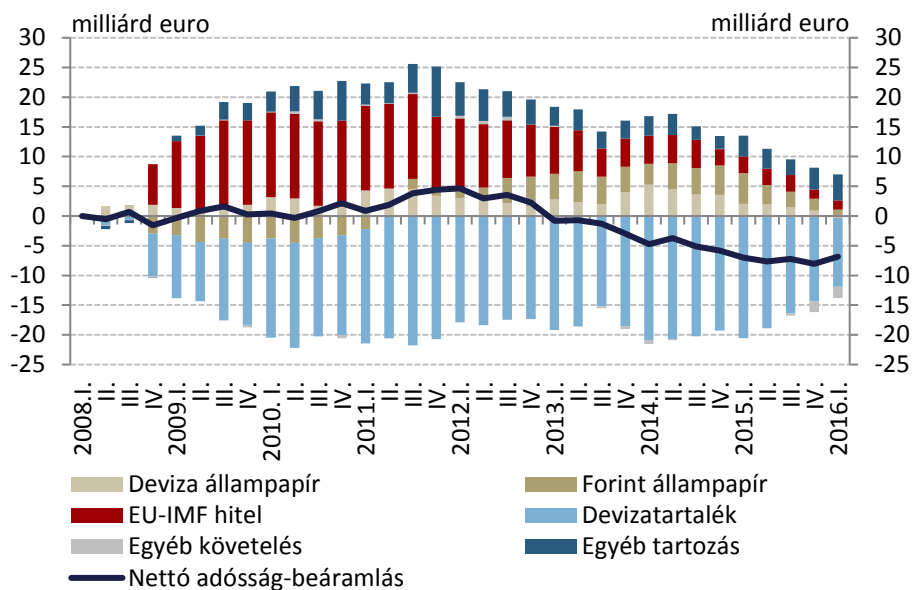
- a devizahitelek forintosításához a bankok rendelkezésére nyújtott devizacsere-ügyletek lejáratára 2,9 milliárd euróval csökkentette a devizatartalék szintjét;
- továbbá az állam devizakötvényekre fizetett kamatai, illetve egyéb devizafizetési kötelezettségei (például külföldi nyugdíjfizetési kötelezettségek) is csökkentették a devizatartalékot.

Az állam nettó külső adósságát nem változtatta, azonban a bruttó száraz nagyságát befolyásolta, hogy:

- a negyedév során az EU az új ciklushoz tartozó pénzekhez előleget utalt át, ami a tartalékot és a külső adósságot is növelte (0,6 milliárd euró);
- márciusban lejárt egy főként külföldi kézben lévő fontkötvény, ami az állam bruttó külső adósságát és a tartalékot is mérsékelte (0,7 milliárd euró);

- a negyedév során a dollár erősödött az euróval szemben, így az államnál elhelyezett marginszámlán csökkent a külföldi betét, ez pedig csökkentette az állam bruttó külső adósságát és a devizatartalékokat is (0,4 milliárd euro).

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



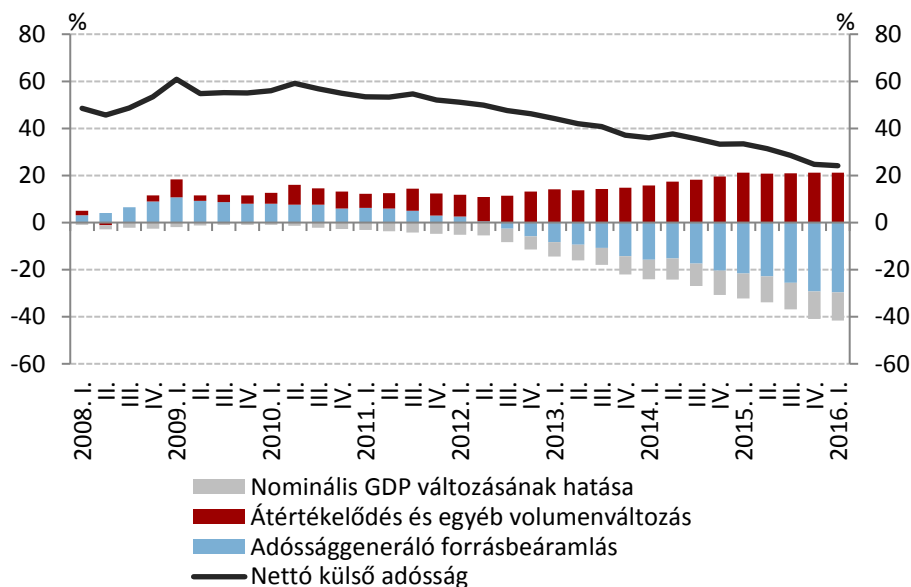
3. ÁLLOMÁNYI MUTATÓK ALAKULÁSA

Az első negyedévben tovább folytatódott a magyar gazdaság külső adósságmutatóinak korrekciója: a nettó külső adósság a GDP 24 százaléka, a bruttó külső adósság a GDP 74 százaléka közelébe süllyedt. A nettó külső adósság csökkenésében a forráskiáramlás mellett átértékelődési hatások, illetve a nominális GDP emelkedése is szerepet játszott. Az ország bruttó külső adósságának GDP-hez viszonyított aránya a nettó külső adósságnál nagyobb mértékben csökkent, mivel a külföldi tartozások mérséklődése nagyobb mértékű volt, mint az ország külföldi eszközeinek csökkenése. A rövid külső adósság mérséklődése is folytatódott az időszakban: az első negyedév végén 20 milliárd euro körül alakult az ország kockázati megítélése szempontjából kiemelt fontosságú mutató. A mérséklődésben döntően a bankrendszer rövid forrásainak csökkenése, illetve az állami szektor kötvénylejárata és eredeti futamidő szerinti rövid külső adósságának jelentősebb csökkenése játszott szerepet. A devizatartalék mértéke továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt szintet.

3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása

A lassuló forráskiáramlás mellett kisebb mértékben, de tovább mérséklődött az ország nettó külső adóssága az első negyedévben (15. ábra). A GDP-arányos adósságmutató 24 százalékra történő mérséklődését az összes komponens támogatta: az adósság típusú források kiáramlása mellett kisebb mértékben, de a GDP növekedése és az átértékelődési hatások is a mutató csökkenésének az irányába hatottak. Az átértékelődési hatások összességében mérsékeltek a mutatót, ez azonban ellentétes irányú folyamatok eredőjeként alakult ki: míg a forintárfolyam dollárral szembeni erősödése mérsékelte a nettó külső adósságot, addig az állampapírok átárazódása⁷ és a forint euróval szembeni gyengülése növelte azt. A nettó külső adósságot – az átértékelődési hatások mellett – az adósság jellegű források kiáramlása is mérsékelte (lásd a finanszírozási megközelítésről szóló fejezetet). Továbbá a nominális GDP növekedése is a mutató csökkenésének irányába hatott.

15. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői (kumulált, tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos érték, 2007 vége = 0)



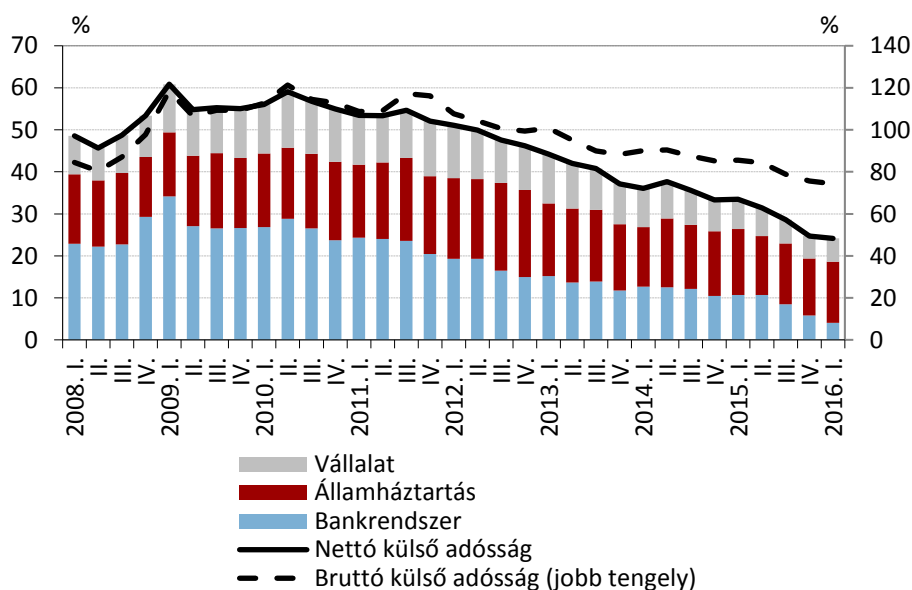
Az első negyedévben a nettó külső adósság mérséklődése döntően a bankrendszer külső adósságának nagyobb mértékű csökkenéséhez köthető (16. ábra). A bankrendszer nettó külső adóssága a GDP mintegy 1,7 százalékával mérséklődött az első negyedévben, amit döntően a szektor külföldi eszközeinek emelkedése támogatott. Ez utóbbiban jelentős szerepet játszott, hogy a negyedév során az MNB a bankok számára mintegy 2,9 milliárd euro devizát folyósított a

⁷ A fizetésimérleg-statisztikában az állampapírok állománya piaci árfolyamon kerül bemutatásra, így értéküket jelentősebb mértékben befolyásolhatja a hozamok elmozdulása – ezzel szemben az ÁKK a külföldiek államkötvény-állományát névértéken tartja nyilván.

forintosításhoz és elszámoláshoz kapcsolódó devizacsere-ügyletek lezárása kapcsán. Ez ugyanakkor a konszolidált államháztartás nettó külső adósságának emelkedése irányába hatott, ugyanis a devizahitelek forintosításához kötődően mérséklődtek a jegybanki devizatartalékok. Vagyis a forintosításhoz kapcsolódó swapok lejáratra csak átrendezte a nettó külső adósság szerkezetét: míg a kapott devizalikviditás mérsékelte a bankrendszer külső adósságát, addig a devizatartalékok csökkenése miatt nőtt az államháztartás nettó külső adóssága. Az államháztartás nettó külső adósságának emelkedése irányába hatott továbbá a hozamok csökkenése miatt átértékelődő állampapír-állomány is. Az államháztartás nettó külső adósságának növekedését ugyanakkor fékezte a külföldiek állampapír-állományának mérséklődése mellett a forintárfolyam dollárral szembeni erősödése is. Összességben a konszolidált államháztartás nettó külső adósságának emelkedése elmaradt a bankrendszer esetében tapasztalt csökkenéstől, így folytatódott a magyar gazdaság nettó külső adósságának mérséklődése. A vállalatok nettó külső adóssága nem változott érdemben: a külső tartozások emelkedését nagyjából ellensúlyozta a külföldi eszközök növekedése. Az elmúlt egy év nettó külső adósságcsökkenése döntően a bankszektorhoz kötődött: míg a bankok nettó külső adóssága 2015 elején még a GDP 11 százalékát tette ki, addig 2016 első negyedévének végén már csak a GDP 4 százaléka körül alakult.

A bruttó külső adósság korrekciója is folytatódott az első negyedévben, az időszak végén a GDP 74,3 százalékát tette ki (16. ábra). A bruttó külső adósság első negyedév során tapasztalt csökkenése elsősorban az államháztartás adósság típusú forrásainak kiáramlásához – ezen belül is a külföldiek állampapír-állományának csökkenéséhez, a marginszámlák csökkenéséhez, illetve egy devizakötvény lejáratához – köthető. A magánszektor bruttó külső adóssága ugyanakkor nem változott érdemben: a bankrendszer bruttó külső adósságának enyhe mérséklődését ellensúlyozta a vállalati szektor bruttó adósságának emelkedése. Az ország bruttó külső adósságának GDP-hez viszonyított aránya a nettó külső adósságnál nagyobb mértékben csökkent, mivel a külföldi tartozások mérséklődése nagyobb mértékű volt, mint az ország külföldi eszközeinek csökkenése.

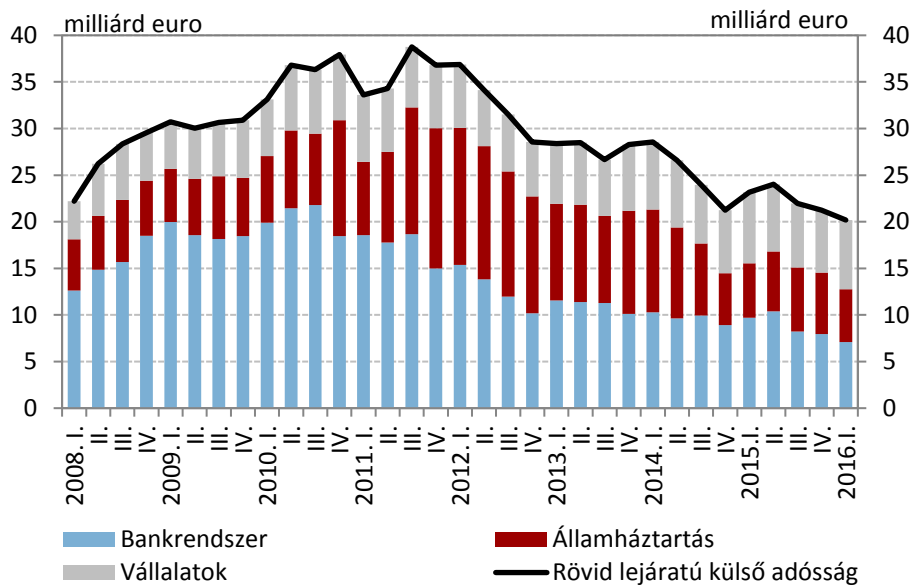
16. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)*



3.2. A rövid külső adósság alakulása

Az ország rövid lejáratú adóssága közel 1 milliárd euróval, 20 milliárd euro közelébe mérséklődött az első negyedév végén (17. ábra). A negyedéves fizetési mérleggel együtt publikálásra kerülő lejáratú tábla szerint az ország éven belülivé váló külső adóssága 0,4 milliárd euróval csökkent. A mérséklődés döntően az államháztartáshoz köthető: a berövidülő adósságot egyrészt csökkentette egy márciusban lejárt angol fontban denominált államkötvény törlesztése, másrészt a külföldiek állampapír-eladása is mérsékelte a mutatót. A berövidülő adósság mellett az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság is jelentősen, mintegy 0,6 milliárd euróval csökkent – és így az első negyedév végén historikusan alacsony, 2005 óta nem tapasztalt szintet, 13,4 milliárd eurót tett ki.

