



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2018
ÁPRILIS

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2018
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 jegybankfeladata. A külső egyensúly alakulása a pénzügyi stabilitás szempontjából kiemelt jelentőséggel bír, mivel a fizetési mérleg folyamatai alapján következtetni lehet a gazdasági növekedés fenntarthatóságára, illetve az ezzel kapcsolatos kockázatokra. Emellett a fizetési mérleg elemzésével a gazdasági problémákat már korábban, azok kialakulásakor fel lehet tárni, és lépéseket lehet tenni elkerülésük érdekében.

A Magyar Nemzeti Bank ezért átfogóan és rendszeresen elemzi a külső egyensúlyi folyamatokat, több mutatón keresztül vizsgálja a makrogazdasági egyensúlytalanságokat, valamint azonosítja az ország sérülékenysége szempontjából kritikus elemeket, folyamatokat.

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

Az elemzés Virág Barnabás Monetáris politikáért és közgazdaság elemzésekért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt a Monetáris politika és pénzügyi elemzés igazgatóságán készült. A jelentés készítésében részt vettek: Babos Dániel, Balogh Eszter, Boldizsár Anna, Csom-Bíró Gabriella, Csontos Orsolya, Gerlaci Bence, Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter és Sisak Balázs. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2018. március 23-ig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

Összefoglaló

A magyar gazdaság külső sérülékenysége 2017 folyamán is csökkent. A folyó fizetési mérleg többlete elsősorban az erős belföldi kereslet miatt a GDP 3 százaléka alá mérséklődött, azonban az EU-transzferek jelentős növekedése és a továbbra is nagymértékű működőtőke-beáramlás mellett folytatódott a gazdaság nettó és bruttó külső adósságrátájának számottevő csökkenése. Magyarország külső finanszírozási képessége – a külkereskedelmi többlet mérséklődése ellenére – továbbra is jelentős nagyságú, és meghaladja a régiós országokban jellemző értékeket.

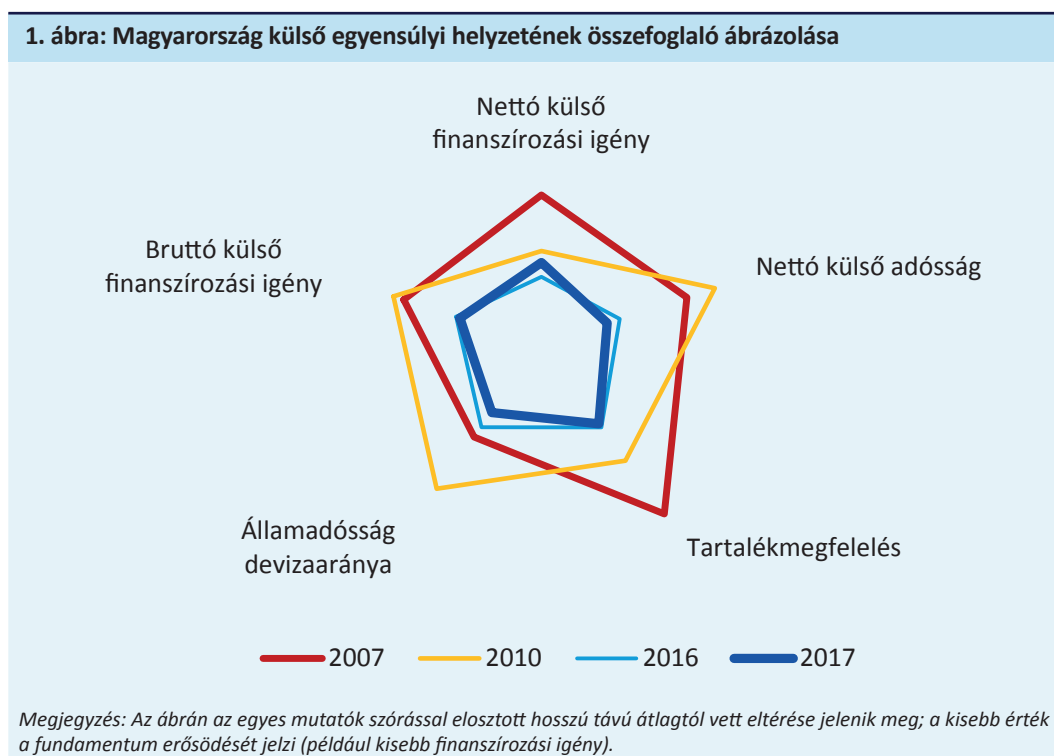
A reálgazdasági folyamatok szerint a folyó fizetési mérleg többletének csökkenése mellett nőtt az EU-transzferek felhasználása, ami fékezte a külső finanszírozási képesség mérséklődését – így az továbbra is magas, a GDP 4 százalékát meghaladó szintet ért el. A nettó megtakarítói pozíció csökkenése döntően az áruegyenleg alacsonyabb többletére vezethető vissza, amiben az importintenzív beruházások emelkedése, a fogyasztás bővülése, illetve a cserearányok emelkedő olajárak melletti romlása játszott szerepet. Érdemes kiemelni, hogy a jelentős importbővülés mellett a hazai kivitel növekedése 2017-ben jelentősen gyorsult, hozzájárulva az exportpiaci részesedés javulásához. A magyar külkereskedelmi többlet továbbra is magas a régió legtöbb országában jellemző csökkenés ellenére, és meghatározó jelentőségű a kedvező külső egyensúlyi pozícióban. A folyó fizetési mérleg egyenlegét a külföldi tulajdonú vállalatok magasabb profitja is mérsékelte, a jövedelemegyenleg hiányának emelkedését ugyanakkor fékezte a külföldre fizetett kamatok (külső adósság leépülésével párhuzamosan történt) csökkenése. Az EU új költségvetési ciklusához tartozó források felhasználása az átmeneti visszaesést követően 2017-ben nagymértékben bővült, és meghaladta a GDP 2,5 százalékát.

A fizetési mérleg finanszírozási oldala szerint 2017-ben a forráskiáramlás mértéke is elmaradt az előző évitől. A nettó külső adósság továbbra is jelentős, több mint 5 milliárd eurós csökkenéséhez a külső finanszírozási képesség mellett az előző évihez hasonlóan magas, mintegy 2 milliárd eurós nettó közvetlentőke-befektetés is hozzájárult. 2017 folyamán a bankrendszer nettó külső adóssága – a korábbi években jellemző csökkenést követően – enyhén növekedett, míg a konszolidált államháztartás nettó külső adóssága nagyobb, a vállalatoké kisebb mértékben mérséklődött. Az állam számottevően csökkenő nettó külső adósságában az EU-transzferek felhasználása mellett a külföldiek forint állampapír-állományának csökkenése játszott szerepet, miközben a devizatartalék – az önfinanszírozás devizaigénye, illetve az EU-transzferek és a jegybank finomhangoló eszközeihez kapcsolódó devizalikviditás eredőjeként – a tranzakciókból eredően nem változott. Az előző évhez hasonlóan a magánszektor nettó külső adósságának tranzakciókból eredő csökkenését nagyobb részben a külföldi eszközök növekedése eredményezte, míg a külföldi hitelek visszafizetése csak kisebb részben járult hozzá – vagyis már jóval kevésbé jellemző a külső források mérséklődése, és inkább a külföldi eszközökben felhalmozott tartalékok növekedése ad lendületet a nettó külső adósság mérséklődésének. A banki források emelkedése a hosszú lejáratokat érintette, így a szektor lejárat szerkezete továbbra is kedvező.

A továbbra is jelentős külső finanszírozási képességgel párhuzamosan 2017-ben is folytatódott a magyar gazdaság külső adósságmutatóinak csökkenése, ami tovább mérsékelte az ország külső sérülékenységét (a külső egyensúlyi folyamatok alakulását az 1. ábra foglalja össze, ahol a középponthez közelebbi érték – praktikusán a „háló” összehúzódása – jelzi az adott mutató szerint kisebb sérülékenységet). A nettó külső adósság a GDP 13 százalékára, a bruttó külső adósság a 2010-ben tapasztalt szint felére, azaz a GDP 60 százalékának közelébe csökkent, amihez a forráskiáramlás, az átértékelődés és a nominális GDP emelkedése egyaránt hozzájárult. A nettó külső adósság 2017-ben tapasztalt korrekciója nagyobb részben az államháztartás, kisebb részben a vállalatok nettó külső adósságának mérséklődésével áll összefüggésben. A bruttó külső adósság csökkenése meghaladta a nettó külső adósság mérséklődését, ami elsősorban azzal áll összefüggésben, hogy az – amerikai dollár gyengüléséhez köthető – átértékelődés a külföldi tartozásokat és követeléseket is mérsékelte, amelyek a nettó mutatóban részben ellensúlyozták egymás hatását. Az ország külső sérülékenységének mérséklődését jelentősen támogatta egyrészt, hogy a gazdaság bruttó finanszírozási igénye 2017-ben közel 2 milliárd euróval csökkent, másrészt, hogy az év végére a rövid külső adósság is historikus mélypontra, 16 milliárd euró közelébe süllyedt. Így a jegybank és a befektetők által is kiemelten követett Guidotti-Greenspan-szabályt figyelembe véve a devizatartalék 2017. év végi 23,4 milliárd eurós értéke jelentősen meghaladja a rövid külső adósság 16,4 milliárd eurós szintjét.

A szektorok megtakarításai felől vizsgálva a nettó finanszírozási képesség 2017-es mérséklődése ellentétes folyamatok eredőjeként alakult ki: a vállalatok nettó pozíciója finanszírozási igénybe váltott és az államháztartás finanszírozási igénye

is enyhén bővült, miközben a lakosság pénzügyi megtakarítása emelkedett. A magánszektor finanszírozási képességének mérséklődésében fontos szerepet játszott a vállalatok beruházási aktivitásának folyamatos bővülése és a háztartások lassan növekvő lakásberuházásai. A lakosság ezzel együtt az év második felében – a gyorsan növekvő bérekkel összefüggésben – érdemben növelte a nettó pénzügyi megtakarítását, amihez az átmeneti növekedés után gyengülő hitelkereslet is hozzájárult. Az államháztartás finanszírozási igénye enyhén javulva a GDP 2 százaléka alatt maradt 2017 negyedik negyedévében, amiben a költségvetési bevételek bérnövekedéssel és fogyasztásbővüléssel párhuzamos emelkedése, illetve a kamatkidadások csökkenése egyaránt szerepet játszott. A magánszektor továbbra is jelentős állampapír-keresletet támasztott, így folytatódott az államadósság devizaarányának csökkenése, illetve az állam külföldi forrásoktól való függőségének mérséklődése.



A jelentés speciális témájában hazánk külső egyensúly-mutatóinak alakulását összehasonlítjuk a régiós folyamatokkal. Magyarország külső finanszírozási képessége a csökkenés ellenére 2017-ben is meghaladta a régiós (illetve az Európai Unió) országok átlagát, ami elsősorban a régióban jellemzőnél magasabb megtakarítási rátára vezethető vissza. Hazánkhoz hasonlóan a régiós országok többségében is az áruegyenleg csökkenése miatt mérséklődött a folyó fizetési mérleg egyenlege – ennek hátterében azonban (Magyarországgal ellentétben) több országban nem a beruházási kiadások, hanem elsősorban a bővülő fogyasztás állt. Emellett a korábbi években tapasztalt cserearányjavulást követően az olajárak emelkedése jellemzően már csökkentette a régiós országok külkereskedelmi egyenlegét. Míg Magyarországon a folyó fizetési mérleg többletének csökkenését részben ellensúlyozta az EU új költségvetési ciklusához tartozó források beáramlása, addig a régió többi országában – Lengyelország kivételével – nem javult a transzferegyleg. A kiemelkedő külső finanszírozási képességet hazánkban a magánszektor – régiós szinten is – magas megtakarítása támogatta, miközben a költségvetési hiány megfelelt a régiós szintnek. Ezzel párhuzamosan 2017-ben tovább folytatódott a külső sérülékenység csökkenése Magyarországon, aminek eredményeként a nettó külső adósságunk a lengyel és szlovák szint alá, míg a bruttó külső adósságunk a régiós szint átlagának közelébe csökkent.

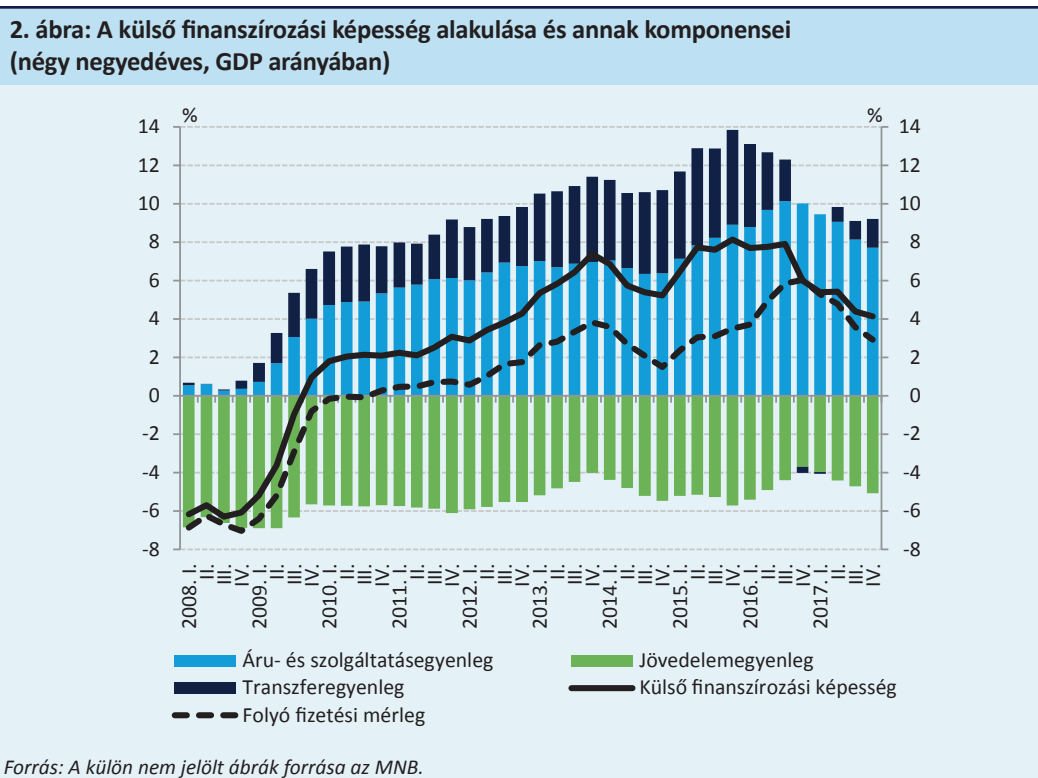
Tartalom

Összefoglaló	5
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg	8
1.2. Jövedelemegyenleg	13
1.3. Transzferegyenleg	16
2. Finanszírozási megközelítés	18
2.1. Nem adósság jellegű források	21
2.2. Adósságjellegű források	24
3. Állományi mutatók alakulása	29
3.1. Nettó külső tartozás	29
3.2. Nettó külső adósság	31
3.3. Bruttó külső adósság	33
3.4. Rövid külső adósság és bruttó finanszírozási igény	34
3.5. Tartalékmegfelelés	36
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés	39
4.1. Államháztartás	40
4.2. Háztartási szektor	43
4.3. Vállalati szektor	46
5. Nemzetközi összehasonlítás	49
5.1. Finanszírozási képesség	49
5.2. Megtakarítási és beruházási ráták alakulása	50
5.3. A külső finanszírozási képesség és reálgazdasági tényezői	51
5.4. Finanszírozás oldali folyamatok	56
5.5. Megtakarítás oldali folyamatok	58
5.6. Külső tartozásmutatók	60
Ábrák jegyzéke	64

1. Reálgazdasági megközelítés

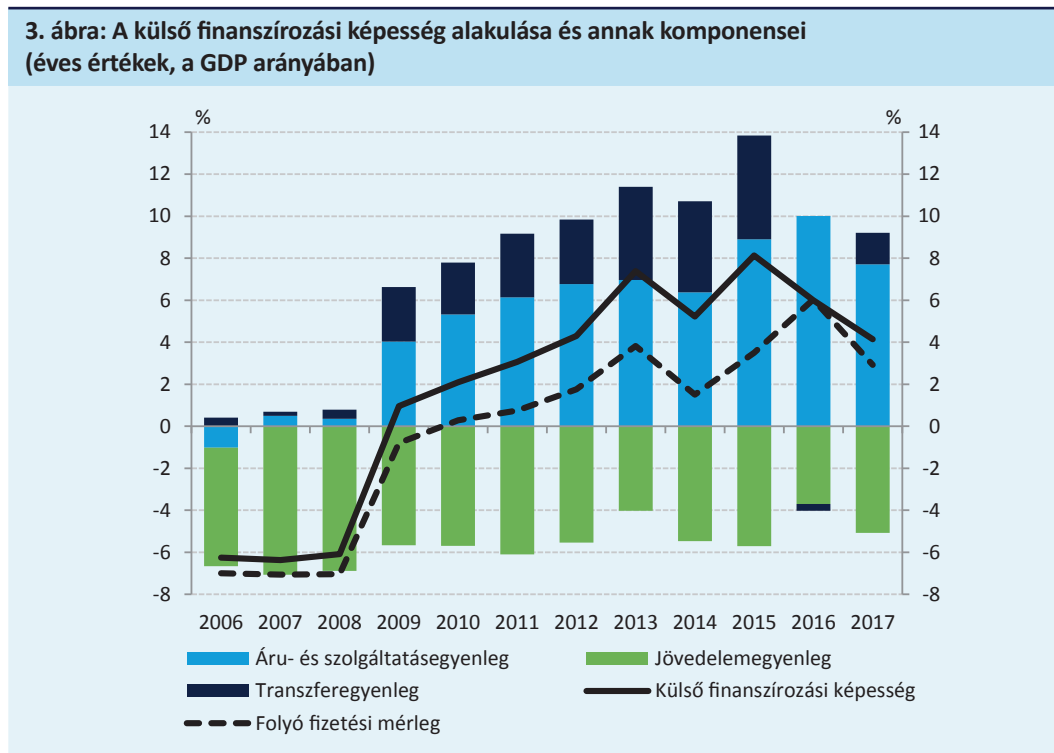
A reálgazdasági megközelítés szerint számított finanszírozási képesség a GDP 4,1 százalékát tette ki 2017-ben. A folyó fizetési mérleg a 2016-os év végi historikus csúcscról a felére, a GDP 2,9 százalékára csökkent 2017 végén. Az év során a külkereskedelmi egyenleg és a jövedelemegyenleg alakulása a külső egyensúlyi pozíció mérséklődésének irányába hatottak, azonban ezt nagyjából ellensúlyozta az EU források bővülő felhasználásával összhangban emelkedő transzferegyenleg. Az áru- és szolgáltatásegyenleg mérséklődésében elsősorban az importintenzív beruházások emelkedése játszott szerepet, de a bővülő fogyasztás is hozzájárult. A mérséklődés ellenére továbbra is a külkereskedelm többlete a meghatározó hazánk kedvező külső egyensúlyi pozíciójában. A szolgáltató szektor javuló teljesítménye tükröződött a szolgáltatásegyenleg alakulásában is, ami az év utolsó negyedében – az áru egyenleggel szemben – enyhén emelkedett, és a GDP 5,8 százalékát tette ki. A korábbiévekkel szemben a cserearányok változása sem támogatta már számottevően az áru- és szolgáltatásegyenleg többletét. Az EU új, 2014–2020-as költségvetési ciklushoz tartozó források bővülésének köszönhetően a transzferegyenleg többlete a négy negyedéves adatok alapján emelkedett, és 2017 végén a GDP 1,5 százalékát tette ki. A külföldi vállalatok profitja nőtt az év során, ami a jövedelemegyenleg hiányának emelkedését vonta maga után, ugyanakkor ezt részben fékezte a külföldre fizetett kamatok csökkenése.

A reálgazdasági megközelítés alapján a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége 2017 negyedik negyedében a GDP 4,1 százalékára csökkent (2. ábra). A szezonálisan igazítatlan adatok szerint a negyedik negyedében a külső finanszírozási képesség 600 millió euro volt, ami a folyó fizetési mérleg 200 millió eurós és a tőke mérleg 400 millió eurós többlete mellett valósult meg. A négy negyedéves adatok alapján a külső finanszírozási képesség a GDP 4,1 százalékára mérséklődött, ami a külkereskedelmi egyenleg és a jövedelemegyenleg egyidejű romlásához kötődött, ugyanakkor ezt részben mérsékelte a transzferegyenleg javulása. Az áru- és szolgáltatásegyenleg csökkenését a belső keresleti tételek növekedése magyarázta, azonban kedvezően érintette a szolgáltatásexport bővülése. A négy negyedéves transzferegyenleg számottevő javulásának háttérében az EU források felhasználása húzódtott meg, ami a negyedik negyedében közel 1 milliárd eurót tett ki.



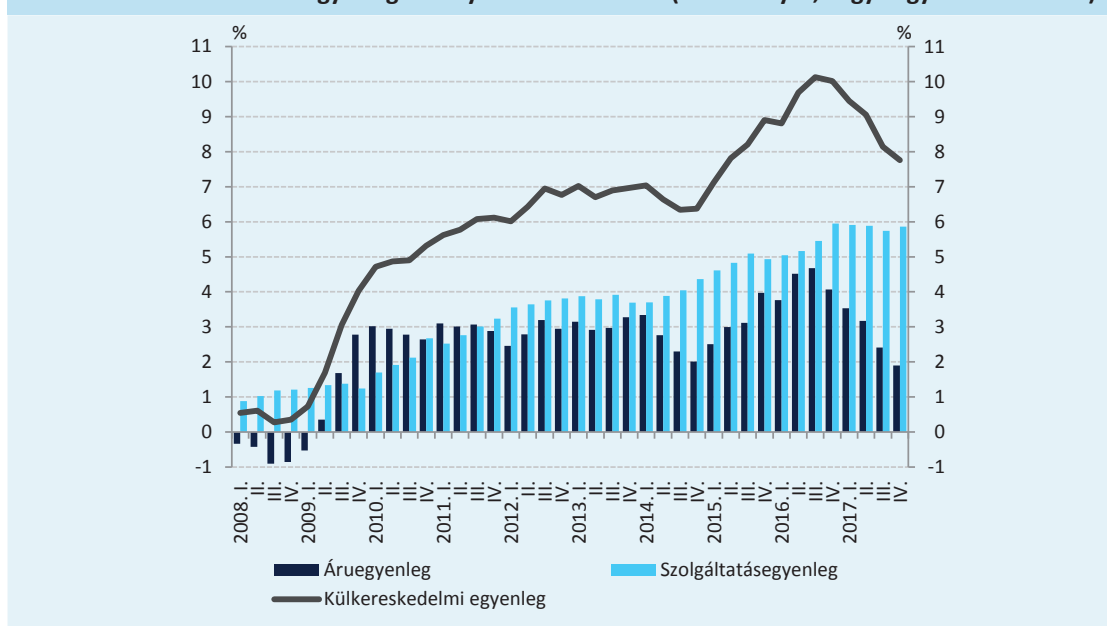
2017-ben a külső finanszírozási képesség kisebb mértékben csökkent, mint a folyó fizetési mérleg többlete (3. ábra). Hazánk külső egyensúlyi pozíciója a 2016-os szintről mérséklődött, ami a folyó fizetési mérleg csökkenésének és az EU források beáramlása következtében javuló transzferegyenleg eredőjeként alakult ki. A folyó fizetési mérleg többlete a

2016-ban mért, historikus csúcshoz számító 6 százalékról, a GDP 2,9 százalékára csökkent, ami nagyobb részt a külkereskedelmi többlet csökkenéséhez, kisebb részt a jövedelemegyenleg hiányának emelkedéséhez kötődött. Az áru- és szolgáltatásegyenleg 2017-ben tapasztalt csökkenése az importintenzív beruházások emelkedő szintje, valamint az ennél kisebb ütemben bővülő fogyasztás mellett valósult meg, míg a jövedelemegyenleg hiányát leginkább a külföldi tulajdonú vállalatok emelkedő profitja magyarázta. A transzferegenleg többlete a GDP 1,5 százalékát tette ki 2017-ben, ami érdemben meghaladja a tavalyi évben tapasztalt szintet, ugyanakkor továbbra is elmarad az EU előző költségvetési ciklusának végén tapasztalt, éves szinten a GDP 3–5 százalékát kitevő forrásbeáramlástól.

