



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2017
ÁPRILIS

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2017
ÁPRILIS

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

A jelentés a 2017. március 23-áig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

ÖSSZEFOGLALÓ

2016-ban is folytatódott a magyar gazdaság külső sérülékenységének mérséklődése. A folyó fizetési mérleg többlete historikus csúcsra, a GDP közel 5 százalékára emelkedett, miközben az EU-transzferek átmeneti visszaesése miatt a külső finanszírozási képesség mérséklődött. Magyarország külső megtakarítói pozíciójának mértéke azonban továbbra is jelentős, ami a közvetlentőke-befektetések korábban jellemzőnél nagyobb nettó beáramlása mellett 2016-ban is biztosította a külső adósságmutatók számottevő mérséklődését. Jelentésünkben a szokásos negyedéves folyamatok mellett 2016 egészét is elemezzük, illetve speciális témánkban a hazai folyamatokat régiós kontextusba helyezzük.

A reálgazdasági folyamatok kettős képet mutatnak: míg a folyó fizetési mérleg többlete tovább bővült, addig a külső finanszírozási képesség mérséklődött. A külkereskedelmi többlet és a jövedelemegyenleg hiányának kedvező alakulása mellett ugyanis az EU előző költségvetési periódusának lezárulásával jelentősen mérséklődött a forráslehívás, ami a transzferegenleg érdemi visszaesését eredményezte. **A külkereskedelmi többlet historikus csúcsra, a GDP 10 százaléka fölé emelkedett,** ami az állami beruházások csökkenésével összhangban mérséklődő GDP-arányos importtal, a magas szolgáltatásegyenleggel valamint a cserearány jelentős javulásával hozható összefüggésbe. Habár 2016 során lassult a hazai kivitel bővülése, a magyar gazdaság exportpiaci részesedése tovább nőtt. **A külső finanszírozási képességet a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése is javította,** melyet a külső adósság fokozatos leépülése és a hozamok csökkenése egyaránt támogatott.

Az EU-transzferek alacsonyabb felhasználása a finanszírozási tételek alapján csökkenő külső finanszírozási képességben is tükröződött. A kisebb forráskiáramlás a külső adósság továbbra is jelentős, 7 milliárd eurós csökkenése és az előző évi értéket jelentősen meghaladó, 3 milliárd eurós nettó FDI-beáramlás mellett alakult ki. 2016-ban is csökkent a bankok és a vállalatok nettó külső adóssága, ugyanakkor a korábbi évektől eltérően az államé nőtt. Fontos ugyanakkor kiemelni, hogy a lejáró devizakötvényeknek és a külföldiek állampapír-eladásainak köszönhetően az állam bruttó külső adósságának trendszerű csökkenése 2016-ban is folytatódott. A külföldiek állampapír-eladása továbbra is erős belföldi – lakossági és az önfinanszírozási program által is támogatott banki – kereslettel párosult. **A bankok kiugróan nagy adósságcsökkenését** a magánszektor jelentős betételhelyezéséből származó források mellett a jegybanktól a forintosításhoz kötődően kapott devizalikviditás biztosította. Ezzel párhuzamosan ezek a devizaügyletek a devizatartalék mérséklődésén keresztül hozzájárultak az állam nettó külső adósságának növekedéséhez is. A banki források csökkenése főleg a rövid lejáraton jelentkezett, így a lejáráti szerkezet ismét kedvezően változott.

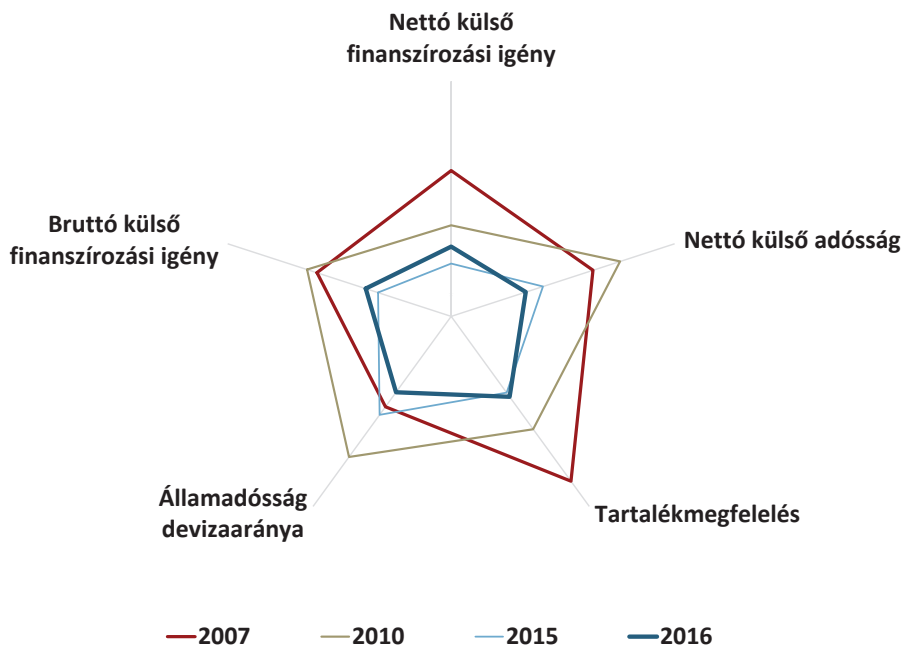
Az ország sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőségű külső adósságmutatók korrekciója – a jelentős finanszírozási képességgel összhangban – 2016-ban is folytatódott. A nettó külső adósság a GDP 18 százaléka közelébe csökkent, ami közel 7 százalékponttal alacsonyabb a 2015 végi értéknél. Az egyes szektorok folytatódó **mérlegalkalmazkodásának köszönhetően a magánszektor nettó külső adóssága – döntően a bankrendszerhez köthetően – tovább csökkent.** Utóbbi folyamat elsősorban a bankok külföldi eszközeinek növekedésében tükröződött, amelynek állománya így már meghaladja a bankok külső adósságát. A nettó külső adósság mellett a gazdaság bruttó mutatója is érdemben, a GDP 69 százaléka alá csökkent, mely az állam – önfinanszírozási program által is támogatott – bruttó külső adósságának csökkenéséhez köthető. **A GDP-arányos bruttó államadósság és azon belül a devizaarány, valamint a külföldi tulajdon államadósságon belüli arányának 2011 óta tartó trendszerű csökkenése 2016-ban tovább folytatódott:** a külföldi arány 2016 végére 40 százalék alá, a devizaarány – a 2011 végi 50 százalékos csúcsertékéről felére – 25 százalék alá csökkent, ami érdemi szerepet játszott hazánk adósságbesorolásának javulásában. **Az ország külső sérülékenységének mérséklődését a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság további csökkenése is támogatta,** ami 2016 végére 18,4 milliárd euróra mérséklődött. Ez azt is jelenti, hogy a gazdaság bruttó finanszírozási igénye 2017-ben várhatóan elmarad a 2016-os szinttől – a magyar gazdaság lejáró külföldi adósságának megújításához azonban továbbra is szükség van külföldi forrásokra. A devizatartalék – főként a forintosításhoz és az önfinanszírozáshoz kapcsolódó mérséklődés ellenére – továbbra is jelentősen meghaladja a befektetők által elvárt szintet.

A szektorok megtakarításai felől vizsgálva a nettó finanszírozási képesség csökkenése elsősorban a magánszektor pénzügyi megtakarításának mérséklődéséhez köthető, miközben az állam finanszírozási igénye éves szinten historikusan alacsony szintre, a GDP 1,3 százalékára csökkent. A vállalati szektor nettó finanszírozási képessége 2016 végére nulla közeli szintre csökkent, míg tovább folytatódott a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának – a fogyasztás bővülésével összhangban

álló – mérséklődése. A magánszektor finanszírozási képességének mérséklődésében a vállalatok jövedelmének és a kapott transferek csökkenése mellett az év végén a felhalmozási kiadások enyhe emelkedése is szerepet játszott, míg a háztartások esetében a hitelezés élénkülése, illetve a javuló jövedelmi és munkapiaci kilátások is hozzájárultak. A háztartási szektor 2016-ban is jelentős keresletet támasztott az állampapírok iránt, így az állam finanszírozásában betöltött szerepének növekedésével mérsékelte a külföldi források beáramlásának szükségességét. Az államháztartás alacsony éves hiányához a költségvetési bevételek bérnövekedéssel és fogyasztásbővüléssel párhuzamos emelkedése, illetve a kiadások mérséklődő kamatkidadásokkal és visszafogott állami beruházásokkal összefüggő csökkenése is hozzájárult.

2016-ban Magyarország külső egyensúlyi folyamatai alapvetően kedvező irányba mozdultak el (1. ábra – a közép-ponthoz közelebbi értékek – praktikusán a „háló” összehúzódása – jelzik az adott mutató szerint kisebb sérülékenységet). Az EU-transzferek átmeneti visszaesése miatt az ország külső finanszírozási képessége csökkent, ami a nettó és bruttó külső finanszírozási igény esetében is az egy évvel korábbihoz képest enyhén kedvezőtlenebb mutatót eredményezett. A nettó pozíció ugyanakkor továbbra is igen jelentős (és régiós szinten is magas), így a nettó és bruttó külső adósságráta tovább mérséklődött. A bruttó finanszírozási igény 2017-ben újra csökkenhet, és a 2016-os növekedés is alapvetően a visszaeső EU-transzferek miatt kisebb finanszírozási képességre vezethető vissza. A továbbra is jelentős lakossági megtakarítás és az MNB önfinszírozási programja mellett folytatódott a jelentős belföldi állampapír-vásárlás, ami az államadósság devizaarányának további csökkenéséhez vezetett. A tartalékmegfelelés a devizatartalék csökkenése ellenére sem változott lényegesen: a 2016 végi 24,4 milliárd euro továbbra is több mint 6 milliárd euróval haladja meg a rövid külső adósságot, és túlteljesíti a befektetők által kiemelten követett Guidotti-Greenspan szabályt.

1. ábra: Magyarország külső egyensúlyi helyzetének összefoglaló ábrázolása



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

Az áprilisi fizetési mérleg jelentés **speciális témájában a hazai fizetési mérleg adatait nemzetközi összehasonlításban elemezzük. A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége 2016-ban uniós összevetésben továbbra is a legmagasabbak közé tartozott.** A magyar külső finanszírozási képesség ellenére az élmézonyben maradt, hogy a transferegenleg többlete 2016-ban érdemben mérséklődött, ami a **régiós viszonylatban magas szolgáltatásegyenleg** által is támogatott, kiugróan magas külkereskedelmi többlettel magyarázható. Mindeközben folytatódott a külső adósság régiós országokban tapasztaltnál erőteljesebb leépítése, aminek eredményeként a **nettó külső tartozás és a nettó külső adósság is a szlovák és lengyel adatok szintjére süllyedt. Bár a bruttó külső adósság szintje is csökkent, de továbbra is magasabb, mint a régió többi országában.** Ugyanakkor az eredeti futamidő szerinti bruttó forrásbevonási szükséglet 2016-ban a régiós országok közül ismét a legalacsonyabb volt.

TARTALOM

Összefoglaló	3
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg	8
1.2. Jövedelemegyenleg	13
1.3. Transzferegyenleg.....	17
2. Finanszírozási megközelítés	20
2.1. Nem adósság jellegű források	23
2.2. Adósság jellegű források	27
3. Állományi mutatók alakulása	32
3.1. Nettó külső tartozás	32
3.2. Nettó külső adósság	33
3.3. Bruttó külső adósság.....	34
3.4. Rövid külső adósság és bruttó finanszírozási igény	36
3.5. Tartalékmegfelelés	38
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés	41
4.1. Államháztartás	42
4.2. Háztartási szektor.....	44
4.3. Vállalati szektor	47
5. Nemzetközi kitekintés.....	50
5.1. Finanszírozási képesség	50
5.2. Megtakarítási és beruházási ráták alakulása	51
5.3. A külső finanszírozási képesség és reálgazdasági tényezői.....	52
5.4. Finanszírozás oldali folyamatok.....	59
5.5. Megtakarítás oldali folyamatok.....	61
5.6. Külső tartozásmutatók	63

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

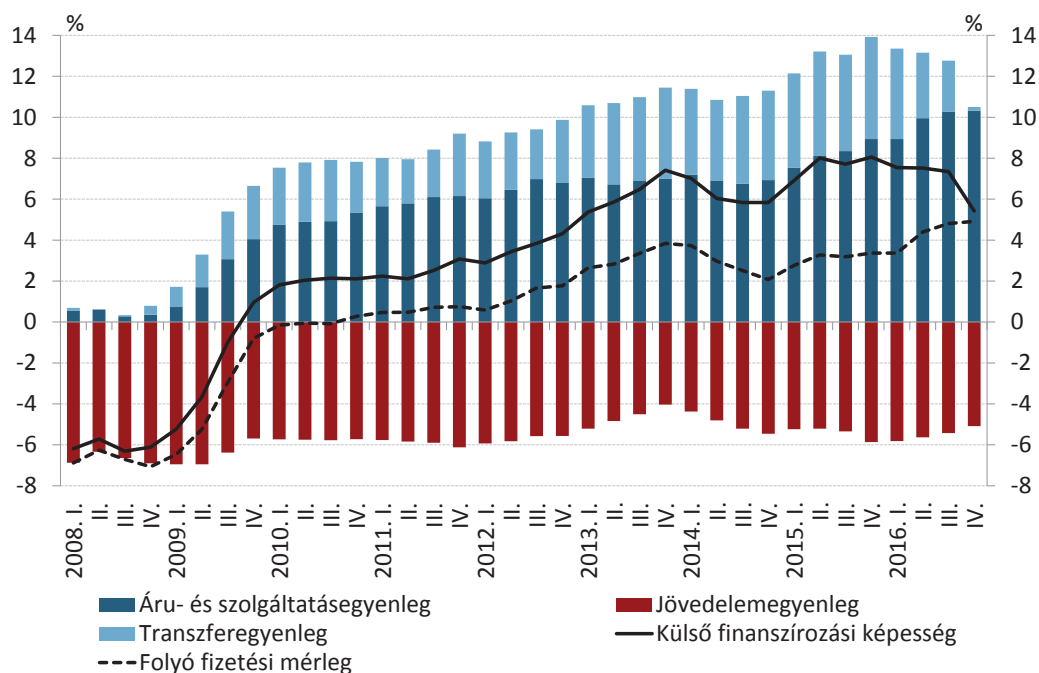
1. keretes írás: Az EU-transzfer pénzforgalmi, illetve eredményszemléletű elszámolása	19
2. keretes írás: A különböző külső adósságmutatókról.....	36
3. keretes írás: A magánszektor banki hiteleinek és betéteinek alakulása	46
4. keretes írás: A külső egyensúlyi folyamatok alakulása a mediterrán országokban.....	53

1. REÁLGAZDASÁGI MEGKÖZELÍTÉS

A magyar gazdaság folyó fizetési mérlegének többlete a GDP közel 5 százalékára emelkedett, ugyanakkor az EU-transzferek visszaesése miatt a külső finanszírozási képesség 2016-ban a GDP 5,4 százalékára mérséklődött. A transzferegyenleg csökkenését ugyanis a külkereskedelmi többlet és a jövedelemegyenleg hiányának kedvező alakulása se tudta ellensúlyozni. A külkereskedelmi többlet historikus csúcsra, a GDP 10 százaléka fölé történt emelkedése a beruházások — főként az állami szektorhoz köthető — csökkenésével összhangban mérséklődő importtal, a magas szolgáltatás egyenleggel valamint a cserearány jelentős javulásával hozható összefüggésbe. Az EU előző költségvetési periódusának a lezárultával jelentősen mérséklődött a forráslehívás, ami a transzferegyenleg csökkenését eredményezte. A külső finanszírozási képességet javította a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése, melyet a külső adósság fokozatos leépülése és a hozamok csökkenése egyaránt támogatott.

Reál gazdasági megközelítés alapján a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége 2016. negyedik negyedében a GDP 5,4 százalékát tette ki (2. ábra). A szezonálisan igazítatlan adatok alapján a negyedik negyedében a külső finanszírozási képesség 750 millió euro volt, ami a folyó fizetési mérleg közel 700 millió eurós és a tőkemérleg több mint 50 millió eurós többlete mellett alakult ki. A négy negyedéves finanszírozási képesség az év végén a GDP 5,4 százalékára mérséklődött, ami a közel 5 százalékra, historikus csúcsra emelkedő folyó fizetési mérleg többlet és jelentősen csökkenő tőkemérleg eredménye. A külkereskedelmi többlete a GDP 10 százaléka fölé emelkedett (így továbbra is a jelentős külső finanszírozási képességet leginkább támogató tétel), azonban a transzferegyenleg – az EU-forrás beáramlás jelentős visszaesésével összhangban – 2016 végére a GDP 0,2 százalékára csökkent. Emellett az előző negyedévekhez hasonlóan folytatódott a jövedelemegyenleg enyhe javulása: a négy negyedéves mutató az év végére a GDP 5,1 százalékára mérséklődött.

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

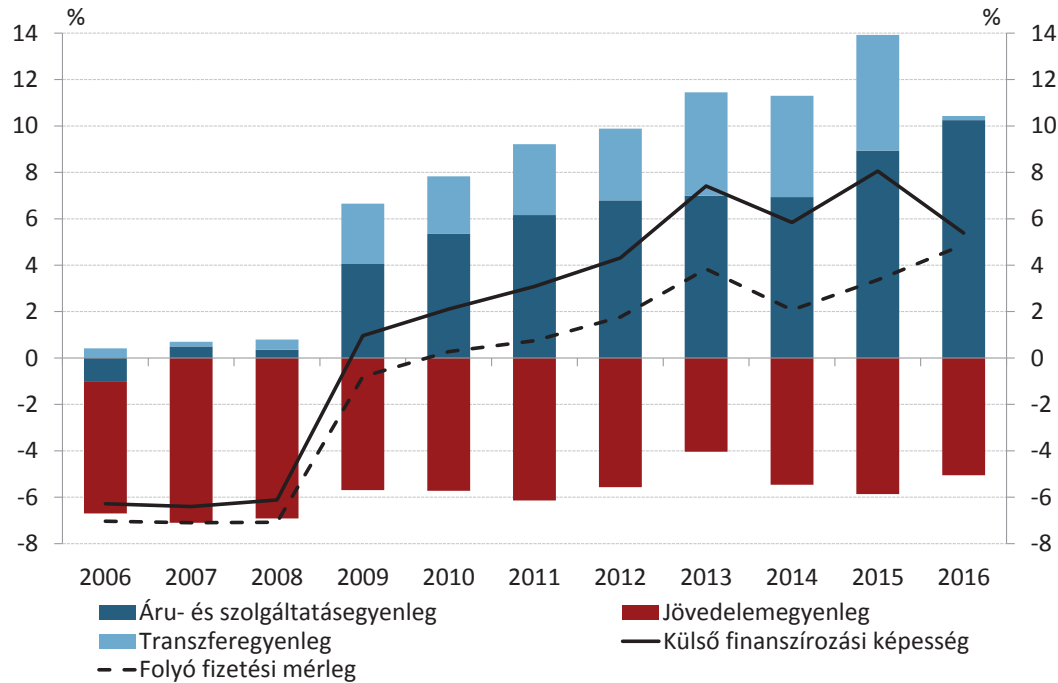


Forrás: A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

2016-ban Magyarország külső finanszírozási képessége az előző évhez képest mérséklődött, a folyó fizetési mérleg többlete azonban korábban nem tapasztalt szintre bővült. A gazdaság külső finanszírozási képességének csökkenését elsősorban a transzferegyenleg jelentős visszaesése okozta, amit a historikus csúcsra emelkedő áru- és szolgáltatás egyenleg részben ellensúlyozott. A transzferegyenleg többlete az EU 2007–2013-as költségvetési ciklusának 2015-ös lezárásával a GDP 0,2 százalékára mérséklődött, ami érdemben elmarad az előző évi értéktől. Az EU költségvetési ciklusának lezárása főként a tőkemérlegen keresztül mérsékelte a finanszírozási képességet, míg a folyó fizetési mérleg

egyenlegét csak kismértékben befolyásolta. Ezzel szemben a külkereskedelmi és a jövedelemegyenleg alakulása az év egészét tekintve a külső finanszírozási képesség javulásának irányába hatott. Az áru- és szolgáltatásegyleg többlete a GDP-arányosan visszaeső áruimporttal és a magas szolgáltatás egyenleggel magyarázható. A jövedelemegyenleg hiánya tovább javult az előző évhez képest, amit alapvetően az alacsony hozamkörnyezet, valamint a csökkenő bruttó külső adósság következtében is mérséklődő kamatfizetés támogatott.

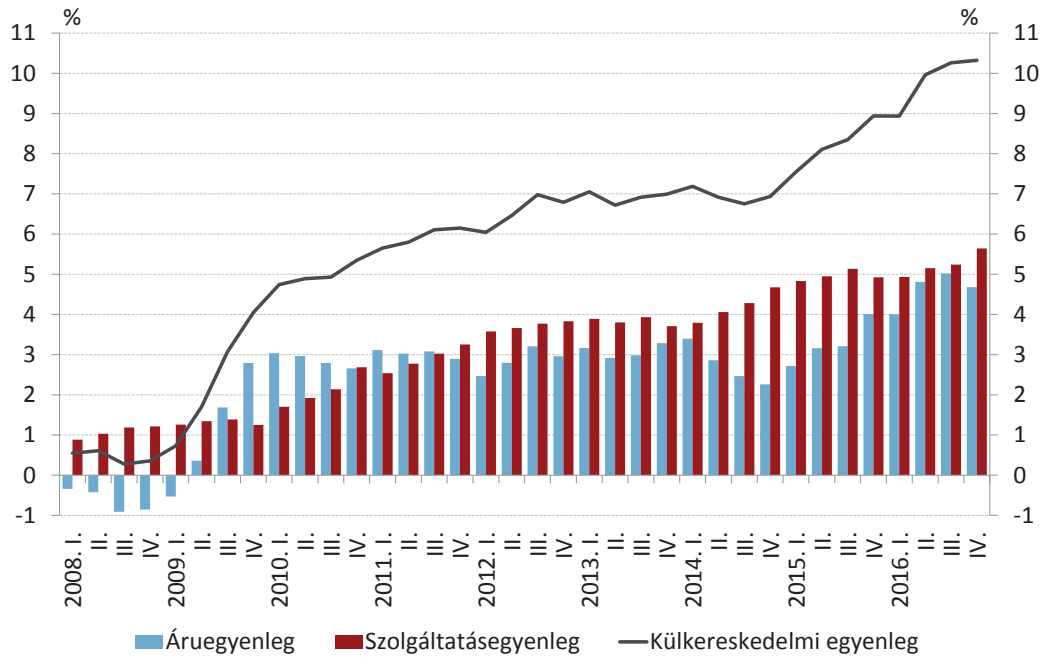
3. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (éves értékek, a GDP arányában)



1.1. Külkereskedelmi egyenleg

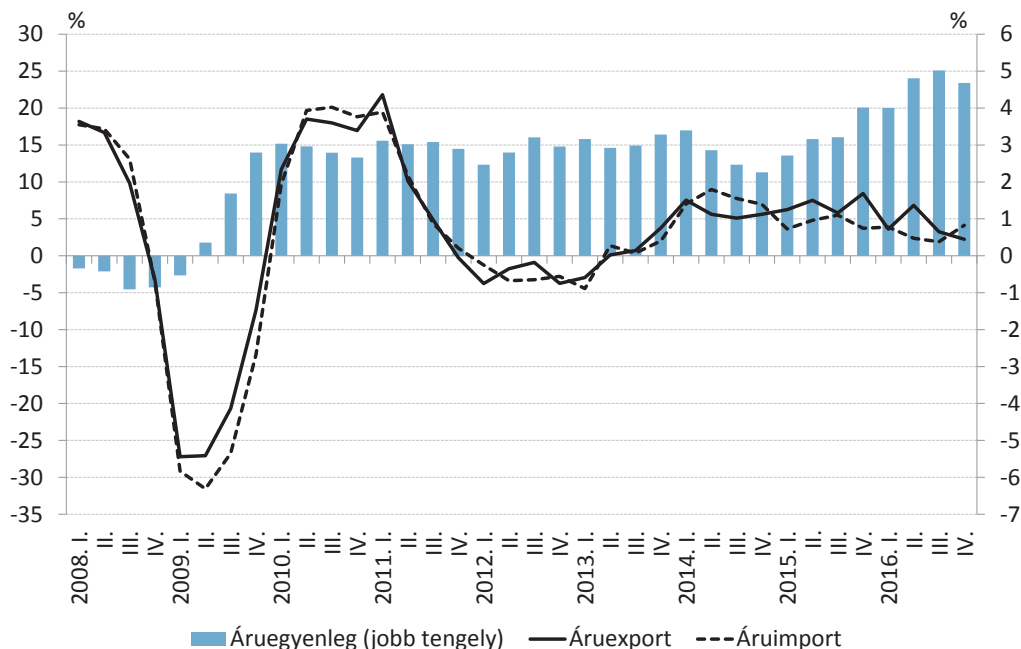
2016 negyedik negyedében a magyar gazdaság külkereskedelmi egyenlege magas szinten, a GDP 10 százaléka fölött stabilizálódott. Az áru- és szolgáltatásegyleg aktívuma 2014 végétől tapasztalható dinamikus emelkedést követően az elmúlt három negyedévben a GDP 10 százaléka felett alakult (4. ábra). A negyedik negyedévben tapasztalt kismértékű bővülés az áru egyenleg aktívumának mérséklődése és a szolgáltatásegyleg bővülése mellett valósult meg. Az áru egyenleg többletének mérséklődésében a lakossági fogyasztás jelentős növekedése mellett szerepet játszott a fűtőanyagok növekvő importja, illetve az is, hogy a negyedik negyedévben a korábbi negyedévekben jellemző cserearány javulás már nem támogatta a külkereskedelmi egyenleg többletét. Az ipari termelés dinamikája összességében 2016-ban lassult az előző évekhez viszonyítva, ami a mérsékelt külső kereslethez, azon belül is a legfőbb külkereskedelmi partnerünkénél, a német gazdaságban lezajlott szerkezetváltáshoz volt leginkább köthető. Ezzel szemben az importintenzív beruházások – főként az állami szektort érintő – visszafogott szintje továbbra is a magas nettó export irányába hatott. Összességében az év végén a négy negyedéves adatok alapján az áru egyenleg a GDP 4,7 százalékára mérséklődött. Ezzel párhuzamosan a szolgáltatásegyleg a negyedik negyedévben a GDP 5,6 százalékára fölé emelkedett, amit elsősorban a Magyarországon működő szolgáltató központok (Shared Service Centerek), turizmus, illetve a szállítási szolgáltatások egyenlege támogatott.

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



Az áruexport dinamikája 2016 végén elmaradt az import bővülésétől, így a négy negyedéves nettó áruexport enyhén mérséklődött. A kivitel dinamikája az év első három negyedévében meghaladta az import dinamikáját, ami az áru egyenleg többletének emelkedésében is tükröződött (5. ábra). Ezzel szemben az év végén a készletfelhalmozás jelentős növekedésével összhangban növekedő importigény, valamint a külső kereslet csökkenésével párhuzamosan lassuló export miatt az áru egyenleg többlete mérséklődött, de továbbra is meghaladja a 2015-ös szintet.

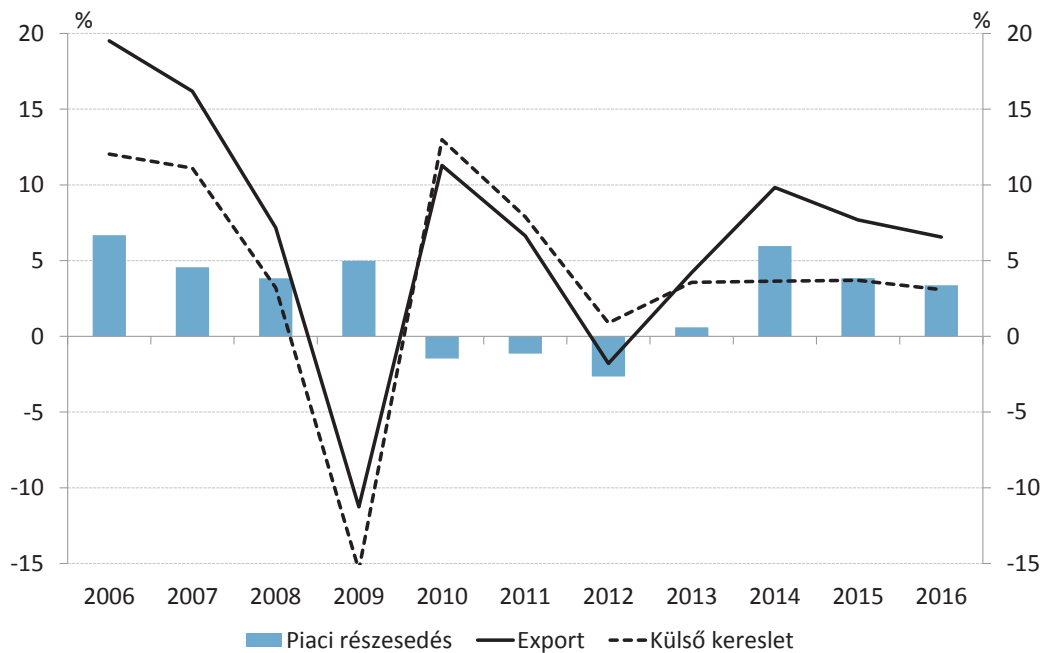
5. ábra: Az áruexport és áruimport volumenváltozása (éves növekedési ütemek) és az áruforgalmi egyenleg (négy negyedéves érték a GDP arányában)



Magyarország kivitelének bővülése továbbra is meghaladja felvevőpiacaink bővülését, aminek eredményeképpen exportpiaci részesedésünk tovább emelkedett (6. ábra). Külső keresletünk fokozatosan lassult, ami több tényezőre vezethető vissza. Az utóbbi években szerkezeti váltás történt a legfontosabb exportpartnernek számító Németországban, amelynek növekedése az exportértékesítés helyett egyre inkább a belső fogyasztásra támaszkodik. Ezenkívül Kína és az eurozóna vártnál lassabb növekedése is fékezőleg hathatott exportkeresletünkre. A felvevőpiacaink lassulásával

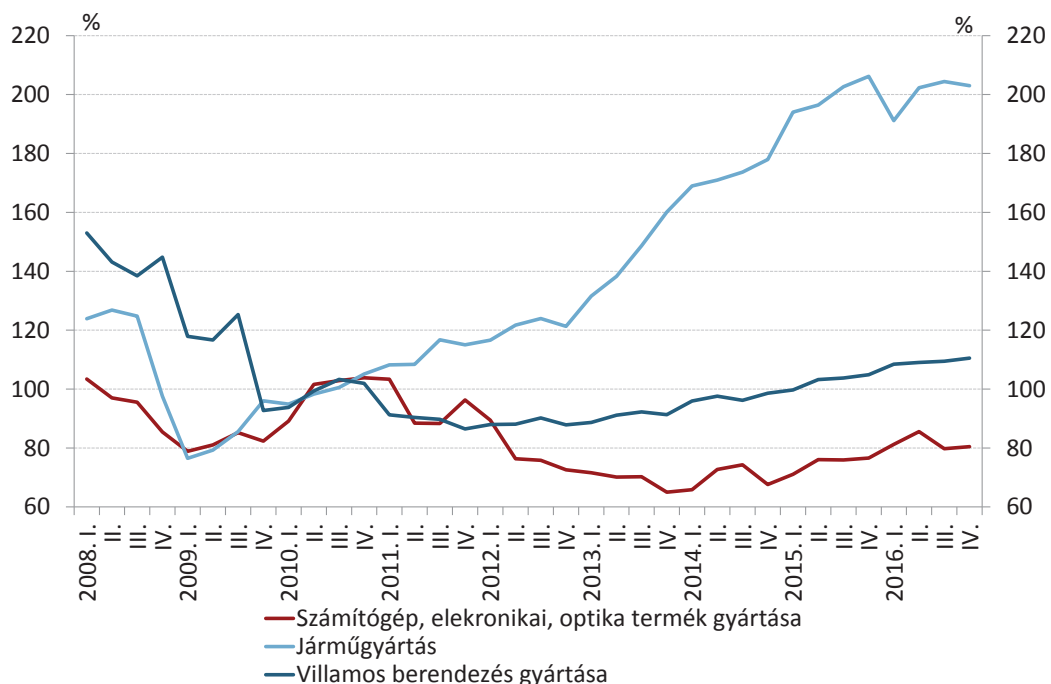
párhuzamosan a magyar export is lassuló dinamikát mutatott. Ugyanakkor felvevőpiacainknál továbbra is gyorsabb ütemben bővül a hazai kivitel, így exportpiaci részesedésünk 2016 során is tovább emelkedett.

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



Az áru egyenleg többlete az előző évben tapasztaltnál kisebb mértékben növekedett 2016 során, amihez a korábban gyors növekedést mutató járműipari termelés stagnálása mellett egyéb ágazatok termelése járult hozzá (7. ábra). A jelentős súlyú járműipari termelés – az Audi év eleji modellváltásának köszönhetően – 2016-ban stabilizálódott, így a járműipari termelés korábbi dinamikus bővülés ellenére 2016-ban csak kismértékben növelte az áru egyenleg többletét. Ugyanakkor az elektronikai, valamint a villamos berendezés gyártás ágazat 2015-ben megfigyelt enyhe növekedése 2016 során tovább folytatódott, ami támogatta az export bővülését.

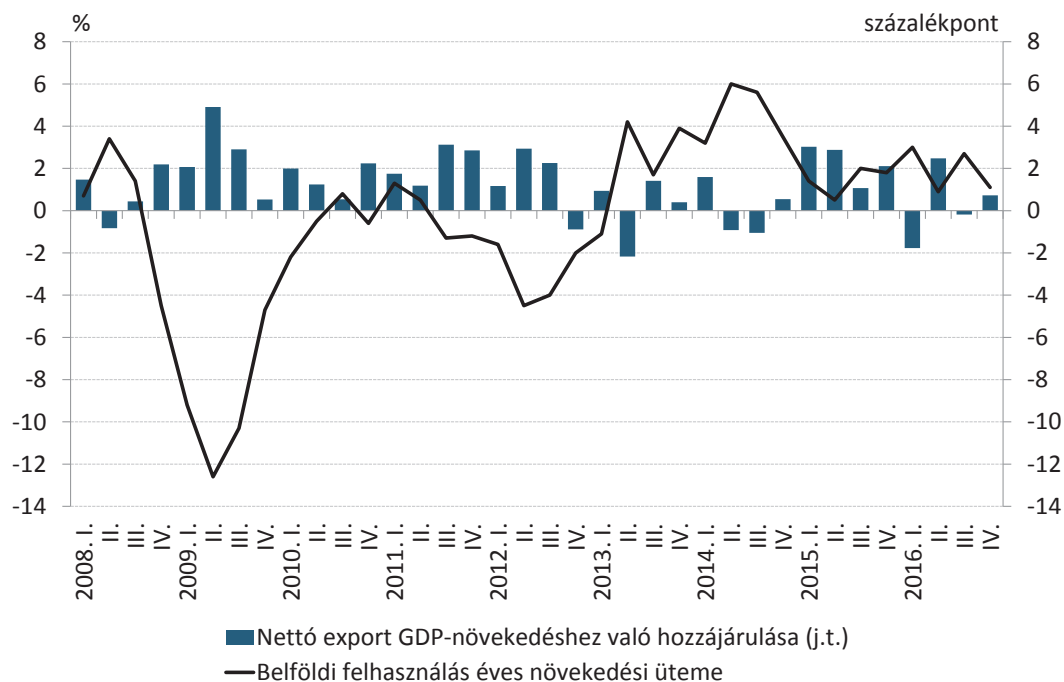
7. ábra: Ipari termelés alakulása a fontosabb ágazatokban (2010 = 100)



Forrás: KSH.

2016-ban a beruházások mérséklődésének és a fogyasztás bővülésének eredőjeként tovább emelkedett a belső felhasználás, míg a külső kereslet és az ipari termelés lassulásával összhangban mérséklődött a nettó export hozzájárulása a gazdaság bővüléséhez. 2016-ban a nettó export továbbra is pozitívan járult hozzá a GDP bővüléséhez (8. ábra), amely főként az EU-transzferek alacsonyabb felhasználása miatt mérséklődő beruházások importtartalmával magyarázható, míg a belföldi ipari, azon belül is leginkább az autóiipari termelés lassuló bővülésével összhangban az export GDP-hez való hozzájárulása is mérséklődött. A belföldi felhasználás az év egészében pozitívan járult hozzá a növekedéshez, ugyanakkor a beruházások visszaesése – ami az év egészére jellemző volt – itt is éreztette hatását.

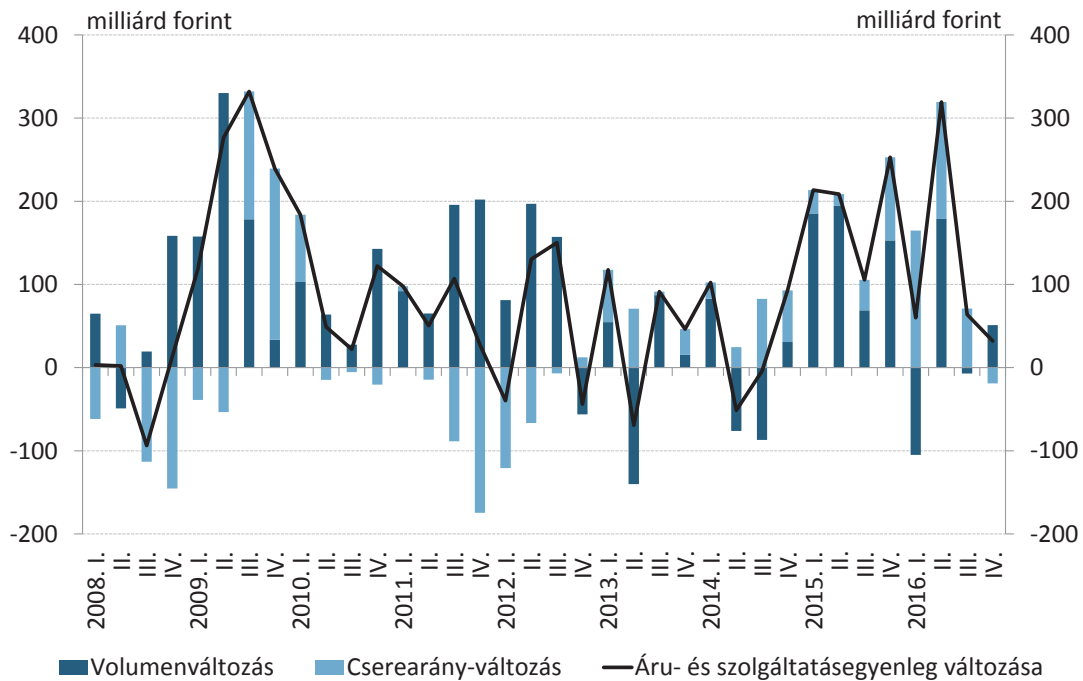
8. ábra: A belföldi felhasználás növekedési üteme és a nettó export hozzájárulása a GDP-növekedéshez



Forrás: KSH.

