



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2017
JÚLIUS

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2017
JÚLIUS

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 jegybankfeladata. 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. 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 és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt a Monetáris politika és pénzpiaci elemzés igazgatóságán készült. A jelentés készítésében részt vettek: Boldizsár Anna, Csom-Bíró Gabriella, Csontos Orsolya, Gerlaki Bence, Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter és Sisak Balázs. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2017. június 21-éig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

ÖSSZEFOGLALÓ

Magyarország **külső egyensúlyi pozíciója** 2017 első negyedévében is **kedvezően alakult**. A **folyó fizetési mérleg egyenleg továbbra is jelentős, a GDP 5 százalékát meghaladó többlete** mellett folytatódott a **nettó FDI-beáramlás** és a **külső adósság csökkenése**. A gazdaság **külső finanszírozási képessége továbbra is jelentősen meghaladja a környező országokban tapasztalt értéket**.

A reálgazdasági megközelítés szerint az első negyedévben a **külső finanszírozási képesség és a folyó fizetési mérleg többlete is enyhén csökkent**, ami elsősorban a **külkereskedelmi többlet mérséklődésére** vezethető vissza. Az áruegyenleg csökkenéséhez a romló cserearány és az erőteljesen bővülő beruházás és fogyasztás importnövelő hatása egyaránt hozzájárult. Ugyanakkor a **javuló ipari teljesítmény jelentősen támogatta az exportdinamika bővülését**, így a nettó export növekedési hozzájárulása a jelentős belföldi felhasználás mellett is pozitív maradt, miközben a külkereskedelmi többlet továbbra is a GDP 10 százaléka közelében alakult. A külső finanszírozási képességet a külkereskedelmi egyenleg mellett a jövedelem-, valamint transzferegyenleg is befolyásolja. A **transzferegyenleg továbbra is enyhén mérsékelte az ország külső finanszírozási képességét**. 2017 elején a **jövedelemegyenleg** alakulása – a külföldi munkavállalói jövedelmek csökkenésének és a kamategyenleg javulásának eredőjeként – **stabilizálódott**.

A finanszírozási oldali folyamatok szerint **2017 első negyedévében is folytatódott a nettó FDI-beáramlás, miközben a nettó külső adósság tranzakciókból eredően mintegy 0,7 milliárd euróval (a GDP több mint 0,6 százalékával) csökkent**. Az adósság jellegű források kiáramlásának szektorális megoszlása az elmúlt évhez képest jelentősen változott: míg 2016-ban – részben a forintosítás miatt – az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságának növekedésével párhuzamosan a bankok nettó külső adóssága csökkent, addig **2017 elején a bankok külső adóssága a náluk elhelyezett külföldi betétek kiugróan nagy növekedése miatt jelentősen emelkedett**. Ugyanakkor az **állam nettó külső adósságának csökkenése döntően a külföldiek tovább mérséklődő állampapír-állományára** vezethető vissza, amit nagymértékben támogatott a lakosság továbbra is jelentős állampapír-vásárlása. Az első negyedévben emellett **folytatódott a nem pénzügyi vállalatok nettó külső adósságának mérséklődése**.

2017 első negyedévében tovább folytatódott a **magyar gazdaság adósságmutatóinak évek óta tartó trendszerű csökkenése**: az ország GDP-arányos bruttó külső adóssága a GDP 69 százalékára, a nettó külső adósság pedig a GDP 18 százalékára mérséklődött. A nettó külső adósság csökkenése **az államhoz és a nem pénzügyi vállalatokhoz kötődött, miközben a bankrendszeré emelkedett**, ami a külföldi eszközök folytatódó bővülését meghaladó tartozásnövekedés mellett valósult meg. Ennek ellenére a bankok külföldi eszközeinek állománya továbbra is meghaladja a szektor külföldi adósságát. Az államháztartásnál elsősorban a **külföldiek állampapír-állományának további csökkenése, a vállalatoknál a külföldi eszközök emelkedése** javította a külső adósságmutatót. A **devizatartalék szintje több mint 4,5 milliárd euróval haladta meg – és így továbbra is érdemben meghaladja – a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet**.

2017 első negyedévében a gazdasági **szektorok megtakarítása szerinti finanszírozási képesség is enyhén mérséklődött**. Ehhez **elsősorban a magánszektor pénzügyi megtakarításainak csökkenése járult hozzá**, amelynek hatását mérsékelte az állam finanszírozási igényének csökkenése. Az év elején is folytatódott a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának mérséklődése, amely alapvetően a **bővülő fogyasztással**, illetve erősödő hitelkereslettel áll összefüggésben. A lakossági megtakarításokat tekintve **továbbra is az állampapírokat keresik** leginkább a háztartások, ami a korábbi negyedévekhez hasonlóan számottevően **támogatta az állam külső forrásainak és sérülékenységének csökkenését**.

Speciális témánkban Magyarország **külső adóssága mellett a nem adósság jellegű tartozásmutatóinak, főként a külföldiek közvetlentőke-befektetéseinek alakulását** meghatározó tényezőket mutatjuk be. A gazdaság **nettó külső tartozása a válság óta lezajlott alkalmazkodás hatására érdemben mérséklődött**, ami főként a **nettó külső adósság jelentős csökkenésében** tükröződött, de a **nem adósság jellegű források csökkenése is hozzájárult**. A nettó külső adósság esetében a válság utáni alkalmazkodás a **külföldi hitelek törlesztésével** járt együtt, **ennek hatását ugyanakkor fékeztek az átértékelődési hatások**: a válság kitörését követően a forint árfolyamának leértékelődése, az elmúlt években pedig a forinthatamok csökkenése az árfolyamok emelkedésén keresztül is a külső adósság növekedésének irányába hatott. A **hozamok csökkenése a kamatkiadások mérséklésén keresztül ugyanakkor csökkenti a gazdaság**

külső sérülékenységet. A nem adóssággeneráló források esetében a külföldiek befektetési döntéseit tükröző **tranzakciós adatok a válság óta folyamatos nettó FDI-beáramlást mutattak**, míg az átértékelődések döntően az FDI-állomány csökkenésének irányába hatottak. Az elmúlt években több tényező is befolyásolta a nettó működőtőke-állományt:

- Míg a **nettó közvetlentőke-források állománya** összességében több mint **1,5 milliárd euróval emelkedett** 2008 eleje óta, addig a **nominális GDP növekedése** miatt a GDP-arányos mutató több mint 4 százalékponttal mérséklődött.
- A nettó közvetlentőke-befektetések kisebb mértékű emelkedése a tranzakció szerinti jelentős, közel **15 milliárd eurót kitevő forrásbeáramlás** mellett alakult ki.
- Az állományok kisebb bővülésének hátterében az **átértékelődési hatás** áll, ami döntően arra vezethető vissza, hogy itt kerülnek elszámolásra a **nem normál üzletmenethez kötődő veszteségek** (pl. végtörlesztéshez, elszámoláshoz, felvett devizahitelekhez tartozó veszteségek), valamint a részesedések és hitelállományok értékesítése is befolyásolja az átértékelődésen keresztül az állományt.
- Az **állami felvásárlások** szintén a nettó FDI-állomány csökkenésének irányába hatottak (több mint 4 milliárd euro értékben, amiben jelentős szerepe volt a MOL, E-ON, illetve a Budapest Bank felvásárlásának is).
- A **hazai vállalatok külföldi működőtőke-kifektetései** is a nettó FDI-állomány mérséklődését okozták.

TARTALOM

Összefoglaló	3
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg	8
1.2. Jövedelemegyenleg	10
1.3. Transzferegyenleg.....	11
1.4. Régiós kitekintés.....	12
2. Finanszírozási megközelítés	13
2.1. Nem adósság jellegű források	14
2.2. Adósság jellegű források	15
3. Állományi mutatók alakulása	17
3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása	17
3.2. A rövid külső adósság alakulása	19
3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása	20
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés	22
5. A külső tartozásmutatók alakulását meghatározó tényezők.....	24
5.1. Magyarország külső tartozásának alakulása.....	24
5.2. A nettó külső adósság alakulása.....	25
5.3. A nem adóssággeneráló források alakulása	27
Ábrák jegyzéke.....	34

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

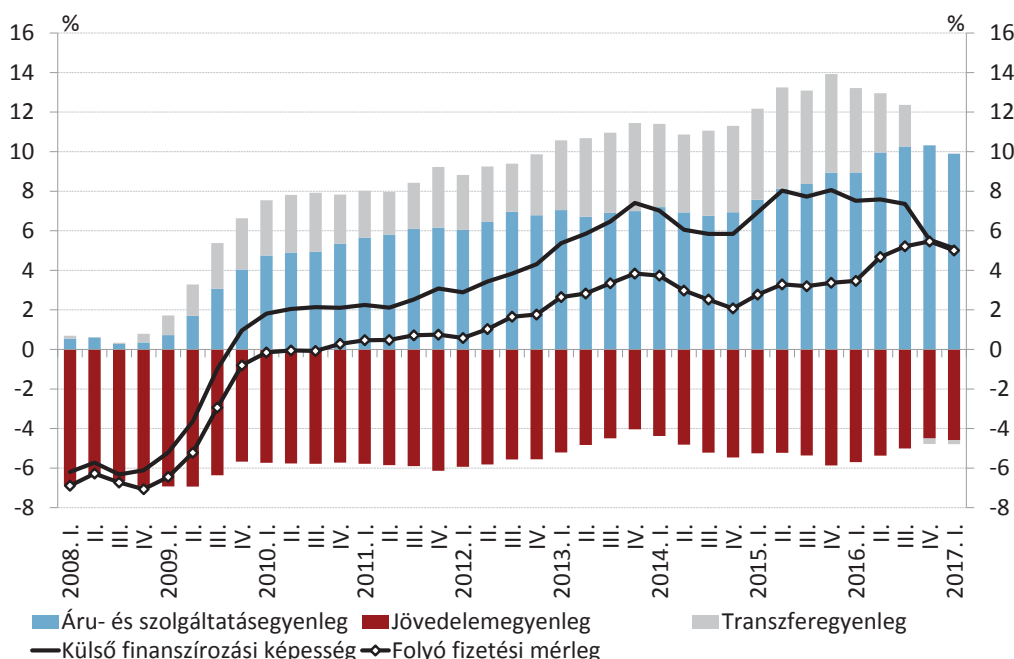
1. keretes írás: A normál üzletmenet szerinti eredményről.....	28
--	----

1. REÁLGAZDASÁGI MEGKÖZELÍTÉS

2017 első negyedében a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a reálgazdasági megközelítés szerint – a folyó fizetési mérleghez hasonlóan – enyhén mérséklődött, ugyanakkor továbbra is magas szinten, a GDP 5 százalékán áll. Az enyhén csökkenő külső finanszírozási képesség háttérében elsősorban a külkereskedelmi többlet mérséklődése állt. A nettó export mérséklődésének irányába hatott többek között a romló cserearány, illetve az emelkedő beruházások és fogyasztás importvonzata is, miközben a javuló ipari teljesítmény támogatta az exportdinamika bővülését. A külkereskedelmi egyenleg továbbra is magasán, a GDP 10 százaléka körül alakult. A transferegyenleg nem változott érdemben, és továbbra is enyhén mérsékelte az ország külső finanszírozási képességét. A korábbi negyedévek tendenciáját követően 2017 elején megtorpant a jövedelemegyenleg hiányának javulása, ami elsősorban a munkavállalói jövedelmek csökkenéséhez köthető, miközben a külföldi hitelek kamategyenlege tovább mérséklődött.

2017 első negyedében Magyarország reálgazdasági megközelítés szerinti négy negyedéves külső finanszírozási képessége, illetve folyó fizetési mérleg egyenlege is egyaránt a GDP 5 százalékára mérséklődött, ami továbbra is magas szintnek tekinthető (1. ábra). A szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség a negyedév során 1,3 milliárd eurót tett ki, ami a folyó fizetési mérleg 1,2 és a tőkemérleg 0,1 milliárd eurós többlete mellett alakult ki. A négy negyedéves adatok alapján hazánk külső finanszírozási képessége a GDP 5,1 százalékára csökkent. A továbbra is magasnak számító külső finanszírozási képesség háttérében leginkább a folyó fizetési mérleg magas, a GDP 5 százalékát kitevő többlete áll. A visszafogott EU-s forrásfelhasználás eredményeként a transferegyenleg – az előző negyedévhez hasonlóan – negatívan hatott az ország külső egyensúlyi pozíciójára. A jövedelemegyenleg hiánya az előző időszakokkal ellentétben nem mérséklődött tovább.

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

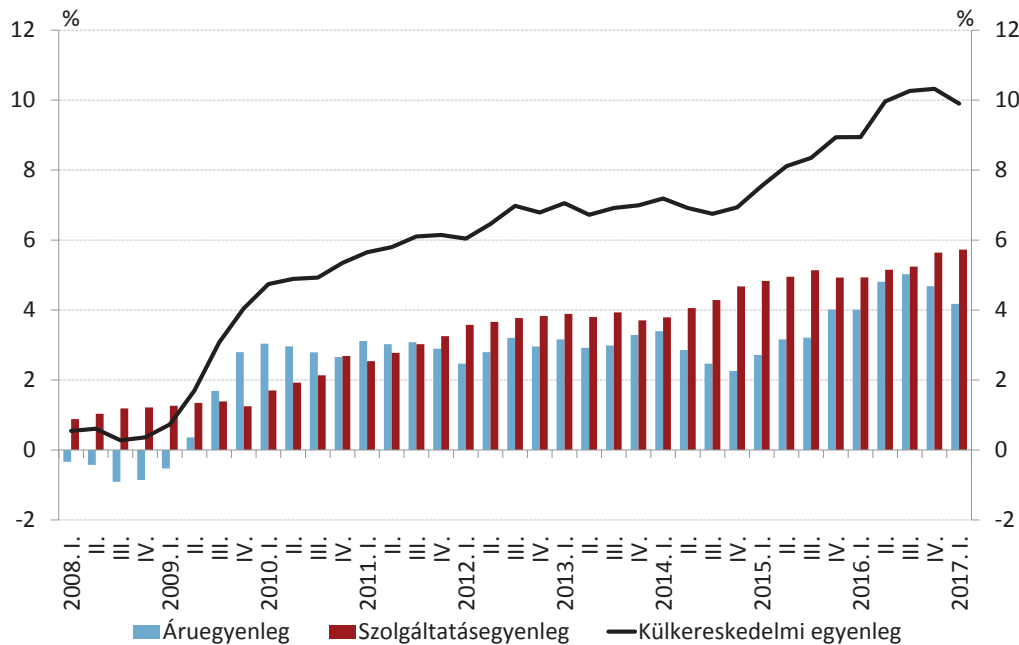


* Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.
 Transzferegyenleg: tőkemérleg, egyéb elsődleges és másodlagos jövedelem.
 A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

1.1. Külkereskedelmi egyenleg

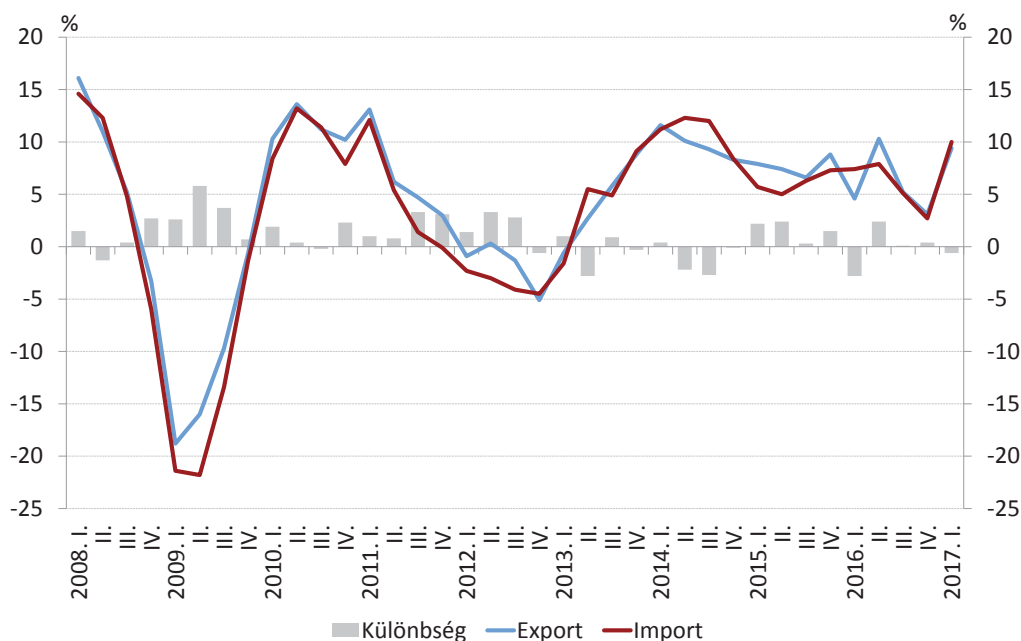
Magyarország külkereskedelmi egyenlege 2017 első negyedéve során mérséklődött, ami az áruegyenleg többletének csökkenéséhez köthető (2. ábra). A külkereskedelmi egyenleg első negyedévi értéke enyhén elmaradt az előző év azonos időszakában tapasztalttól, aminek következtében az áru- és szolgáltatás egyenleg négy negyedéves aktívuma mérséklődött, azonban továbbra is magas szinten, a GDP 10 százaléka körül alakult. A külkereskedelmi többlet mérséklődésének hátterében az áruegyenleg csökkenése húzódott meg, amit csak részben ellensúlyozott a szolgáltatás egyenleg kismértékű bővülése. Az áruegyenleg aktívuma az előző negyedévhez hasonló mértékben csökkent, ami elsősorban a cserearányok romlásával hozható összefüggésbe – a bővülő lakossági fogyasztás, illetve az importintenzív beruházások növekedése mellett ugyanis a gyorsan javuló ipari termeléssel összhangban nagymértékben nőtt a kivitel is. A szolgáltatás egyenleg többlete kismértékben javult az első negyedév során, így a GDP 5,7 százalékát tette ki, amit továbbra is a turizmus, a szállítási szolgáltatások, illetve a szolgáltató központok (shared service center) támogattak. A külkereskedelmi egyenleg – a negyedév során tapasztalt enyhe mérséklődés ellenére – továbbra is a magyar gazdaság külső finanszírozási képességéhez legnagyobb mértékben hozzájáruló tényező.