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



A rövid külső adósság szektorok szerinti alakulását tekintve a mérséklődés a bankszektorhoz és államháztartáshoz kapcsolódott, míg a vállalatok rövid külső adósságának emelkedése ezt némiképp ellensúlyozta. Az államháztartás rövid külső adóssága közel 0,9 milliárd euróval csökkent a negyedik negyedév végéhez képest, melyben a berövidülő adósság és az eredeti futamidő szerinti adósság fentebb említett mérséklődése is szerepet játszott. Az államháztartás eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssága – főként a marginállomány csökkenése miatt – mintegy 0,4 milliárd euróval mérséklődött. A bankszektor esetében folytatódott a rövid külső adósság mérséklődése, amely főként a szabályozásváltozásoknak való megfeleléshez köthető. A szektor rövid külső adósságának csökkenését ugyanakkor némiképp ellensúlyozta berövidülő adósságának enyhe emelkedése. A rövid külső adósság mérséklődését fékezte, hogy a vállalati szektor rövid külső adóssága közel 0,9 milliárd euróval emelkedett az első negyedévben, ami az eredeti futamidő szerinti adósság nagyobb mértékű növekedéséhez köthető. Az emelkedés egy jelentős része ugyanakkor egy vállalat átmeneti, rövid futamidejű hitelfelvételével magyarázható.

3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása

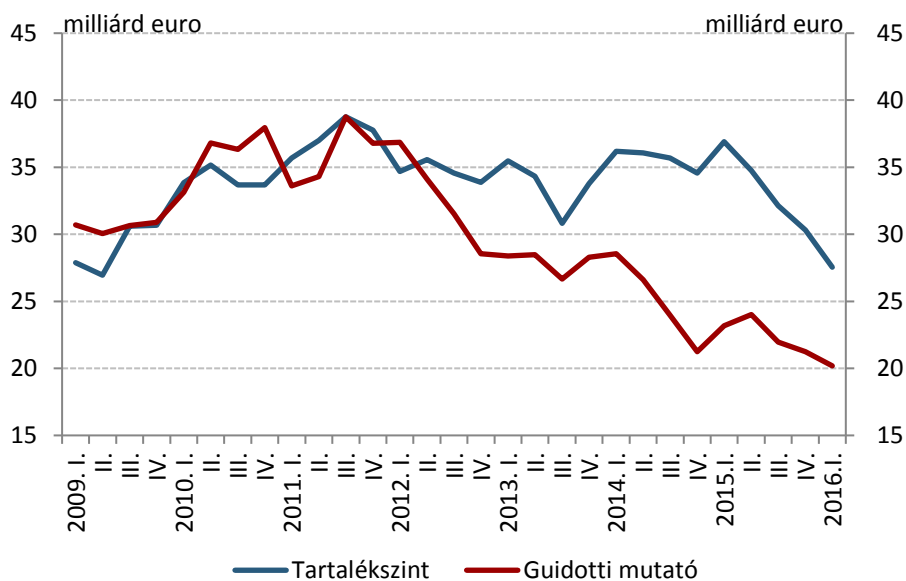
2016 első negyedévében elsősorban a lakossági devizahitelek forintosításához kötődő devizaswap-ügyletek lejáratára miatt 27,6 milliárd euróra csökkent a devizatartalék állománya. A közel 3 milliárd eurós csökkenés alapvetően a következő tényezők hatásaként alakult ki:

- A lakossági devizahitelek forintosításához kötődő devizaswapok lejáratára összesen mintegy 3 milliárd eurós tartalékcsökkenő hatással bírt, amelyből közel 2,1 milliárd eurót tett ki a feltétel nélküli swap-ügyletek 2016. március közepére eső lejáratára, míg a feltételes eszközben görgetett deviza elvitele további mintegy 0,9 milliárd euróval mérsékelte a tartalékok szintjét. A hitelintézetek az MNB rövid külső adósság csökkentési feltételhez kötött swapeszközében legfeljebb 2016. március 30-ig görgethették a forintosításhoz kötődő devizatendereken megvásárolt devizát, így 2016 első negyedévének végén az eddig el nem vitt devizamennyiség is a bankokhoz került.
- További tartalékcsökkenő tételként jelent meg az ÁKK nettó devizafinanszírozása, amely a vizsgált időszakban főként egy fontban denominált devizakötvény 0,6 milliárd eurós lejáratához kötődött. Az ÁKK ebben az esetben is a megnövekedett forintbetétje terhére a jegybanktól vásárolt devizából törlesztette devizaadósságát. Az adósságkezelő részéről a megemelt forintpiaci kötvénykibocsátások (az állam növekvő forintlikviditását biztosítva) a lejárató devizaforrásokat alapvetően forintból megújító adósságkezelési politika (negatív nettó devizakibocsátás) támogatását jelentették, amelyet az önfinanszírozási program intézkedéseinek köszönhetően jelentős részben a bankok többletkereslete tett lehetővé, amit kiegészített a lakosság jelentős állampapír-vásárlása is.

- A devizatartalék szintjét hozzávetőlegesen 1 milliárd euróval tovább mérsékeltek a Magyar Államkincstár (MÁK) devizakiadásai, az ÁKK egyéb devizatranzakciói, valamint az ÁKK fedezési swap-ügyleteihez kötődő mark-to-market betét állományváltozása, amely elsősorban az euro – az időszak nagy részében megfigyelt – dollárral szembeni erősödésével magyarázható.
- A fenti tényezőkkel szemben a tartalékok növekedésének irányába hatott az uniós források 1,2 milliárd eurós beáramlása, valamint számos egyéb tényező, többek között a 2015. december végén eurolikviditást nyújtó egyhetes futamidejű jegybanki EUR/HUF FX-swap lejárat, az NHP III. pilléréhez kapcsolódó egyes devizaswap-ügyletek lejárat előtti lezárása, illetve a hazai bankok jegybanknál elhelyezett devizabetét-állományának emelkedése. Mindezen tényezők azonban csak részben tudták ellensúlyozni a devizatartalék MNB programjaihoz kötődő csökkenését.

A devizatartalék csökkenése mellett a rövid lejáratú külső adósság is mérséklődött, így a devizatartalék mértéke továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt szintet. A devizatartalék 2016 első negyedében tapasztalt 2,8 milliárd eurós csökkenésével szemben a rövid külső adósság ennél kisebb mértékben, közel 1 milliárd euróval mérséklődött, ami a rövid külső adóssághoz viszonyított devizatartalék-többlet apadását eredményezte. A befektetők és a jegybank által is kiemelten követett Guidotti-szabály alapján azonban a devizatartalékok 2016 első negyedében is számottevően, több mint 7 milliárd euróval haladták meg a rövid lejáratú külső kötelezettségállományt. A devizatartalék szintje az IMF által kiemelten figyelt egyéb mutatók tekintetében is megfelelő.

18. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya



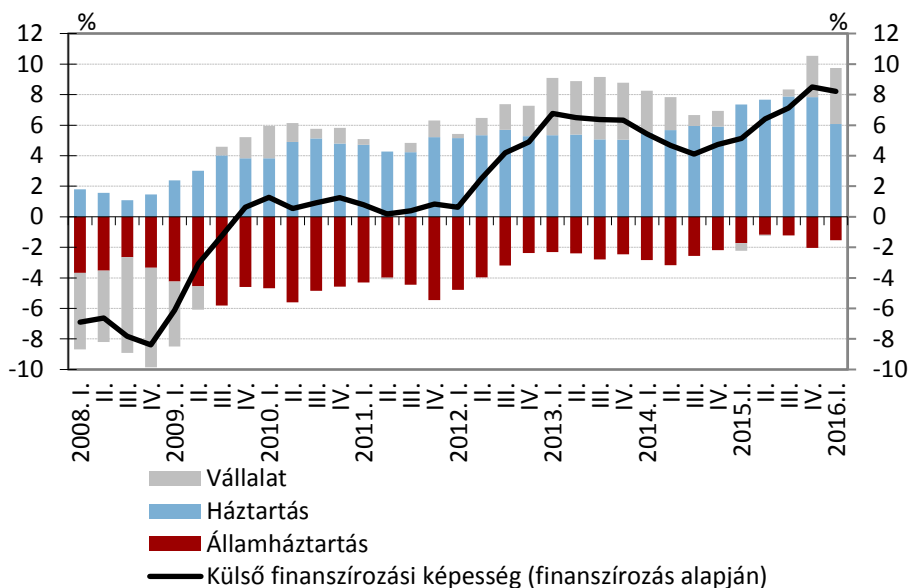
*Guidotti-mutató: a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság.

4. SZEKTOROK MEGTAKARÍTÁSA SZERINTI MEGKÖZELÍTÉS

2016 első negyedében a gazdaság – finanszírozási oldal szerinti – külső pozíciója a GDP 8 százaléka közelébe mérséklődött. Bár az államháztartás és a vállalati szektor finanszírozási képessége kedvezőbben alakult az elmúlt negyedévhez képest, a háztartások pénzügyi megtakarításában bekövetkezett csökkenés hatására a gazdaság külső finanszírozási képessége összességében némileg mérséklődött. A háztartások finanszírozási képességét csökkentette, míg a vállalatokét növelte, hogy a négy negyedéves mutatóból kikerült az elszámolás 2015. első negyedévi egyszeri hatása. A lakossági nettó megtakarításokat az oldódó óvatossági megfontolások, illetve az ezzel összefüggésben álló fogyasztásbővülés is mérsékelte, miközben a beruházások visszaesése javította a vállalatok pozícióját. A háztartások az első negyedévben tovább növelték állampapír-megtakarításaikat, miközben a bankbetétek és a befektetési alapok állománya csökkent.

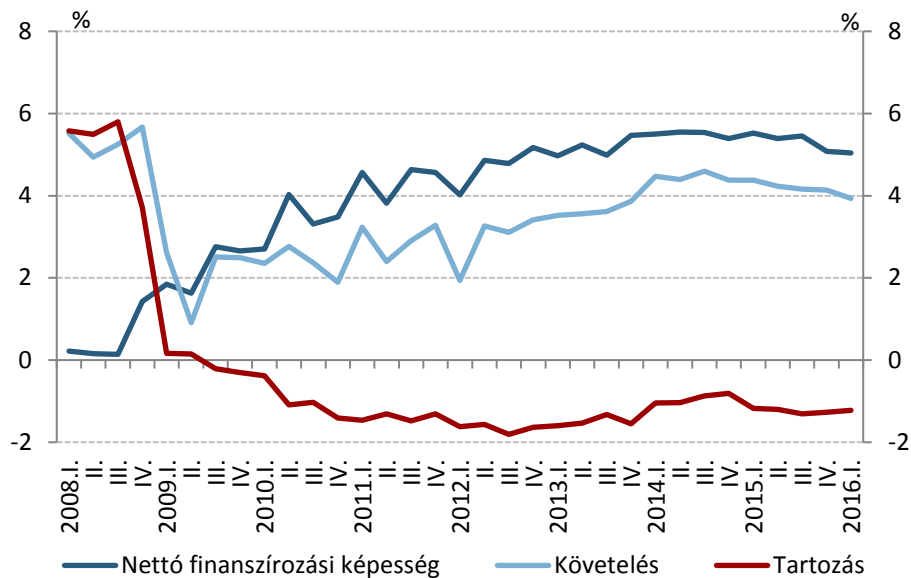
Az év első negyedében a gazdaság négy negyedéves finanszírozási képessége a GDP 8 százalék közelébe mérséklődött, ami elsősorban a háztartások csökkenő finanszírozási képességéhez köthető, miközben az állam finanszírozási igénye mérséklődött (19. ábra). A költségvetés visszafogott forrásigénye a bővülő fogyasztásra, a foglalkoztatás miatt növekedő adóbevételekre, illetve a mérséklődő kamatkiadásokra vezethető vissza. A növekedési adóhitel a bevételi oldalon, míg a visszaeső EU-transzferek miatt alacsonyabb állami önrész a kiadási oldalon szintén az alacsonyabb finanszírozási igény irányába hatottak. 2015 első negyedében a devizahitelekhez kötődő elszámolások profitszökkentő hatása a vállalatok finanszírozási képességét mérsékelte, a háztartásokét növelte. Az elszámolások egyszeri hatása 2016 első negyedében kikerült a mutatóból, ami a háztartásoknál csökkenést, a vállalatoknál növekedést okozott a nettó megtakarításban. A háztartások mérséklődő finanszírozási képességét emellett tovább csökkentette az oldódó óvatossági motívummal összefüggésben emelkedő fogyasztás is.

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



A háztartások szezonálisan igazított nettó megtakarítása az alapfolyamatok szerint a GDP 5 százalékára csökkent, amihez a lassan emelkedő hitelkereslet és a mérséklődő eszközfelhalmozás egyaránt hozzájárult. Az egyre inkább oldódó óvatossági megfontolások hatására tovább emelkedett a lakosság hitelfelvétele, azonban összességében a szektor továbbra is nettó hiteltörlesztő. Az emelkedő foglalkoztatottság és a feszesedő munkapiac következtében érdemben bővülő reálbérek ellenére a pénzügyi eszközök felhalmozása enyhén mérséklődött, ami szintén az óvatossági megfontolások oldódására utal. A forintosítással csökkenő kockázatok és a javuló jövedelmi kilátások szintén hozzájárultak a nettó pénzügyi megtakarítás enyhe mérséklődéséhez.

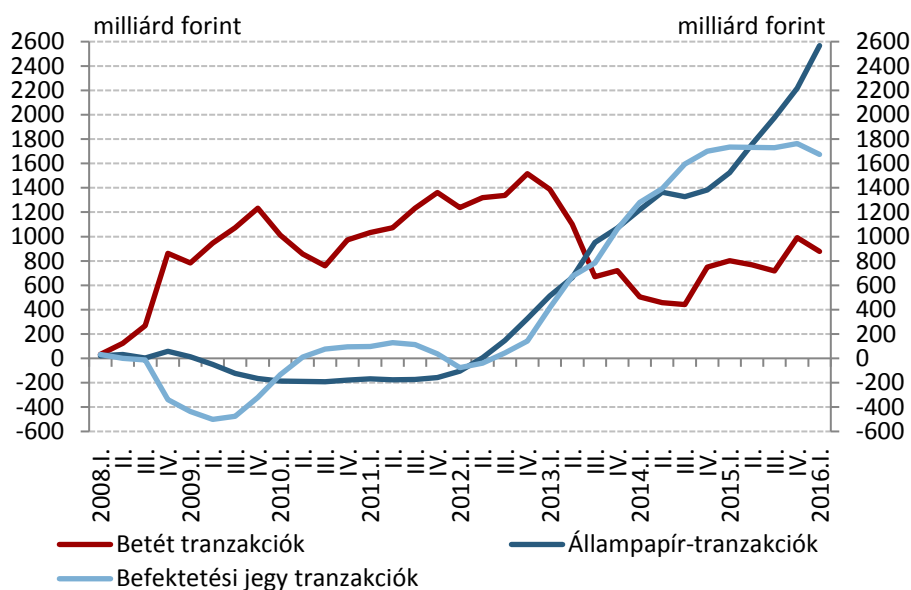
20. ábra: A háztartások finanszírozási képességének alapfolyamata* (szezonálisan igazított GDP-arányos adatok)



*A lakosság korrigált pénzügyi megtakarítása nem tartalmazza a végtörlesztés, a reálhozamkifizetés, valamint a csődbe ment takarékszövetkezetek betéteseinek kártalanításához kötődő, megtakarításokat növelő tranzakciókat, illetve a devizahiteles elszámolás és forintosítás becsült hatását.