Az év során a külkereskedelmi többlet tovább emelkedett, amelyhez a cserearány eleinte jelentős mértékben, majd az év második felében – az energiahordozók áremelkedéséhez köthetően – egyre kisebb mértékben járult hozzá (9. ábra). A nettó export növekedési hozzájárulása a külkereskedelmi egyenleg volumennövekedésében is tetten érhető, azonban a külkereskedelmi többlet 2016-ban is folytatódó bővülését ezen felül a külkereskedelmi árak alakulása is jelentősen befolyásolta. Az év első felében, az olajár – illetve a gázárak ehhez kötött késleltetett – mérséklődéséhez köthetően a cserearány még nagymértékben javította külkereskedelmi egyenlegünket. Ugyanakkor az energiahordozók ára az év végén – a 2016-os fokozatos emelkedés hatására – már meghaladta az egy évvel korábbi szintjét, így a cserearány hatása kismértékben csökkentette a külkereskedelmi egyenleg többletét. Éves szinten a cserearány javulása 2016 során több mint 350 milliárd forinttal (a GDP több mint 1 százalékával) járult hozzá a külkereskedelmi egyenleg többletéhez, amit a volumenhatások további 200 milliárd forinttal növeltek.

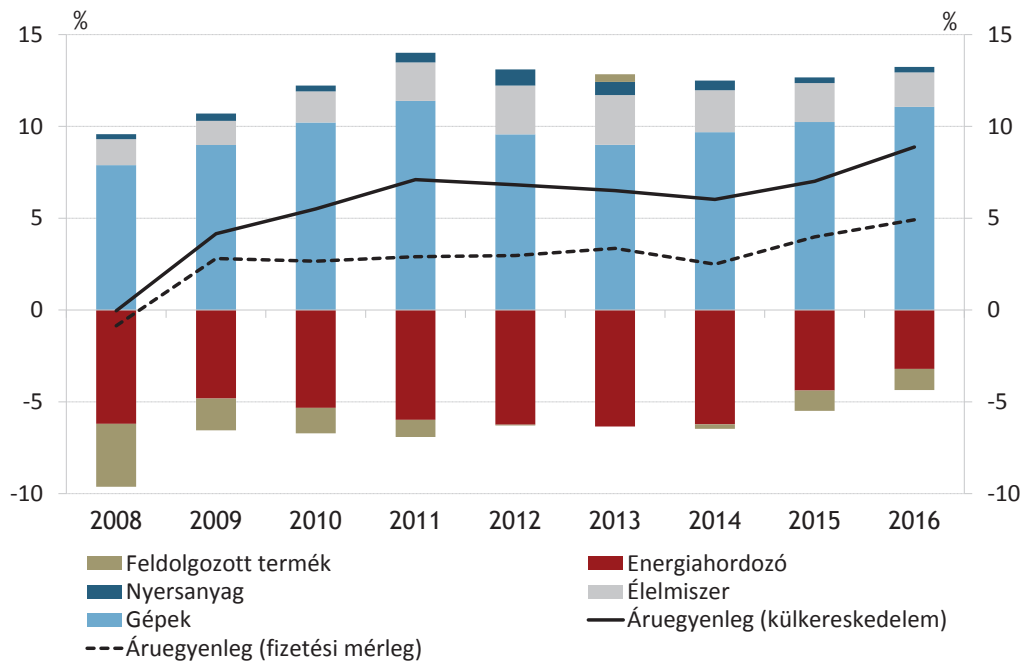
9. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)



Forrás: KSH.

Az áruegyenleg emelkedéséhez 2016-ban is jelentős mértékben járult hozzá az energiahordozók árának csökkenése, valamint a gépgyártás emelkedése (10. ábra). A gépek nettó exportja tovább emelkedett 2016 során, ami a járműipari termelés visszafogottabb növekedése és a villamos berendezések, illetve elektronikai eszközök emelkedő előállításával alakult ki. A feldolgozott termékek növekvő hiánya vélhetően az erősödő lakossági fogyasztással áll összefüggésben. Az energiahordozók mérsékelt árának köszönhetően 2016 során tovább csökkent a nettó behozatal.

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



Megjegyzés: A külkereskedelmi statisztika és a fizetési mérleg szerinti áruforgalom közötti különbség az egyes módszertanok eltérő követelményeiből és a rendelkezésre álló adatforrások által biztosított adatok tartalmától függ. Ennek megfelelően a külkereskedelmi statisztika adataiból meghatározott korrekciós tényezők segítségével jutunk el a fizetési mérleg áruforgalmi számaihoz.¹ A különböző forrásból származó adatok ugyanakkor az utóbbi években hasonlóan alakulnak, így alkalmasak lehetnek a trendek elemzésére.

Forrás: KSH, MNB.

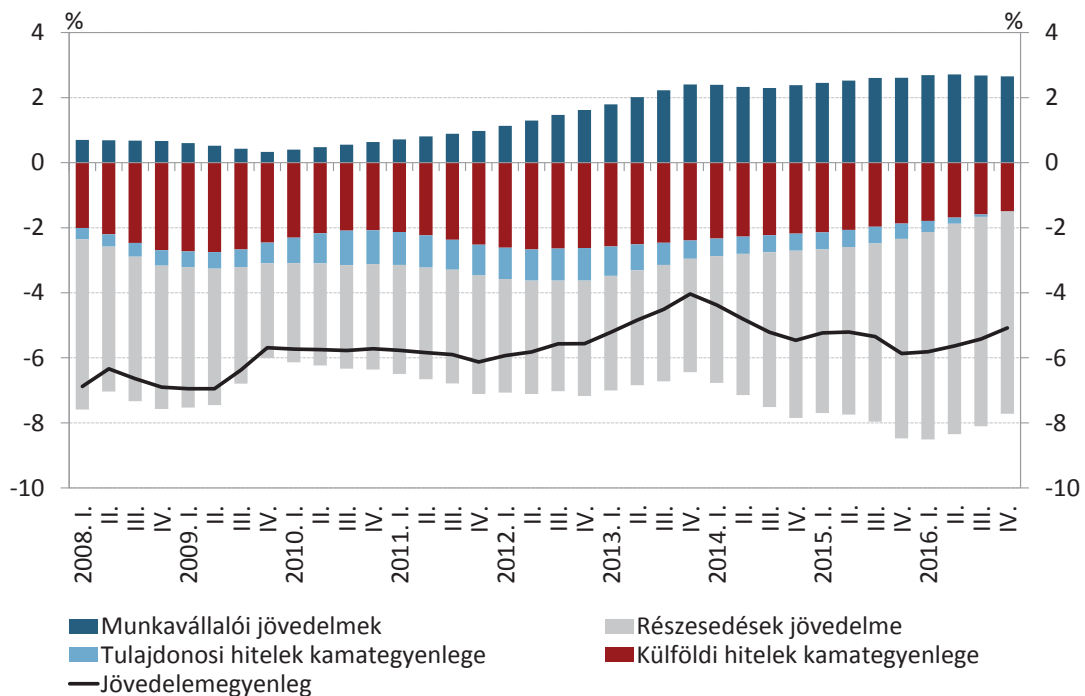
1.2. Jövedelemegyenleg

A jövedelemegyenleg hiányának mérséklődése tovább folytatódott a negyedik negyedévben, így 2016 végén a GDP 5,1 százalékát tette ki (11. ábra). A negyedik negyedévben a jövedelemegyenleg hiányának csökkenéséhez elsősorban a külföldi hitelek kamategyenlegének javulása, illetve a közvetlentőke-befektetések után realizált profit visszafogott alakulása járult hozzá.² A hitelek és kötvények után külföldre fizetendő nettó kamatkidadások az alacsony hozamkörnyezet és a külső adósság mérséklődésével párhuzamosan kedvezően alakultak Magyarország számára az év során. Az átmenetileg külföldön munkát vállaló rezidensek jövedelme a negyedik negyedévben az előző negyedévekhez hasonlóan, stabilan a GDP 2,7 százaléka körül alakult. Összességében, az egész évet tekintve a jövedelemegyenleg hiánya a GDP mintegy 1 százalékával javult az előző évhez képest.

1 Erről részletesebben lásd az alábbi kiadványt (8. o.): <https://www.mnb.hu/letoltes/bop-modszertani-megjegyzesek-bpm6-2014-juniustol-20140529.pdf>

2 A jövedelemegyenlegben megjelenő külföldi tulajdonú vállalatok profitja, illetve az újrabefektetett jövedelmek 2016-ra becslésen alapulnak, amit majd a 2017. szeptemberi publikálással együtt váltanak fel a vállalati kérdőíveken alapuló tényadatok.

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



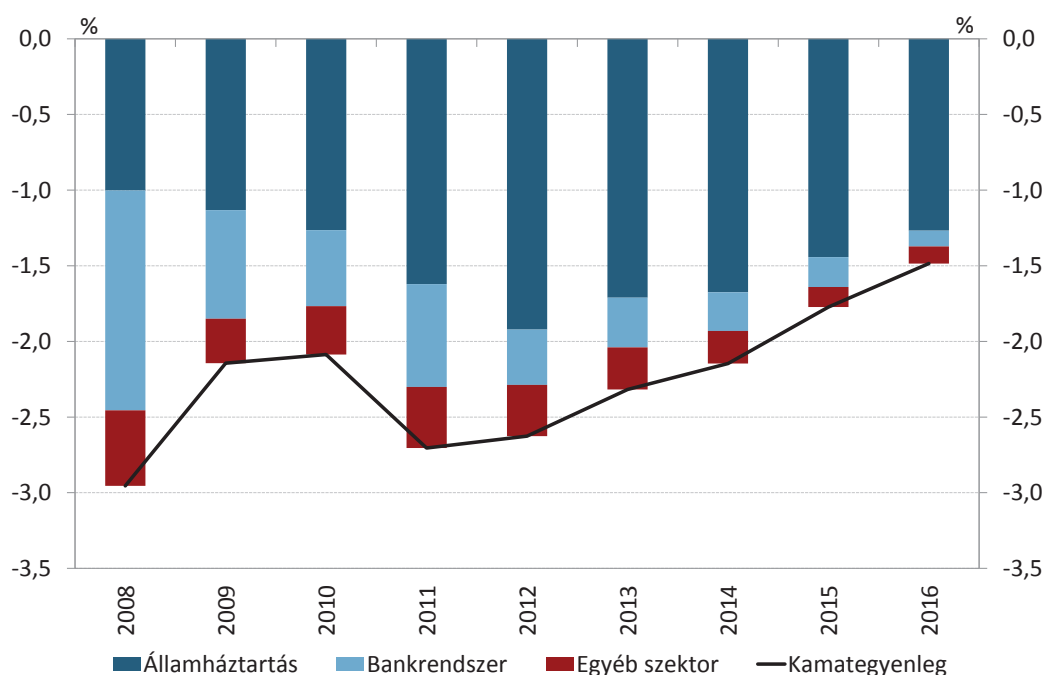
A részeseésekhez kapcsolódó jövedelemkiáramlás adatok becslésen alapulnak. A külföldi tulajdonú, Magyarországon működő vállalatok nyereségességéről csak korlátozottan rendelkezünk negyedéves szintű adatokkal, így a kiáramló profitra vonatkozó információk alapvetően becslésen alapulnak.³ A részeseésekhez kapcsolódó kiadásokon belül az osztalékokról rendelkezünk adatokkal, ezek alapján 2016-ban az éves nettó osztalékfizetés az előző évi értéktől némileg elmaradva 2,2 milliárd euro körül alakult – ezzel kapcsolatban ugyanakkor arra is érdemes felhívni a figyelmet, hogy az osztalékot jellemzően az egy évvel korábbi teljesítményhez kötődően szavazzák meg (részletesebben lásd a 2016. októberi Fizetési mérleg jelentést).

A kamategyenleg nettó hiánya 2016-ban az előző évhez hasonlóan a GDP 0,3 százalékával mérséklődött, amit legnagyobb részben az államhoz tartozó kamatkidások csökkenése támogatott (12. ábra). Az állam nettó kamatkidásának mérséklődését a hozamok jelentős csökkenése mellett – amihez a rövid hozamok esetében a jegybanki lazítás is 45-55 bázisponttal járult hozzá⁴ – az államadósság csökkenő külföldi finanszírozása is támogatta (részletesebben lásd a 4.1. fejezetet).

³ Részletesebben lásd az MNB honlapján megtalálható „Módszertani megjegyzések a fizetési mérleghez és állományi statisztikához” című fizetési mérlegről szóló statisztikai kiadványban.

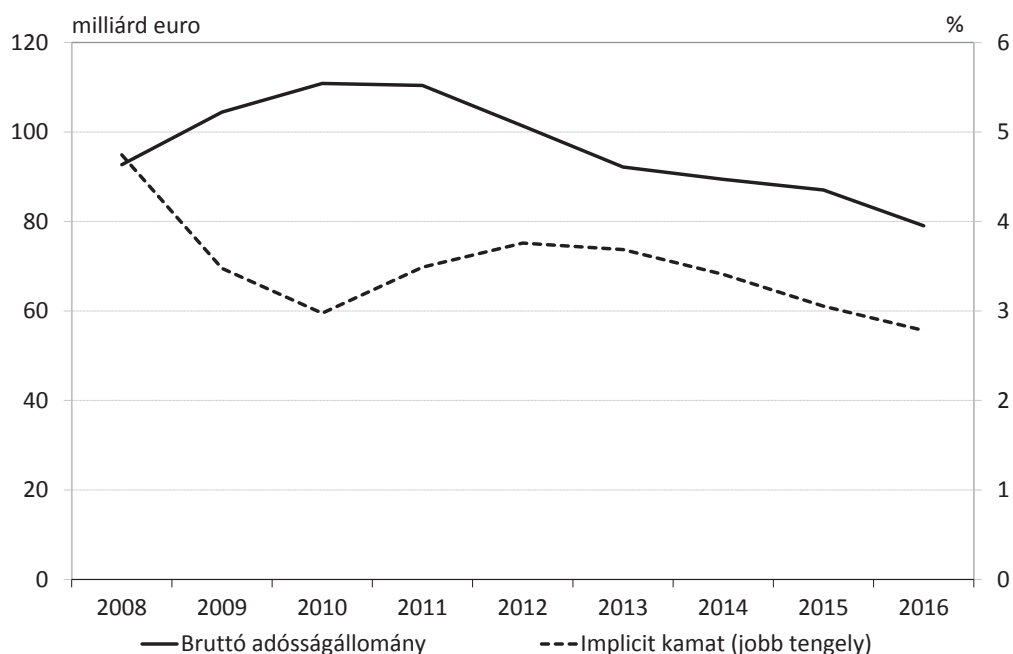
⁴ Részletesebben lásd „Nagy Márton – Virág Barnabás: Sikeres a jegybank nemkonvencionális lazítása” című cikkét

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



2016-ban az alacsony hozamkörnyezet és a csökkenő külső adósság egyaránt hozzájárult a külföldi kamatfizetés csökkenéséhez (13. ábra). Magyarország bruttó külső adóssága 2016-ban tovább csökkent, az év során átlagosan 79 milliárd eurót tett ki. A mérséklődést – összhangban az önfinszírozási programmal – elsősorban az állam külső adósságállományában tapasztalhattuk, emellett folytatódott a bankszektor és a vállalatok adósságkeelépítése is. A historikusan alacsony hazai és nemzetközi hozamkörnyezet szintén érdemben támogatta a külső adósság implicit kamatának mérséklődését, amely így az év során összességében 2,8 százalékra süllyedt.⁵ Összességében mindhárom szektor adósságállománya után fizetett kamat mérséklődött 2016-ban.

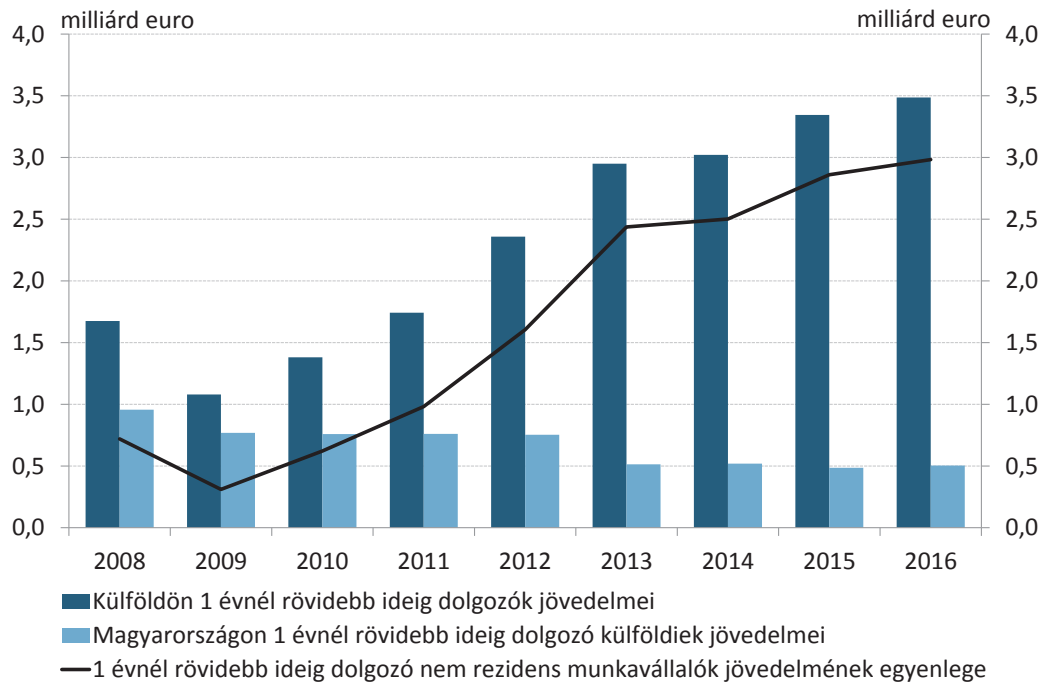
13. ábra: A külső adósság átlagos bruttó állományának és implicit kamatának alakulása



⁵ Az implicit (az adósságra fizetett átlagos) kamat alakulása nem feltétlenül tükrözi az aktuális kamatszintek változását: aktuálisan ugyanis a korábban, még a régi kamatszinteken keletkezett adósságra is kell fizetni a kamatot (például fix kamatozású adósság), vagyis a teljes adósság átárázódása az új kamatokra – a többéves átlagos lejáratot figyelembe véve – hosszú folyamatnak bizonyulhat.

2016-ban az átmenetileg külföldön dolgozók nettó jövedelme⁶ elérte a 3 milliárd eurót. A munkavállalók jövedelme 2013-ig gyors ütemben emelkedett, amit egyaránt támogatott az átmenetileg külföldön dolgozók bruttó jövedelmének dinamikus bővülése, illetve a Magyarországon 1 évnél rövidebb ideig dolgozó külföldiek jövedelmeinek mérséklődése is. A jövedelemegyenleg hiányát így a nettó munkavállalói jövedelem 3 milliárd euróval mérsékelte 2016-ban, ami a rezidensek 3,5 milliárd eurós és a külföldiek 0,5 milliárd eurós jövedelmének eredőjeként alakult ki (14. ábra). A külföldön átmenetileg munkát vállalók adófizetési azonban a transzferegyszerűen keresztül mérséklék ezt a gazdaság külső finanszírozási pozíciójára gyakorolt pozitív hatást. Ugyanakkor a tartósan külföldön dolgozó munkavállalók hazautalásai javítják a folyó transzferok egyenlegét. Emiatt a külföldön dolgozók bevételei a jövedelemegyenleget javító hatásnál kisebb mértékben járulnak hozzá a finanszírozási képesség emelkedéséhez.

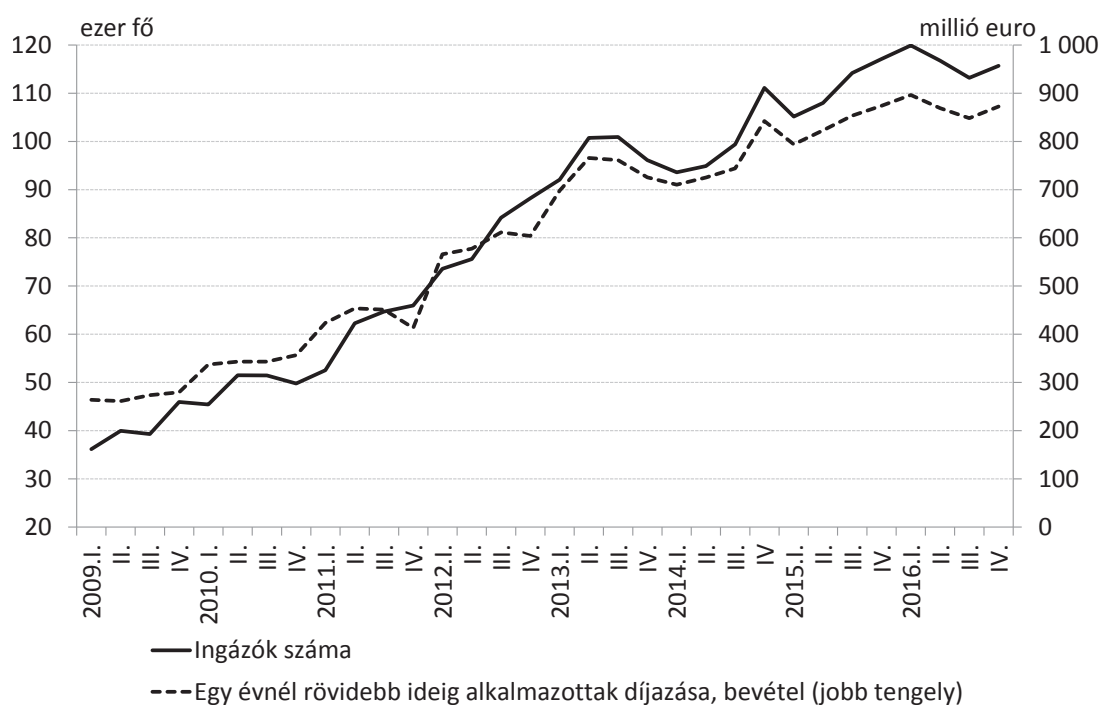
14. ábra: Az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelmei



Az elmúlt év jelentős bővülése után 2016-ban lelassult az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozók átlagos számának a növekedése, így a jövedelmük növekedése is mérséklődött (15. ábra). A jövedelemegyenlegben belül az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelmei jelennek meg. Jellemzően olyan munkavállalókról van szó, akik szomszédos országokban dolgoznak, de magyarországi lakóhellyel rendelkeznek. Az ingázók számának a növekedése a nyugat-európai országok munkaerőpiacainak a megnyitása után egészen 2013-ig dinamikusabban bővült, majd 2014-ben átmenetileg megtorpant, és 2015-ben ismét emelkedett. 2016-ban ugyanakkor nem nőtt tovább a külföldre ingázók száma a 2015. év végi szinthez képest, azonban éves átlagban még nőtt a külföldön dolgozók száma, ami a külföldi munkabérek átlagos értékének enyhe bővülésében is tükröződik, ami így támogatta a külföldi munkabérek emelkedését.

6 A nettó jövedelem alatt jelen esetben a külföldön dolgozó rezidensek bruttó jövedelem bevétele, és a Magyarországon átmenetileg dolgozó nem rezidenseknek fizetett bruttó jövedelem kiadások között különbséget kell érteni.

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



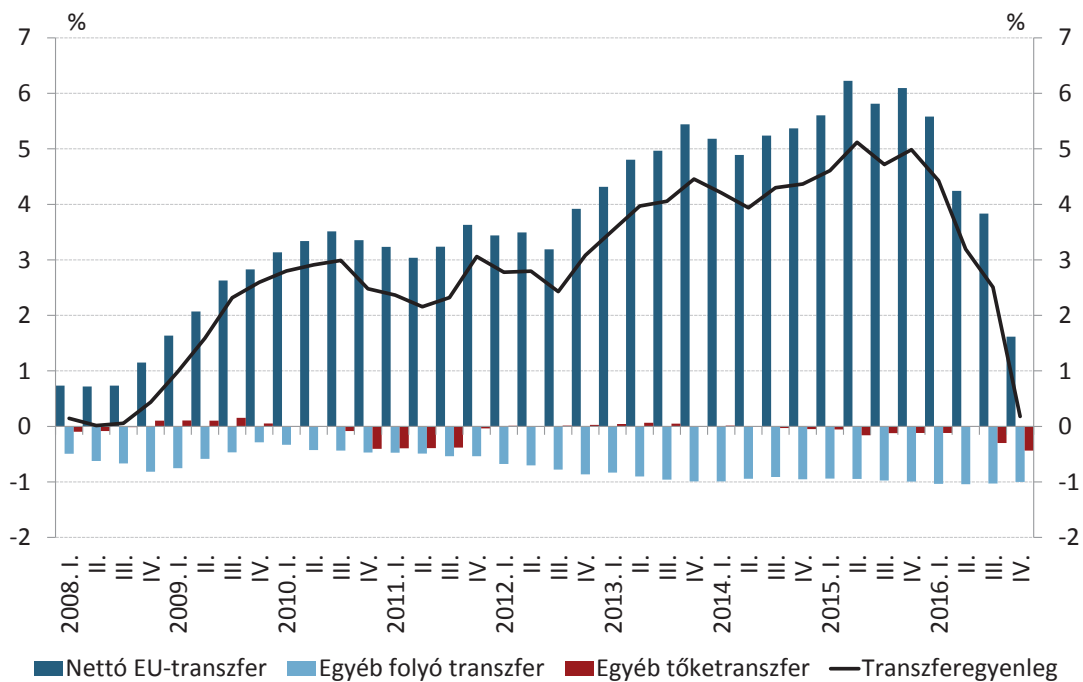
Forrás: KSH, MNB.

1.3. Transzferegyenleg

2016-ban a transzferegyenleg jelentősen, a GDP 0,2 százaléka mérséklődött, aminek háttérében az EU korábbi költségvetési ciklusának lezárása áll. A 2007–2013-as költségvetési ciklushoz tartozó EU-források lehívásának egy jelentős része a 2015-ös évre esett, aminek a következménye volt a transzferegyenleg érdemi bővülése az év folyamán. 2016-ban azonban, az előző ciklushoz tartozó források visszaestek, míg az új, 2014–2020-as ciklushoz tartozó források felhasználása egyelőre csak mérsékeltén indult meg, így ennek eredőjeként az EU-források jelentős mérséklődését tapasztalhattuk a vizsgált időszakban. A négy negyedéves transzferegyenleg az előző év azonos időszakához képest a GDP közel 5 százalékaival mérséklődött, ami döntően a nettó EU-transzfer egyenlegében bekövetkezett csökkenéshez köthető, miközben az egyéb folyó és tőketranszfer együttes hiánya enyhén növekedett a vizsgált időszakban (16. ábra). Ebben szerepet játszott az is, hogy az államháztartás az év végén több határon túli szervezetnek fizetett ki – általában beruházásokat támogató – forrásokat.⁷ A transzferegyenlegben továbbá az EU-s forrásokon kívül található olyan folyó – ellenszolgáltatás nélküli – tételeket, amelyeket jellemzően a magánszektor teljesít a külföld felé (ilyen például a külföldön munkát vállalók tb-hozzájárulása vagy adófizetése).

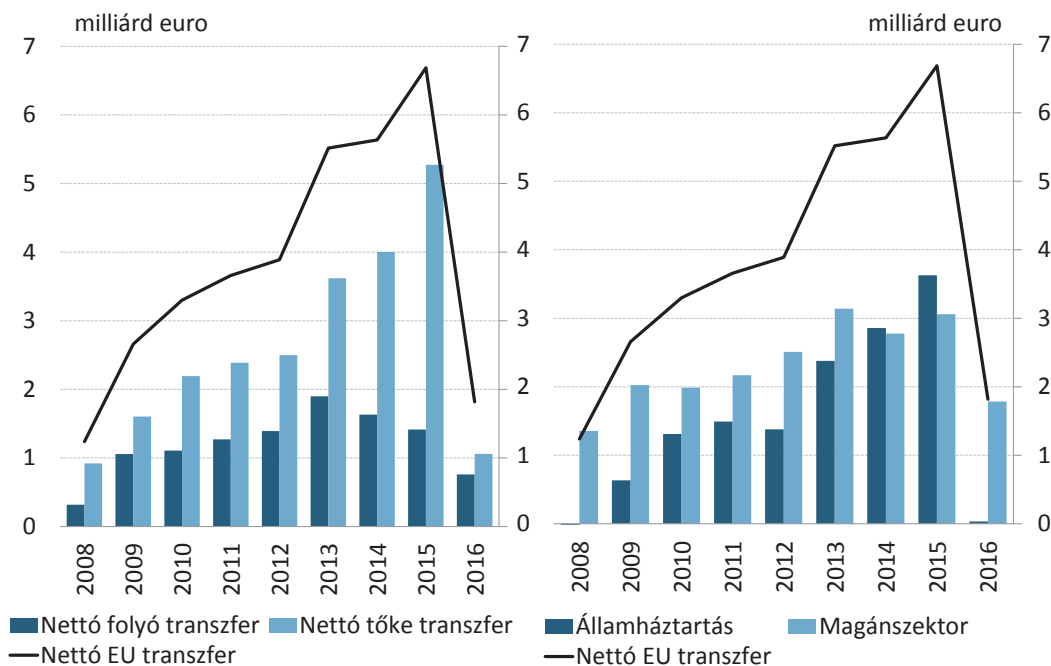
⁷ Részletesebben lásd az 1801/2016, valamint 1802/2016-os kormányrendeleteket. <http://www.kozlonyok.hu/nkonline/MKPDF/hiteles/MK16210.pdf>

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



Az EU-transzferek nettó felhasználása 2016-ban 1,8 milliárd euróra csökkent, a mérséklődés elsősorban a tőketranszferet érintette. A tőketranszferet a 2015-ös historikusan magas, 5 milliárd eurós szintről 1 milliárd euro közelébe csökkentek (17. ábra). A beruházásokat finanszírozó tőketranszferet alakulása alapvetően az elinduló EU-s projektektől függ, így a tőketranszferet, ezen belül is az állami transzferet alacsony szintje az új ciklus kezdetével magyarázható. A nettó folyó transzferet értéke is mérséklődött 2016-ban, így elmarad az elmúlt években tapasztalt, viszonylag stabil 1,5 milliárd euro körüli értéktől. A folyó transzferet bevételi oldalán a folyamatosan (vagyis ciklustól függetlenül) kapott mezőgazdasági támogatások mellett döntően a nem beruházást támogató EU-transzferet szerepelnek, amelyek szintén a pályázati rendszeren keresztül kerülnek kifizetésre, ami az új ciklus miatt a folyó transzferet alacsony felhasználását okozhatta.

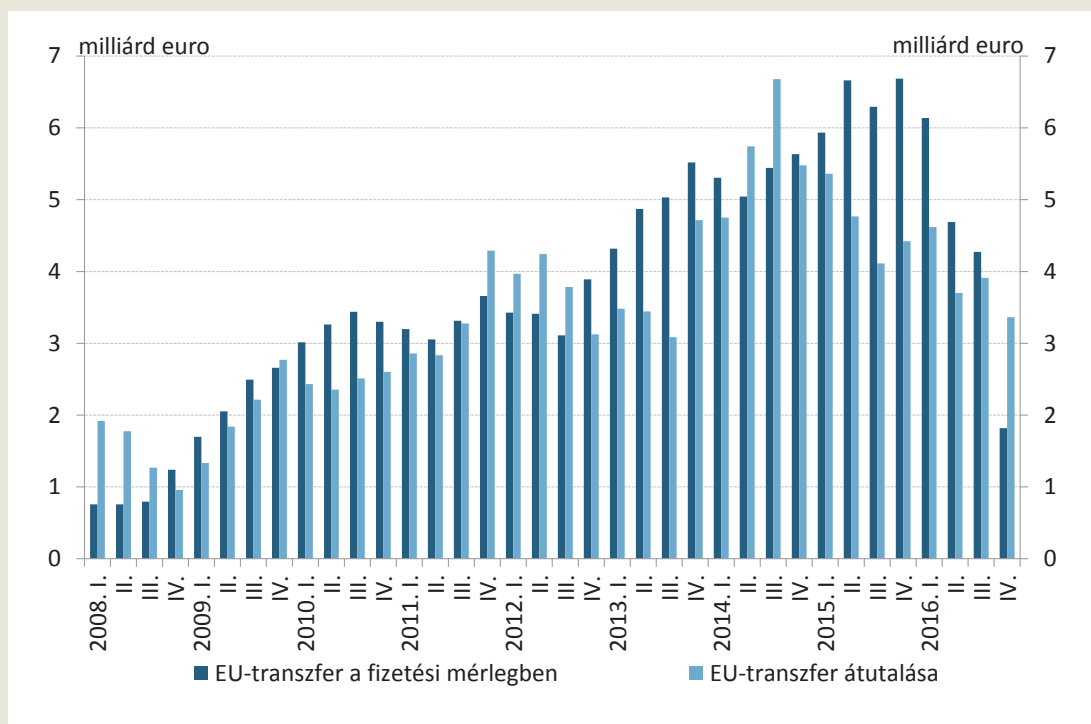
17. ábra: A nettó EU folyó és tőketranszferet alakulása, valamint annak szektorbontása



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

2016-ban az Európai Bizottság által átutalt EU-transzferek értéke több mint 1,5 milliárd euróval meghaladta az eredményszemléletű felhasználást (18. ábra). 2016 egészét tekintve az Európai Bizottság átutalásai közel 3,4 milliárd eurót tettek ki, amely egyrészt az előző ciklus kormányzat által megelőlegezett beruházások EU általi elszámolását, másrészt az új ciklusra kapott előleget és az új ciklus mezőgazdasági kifizetéseit és a Kohéziós Alapból és a Strukturális Alapok számla ellenében történt átutalásait is tartalmazza. A devizatartalékokat növelő pénzforgalmi átutalásokkal szemben a fizetési mérlegben megjelenő EU-transzferek eredményszemléletű felhasználása csak 1,8 milliárd eurót tett ki. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy ez az adat (és így a fizetési mérleg) nem tartalmazza az állam által kifizetett előleget, csak azokat a támogatásokat, amelyek felhasználása már megtörtént. Hosszabb távon az eredményszemléletű és pénzforgalmi mutató nem tér el egymástól, azonban jellemzően a ciklus végén az eredményszemléletű felhasználás magasabb, mint az EU által átutalt összeg. Ez azzal magyarázható, hogy a kapott előlegektől eltekintve az EU-s forrásokat jellemzően megelőlegezi az állam annak érdekében, hogy a fejlesztési keret minél gyorsabban és teljesebben kerüljön felhasználásra, illetve a források utolsó 5 százalékát csak akkor utalja át az EU, ha a projektekkel kapcsolatban mindent rendben talált. Jelenleg az átutalások azért haladhatják meg a transzferek eredményszemléletű felhasználását, mert az átutalások egy része még az előző ciklus – részben átmenetileg visszatartott – forrásait is tartalmazza.

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

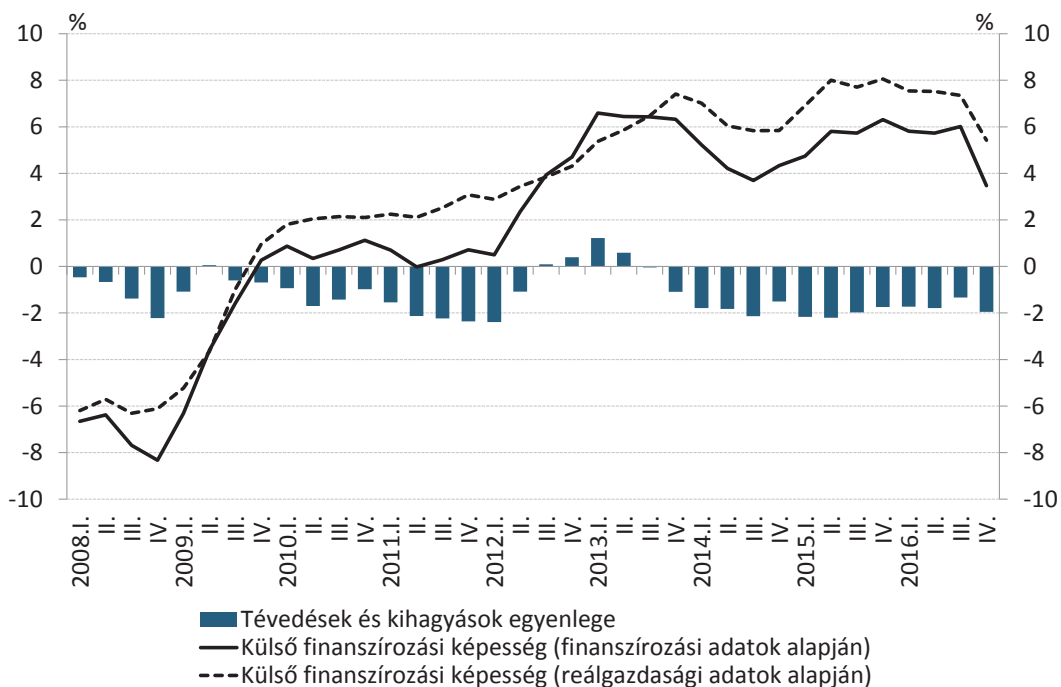


2. FINANSZÍROZÁSI MEGKÖZELÍTÉS

A külső finanszírozási képesség a finanszírozási tételek alapján is csökkent 2016 végén, ami továbbra is a külső adósság jelentős csökkenése és számottevő mértékű nettó FDI-beáramlás mellett alakult ki. 2016 egészében az előző évitől elmaradó nettó forráskiáramlás úgy alakult ki, hogy a gazdasági szereplők közel 7 milliárd euróval csökkentették nettó külső adósságukat, miközben a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetései az előző évi értéket jelentősen meghaladva, több mint 3 milliárd eurót tett ki. 2016-ban is jelentősen csökkent a bankrendszer és a vállalatok nettó külső adóssága, ugyanakkor a korábbi évektől eltérően az államé nőtt. A bankok kiugróan nagy adósságcsökkenését a magánszektor jelentős betételhelyezéséből származó források mellett a jegybanktól – a devizahitelek forintosításához kötődően – kapott devizaliquiditás biztosította. Eközben a forintosításhoz kapcsolódó devizaügyletek az MNB devizataralékainak mérséklődésén keresztül hozzájárultak az állam nettó külső adósságának növekedéséhez is – fontos ugyanakkor kiemelni, hogy a lejárató devizakötvényeknek és a külföldiek állampapír-eladásainak köszönhetően az állam bruttó külső adósságában 2011 óta tapasztalt trendszerű csökkenés 2016-ban is folytatódott. A külföldiek állampapír-állományának csökkenése továbbra is erős belföldi – lakossági és az önfinszírozási program által is támogatott banki – kereslettel párosult, így továbbra sem volt tapasztalható állampapír-piaci feszültség. Az előző évekhez képest jelentős változást jelentett, hogy a magánszektor nettó külső adósságának csökkenése csak kisebb részben járt együtt a bruttó külső adósság mérséklődésével, nagyobb részben a külföldi eszközök növekedésében tükröződött. A banki források csökkenése elsősorban a rövid lejáraton jelentkezett, így a lejárat szerkezet továbbra is kedvező irányba mozdult el.

A gazdaság finanszírozási megközelítés szerinti külső finanszírozási képessége 2016 negyedik negyedében a reálgazdasági megközelítés szerinti adatnál nagyobb mértékben csökkent. A reálgazdasági adatok alapján számolt finanszírozási képesség a GDP 5,4 százalékára, ezzel párhuzamosan a finanszírozási oldalról számított mutató a GDP 3,5 százalékára mérséklődött (19. ábra). Mindez továbbra is azt jelenti, hogy az adósság- és tartozásmutatók a fizetési és tőkemérleg összege által jelezettnél kisebb mértékben csökkentek. A két mutató közötti különbség mindeközben kismértékben, a GDP 2 százaléka közelébe emelkedett, ami megfelel a régiós országokban jellemző szinteknek (részletesebben lásd az 5.4. fejezetet).