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



2017 első negyedévében jelentősen emelkedett az export és import éves reálnövekedése (3. ábra). Az exportdinamika első negyedéves bővülését érdemben támogatta az ipari termelés felfutása. Továbbá hazánk exportja szempontjából kedvezően alakult legfőbb kereskedelmi partnerünk, Németország ipari termelése is az első negyedév során. Az exportdinamikához hasonlóan az import éves reálnövekedése is jelentősen bővült, ami leginkább az emelkedő beruházással és lakossági fogyasztással, az ipari termeléshez szükséges magas importtartalmú termékek beszerzésével hozható összefüggésbe.

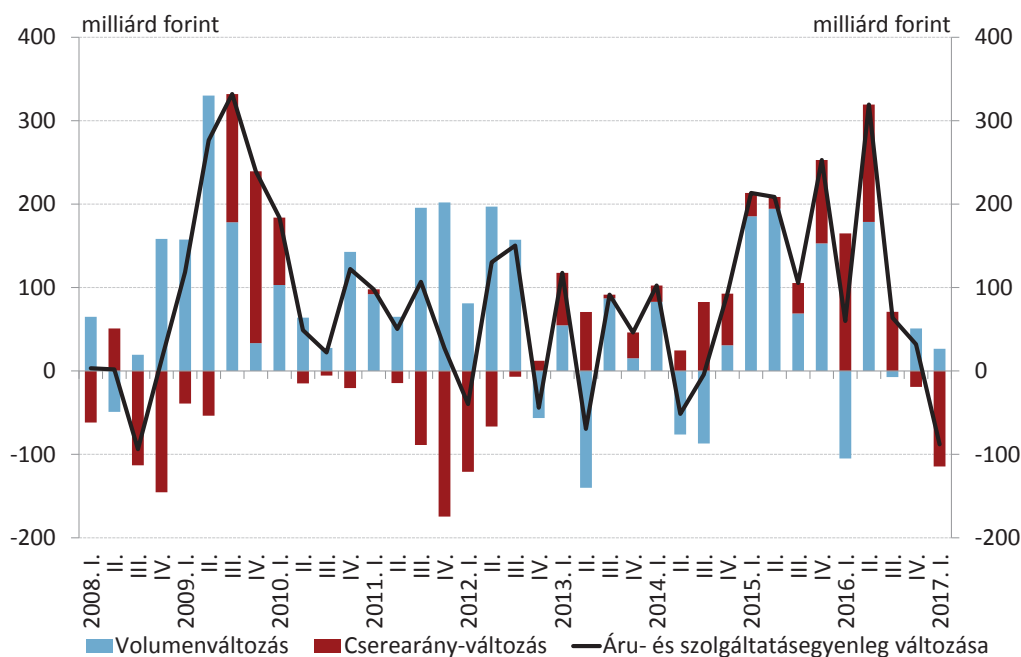
3. ábra: Az export és import éves reálnövekedése



Forrás: KSH, MNB.

A külkereskedelmi többlet mérséklődését a cserearány romlása okozta, amit csak részben ellensúlyozott az ipari termelés felfutása miatt javuló volumenváltozás (4. ábra). Az elmúlt egy évben az olajárscsökkenés hatásának kifizetésével összhangban folyamatosan mérséklődött a cserearány, aminek következtében 2016 utolsó negyedében már negatívan járult hozzá a cserearány-változás a külkereskedelmi egyenleg többletéhez. Mivel 2017 első negyedében az előző év azonos időszakához viszonyítva nőttek az energiahordozó árak, ez a tendencia folytatódott, aminek következtében a cserearányromlás jelentősen mérsékelte az áru- és szolgáltatásegyenleg többletét. Ezt részben ellensúlyozta a kedvező volumenváltozás, aminek háttérében leginkább a bővülő ipari teljesítmény húzódott meg.

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

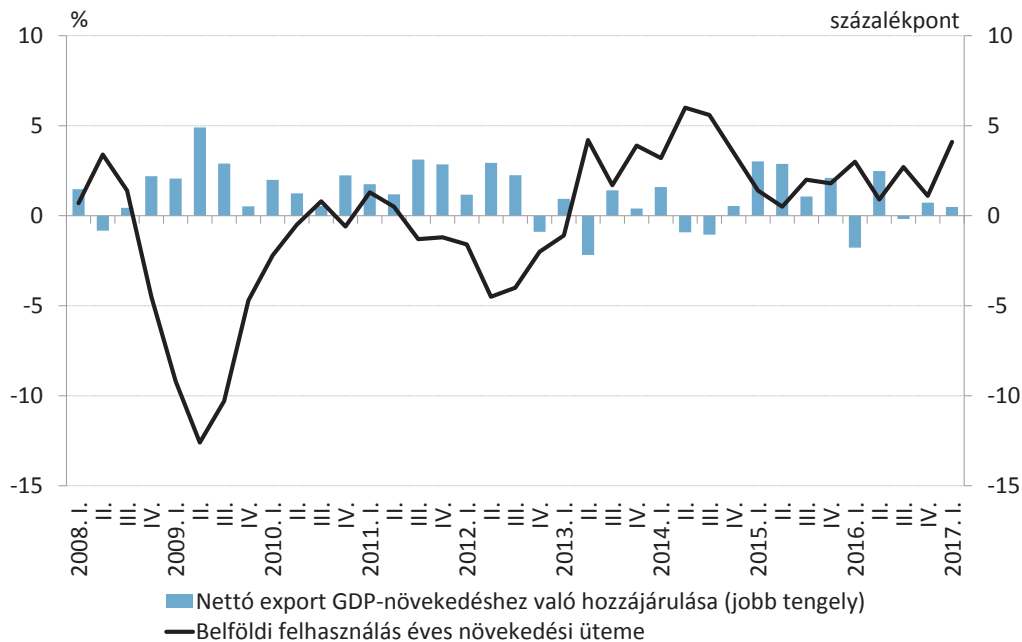


Forrás: KSH.

Az első negyedévben a nettó export annak ellenére is kismértékben támogatta a növekedést, hogy a belföldi felhasználás éves növekedési üteme érdemben emelkedett (5. ábra). 2017 első negyedében a GDP növekedése elsősorban

a belföldi felhasználás érdemi bővülése mellett valósult meg, aminek háttérben többek között a nemzetgazdaság kedvező beruházási aktivitása és a háztartások emelkedő fogyasztása húzódott meg. Az ezek miatt emelkedő importbővülést ugyanakkor ellensúlyozta az ipari termelés jelentős növekedésével, valamint a szolgáltatásegyenleg bővülésével párhuzamosan felfutó export, így a nettó exportnak a növekedéshez való hozzájárulása az előző negyedévekhez hasonlóan pozitív maradt.

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



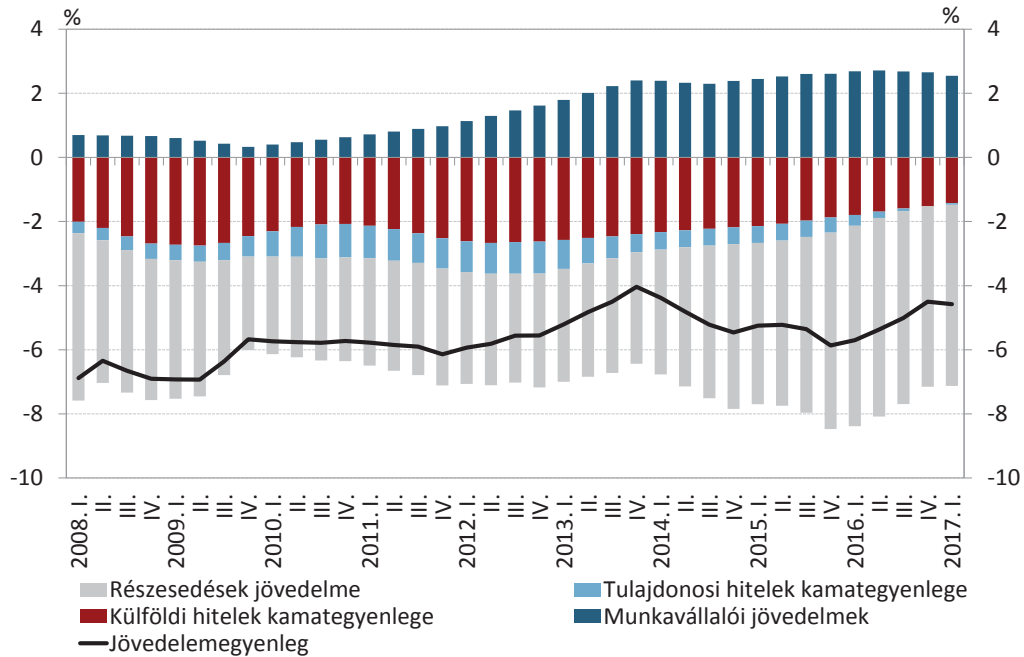
Forrás: KSH.

1.2. Jövedelemegyenleg

2017 első negyedévében a jövedelemegyenleg négy negyedéves hiánya a GDP 4,5 százaléka közelében stabilizálódott (6. ábra). Az első negyedévben a jövedelemegyenleg hiányának 2016 eleje óta tartó folyamatos mérséklődése stagnálásba váltott: a külföldi hitelek kamategyenlegének folytatódó csökkenését ellensúlyozta a munkavállalói jövedelmek mérséklődése, miközben a külföldi vállalatok jövedelme nem változott érdemben. A külföldi hitelek kamategyenlegének fokozatos javulása továbbra is egyaránt köthető a bruttó külső adósság csökkenéséhez és a mérsékelt kamatkörnyezethez. A GDP-arányos munkavállalói jövedelmek – vagyis az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozó rezidensek bérjöveldelmeinek – enyhe mérséklődése ugyanakkor a jövedelemegyenleg romlásának irányába hatott. A Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok profitja a vizsgált időszak során nem változott érdemben, erre vonatkozóan ugyanakkor csak korlátozott információkkal rendelkezünk.¹

¹ A fizetési mérlegben a tárgyévet követő szeptemberi adatközlésig a külföldi tulajdonú vállalat jövedelmére vonatkozó adatok becsléseken alapulnak, amit a szeptemberi adatközléskor vált fel a vállalatok kérdőívei alapján számított tényadat.

6. ábra: A jövedelemegyenleg* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)

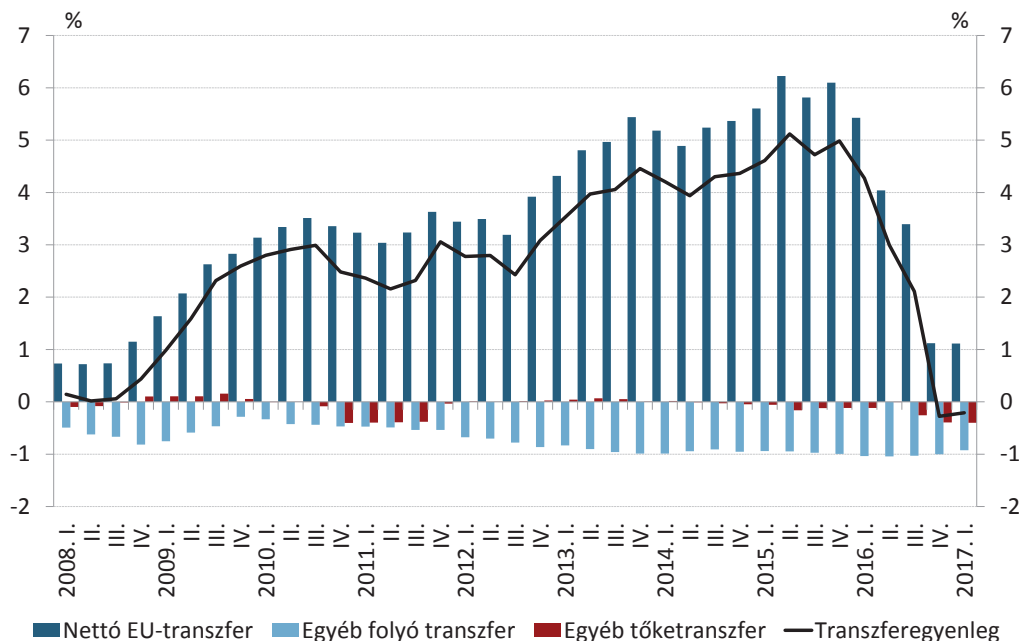


* Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.

1.3. Transzferegyenleg

2017 első negyedévében az új EU-s költségvetési ciklus forrásainak visszafogott felhasználása mellett a transzferegyenleg továbbra is csökkentette a külső finanszírozási képességet (7. ábra). Az EU-támogatások felhasználása a 2007–2013-as költségvetési ciklus forrásainak kifizetését követően 2016-ban visszaesett, ami a transzferegyenleg érdemi csökkenését eredményezte. 2017 első negyedévében a 2014–2020-as költségvetési ciklus forrásainak felhasználása a 2016-os alacsony szinten maradt, így az EU-transzferek négy negyedéves értéke – az előző negyedévhez hasonlóan – 1,3 milliárd eurót tett ki. Bár az EU-transzferekhez kapcsolódó kifizetések 2016 végén jelentős mértéket öltöttek, ennek jelentős része – a fizetési mérlegben nem megjelenő – előlegfizetésekhez kötődött. A transzferegyenleg alacsony szintjét a visszafogott EU-s forrásfelhasználás mellett az egyéb tőke- és folyótranszfer-egyenleg hiánya is befolyásolta. Az elmúlt negyedévekben a folyó transzfer-ek – ami például az átmenetileg külföldön dolgozók bérei után fizetett adó- és tb-hozzájárulást tartalmazza – viszonylag stabilan, a GDP 1 százaléka körül alakultak, miközben az egyéb tőketranszfer-ek sem változtak érdemben.

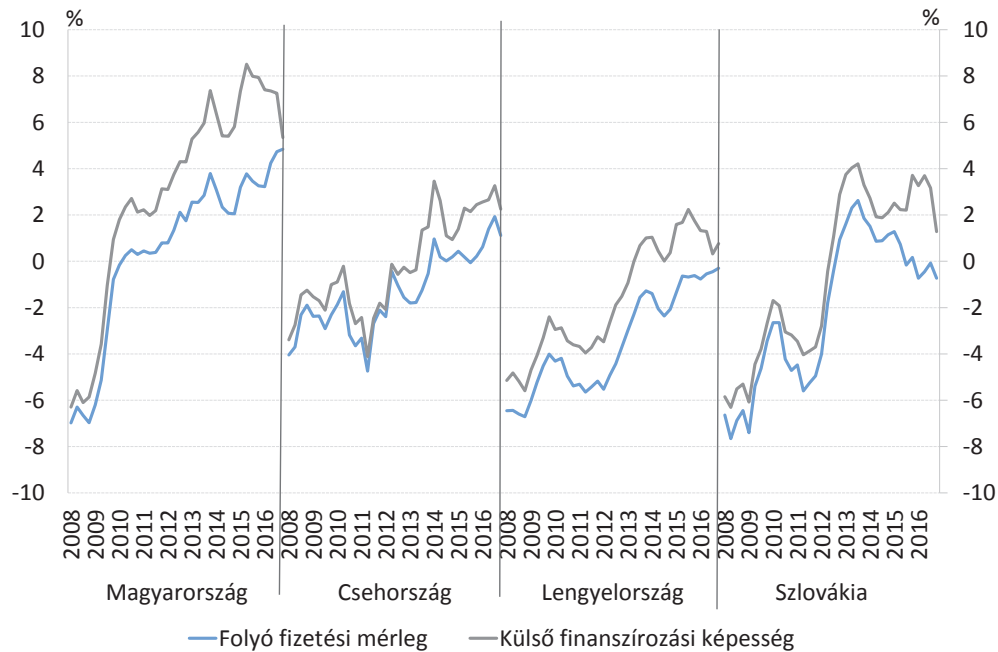
7. ábra: A transzferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása



1.4. Régiós kitekintés

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége és folyó fizetési mérleg egyenlege továbbra is jelentősen meghaladja a környező országokban tapasztalt értéket (8. ábra). Az EU 2007–2013-as költségvetési ciklusának lezárása előtt jelentősen emelkedett a régió országaiban az EU-források felhasználása, aminek köszönhetően 2015-ben érdemben emelkedett a visegrádi országok külső finanszírozási képessége. A költségvetési ciklus lezárulásával párhuzamosan azonban a tavalyi évben jelentősen visszaesett a tőkemérleg: a legnagyobb csökkenés Magyarországon történt, ahol a GDP mintegy 4 százalékaival esett vissza, azonban a régió többi országában is átlagban 1,5–2,0 százalékos mérséklődés volt tapasztalható. Ennek hátterében az áll, hogy 2016 során az EU-transzferek GDP-arányos felhasználása Magyarországon meghaladta a többi régiós országban megfigyeltet, így ennek mérséklődése itt nagyobb hatást gyakorolt a külső finanszírozási képességre. A nagyobb mértékű mérséklődés ellenére Magyarország külső egyensúlyi pozíciója továbbra is jelentősen meghaladja a régiós versenytársakét.