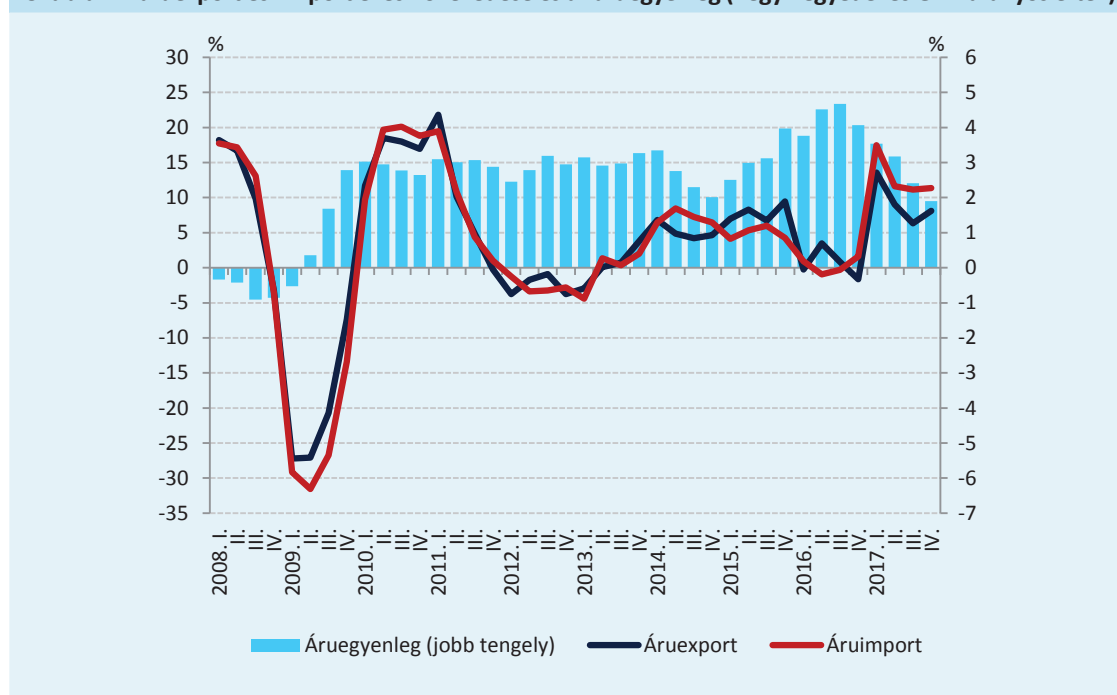


1.1. Külkereskedelmi egyenleg

2017 negyedik negyedében a magyar gazdaság külkereskedelmi egyenlege – az év egészében tapasztalt trendhez hasonlóan – tovább mérséklődött, és a GDP 7,7 százalékát tette ki (4. ábra). Az áru- és szolgáltatásegyenleg többletének 2014 óta tartó dinamikus bővülése 2016 végén megállt, majd ezt követően, 2017-ben fokozatosan mérséklődött. A külkereskedelmi többlet csökkenése a negyedik negyedében – az előző negyedévben tapasztalt mérséklődésnél lassabb ütemben – tovább folytatódott, ami az áruegyenleg csökkenése, valamint a szolgáltatásegyenleg kismértékű javulása mellett alakult ki. Az élénk lakossági fogyasztás, valamint az – állami és magánszektorra is érintő – importintenzív beruházások bővülése egyaránt csökkentette, míg az ipari termelés gyorsulásán keresztül javuló export növelte az áruegyenleget. Összességében az áruegyenleg aktívuma a GDP 2 százaléka alá mérséklődött az év végén. A szolgáltatásegyenleg többlete – az áruegyenleg alakulásával szemben – enyhén emelkedett az utolsó negyedévben, és a GDP 5,8 százalékát tette ki. A szolgáltatásegyenleg többlete a turizmus mellett elsősorban a hazánkban működő szolgáltató központoknak (Shared Service Centerek), valamint a szállítási szolgáltatások többletének köszönhető.

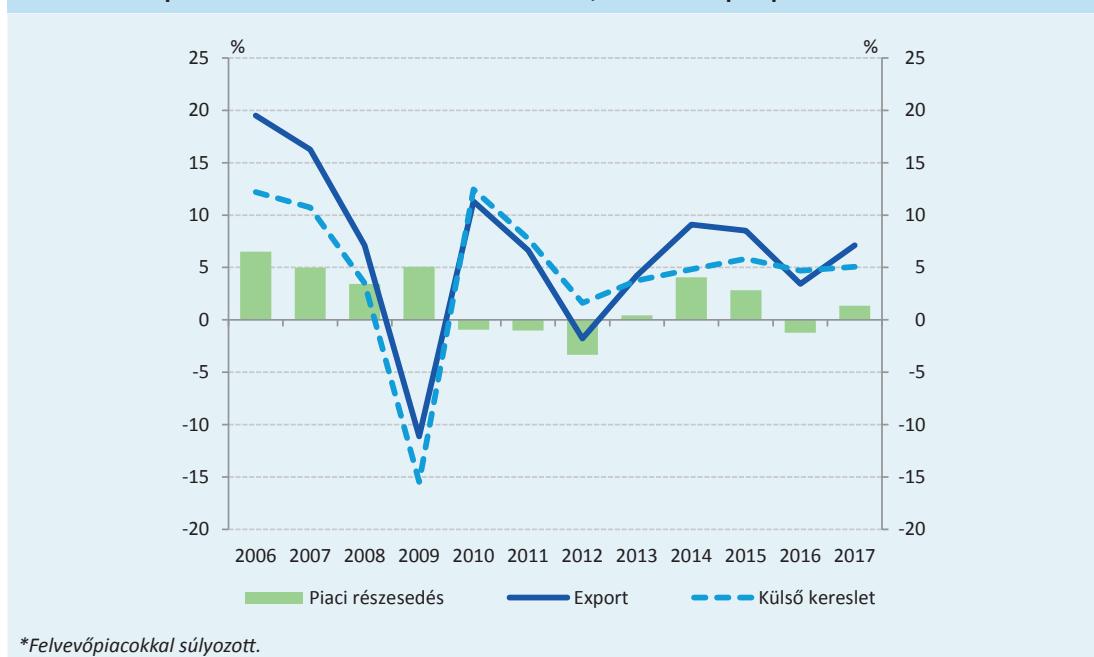
4. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (GDP-arányos, négy negyedéves értékek)


Az áruimport éves növekedési üteme 2017. negyedik negyedében kisebb mértékben, de továbbra is meghaladta az áruexport dinamikáját (5. ábra). A korábbi években az import éves növekedése általában elmaradt az exportétól, aminek köszönhetően az áruimport aktívuma 2016. közepére rekordmagasságot ért el. 2017-ben ugyanakkor a belső keresleti tételek emelkedésével összhangban az import növekedése meghaladta az export dinamikáját, aminek hatására az áruimport a GDP 2 százaléka alá csökkent. 2017. végén az áruimport és az áruexport éves növekedési üteme közötti különbség csökkent, ami többek között az egyéb gépipar és vegyipar javuló termeléséhez kötődött.

5. ábra: Az áruexport és -import éves növekedése és az áruimport (négy negyedéves GDP-arányos érték)


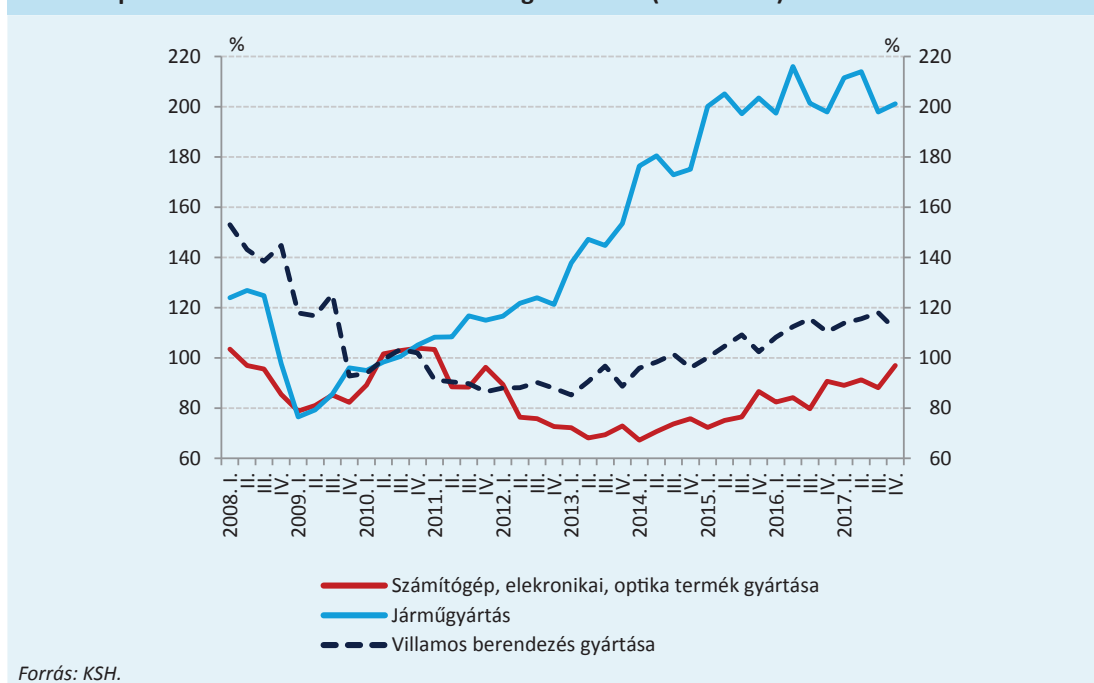
A 2016-os átmeneti és enyhe mérséklődést követően 2017-ben javult az exportpiaci részesedésünk, aminek háttérében az exportdinamika bővülése állt (6. ábra). Az export éves reálnövekedésének lassulása miatt 2016-ban mérséklődött Magyarország exportpiaci részesedése. 2017-ben azonban a stabilan alakuló külső kereslet javuló exportdinamikával párosult, amit támogatott az erősödő nemzetközi konjunktúrán belül főként a régió és Németország gazdasági helyzete. Ennek következtében a felvevőipacainkál gyorsabb ütemben bővülő hazai kivitel az exportpiaci részesedésünk emelkedését vonta maga után.

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



Az elektronikai ágazat termelése nagyobb, a járműgyártásé visszafogottabb mértékben támogatta a hazai kivitt 2017-ben. Az áruegyenleg többlete 2015 első negyedéve és 2016 közepe között érdemben emelkedett, ami főként a járműgyártás- és a gumi-, műanyag-, nemfém ásványi termékek gyártásának exportpiaci értékesítéséhez kötődött. 2017-ben a nagyobb súllyal rendelkező ágazatok termelése csak enyhén emelkedett, a negyedik negyedévben tapasztalt bővülő exportdinamikát a feldolgozóiparon belül főleg az elektronikai ágazat javuló teljesítménye támogatta.

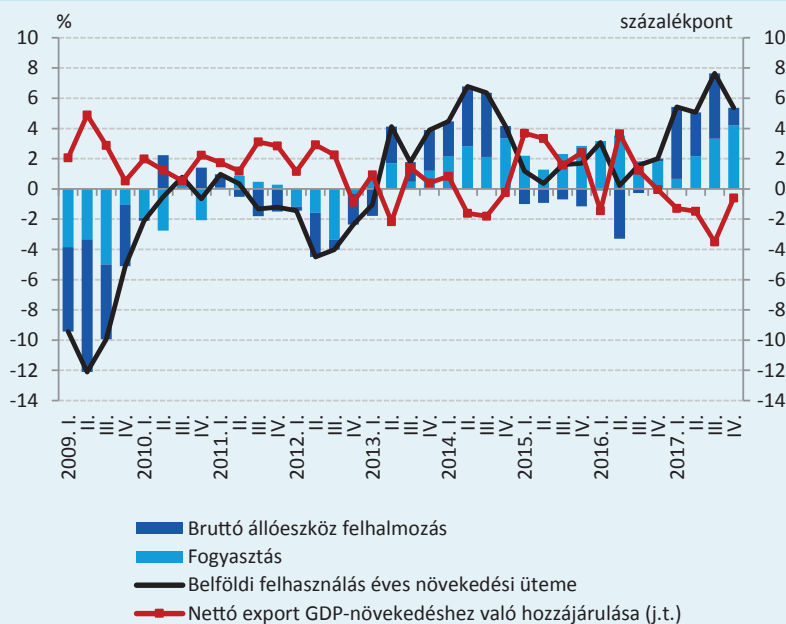
7. ábra: Ipari termelés alakulása a fontosabb ágazatokban (2010 = 100)



2017-ben a belföldi felhasználás éves növekedési üteme érdemben nőtt, miközben a nettó export fékezte a növekedést (8. ábra). A magas GDP bővülés az év során főként az emelkedő beruházási szinthez, valamint a háztartások fogyasztásához kötődött. A beruházások éves növekedési üteme közel 17 százalékot tett ki 2017-ben, ami egyaránt érintette az állami-, illetve magánszektor. A lakosság fogyasztási kiadásának éves változása a válság utáni legmagasabb szintet érte el 2017-ben, amin belül a – magas importtartalommal bíró – tartós és féltartós termékek bővülése is magas volt. A tartós cikkek fogyasztáson és

importon belüli súlya ugyanakkor nem változott lényegesen (részletesebben lásd a 2018. januári Jelentést), ami ezen termékek árának visszafogott emelkedésével állhat összefüggésben. 2017-ben a nettó export valamennyi negyedévben negatívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez, amit tehát döntően az importigényes belső keresleti tételek növekedésére vezethető vissza.

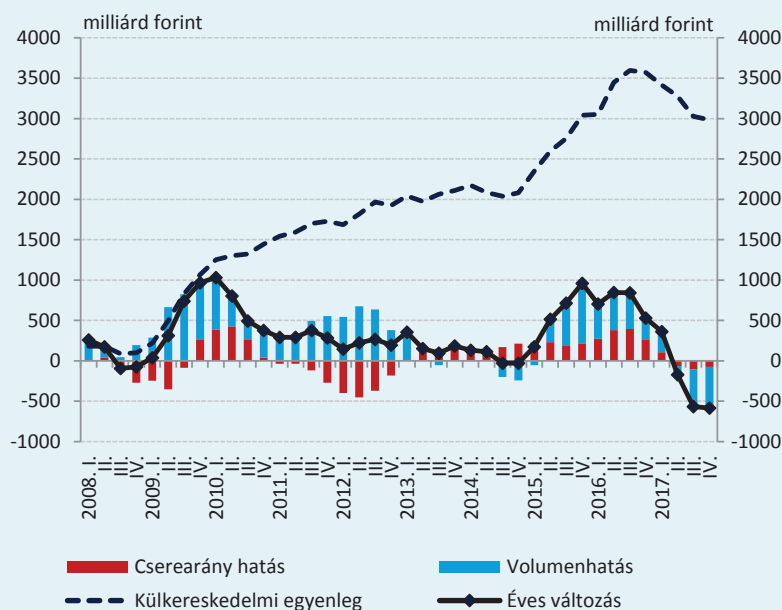
8. ábra: A belföldi felhasználás növekedési üteme és a nettó export hozzájárulása a GDP-növekedéshez



Forrás: KSH.

Elsősorban a volumenváltozás hatására mérséklődött a külkereskedelmi egyenleg 2017-ben, de kismértékben a cserearányok változása is hozzájárult. 2013 és 2016 közötti időszakban a cserearányok javulása érdemben hozzájárult Magyarország külkereskedelmi egyenlegének bővüléséhez, azonban 2016 utolsó negyedévében – az emelkedő nyersanyagárakkal összhangban – a cserearányok már rontották az áru- és szolgáltatásegyenleget. 2017 első felében a volumenhatás mellett a cserearányok változása is a külkereskedelmi többlet csökkenésének irányába hatottak. Az év második felében az energiahordozók árnövekedése továbbra is a cserearányok romlásának irányába hatott, ugyanakkor az exporttermékek relatív árváltozásai ellensúlyozhatták ezt. Összességében 2017-ben a cserearányok változása kismértékben rontotta a külkereskedelmi egyenleget.

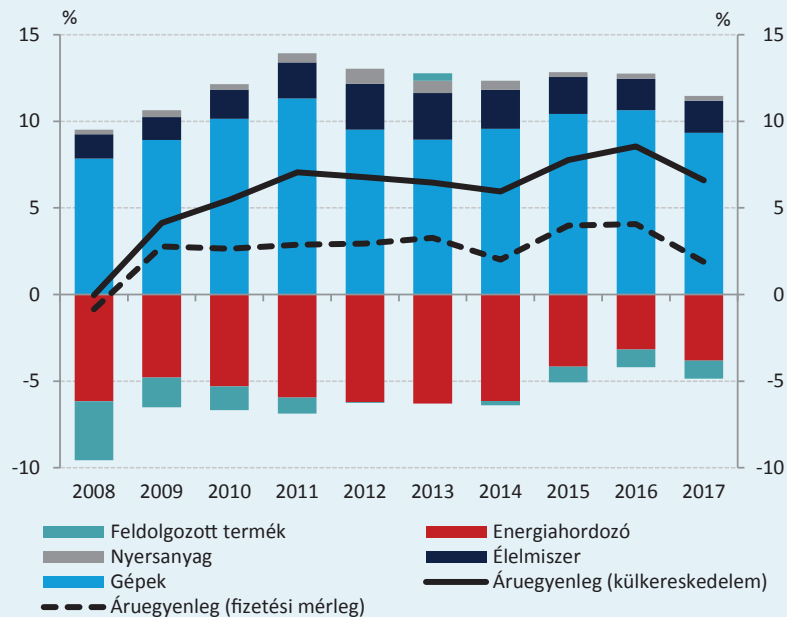
9. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)



Forrás: KSH.

Az áru egyenleg mérséklődése elsősorban az energiahordozók behozatalának bővüléséhez, valamint a gépek nettó kivitelének csökkenéséhez kötődött (10. ábra). Az energiahordozók nettó behozatala 2017-ben – az elmúlt két évvel szemben – nőtt, amiben meghatározó szerepe volt az olajárak emelkedésének is – fontos ugyanakkor kiemelni, hogy a nettó energiahordozó-import továbbra is jelentősen elmarad a 2014-ig jellemző szinttől. Emellett a gépek nettó exportja is mérséklődött, aminek hátterében egyrészt a beruházások bővülése miatti magasabb gépimport, másrészt a járműipari termelés visszafogottabb növekedése állt. A mérséklődés ellenére a gépek nettó exportja továbbra is meghatározó tétel Magyarország áru egyenlegének alakulásában. A gépek mellett az élelmiszerek nettó exportja is hozzájárul az áru egyenleg többletéhez, ugyanakkor ennek szintje érdemben nem változott a vizsgált időszakban.

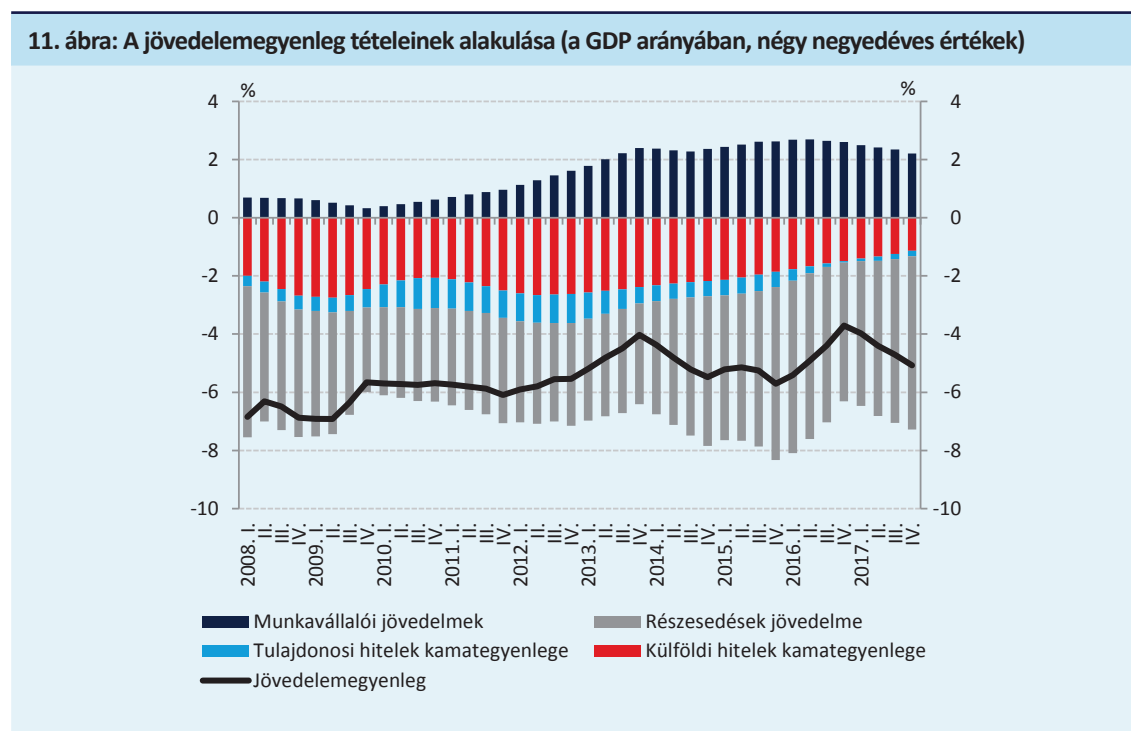
10. ábra: A nettó külkereskedelmi termékforgalom alakulása árucsoportonként (a GDP arányában)



A külkereskedelem és a fizetési mérleg szerinti áruforgalom közötti különbség a módszertanok eltérő követelményeiből és az adatforrások tartalmától függ. A külkereskedelmi statisztika adataiból meghatározott korrekciós tényezők segítségével jutunk el a fizetési mérleg áruforgalmi számaihoz (részletesebben lásd a fizetési mérleg statisztikák összeállításáról szóló módszertani kiadványt). A különböző forrásból származó adatok az utóbbi években hasonlóan alakulnak, így alkalmasak a trendek elemzésére.
Forrás: KSH, MNB.

1.2. Jövedelemegyenleg

A jövedelemegyenleg hiánya a negyedik negyedévben a külföldi vállalatok profitjának bővülése és a munkavállalói jövedelmek mérséklődése mellett tovább emelkedett, és 2017 végén a GDP 5,1 százalékát tette ki (11. ábra). 2016 végén a jövedelemegyenleg hiánya – a válság utáni legalacsonyabb szintre – a GDP 3,7 százalékára csökkent, azonban 2017-ben a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok profitjának bővülése és a munkavállalói jövedelmek enyhe mérséklődése mellett fokozatosan nőtt. A hiány emelkedését a külföldről felvett hitelek kamategyenlegének kedvező alakulása kismértékben fékezte, ami összefüggésben áll az alacsony hozamkörnyezettel, valamint a jelentős finanszírozási képességgel összhangban tovább csökkenő külső tartozásmutatókkal.