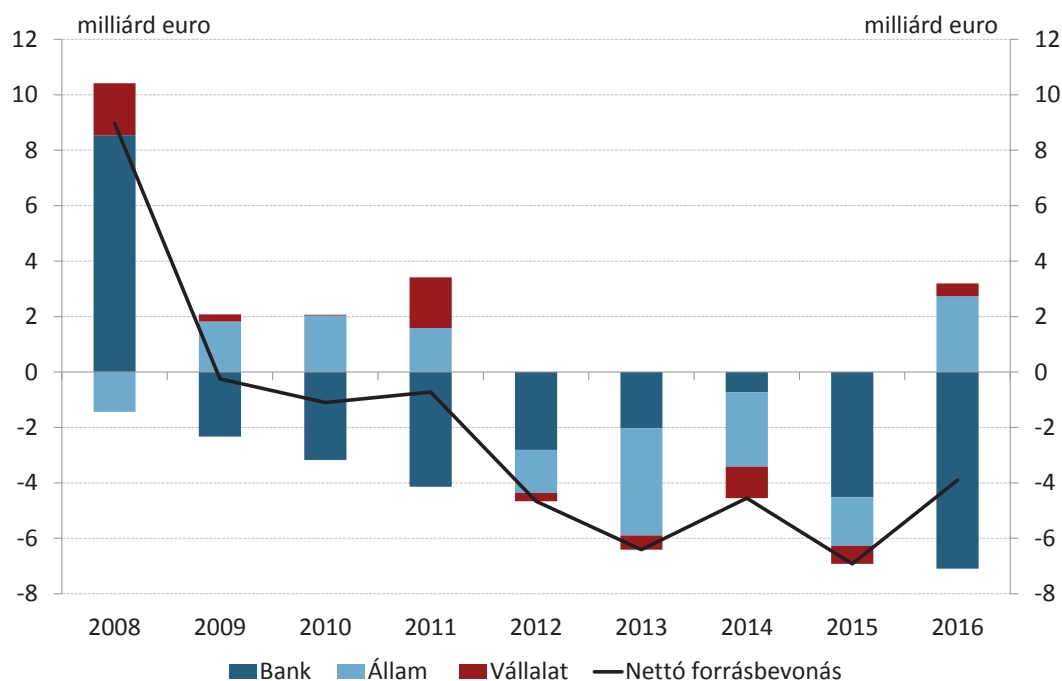
19. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség alakulása (négy negyedéves GDP-arányos érték)



2016-ban lassult – de továbbra is jelentős maradt – a magyar gazdaság külföldi tartozásainak mérséklődése, amihez döntően a bankrendszer nettó külső adósságának visszaesése járult hozzá, miközben az állam és vállalatok külső forrásai növekedtek. A válság utáni években a forráskiáramlás elsősorban a bankrendszerhez kötődött, majd 2012-től fokozatosan emelkedett az államháztartás és a vállalatok szerepe is a külföldi tartozások leépítésében. A gazdaság

külföldi forrásainak kiáramlása ugyanakkor csökkent 2016 során, aminek szektorális szerkezete is jelentősen megváltozott: a bankok tartozásainak visszaesése mellett az állam és a vállalatok külső forrásai nőttek (20. ábra). A bankok külső adósságának csökkenése a magánszektor betételhelyezéséből származó források mellett a jegybanktól származó, a devizahitelek forintosításához köthető devizalikviditásból származott – és részben ugyanezen folyamat devizatartalék-csökkentő hatására, részben pedig az EU-transzferek alacsonyabb felhasználására vezethető vissza az MNB-vel konszolidált állam⁸ nettó külső adósságának növekedése is. A vállalati szektor forrásbevonása pedig a külső adósságának további csökkenése mellett elsősorban a közvetlentőke-befektetések növekedésére vezethető vissza.

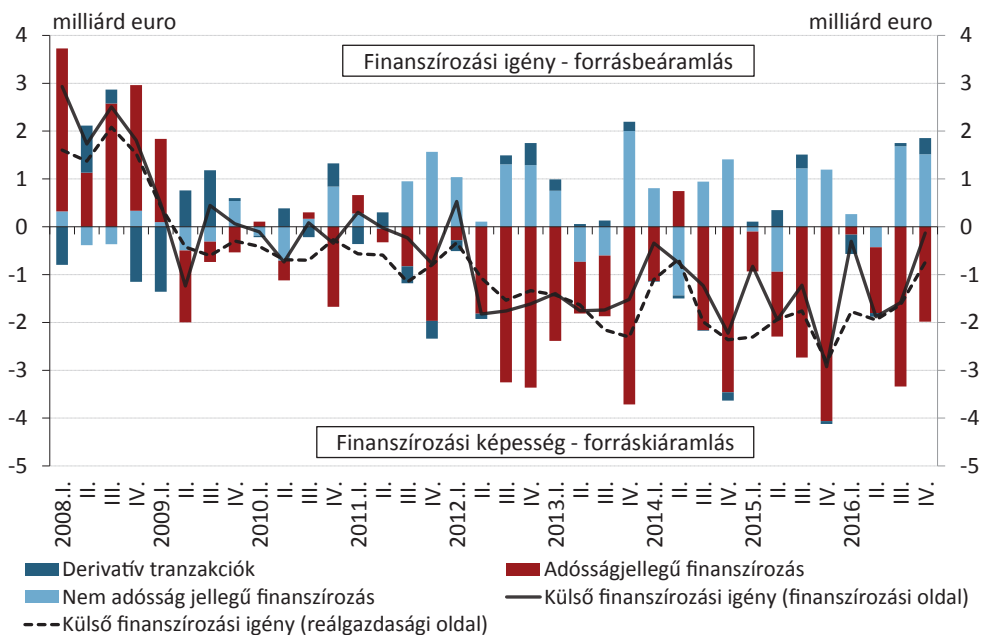
20. ábra: A nettó forráskiáramlás alakulása szektorok szerint



A finanszírozási oldal szerinti finanszírozási képesség csökkenése az adósságjellegű források továbbra is jelentős kiáramlása és a nem adósság jellegű források számottevően növekvő beáramlása mellett következett be. Az adósság jellegű források kiáramlása a negyedik negyedévben — az előzőtől elmaradva — 2 milliárd euro körül alakult, ami a gazdasági szereplők folytatódó mérlegalkalmazkodásához, az adósság leépítéséhez és a külföldi eszközök emelkedéséhez köthető. A gazdaság külföldi, nem adósság típusú forrásai a negyedik negyedévben számottevően, több mint 1,5 milliárd euróval emelkedtek, amelyben a nettó közvetlentőke-befektetések nagyobb, míg a portfólióbefektetések kisebb szerepet játszottak. A gazdaság külső pozíciója a finanszírozó tételek szerint mindezek eredményeként a negyedik negyedévben nulla közelébe csökkent (21. ábra).

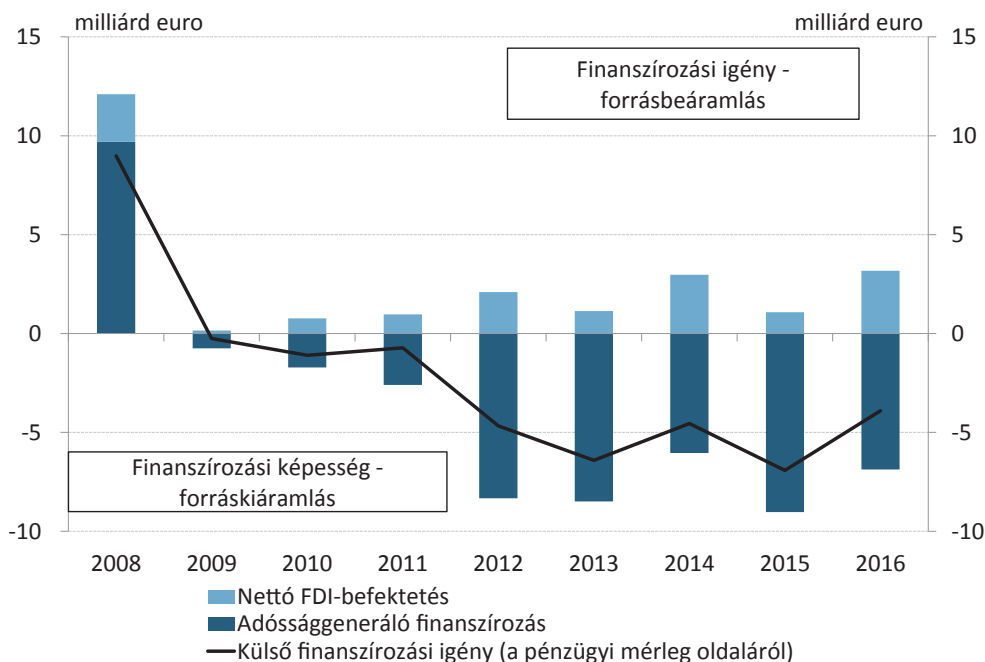
8 Az államháztartási szektort a külső finanszírozás szerkezetében elemzési szempontokból az MNB-vel konszolidáltan vizsgáljuk.

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



2016-ban mérséklődött a forráskiáramlás mértéke, amely az adósság típusú források kisebb, de továbbra is jelentős csökkenésével, és a közvetlentőke-befektetések nagyobb emelkedése mellett alakult ki (22. ábra). A gazdaság adósság jellegű forrásai 2016-ban közel 7 milliárd euróval mérséklődtek, ami bár elmarad a 2015-ös értéktől, de továbbra is jelentősnek mondható. Az adósság jellegű forráskiáramlás nagyobb részt a bankszektort, kisebb részt a vállalati szektor érintette, miközben az állam nettó külső adóssága emelkedett. A bankrendszer külső forrásai érdemben mérséklődtek, miközben a külföldi eszközei is emelkedtek, amiben szerepet játszott a devizahitelek forintosításával összefüggésben az MNB által a bankoknak nyújtott devizalikviditás is. Az állam nettó külső adósságának az emelkedése a bruttó külső adósság kisebb, és a devizatartalék nagyobb csökkenése mellett alakult ki. A külföldiek közvetlentőke-befektetései 3 milliárd eurót meghaladó emelkedése a külföldi vállalatok újrabefektetéseihez kötődött.

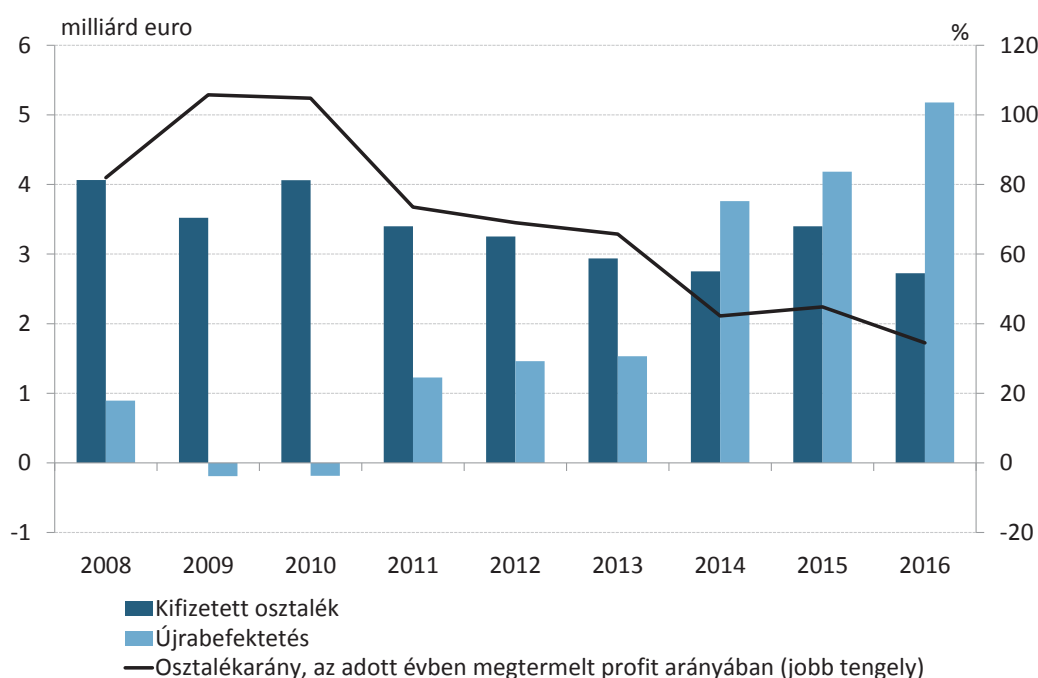
22. ábra: A közvetlentőke-befektetések és az adósság típusú források alakulása*



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

A nettó FDI növekedése elsősorban az egy évvel korábbinál magasabb közvetlentőke-beáramláshoz köthető, miközben a hazai tőkekifektetés hasonló mértékű volt. A külföldi tulajdonú vállalatok magasabb jövedelmezősége (részletesebben lásd az 1.2. fejezetet) az elmúlt években nagyjából változatlan osztalékfizetéssel párosult – így a nagyobb profit az újrabefektetett jövedelmek révén magasabb FDI-beáramláshoz vezetett (23. ábra). Érdemes megjegyezni, hogy 2016-ban a külföldi tulajdonú vállalatok osztalékfizetése is mérséklődött, ami szintén támogatta az újrabefektetésen keresztül megvalósuló FDI-beáramlást (az adott évi profithoz viszonyított osztalékarány így 40 százalék alá csökkent, ami jóval alacsonyabb a régióban jellemző szintnél – erről részletesebben lásd a 2016. októberi Fizetési mérleg jelentés 5. fejezetét). A nettó FDI-beáramlást kissé visszafogta ugyanakkor, hogy a vállalatok 2016-ban is folytatták a mérlegalkalmazkodást – vagyis a külső adósság mérséklésével párhuzamosan a tulajdonosi hitelek egy részét is visszafizették.

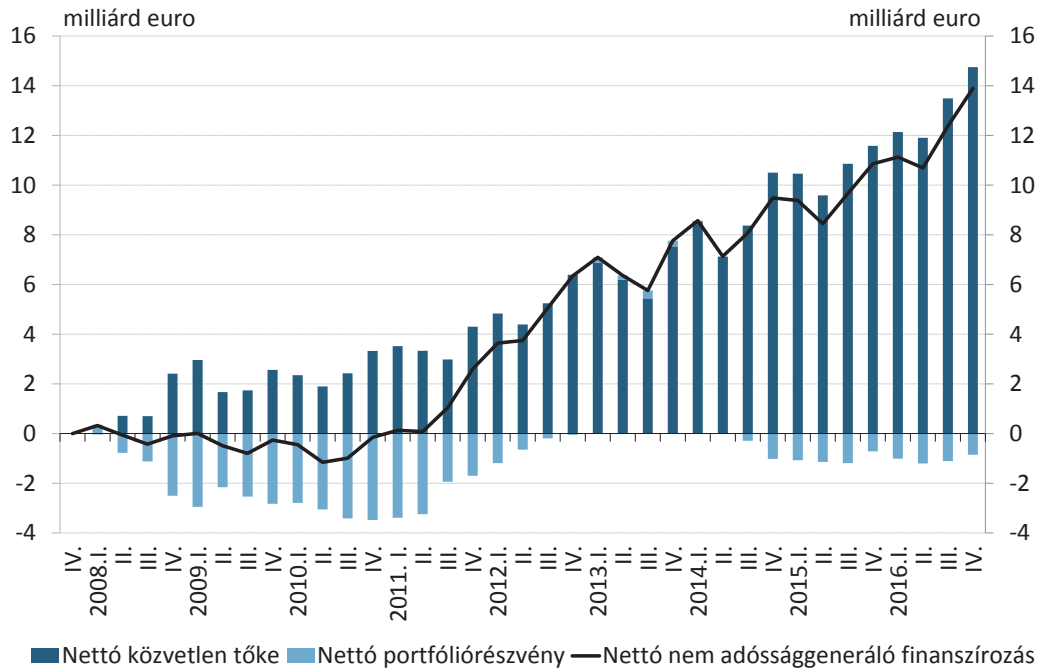
23. ábra: A külföldi tulajdonban lévő magyarországi vállalatok által megtermelt profit felosztása



2.1. Nem adósság jellegű források

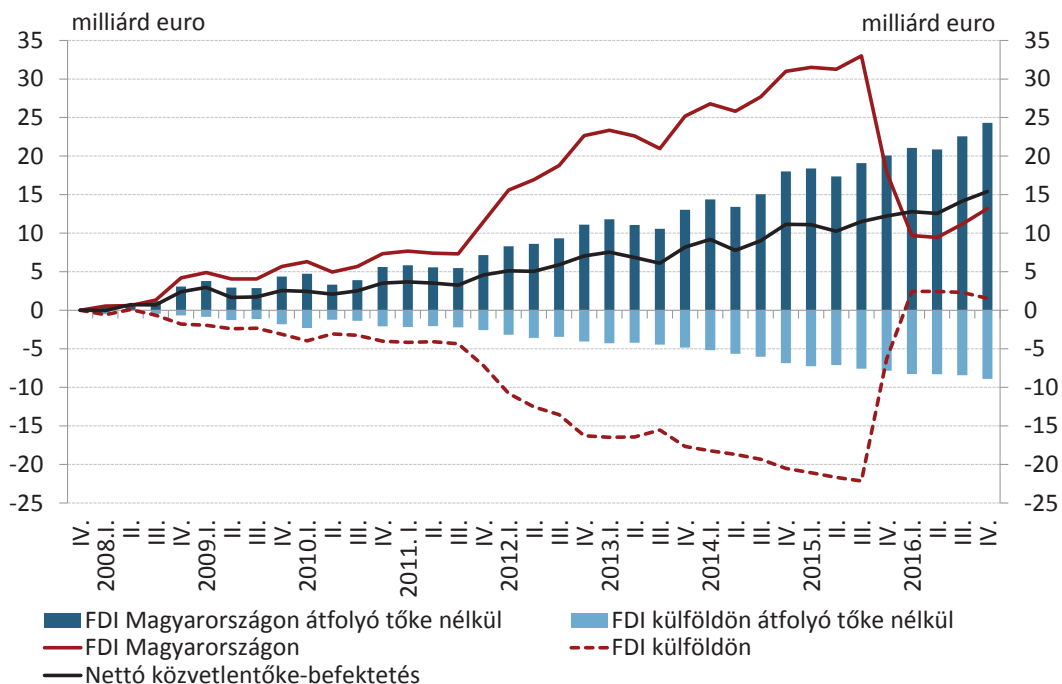
A negyedik negyedévben a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetései számottevő mértékben bővültek, a portfólióbefektetések kisebb növekedése mellett. A gazdaság nettó közvetlentőke-befektetések bővülése a negyedik negyedévben 1,3 milliárd eurót tett ki, ami teljes egészében a külföldiek magyarországi befektetéseihez, azon belül is a jövedelmek újrabefektetéseihez volt köthető. A nettó FDI csökkenésének irányába hatott, hogy a rezidens vállalatok tőkekifektetései szintén bővültek. 2016-ban összességében mintegy 3,2 milliárd euróval emelkedtek a nem adósság jellegű források, ami döntően a külföldiek közvetlentőke-beáramlásának több mint tíz éve nem tapasztalt emelkedésének köszönhető (24. ábra).

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



Az átfolyó tőkéhez és az eszközportfólió átrendezéshez kapcsolódó tranzakciók jelentősen befolyásolják a közvetlen-tőke-befektetések bruttó szárait, így a nettó forrásbeáramlást érdemes elemezni. A magyar adórendszer jellegzetességei miatt feltételezhetően néhány külföldi vállalat adóoptimalizálási célból a magyar leányvállalatainak tulajdonosi hitelt, illetve tőkét nyújt, melyet ezek a leányvállalatok jellemzően továbbadnak külföldre. A fizetési mérleg statisztika ezt a tőke mozgást átfolyó tőkének nevezi, és az MNB (2008-ig visszavezetve) elkülönítve mutatja be. Az átfolyó tőke a ki- és beáramlási adatokat érinti, jellegéből adódóan a nettó FDI-adatokat nem torzítja.⁹ A tranzakciók szerint az átfolyó tőke kumulált értéke 2015-ben jelentősen mérséklődött, ami 2016-ban csak kisebb mértékben folytatódott (25. ábra). A nettó működőtőke-befektetések az év második felében jelentősen emelkedtek, ami főként a külföldi vállalatok jövedelmeinek újrabefektetéseivel volt összefüggésben.

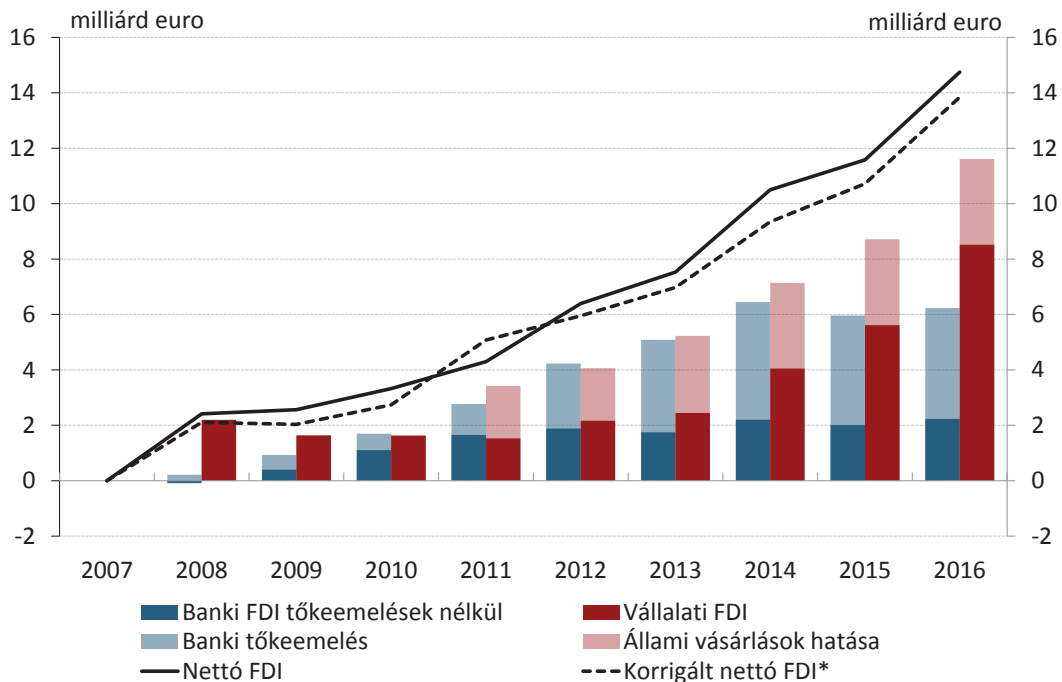
25. ábra: A közvetlentőke-befektetések alakulása (kumulált tranzakciók)



⁹ Az átfolyó tőke ugyanakkor a magyarországi FDI szektorok szerinti szerkezetét is nagyban befolyásolja. Előfordulhat ugyanis, hogy a magyarországi befektetés más szektorba tartozik, mint a tőkebefektetés végcélja – így a szektorok szerinti FDI-adat is torzul.

A közvetlentőke-beáramlást 2016-ban nem befolyásolták egyedi hatások, így a működőtőke-beáramlás jelentősen gyorsult – ezzel kapcsolatban különösen kedvező, hogy a magas 2016-os FDI-beáramlás teljes mértékben a vállalatokhoz kötődött. A pénzügyi válság kitörése óta a magyarországi közvetlentőke-befektetések alakulását több egyedi hatás befolyásolta (26. ábra). A banki veszteségek miatt szükséges tőkeemelések növelték, a külföldiek kezében lévő vállalatok állami felvásárlása (MOL, E-On, Antenna Hungária Zrt., Főgáz, Budapest Bank) csökkentette a külföldi közvetlentőke állományt. Összességében azonban az eredeti és a (banki tőkeemeléseket, illetve állami felvásárlásokat is figyelembe vevő) korrigált adat hasonló növekedést mutatott az elmúlt években. A 2016-os folyamatokat tekintve kiemelendő, hogy a magas nettó FDI-beáramlás teljes mértékben a vállalati szektorba áramló működőtőkéhez kötődött.¹⁰

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

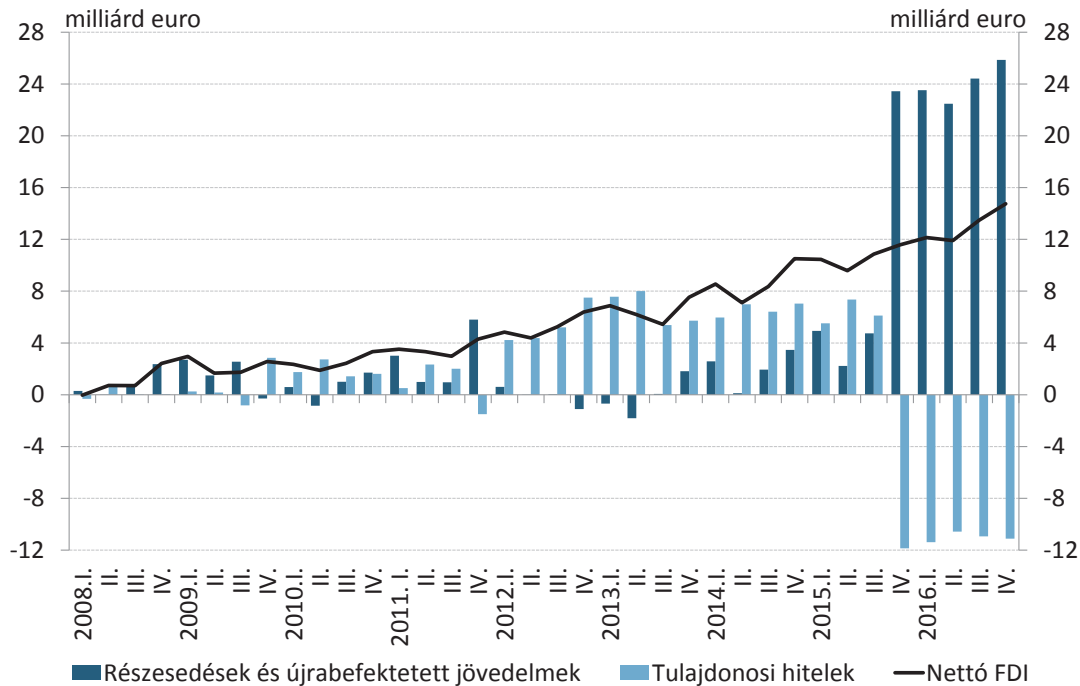


*A korrigált nettó FDI az állami vásárlásoktól, illetve a banki tőkeemelésektől szűrt közvetlentőke beáramlását tartalmazza. A banki tőkeemeléseket bemutató oszlop tartalmazza a bankszektorhoz kötődő egyedi hatásokat is (például a Budapest Bank felvásárlása).

A nettó külfölditőke-befektetések növekedése mögött az elmúlt évben elsősorban az újrabefektetések emelkedése állt, miközben a részesedések csökkenésével párhuzamosan nőttek a tulajdonosi hitelek (27. ábra). 2016 második felében az addig egyenletesen növekvő nettó közvetlentőke-beáramlás érdemben felgyorsult, ami a külföldi vállalatok növekvő újrabefektetéseihez köthető. A válság után a részesedések csökkenését és a tulajdonosi hitelek növekedését figyelhettük meg, amely azzal volt összefüggésben, hogy az anyavállalatok a tulajdonosváltásokat követően részben tulajdonosi hitellel helyettesítették a részesedés jellegű forrásaikat. A 2015 negyedik negyedévi és a 2016 első negyedévi adatokat is jelentősen befolyásolták a kumulált átfolyótőke-, valamint eszközportfóliót-átrendezéshez kötődő tranzakciókat, amelyek 2015 végén a részesedéseket és tulajdonosi hiteleket – ellentétes előjellel – egyaránt érintették.

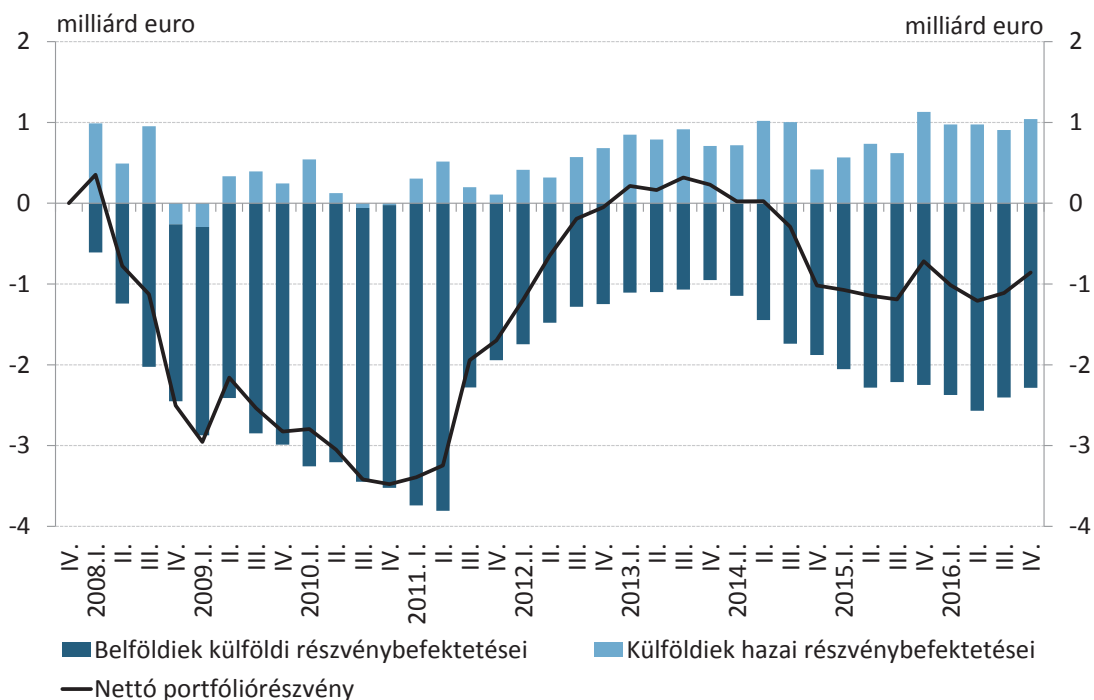
¹⁰ Érdemes megjegyezni, hogy az újrabefektetett jövedelmek értékét befolyásolja a vállalati profit becslése, amit a szeptemberi adatközlésben váltanak le a 2016-ra vonatkozó tényadatok.

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



A negyedik negyedévben tovább bővült a nettó portfóliórészvény-források mértéke, amely a külföldiek magyarországi befektetéseinek növekedéséhez, valamint a rezidensek külföldi befektetéseinek csökkenéséhez egyaránt köthető volt (28. ábra). Míg 2014-ben a belföldiek befektetési jegy vásárlásai (azok külföldi eszköz kereslete miatt) csökkentették a nettó portfóliótőke-állományt, addig 2015-ben a külföldiek részvénybefektetései az ellenkező irányba hatottak. Ezzel szemben 2016-ban érdemben nem változott a nettó portfóliórészvény-állomány. Az év elején bővülő külföldi portfóliórészvény-befektetések állománya az év második felében mérséklődött, miközben a külföldiek hazai részvénybefektetése az év során gyakorlatilag nem változott.

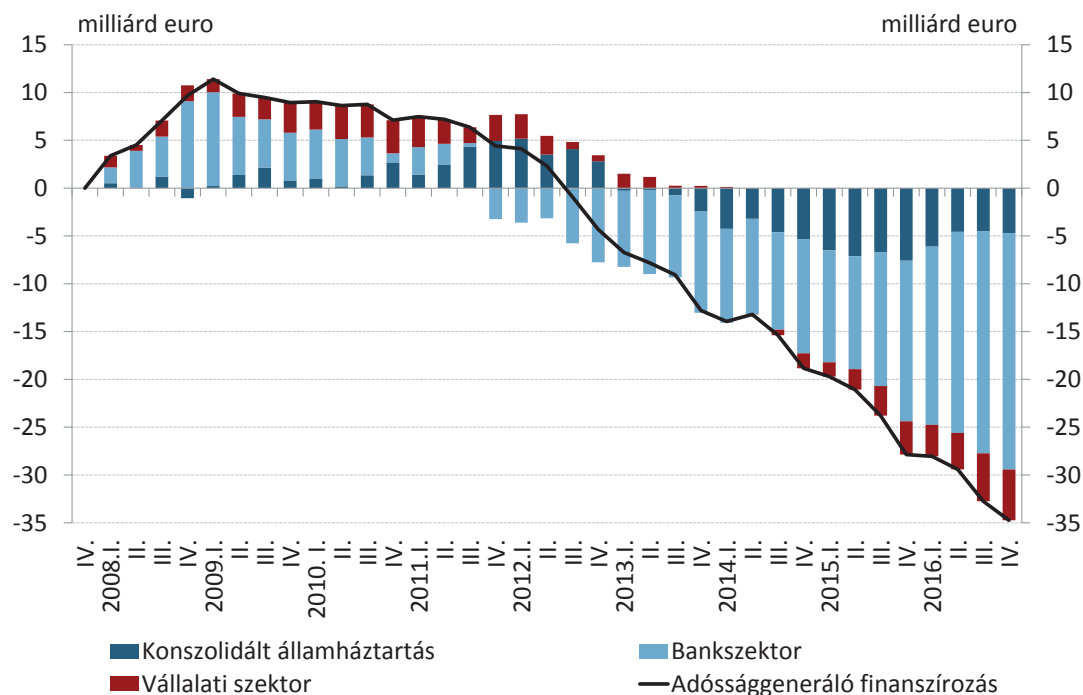
28. ábra: A nettó portfóliórészvény alakulásának tényezői (kumulált tranzakciók)



2.2. Adósság jellegű források

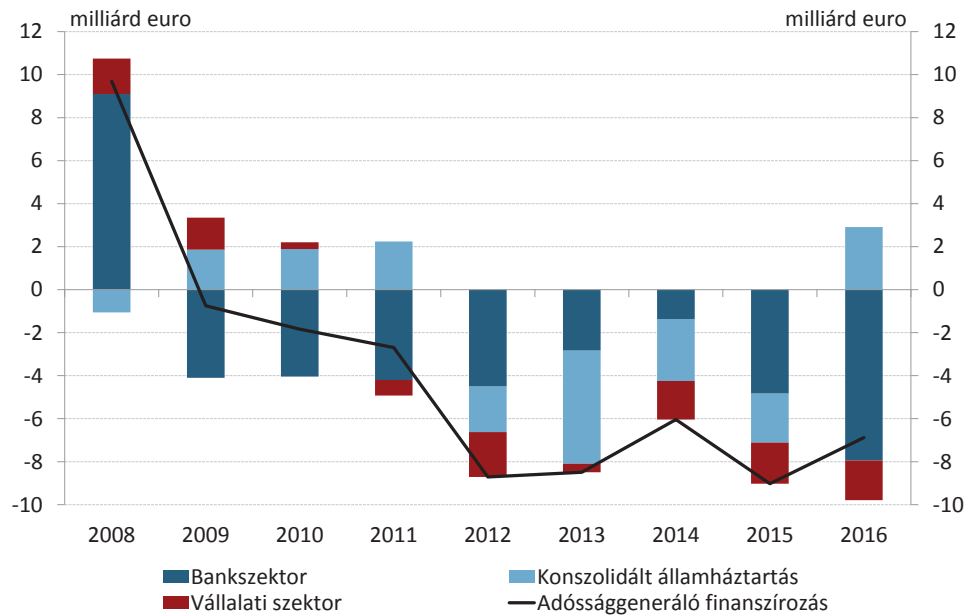
2016 negyedik negyedében mintegy 2 milliárd euróval tovább mérséklődött a gazdaság nettó külső adóssága, amihez elsősorban a bankrendszer járult hozzá, míg az államháztartás és a vállalati szektor külső adóssága csak kisebb mértékben csökkent (29. ábra). A bankrendszer nettó külső adósságát csökkentették a külföldi bankok év végi mérlegoptimalizációjához köthető tranzakciók, valamint az MNB által a devizahitelek forintosításához kötődően a bankoknak nyújtott devizalikviditás, amit csak részben ellensúlyozott a finomhangoló jegybanki eszköz banki devizalikviditást csökkentő hatása. A konszolidált állam nettó külső adósságának a csökkenése az EU-transzferek felhasználásához, valamint a külföldiek csökkenő állampapír-állományához kötődött. A negyedévben a vállalati szektor tovább folytatta külső adósságának a leépítését.

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



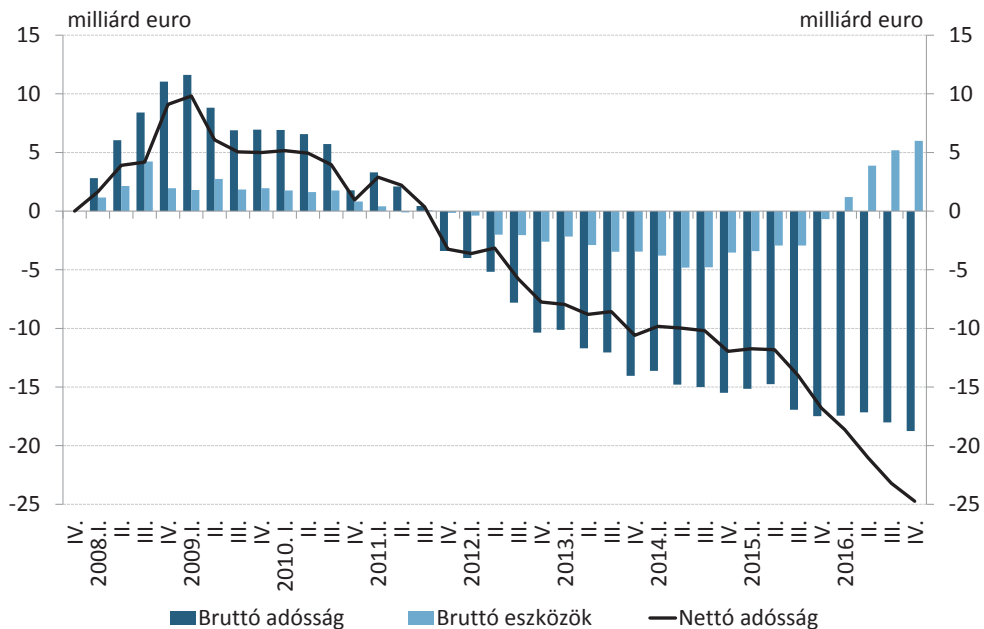
2016-ban enyhén mérséklődött a külső adósságban történő alkalmazkodás üteme: a tranzakciókból eredően közel 7 milliárd euróval csökkent a nettó adósságállomány, amely nagyobb részt a bankrendszer, kisebb részt a vállalatok adósságkeeléséhez kötődött, miközben az állam nettó külső adóssága emelkedett (30. ábra). A külső adósság folyamatok szerkezetében történt változásban a devizahitelek forintosítása kapcsán az MNB által a bankrendszernek nyújtott deviza likviditás játszott kiemelkedő szerepet. Részen ennek köszönhetően a bankrendszer külföldi eszközei az év egészében több mint 6,5 milliárd euróval bővültek, miközben a banki külső források 1,3 milliárd euróval mérséklődtek. Ez utóbbit segítette, hogy a magánszektor banki betételhelyezése továbbra is jelentősen meghaladja a hitelfelvételt. Éves szinten a vállalati szektor is közel 2 milliárd euróval mérsékelte nettó külső forrásait, ami nagyobb részt a külföldi eszközök emelkedéséhez volt köthető. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága öt év után ismét emelkedett, ami annak volt köszönhető, hogy a külföldi tartozások leépítését meghaladta a bankoknak nyújtott devizalikviditás miatt csökkenő devizatartalék mértéke. A korábbi évekhez képest kisebb mértékben – de továbbra is – növelte az állam forráskiáramlását az EU-transzferek felhasználása.