8. ábra: A régiós országok külső egyensúlyi pozíciója (a GDP arányában)

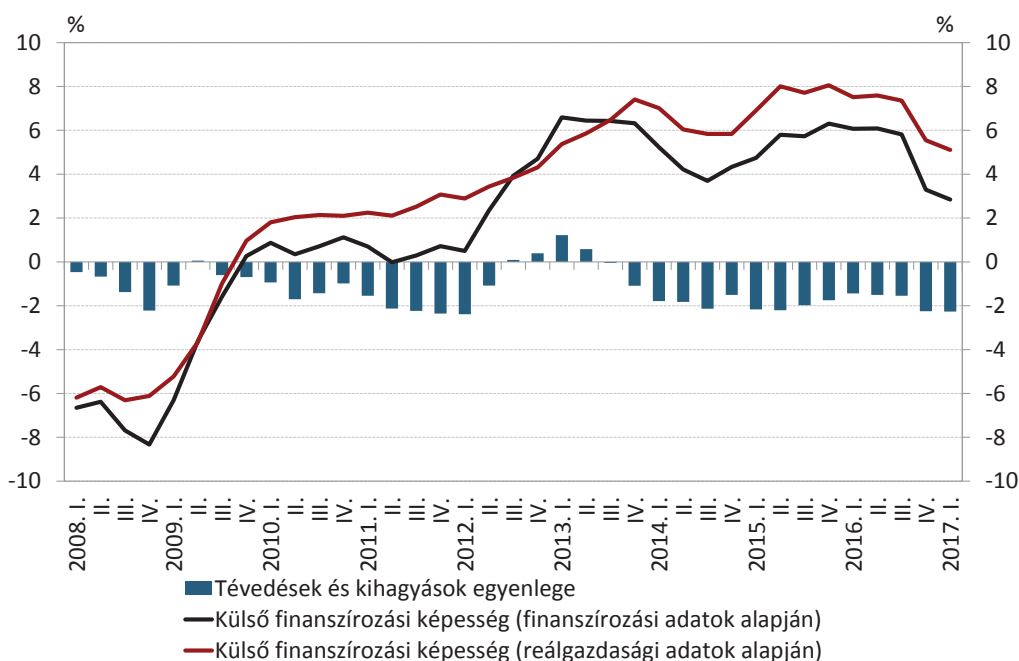


2. FINANSZÍROZÁSI MEGKÖZELÍTÉS

A pénzügyi mérleg alapján számított, a fizetési mérleg finanszírozási oldalát mutató külső finanszírozási képesség négy negyedéves értéke a GDP 2,8 százalékára csökkent. A negyedéves szinten 2016 végéhez hasonlóan enyhe forráskiáramlás, a 300 millió eurót meghaladó – a szezonalitásnak megfelelő mértékű – nettó FDI-beáramlás és a nettó külső adósság ezt meghaladó mértékű csökkenése mellett alakult ki. Az adósság jellegű források nettó kiáramlása az első negyedévekben szokott módon lelassult, és szektorális alakulása is változott. Míg 2016-ban – részben a forintosítás miatt – az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságának növekedésével párhuzamosan a bankok nettó külső adóssága csökkent, addig 2017 elején a bankok külső adóssága a náluk elhelyezett külföldi betétek kiugróan nagy növekedése miatt jelentősen emelkedett. Az állam nettó külső adósságának csökkenése döntően a külföldiek tovább mérséklődő állampapír-állományára vezethető vissza, melynek pozícióját a bankszektor szereplői és a lakosság vette át. Az első negyedévben emellett folytatódott a nem pénzügyi vállalatok nettó külső adósságának mérséklődése.

2017 első negyedévében a finanszírozási oldal szerinti négy negyedéves finanszírozási képesség – a reálgazdasági megközelítés alapján számított értéktől továbbra is mintegy 2 százalékponttal elmaradva – a GDP 2,8 százalékát tette ki (9. ábra). Vagyis a reálgazdasági adatok alapján számított finanszírozási képesség továbbra is meghaladja a finanszírozási oldalról számított értéket, ami azzal jár együtt, hogy az ország külső tartozásmutatóinak csökkenése – éves szinten a GDP mintegy 2 százalékával – elmarad a reálgazdasági folyamatok alapján várható értéktől.² Érdekes azt is megjegyezni, hogy ez a tendencia hosszabb távon is jellemző a magyar gazdaságra, illetve a régiós országokban is hasonló folyamat figyelhető meg.

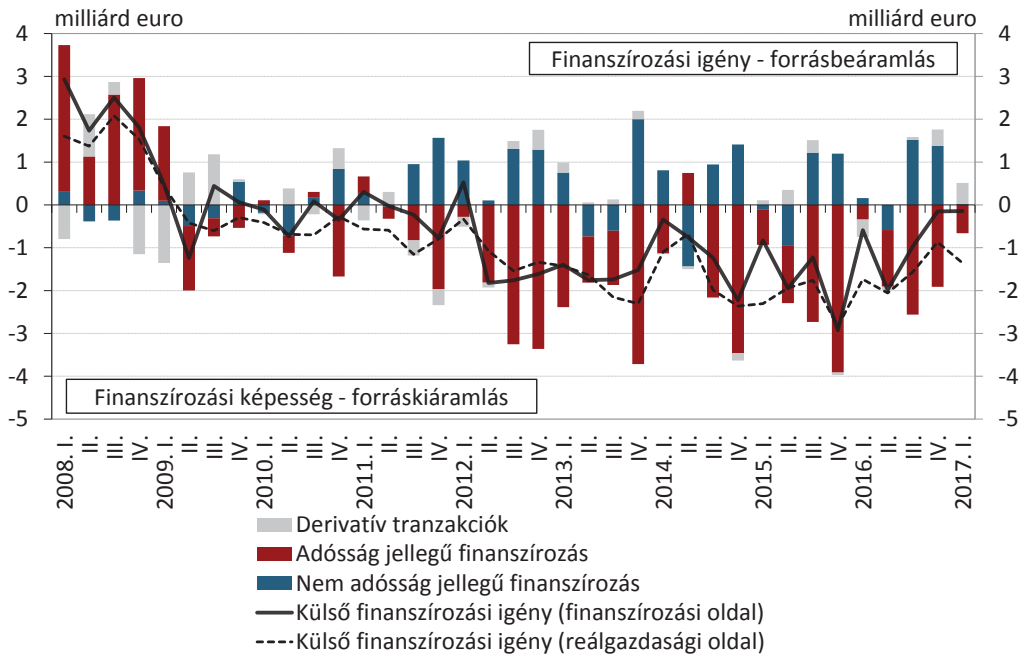
9. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege” (négy negyedéves GDP-arányos érték)



A finanszírozási oldal szerinti igazítatlan külső finanszírozási képesség az első negyedévben – 2016 végéhez hasonlóan – 150 millió euro körül alakult (10. ábra). Az enyhe forráskiáramlást elsősorban az adósság jellegű források csökkenése támogatta, amit részben ellensúlyozott a közvetlentőke-befektetésekhez és derivatív tranzakciókhoz köthető források beáramlása.

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.

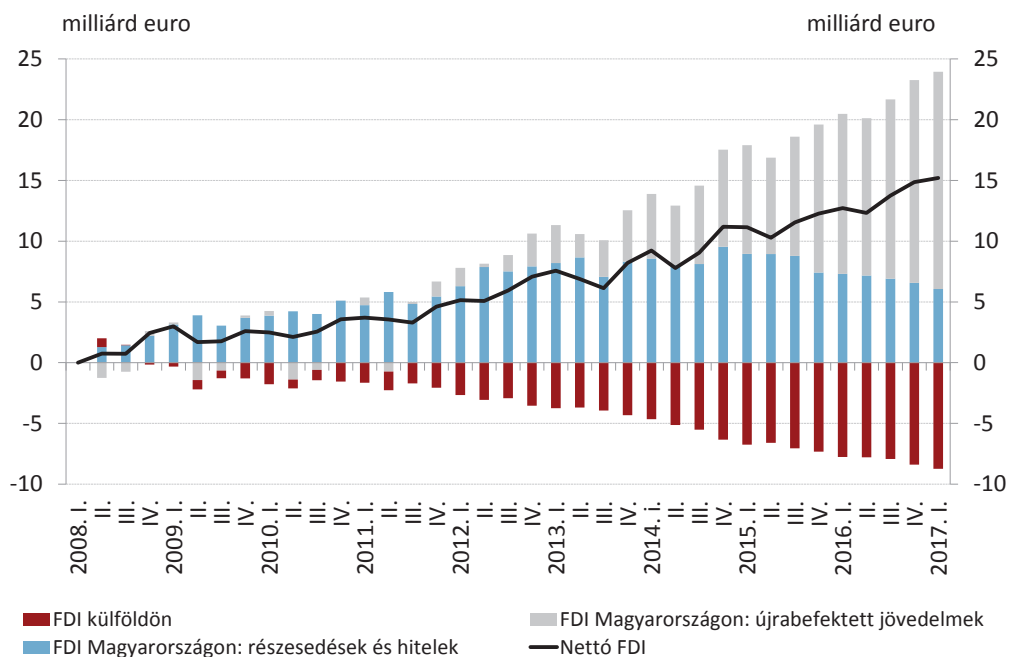
10. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)



2.1. Nem adósság jellegű források

2017 első negyedében ismét bővült a nettó közvetlentőke-befektetések értéke Magyarországon (11. ábra). A torzító hatások kiszűrése érdekében érdemes az átfolyótőke-tranzakcióktól és az eszközportfólió-átrendezéstől szűrt értékeket vizsgálni. A nettó FDI-beáramlás az első negyedévben több mint 0,3 milliárd eurót tett ki, ami nagyjából megfelel az év elején jellemző értékeknek. A külföldiek magyarországi befektetéseinek növekedése a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmeinek újrabefektetéséhez köthető, miközben a vállalatok – a válság utáni alkalmazkodási folyamatnak megfelelően – tovább törlesztették tulajdonosi hiteleiket. A nettó FDI-beáramlást a tulajdonosi hitelek csökkenése mellett a rezidensek kifizetései emelkedése is fékezte. A nem adósság jellegű források beáramlását 2017 elején a portfólió részvény-befektetések alakulása is csökkentette: a külföldiek magyarországi részvényeladása mellett a hazai szereplők külföldi részvényvásárlása is a forráskiáramlás irányába hatott.

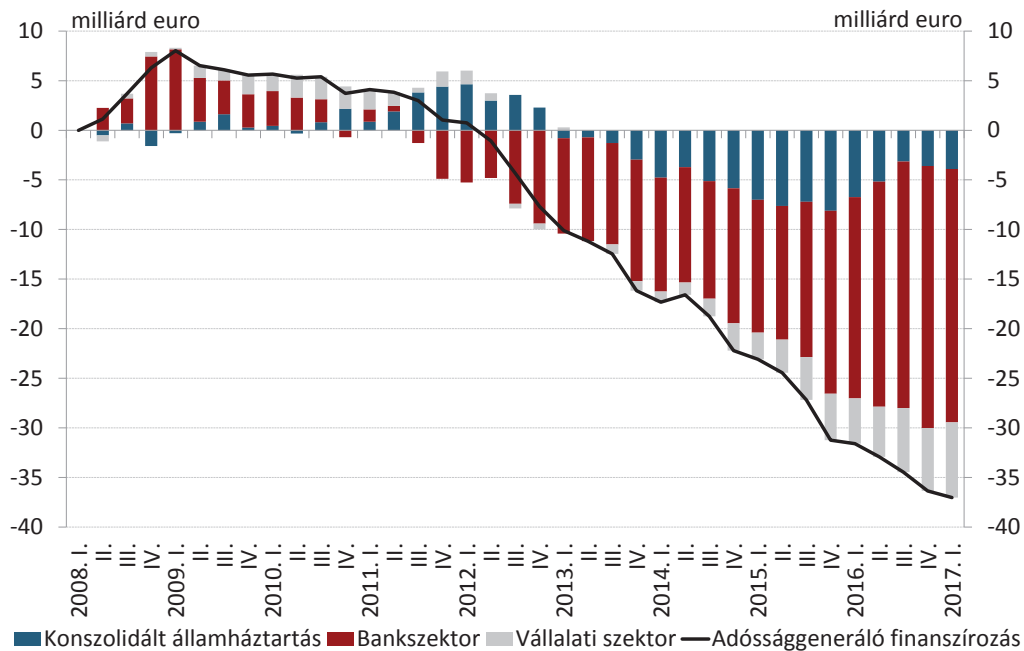
11. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)



2.2. Adósság jellegű források

Az első negyedévben – az év elején szokásos módon – lassult az ország nettó külső adósságának csökkenése, ami elsősorban a bankrendszer külső adósságának növekedéséhez köthető, miközben az állam³ és a nem pénzügyi vállalatok nettó külső adóssága csökkent (12. ábra). A külső adósság csökkenésének lassulása mellett a csökkenés szektorális megoszlásában is jelentős változás történt: míg 2016 folyamán – a forintosításhoz kötődő jegybanki devizaliquiditás bankoknak történő átadásához köthetően – a bankok nettó külső adóssága csökkent, az államé a devizatartalék mérséklődésével párhuzamosan emelkedett. Ezzel szemben 2017 elején annak ellenére nőtt jelentősebb mértékben a bankok nettó külső adóssága és csökkent az államé, hogy az első negyedévben is történt még a forintosításhoz kötődő devizaliquiditás-nyújtás a bankok részére. Emellett a nem pénzügyi vállalatok nettó külső adóssága a tavalyi folyamatokhoz hasonlóan tovább mérséklődött.

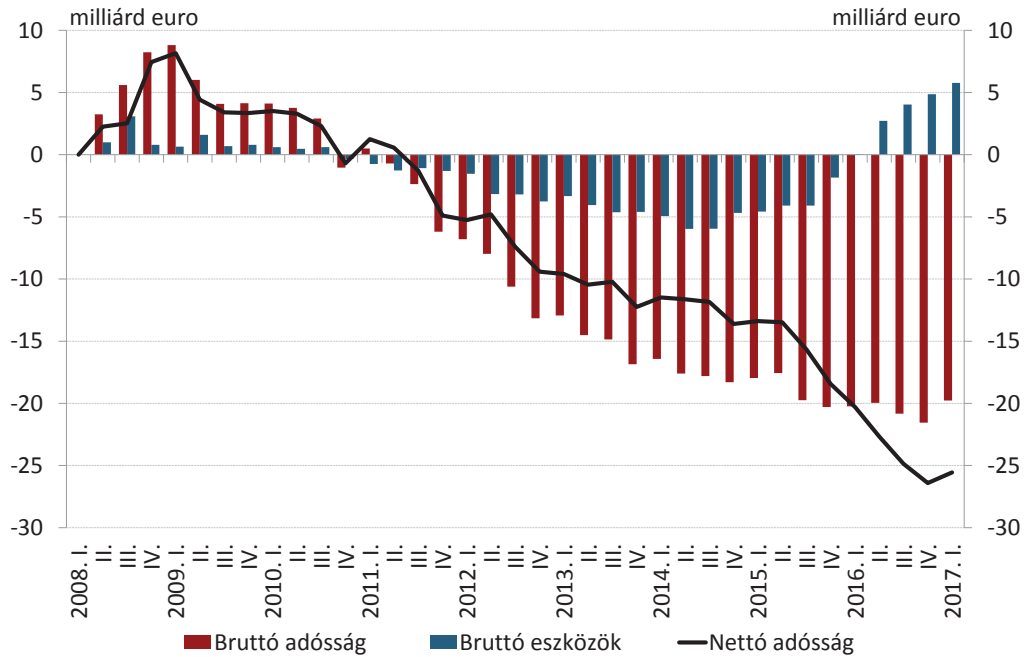
12. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása (kumulált tranzakciók)



A 2015 közepe óta tartó folyamatos csökkenést követően 2017 első negyedévében közel 1 milliárd euróval növekedett a bankrendszer nettó külső adóssága. A bankrendszer külföldi eszközei az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2017 elején is tovább bővültek – a közel 0,9 milliárd eurós növekedésében továbbra is szerepet játszhatnak a forintosításhoz kapcsolódó devizawapok lejáratái. A 2016-os folyamatokhoz képest ugyanakkor jelentős változást jelent, hogy a bankszektor külföldi forrásai közel 1,8 milliárd euróval növekedtek – vagyis a külföldi eszközök növekedését is figyelembe véve a bankok nettó külső adóssága közel 1 milliárd euróval emelkedett (13. ábra). A bankok külföldi forrásainak kiugróan nagy növekedése ugyanakkor nem külföldi hitelfelvételhez kötődött. A külföldi szereplők hazai hitelintézeteknél elhelyezett – döntően éven belül lejáró – betétei nőttek meg nagyobb mértékben. A bankok első negyedéves külföldi eszköz-forrás szerkezetének alakulása mellett a szektor külföldi követelése is továbbra is meghaladják a külföldi tartozás nagyságát, így a bankok nettó külső adóssága még mindig negatív (részletesebben lásd az állományi mutatókról szóló részt).