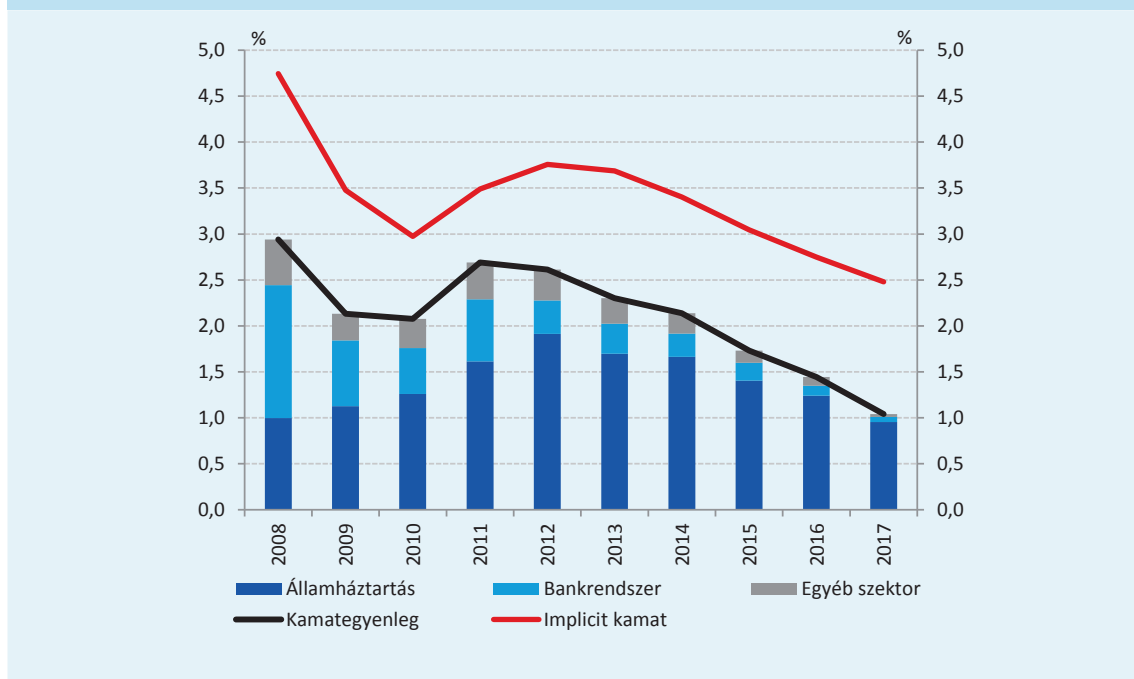
A részesedésekhez kapcsolódó jövedelemkiáramlás adatok becslésen alapulnak. A külföldi tulajdonú, Magyarországon működő vállalatok nyereségességéről csak korlátozottan rendelkezünk negyedéves szintű adatokkal, így a kiáramló profitra vonatkozó információk alapvetően becslésen alapulnak.¹ A részesedésekhez kapcsolódó kiadásokon belül az osztalékokról rendelkezünk adatokkal, ezek alapján 2017-ben az éves nettó osztalékfizetés az előző évi értéktől némileg elmaradva 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 nettó kamategyenleg 2017-ben az előző évekhez hasonlóan tovább mérséklődött, és az év végén a GDP 1 százaléka körül alakult. Magyarország külföldre fizetett kamatainak 2012 óta tartó csökkenése 2017-ben is folytatódott, amelyet egyaránt támogatott a külső adósságállomány mérséklődése és az alacsony hozamkörnyezet (a külső adósság implicit kamata az év során 2,5 százalékot tett ki²). Szektorális bontásban az látható, hogy a bankok és egyéb szektorok (nagyreszt nem pénzügyi vállalatok) nettó kamategyenlegének GDP-arányos értéke nulla közelében alakult. A GDP 1 százalékát kitevő nettó kamatkidás szinte teljes mértékben az államháztartás kamategyenlegéhez kötődik.

¹ Részletesebben lásd az MNB honlapján megtalálható „Módszertani megjegyzések a fizetési mérleghez és állományi statisztikához” című fizetési mérlegről szóló statisztikai kiadványban.

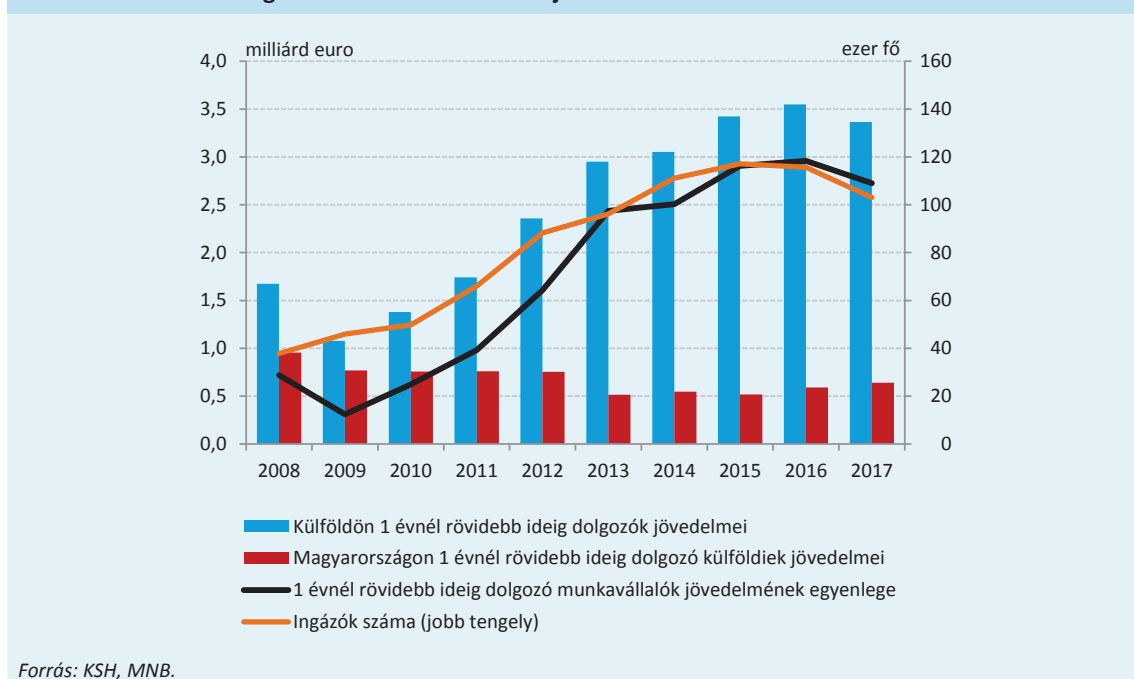
² Az implicit (az adósságra fizetett átlagos) kamatalakulása nem feltétlenül tükrözi az aktuális kamatszintek változását: aktuálisan ugyanis a korábban, még a régi kamatszinteken keletkezett adósságra is kell fizetni a kamatot (például fix kamatozású adósság), vagyis a teljes adósság átárazódása az új kamatokra – a többéves átlagos lejáratot figyelembe véve – hosszú folyamatnak bizonyulhat.

12. ábra: A nettó kamatkiadás (GDP-arányos érték) és az implicit kamat alakulása



A korábbi évekkel szemben 2017-ben nem folytatódott az átmenetileg külföldön dolgozók nettó jövedelmének emelkedése, ami kis mértékben szerepet játszott a jövedelemegyenleg romlásában (13. ábra). A válság után a külföldön dolgozó rezidens gazdasági szereplők jövedelme dinamikusan bővült, ami hozzájárult a jövedelemegyenleg hiányának javulásához. 2017-ben ugyanakkor kismértékben csökkent a külföldi munkavállalói jövedelem nettó egyenlege, ami a Magyarországon 1 évnél rövidebb ideig dolgozók jövedelmének enyhe emelkedése és a külföldön dolgozó magyarok jövedelmének mérséklődése mellett valósult meg. 2016 elején ugyanis megállt az ingázók számának növekedése, amiben a magyar átlagkeresetek érdemi – részben a 2016-ban megkötött bérmegállapodás hatására végbement – bővülése, és a tartós külföldre költözés egyaránt szerepet játszhatott (az egy évnél tovább külföldön dolgozók statisztikailag már más kategóriába tartoznak). Az ingázók számának esése különösen 2017 második felében volt nagymértékű.

13. ábra: Az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelmei



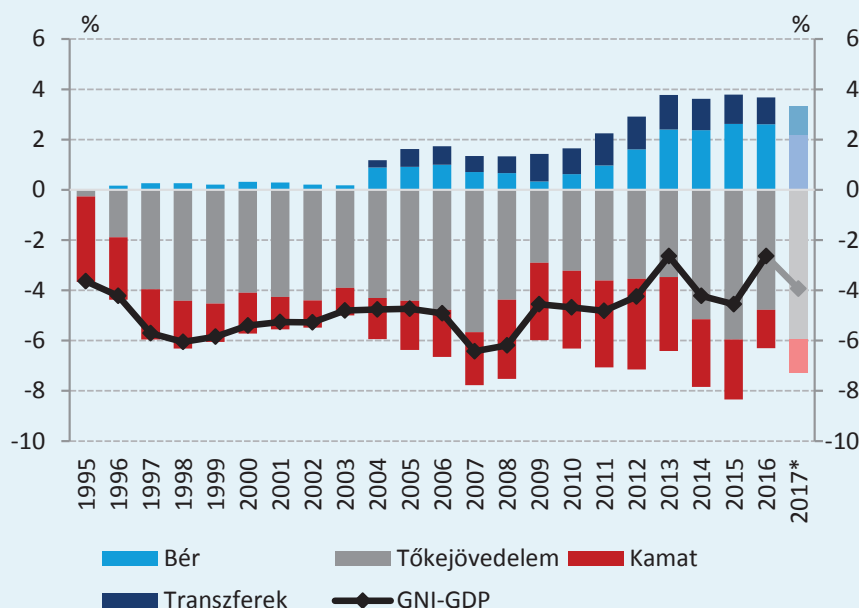
Forrás: KSH, MNB.

1. keretes írás: A GDP és GNI közötti eltérés

A bruttó hazai termék és bruttó nemzeti jövedelem közötti rés kiemelt jelentőségű, hiszen a két mutató közötti különbség a külfölddel szembeni jövedelemmozgások egyenlegét mutatja, így a GDP-nél jobban közelíti a hazai szereplők ténylegesen rendelkezésre álló jövedelmét. Jelenleg a közgazdaságtanban a leginkább használatos mutató a bruttó hazai termék (GDP) egy ország gazdasági fejlettségének mérésekor, azonban számos más indikátor áll rendelkezésre, ami pontosabb képet adhat egy nemzet jövedelmi helyzetéről. Ilyen például a bruttó nemzeti jövedelem (GNI) is, ami – a GDP-vel ellentétben – közelebb áll a rezidensek rendelkezésre álló jövedelméhez. Amiben valójában eltér a GDP-től, hogy míg a bruttó hazai termék egy ország területén a rezidens gazdasági szereplők által előállított jövedelem nagyságát méri, addig a GNI számol a külföldi tulajdonosok adott országból származó jövedelmével, valamint a rezidens gazdasági szereplők külföldről származó jövedelmével is. Ilyen jövedelmek a fizetési mérlegben, az elsődleges jövedelmeken belül megjelenő tételek: a külföldön átmenetileg dolgozók nettó jövedelme, a tőke- és kamatjövedelem, valamint a termékekhez és termeléshez kapcsolódó folyó transferek, amik Magyarország esetében a bevételi oldalon leginkább az EU-tól kapott agrártámogatásokat takarják. Egy ország gazdasági felzárkózása során természetes folyamat, hogy a külföldre kifizetett tőkejövedelmek következtében a GDP meghaladja a GNI-t, ugyanakkor ez egy bizonyos szint felett a külső sérülékenységet, illetve a külföldi forrásra való ráutaltságot mutathatja, és akár gátolhatja is a felzárkózási folyamatot.

Magyarországon a GDP–GNI közötti eltérés a válság után jellemzően csökkent, miközben az elmúlt években rendszerint a GDP 2–4 százaléka között mozgott. A válság előtti időszakban a bruttó nemzeti jövedelem és a bruttó hazai termék közötti különbség a GDP 5 százaléka körül alakult, azonban a válság előtt részben külső eladósodás miatt megugró kamatkiadás következtében historikus csúcsra, a GDP 6 százaléka fölé emelkedett. A válságot követő években a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának visszaesése és az átmeneti munkavállalók nettó jövedelmének bővülése csökkentették a GDP–GNI közötti rést. Az elmúlt években a külső sérülékenység csökkenésével párhuzamosan, a külföldre kifizetett kamatkiadások érdemben mérsékeltek, míg a kedvező konjunkturális helyzet következtében a külföldi vállalatok profitjának emelkedése növelték a GDP–GNI közötti eltérést. Ennek köszönhetően 2016–2017-ben – a régió többi országához hasonlóan – a Magyarországról kiáramló források döntően a részesedésekhez kapcsolódó jövedelemkiáramlásokhoz kötődtek, a kamatkiadások a GDP 1 százaléka körül alakultak.

14. ábra: A GDP–GNI gap alakulása Magyarországon

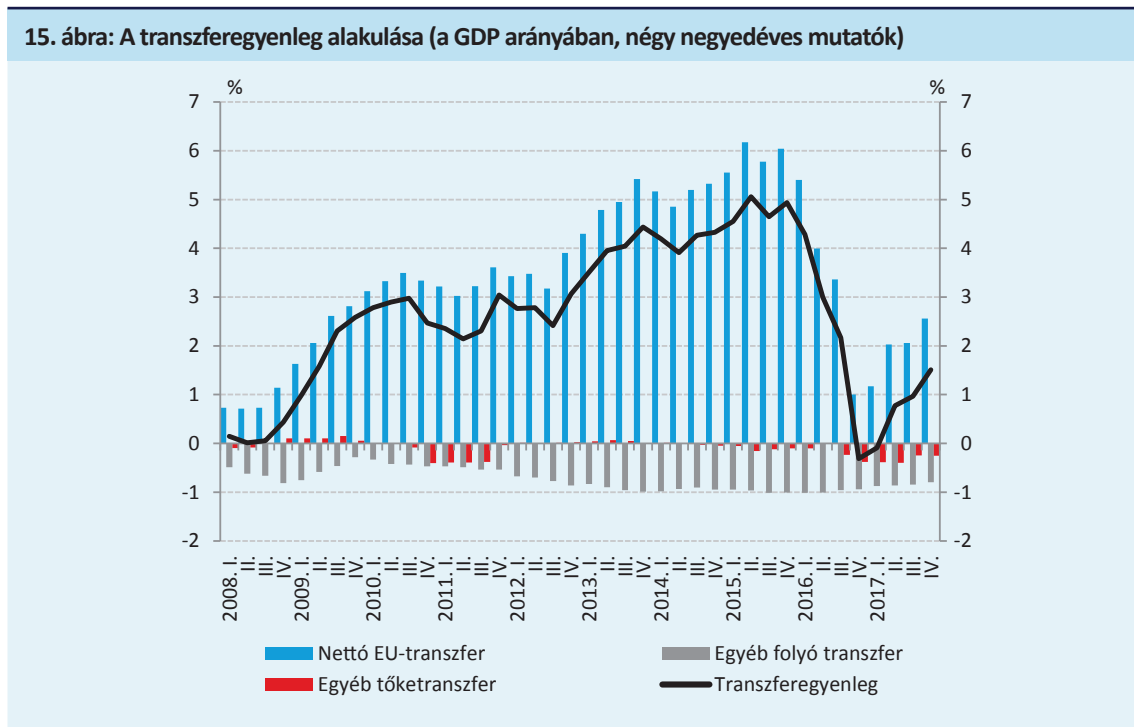


2017-re vonatkozóan jelenleg hivatalos (KSH által publikált) GNI adat nem áll rendelkezésre, a 2017-es adat a fizetési mérleg adatközlés elsődleges jövedelemből számolódott (SCV vállalatok nélkül, a külföldi tulajdonú vállalatok profitjára egyelőre becslést tartalmaz).

1.3. Transzferegyleg

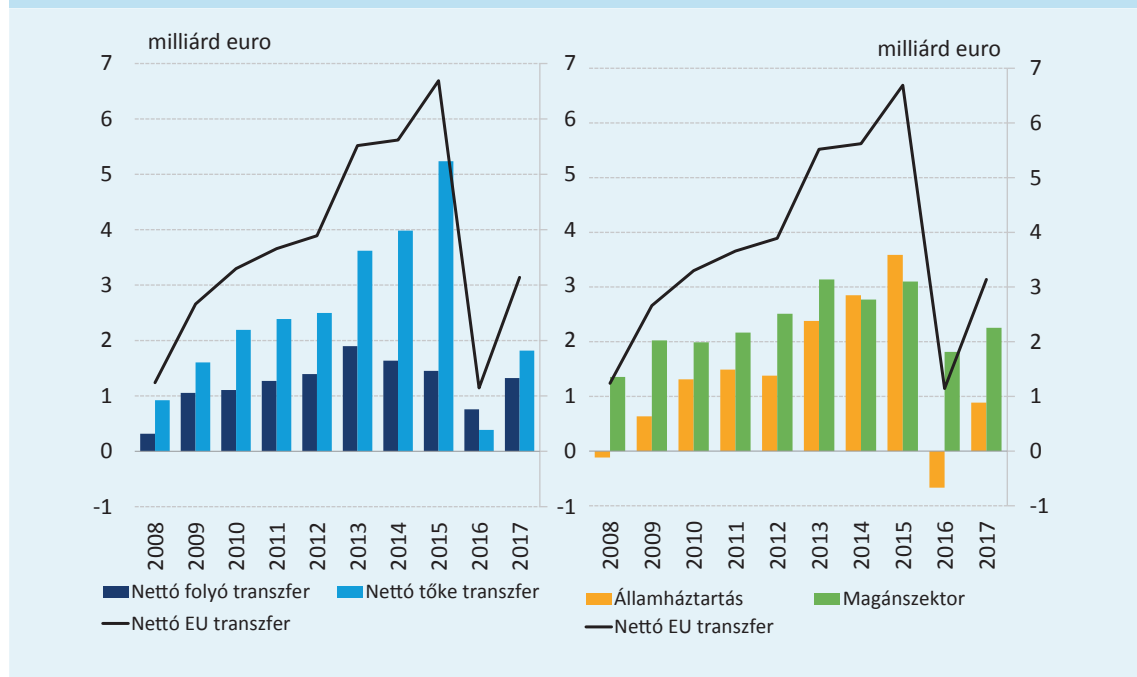
Az EU új költségvetési ciklusához tartozó források bővülő felhasználása mellett a transzferegyleg a GDP 1,5 százalékára nőtt, ami fékezte a nettó külső finanszírozási képesség mérséklődését (15. ábra). 2016 végén a 2007–2013-as költségvetési ciklusának lezárásával, valamint az új ciklushoz tartozó források visszafogott beáramlásával a transzferegyleg kismértékben a nettó külső finanszírozási képesség csökkenésének irányába hatott. 2017-ben – különösen a második negyedévtől kezdve – azonban az EU transzferek beáramlása számottevően nőtt, ami kedvezően érintette Magyarország külső egyensúlyi pozícióját. A 2017. évi négy negyedéves adatok alapján a negyedik negyedév végén az EU-tól származó források beáramlása a GDP 2,5 százalékát tette ki, ami érdemben meghaladja az elmúlt egy évben tapasztalt értékeket, ugyanakkor továbbra is elmarad a korábbi ciklus végén mért szinttől. Az EU források mellett a transzferegyleg emelkedésének irányába hatott az egyéb transzferek hiányának enyhe mérséklődése is, ami főként az egyéb folyó transzfert érintette. Összességében 2017 végén a transzferegyleg a GDP 1,5 százalékára emelkedett, amelyben továbbra is az EU transzferek beáramlása a meghatározó.

15. ábra: A transzferegyleg alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves mutatók)



Az EU források felhasználása 2017 során 3,1 milliárd euróra növekedett, ami hasonló mértékben érintette a folyó- és tőkemérleget. 2016-ban a EU korábbi költségvetési ciklus lezárásával összhangban a nettó folyó- és tőketranszfer a korábbi 6,7 milliárd euróról 1 milliárd euro közelébe esett vissza, ami leginkább a tőketranszfer egyenlegének csökkenésében tükröződött. A főként beruházásokat finanszírozó tőketranszferek visszaesése együtt járt az állami transzferek jelentős visszaesésével. 2017-ben az új ciklushoz tartozó források beáramlásának köszönhetően érdemben emelkedett a nettó EU-transzfer felhasználás, ami a 1,8 milliárd euro tőketranszfer és a 1,3 milliárd euro folyótranszfer eredőjeként alakult ki. Az előző évi EU-transzfer beáramlást érdemben meghaladó, ugyanakkor az előző évek átlagától továbbra is elmaradó EU forrásfelhasználás 2017-ben elsősorban a magánszektorra vonatkozott.