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



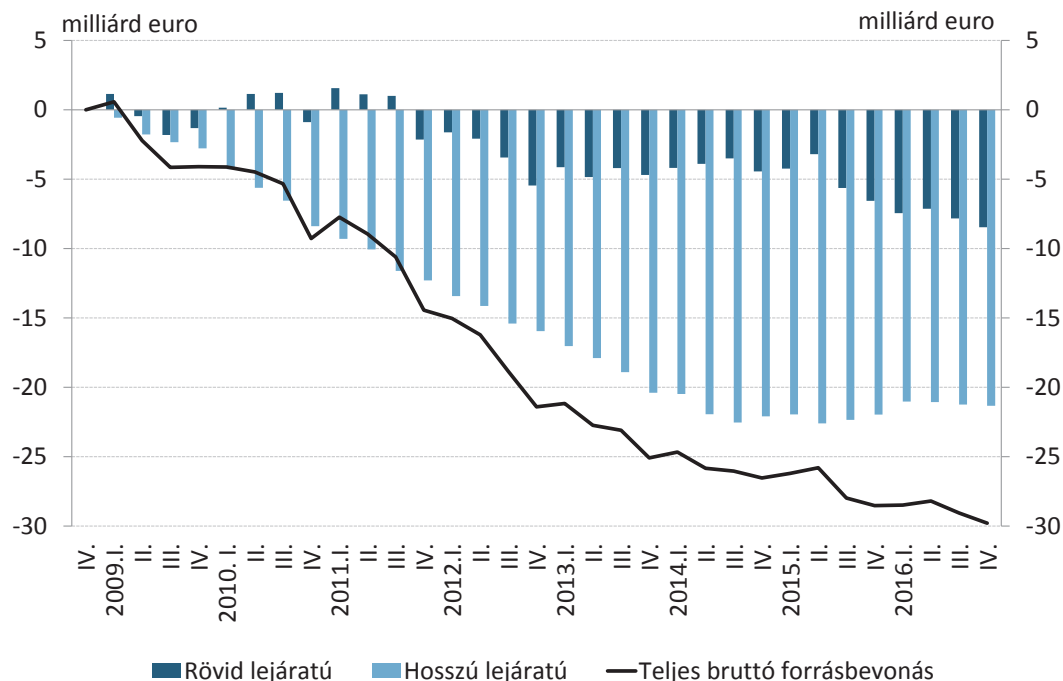
2016-ban tovább mérséklődött a bankrendszer nettó külső adóssága, amit nagyobb részben a külföldi eszközök emelkedése, kisebb részben a bruttó külső adósság csökkenése támogatott. 2016 negyedik negyedévében folytatódott a bankrendszer nettó külső adósságának csökkenése, ami a bruttó eszközök bővülése és a bruttó adósság hasonló mértékű csökkenése mellett valósult meg (31. ábra). A bankok bruttó eszközeiben történt emelkedésében szerepet játszhattak a devizahitelek forintosítása során az MNB-vel kötött devizaswapok lejáratái is. Részben ennek hatására, az egész évet tekintve több mint 6,5 milliárd euróval emelkedtek a bankrendszer külföldi eszközei, miközben a bruttó külső adósság további 1,3 milliárd euróval csökkent. 2016-ban összességében így a bankok nettó külső adóssága közel 8 milliárd euróval mérséklődött, ami jelentősen csökkentette a bankrendszer külső sérülékenységét.

31. ábra: A bankrendszer külföldi adósság- és követelésztranzakcióinak alakulása (kumulált tranzakciók)



A bankrendszer bruttó külső adósságának 2016-os csökkenése – az előző évhez hasonlóan – elsősorban a rövid lejáratú források csökkenéséhez kötődött. A negyedik negyedévben a bankrendszer teljes külföldi adóssága mintegy 0,7 milliárd euróval csökkent, ami kisebb részt a hosszú lejáratú, nagyobb részt a rövid lejáratú adósságok csökkenéséhez köthető (32. ábra). A lejárat szerkezet 2016-ban is kedvezően alakult, hiszen elsősorban a rövid lejáratú források kiáramlása volt megfigyelhető, ami a megújítási kockázat mérséklődésével a gazdaság külső sérülékenységének csökkenését is támogatta.

32. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának lejáratú bontása (kumulált tranzakciók)



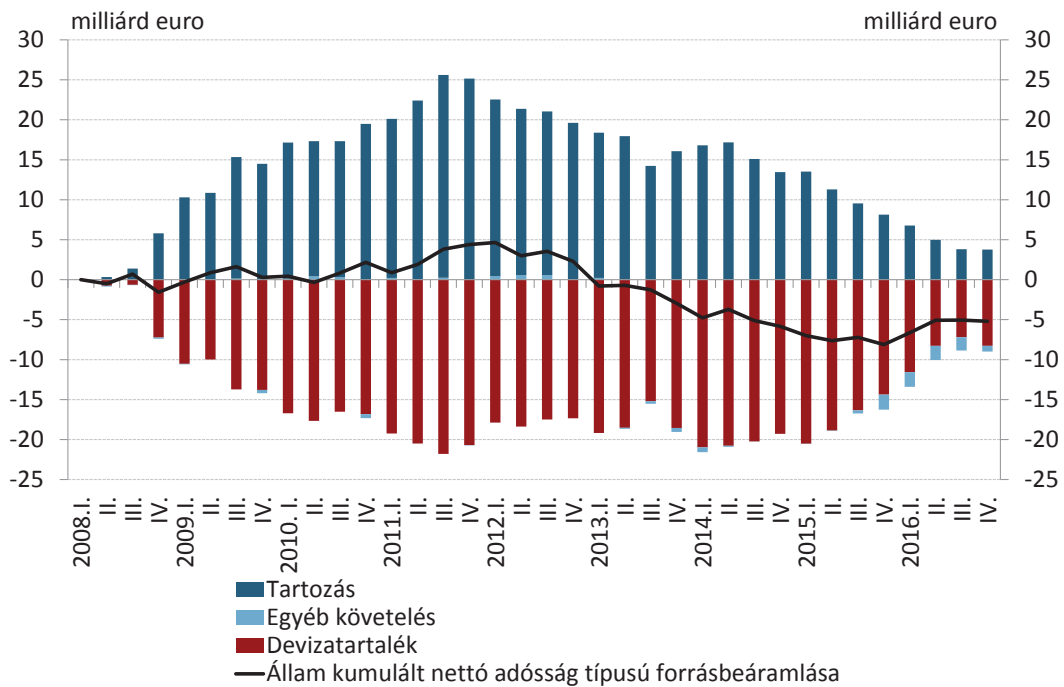
Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága 2016 negyedik negyedévében enyhén csökkent, ami ellentétes hatású tényezők eredményeként alakult ki. Egy év után 2016 utolsó negyedévében ismét mérséklődött az állam nettó külső adóssága. A nettó adósság csökkenésében elsősorban az EU-transzferfelhasználás 500 millió eurót megközelítő értéke, valamint mennyiségi korlátozáshoz kapcsolódó finomhangoló deviza-swap tenderek 1,3 milliárd eurót meghaladó tartaléknövelő hatása játszott a legfontosabb szerepet. Mindemellett a nettó külső adósság mérséklődése irányába hatott a külföldi szereplők forint állampapír-állományának csökkenése is. A nettó külső adósságot ugyanakkor emelték a tartalék csökkenésének irányába ható tényezők (például hogy a negyedévben folytatódott a devizahitelek forintosításához kapcsolódó devizacsere-ügyletek lejáratja, melynek keretében a bankok a devizatartalék terhére devizaeszközökhöz jutottak).

2016-ban összességében a konszolidált állam nettó külső adóssága közel 3 milliárd euróval emelkedett a tranzakciókból eredően, ugyanakkor folytatódott az állam bruttó külső adósságának 2011 óta tartó trendszerű csökkenése. Az állam külső adósságát a következő fontosabb tényezők alakították.

- Az állam nettó külső adósságát csökkentette, hogy a külföldiek több mint 1,5 milliárd euróval mérsékeltek forint állampapírjaik állományát. Az állam finanszírozásában a külföldiek helyét a belföldi szektorok vették át: részben az önfinszírozási programhoz kötődően a bankok érdemben növelték állampapír-állományukat. Itt érdemes megjegyezni, hogy devizakötvények lejáratja – ami az állam bruttó külső adósságát is csökkentette – meghaladta a 2,3 milliárd eurót; ez az összeg ugyanakkor csak a bruttó szárazakat érinti, az állam nettó külső adósságát a lejáratok tartalékcsonkító hatása miatt nem befolyásolta.
- Az EU-transzfer felhasználása az év során csökkentette a nettó külső adósságot.
- Az MNB forintlikviditást nyújtó devizacsere-ügyletei szintén az alacsonyabb nettó külső adósság irányába hatottak.
- Az MNB által a bankoknak nyújtott devizalikviditás ugyanakkor az év egészében jelentősen csökkentette a devizatartalékot.
- A belföldi szektorokkal szemben lejárató devizakötvény (PEMÁK) a devizatartalék csökkentésén keresztül szintén növelte a nettó külső adósságot.

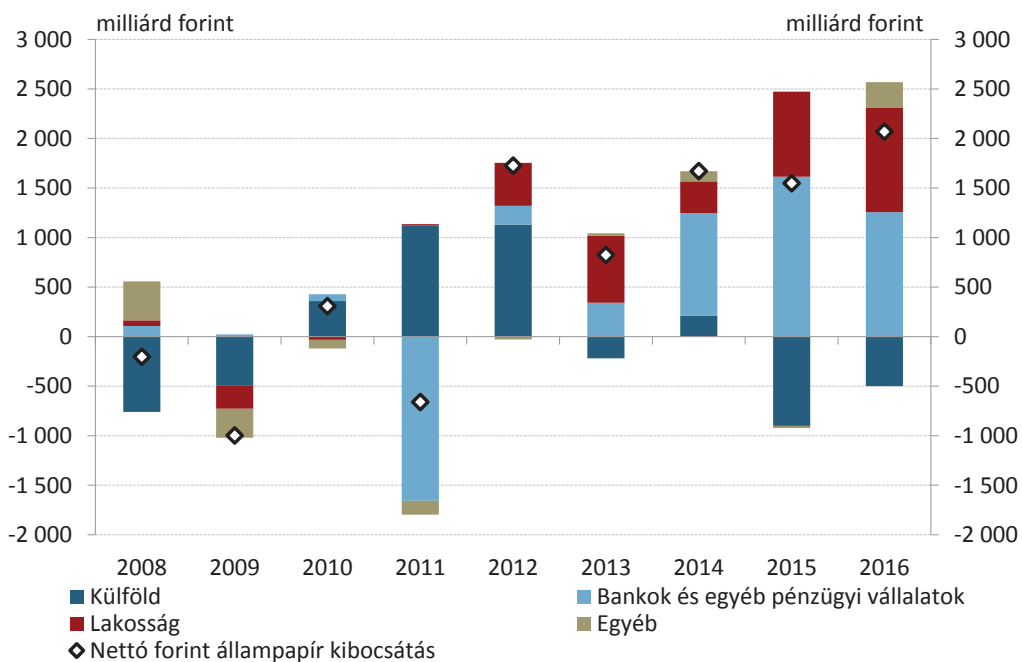
Mindezek eredményeként az állam külföldi tartozásainak csökkenése elmaradt a devizatartalék csökkenéstől, ami a nettó külső adósság emelkedését eredményezte (33. ábra).

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



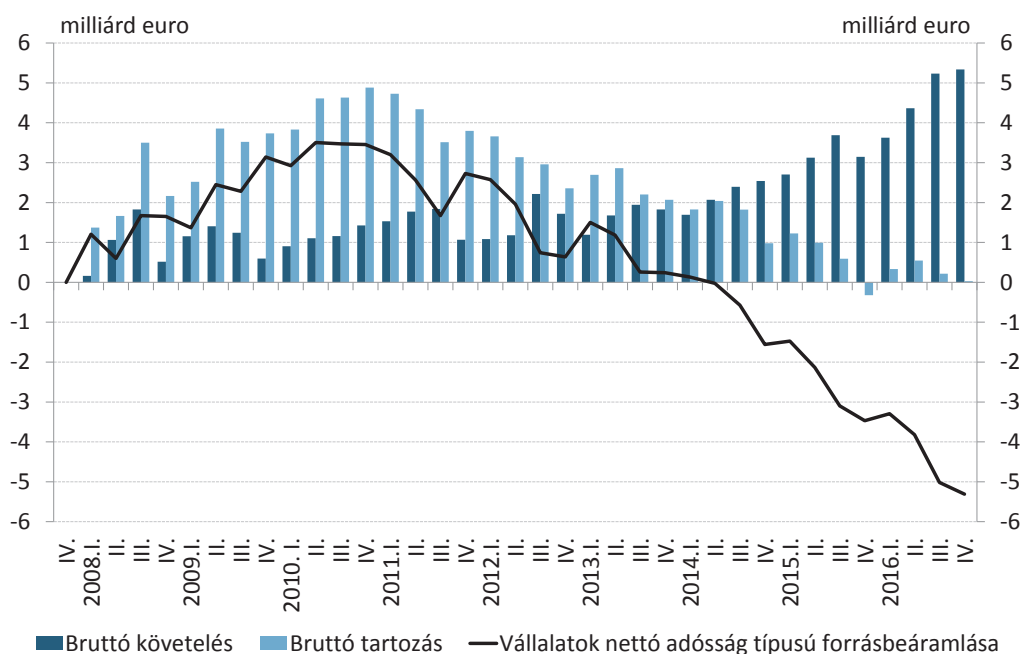
A magyar állampapírpiac befektetői struktúrájának folytatódó átrendeződése 2016-ban is támogatta az ország külső sérülékenységének csökkenését. A külföldiek teljes (devizában és forintban denominált) magyar állampapír-állománya 2016-ban több mint 3,4 milliárd euróval (közel 1100 milliárd forinttal) mérséklődött, így a külföldiek részaránya a teljes magyar állampapír-állományon belül a 44 százalékos feletti szintről 39 százalékos alá csökkent. A külföldiek állampapír-eladása a deviza állampapírok 600 milliárd forintos, a forint állampapírok 500 milliárd forintos csökkenése mellett valósult meg (34. ábra). Ezzel párhuzamosan a bankrendszer forint állampapír-állománya több mint 1200 milliárd forinttal emelkedett, amit többek között az MNB önfinanszírozási programjának keresletlénkítő hatása is támogatott. Emellett a háztartások kiemelkedő, 1000 milliárd forintot meghaladó nettó állampapír-vásárlása korábban nem látott mértékben segítette az állam belső forrásokból történő finanszírozását. A két szektor jelentős állampapírpiaci-kereslete hozzájárult az államadósság devizaarányának csökkenéséhez és támogatta az ország külső sérülékenységének mérséklődését.

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



A vállalatok nettó külső adóssága 2016 negyedik negyedében tovább mérséklődött, ami a külfölddel szembeni tartozások nagyobb csökkenésével volt magyarázható (35. ábra). A szektor nettó külső adóssága éves szinten a korábbi éveknek megfelelő ütemben, mintegy 2 milliárd euróval mérséklődött. A vállalatok külső tartozása éves összevetésben enyhén emelkedett, miközben a külföldiekkel szembeni követelések 2016-ban is dinamikusan bővültek, ami számottevően támogatta a nettó külső adósság csökkenését.

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



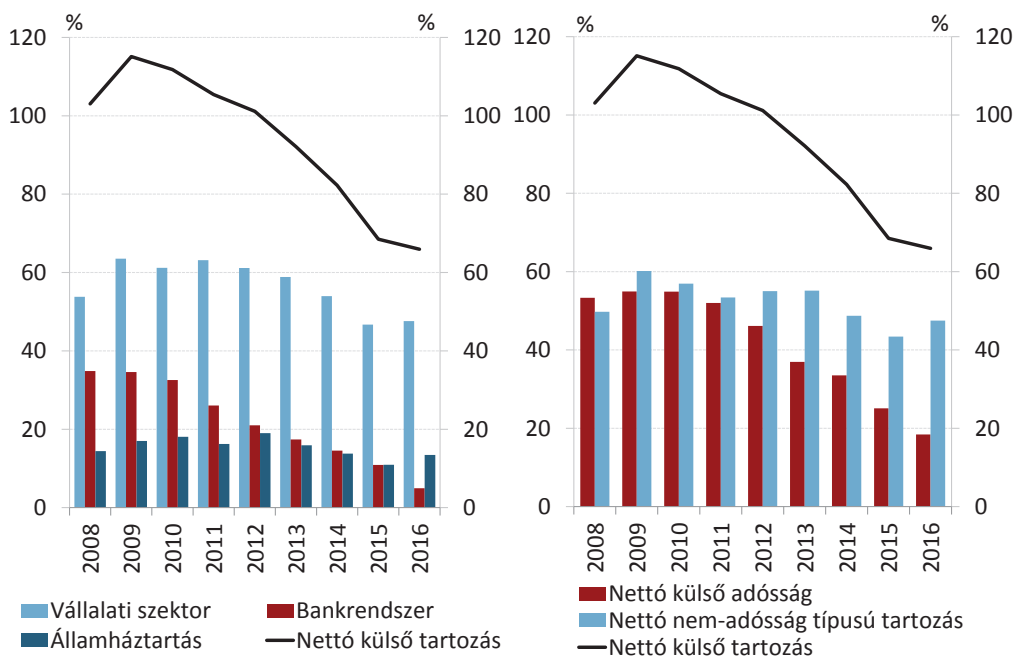
3. ÁLLOMÁNYI MUTATÓK ALAKULÁSA

Az ország sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőségű külső tartozásmutatók korrekciója – az ország finanszírozási képességével összhangban – 2016-ban is folytatódott. A nettó külső adósság a GDP 18 százaléka közelébe süllyedt, a bruttó külső adósság a GDP 69 százaléka alá csökkent, ami döntően a forráskiáramlással, illetve a nominális GDP emelkedésével magyarázható. A nettó külső adósság 2016-os mérséklődése döntően a bankokhoz köthető: a szektor nettó külső adóssága a GDP több mint 7 százalékaival mérséklődött, ami a bankok külföldi követeléseinek nagyobb mértékű emelkedése és tartozásainak kisebb mértékű csökkenése mellett következett be. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága ugyanakkor emelkedett, melyben elsősorban a devizatartalék csökkenésén keresztül a devizahitelek forintosításához kapcsolódó, bankrendszernek nyújtott devizalikviditás és az állam devizalejártait játszottak szerepet. A nettó mutató mellett a bruttó külső adósság esetében is érdemi korrekciót tapasztalhattunk, mely az államháztartás bruttó külső adósságának – önfinanszírozási program által is támogatott – csökkenéséhez köthető. Az ország külső sérülékenységének mérséklődését a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság további csökkenése is jelentősen támogatta: a rövid külső adósság 2016 végére 18 milliárd euro közelébe süllyedt. Ez azt is jelenti, hogy a magyar gazdaság bruttó finanszírozási igénye 2017-ben elmaradhat a 2016-os, 18 milliárd körüli értéktől. A devizatartalék – a forintosításhoz és az önfinanszírozáshoz kapcsolódó mérséklődés ellenére – továbbra is jelentősen meghaladja a befektetők által elvárt szintet.

3.1. Nettó külső tartozás

2016-ban a közvetlentőke-befektetések emelkedése ellenére tovább mérséklődött Magyarország nettó külső tartozása, és 2016 végén a GDP 66 százalékát tette ki (36. ábra). A külső adósságmutatók mellett a külső tartozás alakulását is érdemes figyelemmel követni, ami a nem adósság jellegű forrásokat (a közvetlentőke-befektetéseket és portfóliórészesedéseket) is tartalmazza. Az ország nettó külső tartozása az előző évekhez hasonlóan, 2016-ban is mérséklődött, és így a GDP közel 66 százalékát tette ki. A mérséklődés a válság utáni mérlegalkalmazkodás folytatásához köthető: a bankrendszer külső tartozása jelentősen csökkent, miközben a konszolidált államháztartás és a vállalatok nettó külső tartozása enyhén emelkedett. Míg 2014–2015-ben a nem adósság típusú tartozások is csökkentek, addig 2016-ban főként a közvetlentőke-befektetések emelkedésének köszönhetően a nem adósság jellegű források csökkenése megtorpant. Az adósság típusú források kiáramlása ugyanakkor 2016-ban is folytatódott.

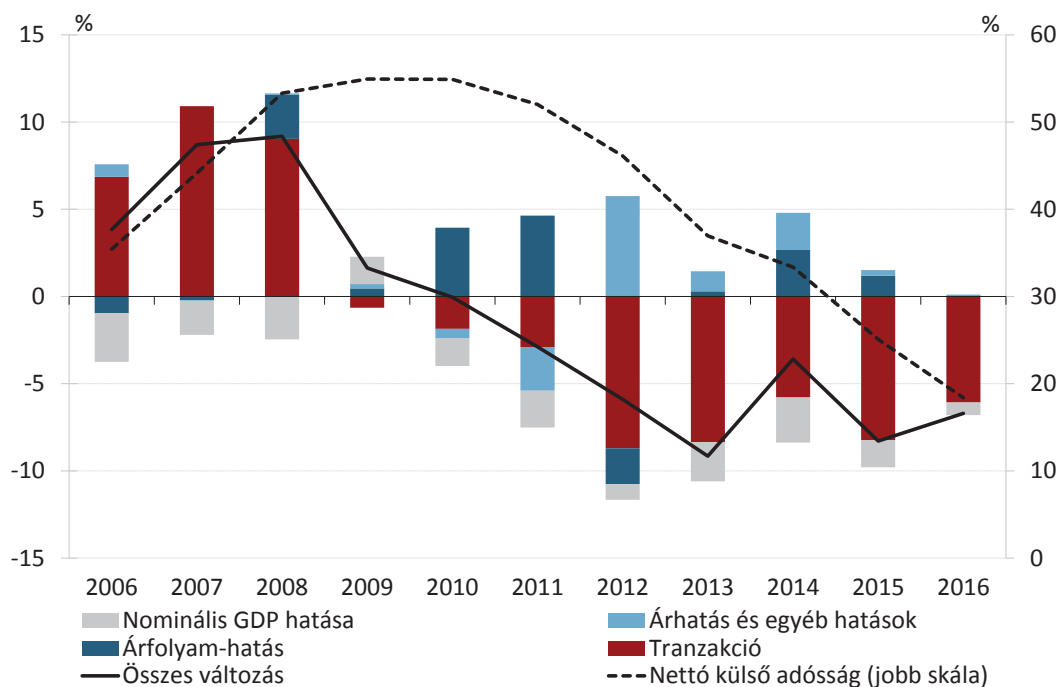
36. ábra: A nettó külső tartozás alakulása (időszak végi, GDP-arányos értékek)



3.2. Nettó külső adósság

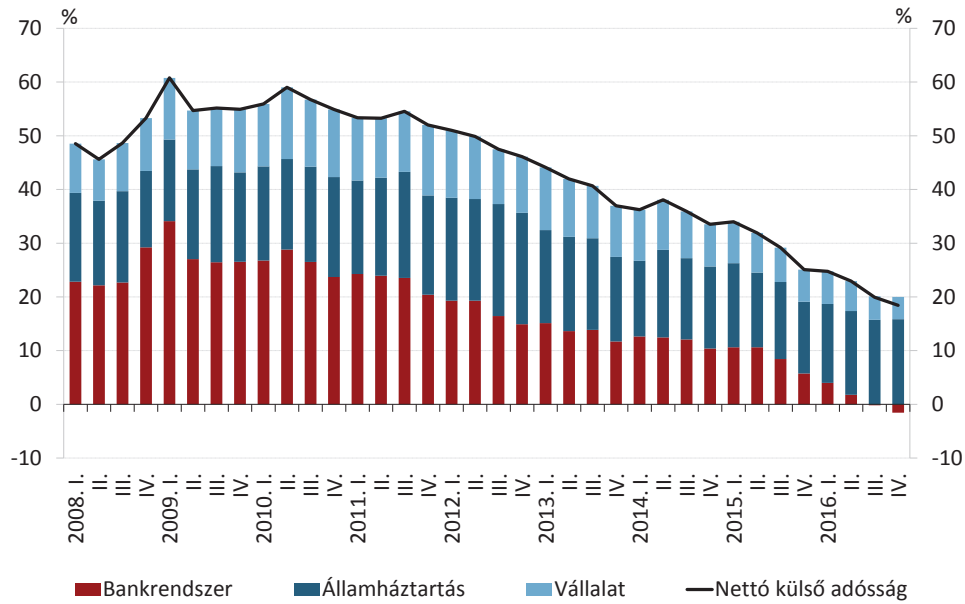
A nettó külső adósság mérséklődésében 2016-ban döntően a tranzakciók és a GDP emelkedése játszott szerepet (37. ábra). Az elmúlt években a szektorok alkalmazkodásával összhangban az adósság típusú források csökkentek, ami döntően a válság előtti években megfigyelhető, túlzott mértékű eladósodásnak a korrekciója. Míg a válságot követő években az adósság típusú források csökkenésének hatását részben ellensúlyozta a nominális GDP visszaesése, majd a forint leértékelődése, addig 2011-től kezdődően döntően az adósság típusú források kiáramlásához köthetően az ország nettó külső adóssága közel 37 százalékponttal csökkent. 2016-ban a nettó külső adósság 7 százalékponttal mérséklődött, melyben az adósság típusú források kiáramlása mellett a GDP-növekedése is szerepet játszott.

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

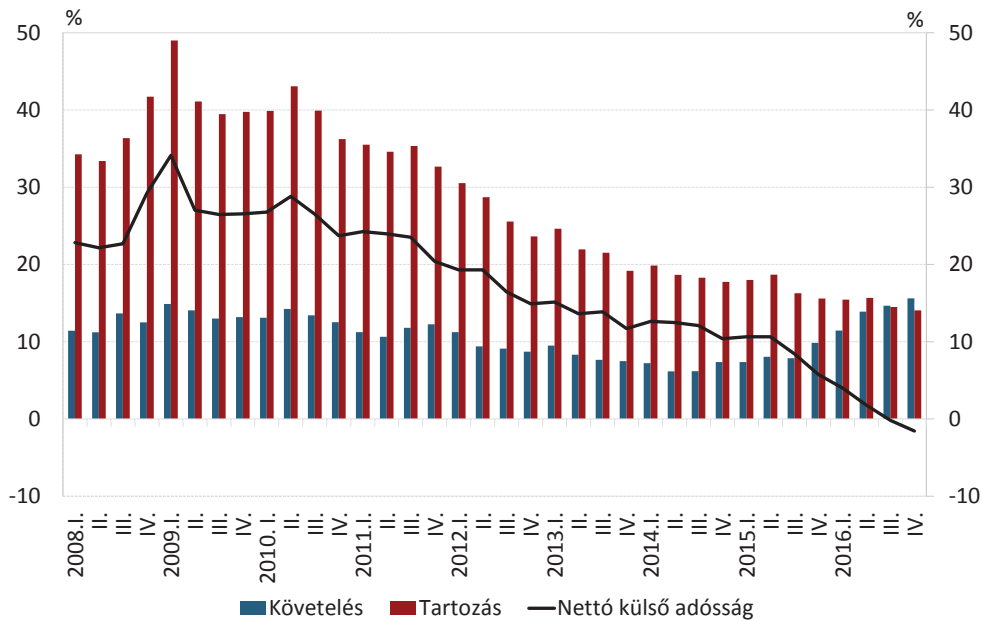


2016 végén a nettó külső adósság a GDP 18,4 százalékát tette ki, ami közel 7 százalékponttal alacsonyabb a 2015. végi értéknél (38. ábra). A 2016-os mérséklődés döntően a bankokhoz köthető: a szektor nettó külső adóssága a GDP több mint 7 százalékával mérséklődött, ami a bankok külföldi követeléseinek nagyobb mértékű emelkedése és tartozásainak kisebb mértékű csökkenése mellett következett be. A bankok eszközeinek emelkedésében szerepet játszhattak a devizahitelek forintosításához kapcsolódó swapejratok is. A folyamat azt eredményezte, hogy a bankok nettó külső adóssága negatívvá vált – vagyis a külföldi követelések nagysága már meghaladja a külső adósság összegét (39. ábra). Az államháztartás nettó külső adóssága ugyanakkor enyhén emelkedett 2016 során, mely elsősorban a devizatartalék csökkenésén keresztül a forintosításhoz kapcsolódó, bankrendszernek nyújtott devizalikviditáshoz köthető. A vállalatok nettó külső adóssága – döntően a szektor emelkedő külföldi eszközeihez kapcsolódóan – szintén tovább mérséklődött 2016-ban. A negyedik negyedévben az ország nettó külső adóssága a GDP közel 2 százalékával mérséklődött, ami nagyobb részt a bankrendszer külső adósságcsökkenéséhez köthető. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a negyedik negyedévben – az első három negyedévhez hasonlóan – enyhén emelkedett, melyben döntően az átértékelődés játszott szerepet.

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



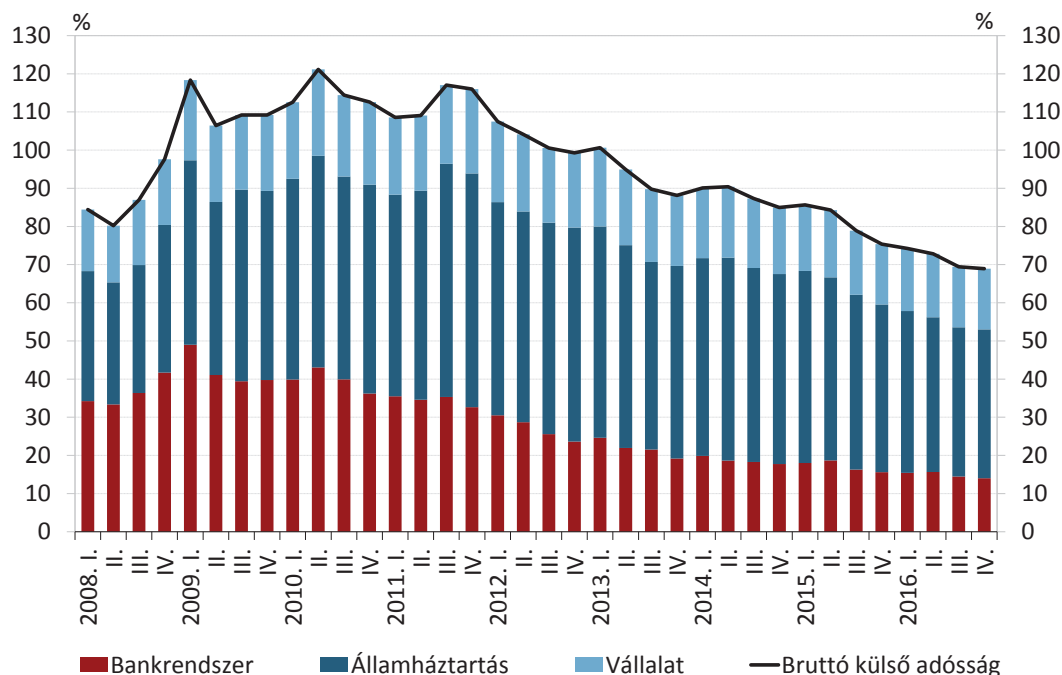
39. ábra: A bankrendszer külföldi eszközeinek és adósságának alakulása (a GDP arányában)



3.3. Bruttó külső adósság

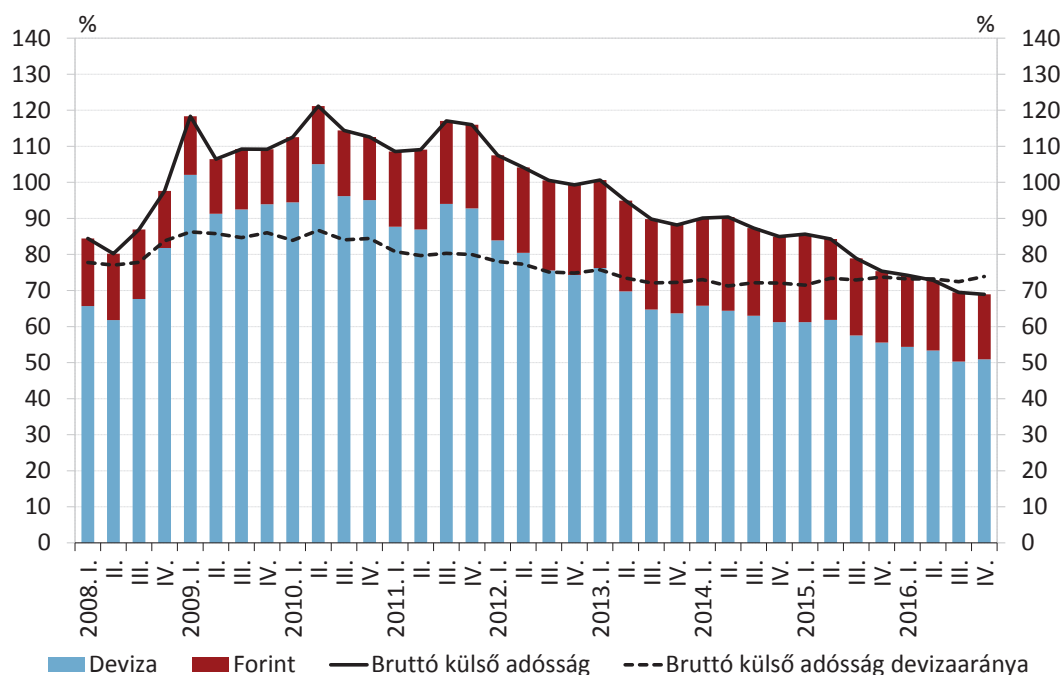
2016 végén az ország bruttó külső adóssága főként az állam mérséklődő külföldi finanszírozása mellett a GDP 69 százaléka alá csökkent, ami közel 7 százalékponttal alacsonyabb, mint a 2015 végi érték (40. ábra). A nettó külső adósság mellett a bruttó külső adósság is mérséklődött 2016 során, így 2010 óta összességében a mutató – döntően a mérlegkiigazításnak köszönhetően – jelentősen, a GDP több mint 50 százalékaival csökkent. A bruttó külső adósság 2016-os csökkenése nagyobb részt az államháztartáshoz, kisebb részt a bankrendszerhez köthető. Az államháztartás bruttó külső adósságát mérsékelte, hogy a külföldiek leépítették forint állampapírjaik állományát, illetve az is, hogy az államháztartás a lejáró devizakötvények törlesztéséhez nem bocsátott ki új devizakötvényeket. A szektor külföldi függőségének mérséklődését jelentősen támogatta – a bankrendszer állampapír-keresletének emelkedésén keresztül – az MNB önfinszírozási programja, illetve a háztartások állampapír-vásárlása is. Az ország bruttó külső adósságának csökkenésében a bankrendszer is szerepet játszott: a külső források leépítését többek között a devizahitelek forintosításához kapcsolódó swapok lejáratja is támogathatta. A bruttó külső adósságnak a nettó mutatótól elmaradó mérséklődése arra vezethető vissza, hogy az elmúlt másfél évben a magánszektor csak kisebb mértékben csökkentette külső adósságát, és inkább a külföldi eszközeinek állományát növelte.

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



A bruttó külső adósságon belüli devizaarány nem változott érdemben, a korábbi évekhez hasonlóan kismértékben meghaladta a 70 százalékot. A bruttó külső adósságon belüli devizaarányt is érdemes figyelemmel kísérni, mivel a törlesztések devizaliquiditási igénye, illetve az árfolyam-érzékenysége miatt az ország külső sérülékenységét jelentősen befolyásolhatja. A külföldiek állampapír-állományában bekövetkezett csökkenés hatására a forintban denominált külső adósság is csökkent, ami miatt 2016 során annak ellenére nem változott a bruttó külső adósság devizaadósság aránya, hogy a bruttó külső adósság csökkenése nagy része a devizaadósságnál jelentkezett (41. ábra). Az utolsó negyedévben a külső adósság devizaaránya nőtt, ami elsősorban az államháztartás devizaadósságának növekedéséhez (ezen belül is a marginállományhoz és az új kibocsátásokhoz) kötődött. Az állam külső adósságának devizaaránya 2016 során ugyanakkor főként a devizajáratokhoz kapcsolódóan csökkent és 63 százalék közelébe mérséklődött. A magánszektor külső adósságának devizaaránya enyhén emelkedett 2016-ban, és mintegy 88 százalékot tesz ki.

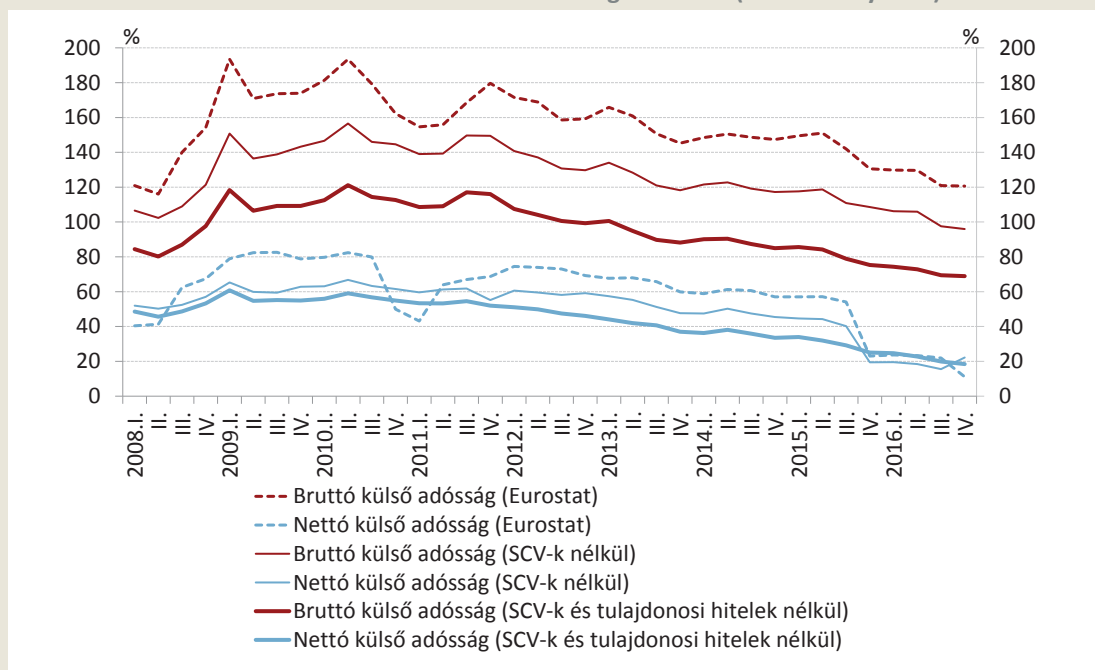
41. ábra: A bruttó külső adósság devizanem szerinti szerkezete (GDP-arányos értékek)



2. keretes írás: A különböző külső adósságmutatókról

Az MNB elemzésiben és kiadványaiban közgazdasági megfontolások miatt az SCV-ket (speciális célú vállalatokat) és tulajdonosi hiteleket nem tartalmazó adósságmutatókat mutatja be. A jegybanki honlapok mellett az Eurostaton is elérhető az Európai Unió tagállamainak nettó és bruttó külső adóssága is. Az Eurostat adatbázisában azonban csak az SCV-ket és a tulajdonosi hiteleket is tartalmazó idősor érhető el. Ezeket a tényezőket az alapfolyamatok vizsgálatakor ugyanakkor érdemes figyelmen kívül hagyni. Az SCV-k nem végeznek reálgazdasági tevékenységet, főként adózási szempontok miatt az adott ország területén csak „átfolyatják” a tőkéjüket. A tevékenységük bár nincs hatással az ország nettó befektetői pozíciójára, a bruttó szárazakat jelentős mértékben befolyásolják. Emellett a nettó külső adósság szintjére is hatással lehetnek, mivel a tranzakciók az adósság és nem adósság jellegű tételek között is jelentkezhetnek. Ennek egyik következménye, hogy az SCV-k nettó tartozásait is tartalmazó idősorok alakulása jellemzően volatilisabb. Az SCV-k mellett a tulajdonosi hitelek is számottevően módosíthatják az adósságmutatókat, ugyanakkor a tulajdonosi hitelek a pénzügyi közvetítőrendszerből származó hiteleknél jóval alacsonyabb megújítási és kamatkockázatúak, valamint egyéb tulajdonságaik miatt is inkább nem adósság jellegű forrásnak tekinthetők, mint adósság jellegű forrásnak (részletesebben lásd a 2014. áprilisi Fizetési mérleg jelentést). Ezzel kapcsolatban érdemes azt is megjegyezni, hogy egy-egy vállalat egyedi tranzakciója is jelentősen befolyásolhatja a tulajdonosi hitelekkel együtt vett adósságmutatót. Például 2015 végén egy külföldi tulajdonban lévő multinacionális nagyvállalat értékesítette külföldi leányvállalatát, de a vételár kifizetésére nem került sor, így ez a hitelkövetelések emelkedésében tükröződött, ami a magyarországi befektetéseket, végső soron a tulajdonosi hitelekkel együtt vett nettó külső adósságot is mérsékelte (részletesebben lásd „A fizetési mérleg alakulása 2016. I. negyedéves adatok alapján” című sajtóközleményt). Az egyedi tranzakció egyik következménye, hogy jelenleg – vélhetően átmenetileg – a tulajdonosi hitelekkel együtt vett adósságmutató alacsonyabb, mint az alapfolyamatok szerinti, tulajdonosi hiteleket nem tartalmazó idősor. Összességben ugyanakkor azt érdemes kiemelni, hogy Magyarország esetében az elmúlt években az összes mutató esetében folyamatos és jelentős mérséklődés történt (42. ábra).