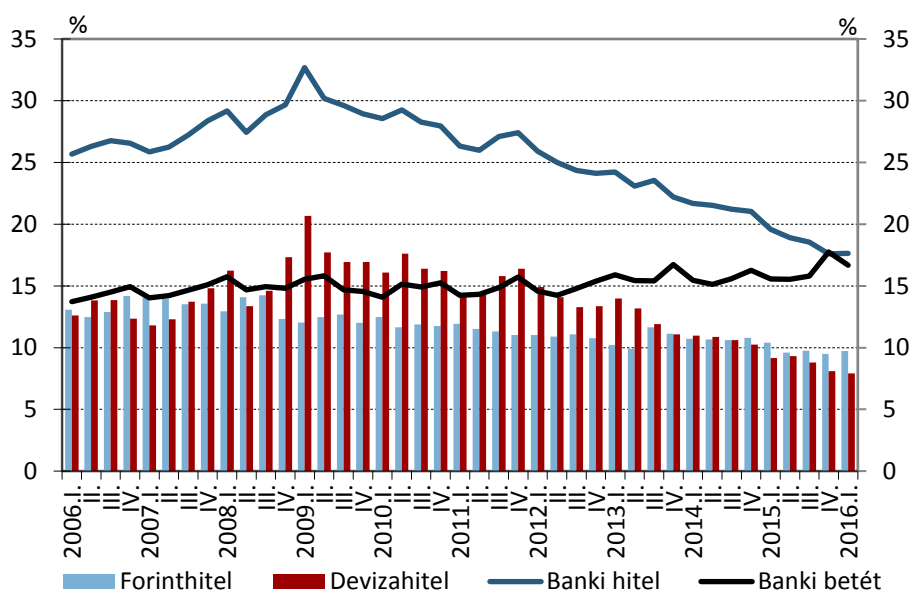
Az első negyedévben folytatódott az állampapírok gyors térnyerése, miközben a befektetési jegyek és a bankbetétek mérséklődtek. Korábban azt figyeltük meg, hogy a csökkenő banki hozamokra visszavezethetően a lakosság bankbetéteiben tartott megtakarításainak egy részét magasabb hozamot kínáló értékpapírokba fektette be. A portfólióátrendeződés folyamata 2014 közepén megállt, a likvid befektetési formának számító látra szóló bankbetétek állománya ismét emelkedni kezdett. Az állampapírok emelkedő hozamprémiuma 2015 végén ismét növekvő állampapír-keresletet eredményezett, miközben a bankbetétek és a befektetési alapok állománya 2015 harmadik negyedévéig nem változtak jelentősen. 2016 első negyedévében annak ellenére folytatódott az állampapírok emelkedése, hogy a lakoságnak kínált hozamok enyhén mérséklődtek. A magas kereslet továbbra is az alternatív befektetési formákhoz viszonyított jelentős hozamprémiummal magyarázható. Mindeközben a bankbetétek és a befektetési jegyek állománya mérséklődött, ami az előbbinél szezonális hatásnak tekinthető, míg az utóbbinál – a befektetési jegyeknél a lakosság által figyelt – a relatív alacsony visszatekintő hozamokkal lehetett összefüggésben. A befektetési alapok közül az ingatlanalapok emelkedtek a legnagyobb mértékben, a kötvény- és pénzügyi alapok állománya ugyanakkor mérséklődött, így ez a folyamat mérsékelte az állam közvetett lakossági finanszírozását.

21. ábra: A háztartási eszközök kumulált tranzakciói



Az elmúlt években a vállalati források alakulása jelentősen támogatta a banki külső adósság csökkenését, azonban 2016 elején ellentétes folyamat játszódott le. A vállalatok az elmúlt években folyamatosan növelték a betétállományukat, ami elsősorban az EU-transzferek jövedelemnövelő hatására volt visszavezethető. Emellett a vállalati beruházás is folyamatosan mérséklődött, ami szintén hozzájárult a vállalatok banki megtakarításának növekedéséhez. Ezek eredményeképp a vállalatok banki betétállománya 2015-ben mintegy 750 milliárd forinttal emelkedett. A forrásoldalon azt tapasztaltuk, hogy 2015 év végére felgyorsult a vállalatok adósságépítése. Az emelkedő betét- és csökkenő hitelállomány azt eredményezte, hogy 2015 végére a vállalatok banki betéteinek és hiteleinek állománya megegyezett. A fenti folyamatok lehetővé tették, hogy a bankok gyorsabb ütemben építsék le külső forrásaikat. 2016 első negyedévében azonban a vállalatok hitelfelvétele ismét némileg emelkedett, emellett a betétállomány is csökkent, ami a vállalatok növekvő forrásigényére utal.

22. ábra: A vállalatok banki hitel- és betétállományának alakulása (a GDP arányában)



5. KIEMELT TÉMA: A NETTÓ KÜLFÖLDI TARTOZÁSOK ALAKULÁSA

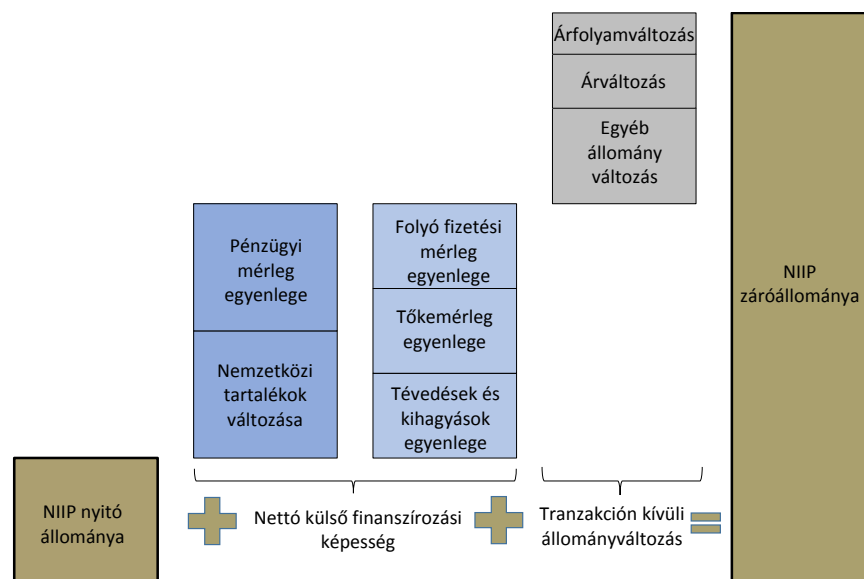
Kiemelt témánk keretében a nettó külső tartozásállomány alakulásával foglalkozunk. Az állományi mutatók fontosságára többek között a 2008-as pénzügyi válság hívta fel a figyelmet: Magyarországot ugyanis azért is érintette különösen érzékenyen a válság, mert a kitörése előtt az Európai Unión belül hazánkban volt a legmagasabb a nettó külső tartozások állománya. A külső tartozások kiugróan nagy növekedése elsősorban a korábbi külső forrásokra támaszkodó növekedési modellre, a külföldi hitelfelvételekre vezethető vissza, a nettó FDI-állomány csak kisebb mértékben növekedett. Szektorális bontásban az látszik, hogy a nettó külső tartozások állományának válság előtti növekedéséhez, majd azt követő csökkenéséhez mindhárom szektor hozzájárult, azonban a legnagyobb növekedés és alkalmazkodás – a devizahitelezés felfutásával, majd a magánszektor adósságkezelésével összhangban – a bankszektornál történt. Így a belső szereplők viselkedésének megváltozása és a belső megtakarításokra alapozó növekedés érdemi hatással van a külső tartozásmutatókra. Az állományi mutatók alakulását a finanszírozási képesség mellett az áruk és árfolyamok változása is erőteljesen befolyásolta: a tartozásráta válság előtti nagymértékű növekedésének csak mintegy harmadát okozta a GDP-növekedés hatását meghaladó forrásbevonás, aminél jóval nagyobb mértékben rontotta a pozíciót a külső tartozás árhatalmas miatti növekedése – ebben tükröződött a részvények áremelkedésének hatása, illetve hogy nőtt a külföldiek FDI-befektetéseinek értéke. Nemzetközi összehasonlítás alapján az EU-országok jellemzői alátámasztják a szakirodalom által leírt összefüggést, miszerint a fejlettség növekedésével csökken a külső tartozás GDP-arányos értéke, illetve magasabb az adósság jellegű források aránya a nettó külső kötelezettségek között.

5.1. Bevezetés

A külfölddel szembeni befektetési pozíció (IIP) a forgalmi típusú fizetési mérleghez szorosan kapcsolódó, állományi szemléletű kimutatás. A fizetési mérleg egy olyan statisztikai kimutatás, amely számszerűsíti a hazai és külföldi szereplők között végbemenő reálgazdasági, jövedelmi és pénzügyi tranzakciókat egy adott időszakra vonatkozóan. A fizetési mérleg tehát forgalmi típusú adatokat tartalmaz, ami a gazdaság külső egyensúlyi pozíciójáról, külföldi forrásokra való ráutaltságáról ad képet *az adott időszakban*. Ehhez a fizetésimérleg-statisztikához szorosan kapcsolódik *az állományi szemléletű* külfölddel szembeni befektetési pozíció fogalma, amely az ország nem rezidensekkel szembeni pénzügyi követelés- és tartozásállományát veszi számba *egy adott pillanatban*. A mutatók között kiemelt fontosságú a nettó nemzetközi befektetési pozíció (angolul net international investment position, NIIP), más néven nettó külföldi eszköz (net foreign asset, NFA), ami az ország összes külfölddel szembeni követeléseiből kivonja az ország külfölddel szembeni tartozásait, így egy nettókövetelés-mutatót állít elő. Ez mutatja meg, hogy összességében az adott ország szereplőinek külföldi pénzügyi eszközei vagy a külfölddel szembeni tartozásai nagyobbak. Ha a külföldi források meghaladják a külföldi eszközök értékét, akkor a gazdaságnak nettó külföldi (vagy külső) tartozása van (az NIIP mutató negatív értéket vesz fel), fordított esetben nettó külső követelése.

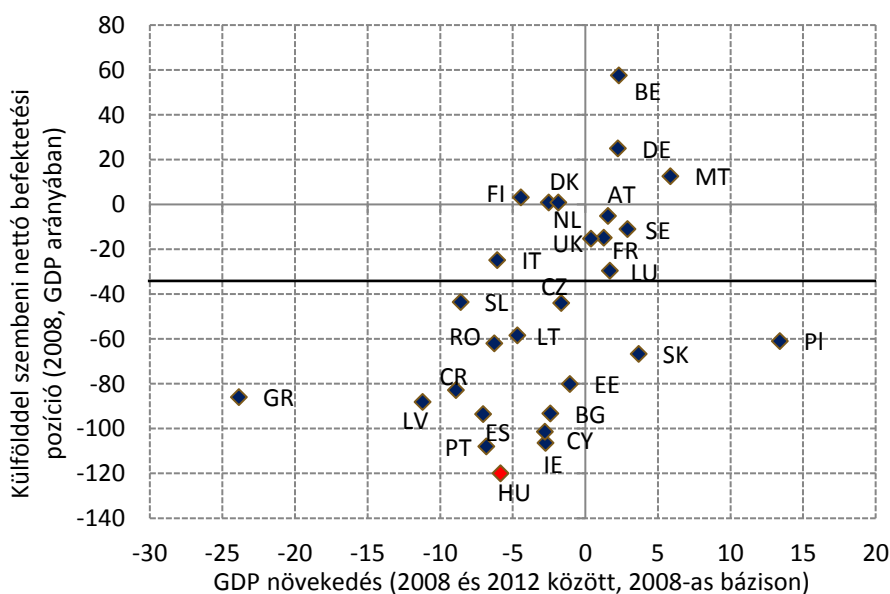
A külfölddel szembeni befektetési pozíció nagyságát az adott időszak tranzakciós adata mellett a fennálló állományokon keletkező átértékelődési és egyéb volumenváltozás hatások is befolyásolják. Az NIIP év végi értéke az év elején fennálló állományból, az időszaki nettó külföldi forrásbevonásból (külső finanszírozási képesség a finanszírozás oldaláról), az állományt érintő átértékelődési és egyéb volumenváltozási hatásokból tevődik össze (23. ábra). A fennálló állomány értékét a piaci áruk és az egyes devizák árfolyamának változása, illetve egyéb – az alapvető folyamatoktól független – tényezők (például módszertani változások, követelésleírások) befolyásolják.

23. ábra: A külfölddel szembeni befektetési pozíció összetevőinek sematikus ábrázolása



A válság is rámutatott, hogy a külfölddel szembeni nettó befektetési pozíció jelentős információval szolgál egy adott ország sérülékenységéről és a növekedésének fenntarthatóságáról, ezért a mutatót az Európai Bizottság azóta külön figyelemmel kíséri. A gazdasági válság tapasztalatai rámutattak, hogy a külfölddel szembeni befektetési pozíció is fontos információkat közöl egy gazdaság külső sérülékenységevel kapcsolatban. Ugyanis azokban az országokban, ahol a gazdasági szereplők korábban nagymértékben növelték külföldi tartozásaikat – mint például a mediterrán országokban vagy a devizahitelezés miatt Magyarországon –, a gazdasági válságot követő alkalmazkodás nagyobb növekedési áldozattal járt, mint a kisebb külföldi tartozásokat felhalmozó országokban (24. ábra). Ez részben annak is a következménye, hogy ezek az országok a válságot megelőző években külső forrásokból finanszírozták a beruházásokat, illetve a fogyasztást, így az ebben végbement alkalmazkodás itt jelentős visszaeséssel járt. A gazdasági válság előtt például Magyarország külfölddel szembeni nettó befektetési pozíciója mutatta a legnagyobb nettó tartozást az EU-n belül, ami komoly sérülékenységet jelzett. A befektetési pozíció vizsgálatának fontosságát az Európai Bizottság is felismerte, makrogazdasági egyensúlytalanságokat vizsgáló mechanizmusának (MIP – macroeconomic imbalance procedure) egyik kiemelt mutatója a NIIP, ahol az egyensúlytalanságot jelző küszöbérték a -35 százalék. Vagyis amennyiben egy ország nettó külföldi tartozása meghaladja a GDP 35 százalékát ott ez a mutató egyensúlytalanságot jelez.