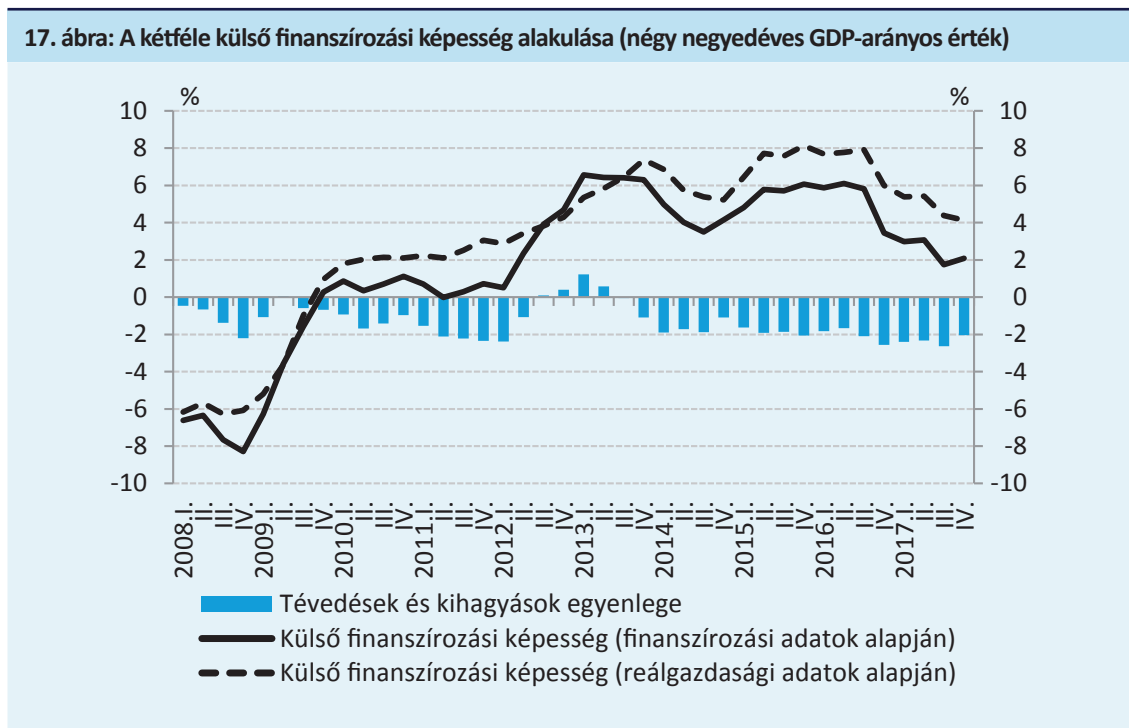
16. ábra: A nettó EU folyó- és tőkeátvitel alakulása, valamint annak szektorbontása



2. Finanszírozási megközelítés

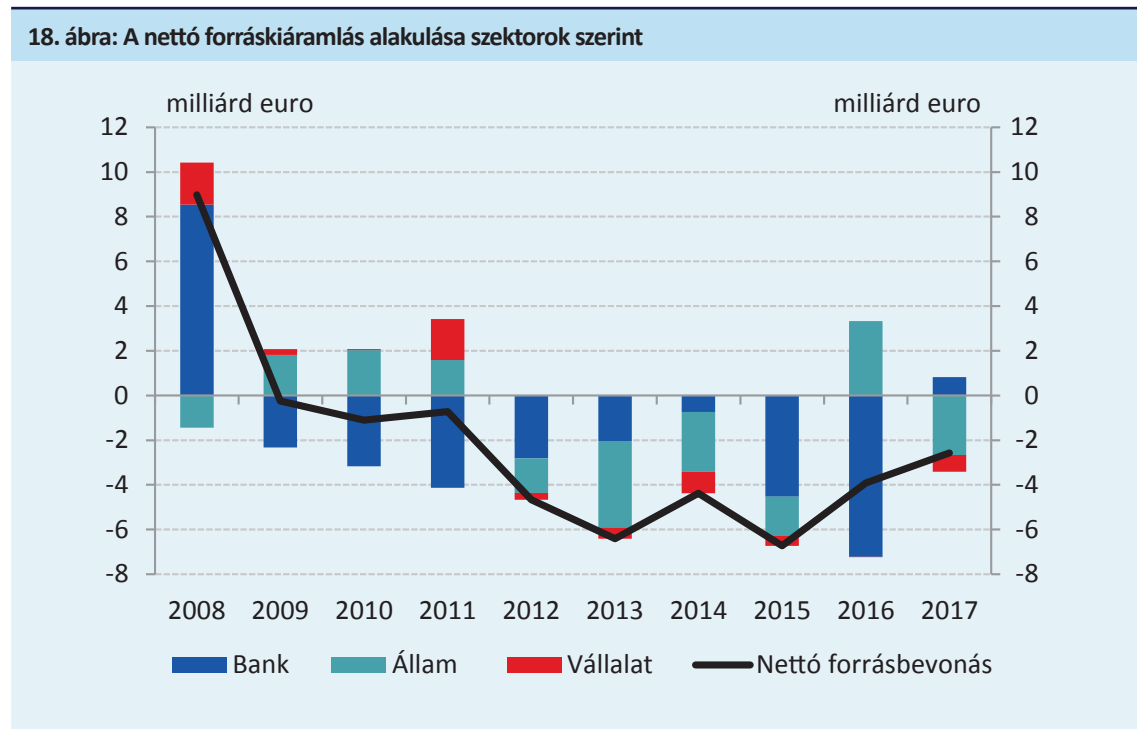
2017 utolsó negyedében a finanszírozási tételek alapján a reálgazdasági tételek alapján számított mutatóhoz hasonló mértékű finanszírozási képesség alakult ki, ami az adósság jellegű források jelentős kiáramlása és a közvetlentőke-befektetések nagymértékű beáramlása mellett valósult meg. 2017 egészében a 2016. évitől elmaradt a forráskiáramlás mértéke, ami a nettó portfóliórészvény befektetések mérséklődésével és az adósságeneráló források előző évitől elmaradó, de továbbra is jelentős mértékű csökkenésével magyarázható. A nettó közvetlentőke-befektetések értéke ugyanakkor az előző évihez hasonló mértékben, mintegy 2 milliárd euróval emelkedett. 2017-ben a bankrendszer nettó külső adóssága enyhén növekedett, míg a konszolidált államháztartás nagyobb, a vállalatok nettó külső adóssága kisebb mértékben mérséklődött. Az állam számottevően csökkenő nettó külső adósságában az EU-transzferek felhasználása mellett a külföldiek forint állampapír-állományának csökkenése játszott szerepet, miközben a devizatartalék – az államháztartás devizaigénye miatti tartalékcsökkenés, illetve az EU-transzferek és a jegybank finomhangoló eszközeihez kapcsolódó devizalikviditás-beáramlás eredőjeként – a tranzakciókból eredően nem változott. A külföldiek állampapír-állományának csökkenése elmaradt a korábbi évektől, miközben a belföldi magánszektor továbbra is jelentős állampapír-keresletet támasztott, így folytatódott az állam külföldi forrásoktól való függőségének mérséklődése. Az előző évhez hasonlóan a magánszektor nettó külső adósságának tranzakciókból eredő csökkenését nagyobb részben a külföldi eszközök növekedése eredményezte, míg a külső adósság mérséklődése csak kisebb részben járult hozzá. A banki források emelkedése a hosszú lejáratokat érintette, a szektor rövid külső adóssága lényegében nem változott 2017-ben.

A gazdaság finanszírozási megközelítés szerinti külső finanszírozási képessége 2017 negyedik negyedében enyhén emelkedett, szemben a mérséklődő reálgazdasági megközelítés szerinti értékkel. A reálgazdasági adatok alapján számolt négy negyedéves finanszírozási képesség a GDP 4,1 százalékára mérséklődött, ezzel párhuzamosan a finanszírozási oldalról számított mutató a GDP 2,1 százalékára bővült (17. ábra). A két mutató közötti különbség, vagyis a tévedések és kihagyások egyenlege a GDP 2 százalékára szűkült, ami megfelel az előző évek átlagának, és a régiós országokban jellemző sávon belül maradt (részletesebben lásd az 5. fejezetet).



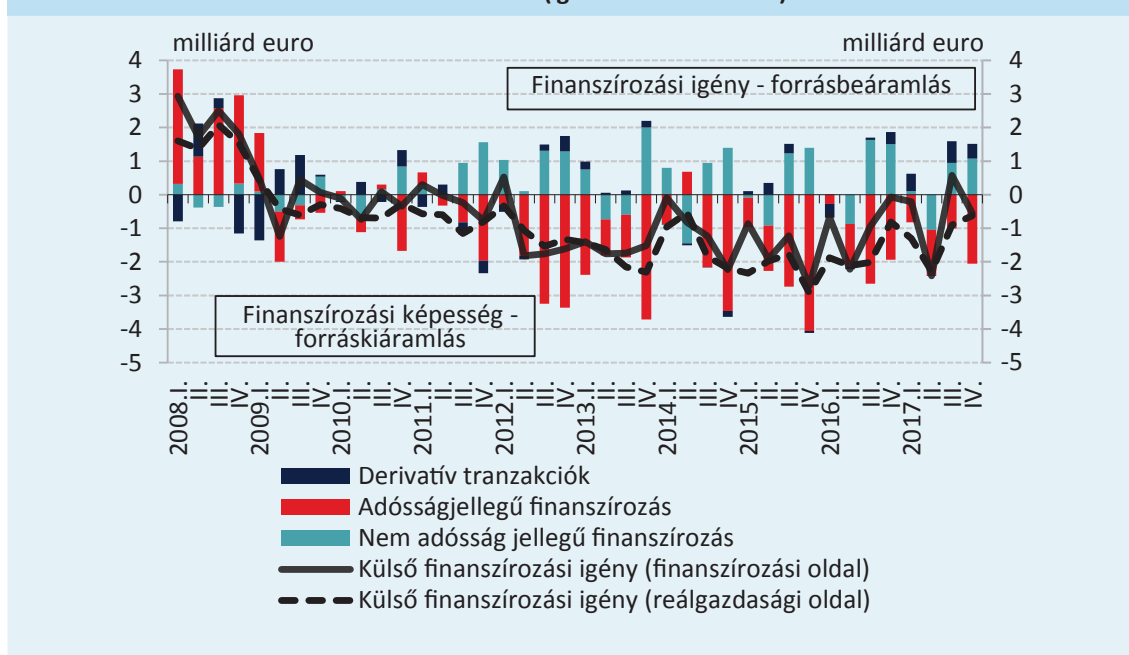
2017-ben ez előző évinél kisebb mértékben folytatódott a magyar gazdaság külföldi tartozásainak a csökkenése, amihez döntő részben a konszolidált államháztartás, kisebb részben a vállalati szektor járult hozzá, miközben a bankrendszer nettó külső forrásai enyhén növekedtek. A válság után a bankrendszer (a magánszektor mérlegalkalmazásával összhangban) folyamatosan csökkentette a nettó külső tartozását, amihez 2015–16-ban a forintosítás miatt kapott deviza-eszközök is hozzájárultak – az utóbbi folyamathoz köthető jegybanki devizalikviditás-nyújtásnak köszönhetően az MNB-vel

konszolidált államháztartás 2012-től fokozatosan megvalósuló adósságleépítése 2016-ban átmenetileg adósságemelésbe váltott. 2017-ben az előző évihez képest mérséklődött a gazdaság külső tartozásainak a csökkenésének mértéke, valamint a forráskiáramlás szerkezete is megváltozott (18. ábra). A korábbi évek mérséklődése után 2017-ben enyhén emelkedett a bankrendszer nettó külső tartozása. A szektor külső tartozásbővüléstől elmaradó külföldi eszköznövekedése részben a jegybanki forintlikviditást nyújtó devizaswap-eszközökhöz volt köthető. Az állam jelentősen csökkenő nettó külső adóssága a már említett forintlikviditást nyújtó swapok devizatartalékot növelő hatásán túl az EU-transzfer felhasználás bővülésére, valamint a külföldiek állampapír állományának a mérséklődésére volt visszavezethető.



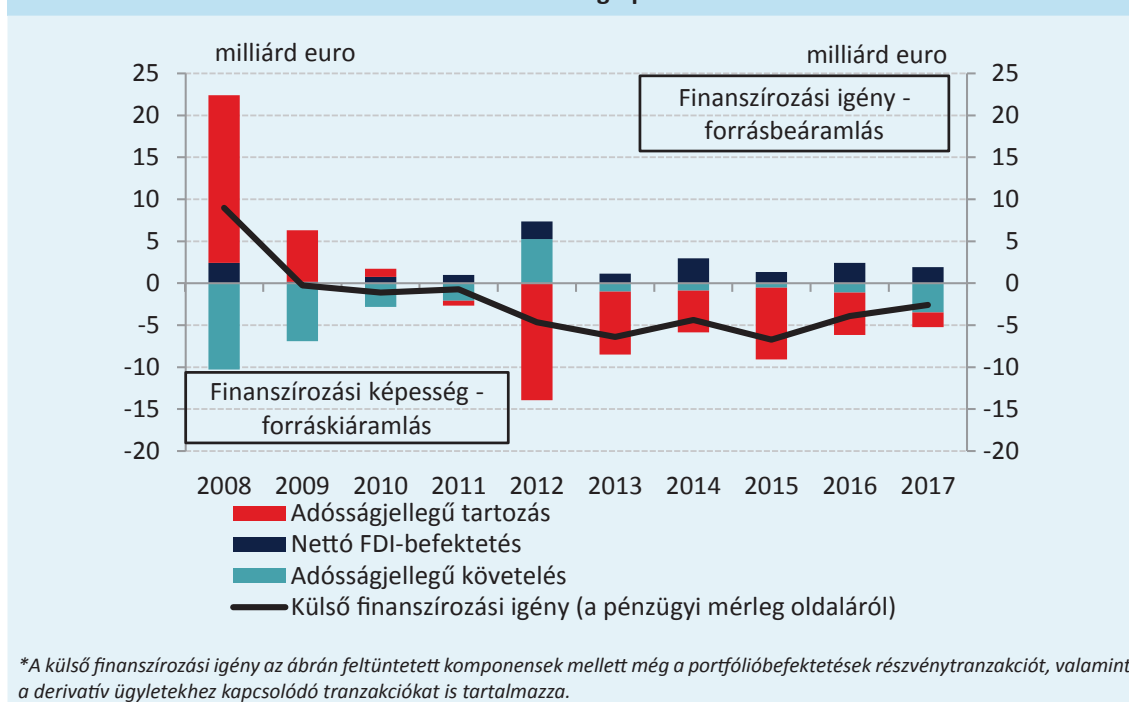
A gazdaság finanszírozási oldal szerinti külső finanszírozási képességének 2017 végi enyhe emelkedése az adósságjellegű források nagyobb kiáramlása és a nem adósságjellegű források beáramlása mellett alakult ki. Az adósságjellegű források kiáramlása a negyedik negyedévben – a szokásos szezonálisnak megfelelő – érdemi növekedés eredményeként meghaladta a 2 milliárd eurót, ami elsősorban a magánszektor folytatódó mérlegalkalmazkodásához volt köthető, és az ország külső adósságának leépítésében, illetve a külföldi eszközök bővülésében egyaránt megjelent. Ezzel szemben a gazdaság külföldi nem adósságjellegű forrásai a negyedik negyedévben mintegy 1 milliárd euróval emelkedtek, ami teljes mértékben a közvetlentőke-befektetésekhez kötődött, a portfólió befektetések az év utolsó negyedévében enyhén mérséklődtek. Összességében a gazdaság finanszírozási képessége a negyedik negyedévben enyhén emelkedve 550 millió euro körül alakult (19. ábra).

19. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igázatlan tranzakciók)



2017-ben enyhén csökkenő finanszírozási képesség mellett az adósság típusú források kiáramlása gyorsult, míg a közvetlentőke-befektetések beáramlása enyhén mérséklődött (20. ábra). A gazdaság adósság jellegű forrásai 2017-ben több mint 5 milliárd euróval mérséklődtek, ami enyhén elmarad az előző évi értéktől. A korábbi évek folyamataihoz képest fontos változás, hogy a nettó külső adósság csökkenéséhez nagyobb mértékben járult hozzá a külföldi eszközök növekedése, miközben a külső források csökkenése lassult. A külföldiek közvetlentőke-befektetése továbbra is viszonylag stabilan alakul: a 2017-es 2 milliárd euró körüli beáramlás enyhén elmaradt az előző évben tapasztalt értéktől.

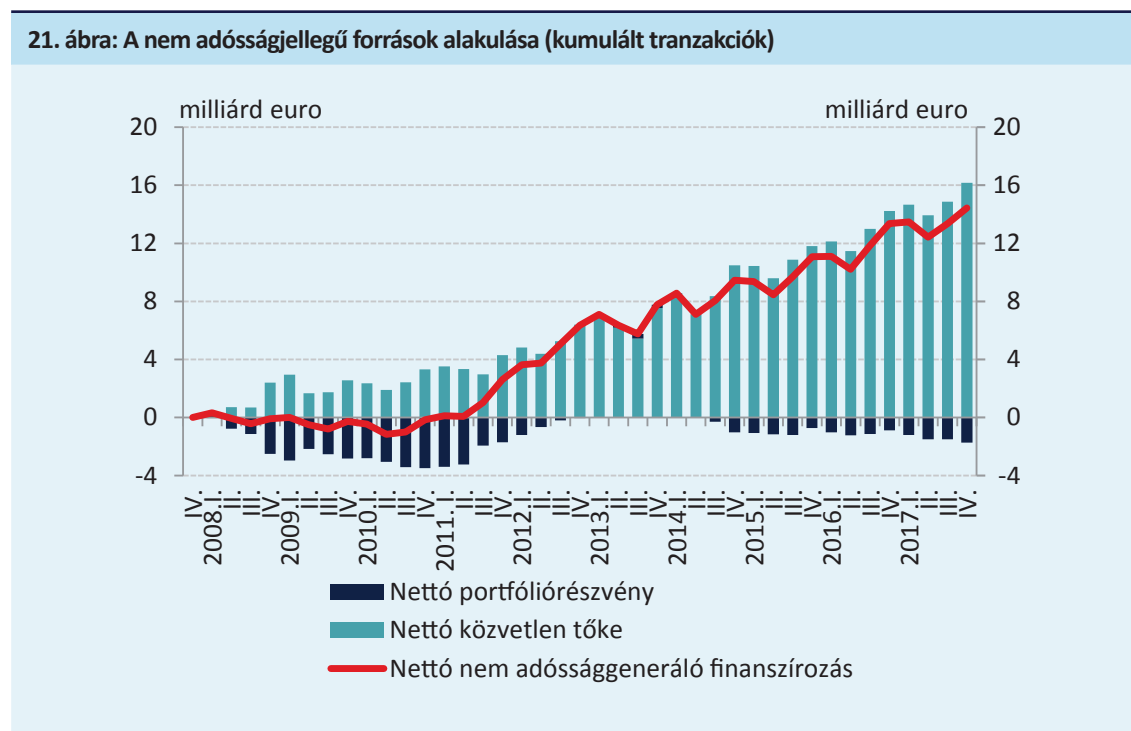
20. ábra: A közvetlentőke-befektetések és az adósság típusú források alakulása*



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

2.1. Nem adósság jellegű források

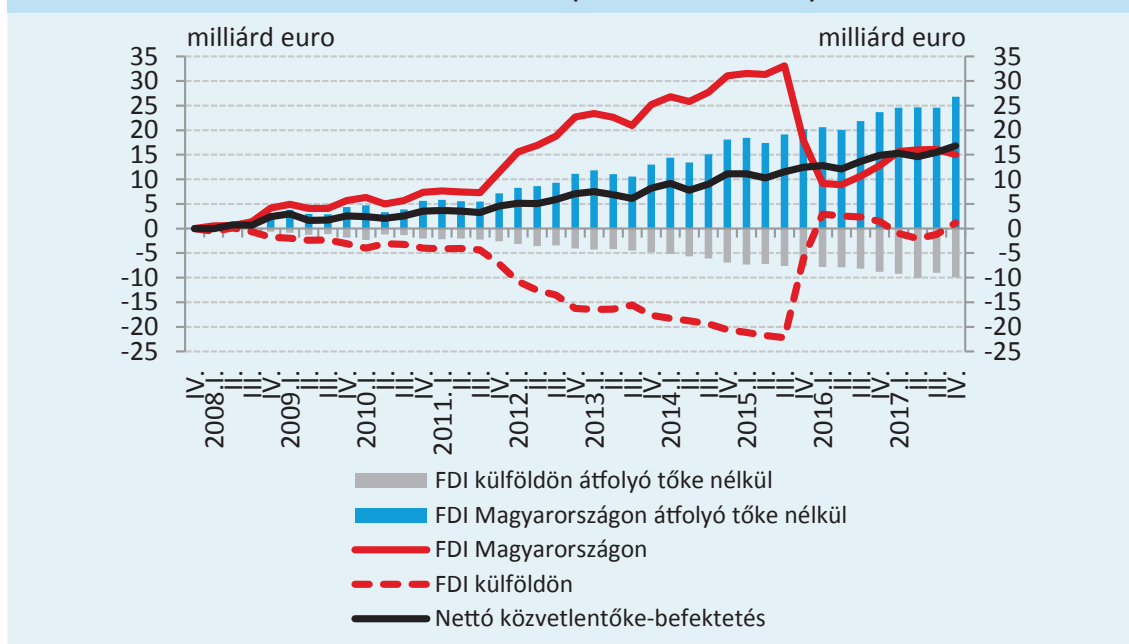
2017 negyedik negyedében a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetései jelentős mértékben növekedtek, miközben a nettó portfóliórészesvény befektetések mérséklődtek. A külföldiek nettó közvetlentőke-befektetése 2017 negyedik negyedében – az év végén jellemző növekedés mellett – meghaladta az 1,3 milliárd eurót. A korábbi időszakokhoz hasonlóan a beáramlás főként a külföldi vállalatok újrabefektetett jövedelméhez volt köthető, de kismértékben emelkedtek a külföldi vállalatok részesedései is. A nettó FDI csökkenésének irányába hatott, hogy a rezidens vállalatok tőkebefektetései – az átfolyótőke-tranzakcióktól szűrt adatokon – érdemben bővültek. 2017 teljes egészében nettó értelemben mintegy 1,1 milliárd euróval emelkedtek a gazdaság nem adósságjellegű forrásai, ami a külföldiek számottevő közvetlentőke-beáramlásának az eredménye, amit fékezett a portfóliórészesvény befektetésekhez kapcsolódó kiáramlás (21. ábra).



Az átfolyó tőkéhez és az eszközportfólió átrendezéshez kapcsolódó tranzakciók jelentősen befolyásolják a közvetlentőke-befektetések bruttó szárait, így a nettó forrásbeáramlást érdemes elemezni. A fizetési mérleg statisztika 2008-tól elkülönítve mutatja be az átfolyó tőkétől szűrt tőke mozgásokat. Erre azért van szükség, mert néhány külföldi vállalat vélhetően adóoptimalizációs céllal a magyar leányvállalatainak tulajdonosi hitelt vagy tőkét nyújt, amelyet aztán a leányvállalatok továbbadnak külföldre. Az átfolyó tőke mozgások a bruttó szárat, vagyis a be- és kiáramlási adatokat érinti, jellegéből fakadóan a nettó közvetlentőke-befektetés adatokat nem befolyásolják.³ 2015-ben az átfolyótőke tranzakciók jelentősen, 2016-ban és 2017-ben már csak kisebb mértékben érintették a közvetlentőke-befektetések bruttó szárait. Az átfolyótőke-tranzakciók elkülönítésének fontosságát az is jól jelzi, hogy a 2017. negyedik negyedévi közvetlentőke-befektetés nettó növekedése az eredeti adatok szerint a befektetések csökkenéséhez volt köthető (miközben az FDI-beáramlás Magyarországon még csökkent is), míg az átfolyó tőkétől szűrt adatok szerint a bruttó FDI-beáramlás növekedésére vezethető vissza (22. ábra).

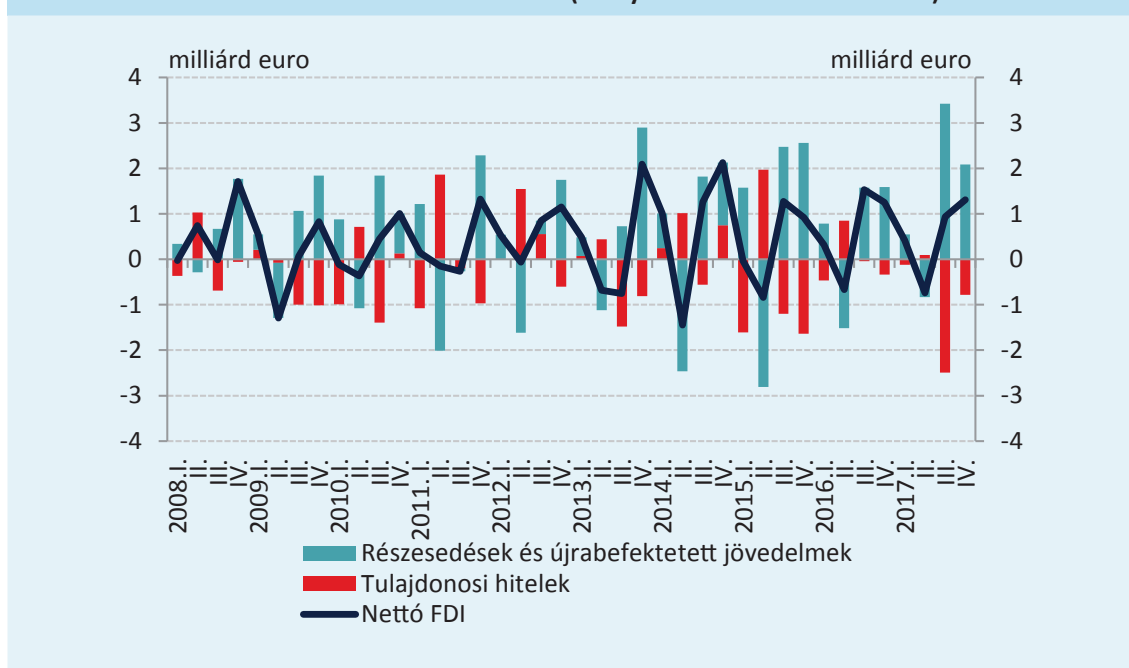
³ Az átfolyó tőke ugyanakkor a magyarországi FDI szektorok szerinti szerkezetét is nagyban befolyásolja. Előfordulhat ugyanis, hogy a magyarországi befektetés más szektorba tartozik, mint a tőkebefektetés végcélja – így a szektorok szerinti FDI-adat is torzul.