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



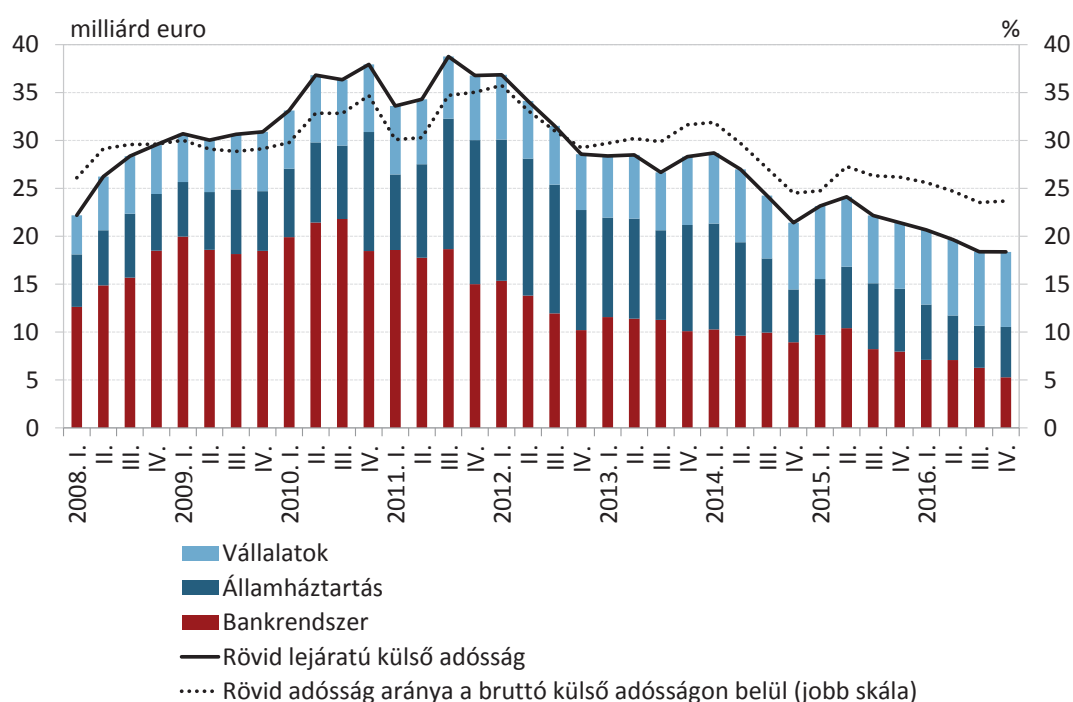
Forrás: Eurostat.

3.4. Rövid külső adósság és bruttó finanszírozási igény

Az ország rövid külső adóssága 2016 folyamán tovább mérséklődött, így a negyedik negyedév végén – a harmadik negyedévihez hasonló értéket – 18,4 milliárd eurót tett ki. A gazdaság megítélése szempontjából kiemelten fontos rövid lejáratú külső adósság 2016 végén a 2011-ben tapasztalt historikus csúcsához képest közel 20 milliárd euróval volt alacsonyabb. 2016 folyamán a rövid külső adósság közel 3 milliárd euróval mérséklődött, amely a bankrendszer és a

konzolidált államháztartás rövid külső adósságának csökkenésével magyarázható, amit részben ellensúlyozott a vállalatok rövid külső adósságának emelkedése. A bankrendszer hátralévő futamidő szerinti rövid külső adóssága közel 2,7 milliárd euróval mérséklődött, ami egyaránt köthető a szektor eredeti rövid futamidejű adósságának és berövidülő adósságának csökkenéséhez. Az államháztartás rövid külső adóssága szintén nagyobb mértékben, közel 1,3 milliárd euróval mérséklődött 2015 végéhez képest, ami főként az EU-hitel utolsó részletének törlesztésével csökkenő berövidülő adósság eredménye. Összességében mind a bankrendszer, mind az állam rövid külső adóssága historikusan alacsony: a bankrendszer rövid külső adóssága 2016 végén 5,3 milliárd eurót tett ki, ilyen alacsony szintre 2004 óta nem volt példa, a konszolidált államháztartás rövid külső adóssága pedig hasonlóan alacsony, 5,3 milliárd euro volt, ami szintén jelentősen elmarad a 2011 végén tapasztalt 15 milliárd eurós csúcstól. A vállalatok rövid külső adóssága közel 0,9 milliárd euróval volt magasabb 2016 végén, mint előző év decemberében. A vállalatok eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssága közel 0,3 milliárd euróval, a szektor berövidülő adóssága pedig 0,6 milliárd euróval emelkedett. 2016 során tovább folytatódott a teljes külső adósságon belüli rövid adósság arányának mérséklődése, így az elmarad a válság előtt jellemző szinttől (43. ábra).

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



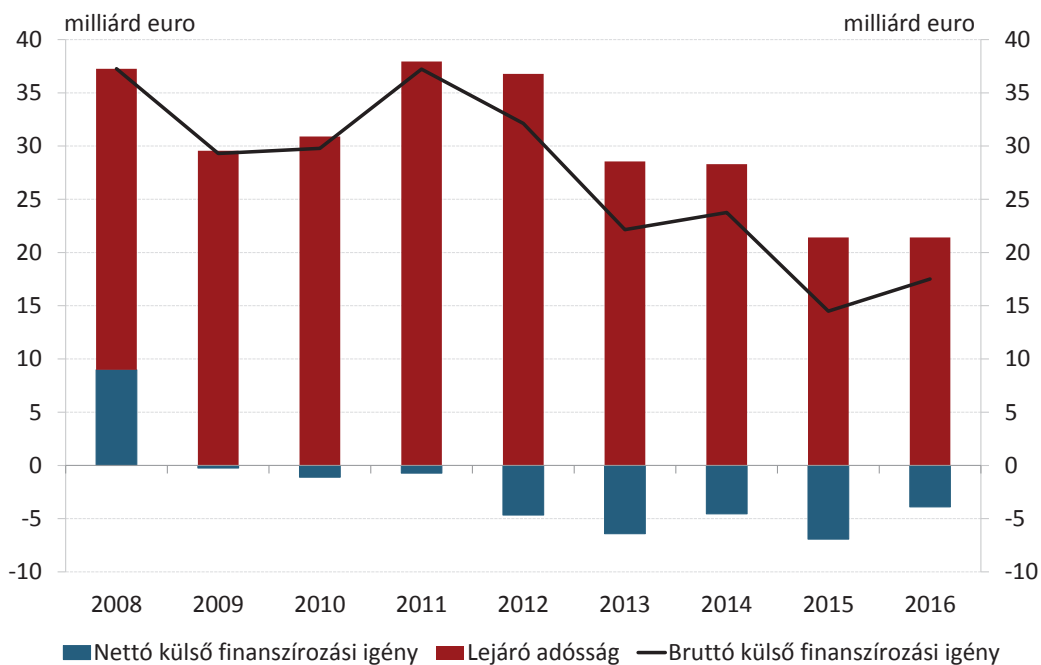
2016 negyedik negyedévének végén – az előző negyedévhez képest – közel változatlan volt a rövid külső adósság szintje, mely ellentétes irányú folyamatok eredményeként alakult ki. A rövid külső adósság 18,4 milliárd eurót tett ki: az államháztartás rövid külső adósságának nagyobb mértékű és a vállalatok rövid adósságának enyhe emelkedését ellensúlyozta a bankok rövid külső adósságának csökkenése.

- A negyedik negyedévben a *konzolidált államháztartás* rövid külső adóssága több mint 800 millió euróval emelkedett, melyben az eredetileg rövid futamidejű és a berövidülő adósság növekedése is szerepet játszott. A szektor eredeti futamidő szerinti külső adóssága közel 400 millió euróval – főként az ÁKK margin tartozásaihoz kötődően – emelkedett. Emellett a szektor berövidülő adóssága is nőtt a harmadik negyedév végéhez képest, ami döntően azzal magyarázható, hogy éven belülivé váltak az állam 2017 negyedévében lejáratú tartozásai. Bár az államháztartás rövid külső adóssága emelkedett a negyedik negyedév során, ugyanakkor elmarad a 2015. végi szinttől.
- A *bankrendszer* hátralévő futamidő szerinti rövid külső adóssága a negyedik negyedévben tovább, közel 1 milliárd euróval csökkent, és 2016 végén közel 5,3 milliárd eurót tett ki. A csökkenés nagyobb részt az eredetileg rövid futamidejű adósság miatt következett be, de a szektor berövidülő adósságának csökkenése is mérsékelte a mutatót.

- A vállalati szektor rövid külső adóssága enyhén emelkedett a negyedév során, ami a szektor berövidülő és eredeti futamidő szerinti külső adósságához egyaránt köthető.

Az ország nettó külső finanszírozási szükséglete enyhén emelkedett 2016-ban, melyben elsősorban a mérséklődő finanszírozási képesség játszott szerepet. A 2016-ban lejáró adósság (a 2015. végi hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság) – az előző évi értékhez hasonlóan alakult. Az ország külső sérülékenységét, a külső forrásokra való ráutaltságát az elmúlt években jelentősen mérsékelte, hogy a lejáró külső adósság 38 milliárd euróról 21 milliárd euro közelébe süllyedt (44. ábra). 2016-ban ugyanakkor a gazdaság finanszírozási képessége csökkent, és az előző évi 8 milliárd euróval szemben 3,9 milliárd eurót tett ki. Így a kettő mutató segítségével számított nettó forrásbevonási szükséglet 18 milliárd euro közelébe emelkedett 2016-ban, azonban ez az érték továbbra is jelentősen elmaradt a válság utáni tapasztalható szintektől (a nettó forrásbevonási igény esetén is már tényadatokról beszélhetünk). 2017 során az ország nettó forrásbevonási szükséglete várhatóan ismét mérséklődni fog, mivel a 2016. végi rövid külső adósság (vagyis a 2017-ben lejáró adósság) elmaradt az egy évvel korábbi értéktől. A csökkenést támogathatja az is, hogy az ország számottevő mértékű finanszírozási képessége előrejelzésünk szerint 2017 folyamán is fennmarad.

44. ábra: A nettó forrásbevonási szükséglet alakulása



3.5. Tartalékmegfelelés

2016 negyedik negyedévében emelkedett a devizatartalék állománya, elsősorban az Európai Bizottságtól beérkezett források, valamint az irányadó eszköz mennyiségi korlátozásához kapcsolódó forintlikviditást nyújtó devizaswap-tenderek hatására. 2016 végén a nemzetközi tartalékok nagysága 24,4 milliárd euro volt, amely 0,7 milliárd euro növekedést jelent a harmadik negyedévi értékhez képest. A devizatartalék alakulását számos tényező befolyásolta, amelyek közül a legjelentősebb tartaléknövelő tételek az alábbiak voltak.

- Az európai uniós források közel 1,2 milliárd euróval növelték a tartalékok szintjét.
- Az MNB a három hónapos betéti eszköz mennyiségi korlátozásához kapcsolódóan forintlikviditást-nyújtó devizaswap-finomhangoló tendereket tart 2016 októberétől a likviditási folyamatokkal kapcsolatos bizonytalanságok kezelésére. A swap-eszközök hatása a devizatartalékokra 1,3 milliárd euro volt a negyedik negyedév végén.
- Az ÁKK fedezési swap-ügyleteihez kötődő mark-to-market betét állományváltozása mintegy 0,4 milliárd eurós többletet jelentett.

A tartalékszint emelkedését több tartalékcökkentő tétel ellensúlyozta, amelyek többsége az MNB alábbi programjaihoz kapcsolódott.

- A lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó feltétel nélküli swapok 2016. decemberi lejáratára több mint 600 millió euróval mérsékelte a tartalékok szintjét.
- Az ÁKK nettó devizafinanszírozása összesen mintegy 750 millió euróval csökkentette a devizatartalékokat. Ez az összeg magában foglalja az októberi P€MÁK lejáratot, a negyedéves P€MÁK és letelepedésikötvény-kibocsátásokat, illetve az év végi állami devizahitel előtörlesztéseket és devizakötvény visszavásárlásokat.
- A Növekedési Hitelprogram harmadik szakasza devizapilléreinek keretében nyújtott hitelek tartalékcökkentő hatása mintegy 170 millió eurót tett ki a negyedévben.
- Az ÁKK és a MÁK egyéb devizatranszakciói összességében megközelítették az 500 millió eurót – utóbbiak feltehetően nagyrészt az év végi költségvetési folyamatokhoz kapcsolódva átmenetileg emelkedtek –, míg az egyes egyéb devizák euróval szembeni gyengüléséből adódó átértékelődése további több mint 200 millió euróval mérsékelte a devizatartalékokat.

2016 egészében az MNB devizatartaléka közel 6 milliárd euróval mérséklődött, amely főként a lakossági devizahitelek forintosításához, illetve az államadósság belső, forintból történő finanszírozásához kötődött. A jegybank nemzetközi tartaléka a 2015. decemberi 30,3 milliárd eurós szintről – a rövid külső adósság mérséklődésével párhuzamosan – 2016 végére 24,4 milliárd euróra csökkent. Az MNB tervezett tartalékcökkentő programjai 2016-ban is folytatódtak, a forintosítás és az államadósság belső forrásokból való refinanszírozásának összesített hatása meghaladta a 9 milliárd eurót.

- A lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó feltételes swap-eszközök 2016. márciusi lejáratára¹¹ 0,9 milliárd eurós, a feltétel nélküli swap-ügyletek negyedévente esedékes lejáratok pedig 3,9 milliárd eurós tartalékcökkentő hatással bírtak.
- Az ÁKK – a megemelt forintpiaci kötvénykibocsátásoknak köszönhetően – az év során 4,6 milliárd euro értékben törlesztett devizaadósságot anélkül, hogy érdemi devizakötvény-kibocsátásra került volna sor a nemzetközi piacokon. Az adósságkezelő nettó devizafinanszírozásához kötődő tartalékcsökkenés elsősorban a devizakötvény-lejáratok és visszavásárlások, az Európai Bizottságtól felvett devizahitel utolsó részletének lejáratára, renminbiban denominált devizakötvény-kibocsátás, lakossági devizakötvény (P€MÁK és letelepedési kötvény) nettó kibocsátás, illetve a devizahitel előtörlesztések eredőjeként adódott.

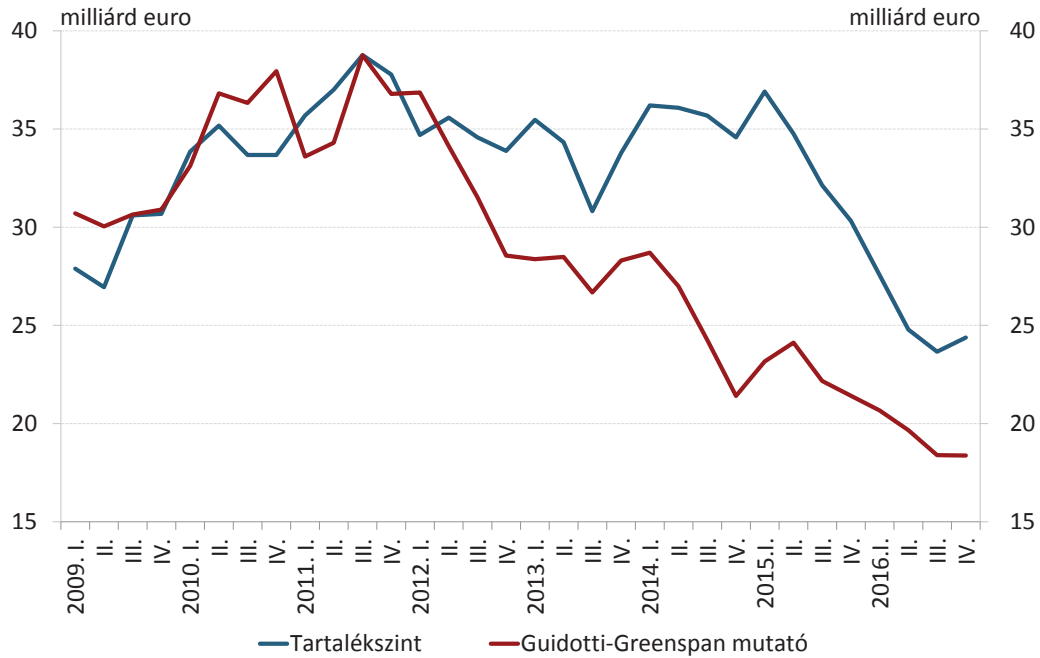
Emellett az ÁKK és a MÁK egyéb devizatranszakciói (pl. devizakamat-kifizetések), valamint a Növekedési Hitelprogram harmadik szakaszának devizapillérehez köthető pénzmozgások ugyancsak tartalékcökkentő tételként jelentek meg az év során (mintegy 1,9 és 0,3 milliárd euro értékben). A tartalékokat mérséklő tételekkel szemben a tartalékok növekedésének irányába hatott a 2016 során beérkezett összesen mintegy 3,4 milliárd euro értékű európai uniós forrás. A 2015 végén fennálló, egyhetes euro likviditásnyújtó swap-ügylet lejáratára megközelítőleg 0,5 milliárd eurós, míg a 2016. október közepétől meghirdetett forintlikviditást nyújtó devizaswap-tenderek mintegy 1,3 milliárd eurós tartaléknövelő hatással bírtak 2015 és 2016 vége között. Az egyéb tényezők (például a bankok MNB-nél elhelyezett devizabetéte, illetve a devizatartalék átértékelődése) összességében növelték a tartalékok szintjét.

A devizatartalék emelkedése mellett a rövid külső adósság 2016 utolsó negyedévében nem változott, így a devizatartalékok mértéke 2016 végén továbbra is érdemben meghaladta a befektetők által elvárt szintet. A jegybank és a befektetők által is kiemelten követett Guidotti-Greenspan szabályt figyelembe véve a devizatartalék 2016. végi 24,4 milliárd eurós értéke jelentősen meghaladja a rövid külső adósság 18,4 milliárd eurós szintjét. A devizatartalék alakulását nagymértékben befolyásolta az európai uniós források kifizetése, valamint az MNB monetáris politikai célú devizaswap-ügyletei, amelyek hatását csak részben csökkentették az MNB korábban bejelentett, célzott programjai (devizahitelek forintosításához kötődő devizaswapok, önfinanszírozás és deviza NHP). A rövid külső adósság államhá-

¹¹ A hitelintézetek az MNB rövid külső adósság csökkentési feltételhez kötött swap-eszközében egyhetes gyakorisággal, legfeljebb 2016. március 30-ig görgethették a forintosításhoz kötődő devizatenderekben megvásárolt devizát.

tartásnál és vállalati szektornál tapasztalt emelkedését teljes egészében ellensúlyozta a bankrendszerrel bekövetkezett mérséklődés. Ennek megfelelően a rövid külső adóssághoz viszonyított tartalékmegfelelés közel 1 milliárd euróval javult 2016. negyedik negyedében, így a Guidotti-Greenspan mutató feletti mozgástér elérte a 6 milliárd eurót, ami továbbra is biztonságos szintet jelent (45. ábra).

45. ábra: A devizatartalék és a Guidotti-Greenspan mutató alakulása

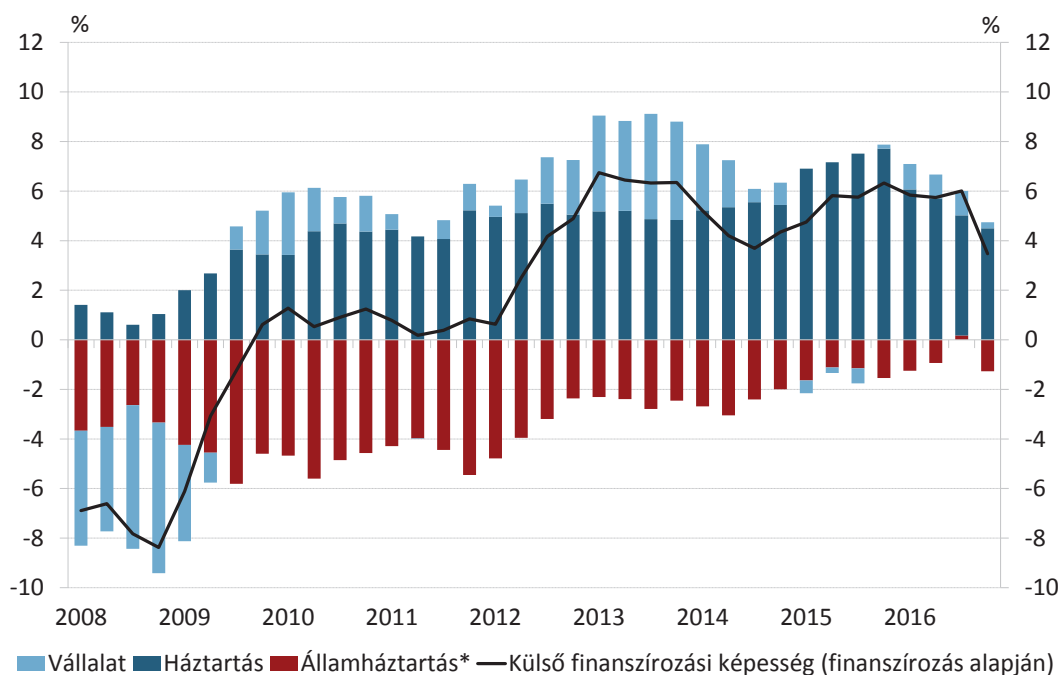


4. SZEKTOROK MEGTAKARÍTÁSA SZERINTI MEGKÖZELÍTÉS

2016-ban a magyar gazdaság nettó finanszírozási képességének csökkenéséhez elsősorban a magánszektor pénzügyi megtakarításának mérséklődése járult hozzá, miközben éves szinten historikusan alacsony szintre mérséklődött az államháztartás finanszírozási igénye. A vállalati szektor nettó finanszírozási képessége 2016 negyedik negyedévében nulla közeli szintre csökkent, míg a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának év eleje óta tartó mérséklődése – a fogyasztás bővülésével összhangban – tovább folytatódott. A magánszektor finanszírozási képességének mérséklődésében fontos szerepet játszott a vállalatok beruházási aktivitásának enyhe emelkedése és a háztartási hitelezés élénkülése, amit a javuló jövedelmi és munkapiaci kilátásokkal összefüggésben oldódó óvatossági megfontolások is segítettek. Az államháztartás finanszírozási igénye az év végi költségvetési kiengedéssel összefüggésben emelkedett a negyedik negyedévben, ugyanakkor éves szinten historikusan alacsonyan, a GDP 1,3 százaléka körül alakult. Az államháztartás mérséklődő finanszírozási igényének kialakulásához a költségvetési bevételek bérnövekedéssel és fogyasztásbővítéssel párhuzamos emelkedése, illetve a kiadások mérséklődő kamatkidásokkal és visszafogott állami beruházásokkal összefüggő csökkenése is hozzájárult.

A szektorok megtakarítása szerint a magyar gazdaság nettó finanszírozási képessége 2016 negyedik negyedévében érdemben mérséklődött, amelyhez a magánszektor pénzügyi megtakarításának csökkenése és az államháztartás finanszírozási igényének emelkedése egyaránt hozzájárult (46. ábra). Az egyes szektorok pénzügyi megtakarításának változása végső soron a külföld finanszírozásában tükröződik, így a külső egyensúly alakulása a szektorok megtakarításának összegeként is megragadható. A konszolidált államháztartás finanszírozási igénye az előző negyedévek érdemi csökkenése után az év végi költségvetési kiengedéssel összefüggésben 2016 utolsó negyedévében emelkedett ugyan, de 2016-os értéke historikusan alacsony szinten, a GDP 1,3 százaléka körül alakult. Az igen alacsony finanszírozási igényt elsősorban a fogyasztás bővülésével és a magasabb foglalkoztatottsággal összefüggésben emelkedő költségvetési bevételek, illetve a mérséklődő kamatkidások támogatták. A negyedik negyedévben a háztartások finanszírozási képessége a GDP 4,5 százaléka közelébe csökkent, ami a fogyasztás további bővülése, illetve emelkedő nettó hitelfelvétel mellett valósult meg. A vállalati szektor nettó finanszírozási képessége nulla közeli mérséklődött, ami a jövedelmek enyhe mérséklődésével, illetve a beruházások és a készletfelhalmozás kismértékű emelkedésével áll összefüggésben.

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

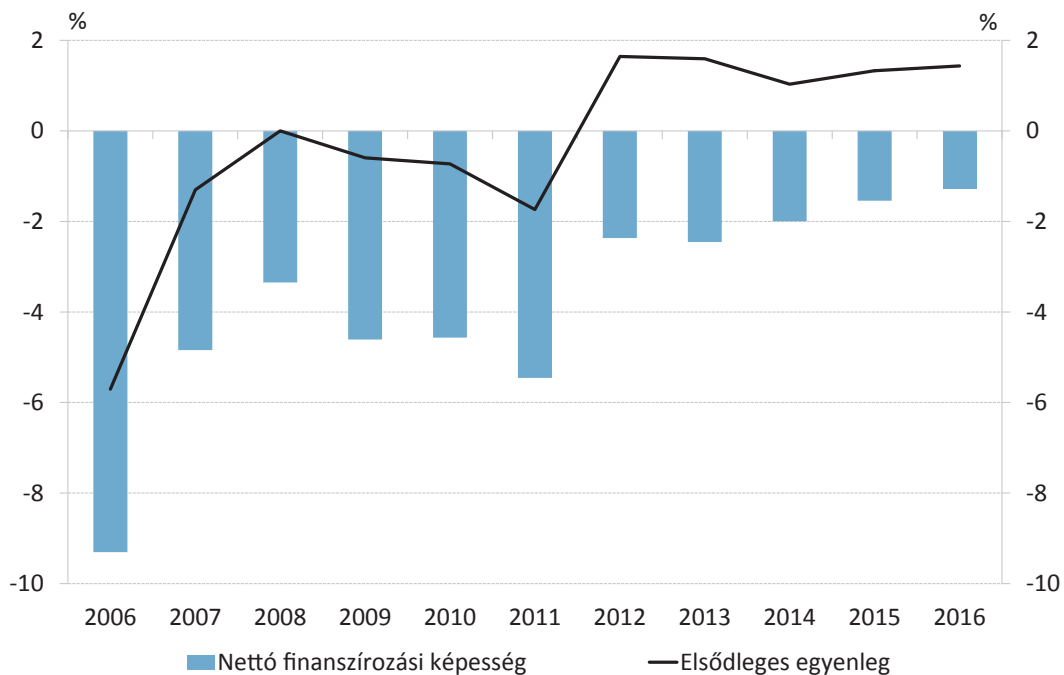


*Az államháztartásnál a pénzügyi számlák szerinti finanszírozási igényt mutatjuk be. A vállalat maradékelven adódik.

4.1. Államháztartás

Az államháztartás nettó finanszírozási igénye 2016-ban tovább mérséklődött és historikusan alacsony szintre csökkent (47. ábra). A pénzügyi számlák előzetes adatai alapján 2016-ban a bruttó hazai termék 1,3 százalékát tette ki az államháztartás finanszírozási igénye, tehát 2016-ban tovább mérséklődött a költségvetés GDP-arányos hiánya.¹² A 2016-os évben az emelkedő bérfolyamok és a háztartások fogyasztási kiadásának dinamikus növekedése miatt a költségvetés főbb bevételei, a célzott áfacsökkentések és a személyijövedelemadó-kulcs egy százalékpontos mérséklésének ellenére is emelkedtek. Kiadási oldalon a csökkenő kamatkidadások, a pénzügyi transferek GDP-arányosan csökkenő értéke, illetve az európai uniós támogatások alacsonyabb felhasználása egyaránt a hiány csökkenésének irányába hatottak. A gazdasági alapfolyamatokon kívül, az állami beruházási projektek tervezettnél alacsonyabb mértéke szintén hozzájárult az alacsony hiány kialakulásához.

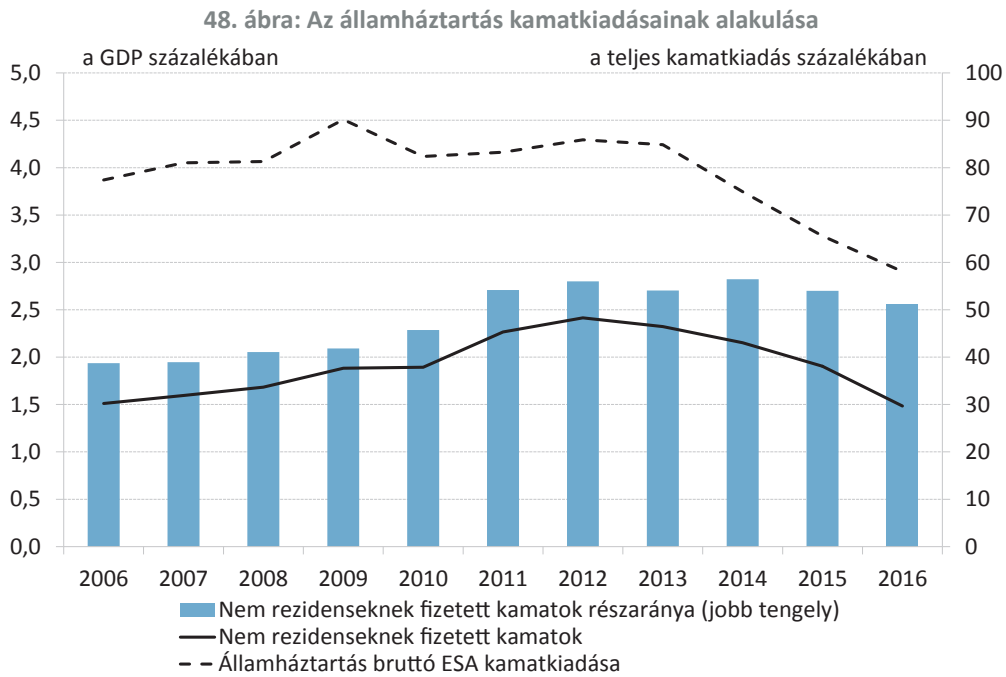
47. ábra: Az államháztartás nettó finanszírozási képességének alakulása (a GDP arányában)



Forrás: MNB.

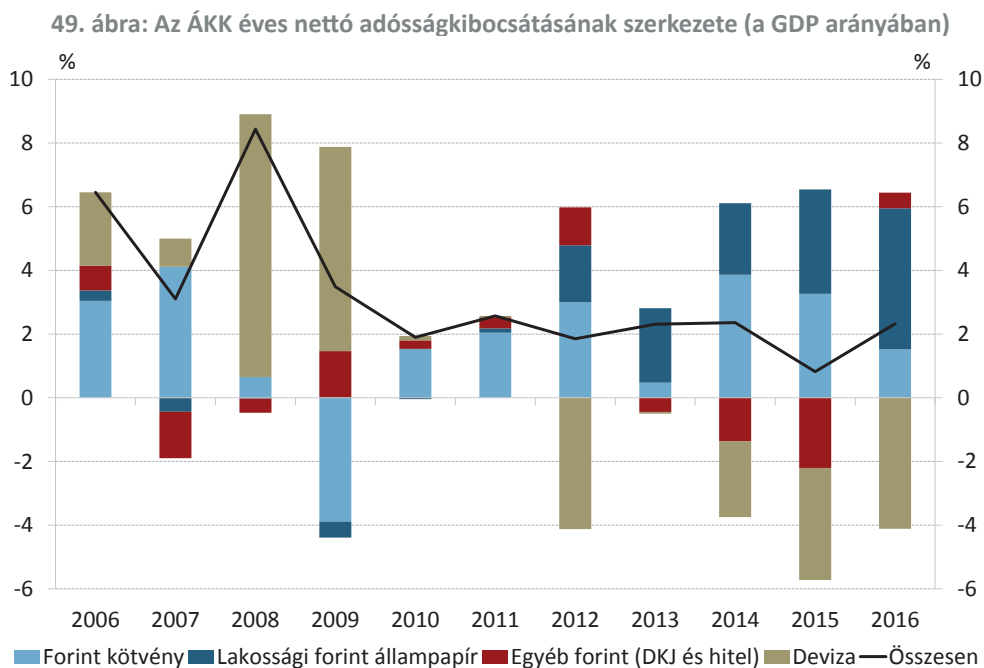
Az állam kamatkidadásainak mérséklődésével párhuzamosan csökkent a nem rezidenseknek fizetett kamat mértéke. Az alacsony hozamkörnyezet és az adósság fokozatos átárazódásának hatására 2016-ban tovább folytatódott az államháztartás GDP-arányos bruttó kamatkidadásának csökkenése (48. ábra). 2016-ban a bruttó kamatkidadások mértéke már 3 százalék alá mérséklődött a 2012. évi 4,3 százalékos szintről, növelve ezáltal a költségvetés mozgásterét. Az állampapír-piaci hozamok, és ezáltal a bruttó kamatkidadások csökkenéséhez a stabil hazai makrogazdasági helyzet, a jegybanki programok (kamatcsökkentési ciklusok, önfinanszírozási program), a felminősítések és a támogató nemzetközi környezet egyaránt hozzájárultak. A fizetési mérleg jövedelemegyenlege szempontjából kiemelő, hogy a külföldiek számára fizetett kamatok aránya az állam összes kamatfizetésén belül 2016-ban tovább mérséklődött, összhangban az államadósság tulajdoni szerkezetének változásával. 2016-ban a nem rezidenseknek fizetett állami kamatok mértéke a GDP 1,5 százalékára csökkent, ami 2006 óta a legalacsonyabb érték.

¹² 2016-ra még nem áll rendelkezésre a költségvetés ESA-egyenlegére vonatkozó adat, ugyanakkor a pénzügyi számlák rendszere szerint számított nettó finanszírozási képesség előzetes adata csak minimális mértékben szokott eltérni az ESA-egyenlegtől.



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

2016 során a lakossági állampapírok és a forint kötvények stabil kereslete elegendő forrást biztosított a jelentős mértékű lejáró devizaadósság törlesztésére, így finanszírozási célú nemzetközi devizakötvény kibocsátására nem volt szükség. A 2016-os év során az EU–IMF-hitel 450 milliárd forintos utolsó részlete mellett további 1000 milliárd forintnak megfelelő devizakötvény törlesztésére került sor. A devizaadósság leépítését a lakossági papírok kiemelkedő nettó kibocsátása, továbbá a forint kötvények iránti magas kereslet is támogatta. A lakossági forint papírok állománya a 2016 során körülbelül 1500 milliárd forinttal emelkedett, míg a forint kötvények állománya körülbelül 530 milliárd forinttal nőtt (49. ábra). A hazai megtakarítások nemcsak a devizaadósság leépítését tették lehetővé, hanem a költségvetés hiányát is teljes mértékben finanszírozni tudták, így finanszírozási célú devizakötvény kibocsátására nem volt szükség.¹³

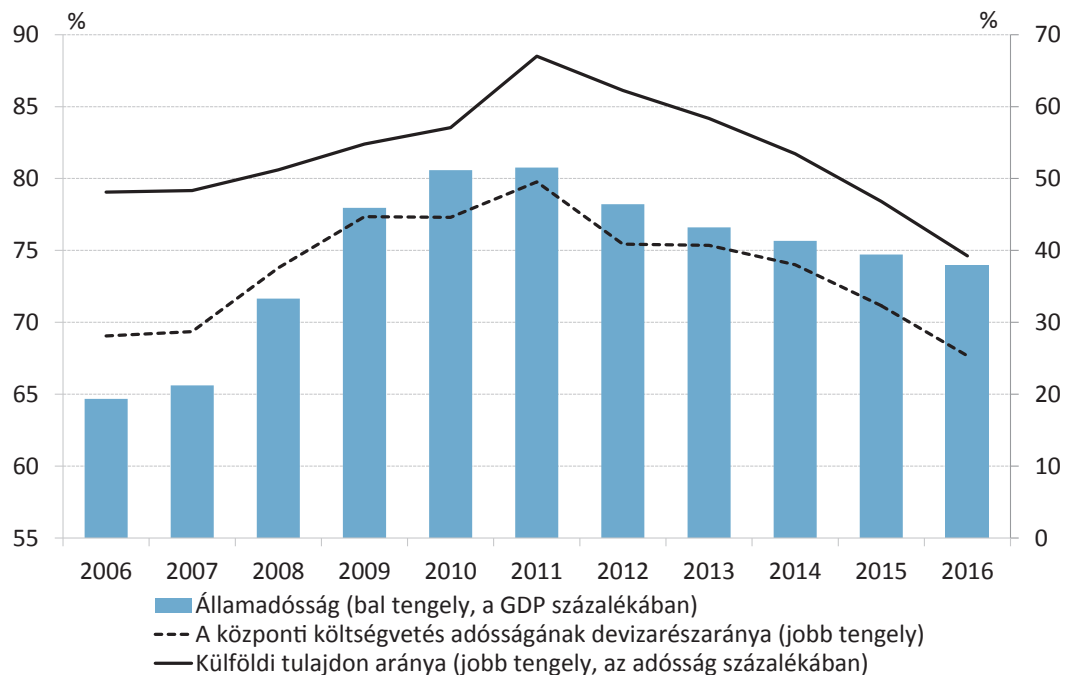


Forrás: ÁKK.

¹³ A 2016. áprilisban kibocsátott 1 milliárd CNY nemzetközi kötvénykibocsátás inkább gazdaságdiplomáciai szempontból volt kiemelt jelentőségű.