24. ábra: A nettó tartozások válság előtti mértéke és a válság utáni GDP-növekedés közötti kapcsolat



5.2. A külső tartozások alakulása Magyarországon

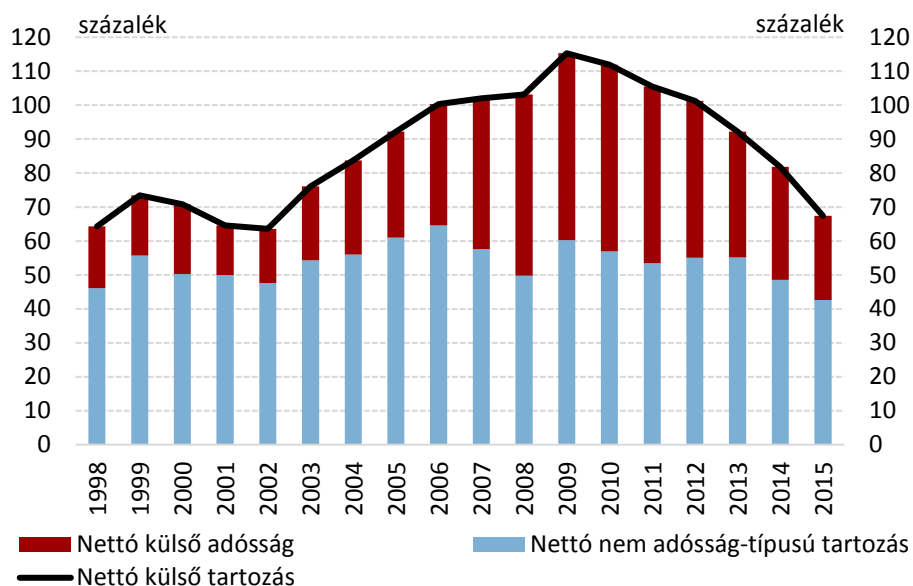
Az alábbi fejezet ismerteti, hogy a külfölddel szembeni nettó befektetési pozíció felbontható a tartozás típusa szerint (adósság és nem adósság jellegű tartozás), illetve az alapján, hogy a forrást melyik szektor (állam, vállalat, bank-szektor) vonja be, és bemutatja, hogy ezen tényezők tekintetében hogyan alakult a mutató az elmúlt években. A tartozás típusa szerinti megbontás alapján az adósság típusú források válság előtti emelkedése, majd fokozatos mérséklődése látszik. A nem adóssággeneráló források döntő részét a nettó FDI-állomány teszi ki, amely a rendszerváltást követően a 2000-es évekig emelkedett, majd ebben lassulás következett be. Emellett 2010-et követően emelkedett az átfolyó tőke mértéke, és ennek következtében növekedett a be- és kiáramló közvetlen tőke bruttó értéke. A szektorális megbontáson belül egy-egy szektorra jellemző, hogy milyen típusú forrásokat von be: az állam döntően adósság jellegű forrásokat, a nem pénzügyi vállalatok pedig főként közvetlentőke-forrásokat kapnak külföldről. Velük szemben a bankok jelentős mértékben adósodtak el külföldről, amivel főként a vállalatok és a lakosság hitelfelvételét finanszírozták. Végül a fejezet azt is ismerteti, hogy a külföldi tartozások alakulását a tranzakciók mellett milyen tényezők befolyásolták (árhatás, árfolyamhatás, nominális GDP változásának hatása).

5.2.1. A tartozás típusa szerinti felbontás

A külfölddel szembeni befektetési pozíció alapvetően két tényezőből áll: adósságból és nem adósság jellegű tartozásból. A külföldi források két nagy csoportra bonthatók attól függően, hogy milyen jellegű kötelezettséget testesítenek meg. Az ország külső *adóssága* olyan típusú pénzügyi tartozásokat (például kötvényt, hitelt, kereskedelmi hitelt) tartalmaz, melyek valamilyen törlesztési és/vagy kamatfizetési kötelezettséggel járnak. Vagyis itt található meg a külföldiek által az ország szereplőinek kölcsönadott pénzeszközök (például külföldi kézben lévő államadósság). Emellett a külső tartozás részét képezik a *tőke jellegű (részesedés típusú)*, nem adósság típusú tartozások is, melyek esetében nem áll fenn az előbb említett lejáratral rendelkező kötelezettség: vagy tulajdonosi jogviszony keletkezik (például közvetlentőke- és portfólió-részesedés), vagy egyáltalán nem történik forrásátadás az ügylet létrejöttével (például pénzügyi derivatívák, ami nem jelenti azt, hogy magának a pozíciónak a menedzselése ne igényelne forrásokat a későbbiekben). Az adósság és nem adósság jellegű külső források együttesen képezik egy adott ország külső tartozását.

Az adósság típusú források nettó külső tartozáson belüli aránya a válság előtt a külső forrásokra támaszkodó növekedési modell miatt magas szintre emelkedett, 2010 óta azonban a belső megtakarítások emelkedésével fokozatosan mérséklődik. A magyar gazdaság nettó külső tartozása a rendszerváltást követően egészen a 90-es évek végéig a vállalatok jelentős finanszírozási igényű beruházásait támogató, nem adósság jellegű források beáramlása miatt emelkedett. Magyarország jelentős folyó fizetésimérleg-hiánya a 2000-es években is fennmaradt, ám ennek finanszírozása elsősorban már nem FDI típusú forrásokból, hanem – a devizahitelezés felfutásával párhuzamosan – döntően külföldi hitelek felvételével és kötvénykibocsátással történt, így a külső tartozáson belül megemelkedett az adósság típusú források szerepe. A finanszírozási szerkezet ilyen irányú átrendeződése részben természetes folyamat eredménye, hiszen a belső pénzügyi piacok és az intézményrendszer fejlődésével párhuzamosan a külföldi befektetők számára egyre kevésbé fontos a közvetlen tulajdonlással történő befektetés (részletesebben lásd az 5.3.2. alfejezetet). A külső adósság ugyanakkor részben a korábbi, külső forrásokra támaszkodó növekedési modell eredménye volt, amiben a magas költségvetési hiány és a lakossági devizahitelezés miatt a belföldi szereplők megtakarítása elégtelen volt a beruházások és fogyasztás finanszírozására, ezért külföldi források bevonására volt szükség. A pénzügyi válság kitörését követően a szektorok alkalmazkodásával párhuzamosan elindult a bankok külső adósságának csökkenése, és ezzel együtt csökkenni kezdett a külső adósság aránya a külföldi forrásokon belül. Ezt a folyamatot később az MNB önfinanszírozási programja is támogatta, amelynek hatására jelentősen csökkent az állam külső adóssága. Továbbá a nem pénzügyi magánszektor viselkedése is érdemben megváltozott, és a korábbi eladósodás helyett a pénzügyi eszközök felhalmozása, illetve a korábban felvett hitelek törlesztése lett jellemző a belföldi szereplőkre. A nettó külső tartozás 2015 végére – 2009-től évente a GDP 7-8 százalékával csökkenve – a GDP 67 százalékára mérséklődött, ami elsősorban a külföldi adósság, betétek és felvett hitelek csökkenésének, kisebb részben pedig a pénzügyi követelések emelkedésének köszönhető.

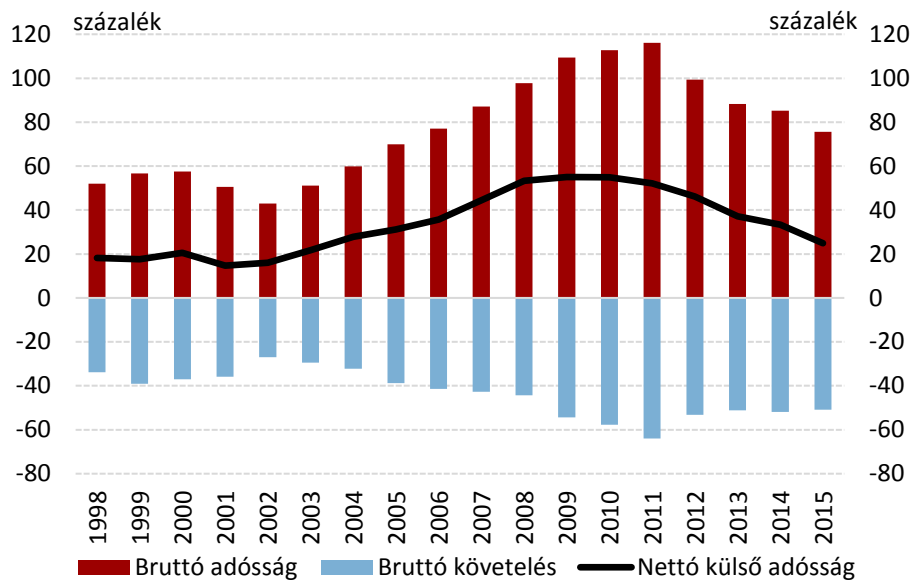
25. ábra: A nettó külső tartozás alakulása (időszak végi, GDP-arányos értékek)



A magyar gazdaság nettó külső adóssága a 2000-es évek közepén a devizahitelezés felfutásával és a költségvetés túlköltekezésével párhuzamosan emelkedett. A 2000-es évek közepéig a magyar gazdaság nettó külső adóssága viszonylag stabilan a GDP 20-25 százalékára alakult. Ebben az időszakban a háztartások magas pénzügyi megtakarítása fedezte az állam finanszírozási igényét, a vállalati szektoron belül pedig a külföldiek részesedése emelkedett fokozatosan, azaz a vállalatok külföldi forrásai nem adóssággeneráló finanszírozásból származtak. 2002-től azonban az államháztartás finanszírozási igénye jelentősen emelkedett a lazuló fiskális politika miatt, a háztartási szektor magas hitelfelvétele következtében pedig mérséklődött a háztartások finanszírozási képessége. Ráadásul a lakosság hitelfelvétele egyre inkább devizában történt, ami a bankokat is külső források igénybevételére sarkallta, miközben a csökkenő lakossági megtakarítás miatt az állam is egyre inkább külső források bevonására szorult. Összességében tehát a szektorok finanszírozásában a nem adósság jellegű források helyét a külföldi hitelek és a külföldiek kötvényszerzési vették át. Az adósság jellegű források beáramlását – így a külső adósságráta dinamikus emelkedését – a devizahitelek felfutása miatt csökkenő lakossági pénzügyi megtakarítás, a bankrendszer emelkedő külső forrásbevonása és a jövedelemgyenleg hiányának adóssággeneráló forrásokkal történő finanszírozása eredményezték.

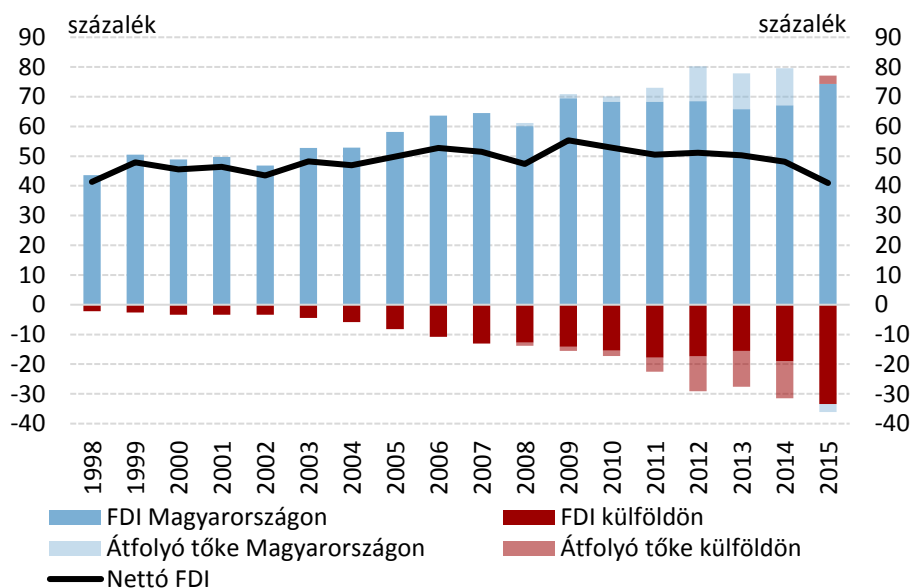
A válság során leértékelődő forintárfolyam a devizahitelek állományának emelkedését okozta, majd a szektorok alkalmazkodásával párhuzamosan a nettó külső adósság csökkenő pályára állt. A válság kitörését követően – a forint árfolyamának leértékelődése és a nominális GDP visszaesése miatt – a külső adósságráták tovább emelkedtek. A bruttó adósság emelkedésében az IMF- és EU-hitel felvétele is szerepet játszott, ami azonban a tartalmat is emelte, így a nettó külső adósság alakulását nem befolyásolta. 2009-re a nettó külső adósság a GDP 55 százalékára emelkedve elérte csúcspontját. Ezt követően a magánszektor alkalmazkodása és a bankok hitelezési aktivitásának visszaesése miatt elindult az adósság jellegű források leépítése, így a nettó külső adósság fokozatosan csökkenni tudott. 2015-ben a nettó külső adósság a GDP 25 százalékát tette ki – azaz 2010 óta mintegy 30 százalékponttal mérséklődött – melyben az erőteljes adóssagleépítés mellett kisebb mértékben a nominális GDP emelkedése is szerepet játszott.

26. ábra: A külső adósság alakulása (időszak végi, GDP-arányos értékek)



A nem adóssággeneráló források döntő részét adó nettó FDI-állomány enyhén csökkent az elmúlt években, ami elsősorban a kifizetések növekedése mellett következett be. A rendszerváltás után a gazdasági átalakulás, a privatizáció és a tőkehiányos gazdaságban elérhető kedvező megtérülés a vállalati beruházások emelkedését és a fizetési mérleg jelentős hiányát eredményezték, melynek finanszírozása külföldi működő tőke bevonásával valósult meg. Ennek következtében a nettó FDI-források a 2000-es évek elejéig emelkedtek. Ekkortól a mérséklődő vállalati beruházással összefüggésben lassuló bruttó FDI-beáramlás mellett a belföldi szereplők kifizetései is emelkedtek, így a nettó közvetlentőke-források bővülése visszafogott maradt. A közvetlentőke-állomány GDP-arányos nettó értékét a válság hatásai elsősorban a GDP alakulásán keresztül érintették: 2009-ben a nominális GDP visszaesése miatt emelkedett a nettó GDP-arányos FDI-állomány, majd a gazdasági növekedés helyreállításával párhuzamosan ez a hatás megszűnt. Eközben folyamatosan emelkedett a be- és kiáramló közvetlen tőke bruttó értéke, ami mögött részben a jelentős átfolyó tőke áll: a források egy része vélhetően adóoptimalizálási célból magyar leányvállalatokhoz került tulajdonosi hitel vagy tőke formájában, melyet a vállalatok továbbadtak külföldre. Az elmúlt években a bruttó FDI-beáramlást meghaladta a hazai szereplők közvetlentőke-kifizetése, így a nettó FDI-állomány enyhén mérséklődött. Ebben szerepet játszott az állami felvásárlások FDI-csökkentő hatása, miközben a bankok tőkeemelése miatti FDI-beáramlás csupán a banki veszteségek miatt bekövetkezett FDI-csökkenést ellensúlyozta. Továbbá 2015 során a külföldi kifizetések nagyobb, valamint a magyarországi FDI befektetések kisebb ártértékelődése járult hozzá nagyobb mértékben a nettó FDI-források mérséklődéséhez. A 2015 végén megvalósult jelentős átfolyótőke-tranzakciók a közvetlentőke-befektetések bruttó állományainak nagyságát is érdemben befolyásolták.