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



Az elmúlt években a nettó közvetlentőke-befektetések emelkedése az újrabefektetések növekedésével volt összefüggésben, miközben a tulajdonosi hitelek csökkentek (23. ábra). Az év első felében tapasztalt enyhe csökkenés után 2017 második felében felgyorsult a nettó közvetlentőke-beáramlás, ami teljes mértékben a külföldi vállalatok újrabefektetéseihez volt köthető. A válság után érdemben lelassult a nettó FDI-beáramlás, a részesedések és a tulajdonosi hitelek változása gyakran ellensúlyozta egymást. Az elmúlt pár évben viszont felgyorsult az újrabefektetés típusú források beáramlása, miközben a tulajdonosi hitelek csökkentek. A részesedések csökkenését részben magyarázza az állami felvásárlások (MOL, E.ON, Antenna Hungária, FŐGÁZ, Budapest Bank) FDI csökkentő hatása, míg a tulajdonosi hitelek mérséklődése a vállalati szektor (belföldi és külföldi hitelek törlesztésével járó) mérlegalkalmazkodásával lehetett összefüggésben. Az állami felvásárlások és a rezidensek növekvő kifizetései ellenére az FDI állomány összességében emelkedett, ami azt mutatja, hogy összességében nő a külföldiek FDI befektetése Magyarországon. 2017 negyedik negyedében az előző időszakhoz hasonlóan kiemelkedő mértékű volt az újrabefektetések⁴ növekedése, míg a tulajdonosi hitelek törlesztése kisebb mértékben folytatódott.

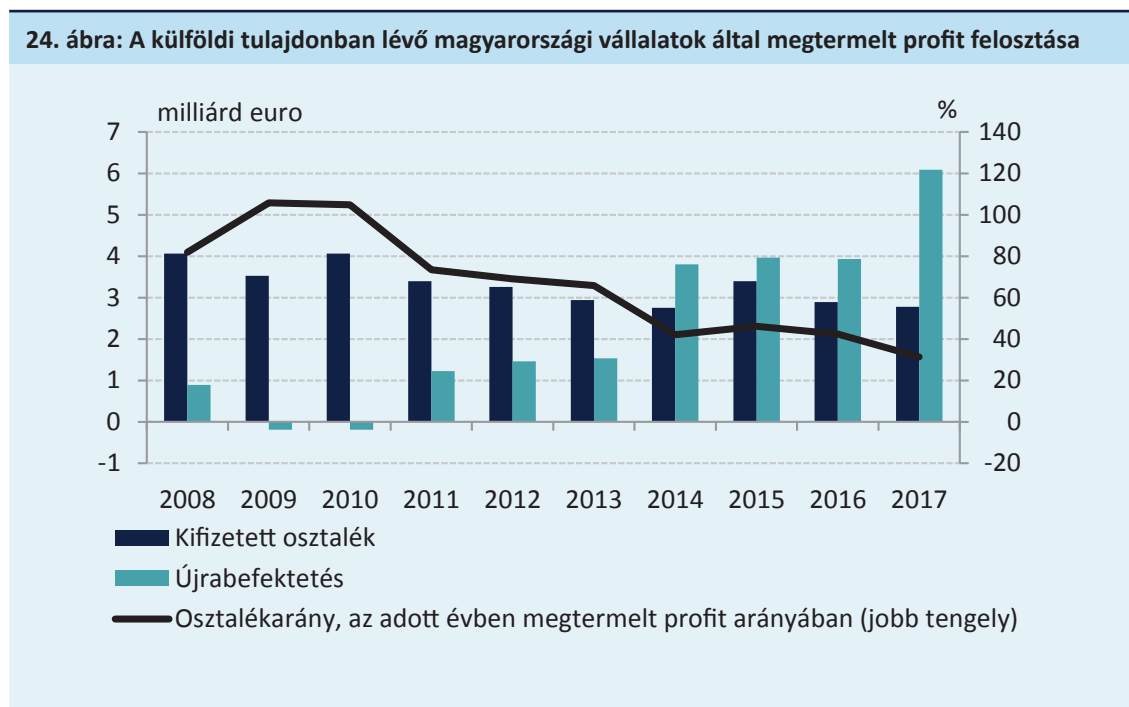
23. ábra: A nettó közvetlentőke-tételek alakulása (átfolyó tőkétől szűrt tranzakciók)



4 A közvetlentőke-befektetések jövedelme, és így az újrabefektetések értéke a tényadatot követező évi szeptemberi publikációjáig becslésen alapul.

A külföldi vállalatok jövedelmezőségének az emelkedése az osztalékfizetések változatlanságával párosult, ami az újrabefektetett jövedelmek számottevő növekedését eredményezte. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmezősége fokozatosan javult a válság utáni években: a 2014–16-os időszakban 7 milliárd euro közelébe emelkedő profit 2017-ben már megközelítette a 9 milliárd eurós szintet.⁵ Mindeközben a kifizetett osztalék nagyjából változatlan maradt, így az egyre nagyobb profit az újrabefektetett jövedelmek révén magasabb közvetlentőke-befektetéshez vezetett (24. ábra). Mindezek eredményeképp az éves profithoz viszonyított osztalékfizetés, vagyis az osztalékarány 30 százalék közelébe mérséklődött, ami számottevően elmarad a régióban jellemző értéktől (részletesebben lásd a 2017. októberi Fizetési mérleg jelentés 5.6 fejezetét). A 2017-ben is folytatódó mérlegalkalmazkodás részeként a külföldi vállalatok tulajdonosi hitelek egy részét tovább törlesztették, ami fékezte az FDI-beáramlást.

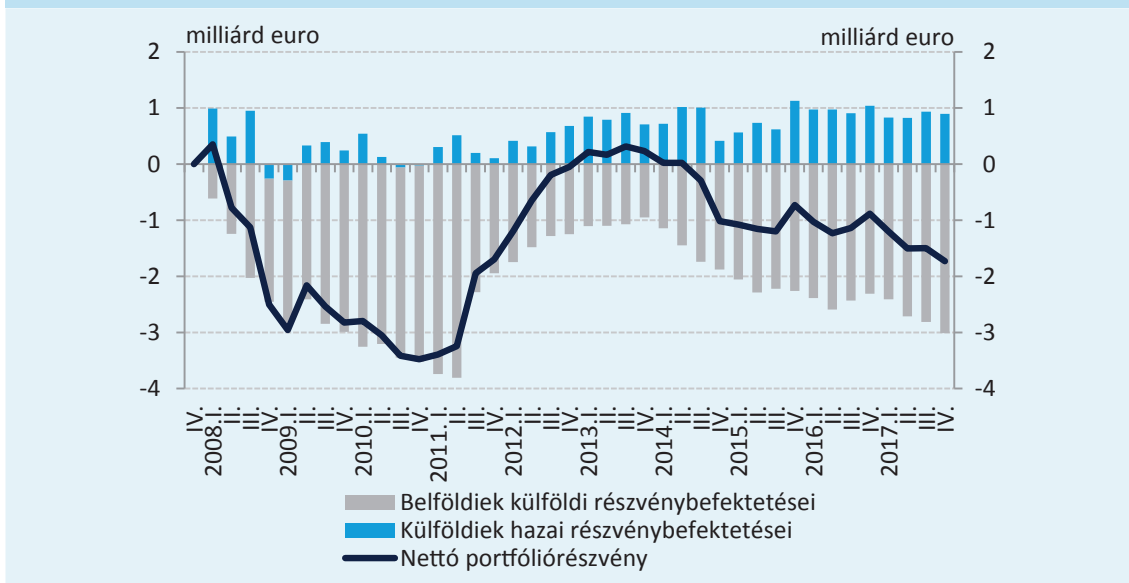
24. ábra: A külföldi tulajdonban lévő magyarországi vállalatok által megtermelt profit felosztása



2017 negyedik negyedévében érdemi nettó portfóliórészvény-kiáramlás történt, ami a külföldiek magyarországi befektetések kisebb csökkenéséhez és a rezidensek külföldi befektetések nagyobb emelkedéséhez kötődött (25. ábra). A belföldi szereplők külföldi befektetési jegy vásárlása 2014-ben gyors növekedésnek indult, ami érdemben csökkentette a nettó portfóliórészvény állományt. Bár a rezidensek külföldi vásárlásai 2015-ben is folytatódtak, ennek hatását mérsékelte a külföldiek hazai eszközök iránti növekvő kereslete. 2017 egészében – és a negyedik negyedévében – ismét bővült a belföldi szereplők külföldi eszközeinek az állománya, ezen belül a háztartások és a befektetésialapok vásároltak külföldi befektetési jegyeket, miközben a külföldiek hazai eszközei alig változtak, így a nettó portfóliórészvény-befektetés érdemben mérséklődött.

⁵ A jövedelemegyenlegben megjelenő külföldi tulajdonú vállalatok profitja, illetve az újrabefektetett jövedelmek 2017-re becslésen alapulnak, amit majd a 2018. szeptemberi publikálással együtt váltanak fel a vállalati kérdőíveken alapuló tényadatok.

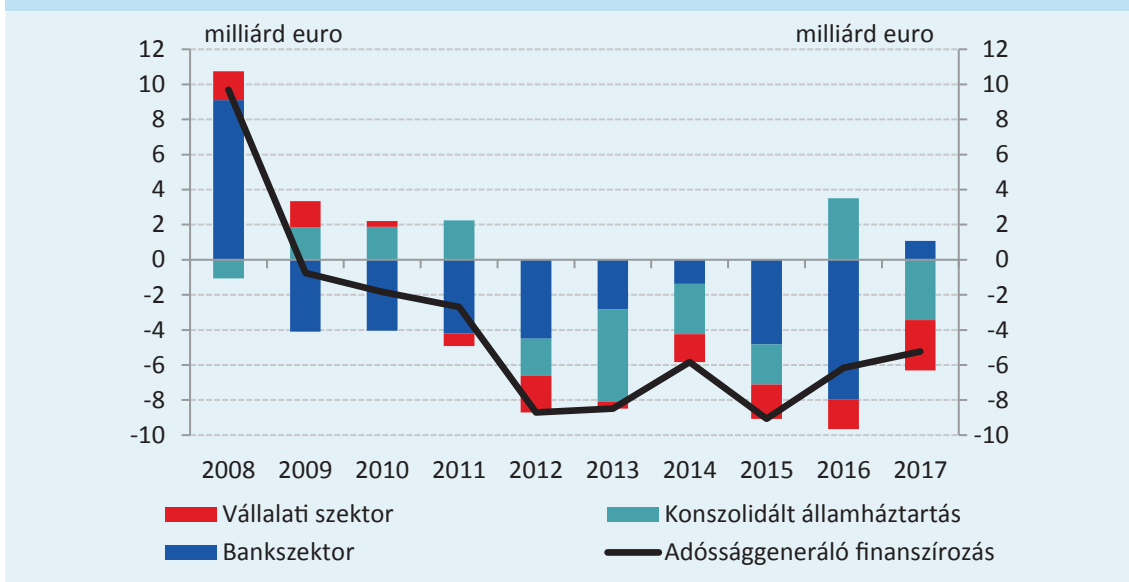
25. ábra: A nettó portfóliórészvény alakulásának tényezői (kumulált tranzakciók)



2.2. Adósságjellegű források

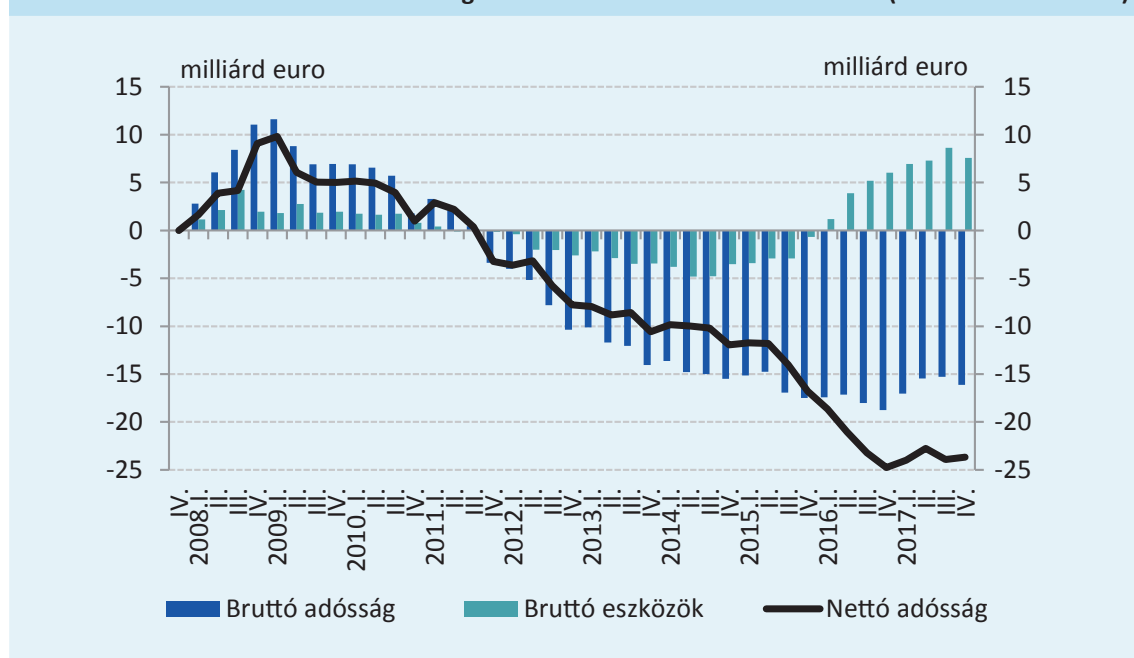
A negyedik negyedévben 2 milliárd euróval, az év egészében több mint 5 milliárd euróval mérséklődött a gazdaság nettó külső adóssága – ehhez mindkét időszakban döntően az állam, kisebb mértékben a vállalati szektor járult hozzá, míg a bankrendszer nettó külső adóssága enyhén emelkedett. 2017-ben némileg lassult a gazdaság külső adósságot érintő alkalmazkodása: a tranzakciókból eredően közel 5 milliárd euróval csökkenő nettó külső adósság enyhén elmaradt az előző évi mérséklődéstől. Jelentős változás történt ugyanakkor a külső adósságcsökkenés szektorális megoszlásában. 2016-ban a forintosítás miatt a jegybank jelentős devizalikviditást biztosított a bankrendszer számára, ami a devizatartalék csökkenése miatt az állam nettó külső adósságának növekedéséhez, illetve a bankok nettó külső adósságának csökkenéséhez vezetett (26. ábra). Ezzel szemben 2017-ben a külső adósság szerkezetének alakulásában a jegybanki finomhangoló forintlikviditást nyújtó swap-eszközök játszottak kulcsszerepet: részben ennek köszönhetően a bankrendszer külföldi eszközei kisebb mértékben emelkedtek, mint bankrendszer külső tartozásai, miközben a konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a 2016-os emelkedés után 2017-ben ismét számottevően, több mint 3 milliárd euróval mérséklődött. Utóbbi folyamatban a jegybanki finomhangoló eszköz devizatartalék növelő hatása mellett a bővülő EU-transzfer felhasználás és csökkenő külföldi állampapír-állomány is szerepet játszott. Éves szinten gyorsult a vállalati szektor nettó külső adósságának csökkenése, ami így mintegy 3 milliárd eurót tett ki.

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

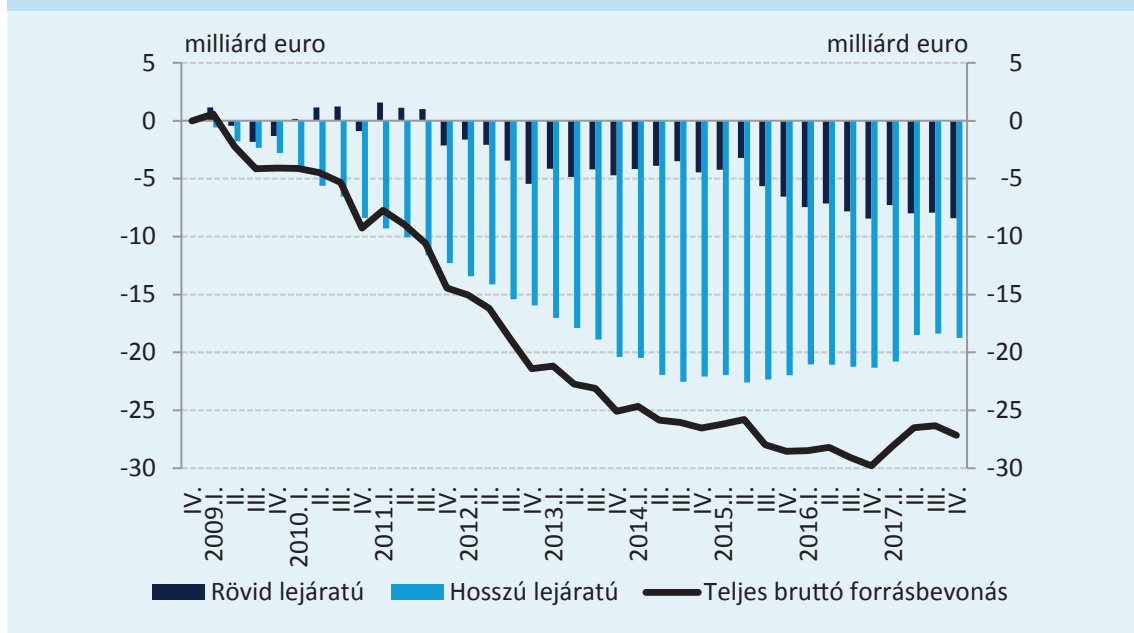


2017-ben enyhén emelkedett a bankrendszer nettó külső adóssága, amit a külföldi eszközök bővülését meghaladó bruttó külső adósság növekedés magyarázott. 2017 negyedik negyedében – az első három negyedében tapasztalt növekedés után – egyaránt számottevően mérséklődött a bankok külső adóssága és eszköze (27. ábra). A tartozások csökkenése nagyobb részt a rövid futamidejű külső adósságot érintette, ami a bankok év végi mérlegoptimalizációjára utal. Az egész 2017-es évet tekintve a bankrendszer külső tartozásainak az emelkedése feltehetően arra volt visszavezethető, hogy néhány bank a külső eszközeit külföldi forrásokból finanszírozta. A külföldi eszközök tartozásoktól elmaradó növekedése viszont a jegybanki finomhangoló eszköz devizalikviditást csökkentő hatásával lehetett összefüggésben. Mindezen hatásokat összegezve 2017-ben a bankrendszer külföldi eszközei 1,6 milliárd euróval, a külső forrásai 2,6 milliárd euróval emelkedtek, így a bankok nettó külső adóssága kismértékben, mintegy 1 milliárd euróval növekedett. Érdemes megjegyezni, hogy a bankrendszer külső tartozásainak növekedése annak ellenére következett be, hogy a magánszektor forráselhelyezése továbbra is jelentősen meghaladta a hitelfelvételt. A bankrendszer külső tartozásainak az emelkedését ugyanis részben magyarázhatja, hogy néhány bank külső forrásokból finanszírozta a külföldi eszközeinek a növekedését.

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



2017-ben a bankrendszer bruttó külső adósságának növekedése elsősorban a hosszú lejáratú forrásokat érintette, az eredetileg rövid lejáratú források állománya a tranzakciókból eredően alig változott. A negyedik negyedében a bankrendszer teljes külső adóssága 0,8 milliárd euróval mérséklődött, ami kisebb részt hosszú lejáratú, nagyobb részt rövid lejáratú adósságcsökkenéshez volt köthető (28. ábra). Bár a bankok külső adóssága 2017-ben növekedett, ez szinte teljes mértékben csak a hosszú lejáratú forrásokat érintette, a rövid lejáratú adósság szintje az év során alig változott. A bankok rövid adósságának a változatlansága a külső sérülékenység szempontjából kedvezőnek tekinthető.

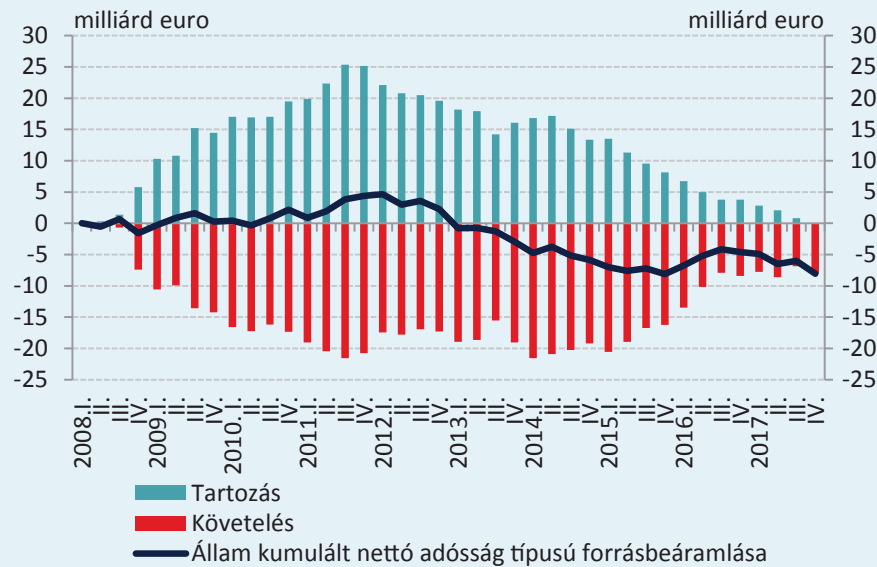
28. ábra: A bankrendszer külföldi adosságának lejáratú bontása (kumulált tranzakciók)

Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adosságának a 2017. negyedik negyedévi alakulása jól jellemezte az egész éves folyamatokat: az állam külső adossága több tényező együttes hatásának eredményeként érdemben mérséklődött. Az állam külső adosságát a következő fontosabb tényezők alakították.

- Az állam nettó külső adosságát csökkentette, hogy a külföldiek 2017 egészében közel 0,6 milliárd euróval, míg az utolsó negyedévben 0,5 milliárd euróval mérsékeltek forint állampapírjaik állományát. Részben a jegybanki eszköztár átalakításához kötődően a bankok érdemben növelték állampapír-állományukat, és a lakosság is növelte állampapír-állományát, így az állam finanszírozásában a külföldiek helyét a belföldi szektorok vették át.
- Az EU-transzfer felhasználás az év során összességében és a negyedik negyedévben is számottevő mértékben mérsékelte a nettó külső adosságot.
- A jegybank finomhangoló, a bankoknak devizalikviditásért cserébe forintlikviditást nyújtó FX-swap ügyletei szintén az alacsonyabb nettó külső adosság irányába hatottak (egész évben 3,4 milliárd euro, a negyedik negyedévben 2 milliárd euro). A forintosítással összefüggő devizacsere ügyletek és az állam devizában felmerülő kiadásai viszont mérsékeltek a devizatartalékokat.
- 2017-ben szintén növelte nettó külső adosságot (a csökkenő devizatartalékon keresztül), hogy áprilisban lejárt egy belföldi szektorok által tartott devizakötvény (P€MÁP).