A GDP-arányos bruttó államadósság és azon belül a devizaarány, valamint a külföldi tulajdon államadósságon belüli arányának 2011 óta tartó trendszerű csökkenése 2016-ban tovább folytatódott (50. ábra). 2016 végére a GDP-arányos bruttó államadósság 74,1 százalékra mérséklődött, így a magyar adósságráta a 2015 végi értékéhez képest 0,6 százalékponttal csökkent, a legmagasabbnak számító 2011-es szinthez képest pedig közel 7 százalékponttal. Az államadósság elmúlt években bekövetkezett szerkezeti változásában a háztartások és a hazai bankrendszer – jegybanki önfinanszírozási program által is támogatott – növekvő állampapír-kereslete játszott meghatározó szerepet. Ennek következtében a külföldi tulajdon államadósságon belüli aránya jelentősen, a 2011. végi 67 százalékról 2016 végére 40 százalék alá, a 2008-ban kirobbant globális válság előtti szint alá csökkent. Eközben a központi adósságon belüli devizaarány a 2011 végi 50 százalékos csúcsponttól felére, 25 százalékpontra mérséklődött. 2016-ban már ötödik éve trendszerűen csökkenő külföldi tulajdon és devizaarány érdemi szerepet játszanak a külső sérülékenység folyamatos mérséklődésében, illetve hazánk adósságbesorolásának javulásában.

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



Megjegyzés: A külföldi tulajdon arányának 2016-os értéke MNB-becslés.

Forrás: ÁKK, MNB.

2016. április 6-án Magyarország törlesztette az Európai Uniónak a 2008-as IMF–EU-hitelmegállapodás keretében felvett mintegy 14,3 milliárd eurós kölcsön utolsó, 1,5 milliárd eurós részletét. Az EU–IMF-hitel utolsó részletének visszafizetésével jelentősen mérséklődött az államadósságon belüli devizaarány és a külföldi tulajdon aránya. A hitel utolsó részletének visszafizetése az államadósságon belüli devizaarányt és a külföldi tulajdon arányát egyaránt 2 százalékponttal mérsékelte. A rövid lejáratú külső adósság csökkenésével párhuzamosan a jegybanki devizatartalék szükséges mértéke is mérséklődött. Ezen felül a devizaarány csökkenésének köszönhetően, az adósság árfolyamkockázata is mérséklődött, ami hozzájárult hazánk felminősítéséhez is.¹⁴

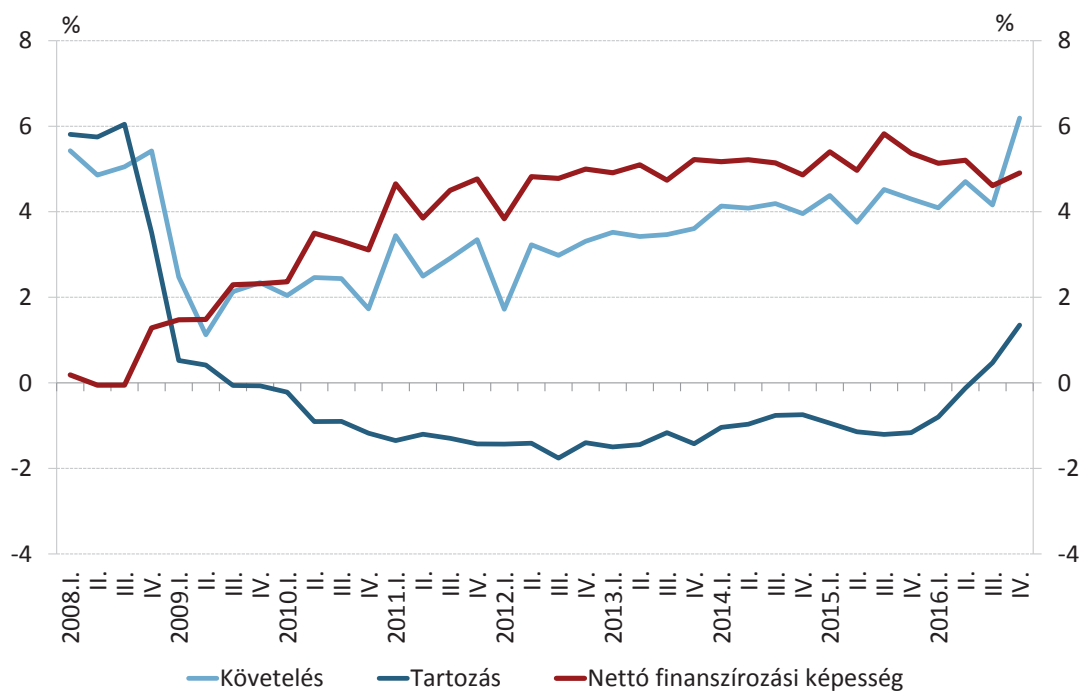
4.2. Háztartási szektor

2016 negyedik negyedében a háztartások finanszírozási képessége a szezonálisan igazított adatok alapján az alapfolyamatok szerint a GDP 5 százaléka körül alakult (51. ábra). A lakosság nettó pénzügyi megtakarításának trendszerű csökkenése a szezonálisan igazított adatok szerint 2016 végén megtorpant, ugyanakkor értéke elmaradt az előző év azonos időszakában tapasztalt szinttől, ami elsősorban a háztartások élénkülő hitelkeresletével áll összefüggésben. A szezonálisan igazított nettó hitelfelvétel az év utolsó negyedére meghaladta a GDP 1 százalékát, amiben elsősorban

14 Kicsák Gergely: Az EU-hitel utolsó részletének törlesztése egyszerre csökkentette az ország sérülékenységét és az adósságfinanszírozás költségét

az önálló vállalkozóknak nyújtott hitelek iránti élénk kereslet hatása tükröződött. A lakosság pénzügyi eszközeinek bővülése 2016 utolsó negyedében megugrott, amihez a foglalkoztatottság és a bérek emelkedése mellett a háztartások hitelfelvételének részben pénzügyi követeléseket emelő hatása is hozzájárulhatott.

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

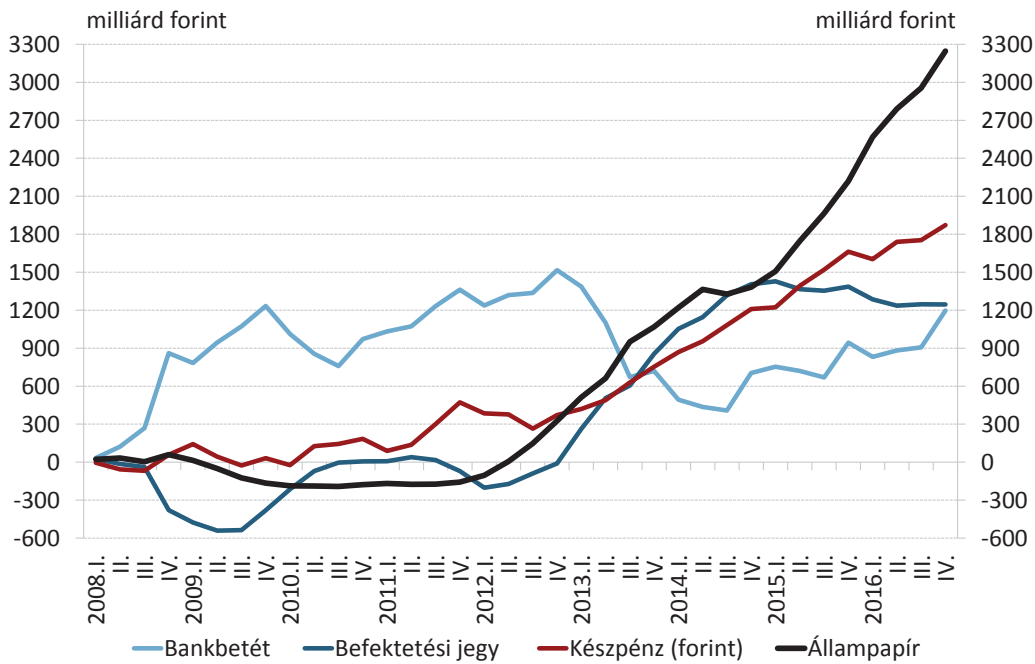


Megjegyzés: *Alapfolyamatokat bemutató, a nyugdíjpénztári megtakarításokkal, végtörlesztéssel és a reálhozam-kifizetéssel, a felszámolt takarékszövetkezetek betéteseinek kártalanításával, valamint a forintosítás és elszámolás hatásával korrigált értékek.

A háztartások pénzügyi megtakarításának alakulását 2016 egészében a hitelezés bővülése és a magas pénzügyi eszközfelhalmozás határozta meg. A pénzügyi számlák szerint 2016-ban a lakosság finanszírozási képessége a GDP 4,5 százalékát tette ki. Az elmúlt évben megfigyelhető trendszerű mérséklődés elsősorban a háztartások élénkülő hitelkeresletével áll összefüggésben, amit a lakáspiac fellendülése, a javuló jövedelmi kilátások és a fogyasztás bővülése is támogat. A háztartások nettó hiteltörlesztői pozíciója 2016 második negyedét követően nettó hitelfelvételbe váltott, majd a hitelezés az év második felében fokozatosan emelkedett, amiben az önálló vállalkozóknak nyújtott hitelek bővülése is szerepet játszott. A pénzügyi eszközök felhalmozása 2016-ban is magas szintet ért el, ami annak köszönhető, hogy a feszesező munkapiac hatására emelkedő bérek a fogyasztás emelkedése mellett is lehetővé teszik a követelések jelentős bővülését. Emellett az enyhén emelkedő ingatlanhitel-felvétel szintén a pénzügyi eszközök emelkedésével járhatott, hiszen a hitelből vásárolt használt lakások ellenértéke az eladó háztartásoknál jellemzően pénzügyi eszközként jelent meg.

A háztartások állampapír-állományának érdemi bővülése 2016 negyedik negyedében is folytatódott, ami az államháztartás belső forrásokból történő finanszírozásán keresztül az állam külső sérülékenységének mérséklődését támogatja (52. ábra). A lakossági állampapír-állomány 2012 óta tartó folyamatos bővülése 2016-ban is töretlenül folytatódott, ami főként az alacsony hozamkörnyezetben elérhető, más befektetési formákkal szembeni jelentős hozamelőnynek köszönhető, és aminek hatására 2016 végére a háztartások állampapír-állománya közel 4200 milliárd forintot tett ki. A lakosság pénzügyi eszközállományának összetételét elsősorban az új megtakarítások befolyásolták, a korábbi években megfigyelhető állampapírok és bankbetétek közötti átrendeződés 2016-ban már nem folytatódott. A lakosság az új megtakarításainak jelentős részét állampapír-vásárlásra fordította, ugyanakkor kisebb mértékben emelkedett a készpénz- és bankbetét-állomány is. A befektetési jegyek állománya a 2015. évi stagnálás után enyhén mérséklődött 2016-ban, ami két ellentétes hatás eredményeként alakult ki. A pénzügyi alapokban tartott befektetések – amelyek a mérsékelt hozamkörnyezetben kevésbé vonzó befektetési lehetőséget jelentenek – érdemben csökkentek, amit nem ellensúlyozott teljes mértékben az ingatlanalapokban tartott megtakarítások lakáspiaci fellendüléssel párhuzamos bővülése.

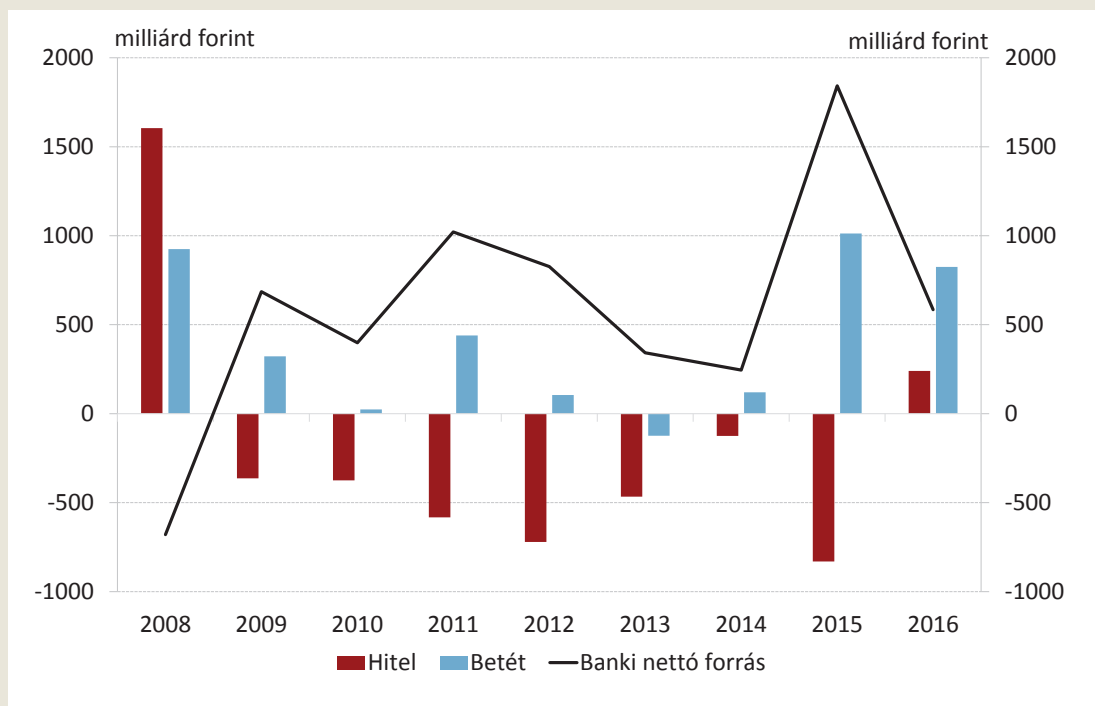
52. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)



3. keretes írás: A magánszektor banki hiteleinek és betéteinek alakulása

2016-ban a hiteloldali fordulat mellett a magánszektor ismét számottevően bővítette betétállományát, így a lakosság és a nem pénzügyi vállalatok összességében továbbra is jelentős forrást biztosítottak a bankok számára. A lakosság és a vállalatok banki hitelei a válság kitörése utáni folyamatos csökkenést követően először 2016-ban bővültek (53. ábra). Ez a folyamat ugyanakkor nem jelentette azt, hogy a bankok a korábban jellemzőtől lényegesen kevesebb forrást kaptak volna – a lakosság és a nem pénzügyi vállalatok ugyanis 2016-ban is 800 milliárd forintot meghaladó összegben növelték banki betétállományukat.

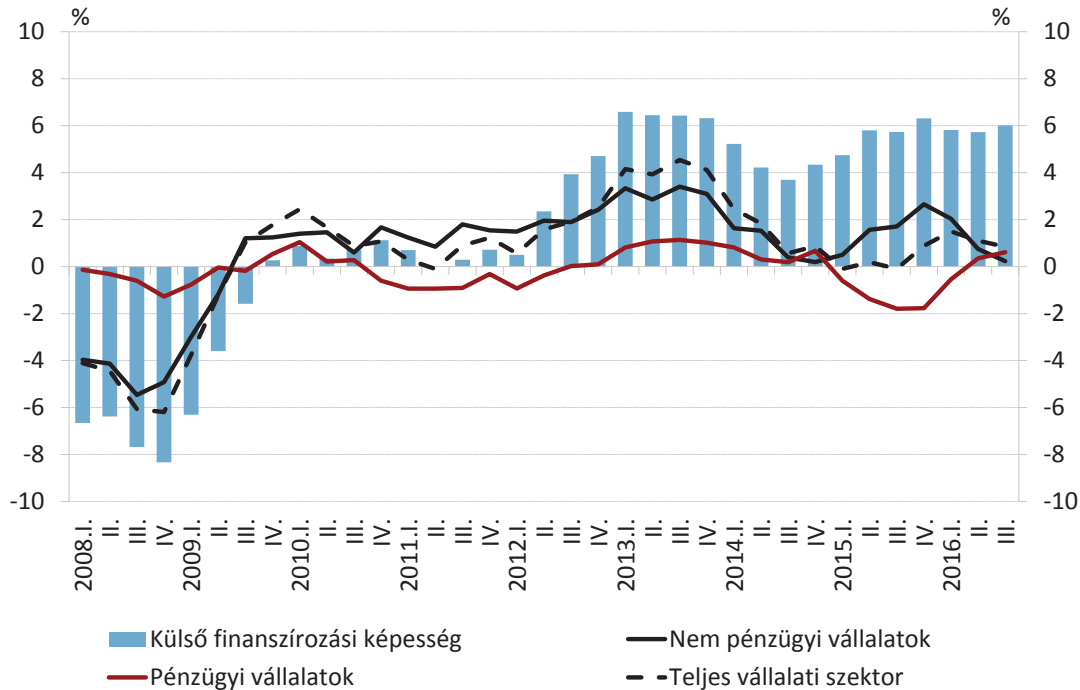
53. ábra: A magánszektor banki hiteleinek és betéteinek alakulása



4.3. Vállalati szektor

A finanszírozási oldalról számított külső finanszírozási képesség csökkenéséhez a vállalati szektor nettó megtakarításának mérséklődése is hozzájárult. A teljes vállalati szektor finanszírozási képessége 2016 elejétől fokozatosan csökkent, a harmadik negyedévben a GDP 0,8 százaléka körül alakult.¹⁵ A csökkenés a nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozási képességének 0 közeli szintre történő csökkenéséhez köthető, amit csupán részben ellensúlyozott, a pénzügyi vállalatok nyereségének javulását tükröző megtakarításnövekedés (54. ábra). A pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége fokozatosan emelkedve visszatért a korábbi – a devizahiteles elszámolások előtti – pozitív, nulla közeli szintre.¹⁶

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

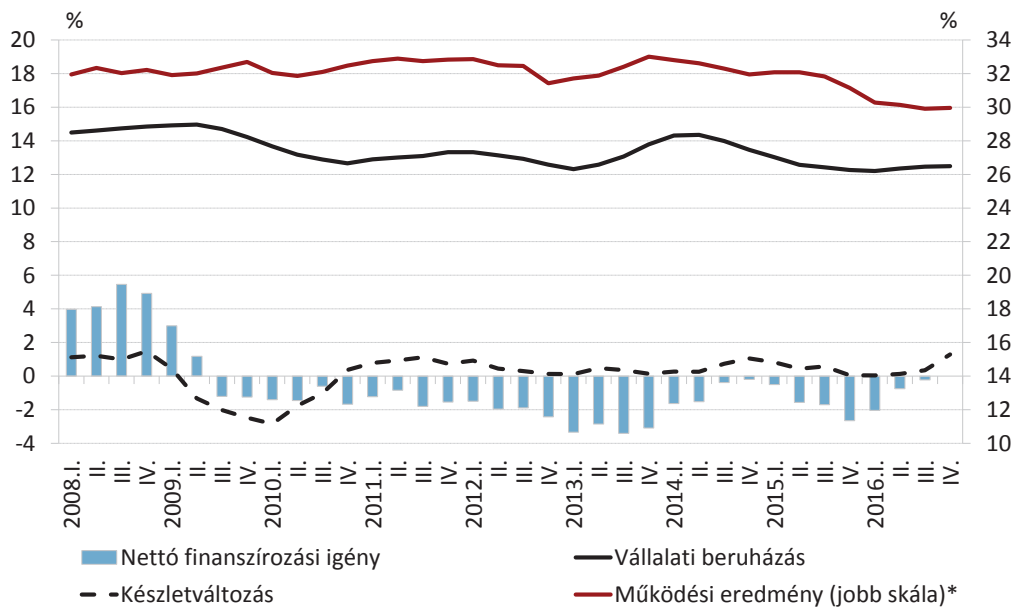


A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége az év folyamán nulla közeli szintre csökkent, amit az év első felében a jövedelmek mérséklődése, az év második felében pedig a készletfelhalmozás és a beruházások emelkedése határozott meg. A nem pénzügyi vállalatok jövedelme az alacsonyabb működési eredmény és a visszaeső EU-transzferek hatására 2016 első felében mérséklődött, majd az év második felében stabilizálódott. Az év elején tapasztalt visszafogott beruházási aktivitást követően 2016 második felében kismértékben növekedett a vállalatok beruházása, miközben az év végén a készletfelhalmozás jelentősebb növekedése is a finanszírozási képesség csökkenésének irányába hatott (55. ábra).

¹⁵ A 2016. negyedik negyedéves pénzügyi számlák csak a jelentés lezárását követően kerülnek publikálásra.

¹⁶ A pénzügyi vállalatok finanszírozási képességét leginkább a szektor nyeresége vagy vesztesége, illetve nem pénzügyi eszközeik (például ingatlanok) változása befolyásolja. Emellett azonban a válság, később pedig a végtörlesztési program és devizahiteles elszámolások során kialakult veszteségek is jelentősen befolyásolták a szektor pozícióját: a piaci és a rögzített árfolyam közötti különbség, illetve a devizahiteles elszámolások mint a háztartási szektornak nyújtott tőketranszfer – a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak növelése mellett – mérsékelte a bankok nettó finanszírozási képességét.

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

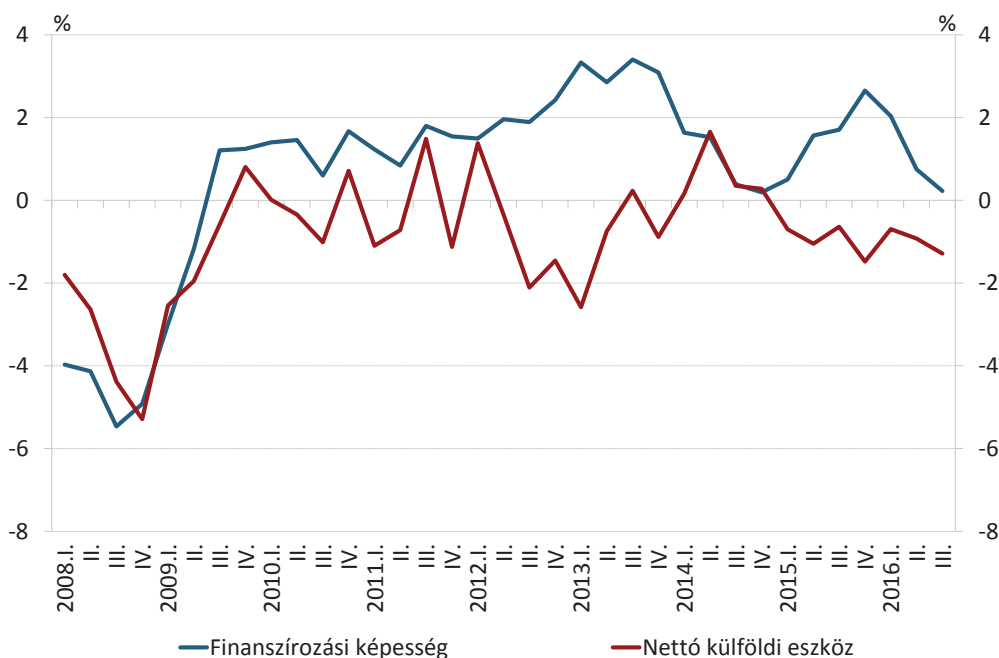


*A vállalatok kamat- és tulajdonosi jövedelmeivel korrigált mutató. Finanszírozási igényre csak a harmadik negyed-
évig áll rendelkezésre adat.

Forrás: KSH, MNB.

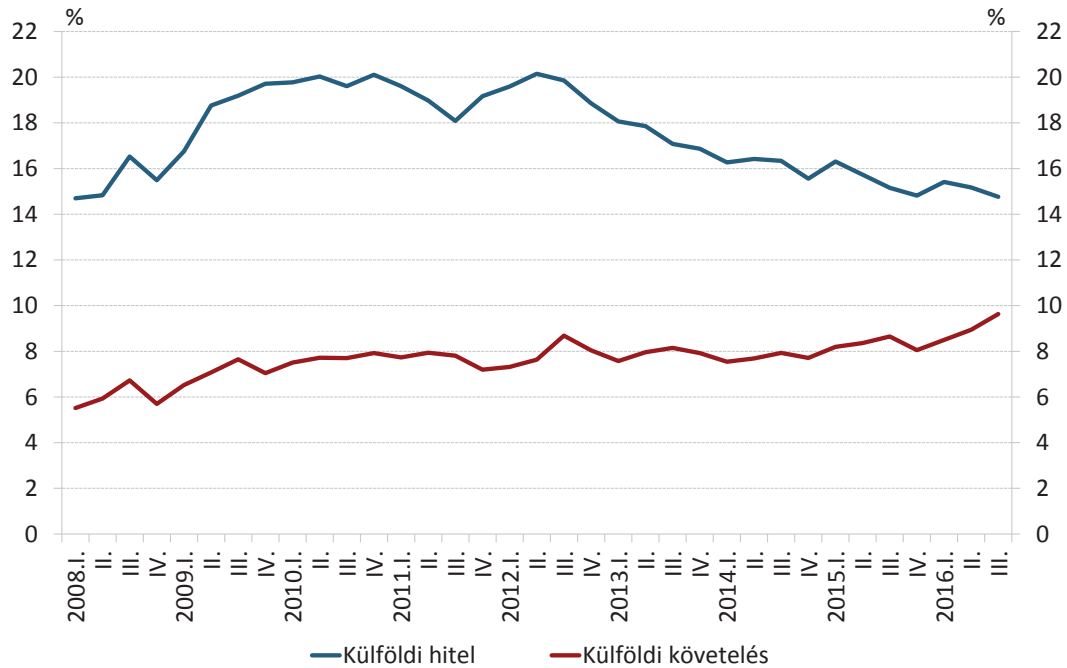
A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képességének nulla közeli szintre történő csökkenése év közben emelkedő külföldi forrásbevonás mellett következett be (56. ábra). A 2015-ben jellemző enyhe csökkenés után 2016 első három negyedévében jelentősen emelkedtek a vállalatok forrásai. A vállalatok külföldi tartozásainak emelkedésében főként a részesedés jellegű források – részben becslésen alapuló – magas újrabefektetett jövedelemhez köthető emelkedése játszott szerepet. Emellett a vállalatok nettó megtakarításának csökkenése irányába hatott, hogy enyhén emelkedtek a belföldi hitelek, vagyis a korábbi években tapasztalt adósságcsökkenés 2016-ban nem folytatódott. A vállalatok pénzügyi eszközei a tartozások emelkedésénél kisebb mértékben, de jelentősen bővültek 2016 során, amiben a bankbetétek és a külföldi eszközök emelkedése volt meghatározó.

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



A vállalatok külföldi hiteltartozásainak 2012 óta tartó trendszerű csökkenése 2016-ban lassult, miközben a szektor külföldi követelései érdemben emelkedtek. A vállalatok külföldi hitelállománya 2016-ban a GDP 15 százaléka körül alakult. A 2016 első negyedévében megfigyelhető korrekciót követő lassú csökkenést a kisebb mértékű hiteltörlesztés mellett a nominális GDP bővülésének hatása is segítette. A bankokhoz hasonlóan 2016-ban a vállalatok külföldi követelései is elkezdtek emelkedni (57. ábra), amiben bankbetétek emelkedése mellett a kereskedelmi hitelek bővülése is tükröződött.

57. ábra: A nem pénzügyi vállalatok külföldi hiteltartozásának és követelésének állománya (a GDP arányában)



5. NEMZETKÖZI KITEKINTÉS

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége 2016-ban uniós összevetésben továbbra is a legmagasabbak közé tartozott. A 2015-ös évi értéknél alacsonyabb, de továbbra is kiemelkedő megtakarítói pozíció elsősorban a reálgazdasági egyenleg többletével magyarázható, ami a korábban kiépült új járműipari kapacitásokhoz, a régióban jellemzőnél jóval magasabb szolgáltatásegyenleghöz, valamint a cserearány javulásához köthető. A magyar külső finanszírozási képesség annak ellenére az élemezőnyben maradt, hogy a transzferegyenleg többlete 2016-ban érdemben mérséklődött. Mindeközben folytatódott a külső adósság leépítése, aminek eredményeként a külső tartozásmutatók megközelítették a régiós országokban tapasztalható értéket: a nettó külső tartozás és a nettó külső adósság is a szlovák és lengyel adatok szintjére süllyedt. Bár a bruttó külső adósság szintje is csökkent, de továbbra is magasabb, mint a régió többi országában. Ugyanakkor az eredeti futamidő szerinti bruttó finanszírozási igény – részben a magas finanszírozási képességnek is köszönhetően – 2016-ban a régiós országok közül ismét a legalacsonyabb volt.

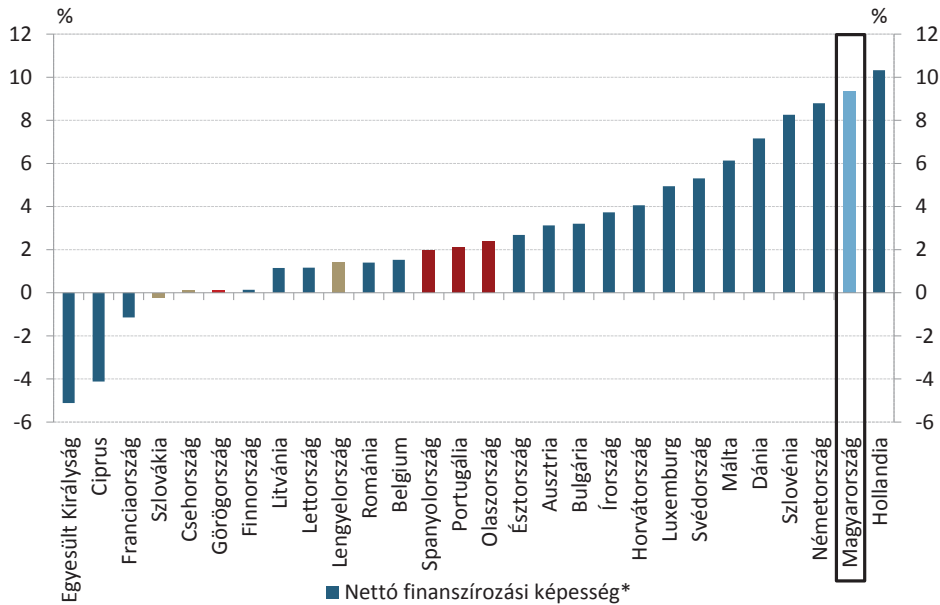
A nemzetközi kitekintés részben bemutatjuk Magyarországnak külső egyensúlyi folyamatait más, elsősorban a régiós országokkal való összevetésben, miközben a hazai folyamatok főbb mozgatórugóival is foglalkozunk. A következő fejezetben összehasonlítjuk a magyar gazdaság külső finanszírozási képességének alakulását hasonló fejlettségű ország-csoportokkal. Emellett megpróbálunk rávilágítani, hogy a visegrádi országokban milyen tényezők befolyásolták leginkább a külső finanszírozási képesség alakulását. Továbbá feltárjuk, hogy milyen folyamatoknak köszönhetően alakult másképp a hasonló mértékben eladósodott dél-európai tagállamok külső adósságmutatója a válságot követően.

A magyar gazdaság külső egyensúlyi pozícióját alapvetően két országcsoporthoz érdemes hasonlítani. Egyrészt a régiós országokkal való összevetés lehet hasznos, hiszen az elmúlt évtizedekben hasonló kihívásokkal szembesültek, mint Magyarország, másrészt a dél-európai gazdaságokkal való összevetésnek is van értelme, hiszen a válság kitörésekor a magas külső eladósodottság miatt hasonlóan sérülékenyek voltunk. E tekintetben mindkét országcsoporttal való összevetésben jelentős eredményeket ért el Magyarország. Mivel a dél-európai államok alkalmazkodási folyamata csak később és kisebb mértékben valósult meg, elemzésünkben az összehasonlító ábránál inkább a magyar gazdaságra jobban hasonlító visegrádi országokat mutatjuk be.

5.1. Finanszírozási képesség

A 2016-os évre vonatkozó előrejelzések alapján Magyarország nettó finanszírozási képessége továbbra is az egyik legmagasabb az Európai Unióban (58. ábra). Hazánk külső finanszírozási képessége 2016-ban mérséklődött, azonban így is kiemelkedő szinten áll az európai uniós országok körében. A finanszírozás képesség az EU 28 ország átlagában a tavalyi évhez hasonlóan alakult, az Európai Bizottság előrejelzése alapján 2,8 százalékot tett ki. A legmagasabb nettó finanszírozási képességgel olyan exportorientált országok rendelkeztek, mint Németország és Hollandia. A jelentős finanszírozási képességgel rendelkező országokban elsősorban a nettó export egyenlege volt meghatározó, amit az év folyamán továbbra is támogatott a cserearányok javulása. A régiós országok és dél-európai államok nettó külső egyensúlyi pozíciója azonban jellemzően elmaradt az eurozóna átlagától. Az EU 2007–2013-as költségvetési ciklusához tartozó EU-támogatások kifizetésével a transzferek érdemben csökkentek 2016-ban, ami elsősorban a régiós országokban, illetve mediterrán országok közül Portugáliában és Görögországban volt megfigyelhető.

58. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása 2016-ban

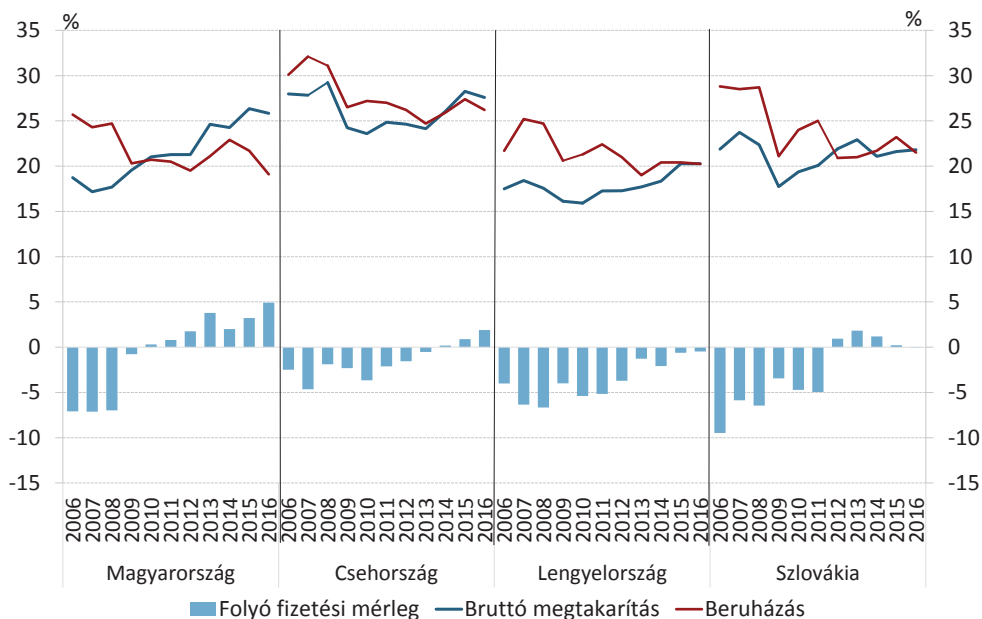


*Európai Bizottság előrejelzése alapján.
Forrás: Európai Bizottság

5.2. Megtakarítási és beruházási ráták alakulása

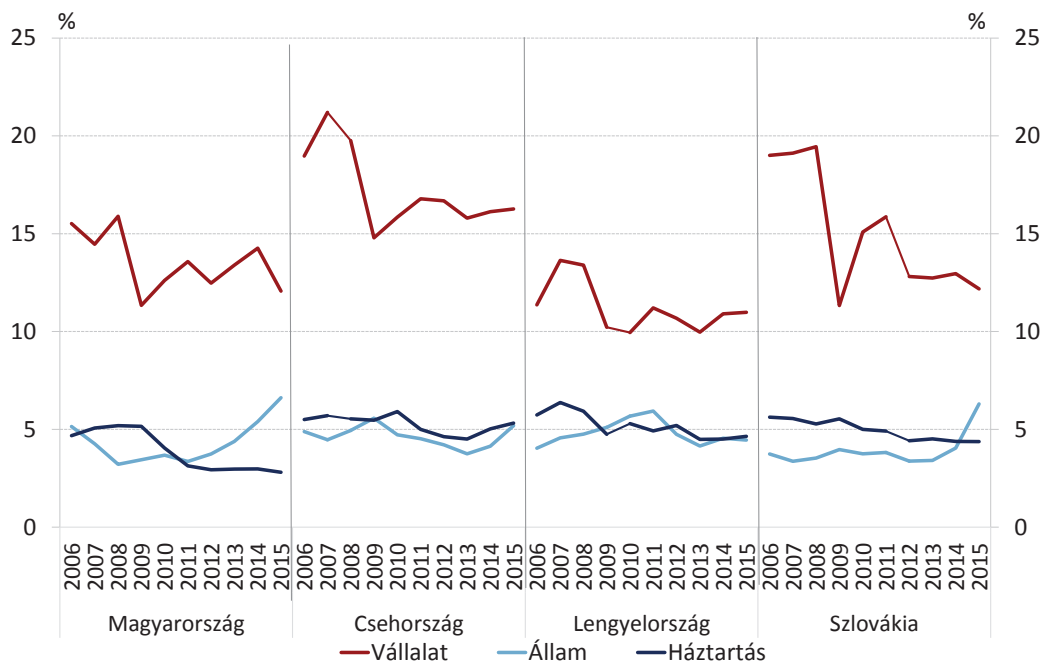
A folyó fizetési mérleg hazánkban tapasztalt emelkedése a régióban jellemzőnél alacsonyabb beruházás és magasabb belső megtakarítás mellett alakult ki. A külső egyensúly alakulását a belső bruttó megtakarítási ráta (vagyis a fogyasztásra el nem költött jövedelem) és a beruházás eredője határozza meg. A válság kitörését követően az összes régiós ország csökkenő beruházási rátával szembesült, ami a külső pozíciók javulását eredményezte (59. ábra). Érdemes megjegyezni, hogy a magyar vállalatok beruházása nagyjából megfelel a régiós szintnek, míg a lakossági beruházás jelentősebb mértékben elmarad a többi országban tapasztalt szinttől (60. ábra). Nem volt ilyen egységes ugyanakkor a bruttó megtakarítási ráta változása: míg hazánkban a belső megtakarítás jelentős emelkedése is hozzájárult a külső egyensúly javulásához, addig Lengyelországban a megtakarítási ráta stabilizálódását, Szlovákiában átmeneti, Csehországban pedig tartós csökkenését figyelhetjük meg. Az elmúlt két évben a megtakarítási ráta emelkedése volt jellemző, míg a beruházási ráták 2016-ban – vélhetően az EU-transzferek visszaeséséhez köthetően – mérséklődtek.

59. ábra: A bruttó megtakarítási és beruházási ráta alakulása (GDP arányában)



Forrás: WEO, Eurostat.

60. ábra: A beruházási ráta szektorális megoszlása (GDP arányában)



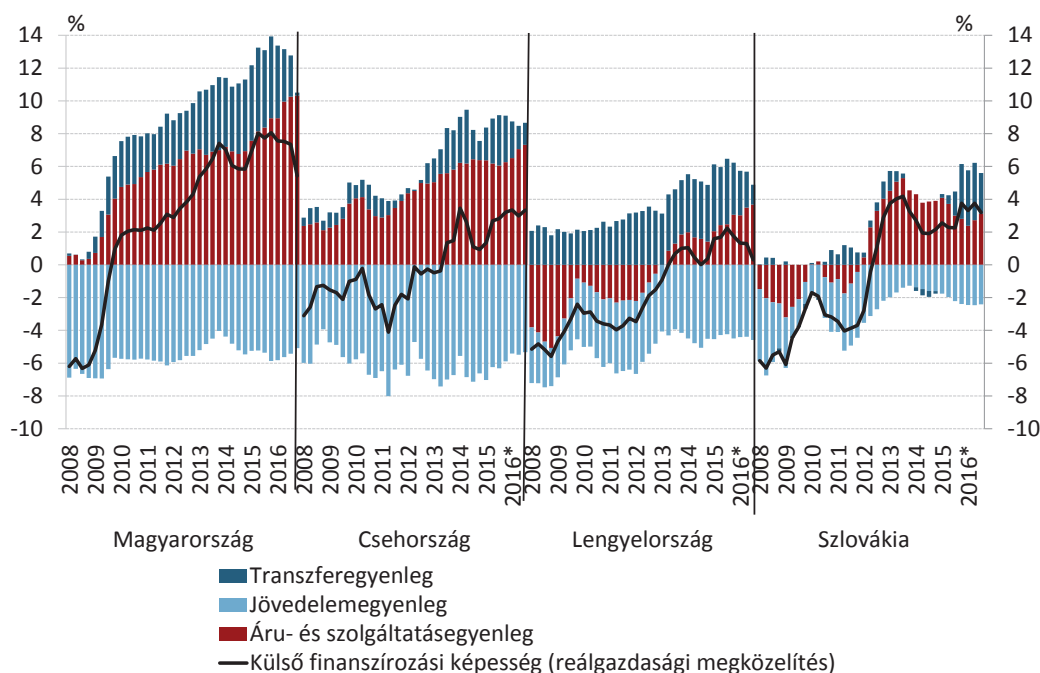
Forrás: Eurostat.