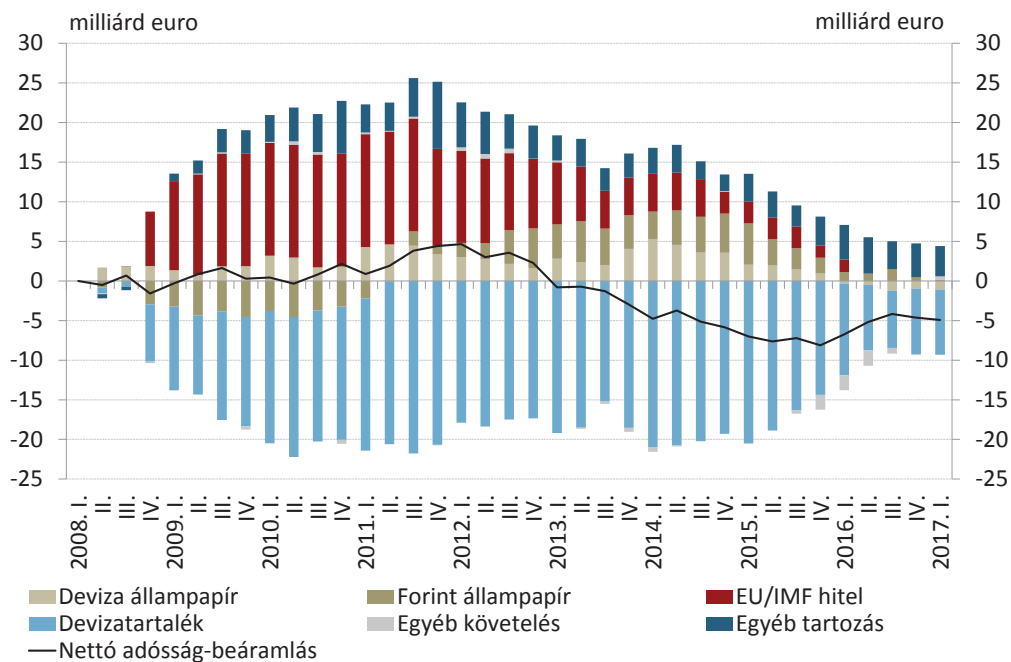
3 Az államháztartási szektort a külső finanszírozás szerkezetében elemzési szempontokból az MNB-vel konszolidáltan vizsgáljuk.

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



Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adóssága 0,3 milliárd euróval csökkent, ami döntően a külföldiek tovább mérséklődő állampapír-állományára vezethető vissza (14. ábra). A konszolidált állam nettó külső adóssága 2011 vége óta számottevően mérséklődött, majd 2016-ban – a forintosítás következtében mérséklődő devizatartalékkal összhangban – enyhén növekedett. A forintosítás miatt lejáró swapok, illetve a devizakamatok fizetése és egyéb devizakiadások 2017 első negyedévében is csökkentették a devizatartalékot, azonban más tényezők (EU-transzferek beáramlása, belföldi devizakötvény értékesítése) hatására összességében nem változott a devizatartalék (részletebben lásd a 3.3. alfejezetet). Az állam nettó külső adósságának csökkenése így elsősorban a külföldiek állampapír-állományának folytatódó csökkenéséhez köthető.

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



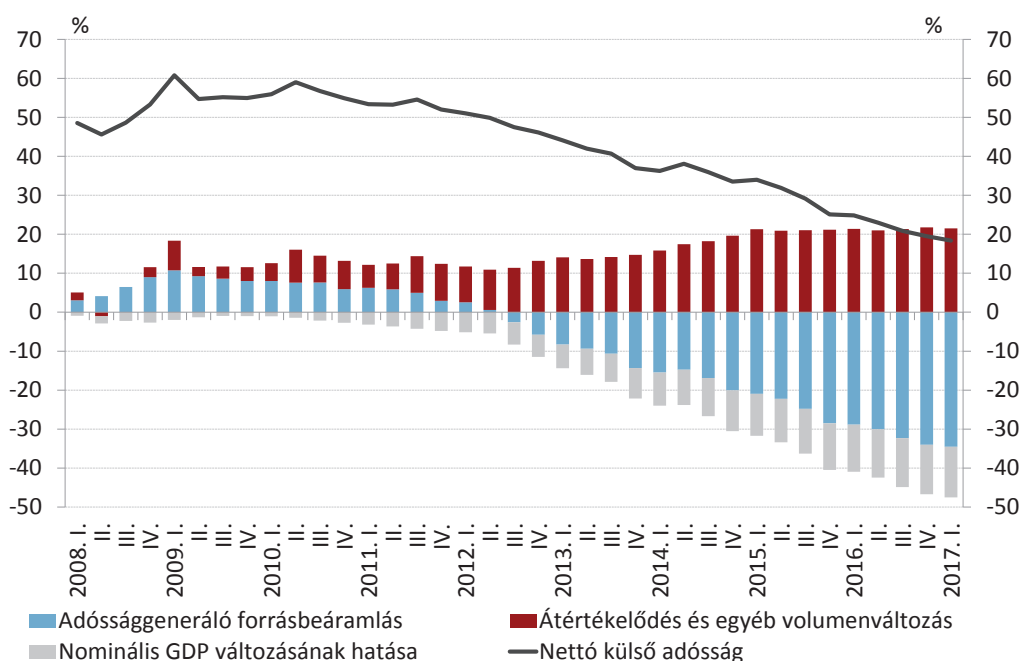
3. ÁLLOMÁNYI MUTATÓK ALAKULÁSA

2017 első negyedében tovább folytatódott a magyar gazdaság adósságmutatóinak csökkenése. A nettó külső adósság közel 1 százalékpontos mérséklődést követően a GDP 18,4 százalékát tette ki, míg a bruttó külső adósság a GDP 69 százalékára csökkent. A nettó külső adósság csökkenését az adósságeneráló források enyhébb kiáramlása mellett a GDP növekedése és az átértékelődési hatások is támogatták. A nettó külső adósság mérséklődése a konszolidált államháztartáshoz és a nem pénzügyi vállalatokhoz kötődött, miközben a bankrendszer nettó külső adóssága emelkedett. Az adósságráta emelkedése ellenére a bankok külföldi eszközeinek állománya továbbra is meghaladja a szektor külföldi adósságát. A vállalatok GDP-arányos nettó külső adósságának mérséklődése a külföldi eszközök nagyobb bővülése mellett valósult meg, miközben a szektor külföldi tartozásai is enyhén mérséklődtek. A konszolidált államháztartásnál a külföldiek állampapír-állományának folytatódó csökkenése mérsékelte az adósságmutatót. A GDP-arányos bruttó külső adósság első negyedév végi csökkenése a konszolidált államháztartás mérséklődő, illetve a magánszektor emelkedő bruttó külső adóssága mellett alakult ki. A devizatartalék szintje nagyjából szinten maradt a negyedév során, és továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvart, biztonságosnak tartott szintet.

3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása

2017 első negyedében tovább folytatódott a nettó külső adósság mérséklődése, amit az adósság jellegű források kiáramlása mellett a GDP növekedése és az átértékelődési hatások is támogattak (15. ábra). A nettó külső adósság március végén a GDP 18,4 százalékát tette ki. Az adósságeneráló források – év elején megszokott – enyhébb kiáramlása mellett a nominális GDP növekedése, illetve az állományok árfolyamok miatti átértékelődése is hozzájárult a mérséklődéshez. Az adósságmutató javulását ugyanakkor enyhén fékezte a hozamok miatt átárazódó állampapír-állomány.⁴

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



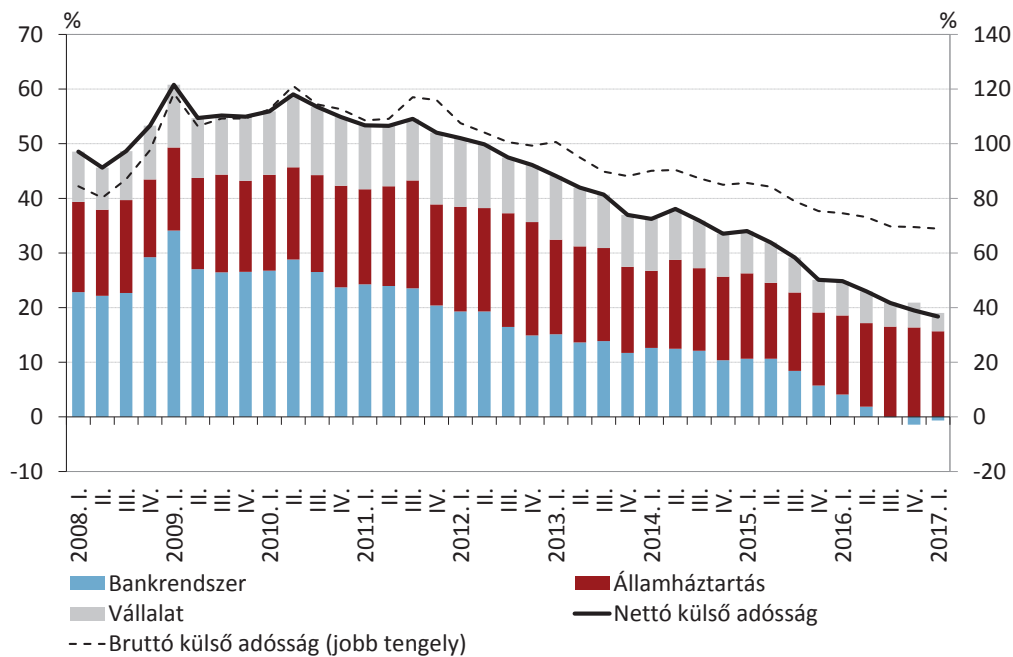
Az adósságráta javulása a 2016-ban megfigyelhető folyamatól eltérően az államháztartáshoz és a vállalati szektorhoz kötődött, miközben a bankrendszer nettó külső adóssága emelkedett (16. ábra). A magyar gazdaság nettó külső adósságának csökkenése nagyobb részben a vállalatokhoz kötődött: a szektor külföldi eszközeinek nagyobb mértékű bővülése mellett a szektor külső adóssága is enyhén mérséklődött. Az adósságmutatót emellett az is javította, hogy az államháztartás nettó külső adóssága az előző évben tapasztalt emelkedés után az első negyedévben enyhén mérsék-

⁴ A forintárfolyam euróval szembeni erősödésének nem volt érdemi hatása a nettó külső adósságra, mivel az euróban denominált adósságot nagyjából ellensúlyozza az euro devizatartalék közel azonos szintje.

lődött, melyben elsősorban a külföldiek állampapír-állományának folytatódó csökkenése játszott szerepet. Az ország nettó külső adósságának emelkedése irányába hatott, hogy 2017 első negyedében a bankrendszer nettó külső adósságának trendszerű csökkenése enyhe emelkedésbe váltott, ami a külföldi eszközök növekedését meghaladó tartozásbővülés mellett valósult meg.

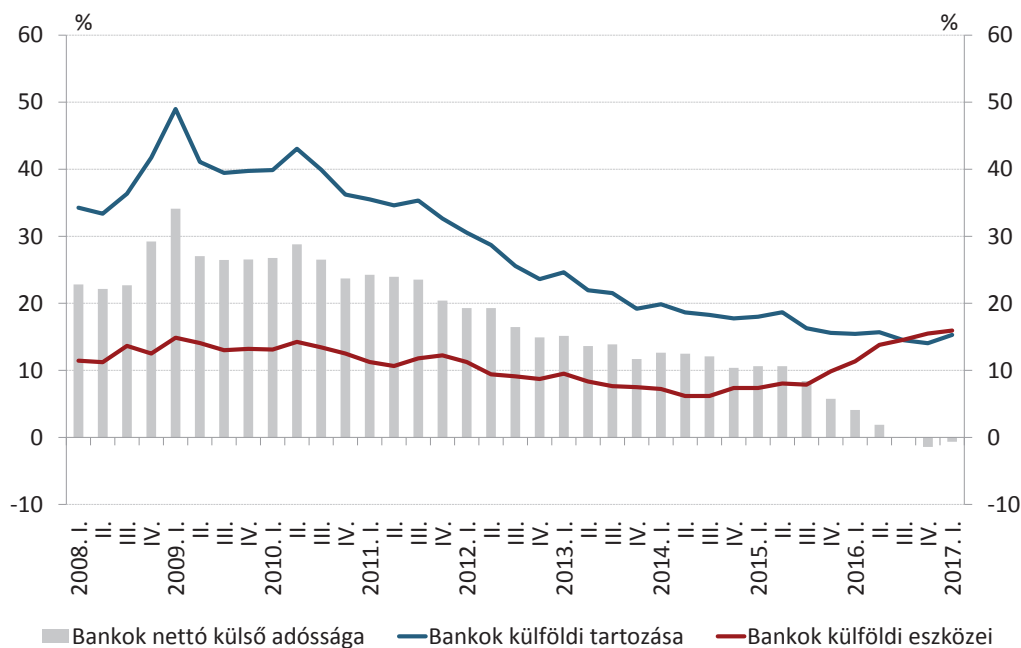
A bruttó külső adósság a nettó mutató esetében tapasztaltnál kisebb mértékben, a GDP 69 százalékára csökkent 2017 első negyedévének végén (16. ábra). A GDP-arányos bruttó külső adósság 2017 első negyedévi mérséklődése az állomány tranzakciókból eredő emelkedése mellett valósult meg, amit a GDP bővülésének és a forintárfolyam euróval szembeni erősödésének hatása ellensúlyozott. A szektorok közül a konszolidált államháztartás bruttó külső adóssága a GDP több mint 1 százalékával mérséklődött, míg a magánszektoré – a bankrendszerhez kötődően – enyhén emelkedett.

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



A bankrendszer nettó külső adóssága 2017 első negyedében emelkedett, ugyanakkor a külföldi eszközök továbbra is meghaladják a külföldi adósság szintjét (17. ábra). A bankszektor nettó külső adósságának fokozatos mérséklődése a negyedév során emelkedésbe fordult: a bruttó adósság bővülése meghaladta a külföldi eszközök lassabb ütemben folytatódó emelkedését. A bankrendszer devizaeszközeinek emelkedését főként a lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó devizaswapok lejáratát támogatta, míg a külföldi tartozások nagyobb mértékű bővülésében a külföldi szereplők hazai bankokban elhelyezett betéeteinek emelkedése játszott szerepet. A bankok GDP-arányos külső adósságának tranzakciókból eredő emelkedését részben ellensúlyozta a GDP bővülése és a forintárfolyam euróval szembeni erősödése. Az adósságráta emelkedése ellenére a szektor nettó külső adóssága 2017 első negyedévének végén is negatív volt, azaz a bankok külföldi eszközeinek állománya továbbra is meghaladja a külföldi tartozásokat. A negatív nettó külső adósság mellett a szektor bruttó külső adóssága 17 milliárd eurót tesz ki (a GDP 15 százalékát), amiből 7 milliárd euro éven belüli lejáratú.