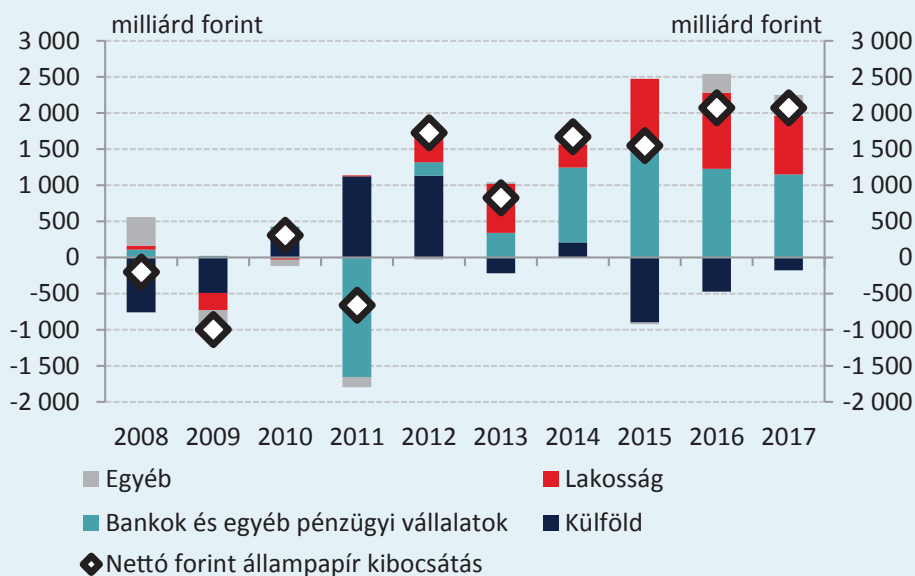
Mindezek eredőjeként az állam nettó külső tartozásainak csökkenése – szinten maradó devizatartalék mellett – döntően a tartozások nagyobb csökkenésének az eredménye (29. ábra).

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



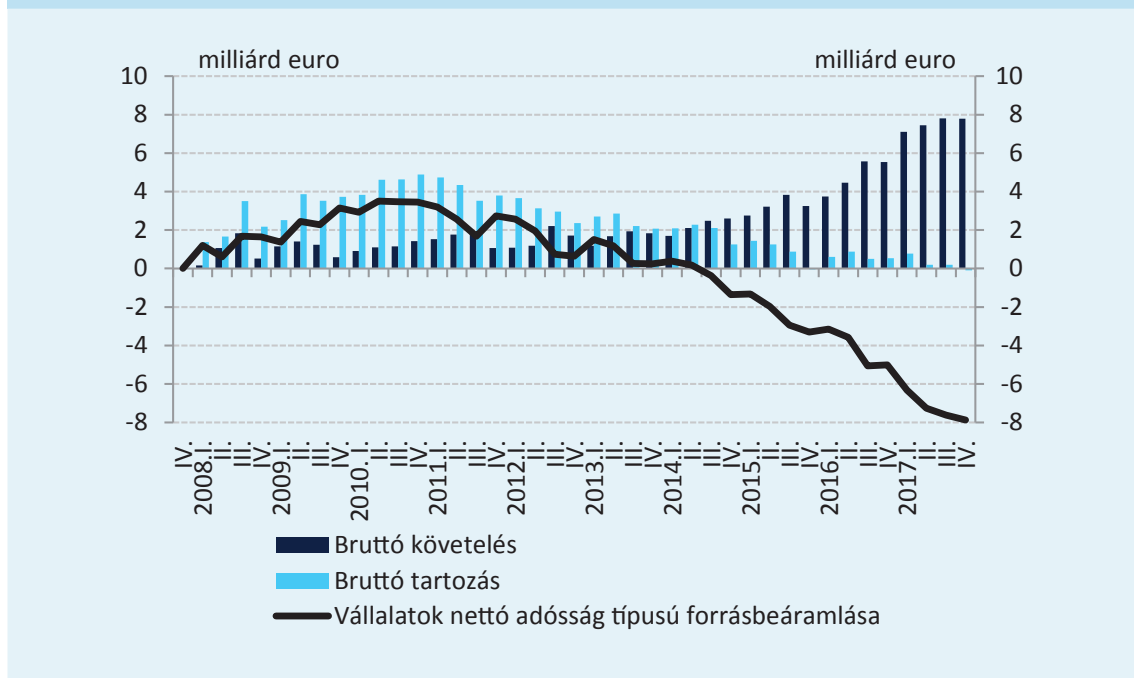
Az állam finanszírozásának belföldi szereplők felé való eltolódása folytatódott 2017-ben is, ami támogatta az ország külső sérülékenységének a csökkenését. A külföldiek teljes (devizában és forintban denominált) magyar állampapír-állománya 2017-ben több mint 1,5 milliárd euróval (közel 500 milliárd forinttal) mérséklődött, így a külföldiek részaránya a teljes magyar állampapír-állományon belül az év eleji 38 százalékról 33 százalékra csökkent. A külföldiek állampapír-eladása a deviza állampapírok 300 milliárd forintos és a forint állampapírok 150 milliárd forintos csökkenése mellett valósult meg (30. ábra). A külföldiek az állam finanszírozásában betöltött szerepét 2017-ben is a belföldi magánszektorok vették át. A bankrendszer forint állampapír-állománya – részben az MNB eszköztárának átalakításának köszönhetően – közel 1200 milliárd forinttal növekedett. Emellett a háztartások is stabilan, mintegy 800 milliárd forinttal vettek részt az állam belső forrásokból történő finanszírozásában. A két szektor jelentős állampapírpiaci-kereslete hozzájárult az államadósság devizarányának csökkenéséhez és támogatta az ország külső sérülékenységének mérséklődését.

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



A vállalatok nettó külső adóssága 2017 negyedik negyedévében tovább mérséklődött, ami a külfölddel szembeni tartozások csökkenésével volt magyarázható (31. ábra). Azonban, ha éves szinten nézzük a vállalatok nettó külső adóságának az alakulását, akkor azt látjuk, hogy – a bankrendszerhez hasonló módon – a külföldi eszközök növekedése volt a meghatározó, a tartozások csökkenése csak kisebb szerepet játszott. 2015 óta a tartozások mindössze 1 milliárd euróval mérséklődtek, miközben a külföldi eszközök több mint 5 milliárd euróval bővültek. 2017-ben összességében a vállalati szektor nettó külső adóssága közel 3 milliárd euróval csökkent.

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

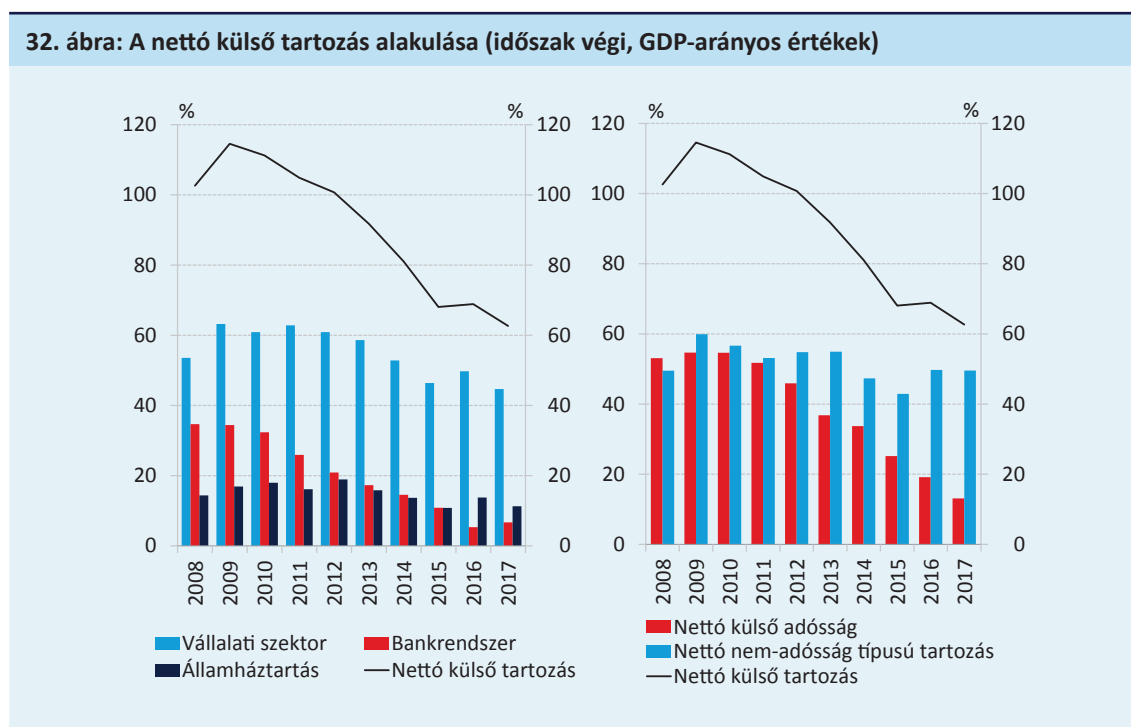


3. Állományi mutatók alakulása

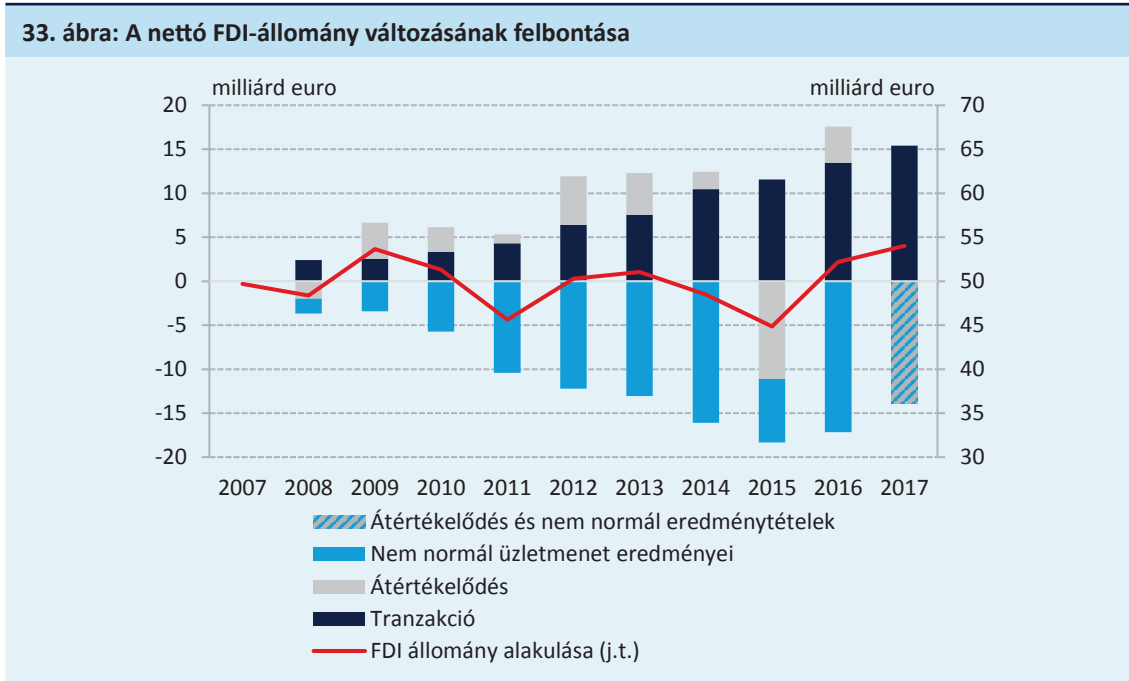
A gazdaság sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőségű külső tartozásmutatók javulása 2017-ben is folytatódott, és historikusan is alacsony szintet értek el. A nettó külső tartozás mérséklődése a nem adósságjellegű források szinten maradása és a nettó külső adósság nagyobb csökkenése mellett alakult ki. A nettó külső adósság a GDP 13 százalékára, a bruttó külső adósság pedig 60 százalék közelébe csökkent, ami döntően forráskiáramlással, az árfolyamok miatti átértékelődéssel, illetve a nominális GDP emelkedésével magyarázható. A nettó külső adósság korrekciójának folytatódása 2017-ben nagyobb részben az államháztartáshoz, kisebb részben a vállalatokhoz köthető, miközben a bankok nettó külső adóssága enyhén emelkedett. A konszolidált államháztartás nettó külső adósságának mérséklődését a külföldiek állampapír-állományának folytatódó csökkenése, az EU-források felhasználása és a jegybanki finomhangoló swap-eszközök devizatartalékot emelő hatása is támogatta. A vállalati szektor nettó külső adósságának mérséklődése a külföldi eszközök bővülése és a tartozások csökkenése mellett valósult meg, míg a bankrendszernél a tartozások növekedése hatott az adósságmutató emelkedésének irányába. A bruttó külső adósság csökkenése meghaladta a nettó külső adósság mérséklődését, ami elsősorban azzal áll összefüggésben, hogy az – amerikai dollár gyengüléséhez köthető – átértékelődés a külföldi tartozásokat és követeléseket is mérsékelte, amelyek a nettó mutatóban részben ellensúlyozták egymás hatását. Az ország külső sérülékenységének mérséklődését jelentős mértékben támogatta, hogy a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság 2017 végére historikus mélypontra, 16 milliárd euro közelébe süllyedt. A magyar gazdaság bruttó finanszírozási igénye 2017-ben közel 2 milliárd euróval, 16 milliárd euro közelébe csökkent. A devizatartalék továbbra is jelentősen meghaladja a befektetők által elvárt szintet.

3.1. Nettó külső tartozás

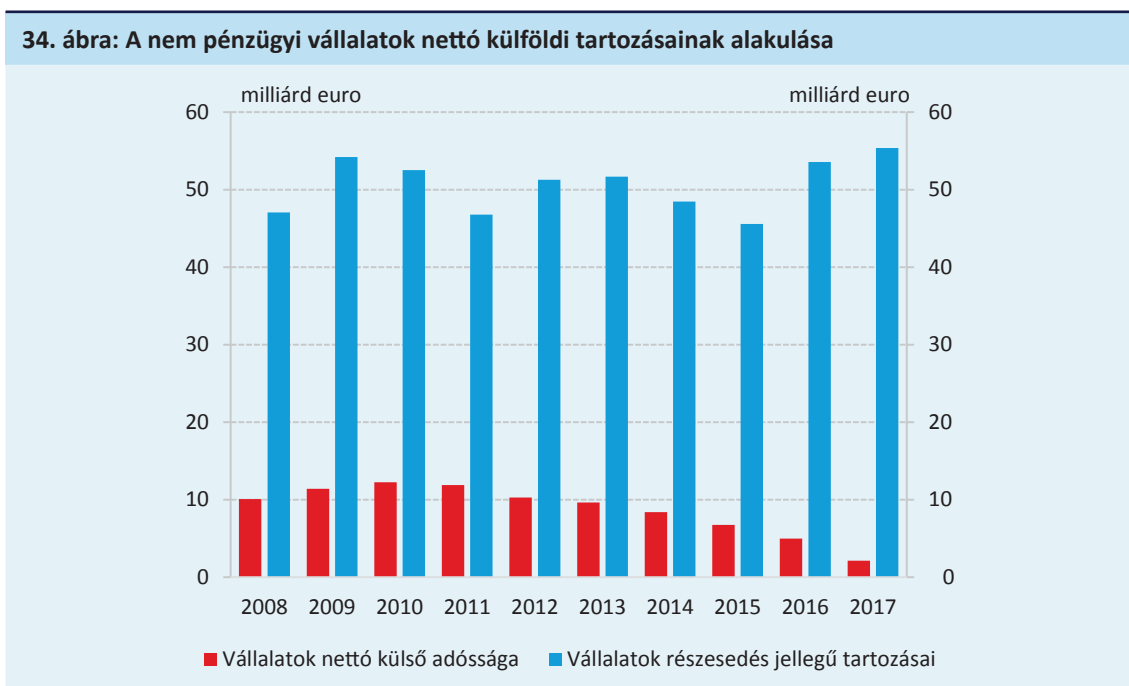
2017-ben az adósságcsökkenéshez kötődően folytatódott Magyarország nettó külső tartozásának mérséklődése (32. ábra). A magyar gazdaság nettó külső tartozása – ami a külső adósságot és a nem adósság jellegű forrásokat (a közvetlentőke-befektetéseket, portfóliórészesedéseket és a derivatív tartozásokat) is tartalmazza – 2017 végére a GDP 63 százalékára csökkent. Az ország nettó külső tartozásának válság óta tartó csökkenése – a közvetlentőke-befektetések emelkedésére fordulásának hatására – 2016-ban átmenetileg megtorpant, de 2017 során folytatódott. A nem adósság jellegű tartozások szinten maradása mellett az adósság jellegű források 2017-ben is mérséklődtek, ami a nettó külső tartozás 6,2 százalékpontos csökkenését eredményezte. A mérséklődés nagyobb részben a vállalati szektorhoz, kisebb részben az államháztartáshoz kötődött, amit részben ellensúlyozott a bankok külső tartozásainak emelkedése.



A nettó FDI-állomány működőtőke-beáramláshoz kapcsolódó növekedését alapvetően a vállalatok nem normál üzletmenethez kapcsolódó veszteségei mérsékeltek. A közvetlentőke-befektetések tranzakciói az elmúlt években fokozatos beáramlást mutattak, ugyanakkor a külföldiek nettó FDI-állománya ennél kisebb mértékben emelkedett. Ennek háttérében főként a nem normál üzletmenethez kapcsolódó veszteségek és az állomány átértékelődéshez kapcsolódó változása áll. Ezek a tételek 2017 végéig összesen közel 15 milliárd euróval mérsékeltek a közvetlentőke-befektetések állományát (a nem normál üzletmenet szerinti eredményről részletesebben lásd a 2017. októberi Jelentést).

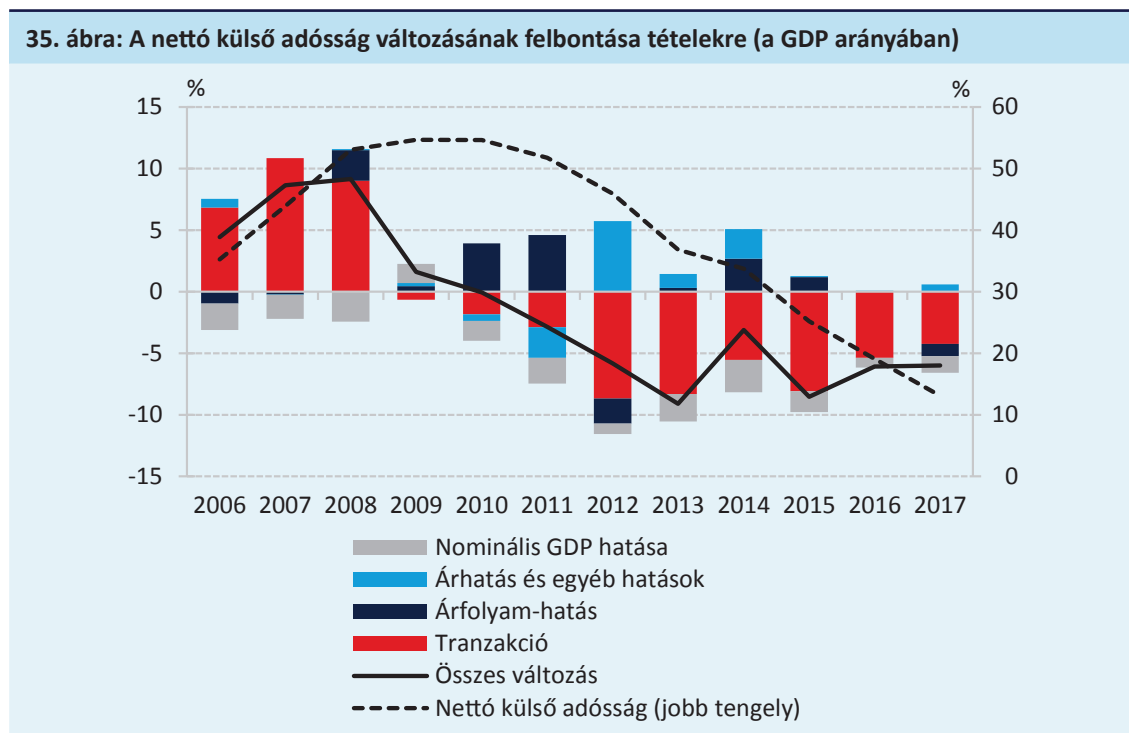


A nem pénzügyi vállalatok nettó külföldi tartozásainak mérséklődése 2017 folyamán is a külső adósság törlesztéséhez kötődött, míg a közvetlentőke-befektetések állománya nem változott érdemben (34. ábra). A nem pénzügyi vállalatok nettó hiteltörlesztése a vállalatok külföldi hitelállományának mérséklődésében is tükröződött: míg ennek nettó állománya a válság kitörését követően 10 milliárd eurót tett ki, addig 2017 végére 2 milliárd euró alá mérséklődött. A vállalatok részesedés jellegű tartozása (főként a közvetlentőke-befektetés) ugyanakkor nem változott érdemben, és 2008 óta 45–55 milliárd euró közelében alakult. Így a vállalatok nettó külföldi tartozásainak mérséklődése továbbra is a vállalatok nettó adósságtörlesztéséhez köthető, míg a közvetlentőke-források nem változtak érdemben.



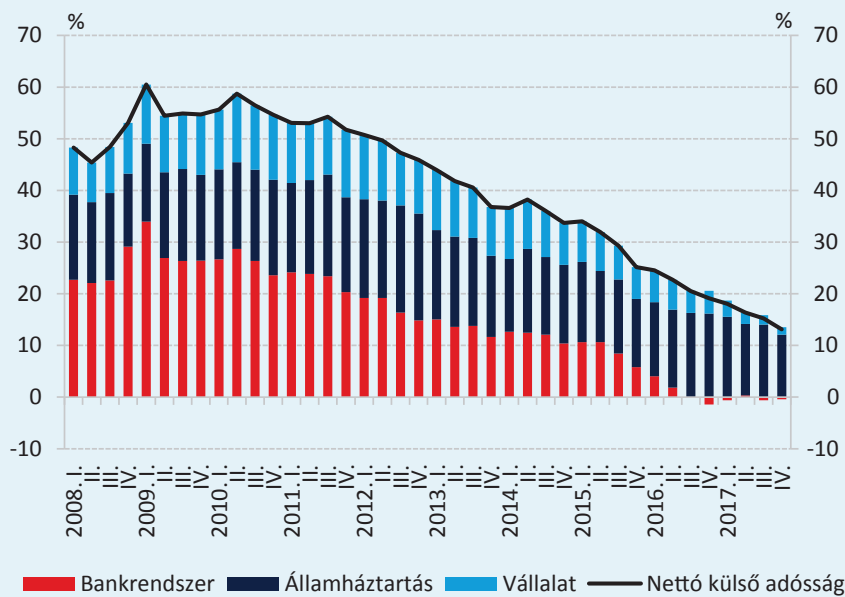
3.2. Nettó külső adósság

A nettó külső adósság csökkenése 2017-ben is nagyrészt a tranzakciókkal és a nominális GDP emelkedésével, kisebb részben pedig a forint erősödésével magyarázható (35. ábra). Az adósságmutató elmúlt években történt mérséklődésében döntően az adósság típusú források kiáramlása játszott szerepet. A válság kitörését követően a nettó külső adósság korrekcióját 2009-ben a nominális GDP csökkenése, majd később a forint leértékelődése fékezte. Így a válság előtti években tapasztalt, túlzott mértékű eladósodás korrekciója csak 2011-től kezdődhetett el: az adósság típusú források kiáramlásával összefüggésben a nettó külső adósság több mint 42 százalékponttal mérséklődött, amit kisebb mértékben a nominális GDP növekedése is támogatott. Az ország nettó külső adóssága 2017-ben közel 6 százalékponttal csökkent, ami főként az adósság típusú források kiáramlásával és a GDP növekedésével, kisebb részt a forint többi devizával szembeni erősödésével magyarázható.