5.3. A külső finanszírozási képesség és reálgazdasági tényezők

A régió országaiban a GDP-arányos külső finanszírozási képesség növekedése megállt, illetve mérséklődésbe váltott, aminek háttérében elsősorban a jelentősen mérséklődő transzferegenleg áll. A négy negyedéves adatok alapján a reálgazdasági megközelítés szerint számolt magyar külső egyensúlyi pozíció a GDP 5,5 százaléka körül alakult, ami továbbra is jelentősen meghaladja a régiós országokban mért szintet (61. ábra). A régiós viszonylatban tapasztalt csökkenő külső finanszírozási képesség elsősorban az EU 2007–2013 költségvetési ciklusának lezárásához köthető, amelynek eredményeként az elmúlt évben 2015-höz képest érdemben mérséklődtek a transzferkifizetések. A külső pozíció egyes tényezőivel kapcsolatban az alábbiakra érdemes felhívni a figyelmet.

- Az áru és szolgáltatásegényleg többlete Magyarországon a GDP 10 százaléka felett stabilizálódott az év során, ami továbbra is kiemelkedő régiós viszonylatban. Csehországban a harmadik negyedév végén 7 százalék körül, míg Lengyelországban és Szlovákiában 4, illetve 3 százalék körül állt a négy negyedéves mutató. Amíg Csehországban és Szlovákiában az autóipari termelés magyarázta a magas áruexportot, addig Lengyelországban továbbra is a szolgáltatásexport járult hozzá leginkább a külkereskedelmi többletnek. Ezzel szemben Magyarországon mind az áru, mind a szolgáltatásegényleg aktívuma továbbra is magas többletet mutat, és a szolgáltatásegényleg többlete kiemelkedően nagy a régióban.
- A jövedelemegényleg hiánya az előző időszakokhoz hasonlóan továbbra is Magyarországon és Csehországban a legmagasabb. Az elmúlt negyedévekben mindkét országban mérséklődött a külföldre fizetett jövedelem, ami az év végén Magyarországon a GDP 5,1, illetve Csehországban az 5,5 százalékán állt. Ezzel szemben Lengyelországban és Szlovákiában stabilan elmaradt a jövedelemegényleg hiánya a magyar mutatótól a 2016-os év folyamán, ami a bruttó külső adósság alacsonyabb szintjéből adódóan kisebb külföldre fizetett kamattal állhat összefüggésben.
- A transzferegenleg – az EU 2007–2013-as költségvetési ciklusának lezárásával párhuzamosan – érdemben csökkent a régió országaiban, ami meghatározta a külső finanszírozási képesség 2016-os alakulását is. A legnagyobb csökkenés Magyarországon történt a transzferegenlegben: a 2015 év végén mért 5 százalékról a GDP 1,1 százalékára mérséklődött a mutató. A többi régiós országban a transzferegenleg csökkenése az előző év azonos időszakához képest kevésbé látványos, körülbelül a GDP 1-2 százalékát tette ki. A szlovák transzferegenleg bővülése a 2015. negyedik negyedéves kiugró érték áthúzódó hatásával magyarázható (lásd 69. ábra).

61. ábra: A visegrádi országok folyó fizetési és tőkemérlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok)



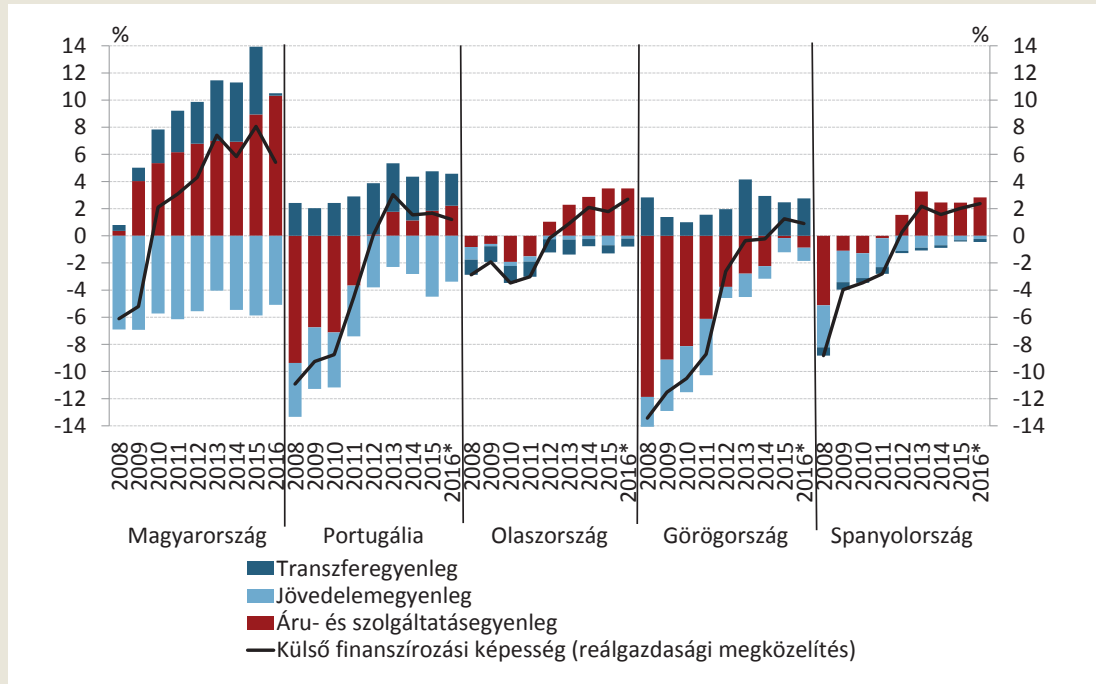
Forrás: Eurostat, nemzeti jegybankok.

*A 2016-os érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.

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

Magyarország külső finanszírozási képessége – az év során tapasztalt mérséklődés ellenére – továbbra is jóval meghaladja a mediterrán országokban tapasztalt szintet. Magyarország a válság kitörésekor hasonló eladósodottsággal küzdött, mint a mediterrán országok, ezért releváns lehet a hazai adatok összevetése ezzel az országcsoporttal is. Magyarországon a dinamikusabb mérlegkiigazítási folyamatnak köszönhetően a külső finanszírozási képesség már közvetlenül a válság után többletet mutatott, míg a mediterránok országok esetében rendszerint 2012-ben fordult pozitívba, aminek háttérében az elhúzódó szuverén adósságválság állhatott. A mediterrán országok esetében az elmúlt években leginkább az áru és szolgáltatáseregyleg javulásának volt kulcsszerepe a finanszírozási képesség emelkedésében, ugyanakkor Portugáliában és Görögországban a stabilan alakuló EU-transzfer kifizetések is érdemben hozzájárultak a külső egyensúlyi többletkez. Magyarországon ezzel szemben a válságot követően a külkereskedelmi egyenleg és a transzferegyleg bővülése egyaránt hozzájárult a nemzetközi szinten is magasnak számító külső egyensúlyi pozíció eléréséhez. Az elmúlt évben Portugáliában – Magyarországhoz hasonlóan – a transzferegyleg mérséklődésének következtében csökkent a külső finanszírozási képesség, amíg Olaszországban és Spanyolországban kis mértékben emelkedni tudott a harmadik negyedéves adatok alapján. A jövedelemegyleg hiánya Magyarországon annak ellenére magasabb, hogy a nettó külső adósság szintje érdemben elmarad a mediterrán országokétól. Ennek oka, hogy a mediterrán országokra alacsony hozamszintek voltak jellemzők az EKB alacsonyabb szuverén hozamfelárak iránti erőteljes elköteleződése, valamint állampapír-vásárlási programjának köszönhetően, illetve a korábban megvalósult FDI-kifektetések is javítják jövedelemegyleget.

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

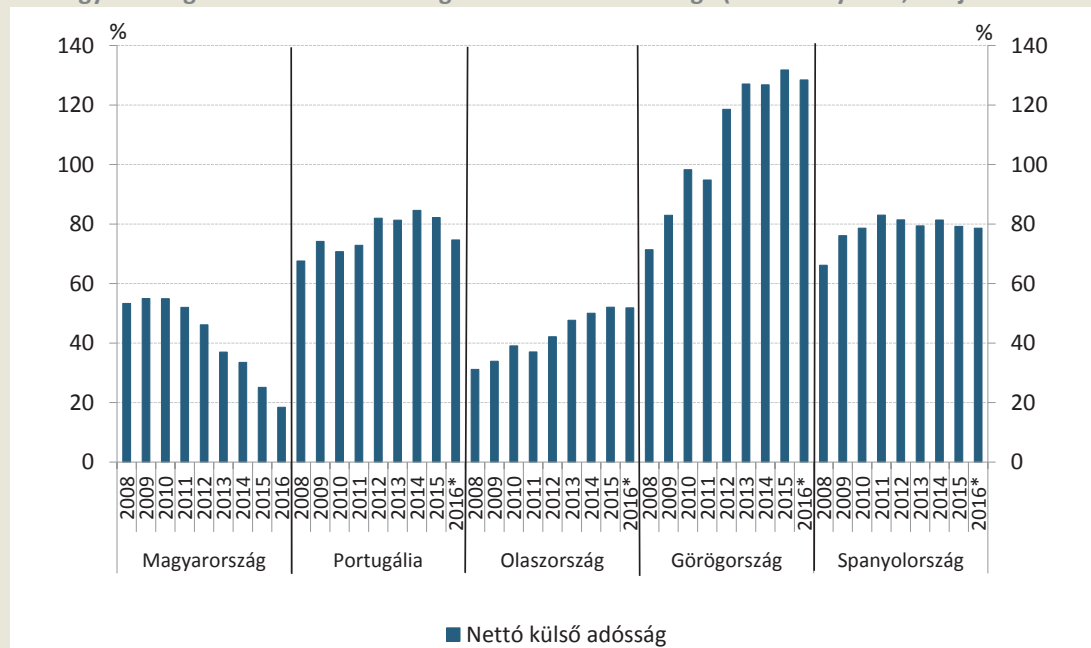


*A 2016-os érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.

Forrás: nemzeti jegybankok, Eurostat.

A mediterrán országokkal összehasonlítva az alkalmazkodás hatására hazánkban lett a legnagyobb a finanszírozási képesség, így Magyarországon tapasztalhattunk jelentősebb mértékű csökkenést a nettó külső adósságműtatóban a válságot követően. A mediterrán országok a válság éveiben hasonló külső adósságállománnyal rendelkeztek, mint Magyarország, azonban a válságot követően igen eltérő folyamatokat láthatunk hazánkhoz képest. Amíg Magyarországon 2010 óta dinamikus mérséklődést láthatunk a nettó külső adósságműtatóban, addig – részben a már említett szuverén adósságválság hatására – a mediterrán országokban a válság után is tovább emelkedett a külső adósság állománya, ami végül csak az elmúlt években stabilizálódott (63. ábra). Magyarországon 2016 végére a nettó külső adósság a GDP 20 százaléka alá tudott mérséklődni. A mediterrán országokban a 2016 harmadik negyedévében mért nettó külső adósság továbbra is magas szinten állt, Portugáliában és Spanyolországban hozzávetőlegesen a GDP 80 százaléka, Olaszország esetében a GDP 50 százaléka, illetve Görögországban még mindig kiugróan magas, a GDP 130 százaléka körül állt a mutató. Ezen országok az eurozóna tagságuk miatt nem tudtak az árfolyam-leértékelődés következtében alkalmazkodni, azonban az is igaz, hogy a külső adósságállományt sem érintette átértékelődésből fakadó kockázat. Összességében azonban kijelenthető, hogy a külső adósság csökkenéséhez a mediterrán országokban nagyobb alkalmazkodásra lenne szükség.

63. ábra: Magyarország és a mediterrán országok nettó külső adóssága (GDP-arányában, tulajdonosi hitel nélkül)

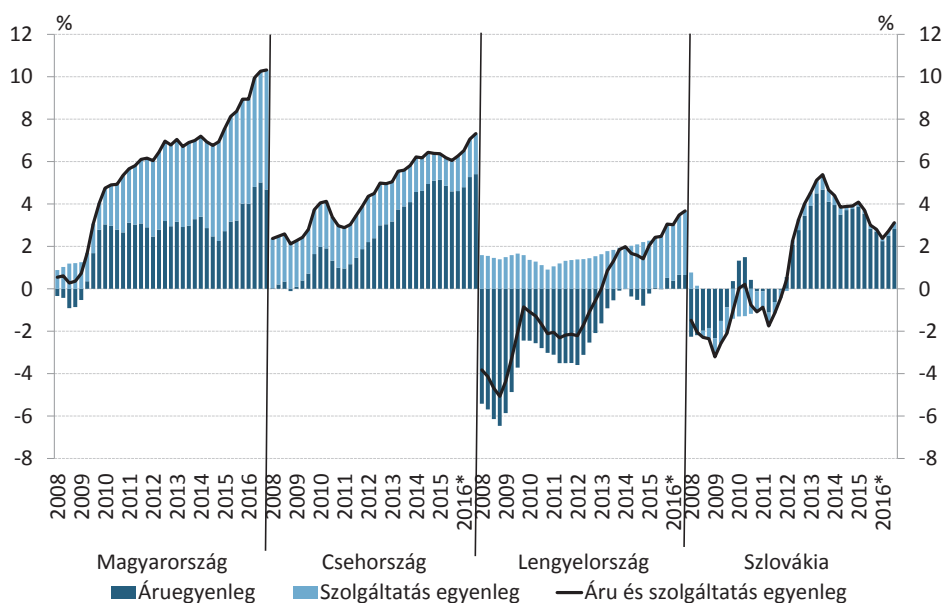


*A 2016-os érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.

Forrás: Nemzeti jegybankok, Eurostat.

A régiós országokban a külkereskedelmi egyenleg összességében emelkedett, aminek háttérében a javuló cserearányok, illetve a magasabb importtartalmú beruházások mérséklődése állhattak. Szlovákiában és Csehországban kiemelten fontos az autóiipar exportteljesítménye, aminek köszönhetően elsősorban az áruegyenleg többlete dominál a külkereskedelmi egyenlegben. Ezzel szemben Lengyelországban a szolgáltatás egyenleg aktívuma járult hozzá leginkább a külső finanszírozási képesség javulásához, azonban emellett az elmúlt időszakban az áruegyenleg is – igaz, kismértékben, de – többletet mutatott. Magyarországon az áru és szolgáltatás egyenleg egyaránt bővülni tudott 2015-höz képest, aminek eredményeként alakult ki a GDP 10 százalékát meghaladó külkereskedelmi egyenleg. A szolgáltatás egyenleg magas szintjét támogatta a hazánkban működő szolgáltató központok („shared service center” SSC), a turizmus, illetve a szállítási szolgáltatások bővülő mértéke, míg az áruegyenleg javulása alapvetően az alacsonyabb importtal és a cserearány javulásával volt összefüggésben. Összességében hazánk GDP arányában mért négy negyedéves külkereskedelmi egyenlege továbbra is érdemben meghaladja a régiós átlagot (64. ábra).

64. ábra: Az áru- és szolgáltatás egyenleg megoszlása (négy negyedéves GDP-arányos értékek)

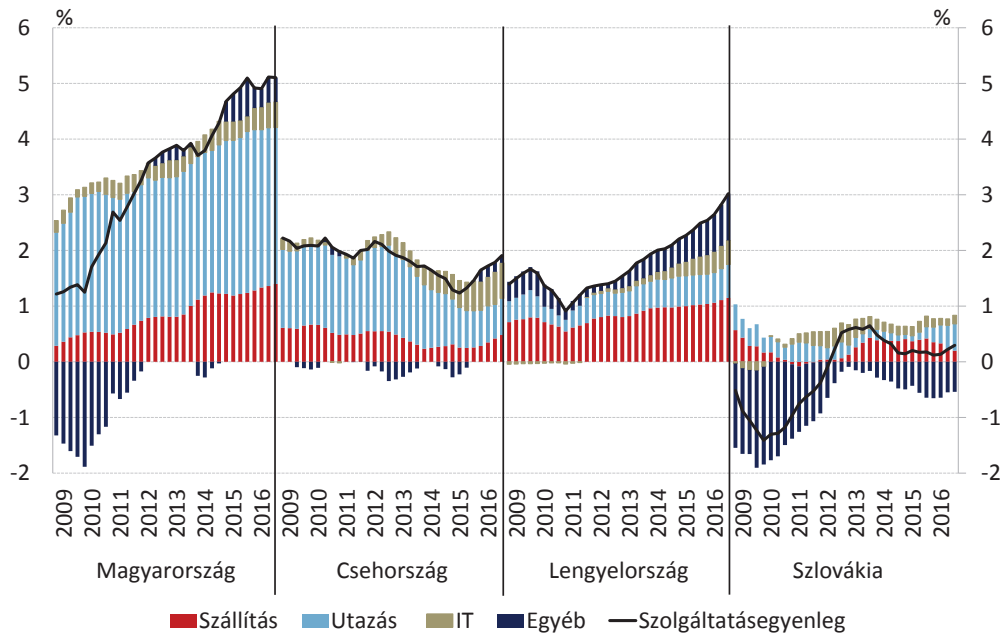


*A 2016-os érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.

Forrás: Eurostat.

Magyarország szolgáltatásegyenlege érdemben meghaladja a régióra jellemző szintet, amit elsősorban a turizmus többlete támogat (65. ábra). A régiós országokban – Szlovákia kivételével – számottevő szintű a szolgáltatás egyenleg többlete, ami alapvetően az utazás, a szállítás és az IT szektor járul hozzá legnagyobb mértékben. Magyarország azonban kiemelkedik a régiós országok közül az utazási szektor GDP 2-3 százalékát elérő többletből adódóan, ami többszöröse a régiós országokban tapasztalt értéknek. Szlovákiában a szolgáltatásegyenleg aktívuma az elmúlt években 0 közelében alakult, mivel az utazás és szállítás többletét ellensúlyozta az egyéb szektorban tapasztalt hiány.

65. ábra: A visegrádi országok szolgáltatásegyenlegének összetétele (négy negyedéves GDP-arányos értékek)*

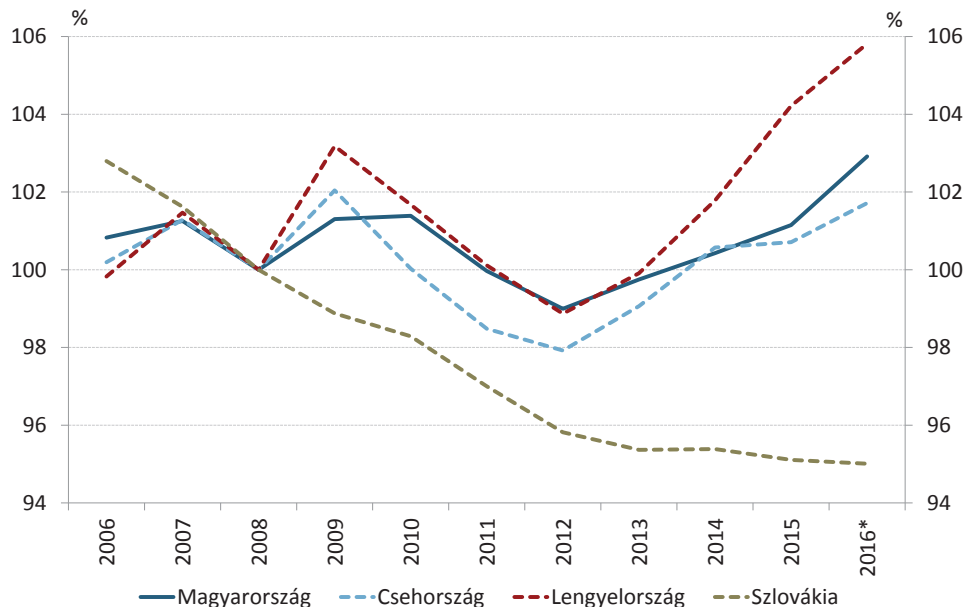


*A 2016-os érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.

Forrás: Eurostat.

Az önálló valutával rendelkező régiós országokban 2012-től tartó cserearány-javulás tavaly is folytatódott. A válságot követően kezdetben enyhén javult, majd 2012-ig fokozatosan romlott a cserearány a régió országaiban. Ezt követően az alacsony inflációs környezet és a mérsékelt olajár nagyban hozzájárult a cserearány javulásához a régióban. A térségben tapasztalt nagy arányú energiahordozó-importot következtében az alacsony nyersanyagárak érdemben hozzájárultak az elmúlt években a nettó export bővülő szintjén keresztül a javuló külső finanszírozási képességhez.

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

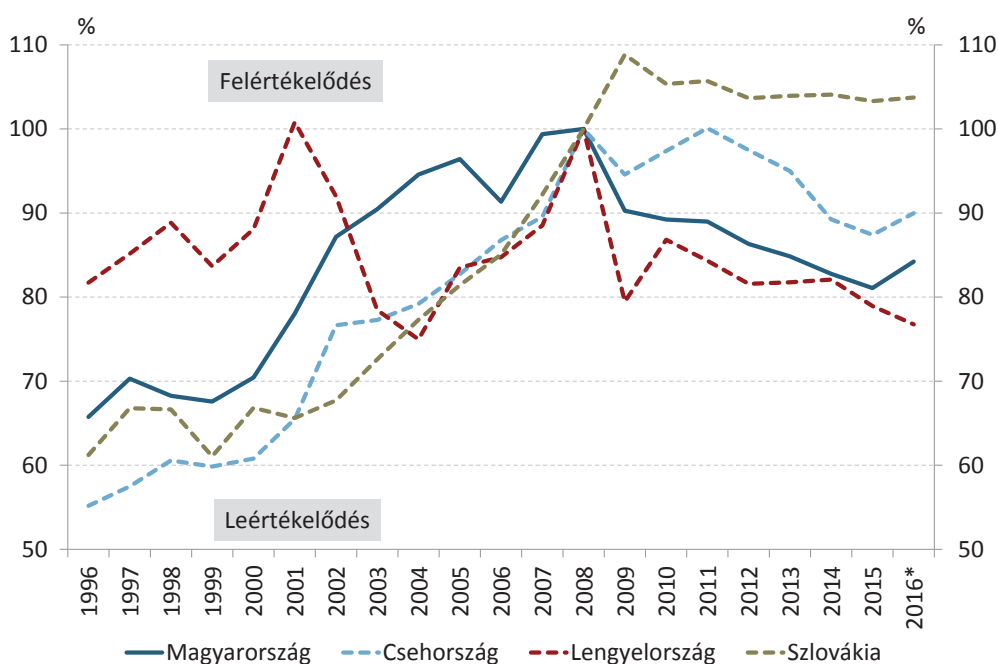


Megjegyzés: *A 2016-ös érték a Bizottság előrejelzése alapján.

Forrás: Európai Bizottság

A 2008 óta tartó reálárfolyam leértékelődés Magyarországon és Csehországban az előző évben megállt, a reálárfolyam szintje azonban továbbra is érdemben elmarad a válság kitörésekor tapasztalt értéktől. Az 1990-es évektől kezdve a régió országaiban fokozatos felértékelődést tapasztalhattunk a munkaköltség alapú reálárfolyamban, amit többek között a közvetlentőke-beáramlás következtében emelkedő termelékenység és munkaerőköltség magyarázott. A trend azonban a válság évében megfordult, a régió árfolyamai fokozatosan leértékelődtek (67. ábra) – természetesen Szlovákia kivételével, ahol 2009-ben az euro lett a hivatalos fizetőeszköz. A mérséklődő munkaköltség alapú reálárfolyam érdemben hozzájárulhatott az exportszektor versenyképességének javulásához a régióban. A válságot követően Lengyelországban és Magyarországon mutatott a legnagyobb arányú leértékelődést a reálárfolyam, azonban az elmúlt években Csehországban bevezetett árfolyamküszöb gátolta a cseh korona felértékelődését, ami a reálárfolyam leértékelődését eredményezhette. Az Európai Bizottság becslése alapján a lengyel zloty reálárfolyama 2016-ban tovább mérséklődött, míg a cseh korona és a forint enyhe felértékelődése volt tapasztalható (utóbbi vélhetően az erős hazai bérdinamikával állhat összefüggésben).

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

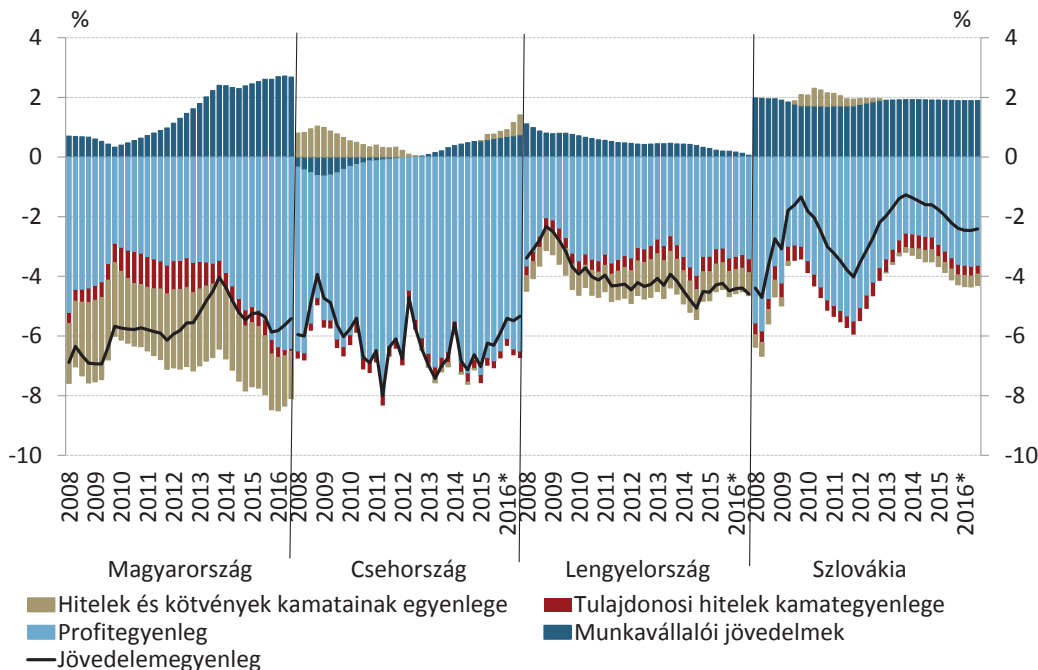


Megjegyzés: *A 2016-ös érték a Bizottság előrejelzése alapján.

Forrás: Európai Bizottság.

A régióban továbbra is Magyarországon és Csehországban a legmagasabb a jövedelemegyenleg hiánya, azonban az elmúlt évben enyhén mérséklődött a külföldre fizett jövedelem a két országban (68. ábra). Az elmúlt években a régió országaiban rendszerint a közvetlentőke-befektetések után realizált profitok rontották leginkább a jövedelemegyenleg szintjét, ugyanakkor a hasonló GDP-arányos FDI-állomány ellenére különböző mértékben. Magyarországon 2013-tól – a gazdasági növekedés újraindulásához köthetően – láthatunk érdemi bővülést a külföldi vállalatok profitegyenlegében, aminek köszönhetően 2016 harmadik negyedévében a GDP 6,5 százalékára emelkedett a mutató. Ez az érték megegyezik a cseh adatokkal, amiből következtethetünk arra, hogy a két országban működő külföldi vállalatok hasonló jövedelmezőséggel bírtak az elmúlt évben (mivel az FDI-állomány hasonló mértékű). Emellett Magyarországon nagyobb, míg Lengyelországban kisebb mértékben a hitelek és kötvények után fizetendő nettó kamatkidadások is hozzájárulnak a jövedelemegyenleg hiányához. A magyar nettó kamatkidadások – a mérséklődő nettó külső adósság ellenére – továbbra is jelentősen meghaladják a régióban tapasztalt átlagot. A profitegyenleg és a kamatkidadások által okozott hiányt ugyanakkor részben ellensúlyozza az átmenetileg külföldön munkát vállaló rezidensek jövedelmei – ami hazánkban tette ki a legnagyobb összeget.

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

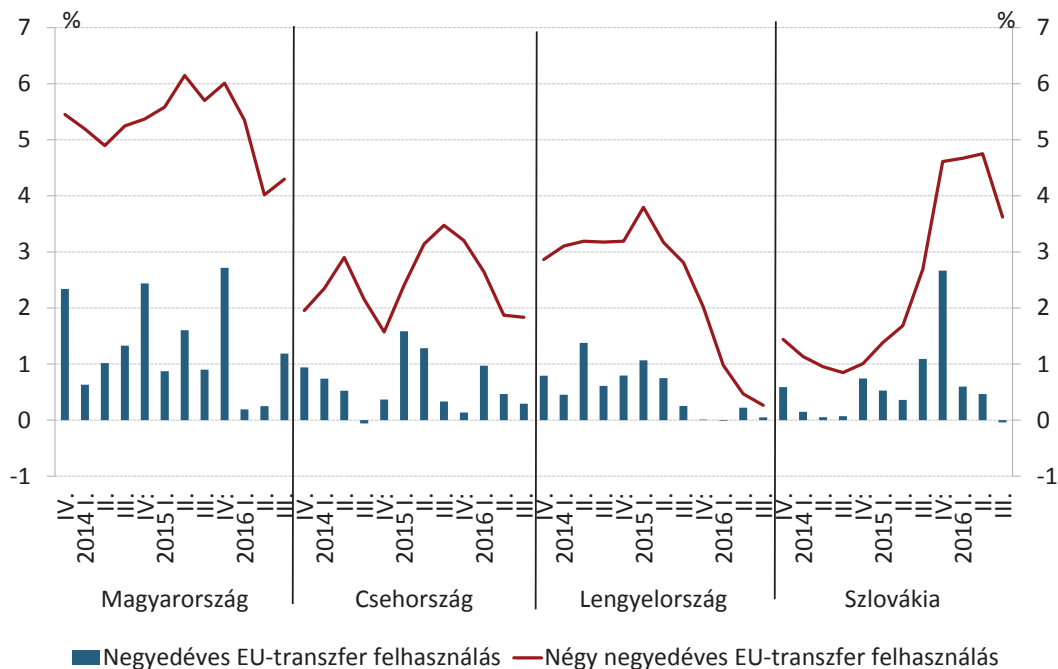


*A 2016-os érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.

Forrás: Nemzeti jegybankok.

Az EU-transzfer felhasználás a visegrádi országokban az elmúlt években hasonló mintázatot követett: a 2015 előtti fokozatos felfutás után 2016 elején számottevő mértékben csökkent (69. ábra). Az EU-transzferek négy negyedéves felhasználása Magyarországon a 2016 előtt a GDP 5-6 százalékára alakult, az elmúlt évben azonban – az új költségvetési ciklushoz köthetően – a GDP 4 százalékára mérséklődött. A régiós versenytársakhoz képest a hazai magasabb szinten stabilizálódó EU-transzfer felhasználása alapvetően a folyó transzfereknek (például mezőgazdasági támogatások) volt köszönhető. Szlovákiában 2015 második felében az addig alacsony EU-transzfer érdemben emelkedett, ami átmenetileg a négy negyedéves értéket is magasban tartja.

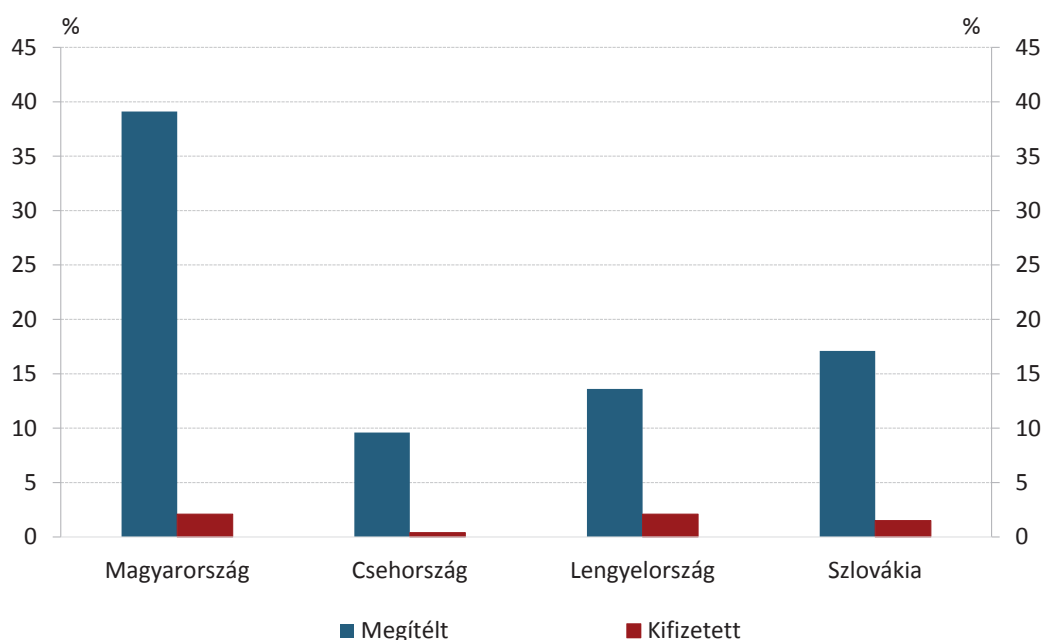
69. ábra: EU-transzfer felhasználás a régiós országokban (GDP-arányos értékek)



Forrás: Eurostat.

Régiós viszonylatban kiemelkedő a kedvezményezettek számára megítélt EU-forrás aránya a teljes rendelkezésre álló kerethez képest, ami megfelel az előzetes várakozásoknak. Az Európai Uniótól származó források a belföldi beruházásokat támogató tőke-transzferek és a rendelkezésre álló jövedelmeket növelő viszonzatlan átutalásokon keresztül érdemben befolyásolják az országok külső egyensúlyi pozíciójának alakulását. Az EU 2007–2013-as költségvetési ciklusának lezárásával jelentősen visszaestek a kifizetett támogatások a régiós országokban a tavalyi év során, aminek következtében a folyó- és tőkemérleg mérséklődésén keresztül rendszerint csökkent ezen országok finanszírozási képessége. Az Európai Unió új, 2014–2020-as költségvetési ciklusához tartozó EU-támogatások leginkább az elkövetkező két évben indulnak emelkedésnek, ami a tőke-transzferek érdemi növelésén keresztül a belföldi beruházások dinamikáját is támogathatják. Így az előző ciklussal összehasonlítva az új periódusban inkább a ciklus első felében várható nagyobb mértékű forráslehívás, ami segítheti a forrásvesztés kockázatának minimalizálását. A 70. ábrán jól látható, hogy az új ciklus harmadik évében a megítélt EU-támogatások a teljes ciklusra tervezett források mintegy 40 százalékát tették ki, ami jelentősen meghaladja a régió többi országában tapasztalt szintet (illetve a kifizetéseket tekintve is viszonylag magas a magyar érték). Ez az összeg megfelel a kormány új költségvetési ciklusra vonatkozó stratégiájának, aminek pozitív hatása lehet a külső egyensúlyi pozíciókra az elkövetkező időszakokban.

70. ábra: Az új EU költségvetési ciklushoz tartozó megítélt és kifizetett* támogatások (teljes keretösszeg arányában)



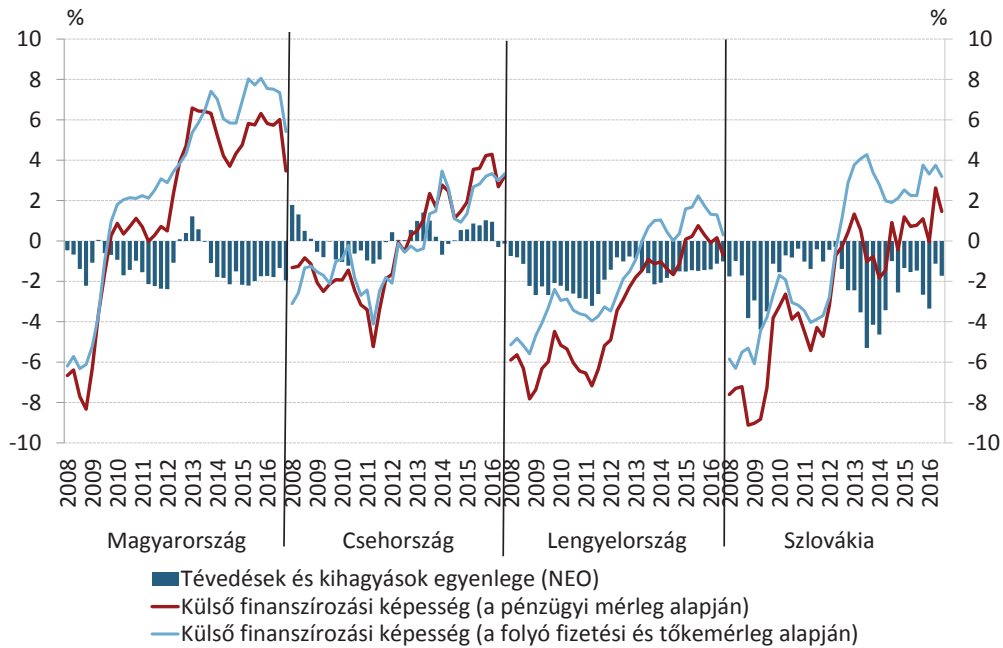
*Magyarország esetén az adat nem tartalmazza a kormányzati előlegként kifizetett összegeket, aminek felhasználása a közeljövőben érdemben emelheti az Európai Bizottság által kifizetett összegek értékét.

Forrás: Európai Bizottság, European Structural and Investment Funds, 2017. január végi állapot.

5.4. Finanszírozás oldali folyamatok

A reálgazdasági oldalról számított finanszírozási képesség a régió országaiban általában meghaladja a pénzügyi mérleg alapján számított értéket. A „Tévedések és kihagyások egyenlege” a finanszírozási, illetve a reálgazdasági oldal alapján számolt finanszírozási képesség adatok közötti eltérést ragadja meg. A pénzügyi mérleg tételei alapján számított külső finanszírozási képesség a visegrádi országokban általánosságban elmarad a reálgazdasági oldalról számítottól (71. ábra). A legnagyobb különbség a szlovák és a lengyel adatoknál tapasztalható, ahol 2014 környékén a finanszírozási oldali folyamatok finanszírozási igényt, míg reálgazdasági oldalról számított finanszírozási képességet mutattak, így a tartozások annak ellenére emelkedtek, hogy a folyó és tőkemérleg egyenlege pozitív volt. Az utóbbi években azonban az eltérés mérséklődött, így a szlovák és lengyel tévedések és kihagyások egyenlege a korábban tapasztalható 3-5 százalékos körüli szintről az elmúlt években a Magyarországon is jellemző 2 százalékos körüli értékre csökkent.