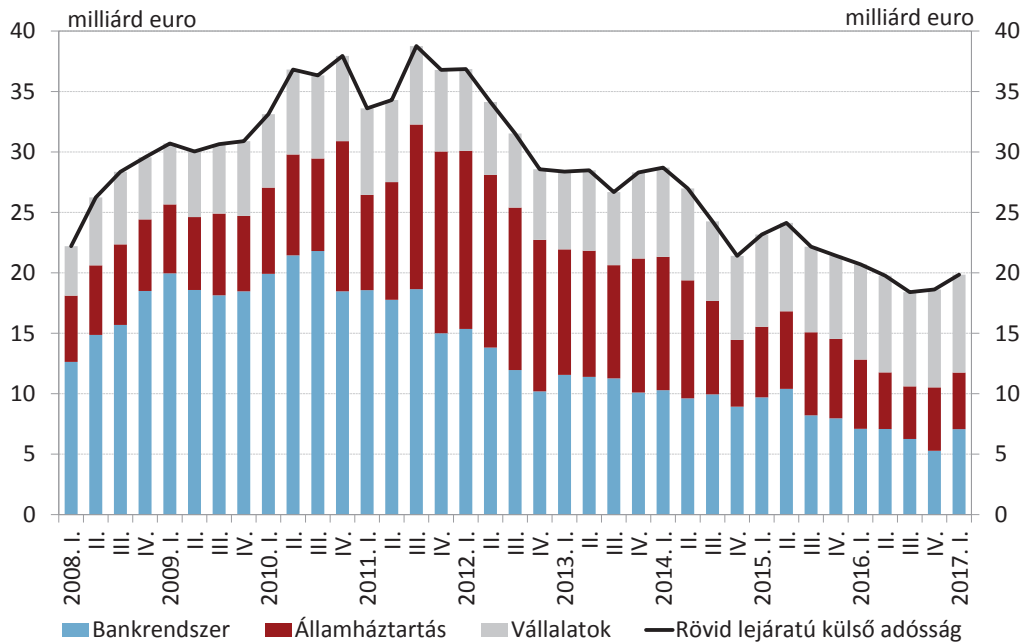
17. ábra: A bankrendszer külföldi eszközeinek és tartozásának alakulása (GDP-arányos értékek)



3.2. A rövid külső adósság alakulása

Az ország rövid külső adóssága 2017 első negyedévében 20 milliárd euro közelébe emelkedett, ami elsősorban a bankszektor adósságának növekedéséhez kötődött (18. ábra). Az ország rövid külső adóssága az első negyedévben 1,2 milliárd euróval emelkedett. Az adósságráta emelkedéséhez a bankrendszer rövid külső adósságának növekedése járult hozzá, miközben a konsolidált államháztartás adósságmutatója kismértékben javult, a nem pénzügyi vállalatoké pedig közel változatlan szinten maradt. A bankszektor eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssága 1,3 milliárd euróval, berövidülő adóssága pedig 0,5 milliárd euróval emelkedett. A bankok eredeti futamidő szerinti rövid külső adósságának növekedésében a külföldi szereplők által elhelyezett éven belüli bankbetétek adósságnövelő hatása tükröződött. A nem pénzügyi vállalatok eredeti futamidő szerinti rövid külső adósságának – részben a kereskedelmi hitelek bővüléséhez köthető – 0,3 milliárd eurós emelkedése az adósságráta emelkedése irányába hatott, amit a szektor berövidülő adósságának hasonló mértékű mérséklődése ellensúlyozott. Az adósságmutatót ugyanakkor javította, hogy a konsolidált államháztartás rövid külső adóssága 0,6 milliárd euróval mérséklődött a negyedév során. Az államháztartás eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssága a – dollárkitettséget euróra fedező – marginszámlák csökkenése mellett mintegy 0,4 milliárd euróval mérséklődött, míg a berövidülő adósság a külföldiek állampapír-állományának – devizakötvény-lejárat miatti – csökkenésével összefüggésben 0,2 milliárd euróval lett alacsonyabb a 2016 végi szintnél.

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



3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása

2017 első negyedévében nem változott a devizatartalék szintje, a legnagyobb tartaléknövelő tételt az EU-transzferek jelentették, a legnagyobb tartalékcsökkenő tételt pedig a lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó swaplejárat. 2017. március végén a nemzetközi tartalékok állománya 24,4 milliárd euro volt, amely közel azonos szintet jelent a 2016. év végi értékhez képest. A devizatartalék alakulását számos tényező befolyásolta, amelyek közül a legjelentősebb tartaléknövelő tételek az alábbiak voltak:

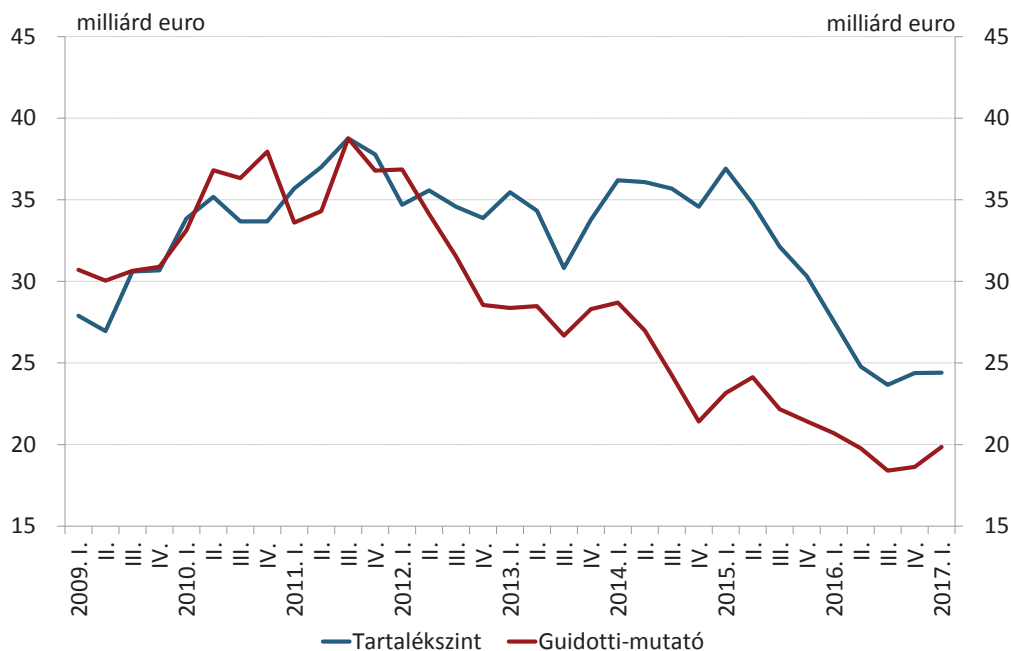
- Az európai uniós források mintegy 0,6 milliárd euróval növelték a tartalékok szintjét.
- Az MNB a három hónapos betét mennyiségi korlátozásához kapcsolódóan forintlikviditást nyújtó devizaswaptendereket tart 2016 októberétől a likviditási folyamatokkal kapcsolatos bizonytalanságok kezelésére. A swapeszközök hatása közel 0,5 milliárd eurós többletet jelentett 2017 első negyedévében.
- Az ÁKK nettó devizafinanszírozásának hatására hozzávetőlegesen 0,2 milliárd euróval nőtt a devizatartalék, amely a negyedév során kibocsátott belföldi devizakötvényekhez (P€MÁK) kötődik, mialatt az államnak nem volt devizakötvény-lejárata.
- Az egyéb devizák euróval szembeni gyengüléséből adódó átértékelődése további több mint 100 millió euróval növelte a devizatartalékokat.

A tartalékszint emelkedését ugyanakkor több tartalékcsökkenő tétel teljes mértékben ellensúlyozta, ezek egy része az MNB programjaihoz köthető:

- A lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó swapügyletek 2017. márciusi lejáratok közel 0,6 milliárd euróval csökkentették a devizatartalékokat.
- A Növekedési Hitelprogram harmadik szakasza devizapillérnek keretében nyújtott hitelek tartalékcsökkenő hatása több mint 60 millió eurót tett ki az év első három hónapjában.
- Az ÁKK és a MÁK egyéb devizatranzakciói összességében 0,7 milliárd euróval mérsékeltek a tartalékok szintjét. E kiadások közel fele az állam több USA-dollárban és euróban kibocsátott kötvény első negyedévből esedékes kuponfizetéseihez kapcsolódott, amelyek a devizában denominált államkötvényekhez tartozó éves kamatfizetések több mint egyharmadát teszik ki.

A devizatartalék 2017. március végén jelentős mértékben meghaladta a befektetők által elvárt szintet. A jegybank és a befektetők által is kiemelten követett Guidotti-Greenspan szabályt figyelembe véve a devizatartalék 2017. március végi 24,4 milliárd eurós értéke meghaladja a rövid külső adósság 19,9 milliárd eurós szintjét. A devizatartalék alakulását nagymértékben befolyásolták az európai uniós források kifizetése, valamint az MNB monetáris politikai célú devizaswapügyletei, amelyek hatását az ÁKK devizatranszakciói, illetve a devizahitelek forintosításához kötődő devizaswapok lejáratára teljes mértékben semlegesítették. A rövid külső adósság emelkedése főként a bankrendszer adósságának növekedéséhez köthető, míg az államháztartásnál kisebb mértékű mérséklődés volt tapasztalható. Ennek megfelelően a Guidotti-mutató feletti mozgástér továbbra is jelentős – mintegy 4,5 milliárd eurót tett ki 2017 első negyedében –, ami továbbra is biztonságos tartalékszintet jelent (19. ábra).

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



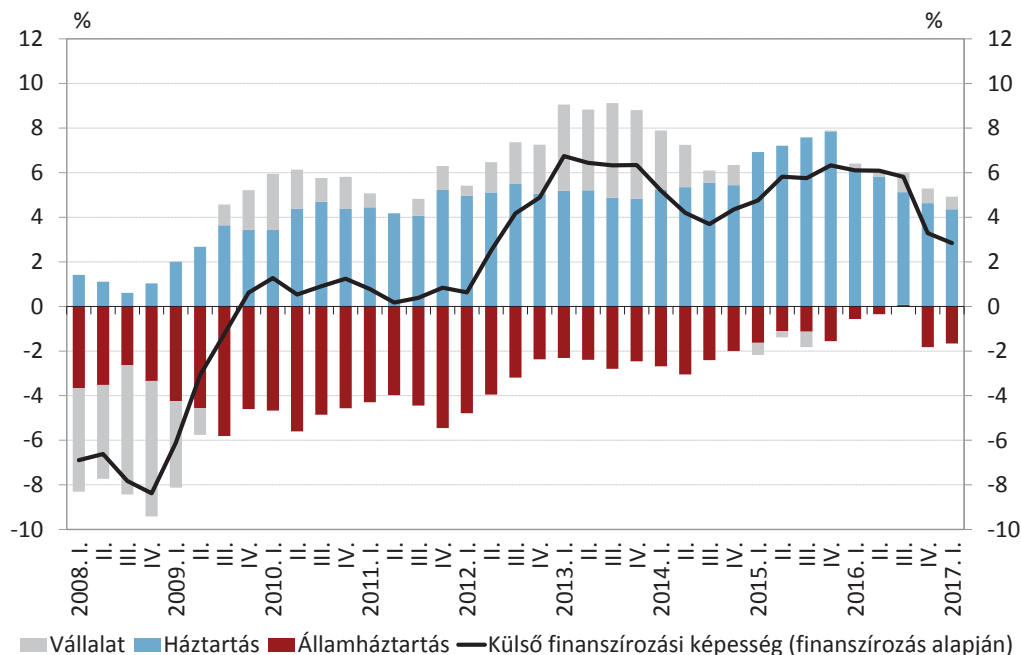
* Guidotti-mutató: a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság.

4. SZEKTOROK MEGTAKARÍTÁSA SZERINTI MEGKÖZELÍTÉS

2017 első negyedében a gazdasági szektorok megtakarítása szerinti finanszírozási képesség enyhén tovább mérséklődve a GDP 2,8 százalékát tette ki. Ehhez elsősorban a magánszektor pénzügyi megtakarításainak csökkenése járult hozzá, amelynek hatását mérsékelte az államháztartás finanszírozási igényének csökkenése. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása az első negyedévben újra mérséklődött, amely alapvetően a bővülő fogyasztással, illetve hitelkereslettel magyarázható. A lakossági megtakarításokat tekintve továbbra is az állampapírokat keresik leginkább a háztartások, ami a korábbi negyedévekhez hasonlóan számottevően támogatta az állam külső forrásainak és külső sérülékenységének csökkenését. A korábbi negyedévekkel szemben a lakosság állampapír-kereslete a rövid lejáratú papírok felől a hosszabb futamidejű papírok felé tolódott el, ami szintén csökkenti a gazdaság sérülékenységét, mivel mérsékli a megújítási kockázatot.

A szektorok megtakarítása szerint a magyar gazdaság nettó finanszírozási képessége 2017 első negyedében enyhén tovább mérséklődött, amelyben a fő szerepet a magánszektor pénzügyi megtakarításainak csökkenése játszotta, miközben az állam finanszírozási igénye alacsonyabban alakult az előző negyedévesnél (20. ábra). A konszolidált államháztartás visszafogott finanszírozási igénye a fogyasztás bővülésével és a magasabb foglalkoztatottsággal összefüggésben emelkedő költségvetési bevételekkel, illetve a mérséklődő kamatkiadásokkal magyarázható. Mindezeknek a hatását ugyanakkor némileg ellensúlyozta, hogy az első negyedévben az EU-támogatásokkal kapcsolatos kiadások emelkedtek, miközben a 2016. decemberben beérkezett uniós források továbbra sem kerültek költségvetési bevételként elszámolásra. 2017 elején a háztartások négy negyedéves finanszírozási képessége a GDP 4,5 százaléka alá csökkent, ami a fogyasztás további bővülése, illetve emelkedő nettó hitelfelvétel mellett valósult meg. A vállalati szektor nettó finanszírozási képessége enyhén tovább mérséklődött, ami a jövedelmek enyhe mérséklődésével, illetve a beruházások és a készletfelhalmozás emelkedésével áll összefüggésben.

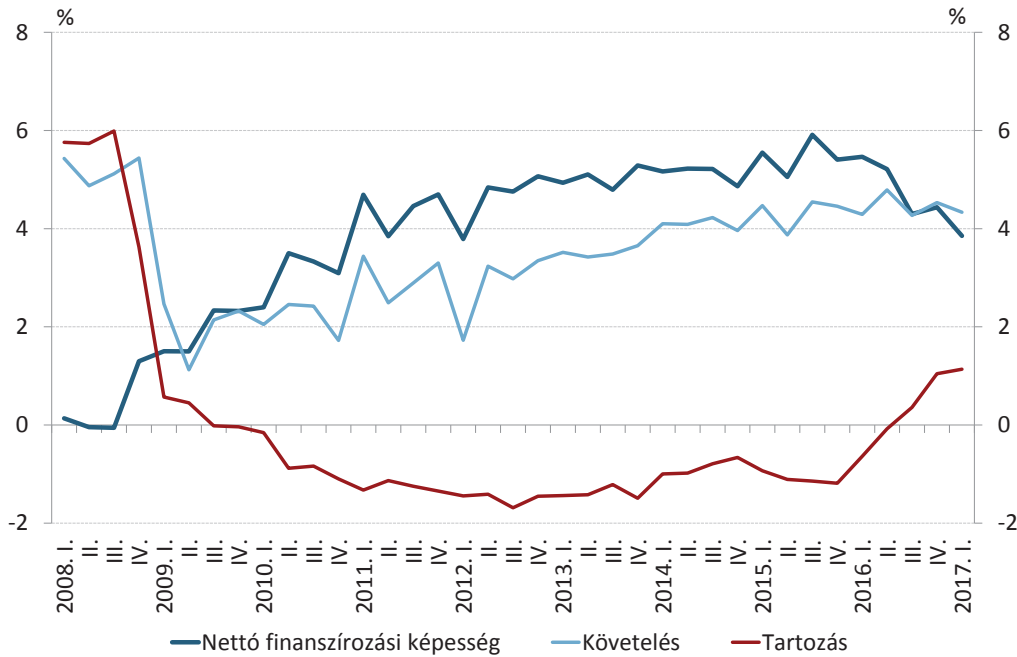
20. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos adatok)



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

A háztartások alapfolyamatok szerinti nettó pénzügyi megtakarítása az első negyedévben újra mérséklődött, ami emelkedő hitelfelvétel és csökkenő eszközfelhalmozás mellett valósult meg (21. ábra). 2017 első negyedében a háztartások finanszírozási képessége a szezonálisan igazított adatok alapján az alapfolyamatok szerint a GDP 4 százalékáa körül alakult. A szezonálisan igazított nettó hitelfelvétel 2017 első negyedében meghaladta a GDP 1 százalékát, ami azzal magyarázható, hogy a háztartási ingatlanhitel-állomány stabil bővülése mellett az egyéb hitelek állománya is – döntően az önálló vállalkozóknak nyújtott NHP- és földhiteleknek köszönhetően – érdemben emelkedett. Ezzel párhuzamosan a pénzügyi eszközök felhalmozása bár némileg mérséklődött, továbbra is viszonylag magasan, a GDP 4-5 százalékáa körül alakul.