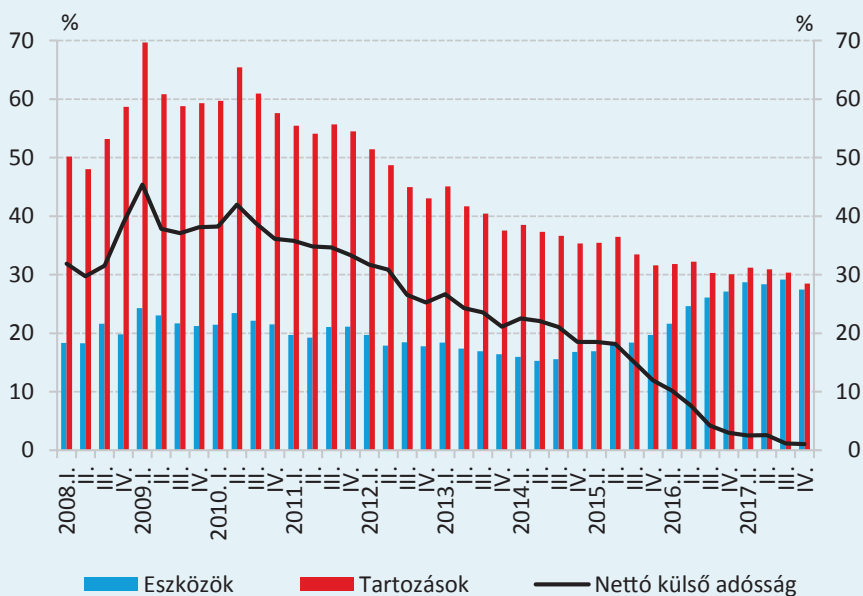


A nettó külső adósság 2017 végén a GDP 13,1 százalékát tette ki, így az előző év végéhez képest közel 6 százalékponttal csökkent (36. ábra). Az adósságmutató javulása nagyobb részben az államháztartáshoz, kisebb részben a vállalati szektorhoz kötődött, míg a bankrendszer nettó külső adóssága enyhén emelkedett (de továbbra is negatív maradt). A bankrendszer GDP-arányos nettó külső adósságának 1 százalékpontos emelkedésében a külföldi eszközök mérséklődése és a tartozások emelkedése egyaránt szerepet játszott. A bankrendszer külföldi eszközeinek csökkenése irányába hatott, hogy a mennyiségi korlátozáshoz kapcsolódó jegybanki finomhangoló devizacsere eszközön keresztül jelentős devizalikviditás került a bankrendszerből a jegybankhoz, amit csak részben ellensúlyozott a forintosításhoz nyújtott devizalikviditás bankok külföldi eszközeit növelő hatása. Az állam nettó külső adóssága a GDP közel 4 százalékával mérséklődött 2017 során, amihez a jegybanki finomhangoló devizacsere eszköz – devizatartalék csökkenését fékező – hatása mellett a bővülő EU-transzfer felhasználás, illetve a csökkenő külföldi állampapír-állomány is hozzájárult. A nem pénzügyi vállalatok nettó külső adóssága a GDP 2,9 százalékával mérséklődött, ami döntően a szektor külföldi tartozásainak csökkenésével áll összefüggésben (37. ábra).

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



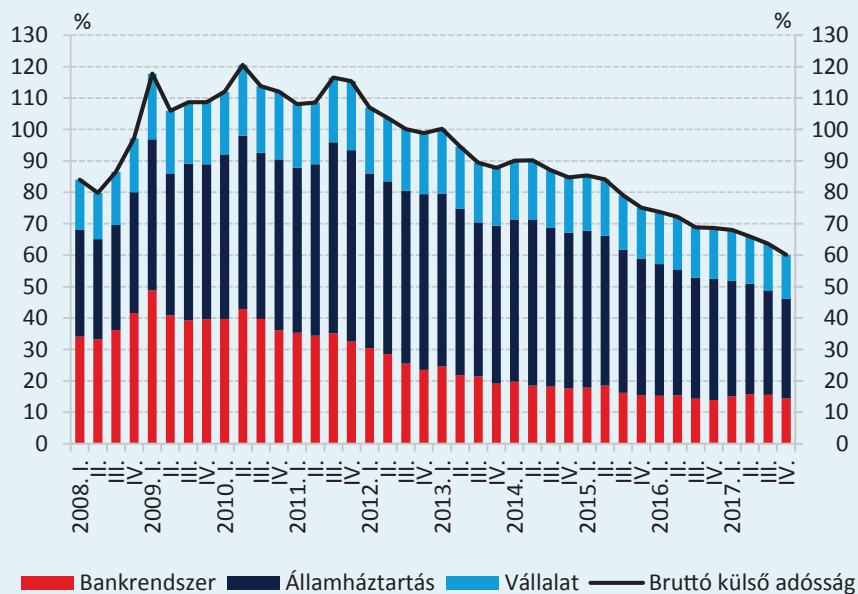
37. ábra: A magánszektor külföldi eszközeinek és adósságának alakulása (a GDP arányában)



3.3. Bruttó külső adósság

Az ország nettó külső adóssága az államháztartás tovább mérséklődő külső finanszírozásának következtében a GDP 60 százalékának közelébe csökkent (38. ábra). A nettó külső adósság csökkenése 2017-ben meghaladta a GDP 8 százalékát, így év végére a 2010-ben tapasztalt szint felére mérséklődött. Az adósságmutató 2017. évi javulása döntően az államháztartáshoz, kisebb részben a vállalati szektorhoz kötődött. Az államháztartás nettó külső adósságát a külföldiek állampapír-állományának – a belföldi szektorok finanszírozásban betöltött szerepének emelkedésével párhuzamosan – folytatódó csökkenése, az állami devizacsere ügyletekhez kapcsolódó margin-állomány – főként a dollár euróval szembeni gyengüléséből eredő – csökkenése és a lejáró devizakötvények döntően forint forrásokból történő finanszírozása is mérsékelte. A nettó adósságmutató korrekciójához a vállalati szektor is hozzájárult, ugyanakkor a bankrendszer külső forrásainak korábbi években tapasztalt leépítése 2017-ben megtorpant, majd a szektor nettó külső adóssága emelkedésnek indult. Az ország nettó külső adósságának mérséklődése meghaladta a nettó külső adósságét, ami arra vezethető vissza, hogy az amerikai dollár 2017-ben tapasztalt euróval szembeni gyengüléséhez köthető ártértékelődési hatások a külföldi tartozásokat és követeléseket is mérsékeltek. Míg az árfolyamhatás miatti ártértékelődés a nettó adósságállomány érdemi csökkenését okozta, addig annak hatását a nettó mutatóban részben ellensúlyozta a külföldi követelések mérséklődése.

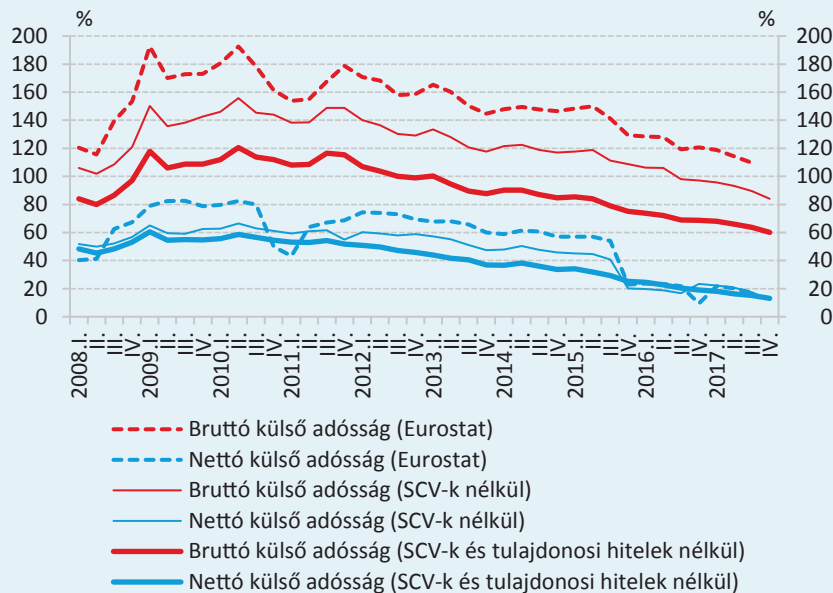
38. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában, piaci értéken, tulajdonosi hitel nélkül)



2. keretes írás: A külső adósság alakulása

Az SCV-ket és tulajdonosi hiteleket is tartalmazó nettó külső adósság is a GDP 20 százaléka alá mérséklődött, a bruttó külső adósság ugyanakkor továbbra is érdemben meghaladja az alapfolyamatok szerinti mutatót. Az MNB elemzéseiben és kiadványaiban közgazdasági megfontolások miatt az SCV-ket (speciális célú vállalatokat) és a tulajdonosi hiteleket nem tartalmazó adósságmutatókat mutatja be. Az Eurostat adatbázisában ugyanakkor csak az ezekkel a tényezőkkel együtt számított mutatók szerepelnek. Az SCV-k nem végeznek reálgazdasági tevékenységet, a tevékenységük nincs hatással az ország nettó külföldi tartozására, ugyanakkor a bruttó szárazakat jelentős mértékben befolyásolják. A tulajdonosi hitelek pedig inkább nem adósság jellegű forrásnak tekinthetők, mint adósságnak (részletesebben lásd a 2014. áprilisi Fizetési mérleg jelentést). Mind az SCV-ket, mind a tulajdonosi hiteleket is tartalmazó nettó külső adósság érdemben, a GDP 20 százaléka alá csökkent az elmúlt években és megközelíti az alapfolyamatok szerinti mutatót. Míg a tulajdonosi hitelekkel és SCV-vel együtt vett nettó külső adósságmutató nem mutat lényegi eltérést az alapfolyamatok szerinti, tulajdonosi hiteleket nem tartalmazó idősortól, addig a bruttó mutatók között még mindig érdemi különbség tapasztalható. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy az elmúlt években a bruttó mutatók is folyamatosan és érdemben csökkentek (39. ábra).

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

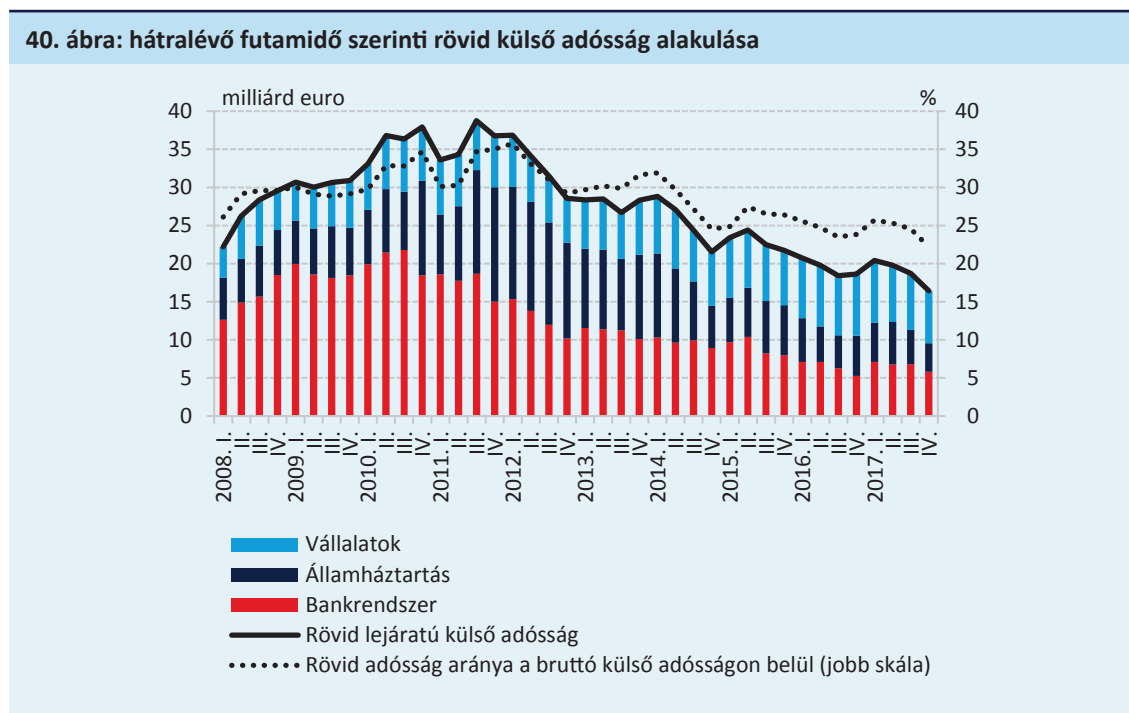


Forrás: Eurostat, MNB.

3.4. Rövid külső adósság és bruttó finanszírozási igény

Az ország rövid külső adóssága 2017 folyamán tovább mérséklődött, és az év végén historikusan alacsony értéket, 16,4 milliárd eurót tett ki. A gazdaság befektetői megítélése és külső sérülékenysége szempontjából kiemelten fontos rövid lejáratú külső adósság utoljára 2004-ben volt ennél alacsonyabb. A mutató 2017 folyamán 2 milliárd euróval mérséklődött, amely a konszolidált államháztartás és a vállalatok rövid külső adósságának csökkenésével magyarázható, amit részben ellensúlyozott a bankrendszer rövid külső adósságának emelkedése. Az államháztartás rövid külső adóssága 1,5 milliárd euróval csökkent 2016 végéhez képest, amely teljes mértékben az eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssághoz – ezen belül is az ÁKK margin tartozásaihoz – kötődik. A vállalatok rövid külső adóssága 1 milliárd euróval csökkent az egy évvel korábbi értékhez képest, ami viszont a berövidülő adósság mérséklődésével áll összefüggésben. A vállalati rövid külső adósság 2014 óta megközelítőleg 7 és 8 milliárd euro között stagnál. Ennél a két szektornál látott csökkenés hatását némiképp mérsékli a bankrendszerrel látott 0,5 milliárd eurós emelkedés, ami a berövidülő adósság növekedéséhez kötődik. A növekedés ellenére a bankrendszer mutatója továbbra is kedvezőnek tekinthető, ugyanis a 2016 végi adatot

megelőzően utoljára 2004-ben volt ilyen alacsony a szektor rövid külső adóssága – amelyen belül az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság szintén historikusan alacsony. 2017 során tovább folytatódott a teljes külső adósságon belüli rövid adósság arányának mérséklődése, így az elmarad a válság előtt jellemző szinttől (40. ábra).

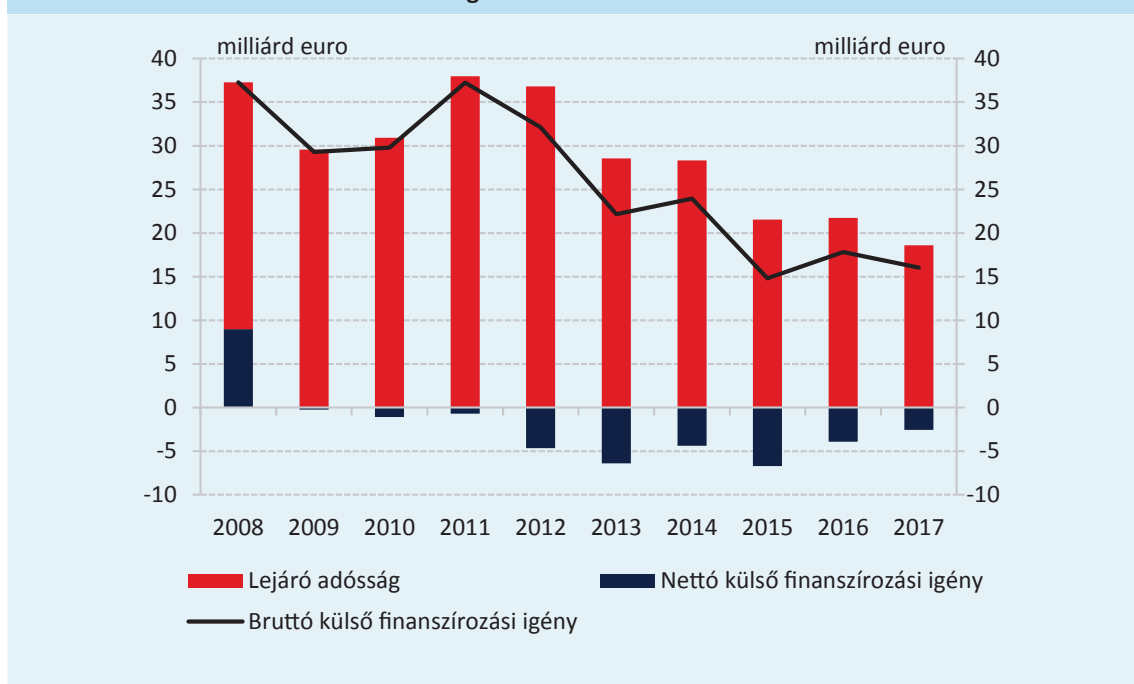


2017 negyedik negyedévének végén – az előző negyedévhez képest – 2,3 milliárd euróval csökkent a rövid külső adósság szintje, amelyet mindhárom szektor támogatott. A legnagyobb mértékű mérséklődés negyedéves viszonylatban a bankrendszerénél történt, amelyet az államháztartás, majd a vállalat követett.

- A negyedik negyedévben a *konzolidált államháztartás* rövid külső adóssága mintegy 800 millió euróval csökkent, ami fele-fele arányban kötődik az eredeti futamidő szerinti rövid, illetve berövidülő külső adóssághoz. Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság az ÁKK margin tartozásaihoz kapcsolódóan mérséklődött. A berövidülő adósság csökkenésében az ÁKK októberben végrehajtott devizakötvény-cseréje játszott meghatározó szerepet, ami az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósságot is mérsékelte a marginállomány csökkenése miatt. Az állam rövid külső adóssága utoljára a pénzügyi válság kitörése előtt volt ilyen alacsony.
- A bankrendszer hátralévő futamidő szerinti rövid külső adóssága a negyedik negyedévben 1 milliárd euróval csökkent, és 2017 végén közel 5,8 milliárd eurót tett ki. A csökkenésben közel azonos mértékben játszott szerepet az eredetileg rövid futamidejű és a berövidülő adósság mérséklődése. Az alacsony adatban közrejátszhatott a bankrendszer év végére jellemző mérlegoptimalizációja.
- A vállalati szektor rövid külső adóssága mintegy 0,5 milliárd euróval csökkent a negyedév során, ami nagyobb részt a szektor eredeti futamidő szerinti külső adósságához kötődik.

2017-ben az ország bruttó külföldi forrásbevonási szükséglete 16 milliárd euróra csökkent, ami a lejáró adósság mérséklődéséhez köthető. A 2016. decemberi rövid külső adósság, vagyis a 2017-ben lejáró külső adósság az előző évi értéknel közel 3 milliárd euróval alacsonyabb volt, és 18,6 milliárd eurót tett ki (41. ábra). Az ország forrásigényét (illetve a válság utáni alkalmazkodást követően a forrásfeleslegét) mutató, finanszírozás oldali külső finanszírozási képessége 2017-ben a GDP 2,6 százalékára csökkent, így a kettő mutató különbségeként adódó bruttó forrásbevonási szükséglet 16 milliárd euróra mérséklődött.

41. ábra: A bruttó forrásbevonási szükséglet alakulása



3.5. Tartalékmegfelelés

2017 negyedik negyedében emelkedett a devizatartalék állománya, elsősorban a három hónapos jegybanki betét korlátozásához kapcsolódó forintlikviditást nyújtó swap-eszköz, valamint az Európai Bizottságtól beérkezett uniós támogatások hatására. 2017 végén a nemzetközi tartalékok nagysága 23,4 milliárd euro volt, amely 1,1 milliárd eurós növekedést jelent a szeptemberi szinthez képest. A devizatartalék alakulását számos tényező befolyásolta, amelyek közül a legjelentősebb tételek a következők voltak:

- Az ÁKK nettó devizafinanszírozása összesen több mint 640 millió euróval mérsékelte a tartalék szintjét. Októberben egy japán jénben denominált devizakötvény járt le 150 millió euro értékben, ezen felül az euróban felvett fejlesztési hitelek törlesztése 375 millió eurós csökkenést jelentett a negyedév során. Decemberben a kedvező forintpiaci és lakossági kereslet következtében devizakötvény-visszavásárlásra került sor 130 millió euro körüli összegben. A negyedéves lakossági devizakötvény-kibocsátások hozzávetőlegesen 20 millió euróval növelték a tartalékokat.
- A lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó feltétel nélküli swapok 2017. decemberi lejáratára mintegy 250 millió euróval csökkentette a tartalékokat. Az MNB forintosítási programja keretében a bankok 2014 és 2017 között összesen 9,7 milliárd euro értékben vettek devizát a jegybanktól. Az utolsó ügyletek megszűnésével az érintett kereskedelmi bankok az összes forintosításhoz szükséges devizát lehívták az MNB-től.
- Az ÁKK és a MÁK egyéb devizakiadásainak tartalékcsonkító hatása közel 700 millió euro, míg az egyéb devizák euróval szembeni gyengüléséből adódó átértékelődés tartalékcsonkító hatása közel 150 millió euro volt. További tartalékcsonkító tételként jelent meg a ÁKK fedezési swap-ügyleteihez kötődő margin betét, valamint a hazai bankok MNB-nél elhelyezett devizabetéte összesen közel 700 millió euro értékben.
- Az európai uniós források több mint 1,9 milliárd euróval növelték a tartalékokat, amely a 2014–2020-as uniós költségvetési ciklushoz kötődő, teljesítés alapú számlák kiküldésével és bizottsági elszámolásával magyarázható.
- A forintlikviditást-nyújtó devizaswap-eszközök tartaléknövelő hatása 1,7 milliárd euro volt a negyedik negyedévben.