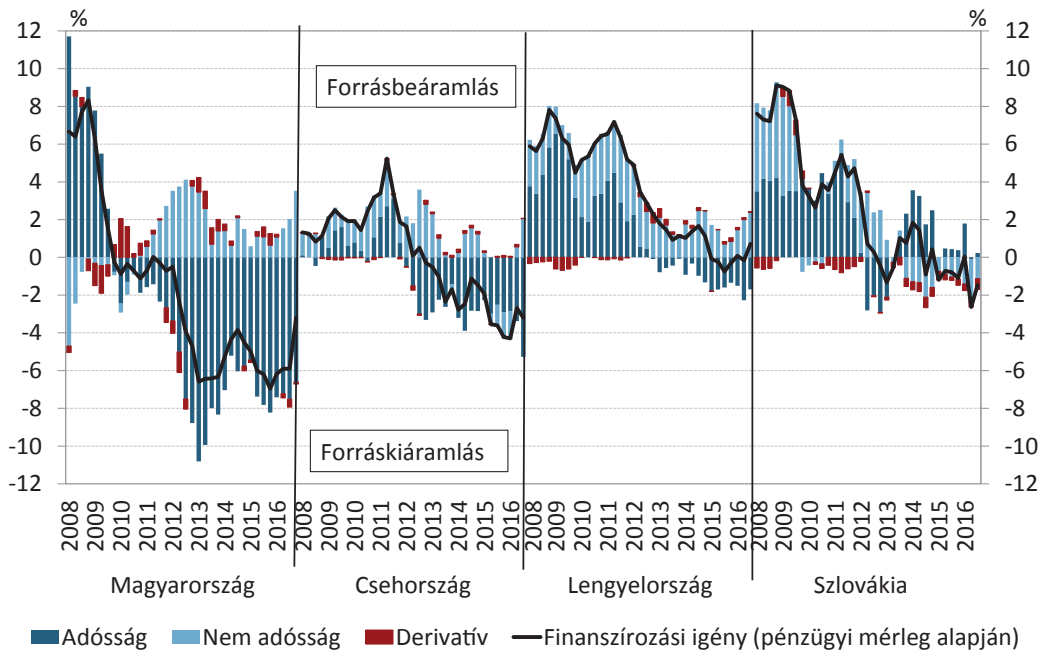
71. ábra: A tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása* (négy negyedéves GDP-arányos adatok)



*A 2016-os érték a régiós országokban a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.
 Forrás: Eurostat, nemzeti jegybank.

A régió legtöbb országa tavaly a nem adósságjellegű források kisebb beáramlása mellett csökkentette nettó külső adósságát. Szlovákiában az adósság jellegű források nem változtak érdemben, míg a nem adósság típusú források enyhén tovább csökkentek (72. ábra). A régió többi országában tovább folytatódott a válság utáni alkalmazkodás, amely – összefüggésben a magas induló adósságszinttel – Magyarországon volt a legmagasabb: az adósság jellegű források csökkenése a GDP 8 százaléka körül alakult az elmúlt évben, míg a cseh és lengyel adat a GDP 2-3 százalékát tette ki. A nem adósság jellegű források GDP-arányos beáramlása Szlovákiát kivéve enyhén emelkedett a visegrádi országokban, melyek közül a magyar adat volt a legmagasabb.

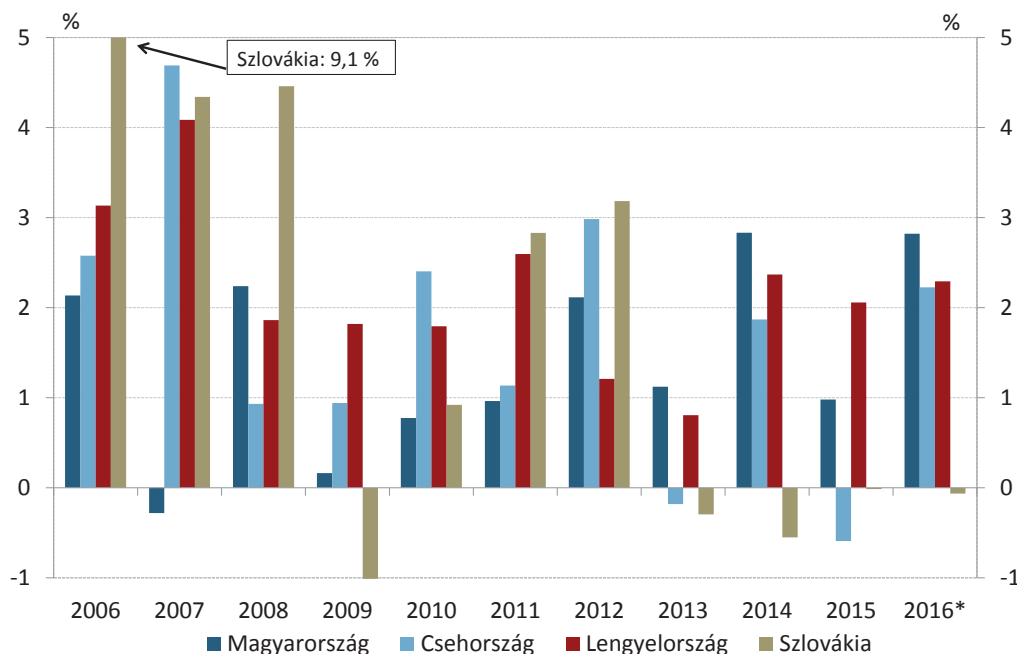
72. ábra: A finanszírozási igény és a finanszírozás formája* (négy negyedéves GDP-arányos adatok)



*A 2016-os érték a régiós országokban a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.
 Forrás: nemzeti jegybankok, Eurostat.
 Forrás: Eurostat, nemzeti jegybank.

Bár a válságot követően érezhetően visszaesett a régió országaiba irányuló FDI, az elmúlt évben Szlovákia kivételével érdemben emelkedett a közvetlentőke-állománya. Az elmúlt tíz év alapján az FDI-beáramlás tekintetében alapvetően együtt mozognak a régiós országok adatai, ami arra utal, hogy a külföldi befektetők hasonlóan tekintenek a régiós országokra (73. ábra). Magyarországon és a régióban 2014 után csökkent az FDI-beáramlás, azonban az elmúlt évben újra a GDP 2 százaléká felett alakult a közvetlentőke-beáramlás. Fontos kiemelni, hogy 2016-ban – a korábbi évektől eltérően – nem a banki tőkeemelések, hanem a nem pénzügyi vállalatok újrabefektetett jövedelmei emelték nagyobb mértékben a közvetlentőke-befektetéseket.

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



*Négy negyedéves adat 2016 harmadik negyedévéig.

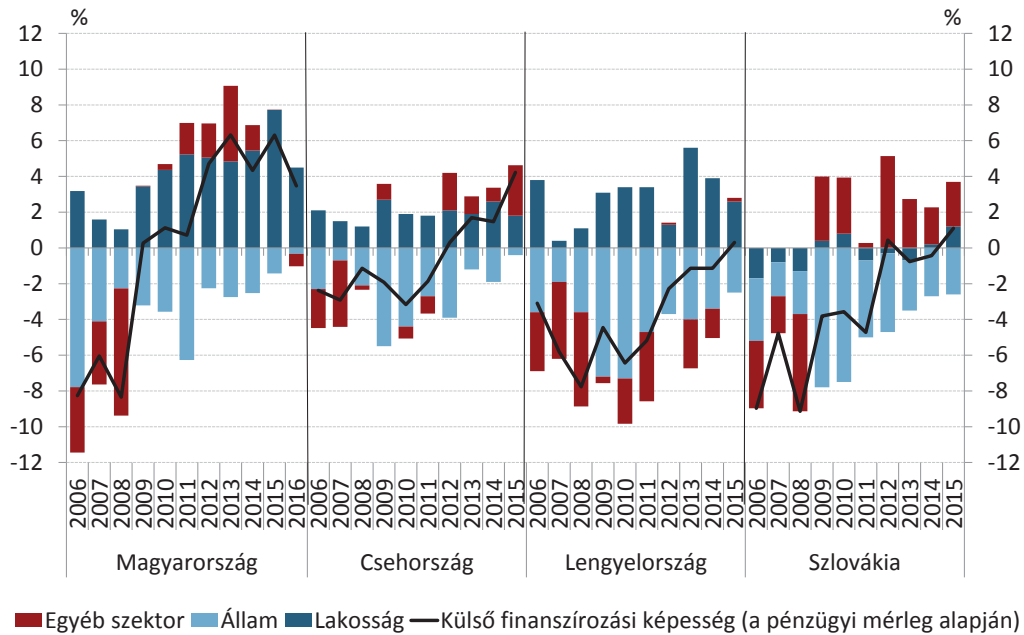
Forrás: Eurostat.

5.5. Megtakarítás oldali folyamatok

A régió országaival összehasonlítva a magas magyar külső pozíció a magánszektor magasabb megtakarításával és az államháztartás alacsony hiányával függ össze.¹⁷ Magyarországon az elmúlt évben enyhén csökkent a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása, azonban továbbra is magasnak mondható (74. ábra). A háztartások továbbra is magas nettó megtakarítását enyhén csökkentette a hitelek lassú felfutása, emellett a vállalatok továbbra is nettó megtakarítók, bár a kvv-szektorban a hitelek növekedését figyelhettük meg. A devizahiteles elszámolás átmeneti, a vállalatok 2015-ös nettó megtakarítását csökkentő, háztartásokét növelő hatása 2016-ban már nem érvényesült. Csehországban és Szlovákiában szintén magas volt a vállalati szektor nettó megtakarítása, azonban a háztartások finanszírozási képessége jóval alacsonyabb szinten, a GDP 1-2 százaléká körül alakult. Lengyelországban viszont – a fogyasztás bővülésével összhangban – mérséklődő lakossági pénzügyi pozíció éppen ellensúlyozta az államháztartás magasabb finanszírozási igényét. 2015-ben Lengyelországban és Szlovákiában az állam finanszírozási igénye magasabban, a GDP 2 százalékának környékén alakult, a magyar és a cseh adat historikusan alacsony szintre mérséklődött. Összességében a visegrádi országokban 2015-ben mindenhol nulla fölé emelkedett a megtakarítások oldaláról számított külső egyensúlyi pozíció.

17 A régiós országokra vonatkozóan nem rendelkezünk 2016-os adattal, ezért azt csak Magyarország esetén tüntetjük fel.

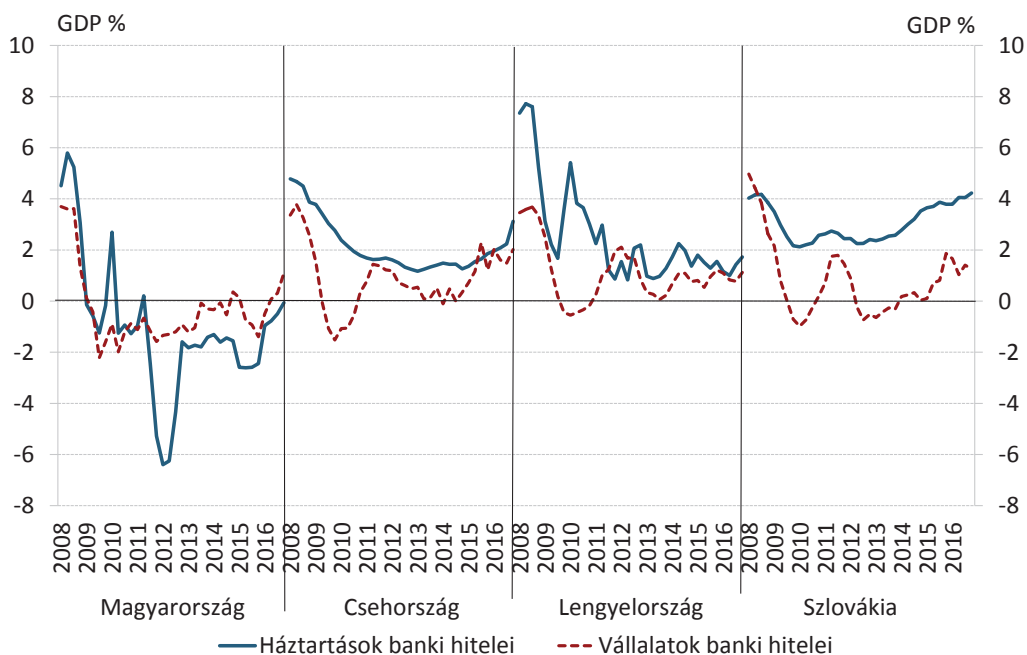
74. ábra: A gazdaság finanszírozási képességének szektorok szerinti alakulása (a GDP arányában)



Forrás: MNB, KSH, Eurostat.

Magyarországon a mérlegalkalmazkodási folyamat lezárulni látszik, a magánszektor hitelfelvétele érdemben emelkedett az elmúlt negyedévekben. A magyar háztartások nettó hitelfelvétele a harmadik negyedévben nulla közelébe emelkedett, vagyis a törlesztés és a bruttó hitelfelvétel kiegyenlítette egymást. A régiós országokban szintén javult a lakosság nettó hitelfelvétele, a legmagasabb Szlovákiában volt, ahol az éves adat meghaladta a GDP 4 százalékát (75. ábra). Vagyis a háztartások esetén bár erősödött a hazai hitelfelvétel, azonban még számottevően elmarad nemcsak a válság előtti szinttől, hanem a régiós országokban tapasztalhatótól is. A vállalatok esetén kedvezőbb a helyzet: a harmadik negyedévben a magyar mutató a lengyel és szlovák adat közelébe emelkedett, míg a cseh vállalatok nettó hitelfelvétele kissé elmaradt. A folyamatosan emelkedő nettó hitelfelvétel eredményeként a magánszektor jelenleg régiós szinten is magas nettó finanszírozási képessége mérséklődhet.

75. ábra: A vállalatok és háztartások négy negyedéves nettó hitelfelvétele a GDP százalékában*

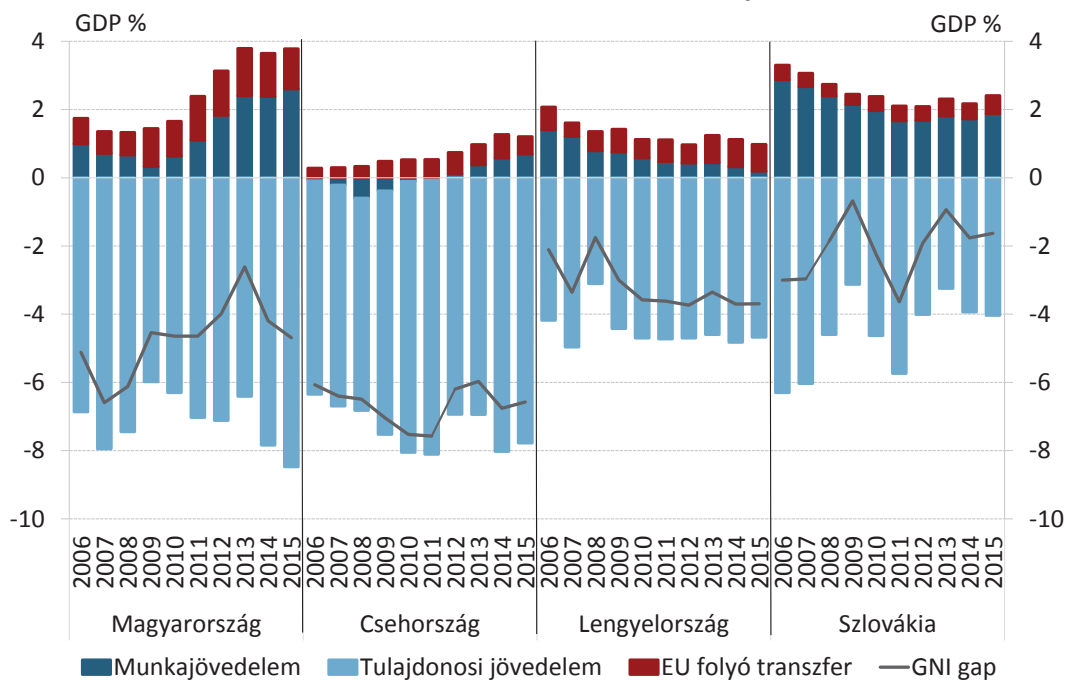


*A 2016-os érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.

Forrás: MNB, KSH, Eurostat.

A régió országaiban a GDP jellemzően meghaladja a GNI értékét, ami a külföldi vállalatok profitjával van összefüggésben. A bruttó nemzeti jövedelem a rezidens gazdasági egységek teljes elsődleges jövedelme, amely a GDP-től alapvetően a külföldön tevékenykedő rezidensek és az itthon lévő nem rezidensek jövedelmeivel tér el. A külföldi vállalatok számottevő szerepet játszanak a régiós országok gazdaságában, ezért az általuk elért profit is mindegyik országban számottevő, a GDP 4-8 százaléka között alakul. A külföldi vállalatok nettó tulajdonosi jövedelme Magyarországon és Csehországban a legmagasabb, amit csak részben ellensúlyoz a külföldi munkavállalók nettó jövedelme illetve a folyó EU-transzfer (76. ábra). Az elmúlt két évben a GDP és a GNI közötti különbség mindegyik visegrádi országban, de leginkább Magyarországon emelkedett, amit jellemzően a külföldi tulajdonú vállalatok bővülő jövedelmei eredményeztek. Fontos ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy a magyar GDP-GNI rés még mindig jóval alacsonyabb, mint a cseh érték.

76. ábra: A GDP és GNI közötti eltérés tényezői

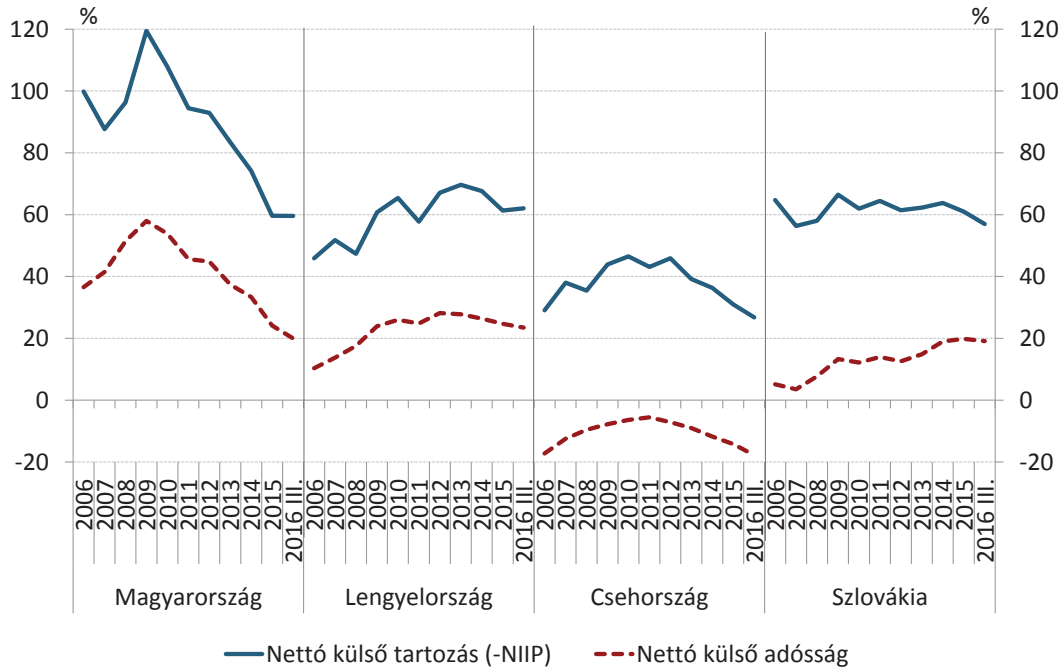


Forrás: Eurostat.

5.6. Külső tartozásmutatók

Magyarország külső tartozásmutatói a válság után dinamikusan mérséklődtek, mára a visegrádi országok szintjéhez hasonlóan alakulnak (77. ábra). Magyarország nettó külső tartozása és nettó külső adóssága magasan a régiós országok feletti szinten tetőzött 2009-ben, majd a beinduló alkalmazkodási folyamatoknak köszönhetően érdemben csökkent. Az elmúlt években Magyarországon és Csehországban – a nettó megtakarítói pozíciónak köszönhetően – folytatódott a külső tartozásmutatók csökkenése, ezzel párhuzamosan Szlovákiában és Lengyelországban a gazdaság nulla közeli finanszírozási képességével összhangban a tartozásmutatók az elmúlt években nem változtak számottevően. 2016-ban Magyarországon a nettó külső tartozásmutató (NIIP) a GDP 60 százaléka körül stabilizálódott, ami a szlovák és lengyel adat szintjének felel meg. A nettó külső adósság Magyarországon – a válság után kiugróan magas GDP 60 százalékát megközelítő szintről – 2016-ra a GDP 20 százalékára mérséklődött, ami szlovák és a lengyel adathoz hasonló szintet jelent. Csehország esetén az árfolyamkűszöb alkalmazásának köszönhetően tovább emelkedtek az ország külföldi követelése, ami a bruttó szárah emelkedését okozta, viszont a nettó külső adósságot nem változtatta. Összességében elmondható, hogy a visegrádi országokban a stabil finanszírozási képesség és a fenntartható szintű tartozásmutatóknak köszönhetően a külső sérülékenység tovább mérséklődött.

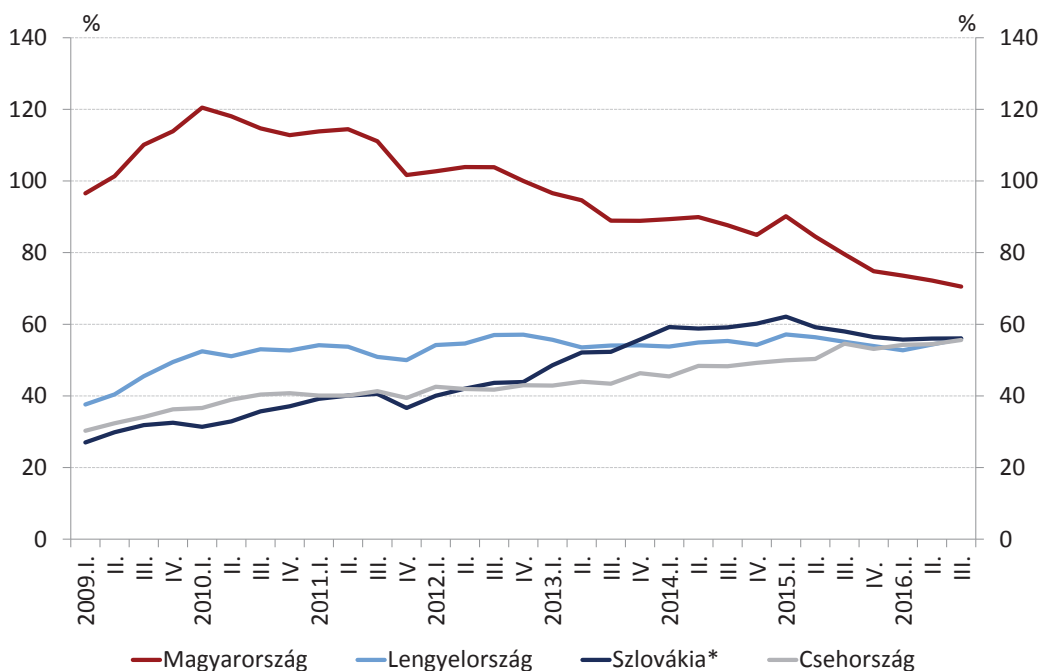
77. ábra: A nettó külső adósság és tartozás alakulása (GDP-arányos adatok, nettó külső adósság tulajdonosi hitel nélkül)



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

A bruttó külső adósság GDP-arányos szintje tovább mérséklődött Magyarországon, miközben a régiós országok mutatója a magyar adattól továbbra is jelentősen elmaradó szinten stabilizálódott (78. ábra). A bruttó külső adósság számottevő mértékben, a GDP 120 százalékáról 70 százalékra csökkent Magyarországon az elmúlt évtizedben. A régió többi országában azonban nem volt szükség hasonló mértékű alkalmazkodásra, így a bruttó külső adósságmutatójuk még enyhén emelkedett is. A válság évében a versenytársak bruttó külső adóssága a GDP 40 százalék körül alakult, ami 2016 harmadik negyedévére érdemben a GDP 60 százalékának közelébe emelkedett, de így is elmarad a magyarországi adattól.

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

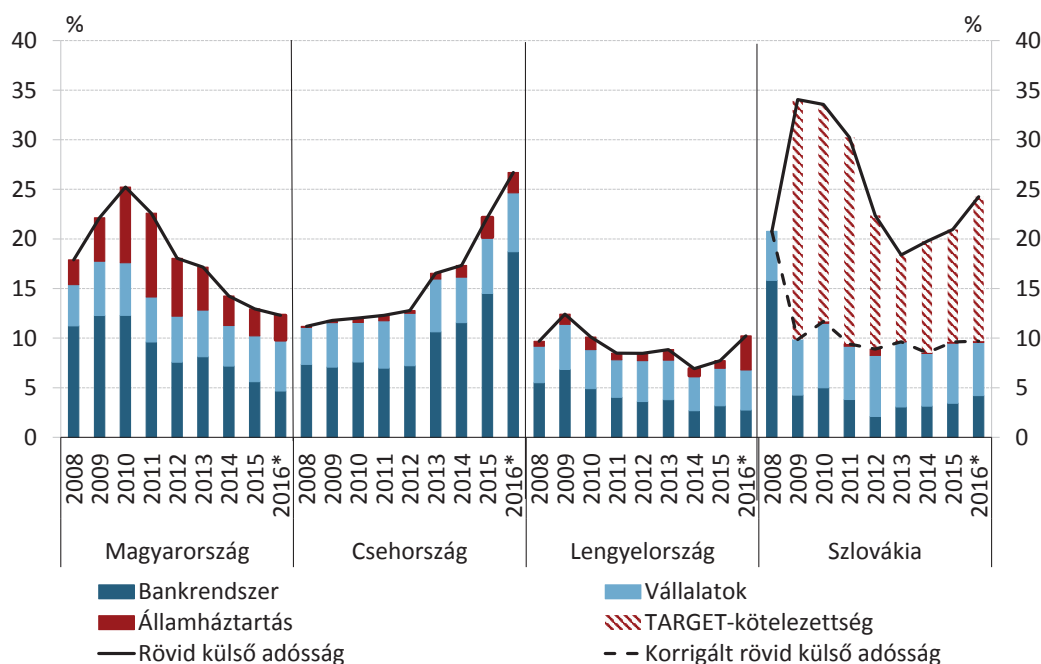


Megjegyzés: *Szlovákia esetén nem vettük figyelembe a Target rendszer miatti technikai jellegű adósságot.

Forrás: Eurostat.

Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság szintje tovább mérséklődött Magyarországon, míg a régió többi országában emelkedett (79. ábra). Magyarország eredeti futamidő szerinti rövid lejáratú külső adóssága¹⁸ a válságot követő két évben a GDP 25 százalékára emelkedett, ami akkor érdemben meghaladta a régió többi országában tapasztalt szintet. 2010-et követően Magyarország rövid külső adóssága fokozatosan a GDP 12 százalékára mérséklődött, így szintje kis mértékben meghaladja a szlovák és lengyel körülbelül 10 százalékos szintet, azonban már érdemben elmarad a Csehországban tapasztalt 27 százalékos értéktől. A Csehország esetében látott dinamikus emelkedés elsősorban a külföldi bankok forrásainak – a bankok mérlegfőösszegéhez képest is – jelentős bővüléséhez köthető. Ezt magyarázhatja a cseh jegybank által alkalmazott árfolyamküszöb, aminek keretében a jegybank devizavásárlásai során a tranzakciókban adott cseh korona bizonyos része külföldi szereplőkhöz kerül, akik ennek egy jelentős részét rövid forrásként a bankszektorban helyezik el. Eközben Lengyelországban és Magyarországon folytatódott a bankszektor alkalmazkodása, ami a bankok eredeti futamidő szerinti rövid külső adósságának további mérséklődésében is tükröződött. A magyar államháztartás rövid külső adóssága a korábbi években kiugrónak számított régiós viszonylatban, azonban 2016 év végi 2,5 százalékos mértéke kismértékben haladja meg a cseh államháztartás rövid külső adósságát, ugyanakkor érdemben elmarad a Lengyelországban mért 3,4 százalékos értéktől. A szlovák adattal kapcsolatban meg kell jegyezni, hogy a korrigálatlan magas bruttó finanszírozási igényét az eurozóna-csatlakozás következtében keletkező technikai jellegű tételek okozták, amit az adatokból kiszűrve a magyar adatokhoz hasonló szinten alakult mutatót kapunk.

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



Megjegyzés: *2016. harmadik negyedéves adatok alapján.

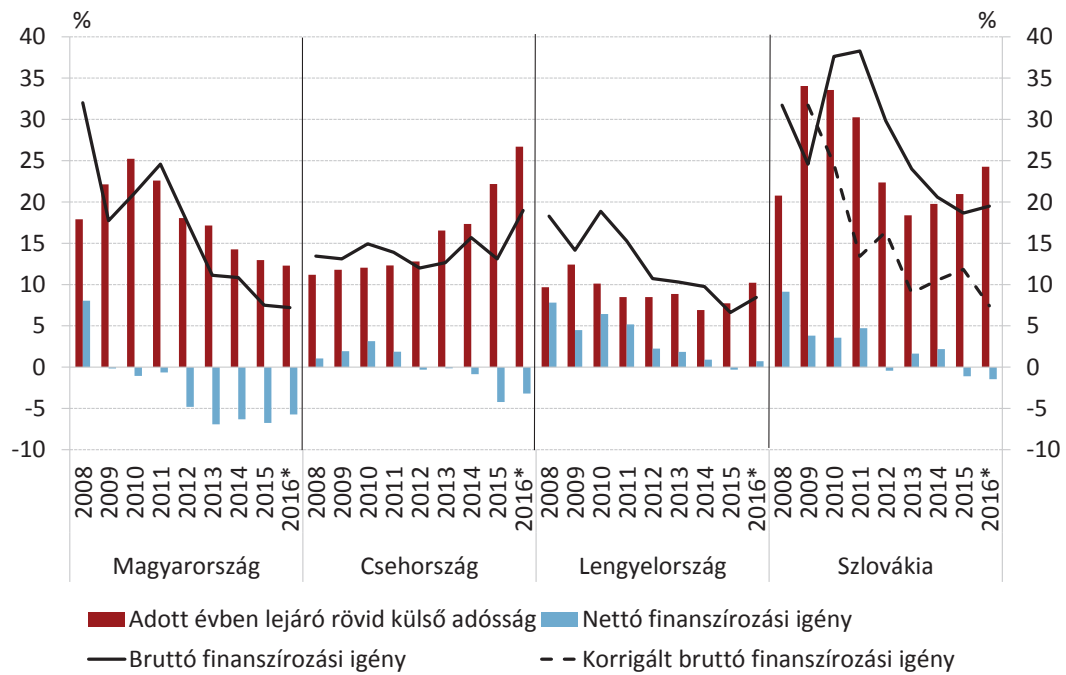
Forrás: World Bank.

Magyarország bruttó finanszírozási igénye a GDP 7 százalékára mérséklődött 2016-ban, ami régiós összehasonlításban kedvezőnek tekinthető (80. ábra). A bruttó finanszírozási igény azt mutatja meg, hogy az adott évben összességében mekkora a lejárató külső adósság és a nettó finanszírozási igény. Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alapján számított bruttó finanszírozási igény hazánkban tovább csökkent 2016 első három negyedévében.¹⁹ Magyarországon az elmúlt években a mérséklődő bruttó finanszírozási igény stabilan alakuló nettó finanszírozási képesség és – többek között az MNB önfinanszírozási programjának köszönhetően – dinamikus mérséklődő rövid külső adósság mellett valósult meg. A lengyel és a szlovák bruttó finanszírozási igény a magyarországi adathoz hasonló szinten állt 2016 harmadik negyedévében. Ezzel szemben Csehországban trendszerű emelkedést láthatunk a bruttó finanszírozási igény szintjében, amelyet leginkább a rövid külső adósság – már bemutatott – jelentős bővülése eredményezett.

18 A régiós országokra nem áll rendelkezésre adat a berövidülő adósságról.

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

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



Megjegyzés: *2016. harmadik negyedéves adatok alapján.
Forrás: Eurostat, World Bank.

ÁBRÁK JEGYZÉKE

1. ábra: Magyarország külső egyensúlyi helyzetének összefoglaló ábrázolása	4
2. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (négy negyedéves, GDP arányában)	7
3. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (éves értékek, a GDP arányában)	8
4. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (GDP-arányos, négy negyedéves értékek).....	9
5. ábra: Az áruexport és áruimport volumenváltozása (éves növekedési ütemek) és az áruforgalmi egyenleg (négy negyedéves érték a GDP arányában).....	9
6. ábra: Az export és a külső kereslet reálnövekedése, valamint exportpiaci részesedésünk alakulása	10
7. ábra: Ipari termelés alakulása a fontosabb ágazatokban (2010 = 100).....	10
8. ábra: A belföldi felhasználás növekedési üteme és a nettó export hozzájárulása a GDP-növekedéshez	11
9. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás).....	12
10. ábra: A nettó külkereskedelmi termékforgalom alakulása árucsoportonként (a GDP arányában)	13
11. ábra: A jövedelemegyenleg tételeinek alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves értékek)	14
12. ábra: A negyedéves nettó kamategyenleg alakulása és annak megbontása (a GDP arányában).....	15
13. ábra: A külső adósság átlagos bruttó állományának és implicit kamatának alakulása	15
14. ábra: Az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelmei.....	16
15. ábra: Az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozó rezidensek jövedelme és számuk	17
16. ábra: A transzferegyenleg alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves mutatók).....	18
17. ábra: A nettó EU folyó és tőketranszfer alakulása, valamint annak szektorbontása	18
18. ábra: Az eredmény- és pénzforgalmi szemléletű EU-transzferek alakulása (négy negyedéves érték)	19
19. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség alakulása (négy negyedéves GDP-arányos érték)	20
20. ábra: A nettó forráskiáramlás alakulása szektorok szerint.....	21
21. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók).....	22
22. ábra: A közvetlentőke-befektetések és az adósság típusú források alakulása*	22
23. ábra: A külföldi tulajdonban lévő magyarországi vállalatok által megtermelt profit felosztása	23
24. ábra: A nem adósság jellegű források alakulása (kumulált tranzakciók)	24
25. ábra: A közvetlentőke-befektetések alakulása (kumulált tranzakciók)	24
26. ábra: A nettó közvetlentőke alakulása szektorok szerint (kumulált éves adatok).....	25
27. ábra: A nettó közvetlentőke-tételek alakulása (kumulált tranzakciók)	26
28. ábra: A nettó portfóliórészesvény alakulásának tényezői (kumulált tranzakciók).....	26
29. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása (kumulált tranzakciók)	27
30. ábra: Az egyes szektorok adósság típusú forrásainak alakulása (éves tranzakciók).....	28

31. ábra: A bankrendszer külföldi adósság- és követelés tranzakcióinak alakulása (kumulált tranzakciók)	28
32. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának lejárat bontása (kumulált tranzakciók)	29
33. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásnak felbontása (kumulált tranzakciók)	30
34. ábra: A forint állampapír-állomány változása szektorok szerint	30
35. ábra: A vállalatok nettó külső adósság jellegű forrásainak alakulása (kumulált adatok)	31
36. ábra: A nettó külső tartozás alakulása (időszak végi, GDP-arányos értékek)	32
37. ábra: A nettó külső adósság változásának felbontása tételekre (a GDP arányában)	33
38. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában, tulajdonosi hitel nélkül)	34
39. ábra: A bankrendszer külföldi eszközeinek és adósságának alakulása (a GDP arányában)	34
40. ábra: A bruttó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában, tulajdonosi hitel nélkül)	35
41. ábra: A bruttó külső adósság devizanem szerinti szerkezete (GDP-arányos értékek)	35
42. ábra: A bruttó külső adósság devizanem szerinti szerkezete (GDP-arányos értékek)	36
43. ábra: A hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság alakulása	37
44. ábra: A bruttó forrásbevonási szükséglet alakulása	38
45. ábra: A devizatartalék és a Guidotti-Greenspan mutató alakulása	40
46. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	41
47. ábra: Az államháztartás nettó finanszírozási képességének alakulása (a GDP arányában)	42
48. ábra: Az államháztartás kamatkidásainak alakulása	43
49. ábra: Az ÁKK éves nettó adósságkibocsátásának szerkezete (a GDP arányában)	43
50. ábra: A bruttó államadósság, valamint azon belül a külföldi tulajdon és a devizarész arányának alakulása	44
51. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)	45
52. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)	46
53. ábra: A magánszektor banki hiteleinek és betéteinek alakulása	46
54. ábra: A vállalatok nettó finanszírozási képessége és a külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos adat)	47
55. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos finanszírozási igénye és az azt meghatározó főbb reálgazdasági tényezők (nemzeti számlákból számított négy negyedéves értékek)	48
56. ábra: A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége és nettó külföldi tranzakciói (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	48
57. ábra: A nem pénzügyi vállalatok külföldi hiteltartozásának és követelésének állománya (a GDP arányában)	49
58. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása 2016-ban	51
59. ábra: A bruttó megtakarítási és beruházási ráta alakulása (GDP arányában)	51
60. ábra: A beruházási ráta szektorális megoszlása (GDP arányában)	52

61. ábra: A visegrádi országok folyó fizetési és tőkemérlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok)...	53
62. ábra: Magyarország és a mediterrán országok folyó fizetési és tőkemérlegének alakulása (GDP-arányos adatok)	54
63. ábra: Magyarország és a mediterrán országok nettó külső adóssága (GDP-arányában, tulajdonosi hitel nélkül) ...	55
64. ábra: Az áru- és szolgáltatásegyenlegek megoszlása (négy negyedéves GDP-arányos értékek).....	55
65. ábra: A visegrádi országok szolgáltatásegyenlegének összetétele (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	56
66. ábra: A cserearány változása a régióban (2008 = 100)	56
67. ábra: Munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása a régióban (2008 = 100, 37 országgal szemben)	57
68. ábra: A jövedelemegyenleg összetevőinek alakulása* (négy negyedéves GDP-arányos értékek).....	58
69. ábra: EU-transzfer felhasználás a régiós országokban (GDP-arányos értékek)	58
70. ábra: Az új EU költségvetési ciklushoz tartozó megítélt és kifizetett* támogatások (teljes keretösszeg arányában)	59
71. ábra: A tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása* (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	60
72. ábra: A finanszírozási igény és a finanszírozás formája* (négy negyedéves GDP-arányos adatok).....	60
73. ábra: A régiós országok nettó FDI-beáramlása (a GDP arányában).....	61
74. ábra: A gazdaság finanszírozási képességének szektorok szerinti alakulása (a GDP arányában)	62
75. ábra: A vállalatok és háztartások négy negyedéves nettó hitelfelvétele a GDP százalékában*	62
76. ábra: A GDP és GNI közötti eltérés tényezői	63
77. ábra: A nettó külső adósság és tartozás alakulása (GDP-arányos adatok, nettó külső adósság tulajdonosi hitel nélkül)	64
78. ábra: A bruttó külső adósság alakulása a régió országaiban (GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitelek nélkül).....	64
79. ábra: Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alakulása (GDP-arányos adatok).....	65
80. ábra: A bruttó finanszírozási igény alakulása (eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alapján, GDP-arányos adatok)	66

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 ország rész 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. április

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