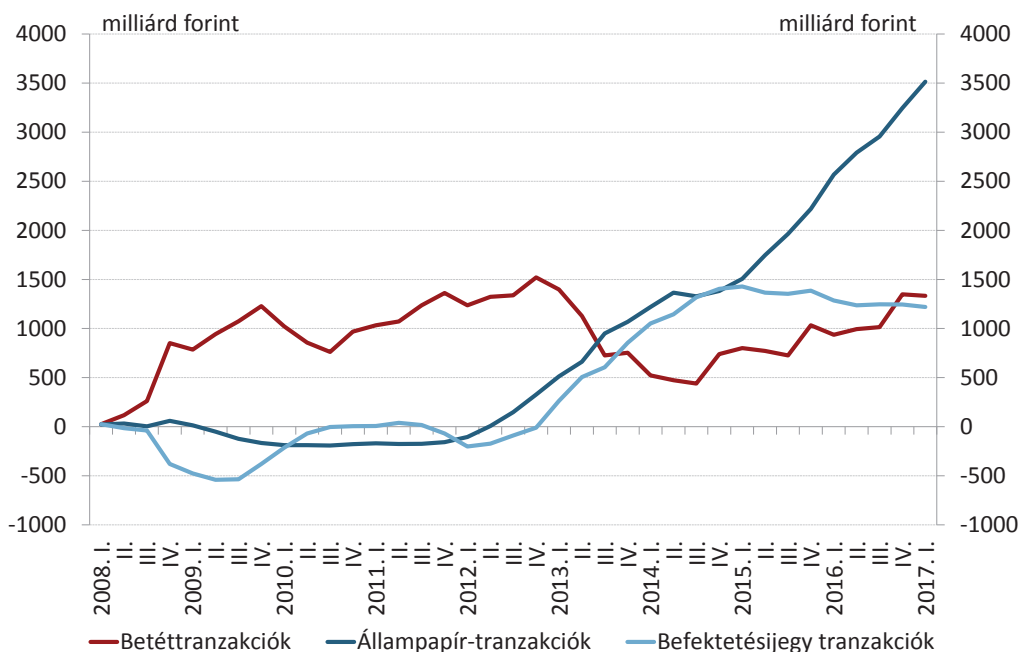
21. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)



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

A háztartások állampapír-állományának dinamikus bővülése 2017 első negyedében is folytatódott, ami az államháztartás belső forrásokból történő finanszírozásán keresztül támogatja az állam külső sérülékenységének mérséklődését (22. ábra). A lakossági állampapír-állomány 2012 óta tartó folyamatos bővülése 2017 első negyedében is töretlenül folytatódott, ami főként az alacsony hozamkörnyezetben elérhető, más befektetési formákkal szembeni jelentős hozamelőnynek köszönhető. Ennek eredményeként a háztartások állampapír-állománya közel 4500 milliárd forintot tett ki márciusban. A korábbi negyedekkel szemben a lakosság állampapír-kereslete a rövid lejáratú papírok felől a hosszabb futamidejű papírok felé tolódott el, aminek eredményeként a lakossági állampapír-portfólió átlagos hátralévő futamideje emelkedett. Az elmúlt időszak növekvő tendenciáját követően a háztartások készpénz- és betétállománya az első negyedében – az év eleji szezonálisnak megfelelően – nem változott érdemben.

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



5. A KÜLSŐ TARTOZÁSMUTATÓK ALAKULÁSÁT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK

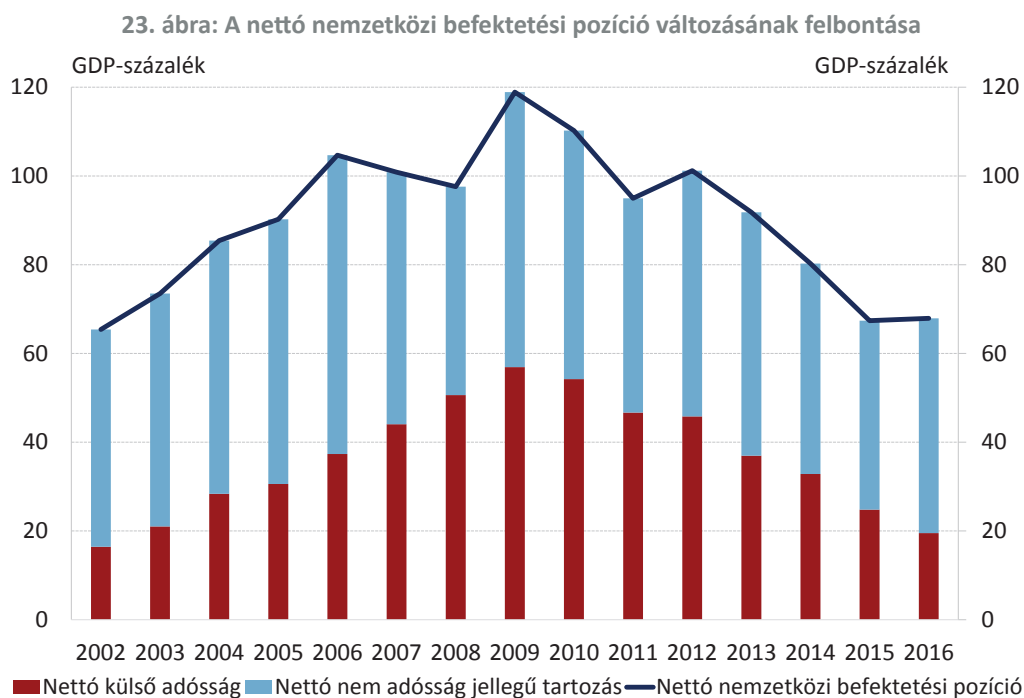
Speciális témánkban Magyarország külső tartozásmutatóinak alakulását meghatározó tényezőket mutatjuk be. Míg korábban a tartozásmutatók közül általában a nettó külső adósságra koncentráltunk, addig következő elemzésünkben a nem adósság jellegű külső tartozásmutatókat, főként a közvetlentőke-befektetések alakulását mutatjuk be részletesen. A magyar gazdaság nettó külső tartozásai a válság óta lezajlott alkalmazkodás hatására érdemben – a GDP közel 120 százalékát kitevő historikus csúcсарól 65 százalék közelébe – mérséklődtek, ami főként a nettó külső adósság jelentős csökkenésében tükröződött, de a nem adósság jellegű források csökkenése is hozzájárult. A nettó külső adósság esetében a válság utáni alkalmazkodás a külföldi hitelek törlesztésével járt együtt, ennek hatását ugyanakkor fékeztek az átértékelődési hatások: a válság kitörését követően az árfolyam leértékelődése, az elmúlt években pedig a hozamok csökkenése is a külső adósság növekedésének irányába hatott. A nem adóssággeneráló források esetében a külföldiek befektetési döntéseit tükröző tranzakciós adatok a válság óta folyamatos nettó FDI-beáramlást mutattak, míg az átértékelődések döntően az FDI-állomány csökkenésének irányába hatottak. Összességében a közvetlentőke-befektetések állománya a bankoknál mérséklődött, míg a nem pénzügyi vállalatoknál bővült. Az elmúlt években a működőtőke-beáramlás mellett az alábbi tényezők befolyásolták leginkább a nettó működőtőke-állományt:

- Míg a nettó közvetlentőke-források állománya összességében több mint 1,5 milliárd euróval emelkedtek 2008 eleje óta, addig a nominális GDP gyorsabb növekedése miatt a GDP-arányos állomány több mint 4 százalékponttal mérséklődött.
- A nettó közvetlentőke-befektetések kisebb mértékű emelkedése a tranzakció szerinti jelentős, közel 15 milliárd eurót kitevő forrásbeáramlás mellett alakult.
- A forrásbeáramlásnál kisebb állománybővülés hátterében az átértékelődési hatás áll, ami döntően arra vezethető vissza, hogy itt kerülnek elszámolásra a nem normál üzletmenethez kötődő veszteségek (pl. végtörlesztéshez, elszámoláshoz, felvett devizahitelekhez tartozó veszteségek), valamint a részesedések és hitelállományok értékesítése is befolyásolja az átértékelődésen keresztül az állományt.
- Az állami felvásárlások szintén a nettó FDI-állomány csökkenése irányába hatottak (több mint 4 milliárd euro értékben, amiben jelentős szerepe volt többek között a MOL az E-on és a Budapest Bank állami felvásárlásának is).
- A hazai vállalatok külföldi működőtőke-kifektetései is a nettó FDI-állomány mérséklődéséhez járultak hozzá.

5.1. Magyarország külső tartozásának alakulása

Magyarország nettó nemzetközi befektetési pozíciója 2009 végéig jelentős növekedést mutatott, azóta a tartozások törlesztése, valamint a nominális GDP növekedése mellett érdemben csökkentek a gazdaság külső tartozásai. Míg a magyar gazdaság a válság előtt jelentős mértékű külső tartozásokat halmozott fel – amik 2009-re a GDP közel 120 százalékára nőttek –, addig a nettó nemzetközi befektetési pozíció GDP-arányos értéke 2016 végére a GDP 65 százaléka közelébe mérséklődött. A mérséklődésben számottevő szerepe volt a nominális GDP emelkedésének, ami önmagában több mint 10 százalékponttal mérsékelte a GDP-arányos külső tartozásokat. A mérséklődés jelentős része a nettó külső adósság csökkenésében tükröződött, azonban a nem adósság jellegű tartozások is enyhén mérséklődtek (23. ábra). Utóbbi folyamatra, illetve az FDI-állomány alakulását befolyásoló tényezők összetettségének bonyolultságára több közelmúltbeli tanulmány és cikk⁵ is felhívta a figyelmet. A tartozás típusa szerint a nettó nemzetközi befektetési pozíciót alapvetően a nettó külső adósság és a nem adósság jellegű források alakulása befolyásolja, ezért a következőkben mi is ennek a két tételnek az alakulását tekintjük át részletesebben.

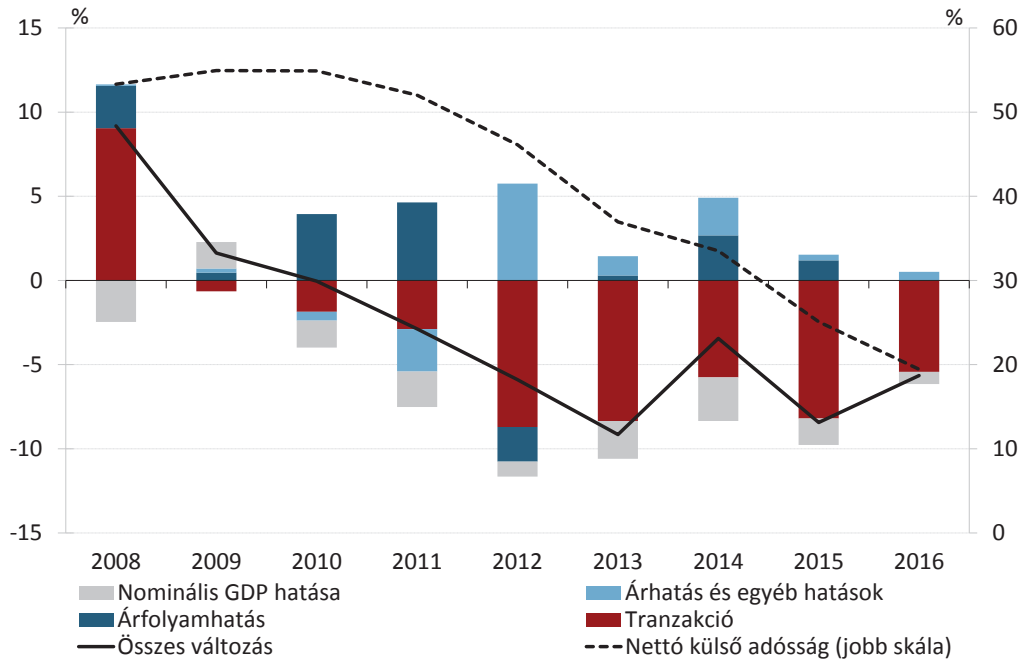
5 Például Oblath Gábor (2016): Működőtőke-áramlás, újrabefektetett jövedelem és a nettó külföldi vagyron változása Magyarországon – Statisztikai adatok, módszertani kérdések és értelmezési buktatók. *Statisztikai Szemle*, 94. évfolyam, 8–9. szám, 821–855. oldal.



5.2. A nettó külső adósság alakulása

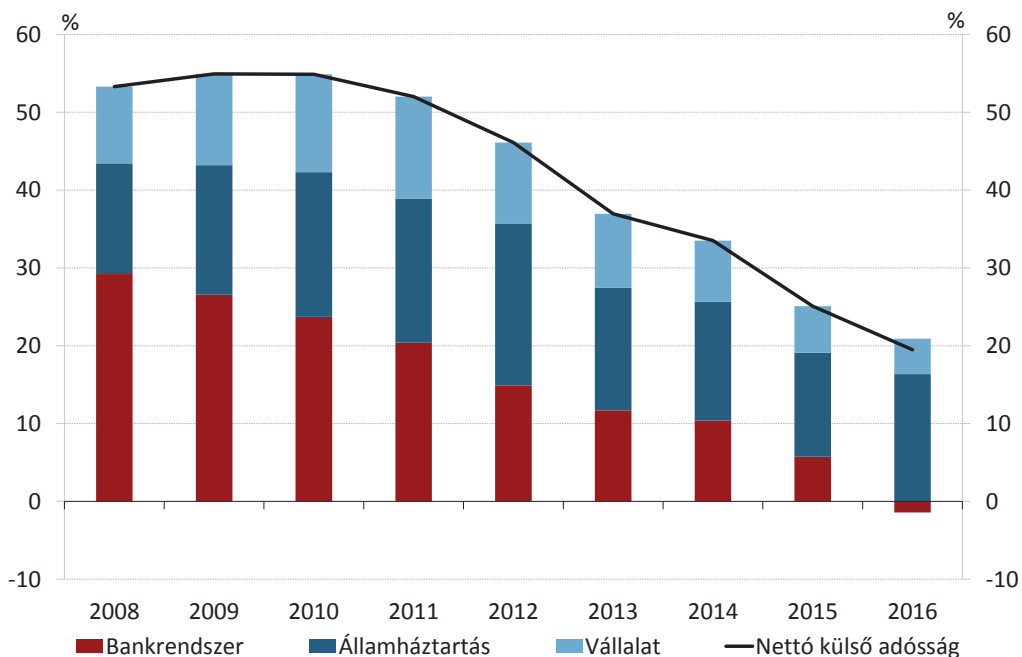
A nettó külső adósság válság utáni mérséklődése a belföldi szektorok jelentős alkalmazkodása mellett alakult ki, aminek hatását érdemben fékezte a forint leértékelődése. A válság előtt a külső adósságráta – a magas költségvetési hiány és a lakossági devizahitel felfutása mellett – dinamikusan emelkedett. A válságot követően a csökkenő hiánnyal és a magánszektor mérlegalkalmazásával párhuzamosan a nettó külső adósság csökkenő pályára állt. A tranzakciók alakulása mellett a kötvényárak és devizaárfolyamok – hozamelmorzdulás hatására történő – változása során bekövetkező átértékelődési hatások is érdemben hatottak az adósságállományra. A nettó külső adósság mérséklődéséhez nagyobb részben a pénzügyi eszközök felhalmozása és a korábban felvett devizahitelek törlesztése, kisebb részben a nominális GDP emelkedése (több mint 10 százalékponttal) járult hozzá, azonban az árfolyam és árhatás a GDP mintegy 20 százalékkal fékezte a folyamatot (24. ábra). Ezzel kapcsolatban érdemes kiemelni, hogy bár mind a forint árfolyamának leértékelődése, mind a hozamcsökkenés növelte a nettó külső adósságot, azonban a hozamok mérséklődése – az állománynövelő hatás ellenére – az alacsony hozamszint és kamatfizetés elérésével csökkentette a gazdaság külső sérülékenységét.

24. ábra: A nettó külső adósság állományát befolyásoló tényezők alakulása (a GDP arányában)



A nettó külső adósság csökkenése elsősorban a magánszektorhoz köthető. A válság utáni mérlegalkalmazkodás a vállalati szektor külső adósságának csökkenésével, illetve a lakosság pénzügyi követeléseinek emelkedésével és a banki hiteleinek visszafizetésével járt együtt. A bankok az ebből származó lakossági és vállalati forrásokat a korábban felvett külföldi hiteleik törlesztésére fordították, ami a bankok külső adósságának látványos visszaesésében is tükröződött (25. ábra). Eközben a válság kitörését követően az állam nettó külső adóssága az EU/IMF-hitelek felvétele, illetve a külföldiek jelentős állampapír-vásárlása miatt emelkedett, és csak 2013-tól, a lakosság erőteljes állampapír-vásárlását és az önfelfinanszírozási program elindítását követően kezdett csökkenni. 2016-ban a forintosításhoz kötődő banki swapok lejáratára jelentősen befolyásolta a nettó külső adósság szektorális alakulását: a bankoké tovább csökkent, míg az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adóssága emelkedett. A swaplejáratok során a jegybanktól kapott deviza ugyanis növelte a bankok külföldi eszközeit (aminek eredményeként 2016 végére a bankok nettó külső adóssága negatívvá vált), miközben az államháztartás nettó külső adóssága a devizatartalék csökkenéséhez köthetően emelkedett.