27. ábra: A közvetlentőke-befektetések állományának* alakulása (időszak végi értékek, a GDP arányában)



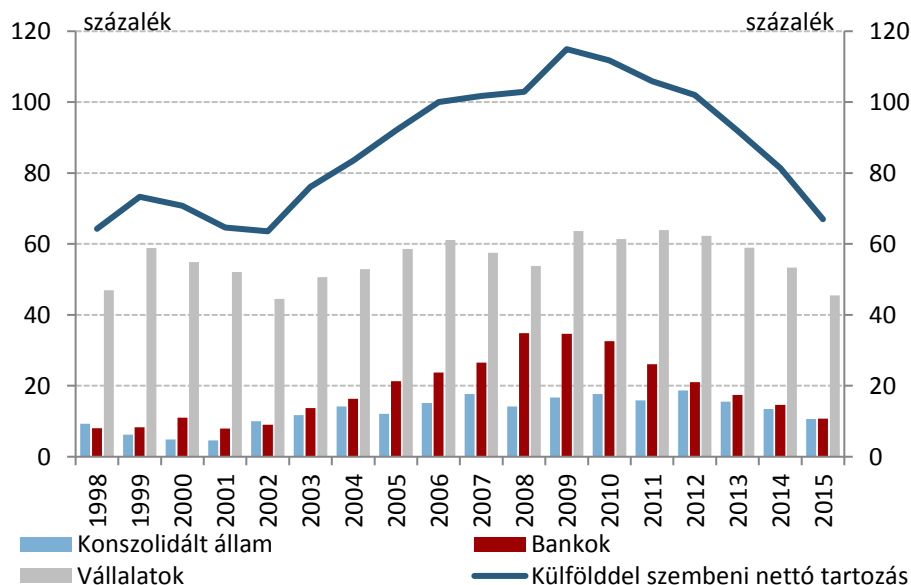
* Az átfolyótőke-tranzakciók kumulált állományváltozást mutatnak, így az, hogy az átfolyó tőke Magyarországon negatív, csupán azt jelenti, hogy a 2008-as bázisnál alacsonyabb.

5.2.2. Szektorális bontás

A külfölddel szembeni befektetési pozíció nemcsak a forrás típusa, de az azt bevonó szektor szerint is felbontható.

Ebből a szempontból több olyan szektor is van, amelynek a külfölddel szembeni nettó pozíciója jellemző az adott szektorra, ahogy a befektetés típusa is. Ilyennek tekinthető például az államháztartás, amely csak adósság jellegű forrásokat von be külföldről, míg a jegybank külfölddel szembeni követelésekkel rendelkezik (ami részben az állam külföldi eladósodottságával áll összefüggésben). Másrészt a nem pénzügyi vállalatok döntő részben nem adósság jellegű forrásokat vonnak be külföldről, amit csak kisebb részben egészítenek ki adósság jellegű forrásokkal (például vállalatcsoporton belüli hitelek, bankhitelek vagy szállítói tartozások formájában). Végül a bankrendszer külföldi forrásai közvetlentőke-befektetések és adósság jellegű források formáját is ölthetik, és hasonlóképpen külfölddel szembeni követeléséként is rendelkeznek mindkét típusú befektetéssel. A szektorális bontás szerint a nettó külső tartozások állományának válság előtti növekedéséhez, majd azt követő csökkenéséhez mindhárom szektor hozzájárult.

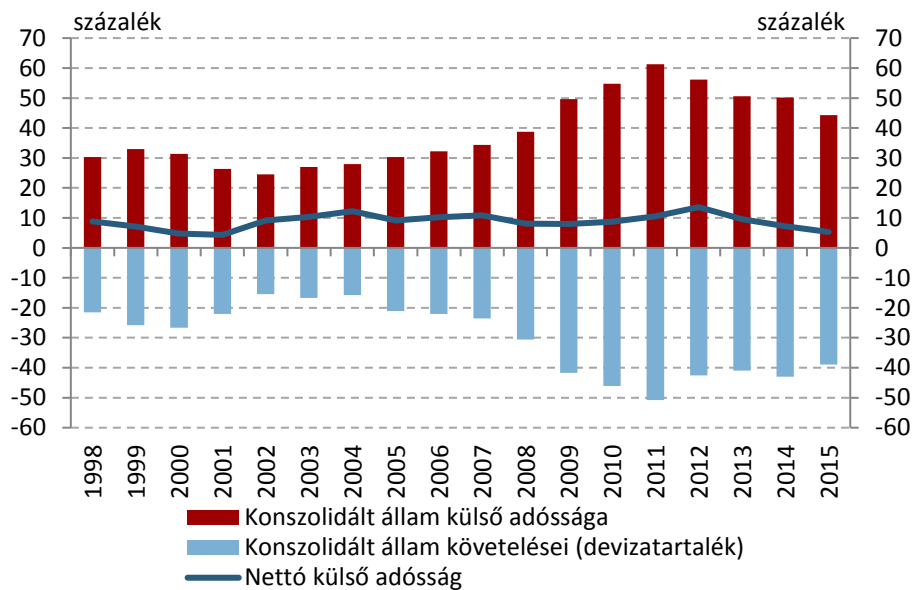
28. ábra: Az egyes szektorok nettó külső tartozásának alakulása (a GDP arányában)



Az állam – a belföldi megtakarítások elégtelensége esetén – külföldi forrásokkal finanszírozza működését, amivel párhuzamosan a jegybank devizatartaléka (külföldi követelése) is emelkedhet. Az államháztartás alatt elemzéseinkben jellemzően az államháztartás és a jegybank összevont külfölddel szembeni pozícióját értjük. Ez a konszolidáció azért indokolt, mivel a jegybanki devizatartalék alakulását alapvetően befolyásolja az állam: amikor az állam devizakötvényt bocsát ki, akkor – mivel kiadásai jellemzően forintban keletkeznek – az így szerzett devizát a jegybanknál váltja forintra, amivel egyidőben megnő a jegybanki devizatartalék is. Ezért a jegybank külfölddel szembeni követelése és az állam külső adóssága egymással szoros kapcsolatban áll (miközben utóbbit például a külföldiek forint állampapírvásárlása is növeli, míg a devizatartalék alakulását az EU-transzferek beáramlása is befolyásolja).

A fentieknek megfelelően a magyar állam külső adóssága és külföldi követelése jellemzően hasonlóan változtak, és az állam nettó pozíciója nagyjából stabilan alakult. A 2000-es évek elejétől az államháztartás magas hiányát jelentős mértékben finanszírozta a külföld, ami az állam külső adósságának folyamatos emelkedésében tükröződött, és 2007-re a GDP több mint 30 százalékát tette ki. Hasonló mértékben nőtt ugyanakkor a devizatartalék is, így a konszolidált állam nettó külső adóssága jellemzően a GDP 10 százaléka körül alakult. 2008–2009 során az IMF–EU-hitelek felvétele miatt jelentős mértékben, a GDP közel 20 százalékaival nőtt az állam külső adóssága, valamint a devizatartalék is, így a nettó külső adósság nem változott érdemben. A külső adósság emelkedése egészen 2011-ig folytatódott, majd 2012-ben nem került sor devizakötvény-kibocsátásra, így a lejáró devizaadósság törlesztéséhez szükséges devizalikviditást a tartalék biztosította. Ennek hatását erősítette, hogy 2011 végén, 2012 elején a devizahitelek kedvezményes végtörlesztéséhez a pénzügyi stabilitás érdekében a jegybank biztosította a devizát a bankok részére – ezért a devizatartalék érdemben csökkent, míg az állam bruttó külső adóssága csak kisebb mértékben változott, ami a nettó külső adósság emelkedéséhez vezetett. Ezt követően azonban a konszolidált állam nettó és bruttó külső adóssága fokozatos mérséklődésnek indult, amihez az MNB önfinszírozási programja is jelentősen hozzájárult.

29. ábra: Az állam és a jegybank külföldi adóssága, valamint külföldi eszközei (a GDP arányában)

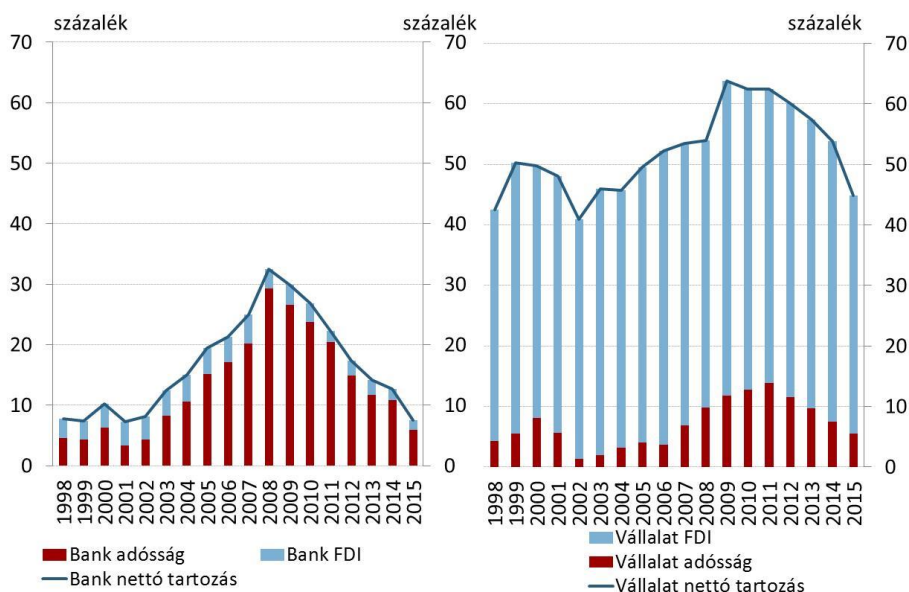


A nem pénzügyi vállalatok külföldről főként közvetlentőke-forrásokat kapnak, ami az elmúlt években nemzetközi és országspecifikus okok miatt is mérséklődött, azonban továbbra is jelentős, és a GDP mintegy 40 százalékát teszi ki. Az államháztartással szemben a nem pénzügyi vállalati szektor nagyobb részben von be nem adósság jellegű forrásokat, – elsősorban közvetlentőke-befektetéseket külföldről – így a külföldi tartozások döntő része ezekhez kötődik. A vállalati szektor nettó FDI-tartozása már a 2000-es évek végén is a GDP közel 40 százalékát tette ki a korábbi privatizációk hatására, és ez a növekedés egészen 2009-ig folytatódott, amikor a GDP több mint 50 százalékát tette ki a mu-

tató. Azonban a pénzügyi válságot követően általánosan elmondható, hogy a felzárkózó országokba áramló tőke mértéke lecsökkent⁸, így a Magyarországra érkező közvetlentőke források is mérséklődtek. Ennek hatását tovább fokozták az elmúlt években megvalósult állami felvásárlások, amelyek következményeként tovább csökkent a külföldiek magyarországi közvetlentőke-befektetése (többek között ilyen volt a MOL, az E-on, és az Antenna Hungária felvásárlása is). Emellett egyes nagyobb belföldi cégek külföldi vállalatok felvásárlásával növelték kifizetéseiket, ami a követelések emelkedésén keresztül a nettó külső tartozások csökkenését okozta. Ezt a hatást erősítette 2015-ben az is, hogy a külföldi kifizetések értéke nagyobb értékben – mintegy 15 milliárd euróval – emelkedett. A vállalatok kisebb részben külföldi bankoktól is vesznek fel hiteleket, ami a vállalatok negatív nettó adósság típusú követeléseiben tükröződik. Ennek mértéke, a gazdaságban megfigyelhető általános mérlegalkalmazkodással – vagyis a korábban felvett hitelek fokozatos leépítésével – összhangban az elmúlt években mérséklődött.

A nem pénzügyi vállalatokkal szemben a bankok jelentős mértékben adósdotak el külföldről, amivel főként a vállalatok és a lakosság hitelfelvételét finanszírozták. A bankrendszer nettó közvetlentőke tartozása jóval kisebb, mint a vállalatoké, mivel csak a pénzügyi intézetek felvásárlásához vagy megalapításához szükséges, valamint a veszteségek miatt szükséges tőke érkezett közvetlentőke-befektetés formájában Magyarországra. Ugyanakkor a bankok – a belföldi forrásokon túl – külföldi forrásokat is felhasználtak működésükhöz. Ezért a pénzügyi közvetítőrendszer mélyülésével, a lakossági és vállalati hitelezés terjedésével a 2000-es évek elején a bankok is egyre növelték külső adósságukat. A válság következtében végbement kockázatkerülés és mérlegalkalmazkodás miatt a háztartások és a vállalatok 2008-at követően törleszteni kezdték korábban felépített hitelállományukat, ami a bankok külső adósságának csökkenésében tükröződött. A bankok közvetlentőke-állományait a nagyobb hazai bankok kifizetéseinek emelkedése, valamint az állami felvásárlások (MKB Bank és Budapest Bank) is befolyásolta. A bankok GDP-arányos nettó FDI-állománya annak ellenére csökkent mintegy 2 százalékponttal a válság kitörése óta, hogy a külföldi bankok 4 milliárd eurót meghaladó összegben hajtottak végre tőkeemelést magyarországi bankjaikban. Ennek háttérében elsősorban az áll, hogy a válság miatt megemelkedett nem fizető hitelek miatti leírások, illetve a végtörlesztéshez és elszámoláshoz kapcsolódó veszteségek az FDI-állomány csökkenésének irányába hatottak, aminek hatását a hazai bankok külföldi tőkeemelése is erősítette.