25. ábra: A nettó külső adósság szektorális alakulása



5.3. A nem adóssággeneráló források alakulása

A következő fejezetben a külföldi tulajdonú vagy külföldi érdekeltséggel rendelkező vállalati szektor (ezen belül is a bankok és a nem pénzügyi vállalatok) nem adósság jellegű forrásaival foglalkozunk részletesebben. A nem adósság jellegű források között a közvetlentőke-befektetéseket és a portfólióbefektetéseken belüli részvényeket szokták kiemelni. Bár a portfóliórészvény-befektetések mértéke emelkedést mutatott az elmúlt két év során – ami főként nem tranzakciókhoz, hanem a részvényárak emelkedéséhez kötődött –, ennek mértéke továbbra is érdemben elmarad a közvetlentőke-befektetésektől. Ezért a következőkben az FDI alakulásának elemzésére koncentrálunk. Mivel – a COPC-korrekciókat (részletesebben lásd a keretes írást) tartalmazó – konzisztens idősor csak 2008-tól kezdve áll rendelkezésünkre, így az elemzéseink során is erre az időszakra koncentrálunk – ez egyben azt is lehetővé teszi, hogy bemutassuk a válság kitörése óta végbement folyamatokat. A közvetlentőke-befektetések elemzése során a Magyarországon tapasztalható jelentős átfolyótőke-tranzakciók miatt a forrásbeáramlás és -kiáramlás nettó egyenlegét, vagy az átfolyó tőkétől szűrt tranzakciókat érdemes elemezni. Az állományok átlátható értékelése érdekében a következőkben a GDP nominális növekedésétől szűrt hatásokat bemutató, milliárd euróban kimutatott állományokat vizsgáljuk meg.

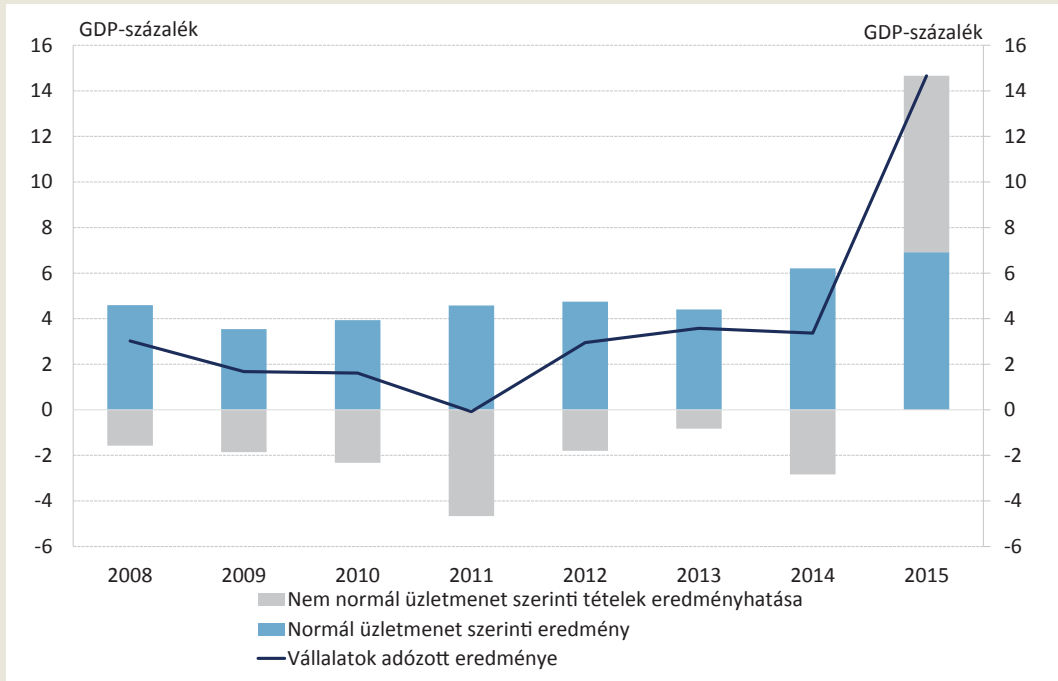
1. keretes írás: A normál üzletmenet szerinti eredményről

A fizetési mérlegben megjelenő tranzakciókban a vállalatok normál üzletmenet szerinti eredményessége tükröződik,⁶ míg az állományokat a nem szokásos egyedi eseményekből, illetve az átértékelődésből származó eredményhatásokat is tartalmazó teljes eredmény befolyásolja. A fizetési mérleg tranzakcióiban a vállalatok normál üzletmenet szerinti eredménye (COPC – Current Operating Performance Concept) tükröződik. Így a nem normál üzletmenethez köthető eredmények/veszteségek alapvetően átértékelődésként kerülnek kimutatásra a fizetési mérleg állományi adataiban. A 2008 előtti adatoknál még nem különböztették meg a normál és nem normál üzletmenet eredményeit, így a korábbi jövedelemadatok mindkét típust tartalmazták. Ezért az elemzéseinkben a 2008 óta eltelt időszak adatainak elemzését helyezzük előtérbe, és így konzisztens idősorokat mutatunk be. Ezt támasztja alá a 26. ábra is, amelyen látható, hogy a normál üzletmenet szerinti eredmények stabilabban alakulnak a teljes időszornál.

Míg a korábbi években a vállalatok nem normál üzletmenet szerinti eredménye negatív, addig 2015-ben kiugróan magas pozitív érték volt, azonban a fizetési mérlegben megjelenő „normál üzletmenet szerinti” eredmény továbbra is viszonylag stabilan alakult. Míg a válság óta a nem normál üzletmenethez tartozó tételek csökkentették a vállalatok profitját, addig 2015-ben jelentős részben egy multinacionális vállalat egyik üzletágának értékesítése miatti egyszeri – nem normál üzletmenethez kötődő – jelentős mértékű nyereség keletkezett a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatoknál (26. ábra). Így a vállalatok adózott eredménye jelentősen meghaladta a korábbi években megfigyeltet. Ennek az egyszeri tételnek a hatására a normál üzletmenet szerinti korrekciós tétel előjelet váltott. Vagyis míg a korábbi években a kiszűrt eredményhatás csökkentette, addig 2015 során érdemben növelte a nettó közvetlentőke-befektetések állományát. Így az egyszeri tételeket nem tartalmazó, normál üzletmenet szerinti eredmény (kék oszloppal jelölve az ábrán) jóval stabilabban alakult, mint a vállalatok adózott eredménye.

⁶ MNB (2014): *Magyarország fizetésimérleg- és külfölddel szembeni befektetésipozíció-statisztikái*. 52. oldal: „A nemzetközi statisztikai standardok alapján a közvetlentőke-befektetések jövedelmeként csak a vállalat *normál működéséből* származó eredményt szabad jövedelemként elszámolni. Ki kell szűrni mindazokat az elemeket, amely a normál működésen kívüli »rendkívüli« tényezők eredményeképpen keletkezett. A rendkívüli elemek kiszűrése elengedhetetlen ahhoz, hogy a vállalat nettó vagyonának változását statisztikailag helyesen oszthassuk fel a jövedelem, átértékelődés és egyéb állományváltozás tényezői között.”

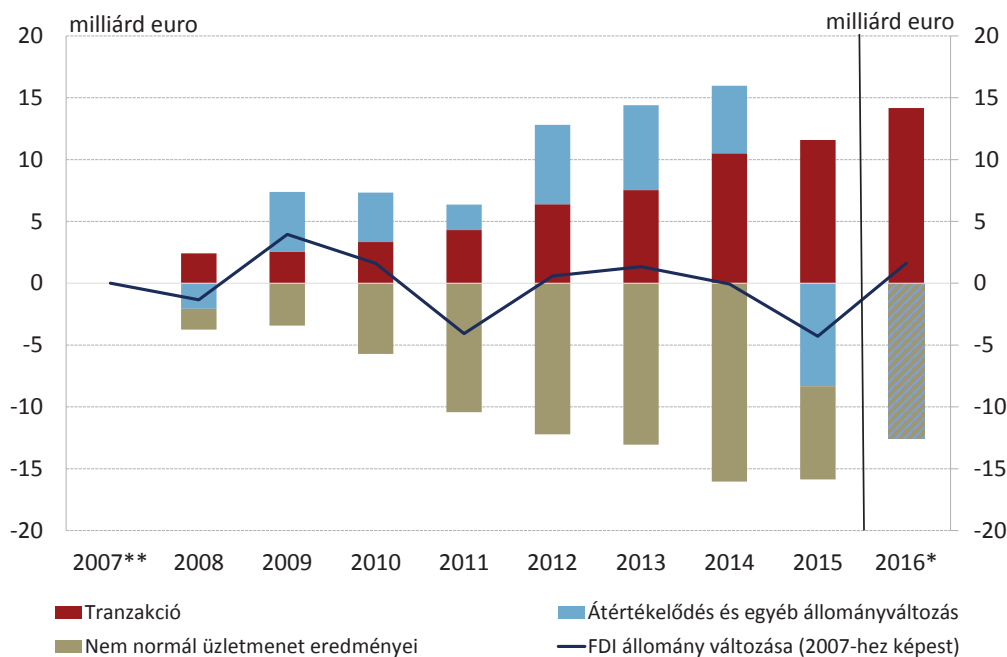
26. ábra: A vállalati szektor kétféle megközelítés szerinti nettó eredményeinek alakulása



A nettó közvetlentőke-befektetések állománya 2007 óta enyhén, míg a tranzakciók alapján közel 15 milliárd euróval bővültek – az eltérés háttérében részben a nem normál üzletmenethez köthető veszteségek, részben az egyéb átértékelődések állnak. A nettó közvetlentőke-befektetések állományának válság után tapasztalt enyhe bővülése főként a források beáramlásához kapcsolódik (27. ábra), amit egyszeri, kiugró, nem normál üzletmenet eredményeként keletkező veszteségek mérsékelnek. A tranzakciók szerint – a tőkebefektetések és az újrabefektetett jövedelmek⁷ hatására – érdemben nőtt a külföldi befektetések értéke. Míg 2015 előtt a nem normál üzletmenethez köthető veszteségek jelentősen csökkentették, az átértékelődések pedig növelték a közvetlentőke-befektetések állományát, addig 2015-ben jelentős nem normál üzletmenethez kapcsolódó profit keletkezett, ami érdemben csökkentette a korábbi évek veszteségeit (ebben jelentős szerepe volt annak, hogy egy Magyarországon működő multinacionális nagyvállalat a 2014-es kisebb veszteségét követően 2015-ben kiugróan magas, 10 milliárd eurót meghaladó eredményt ért el). Ezzel egy időben ugyanakkor átértékelődés miatt számottevően csökkent a befektetett állomány.

7 Az újra befektetett jövedelmek bővülése részben szintén a nem normál üzletmenet eredményének elkülönítéséhez köthető.

27. ábra: A nettó közvetlentőke-befektetések állományát befolyásoló tényezők (kumulált tranzakciók)



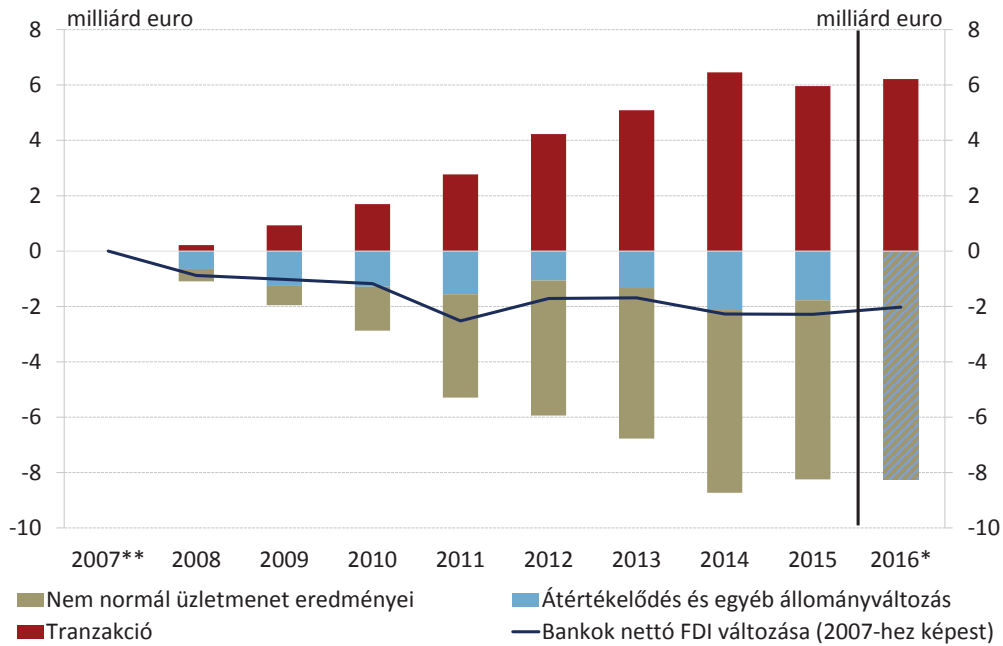
* 2016-ra még nem áll rendelkezésre adat a nem normál üzletmenet szerinti eredményre – így az átértékelődéssel kapcsolatos tényezők nincsenek megbontva.

** A 2007-es adat a 2008-as nyitó állományokat tartalmazza, így a 2007 végi záró és 2008 nyitó állomány közötti eltérést nem tartalmazza az idősor.

5.3.1. Bankrendszer

A bankrendszerben a nem normál üzletmenethez kötődő veszteségek, valamint az átértékelődések voltak a fő forrásai a közvetlentőke-befektetések állománycsökkenésének, míg a tulajdonosok befektetései – részben az elszemvedett veszteségek miatti tőkepótláshoz kötődően – növelték a nettó FDI-állományt. A bankrendszerbe áramlott közvetlentőke-befektetések összege 2008 végétől, vagyis a válság kitörésétől kezdett jelentősen emelkedni. A tranzakciók emelkedését az okozza, hogy a bankok a kihelyezett devizahitelekhez kapcsolódó, egyre nagyobb mértékű veszteségek pótlására a megtermelt profit egyre nagyobb részét forgatták vissza, miközben 2011 végétől a végtörlesztéssel és elszámolással járó veszteségek miatti tőkeemelések már friss működő tőke beáramlását is szükségessé tették. Ugyanakkor a jelenleg rendelkezésre álló adatok szerint a bankrendszer nyeresége 2016 során ismét nagyobb mértékű volt. Ennek egy része azonban a hazai kézben lévő bankoknál keletkezett, és így nem tükröződik a fizetési mérleg adataiban. Továbbá érdemes megemlíteni, hogy ez a magasabb eredmény részben egyedi, nem tartós tényezőkhez kapcsolódik („Pénzügyi stabilitási jelentés”, 2017. május), amiket a fizetési mérleg módszertana szerint nem jelenít meg a tranzakciókban, miközben – a korábbi veszteségekhez hasonló módon, de azzal ellentétes irányban – a befektetések állományát növeli. Emellett a bankok vesztesége a bankrendszer FDI-állományának alakulásán is tetten érhető: a bankok nettó FDI-állománya annak ellenére marad el 2016 végén a válság előtti szinttől, hogy közben közel 6 milliárd euro nettó befektetés történt (28. ábra). Ha a tranzakciók mellett figyelembe vesszük a nem normál üzletmenethez kapcsolódó eredményt (COPC-korrektíót) is, azt tapasztaljuk, hogy a 2007 végi szinthez képest a bankokhoz kumulált tranzakciók alapján sem történt FDI-beáramlás, és az állományi értékeket jobban közelítő lefutást látunk. Emellett a bankok FDI-állományát az egyéb állományváltozás is mérsékelte. Vagyis összességében a nem normál üzletmenethez kapcsolódó eredmény és az egyéb állományváltozás eredményeként az FDI-állomány 2016 végén a válság kitörésekor megfigyelt szint alatt alakul.