30. ábra: A bankok és vállalatok nettó külső tartozása FDI és adósság jellegű tartozás szerinti bontásban (a GDP arányában)



⁸ IMF, 2016 – World economic outlook – Too slow for too long - <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/index.htm>

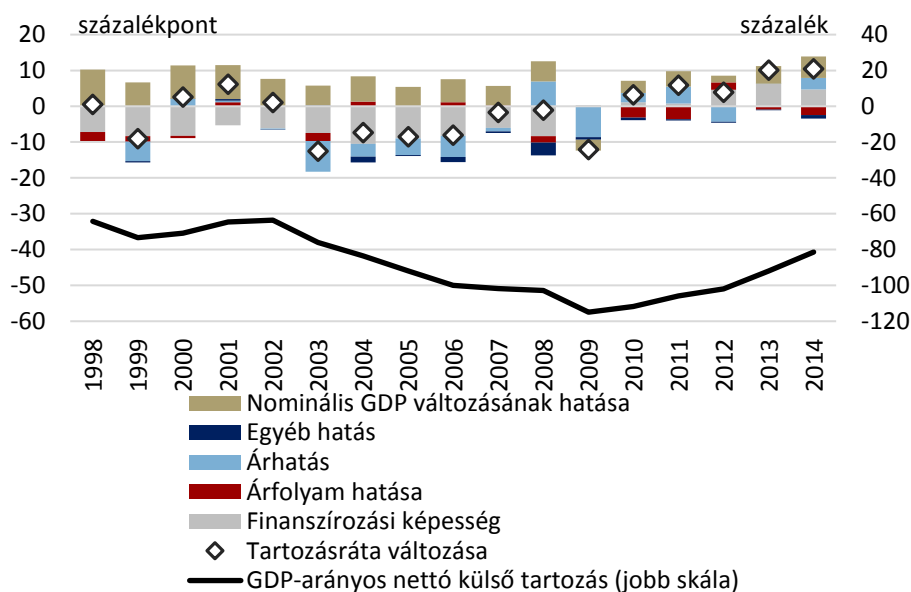
5.2.3. A külföldi tartozások alakulását befolyásoló tényezők

A külföldi tartozások alakulását a tranzakciók mellett az árak és árfolyamok változásai miatt bekövetkező átértékelődések is nagyban befolyásolják. Ahogy azt korábban jeleztük, a külfölddel szembeni befektetési pozíció nagysága az adott időszak tranzakciós adata mellett a tartozásállományon keletkező átértékelődési hatásoktól is függ. A tranzakciókon kívüli állományváltozás alapvetően három tényezőhöz köthető:

- *Árfolyamhatás:* a jelentős mértékű a devizaadósság mellett a forint gyengülése a devizakötelezettségek hazai valutában kifejezett értékének emelkedése, és így a külföldi tartozások növekedése felé hat;
- *Árhatás:* a különböző értékpapírok árának elmozdulásakor az adott értékpapírok állománya megváltozik – ennek hatása egyrészt a részesedés jellegű kötelezettségek átértékelődésében (a hazai részvények vagy az FDI tartozások értékének emelkedésekor nő a külső tartozás), illetve a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány átárazódásában is tetten érhető (utóbbi esetben praktikusán a hozamok csökkenésével nő az állampapírok ára, így a külső adósság is emelkedik);
- *Egyéb volumenváltozás:* a kötelezettségek állományát ezeken felül egyéb tényezők (például módszertani változások, követelésleírások, cégmegszűnések) is befolyásolhatják.

A finanszírozási képesség mellett az árhatások is jelentősen hozzájárultak a külső tartozás válság előtti növekedéséhez, majd korrekciójához. 1998 és 2002 között az ország GDP-arányos nettó külső tartozása viszonylag stabilan alakult – ekkor ugyanis a gazdaság működéséhez és a beruházásokhoz szükséges külföldi források tartozásnövelő hatását (finanszírozási képesség hatása) nagyjából ellensúlyozta a nominális GDP növekedésének rátacsökkentő hatása. A külső tartozások aránya a 2003 és 2007 közötti időszakban nőtt látványosan (közel 40 százalékponttal). Ennek a növekedésnek ugyanakkor csak kisebb részét (mintegy harmadát) okozta a GDP-növekedés hatását meghaladó forrásbevonás, aminél jóval nagyobb mértékben (öt év alatt közel 25 százalékponttal) rontotta a pozíciót a külső tartozás árhatások miatti növekedése – ebben tükröződött a részvények áremelkedésének hatása, illetve hogy nőtt a külföldiek FDI-befektetéseinek értéke. A válság több tényezőn keresztül is erőteljesen megváltoztatta a külső tartozásban addig megfigyelt folyamatokat. Egyrészt a gazdasági visszaesés miatt a GDP változása 2009-ben – a korábbi növekedést tompító hatással szemben – jelentősen rontotta a külső tartozásrátaát. Emellett a válság hatására leértékelődő árfolyam is a külső tartozások növekedésének irányába hatott: az árfolyamok elmozdulásának hatása 2008 óta közel 10 százalékponttal rontotta a tartozásrátaát. Ezeknek a tényezőknek köszönhetően a folyó fizetési mérlegben történt fordulat (a gazdaság korábban jelentős mértékű finanszírozási igénye finanszírozási képességbe váltott) csak fokozatosan és kisebb mértékben éreztette hatását. Emellett ugyanakkor azt is fontos megjegyezni, hogy – a válság előtt jellemző folyamatokkal szemben – az ár jellegű hatások is javították a külső tartozásrátaát: 2008-ban a tőzsdei részvények áresése (ami később korrigálódott), illetve 2010–2011-ben az FDI-befektetések értékének csökkenése (részben a nem normál üzletmenet eredménytetelei miatt), illetve az állampapírok hozamemelkedése miatti árcsökkenése járult hozzá jelentősebb mértékben a külső pozíció növekedéséhez.

31. ábra: A nettó külső pozíció alakulása és az azt befolyásoló fontosabb tényezők (a GDP arányában)



Keretes írás: A nem normál üzletmenet szerinti eredménytétel hatása a külső tartozásmutatókra

A fizetésimérleg-statisztikákban csak a normál üzletmenet szerinti eredménytételek (COPC – current operating performance concept) jelennek meg a tranzakciókban, azonban az állományokat a nem normál üzletmenet szerinti eredménytételek is befolyásolják. Ez utóbbiakat átértékelődésként – ár- és árfolyamváltozásként –, valamint egyéb volumenváltozásként mutatja ki a statisztika. Mint azt korábbi jelentésünkben már körbejártuk, a fizetésimérleg-statisztikákban a gazdaságban működő vállalatok normál üzletmenet szerinti eredményei jelennek meg (részletesebben lásd: Fizetési mérleg jelentés, 2014. szeptember). Ez azt jelenti, hogy – szemben az összes vállalati eredménykategóriát figyelembe vevő (all inclusive concept) elszámolással – a fizetési mérleg a torzítások elkerülése érdekében nem veszi figyelembe a normál üzletmeneten kívüli eredménytégeket – ilyenek az átértékelődéshez és rendkívüli eseményekhez kapcsolódó eredménytételek. Ezek nem tranzakcióként, hanem állományváltozásként jelennek meg, mert az állományi statisztikák alakulását ezek a tételeket is befolyásolják, mivel a befektetések értékére ezeknek az eredménytételnek is hatásuk van.

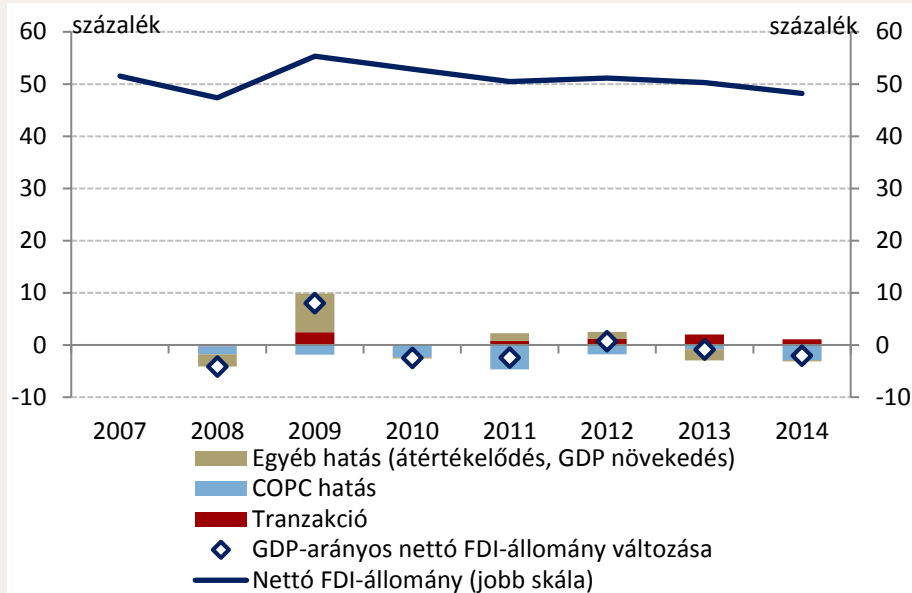
A válságot követő, nem normál üzletmenet szerinti veszteségek csökkentették a külföldiek magyarországi befektéseit, így csökkentették a nettó nemzetközi tartozást is. A válságot követő években a forint leértékelődésén általában veszteségeket könyveltek el a devizakitettséggel rendelkező cégek tartozásaik átértékelődésén, míg az exportőr cégek számára kedvező lehetett, hogy áraikat alacsonyabban tudták tartani. Ezek, valamint az egyszeri intézkedések miatti veszteségek (például végtörlesztés) csökkentették a befektetett tőkét, és így a külföldi tulajdonú cégeknél a külföldi befektetések értékét. Ugyanígy a rezidens vállalatok külföldi kifizetéseinek értékét is csökkentették a nem normál üzletmenethez kötődő veszteségek. Mivel azonban a hazai vállalatok külföldi kifizetéseisei kisebb méretűek, összességében a két tétel eredője a nettó tartozások csökkenésével járt.

Míg a külföldiek tranzakciói – ide értve a megtermelt jövedelmek újrabefektetését is – növelték, addig a nem normál üzletmenet szerinti veszteségek csökkentették a külföldiek közvetlentőke-befektetéseit Magyarországon. 2008 óta a normál üzletmenet szerinti tranzakciók alapján a külföldiek a GDP 7 százalékával növelték közvetlentőke-befektetéseiket Magyarországon, amiben szerepet játszott a normál üzletmenet szerinti eredmények újrabefektetése⁹ is. Ennek

⁹ Fontos megjegyezni, hogy a nem normál üzletmenethez köthető veszteségek elszámolása (azaz a normál üzletmenetbe tartozó jövedelem elszámolása) a fizetési mérlegben az újrabefektetések emelkedésével jár. A külföldiek újrabefektetése – a megtermelt profit osztalékként ki nem fizetett része – végső soron maradékelven adódik. Ezért a nem normál tételekhez nem kapcsolódó veszteségek elkülönítése azt eredményezi, hogy a normál üzletmenet szerinti eredmény magasabb (illetve rendkívüli nyereséget elkönnyelő időszakban pedig a normál tevékenységhez tartozó jövedelem

hatását ellensúlyozta, hogy a nem normál üzletmenethez kapcsolódó veszteségek a GDP 16 százalékaival csökkentették a külföldi befektetések értékét, miközben az egyéb átértékelődési hatások enyhén növelték az FDI-állományt. Ez azt jelenti, hogy a külföldi közvetlentőke-befektetések enyhe mérséklődése az elmúlt években alapvetően a nem normál üzletmenethez köthető veszteségekhez kapcsolódott.

32. ábra: A nettó közvetlentőke-tartozás és a nem normál üzletmenet szerinti eredménytényezők (a GDP arányában)



5.3. Nemzetközi összehasonlítás

Az alábbi fejezet áttekinti, hogy a nettó külföldi tartozás, illetve annak összetétele és egy ország fejlettsége között milyen kapcsolat van, és hogy e tekintetben Magyarország mennyire illeszkedik bele a nemzetközi és regionális trendekbe. A szakirodalom szerint a fejletlenebb országok nagyobb mértékben vonnak be külföldi forrásokat, míg a relatíve gazdagabb országok a magasabb felhalmozott tőkeállományból fektetnek be a felzárkózó gazdaságokba. Az EU-országokban ezzel az elmélettel összhangban alakul az egy főre jutó GDP és az ország GDP-arányos nettó külföldi eszközeinek állománya, ami hazánkban is nagyjából megfelel az ország fejlettségének. A külföldi tartozások összetétele és az országok fejlettsége között is van összefüggés, amelyet szintén alátámasztanak a tapasztalatok: a felzárkózó országok esetében az FDI jellegű finanszírozás a jellemzőbb, miközben a fejlettebb gazdaságok inkább külföldi hitelek felvételével finanszírozzák magukat. Nemzetközi viszonylatban vizsgálva Magyarországot az látszik, hogy a nettó nemzetközi befektetési pozícióban hazánkban ment végbe az egyik legjelentősebb alkalmazkodás az EU országai között.

5.3.1. Egy ország külföldi tartozása és fejlettsége közötti kapcsolat

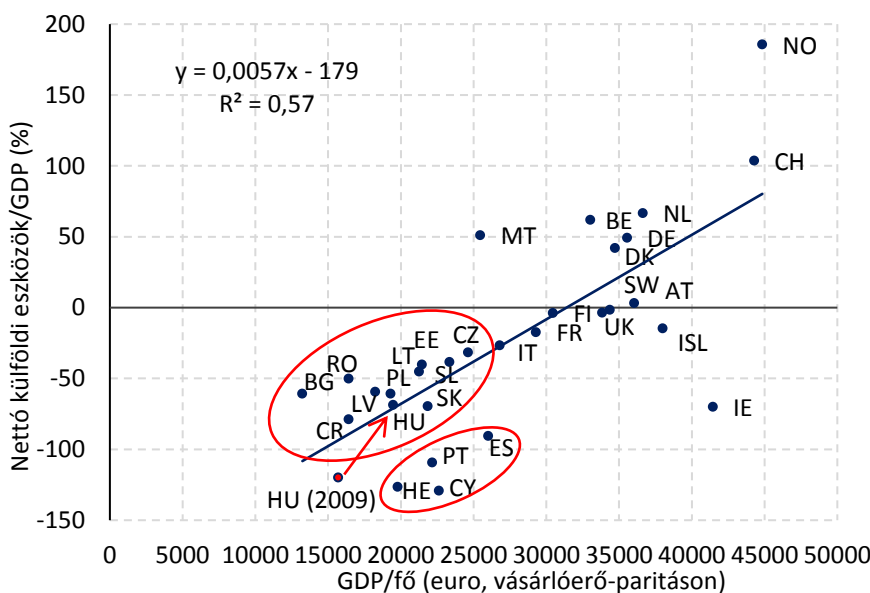
A szakirodalom szerint egy ország nettó külföldi tartozását – több más tényező mellett – elsősorban az ország fejlettsége határozza meg. Az egy főre jutó GDP-vel mért fejlettség szintje több csatornán keresztül is hat egy gazdaság külső tartozására. Egyrészt, a relatív fejletlenebb országok tőkeállománya kisebb, ami a tőke magas határhaszna miatt a beruházások magasabb megtérülésével kecsegtet. Mivel a kisebb egy főre eső GDP-vel rendelkező országokban az alacsonyabb jövedelem kisebb megtakarítással jár együtt, relatíve nagyobb szükség van a külföldi források bevonására, ami a külföldi tartozás növekedésének irányába hat. Ez a folyamat úgy is leírható, hogy a szegényebb országok külföldi források bevonásával valósítanak meg beruházásokat, ami olyan mértékben növeli meg jövedelmüket, hogy a felvett hiteleket később vissza tudják fizetni. Másrészt az is igaz, hogy a relatíve gazdagabb országokban nagyobb tőkeállomány halmozódott fel (miközben ezekben az országokban a tőke határhaszna már alacsonyabb), így több pénzeszköz

alacsonyabb) mint a vállalatok tényleges, adózott eredménye. Így változatlan osztalék mellett a normál üzletmenet szerint nagyobb összeg kerül elszámolásra újrabefektetett jövedelemként.

tudnak a felzárkózó gazdaságokban is befektetni, ahol a hazai gazdaságnál nagyobb növekedést és profitot érhetnek el. Egy gazdaság külföldi tartozásainak nagyságát emellett az adott ország potenciális növekedése, a nemzetközi pénzügyi rendszerbe történt integrációjának mélysége, illetve a demográfiai viszonyok is befolyásolják.¹⁰

Az EU-országok jellemzői alátámasztják a fentiekben ismertetett elméletet: a fejlettség növekedésével nő az egyes országok nettó külföldi eszközeinek GDP-arányos állománya, vagyis csökken a külső kötelezettség (33. ábra). A felzárkózó országok külső tartozásaira vonatkozó elmélet és az uniós országokra vonatkozó adatokat tartalmazó ábra alapján tehát valószínűleg természetesnek mondható, hogy Magyarországnak továbbra is számottevő mértékű külföldi tartozása van – ami azonban a vizsgált országok viszonylatában átlagosnak minősül. Ennek szintje ugyanakkor a régióval összevetve sem számít magasnak – míg 2009-ben a magyar külső tartozás kiugróan magas szintje jelentős szerepet játszott a magyar gazdaság sérülékenységében és a válság súlyosabb hatásaiban, a 2015-ben látott, a GDP 70 százalékát kitevő nettó külföldi tartozás nagyjából megfelel az ország fejlettségi szintjének. Eközben az is jól látszik, hogy a mediterrán országok többsége (Görögország, Portugália, Ciprus és Spanyolország) az utóbbi időszak alkalmazkodása ellenére a fejlettségéhez viszonyítva jóval nagyobb külső tartozással rendelkezik. Az ábra azt is megmutatja, hogy bizonyos fejlettségi szint felett lévő országok (például Dánia, Németország, Belgium, Hollandia) már pozitív nettó külföldi eszközzel rendelkeznek, vagyis ők „hitelezik” az eladósodott országokat.¹¹

33. ábra: Az egy főre jutó GDP és a GDP-arányos nettó külföldi eszköz közötti összefüggés 2015-ben



Forrás: Eurostat

5.3.2. A külföldi tartozások összetétele és az ország fejlettsége közötti kapcsolat

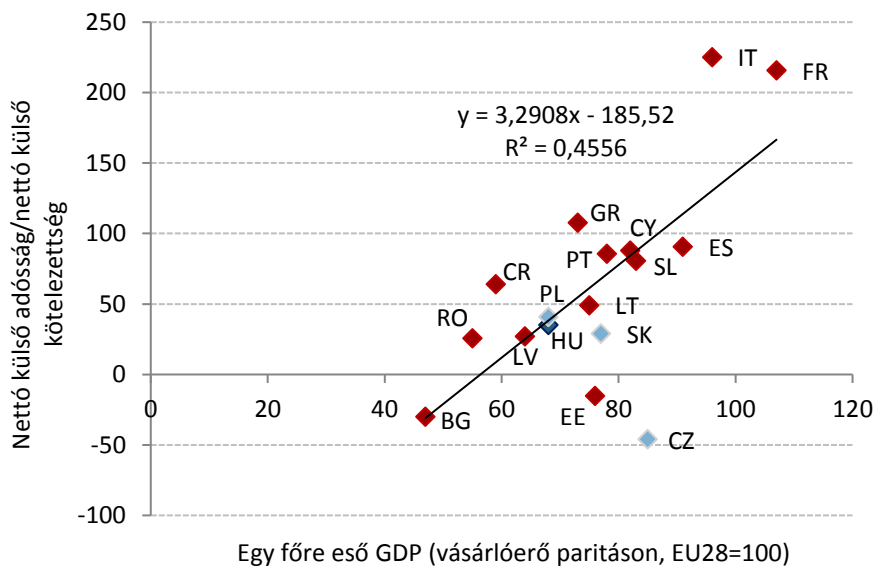
Az Európai Unió országait vizsgálva látszik, hogy minél fejlettebb egy ország, annál magasabb az adósság jellegű források aránya a nettó külső tartozások között. A külső tartozással foglalkozó elméletek szerint míg a felzárkózó országok esetében az FDI jellegű finanszírozás a jellemzőbb, addig a fejlettebb gazdaságok inkább külföldi hitelek felvételével finanszírozzák magukat. Egyrészt a viszonylag fejletlen pénzügyi piacokkal és gyenge intézményekkel rendel-

¹⁰ Részletesebben lásd: Koroknai Péter: Magyarország külföldi tartozása nemzetközi összehasonlításban. MNB szemle 2008/3.

¹¹ Az ábra szerint a hitelező országoknál jóval több olyan ország van, amely nettó külföldi tartozással rendelkezik, azonban számos hitelező ország nem szerepel az ábrán (például Japán), illetve a nagyobb méretű gazdaságok (például Németország) hitele több ország külső tartozását is fedezheti.

kező országokban támaszkodnak a külföldi tulajdonú vállalatok közvetlen tőkére. Ezek mellett több közgazdasági modell is azt támasztja alá¹², hogy a közvetlen tőkebefektetések jelentős szerepe az ország magas kockázatosságát, jogrendszerének bizonytalanságát vagy gyenge intézményrendszerét tükrözheti. Ezzel párhuzamosan több tanulmány¹³ kimutatta, hogy a kiszámíthatóbb gazdasági környezet és a magasabb fejlettségi szint általában az adósság jellegű külföldi befektetések nagyobb arányával jár együtt. Empirikus tanulmányok szerint pedig azok az országok, amelyek nem képesek saját devizájukban forráshoz jutni („original sin” probléma), külső forrásbevonásukban sokkal magasabb arányban támaszkodnak működő tőkére. A külső forrásbevonásra szoruló európai államok adatai összhangban vannak ezen elmélet következtetéseivel: a 34. ábra alapján minél fejlettebb egy ország (magasabb az egy főre eső GDP), annál jelentősebb az adósság jellegű források aránya a nettó külföldi kötelezettségek között. A vizsgált országokat tekintve a teljes külföldi kötelezettségállományhoz viszonyított adósság Magyarországon (sötétkék) a fejlettséggel összhangban, illetve a régiós országokhoz (világoskék) hasonlóan alakul.

34. ábra: Az adósság jellegű források aránya a nettó külföldi kötelezettséghez képest



Az ábrán csak a nettó külső tartozással rendelkező országok szerepelnek.

A külső finanszírozási igény közvetlen tőkével, illetve általában véve nem adóssággal fedezett magas arányát a befektetési bankok és hitelminősítők gyakran külső sérülékenységi szempontból kedvező jelenségnek tekintik – a nem adóssággeneráló külföldi befektetések (FDI, részvények) előnyös tulajdonságai azonban elméletileg és empirikusan

¹² Neumann (2003) elmélete szerint a külföldi befektetők előnyben részesítik azokat a finanszírozási formákat (mint a tulajdonjogot megtestesítő követeléseket, például közvetlen tőkét, részvényeket), amelyekkel csökkenteni tudják a belföldiekkel szembeni információs hátrányukat. Ebből adódik, hogy minél átláthatóbb egy ország tőkepiaca – vagyis minél kisebb a belföldiek és külföldiek között felmerülő információs aszimmetria – annál nagyobb szerepet játszhatnak az adósság jellegű források a külső finanszírozásban. Továbbá Albuquerque (2003) szerint a közvetlentőke-befektetések jelentős része nem anyagi természetű (technológia, márkanévek), ezért nehezebb kisajátítani őket, ami azért releváns, mert a külföldi befektetők azokat a finanszírozási formákat részesítik előnyben, amelyeket nehezebb közvetlenül vagy közvetve kisajátítani. Ebből adódóan a fejletlenebb jogi és intézményi struktúrával rendelkező országok – amelyekben nagyobb a valószínűsége a hozamok kisajátításának – csak működő tőkével tudják finanszírozni magukat, míg a fejlett tőkepiacú országokban nagyobb lehet az elvileg könnyebben kisajátítható adósság jellegű finanszírozás aránya. [Neumann, R. M. (2003): International Capital Flows under Asymmetric Information and Costly Monitoring: Implications of Debt and Equity Financing, *The Canadian Journal of Economics*, 36(3), pp. 674–700. Albuquerque, R. (2003): The composition of international capital flows: risk sharing through foreign direct investment, *Journal of International Economics*, 61 (2), 353–383.]

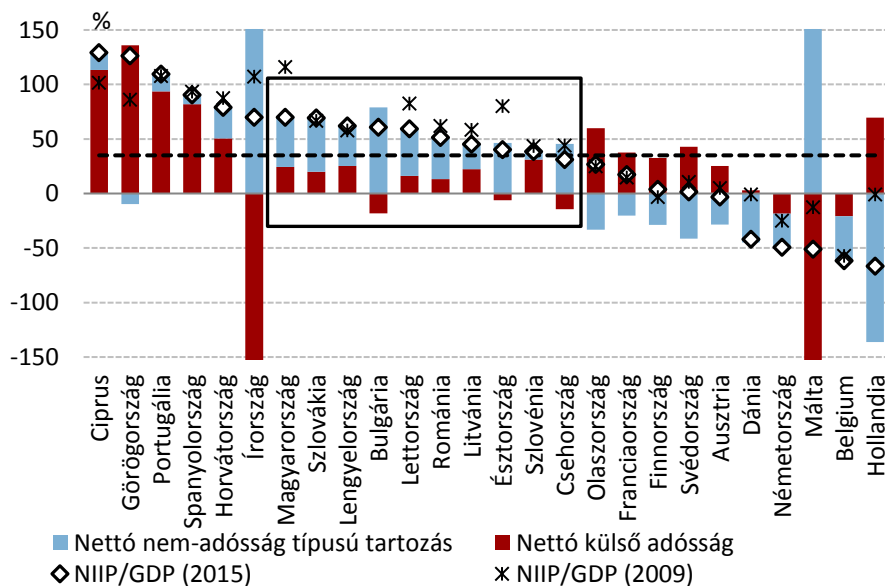
¹³ Albuquerque, R. (2003): The composition of international capital flows: risk sharing through foreign direct investment, *Journal of International Economics*, 61 (2), 353–383., Faria, A.– Mauro, P. (2004): Institutions and the External Capital Structure of Countries. *IMF Working papers*, No. 04/236., Faria, A.– Lane, P. R. – Mauro, P.– Milesi-Ferretti, G. M. (2007): The Shifting Composition of External liabilities, *Journal of European Economic Associations*, 5(2-3), pp. 480–490., Daude, C. – Fratzscher, M. (2008): The pecking order of cross-border investment. *Journal of International Economics*, 74(1), pp. 94–119.

is vitatottak.¹⁴ Egyrészt a finanszírozás formája nincs közvetlen kapcsolatban a felhasználás céljával, vagyis a beruházási aktivitás emelkedése nemcsak FDI-ból, hanem külső adósságból is finanszírozható. Másrészt a közvetlen tőke sem feltétlen számít stabil finanszírozási formának, hiszen a vállalatok tetszőlegesen átrendezhetik forrásaik szerkezetét, amelynek következtében egy válság esetén a tőkekivonás nemcsak közvetlentőke-kiáramlásként is jelentkezhet. Végül, hagyományosan elfogadott a magyarázat, hogy a nem adóssággeneráló források – különösen a közvetlen tőke – pozitív externális hatásuk révén hozzájárulnak a gazdasági növekedéshez; azonban a közvetlen tőkéhez tulajdonított hasznok (például új technológia, új piacokhoz való hozzáférés, menedzseri képességek) magához a vállalathoz kötődnek, és nem a finanszírozás módjához.

Sérülékenységi szempontból tehát elsősorban nem a finanszírozás szerkezete a releváns, hanem a külfölddel szembeni nettó befektetési pozíció a meghatározó – így az Európai Bizottság is ennek szintjére határozott meg „korlátot”.

Az Európai Bizottság makro egyensúlytalansági eljárásában a vizsgált mutatók között szerepel az adott ország külfölddel szembeni nettó befektetési pozíciója, ami ha meghaladja a GDP 35 százalékát, akkor azt a Bizottság egyensúlytalanságra utaló jelként értékeli. A 35. ábra alapján elmondható, hogy az Európai Unió tagországait vizsgálva a külfölddel szembeni nettó befektetési pozíció azokban az országokban van a 35 százalékos határérték alatt, amelyeknél nettó FDI-kifektetés volt jellemző – ami ugyanakkor nem feltétlen várható el a régió felzárkózó országaitól. Nemzetközi összehasonlításban vizsgálva Magyarország GDP arányos nettó befektetési pozíciója – a válság előtti kiugróan magas érték utáni alkalmazkodást követően – az Európai Unióhoz 2004-ben és 2007-ben csatlakozott országokéhoz hasonlóan alakul (35. ábra). Ebben az országcsoportban hazánk NIIP/GDP mutatójának értéke nem számít kiugróan. Továbbá a külső kötelezettség szerkezetében is hasonlít a vizsgált országcsoportéhoz, amelyen belül a nettó külső adósság aránya nagyjából átlagosnak tekinthető. Utóbbi arra utal, hogy a felzárkózó országokban a belső források hiányát külföldi források helyettesítik. Ezért ezekben az országokban a nettó külfölddel szembeni befektetési pozíció jelentős – a GDP 35 százalékát meghaladó – hiányt mutat. Így érdemes lehet a gazdasági fejlettséget is figyelembe venni a mutató egyensúlytalanságot jelző jellegénél.

35. ábra: A nettó külső tartozás felbontása (a GDP arányában, 2015)



Forrás: Eurostat

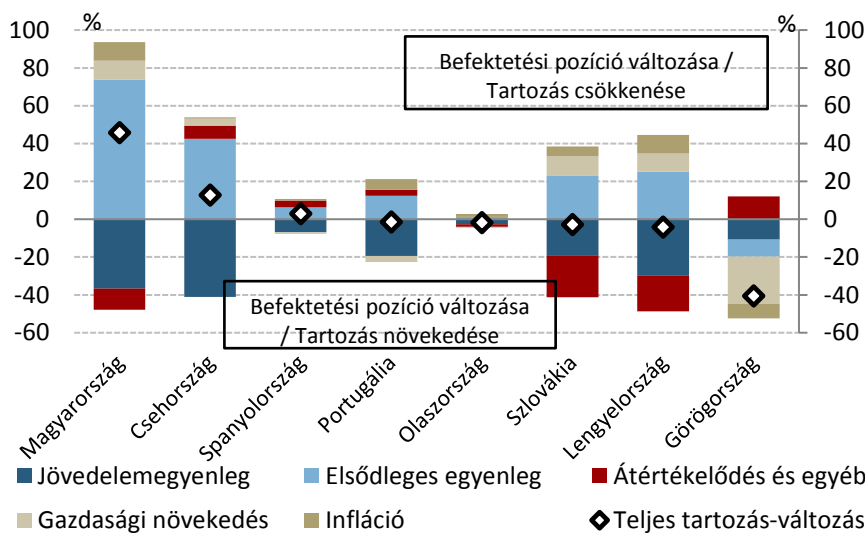
¹⁴ Részletesebben lásd Komáromi András (2008): *A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól?* című MNB szemle 2008/1 cikket.