28. ábra: A bankrendszer nettó FDI-állományának alakulása 2008 januárjához képest

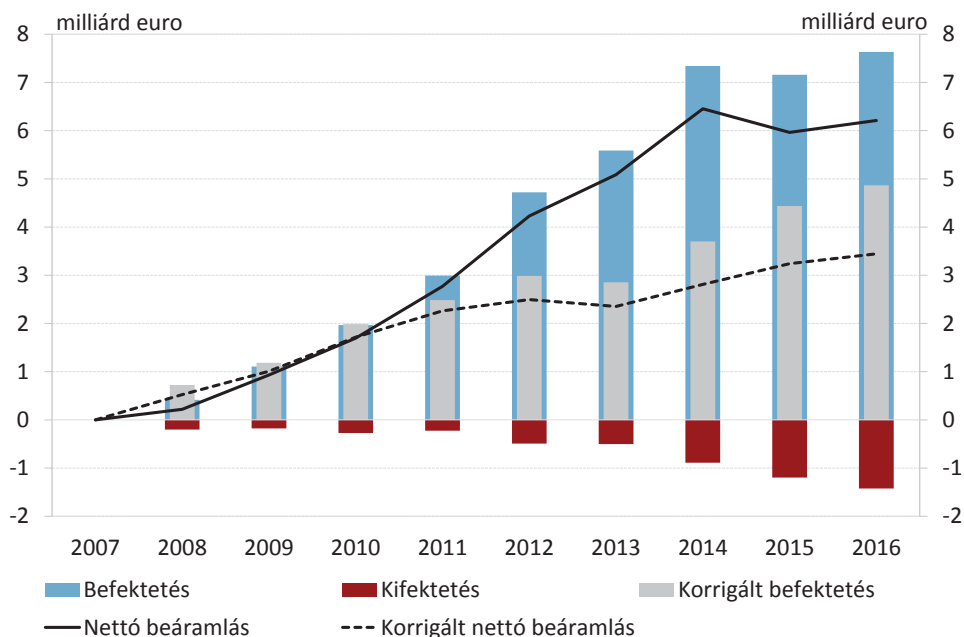


* 2016-ra még nincs adat a nem normál üzletmenet szerinti eredményre – így az átértékelődéssel kapcsolatos tényezők nincsenek megbontva.

** A 2007-es adat a 2008-as nyitó állományokat tartalmazza, így a 2007 végi záró és 2008 nyitó állomány közötti eltérést nem tartalmazza az idősor.

A bankoknál a közvetlentőke-befektetések értékét mérsékli a külföldi befektetések elmúlt években megfigyelt emelkedése, illetve az állami felvásárlások, míg a külföldi tulajdonú bankok tőkeemelései növelik azt. A bankrendszerben – a tranzakciók szintjén – 2007 óta végbement számottevő nettó FDI-beáramláshoz leginkább a külföldiek magyarországi befektetései járultak hozzá, miközben a hazai szereplők kifizetései enyhén mérsékelték azt. A tranzakció esetében azonban fontos felhívni a figyelmet két olyan tényezőre, melyeknek ellentétes hatása volt a forrásbeáramlásra. Míg a válságot követő években az egyszeri veszteségekhez köthetően végrehajtott tőkeemelések érdemben növelték a nettó FDI-beáramlást, addig az állam – korábban külföldi befektetők kezében lévő – bankfelvásárlásai (MKB Bank és Budapest Bank) csökkentették azt. Ezen tényezők figyelembevételével a bankszektorba érkező nettó közvetlentőke-befektetés összességében alacsonyabb lett volna (29. ábra)

29. ábra: A bankok nettó FDI-beáramlásának bruttó szárai a nyers adatok szerint, valamint tőkeemelésekkel és állami felvásárlásokkal korrigálva (kumulált tranzakciók)

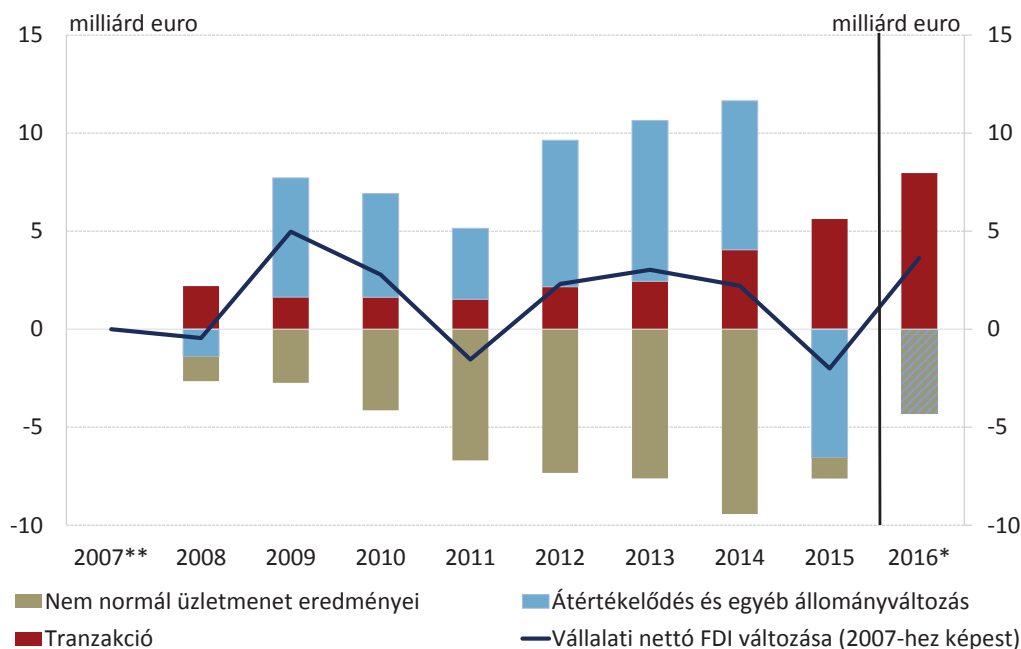


5.3.2. Vállalati szektor

A vállalati szektor nettó közvetlentőke-forrásai a válság kitörése óta közel 5 milliárd euróval bővültek (30. ábra). A vállalatoknál a forrásállomány emelkedése úgy alakult ki, hogy a vállalati szektorban a közvetlentőke-források bővültek, amit mérsékelt a válság következtében bekövetkező veszteségek és az átértékelődések értékcsökkentő hatása.

- Az átértékelődés részben ahhoz is köthető, hogy a vállalatok piaci értéke a nem tőzsdéi cégeknél nem figyelhető meg. Ha egy vállalat eladásakor a kialakult ár eltér a könyv szerinti értéktől, akkor ez az eltérés az átértékelődésben tükröződik.
- A nem normál üzletmenet szerinti veszteségek összesített értéke 2008 és 2014 között még jelentős mértékű (közel 10 milliárd euro) volt, azonban a 2015-ben keletkező jelentős, egyszeri vállalati profitnak köszönhetően a nettó FDI-állományra gyakorolt kumulált hatása közel 0-ra csökkent. Ugyanakkor 2015-ben jelentős átértékelődési hatás csökkentette az állományokat, így az átértékelődések és a nem normál üzletmenet szerinti tételek összesített hatása nem változott érdemben. A nem pénzügyi vállalatok egyes szektorait tekintve a nem normál üzletmenet szerinti veszteségek elsősorban a kereskedelmi szektorban jelentkeztek.

30. ábra: A vállalati nettó FDI-állomány alakulása (kumulált tranzakciók)

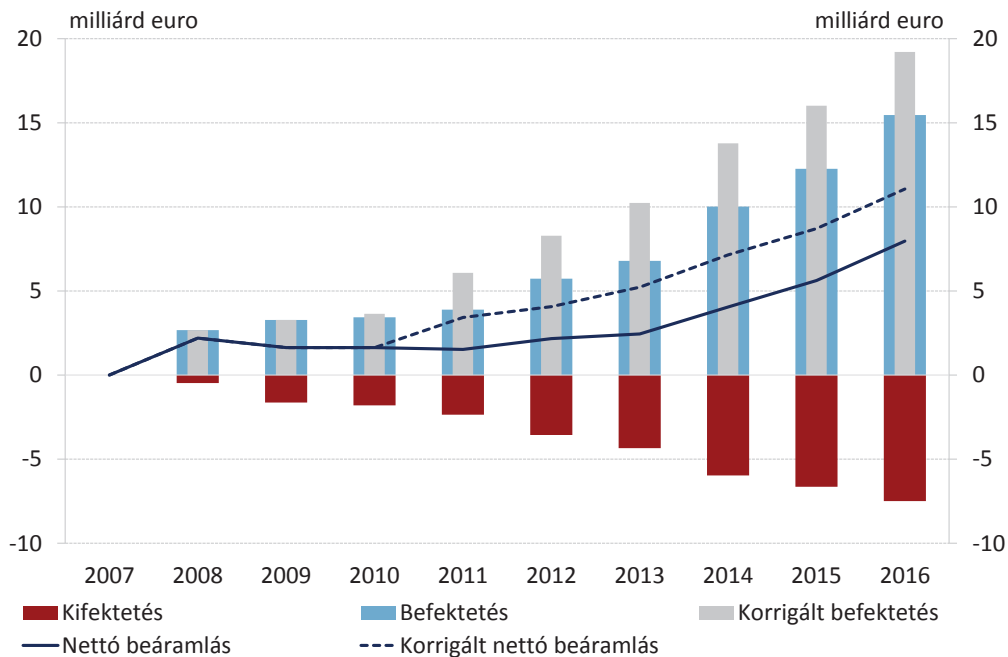


* 2016-ra még nem áll rendelkezésre adat a nem normál üzletmenet szerinti eredményre – így az átértékelődéssel kapcsolatos tényezők nincsenek megbontva.

** A 2007-es adat a 2008-as nyitó állományokat tartalmazza, így a 2007 végi záró és 2008 nyitó állomány közötti eltérést nem tartalmazza az idősor.

A vállalati közvetlentőke-befektetéseket az elmúlt években több mint 3 milliárd euróval mérsékelték az állami felvásárlások, az ezzel kapcsolatos csökkenés ugyanakkor nem a külföldi vállalatok befektetési döntéseit tükrözi. A nem pénzügyi vállalatokhoz köthető külföldi tartozások döntő többségét nem adósság jellegű, közvetlentőke-források alkotják. A válságot követően a kifizetések és befektetések bruttó szárai mellett a nettó beáramlás is trendszerűen emelkedett (31. ábra). A közvetlentőke-befektetések elemzésekor célszerű a nettó beáramlást vizsgálni, hiszen valójában annak lehet hatása a gazdasági folyamatokra. Az állami felvásárlásokkal – amelyek a nettó beáramlás mérséklődése irányába hatnak – korrigált nettó beáramlásban, ugyanakkor már 2010 után fokozatos emelkedés tapasztalható. A korrigált nettó beáramlásból olyan állami vásárlásoktól tisztított adatot értünk, mint például a MOL, E-On, Főgáz, vagy a kisebb mértékű Antenna Hungária.

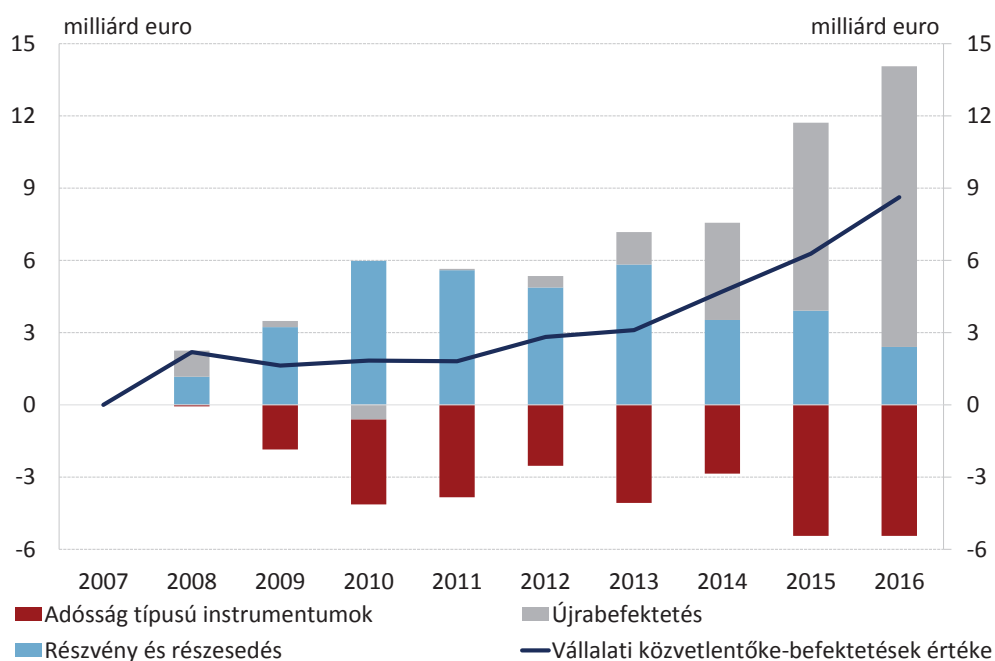
31. ábra: Az átfolyó tőkéből szűrt vállalati nettó FDI-beáramlásának bruttó szárai a nyers adatok, valamint állami felvásárlások nélkül (kumulált tranzakciók)



Elemzésünkben azt feltételezzük, hogy az átfolyótőke-tranzakciók a vállalatokat érintik.

A vállalatok kumulált nettó közvetlentőke-forrásainak bővülése 2012-t követően főként az újrabefektetések emelkedése és a részesedések mérséklődése mellett alakult ki – ez a folyamat az állami felvásárlások mellett a kiugró osztalékfizetésekre vezethető vissza (32. ábra). A nettó közvetlentőke-források beáramlása az elmúlt években főként az újrabefektetett jövedelmek emelkedéséhez kötődött, míg a részesedés jellegű források a fizetési mérlegben megjelenő adatok szerint 2013-tól enyhén mérséklődtek. Ennek háttérében egyrészt a korábban említett állami felvásárlások állnak, amelyek közel 3 milliárd euróval mérsékeltek a vállalatok részesedés jellegű forrásait. Ugyanakkor az újrabefektetés és a részesedés jellegű „friss” működőtőke-beáramlás közötti átrendeződéshez a kiugró osztalékok elszámolása is hozzájárul. 2013 óta ugyanis amennyiben egy külföldi tulajdonú vállalat az éves profitjánál több osztalékot fizet, vagyis az eredménytartalék terhére szavaz meg osztalékfizetést, akkor a kifizetett osztalék nem az újrabefektetett jövedelmeket, hanem a részvény és egyéb részesedéseket csökkentő tranzakció. Ilyen–kiugró–osztalékfizetéseknak köszönhetően 2013 óta kumuláltan közel 4 milliárd euróval mérséklődött a külföldiek nettó részvény és egyéb részesedések forgalma, ami nagyjából megfelel a részesedések 2013 óta végbement kumulált csökkenésének. Végül az FDI-n belüli adósság (más néven tulajdonosi hitelek) csökkenésére érdemes felhívni a figyelmet – eszerint a vállalatok a válság kitörése óta nemcsak a hazai és külföldi bankoktól származó hiteleiket törlesztették, hanem a korábban a tulajdonosaiktól kapott hitelekből is összesen több mint 5 milliárd eurót fizettek vissza.

32. ábra: Az átfolyó tőkétől szűrt közvetlentőke-források nettó beáramlása a vállalati szektorban (kumulált tranzakciók)



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.....	9
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.....	10
6. ábra: A jövedelemegyenleg* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	11
7. ábra: A transzferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása	11
8. ábra: A régiós országok külső egyensúlyi pozíciója (a GDP arányában).....	12
9. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege” (négy negyedéves GDP-arányos érték).....	13
10. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan 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).....	16
15. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői (kumulált, tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos érték, 2007 vége = 0).....	17
16. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)	18
17. ábra: A bankrendszer külföldi eszközeinek és tartozásának alakulása (GDP-arányos értékek).....	19
18. ábra: A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása	20
19. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya.....	21
20. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos adatok).....	22
21. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)	23
22. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)	23
23. ábra: A nettó nemzetközi befektetési pozíció változásának felbontása.....	25
24. ábra: A nettó külső adósság állományát befolyásoló tényezők alakulása (a GDP arányában)	26
25. ábra: A nettó külső adósság szektorális alakulása	26
26. ábra: A vállalati szektor kétféle megközelítés szerinti nettó eredményeinek alakulása	28
27. ábra: A nettó közvetlentőke-befektetések állományát befolyásoló tényezők (kumulált tranzakciók)	29
28. ábra: A bankrendszer nettó FDI-állományának alakulása 2008 januárjához képest	30
29. ábra: A bankok nettó FDI-beáramlásának bruttó szárai a nyers adatok szerint, valamint tőkeemelésekkel és állami felvásárlásokkal korrigálva (kumulált tranzakciók)	30
30. ábra: A vállalati nettó FDI-állomány alakulása (kumulált tranzakciók)	31
31. ábra: Az átfolyó tőkétől szűrt vállalati nettó FDI-beáramlásának bruttó szárai a nyers adatok, valamint állami felvásárlások nélkül (kumulált tranzakciók)	32
32. ábra: Az átfolyó tőkétől szűrt közvetlentőke-források nettó beáramlása a vállalati szektorban (kumulált tranzakciók).....	33

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

2017. július

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