5.3.3. A külföldi tartozás változása a válságot követően a régióban és a mediterrán országokban

A GDP-arányos külföldi tartozás változása alapvetően három tényezőhöz köthető: a gazdaság külső finanszírozási képességéhez, a meglévő tartozások árfolyamváltozásához, valamint a GDP változásához. Egy ország külföldi tartozásállományának változását elsősorban a gazdaság *külső finanszírozási képességének* alakulása határozza meg, amin belül két változó különböztethető meg: a múltban felhalmozott külföldi kötelezettséghez kapcsolódó *jövedelemegyenleg*, illetve a gazdaság működéséhez az adott időszakban szükséges új külföldi forrásokat megragadó *elsődleges egyenleg* (külkereskedelmi és transzferegyenleg összege). A jövedelemegyenleg alapvetően az ország külföldi tartozásának múltban felhalmozott nagyságától függ. Ezzel szemben a külső finanszírozási igény jövedelemegyenlegen felüli része, az elsődleges egyenleg inkább az adott időszak gazdasági folyamataival áll összefüggésben. Ha a külföldi kötelezettségen belül jelentős mértékű a külföldi devizában denominált tartozás, akkor fontos tényező lehet az *átértékelődés* is, ami az árfolyam (deviza vagy egyéb eszközök) elmozdulása miatt következhet be. A devizaárfolyam gyengülése esetén például a külföldi devizában denominált adósság hazai valutában kifejezett értéke még abban az esetben is emelkedik, ha az adott ország nem vesz fel újabb hiteleket. Továbbá, mivel a külföldi tartozások GDP-arányos értékét vizsgáljuk meg, a nominális GDP növekedése csökkenti a külföldi eladósodottságot. A GDP növekedésének a hatásán belül érdemes megkülönböztetni a *gazdaság tényleges növekedését és az árszínvonal emelkedését*.

A vizsgált régiós és mediterrán országok közül Magyarországon csökkent a legnagyobb mértékben a GDP-arányos külső tartozás 2009 és 2015 között. Ez főként azzal magyarázható, hogy a válság kitörésekor Magyarország nettó külső tartozása volt a legmagasabb, így a külső egyensúlytalanságok mérséklése erőteljes alkalmazkodást követelt meg. A régióban még Csehország külső tartozása csökkent – a hazaitól jóval elmaradó mértékben –, miközben Szlovákiában és Lengyelországban nem változott érdemben a mutató. A mediterrán országok többségére is magas külső tartozás volt jellemző, és a pénzügyi válság kitörését követően még tovább is emelkedett a mutató, majd csak a szuverén adósságválságot követően indult meg némi alkalmazkodás, így összességében csak kismértékű elmozdulások voltak láthatóak. Ezzel szemben Görögország GDP-arányos külső tartozása jelentősen emelkedett, és jelenleg is historikusan magas szinten tartózkodik. Az alábbiakban az 36. ábra alapján ismertetjük, hogy ezen elmozdulások milyen tényezőkkel magyarázhatóak.

36. ábra: A GDP-arányos külső tartozás változásának tényezői 2009 és 2015 között a régiós és mediterrán országokban



Forrás: Eurostat

- **Jövedelemegyenleg.** Az intuíció alapján a nagyobb kiinduló tartozásállománnyal rendelkező országok tartozását a jövedelemegyenleg hiánya nagyobb mértékben növeli, mivel a magasabb fennálló adósság vagy működő tőke után az adott országnak várhatóan magasabb kamat- vagy profitfizetési kötelezettsége keletkezik. Ezzel összhangban áll, hogy a vizsgált országok közül a legmagasabb kiinduló külső tartozásállománnyal rendelkező Magyarországnál a jövedelemegyenleg hiánya az egyik legnagyobb

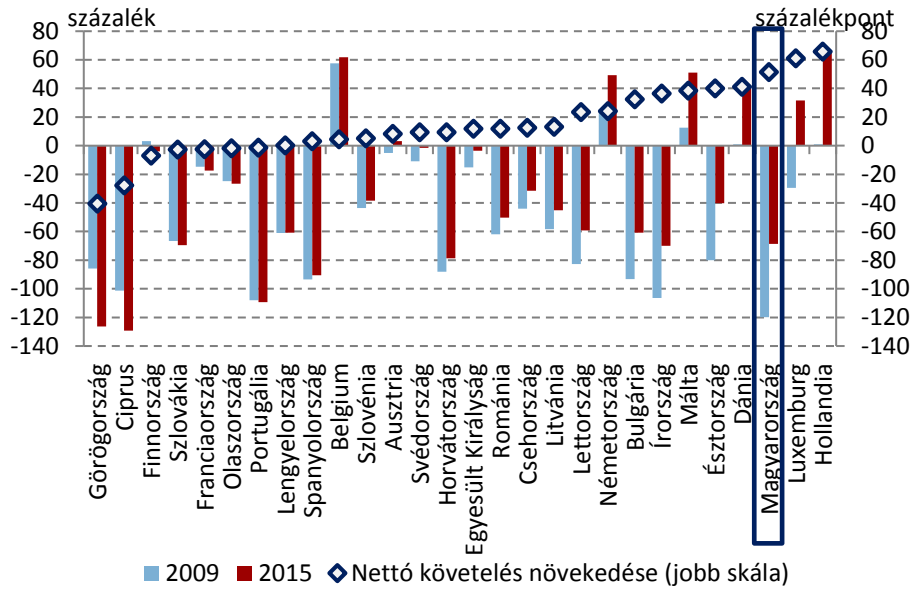
mértékben emelte a mutatót. Ugyanakkor a vizsgált országok közül – a hazainál jóval alacsonyabb külföldi tartozással rendelkező – Csehországban járult volna hozzá a jövedelemegyenleg-hiány a legnagyobb mértékben a külföldi tartozás emelkedéséhez, amely alapvetően a legalább részben külföldi tulajdonú vállalatok igen magas profitjára vezethető vissza. A jövedelemegyenleg hiánya a mediterrán országokban – a viszonylag magas nettó külső tartozás ellenére – kevésbé befolyásolta a külföldi tartozás alakulását, ami az eurozóna alacsonyabb kamatkörnyezetével és az FDI-kifektetések jövedelemegyenleget nagyobb mértékben javító hatásával magyarázható.

- **Elsődleges egyenleg.** Az elsődleges egyenleg növekedése a vizsgált országok közül Magyarországon járult hozzá a legnagyobb mértékben a külföldi tartozás csökkenéséhez, amelyet a régiós országok követnek. Ennek hátterében az áll, hogy a régió országaiban, azon belül is különösen Magyarországon és Csehországban a válság kitörését követően érdemben emelkedett a külkereskedelmi egyenleg, illetve a transzferegyenleg többlete is egyre jelentősebb volt, ami az EU-transzferek lehívásához köthető (a régióban Magyarország mellett Lengyelországnál volt még ez a tétel kiemelkedő). A régiós folyamatokkal szemben a mediterrán országokban a külkereskedelmi egyenleg jellemzően csak 2012 körül fordult többletbe (Görögországban még mindig hiányt mutat), és ennek mértéke is jelentősen elmaradt a hazánkban és régióban tapasztalttól. Ennek hátterében az állhat, hogy ezek az országok a pénzügyi válság hatására csak kisebb mértékben kényszerültek alkalmazkodásra, amit a szuverén adósságválság gyorsított fel később. Emellett ezekben az országokban a transzfer-egyenleg is jóval visszafogottabb, mint a régióban.
- **Átértékelődés.** Magyarország és Lengyelország esetében az átértékelődés a külső tartozás növekedése felé hatott, szerepet játszhatott, hogy a vizsgált időszakban mindkét ország valutája gyengült az euróhoz képest. Ezzel szemben a mediterrán országokban – mivel döntően saját devizában adósdoktak el – elhanyagolható mértékű volt az árfolyamhatás.
- **Gazdasági növekedés és infláció.** A régió országai közül Magyarország, Lengyelország és Szlovákia esetében látható, hogy a GDP nominális növekedése is jelentős szerepet játszott a GDP-arányos külföldi tartozás csökkenésében – sőt, Lengyelország és Szlovákia esetében e nélkül romlott volna a mutató. Összességében azonban Magyarország és Lengyelország esetében a tartozáscsökkenésnek megközelítőleg csak a fele köthető a gazdaság tényleges növekedéséhez, míg a nominális GDP emelkedésének másik fele az inflációval magyarázható (bár jelenleg mindkét országban jelentősen elmarad a céltól az infláció, 2009 és 2012 között ebben a két országban volt a legmagasabb). A mediterrán országokban – Görögország kivételével – a nominális GDP változása csak kismértékben hatott a GDP-arányos külső tartozásra. Görögországban azonban a reál GDP 2009 és 2015 között több mint 20 százalékkal esett vissza, így a GDP-arányos külső tartozás növekedésében ez a komponens játszotta a legnagyobb szerepet. Emellett a gazdaság visszaesésével párhuzamosan Görögországban 2013-tól kezdve negatív az infláció, ami a nominális GDP további erodálásán keresztül szintén a külső tartozás növekedésének irányába hatott.

5.3.4. Milyen mértékű alkalmazkodás történt a válság alatt?

A külfölddel szembeni nettó befektetési pozíciót tekintve Magyarországon ment végbe az egyik legjelentősebb alkalmazkodás az Európai Unió országai között. Magyarországon 2009-ben még a GDP 120 százalékát tették ki a nettó külföldi kötelezettségek. Ugyanakkor a válság során végbement – korábban bemutatott – hiteltörlesztésnek, az EU-transzferek nagyobb felhasználásának, a globálisan alacsonyabb tőkebeáramlásnak és az állami felvásárlásoknak köszönhetően ez a nettó kötelezettség 2015-re a GDP kevesebb mint 70 százalékára csökkent. A mérséklődés mértéke összesen a GDP mintegy 50 százalékát tette ki, ami a harmadik legnagyobb mértékű alkalmazkodás volt az EU országai között – miközben a mediterrán országokban – részben a nemzetközi szervezetektől kapott hitelek hatására – jellemzően még nőtt is a külföldi kötelezettségek GDP-arányos értéke. Érdemes megjegyezni, hogy 2015-re Magyarország külső kötelezettségének GDP-arányos nettó állománya a szlovák és a lengyel szintre süllyedt.

37. ábra: Az EU-országok külfölddel szembeni befektetési pozíciójának változása 2009 és 2015 között (a GDP arányában)



Forrás: Eurostat

ÁBRÁK JEGYZÉKE

1. ábra: A külső finanszírozási képesség tényezőinek* alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	7
2. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	8
3. ábra: Az export és import éves reálnövekedése.....	8
4. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás).....	9
5. ábra: A belföldi felhasználás éves növekedési üteme és a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása	9
6. ábra: A jövedelemegyenleg* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában).....	10
7. ábra: Az EU-transzferok nettó beáramlásának alakulása	11
8. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege”	12
9. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók).....	13
10. ábra: A közvetlentőke-befektetések alakulása (kumulált tranzakciók)	14
11. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)	14
12. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása (kumulált tranzakciók)	15
13. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának és követelésének alakulása (kumulált tranzakciók)	16
14. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásának felbontása (kumulált tranzakciók)	17
15. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői (kumulált, tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos érték, 2007 vége = 0)	18
16. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)*	19
17. ábra: A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása	20
18. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya	21
19. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	22
20. ábra: A háztartások finanszírozási képességének alapfolyamata* (szezonálisan igazított GDP-arányos adatok) ...	23
21. ábra: A háztartási eszközök kumulált tranzakciói	24
22. ábra: A vállalatok banki hitel- és betétállományának alakulása (a GDP arányában)	24
23. ábra: A külfölddel szembeni befektetési pozíció összetevőinek sematikus ábrázolása	26
24. ábra: A nettó tartozások válság előtti mértéke és a válság utáni GDP-növekedés közötti kapcsolat	26
25. ábra: A nettó külső tartozás alakulása (időszak végi, GDP-arányos értékek)	28
26. ábra: A külső adósság alakulása (időszak végi, GDP-arányos értékek)	29
27. ábra: A közvetlentőke-befektetések állományának* alakulása (időszak végi értékek, a GDP arányában)	30
28. ábra: Az egyes szektorok nettó külső tartozásának alakulása (a GDP arányában)	30
29. ábra: Az állam és a jegybank külföldi adóssága, valamint külföldi eszközei (a GDP arányában)	31
30. ábra: A bankok és vállalatok nettó külső tartozása FDI és adósság jellegű tartozás szerinti bontásban (a GDP arányában).....	32
31. ábra: A nettó külső pozíció alakulása és az azt befolyásoló fontosabb tényezők (a GDP arányában).....	34
32. ábra: A nettó közvetlentőke-tartozás és a nem normál üzletmenet szerinti eredménytétel (a GDP arányában)	35
33. ábra: Az egy főre jutó GDP és a GDP-arányos nettó külföldi eszköz közötti összefüggés 2015-ben	36
34. ábra: Az adósság jellegű források aránya a nettó külföldi kötelezettséghez képest	37
35. ábra: A nettó külső tartozás felbontása (a GDP arányában, 2015).....	38
36. ábra: A GDP-arányos külső tartozás változásának tényezői 2009 és 2015 között a régiós és mediterrán országokban	39
37. ábra: Az EU-országok külfölddel szembeni befektetési pozíciójának változása 2009 és 2015 között (a GDP arányában).....	41

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 készíttetett, felülvizsgáltatta az 1588 óta nyújtott birtok- és vagyonadományozásokat, és csak azokat erősítette meg, melyeket az ország szolgálatában szerzett érdemekért juttattak.

Az ipar és a kereskedelem előmozdítására Bethlen merkantilista jellegű gazdaságpolitikát kezdeményezett, s országába külföldi iparosokat telepített. Hatalmát nem az adózásra építette, hanem a fejedelmi státusból fakadó más eszközök ésszerűbb kihasználására. Fejlesztette a nemesfémbányászatot, külföldről elismert szakembereket hívott be, igyekezett élénkíteni a kereskedelmet. Bethlen Gábor értékálló pénzt veretett, és a sokirányú áruforgalmat úgy szabályozta, hogy letiltotta a legfontosabb árucikkek kivitelét.

Bethlen Gábor széles Habsburg-ellenes nemzetközi koalíciót próbált létrehozni a nyugat-európai országok és a kelet-európai népek között. A protestáns hatalmakkal létesített kapcsolatainak megszilárdítása érdekében 1626. március 1-jén feleségül vette György Vilmos brandenburgi választófejedelem húgát, Brandenburgi Katalint, és 1626-ban belépett a protestáns hatalmak westminsteri szövetségébe.

FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2016. június

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