2017 egészében a devizatartalék 1 milliárd euróval mérséklődött, mivel a forintosításhoz kapcsolódó swap-lejáratok, az ÁKK nettó devizafinanszírozásának, valamint az ÁKK és a MÁK egyéb devizatranszakcióinak hatásait a tartaléknövelő

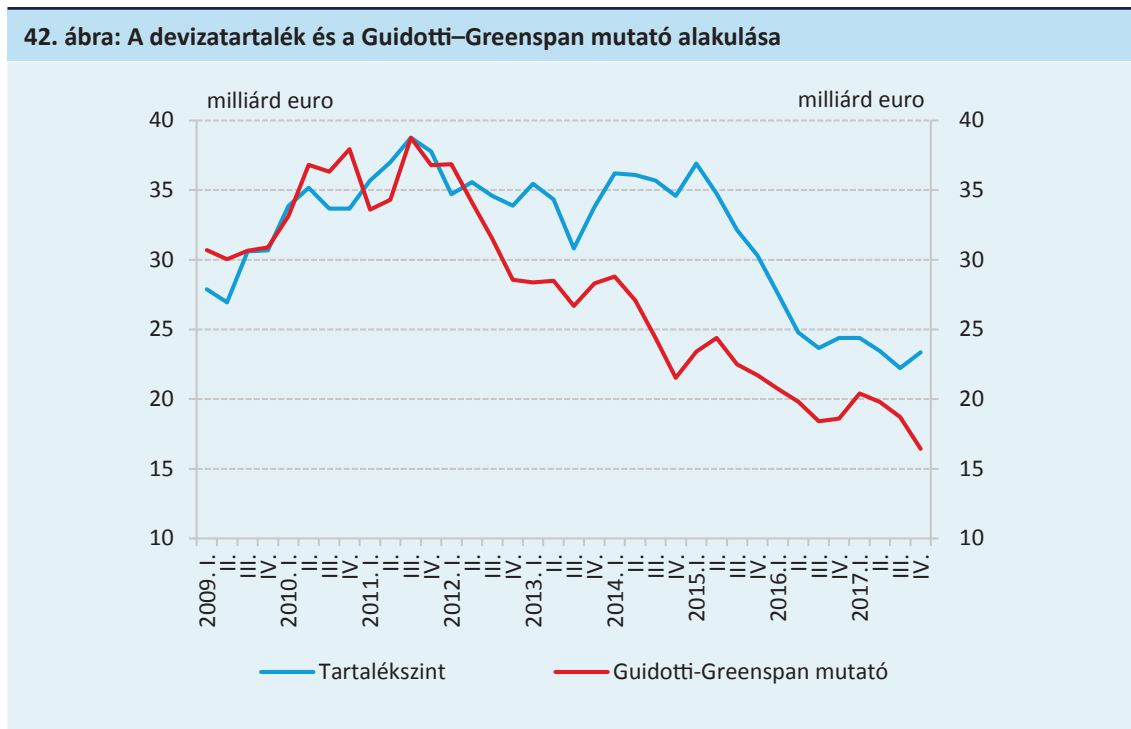
tényezők csak részben ellensúlyozták. Az MNB nemzetközi tartaléka a 2016 végi 24,4 milliárd eurós szintről 2017. december végére 23,4 milliárd euróra csökkent, amelyben főként az alábbi tényezők játszottak szerepet:

- Az ÁKK a korábbi évekhez hasonlóan érdemi nemzetközi devizakötvény-kibocsátás nélkül törlesztette devizaadóságát összesen mintegy 1,7 milliárd euro értékben. Az *adósságkezelő nettó devizafinanszírozásához* kötődő tartalékcsökkenés elsősorban a devizakötvény-lejáratok, a devizahitel-törlesztések, az év végi devizakötvény visszavásárlás, a renminbiben denominált devizakötvény-kibocsátás, illetve a lakossági devizakötvények nettó kibocsátásának eredőjeként adódott. (Az ÁKK 2017 októberében nemzetközi devizakötvény-csere tranzakciót hajtott végre, amelynek keretében 1,16 milliárd USD összegű amerikai dollár-kötvényt vásárolt vissza. A visszavásárolt kötvények ellenértékének finanszírozására az adósságkezelő egy új, 1 milliárd euro összegű 2027-es lejáratú eurokötvényt bocsátott ki. A devizakötvény-csere a devizatartalék nagyságára nem volt hatással.)
- Az ÁKK és a MÁK egyéb devizatranzakciói (például a devizakamat kifizetések és az ÁKK fedezési swap-ügyleteihez kötődő marginbetét állományváltozása) az év során mintegy 3,6 milliárd euro értékben mérsékeltek a tartalékszintet.
- A lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó feltétel nélküli eszköz swap-eszközök negyedévente esedékes lejáratái 1,1 milliárd euróval, a Növekedési Hitelprogram harmadik szakaszának devizapillérehez köthető pénzmozgások közel 200 millió euróval, míg a tartalék egyes egyéb devizákban fennálló állományának átértékelődése több mint 800 millió euróval csökkentették a devizatartalék szintjét, amely utóbbi részben átmeneti hatás.⁶
- A fenti tételekkel szemben az uniós források 2,8 milliárd euróval, a 2016. október közepétől meghirdetett forintlikviditást nyújtó devizaswap-eszköz 3,6 milliárd euróval növelte a tartalékot.
- Az egyéb tényezők (például a bankok MNB-nél elhelyezett devizabetéte, az MNB főbb devizák közti swap-ügyleteinek megújítása) egymás hatását ellensúlyozták, így összességében nem volt hatásuk a tartalékok szintjére.

A rövid külső adósság jelentős mérséklődése és a devizatartalék emelkedése következtében a devizatartalék szintje az előző évekhez hasonlóan 2017 végén is érdemben meghaladta a befektetők által elvárt szintet. A jegybank és a befektetők által is kiemelten követett Guidotti–Greenspan szabályt figyelembe véve a devizatartalék 2017. végi 23,4 milliárd eurós értéke jelentősen meghaladja a rövid külső adósság 16,4 milliárd eurós szintjét. A devizatartalék alakulását nagy mértékben befolyásolta az európai uniós források nagyrészt év végére koncentrálnodó kifizetése, valamint az MNB monetáris politikai célú devizaswap-ügyletei, amelyek hatásait csak részben csökkentették az állam nettó devizafinanszírozása, az ÁKK-hoz és MÁK-hoz kötődő devizás tételek, illetve a lakossági devizahitelek forintosításához kötődő swapplejártok. A rövid külső adósság csökkenése jelentős mértékben a bankrendszerhez köthető, de az államháztartás és a vállalati szektor rövid külső adóssága is mérséklődött 2017. szeptember végéhez képest. Ennek megfelelően a rövid külső adóssághoz viszonyított tartalékmegfelelés mintegy 3,5 milliárd euróval javult 2017 negyedik negyedévében, így a Guidotti–Greenspan mutató feletti mozgástér az év végén megközelítette a 7 milliárd eurót, amely továbbra is biztonságos szintet jelent (42. ábra).

⁶ Az euro árfolyamváltozása azért befolyásolja a devizatartalékot, mivel a tartalékban lévő, eurótól eltérő portfólió elemeket piaci árfolyamon kell átértékelni. Az átértékelődési hatás részben átmeneti, mivel az MNB a fedezeti ügyletek görgetésekor jellemzően több eurót kap vissza a lejáró ügyleteken, mint amennyit az új ügyleteken kell adnia.

42. ábra: A devizatartalék és a Guidotti–Greenspan mutató alakulása

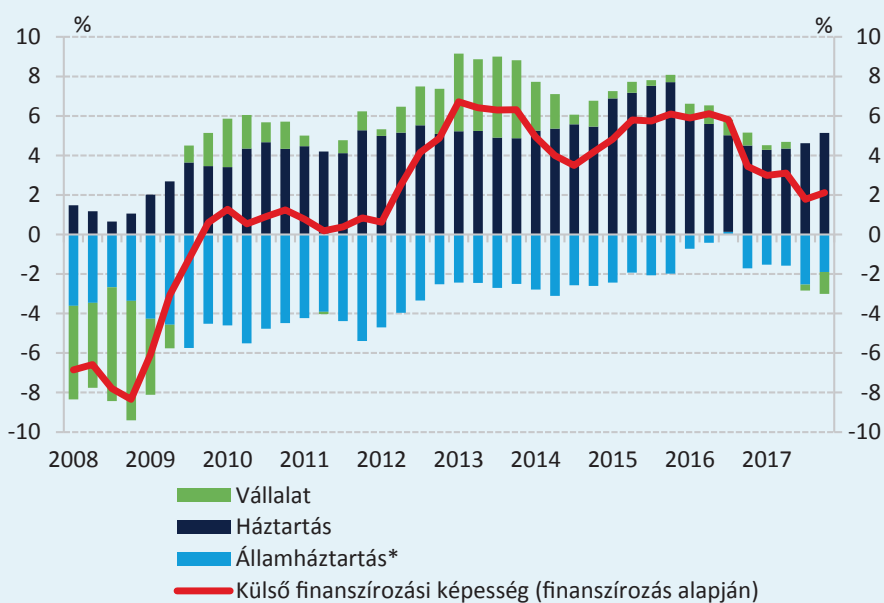


4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés

A magyar gazdaság nettó finanszírozási képességének mérséklődése 2017-ben ellentétes folyamatok eredőjeként alakult ki: a vállalatok nettó pozíciója érdemi csökkenés után nettó finanszírozási igénybe váltott, miközben a lakosság nettó megtakarítása emelkedett, és a konszolidált államháztartás finanszírozási igénye kismértékben bővült. 2017 negyedik negyedévében a vállalatok finanszírozási képessége érdemben mérséklődött, aminek hatását részben ellensúlyozta a háztartások és a konszolidált államháztartás nettó pozíciójának javulása. A magánszektor finanszírozási képességének mérséklődésében fontos szerepet játszott a vállalatok beruházási aktivitásának folyamatos bővülése, és a háztartások lassan növekvő lakásberuházásai. A lakosság ezzel együtt az év második felében érdemben növelte a nettó megtakarítását, ami elsősorban a gyorsan növekvő bérekkel állhatott összefüggésben, valamint az átmeneti javulás után gyengülő hitelkereslet is ebbe az irányba hatott. Az államháztartás finanszírozási igénye enyhén javulva a GDP 2 százaléka alatt maradt a negyedik negyedévben, amihez a költségvetési bevételek bérnövekedéssel és fogyasztásbővüléssel párhuzamos emelkedése, illetve a kamatkidadások csökkenése egyaránt hozzájárult.

A magyar gazdaság szektorok megtakarítása szerinti nettó finanszírozási képessége 2017 negyedik negyedévében a GDP 2 százaléka volt, ami a háztartások növekvő nettó megtakarítása, valamint az állam és a vállalatok finanszírozási igénye mellett alakult ki (43. ábra). Az egyes szektorok pénzügyi megtakarításának változása végső soron a külföld finanszírozásában tükröződik, így a külső egyensúly alakulása a szektorok megtakarításának összegeként is megragadható – ami egyben a finanszírozás oldali folyamatokkal is megegyezik. A konszolidált államháztartás egész éves finanszírozási igénye – az előzetes adatok alapján – a tavalyi szintet enyhén meghaladóan alakult, de továbbra is mérsékelt maradt. Az igen alacsony költségvetési hiányt idén is a magasabb foglalkoztatással és fogyasztással összefüggésben bővülő adóbevételek, valamint a tovább mérséklődő kamatkidadások magyarázzák. A háztartások finanszírozási képességének negyedik negyedévi növekedése azzal magyarázható, hogy a jövedelmek emelkedése meghaladta a fogyasztás bővülését. A harmadik negyedévben finanszírozási igénybe forduló vállalati nettó pozíció az év utolsó negyedévében tovább növekedett, ami a mérséklődő jövedelmek mellett emelkedő beruházásokkal áll összefüggésben.

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

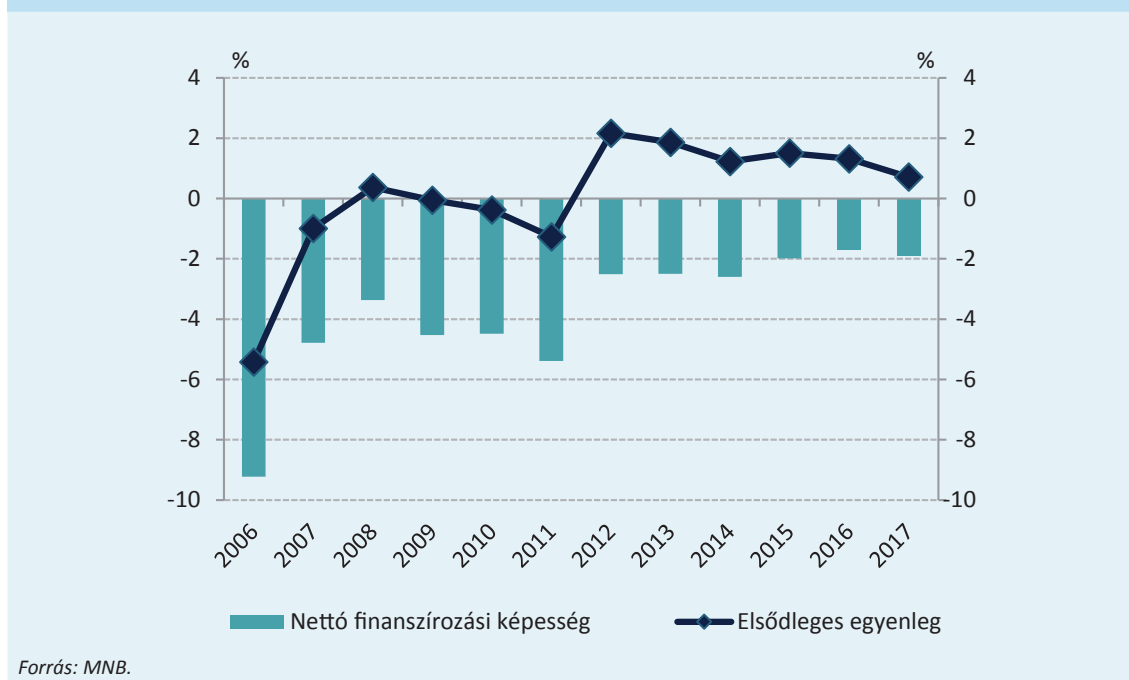


*Az államháztartásnál és a háztartásoknál a pénzügyi számlák szerinti finanszírozási igényt mutatjuk be. A vállalat maradékelven adódik.

4.1. Államháztartás

Az államháztartás nettó finanszírozási igénye 2017-ben is mérsékelt maradt (44. ábra). A pénzügyi számlák előzetes adatai alapján 2017-ben a bruttó hazai termék 1,9 százalékát tette ki az államháztartás finanszírozási igénye, tehát a költségvetés hiánya továbbra is alacsony. ⁷ A 2016-ban megkötött bérmegállapodással összhangban 2017-ben 5 százalékponttal (22 százalékra) csökkent a szociális hozzájárulási adó kulcsa, a korábbi 10, illetve 19 százalékról egységesen 9 százalékra csökkent a társasági adó kulcsa, továbbá emelkedett a minimálbér és a garantált bérminimum összege is. A növekvő bériáramlásnak köszönhetően az adócsökkentés ellenére nominálisan növekedett a munkát terhelő adókból származó bevétel, továbbá a kedvező munkaerőpiaci konjunktúra a fogyasztás bővülését támogatva a forgalmi típusú adók emelkedéséhez is hozzájárult. Kiadási oldalon a tartósan alacsony kamatkörnyezet és az adósság fokozatos átárazódása miatt tovább csökkentek a kamatkidadások, illetve mérséklődött a pénzügyi transzferek GDP-arányos értéke is. Az európai uniós támogatások növekvő effektív felhasználása ugyanakkor az önrész emelkedésén keresztül a hiány növekedésének irányába hatott.

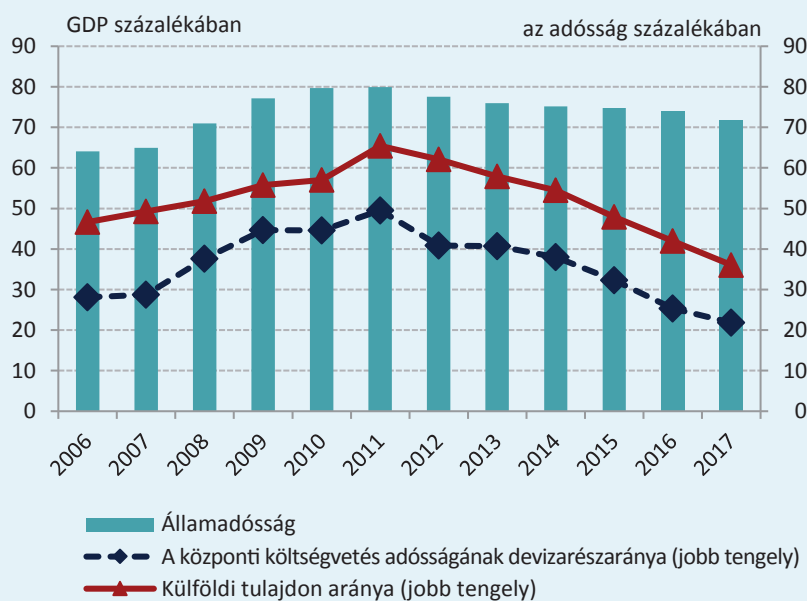
44. ábra: Az államháztartás nettó finanszírozási képességének alakulása (a GDP arányában)



A GDP-arányos bruttó államadósság 2011 óta tartó trendszerű csökkenése 2017-ben tovább folytatódott (45. ábra). 2017 végére a GDP-arányos államadósság 71,7 százalékra mérséklődött, ami érdemi, 2,2 százalékpontos csökkenést jelent 2016. év végi értékéhez képest. A dinamikus gazdasági növekedés, a csökkenő kamatkidadások és a pozitív elsődleges egyenleg egyaránt támogatta az államadósság csökkenését. A kedvező makrogazdasági fundamentumok mellett egyedi tényezők is alakították az adósság értékét 2017-ben. Míg a dollár-euró árfolyamváltozásából adódó margin betét csökkenése segítette az adósság mérséklődését, addig az uniós támogatások előfinanszírozása növelte a pénzforgalmi hiány értékét, és így ezen keresztül az államadósságot.

⁷ 2017-re még nem áll rendelkezésre a költségvetés ESA-egyenlegére vonatkozó adat, ugyanakkor a pénzügyi számlák rendszere szerint számított nettó finanszírozási képesség előzetes adata csak kismértékben szokott eltérni az ESA-egyenlegetől.

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

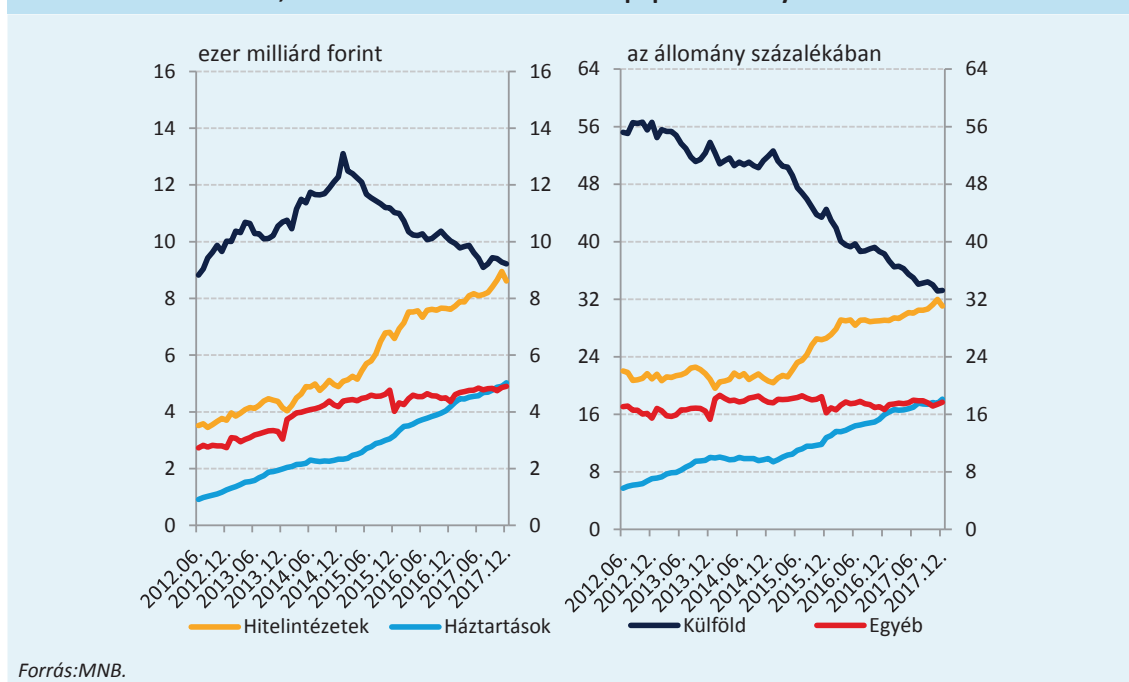


Megjegyzés: A külföldi tulajdon aránya a névérték alapján számítva, a 2017-es értéke MNB-becslés.
Forrás: ÁKK, MNB.

Az államadósságon belüli devizaarány, valamint a külföldi tulajdon államadósságon belüli arányának csökkenése támogatta a külső sérülékenység csökkenését. Az államadósság-kezelési stratégia egyik fő célja az elmúlt években a belföldi finanszírozás erősítése volt, amit a jegybanki önfinanszírozási program is támogatott. Ennek következtében a külföldi tulajdon államadósságon belüli aránya jelentősen, a 2011. végi 65 százalékról 2017 végére 35 százalék közelébe csökkent. Eközben a központi adósságon belüli devizaarány a 2011. végi 50 százalékos csúcértékéről 22 százalékpont alá mérséklődött. A trendszerűen csökkenő külföldi tulajdon és devizaarány érdemi szerepet játszanak a külső sérülékenység folyamatos mérséklődésében, illetve hazánk adósságbesorolásának javulásában.

A külföldi tulajdon csökkenését a háztartások és a bankok által tartott állampapírok állományának növekedése tette lehetővé. 2017-ben több mint 800 milliárd forinttal emelkedett a háztartások tulajdonában lévő állampapírok állománya, ami így az év végére meghaladta az 5000 milliárd forintot (46. ábra). Ezzel a háztartások az állam által kibocsátott értékpapírok több mint 18 százalékát birtokolják közvetlenül (a befektetési alapokon, biztosítókon és nyugdíjpénztárakon keresztül állampapír-tartást is figyelembe véve 29 százalékot), ami európai uniós összevetésben magasnak tekinthető. A jegybanki eszköztár átalakításával párhuzamosan a háztartások mellett a hitelintézetek tulajdonában lévő állampapírok állománya is dinamikusan emelkedett, mintegy 1000 milliárd forinttal.

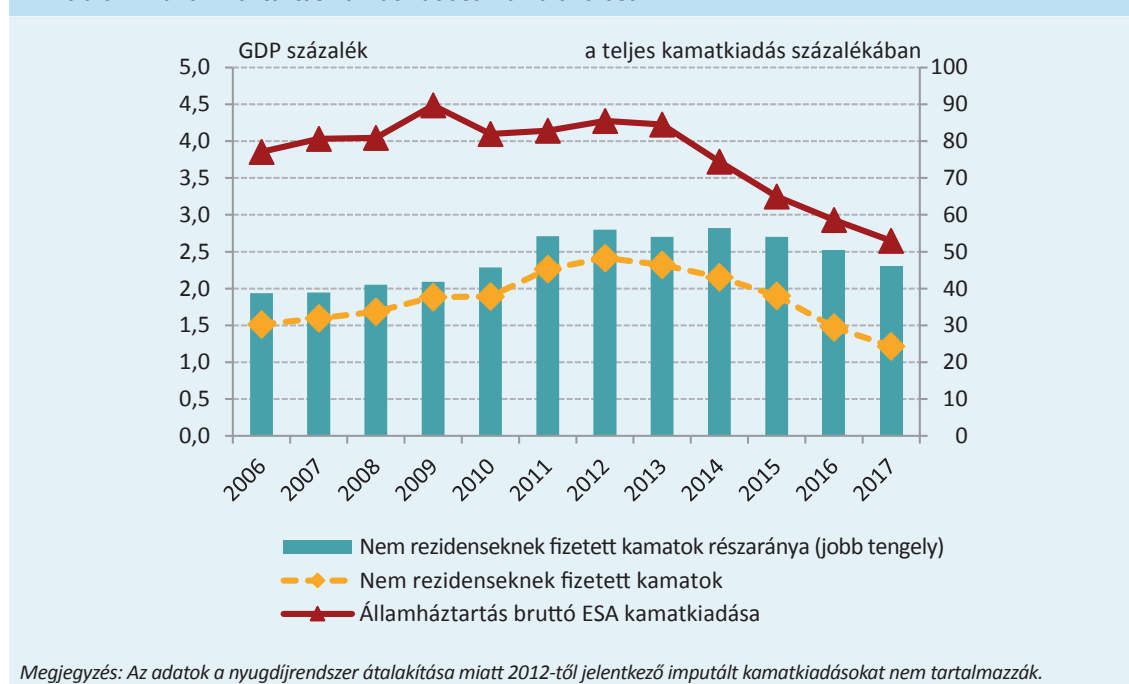
46. ábra: A háztartások, a bankok és a külföldiek állampapír-állománya



A hosszú futamidejű állampapírok hozamának csökkenése mellett, az állami kamatkiadások tovább mérséklődtek. Az alacsony hozamkörnyezet és az adósság fokozatos átárazódásának hatására 2017-ben tovább folytatódott az államháztartás GDP-arányos bruttó kamatkiadásának csökkenése (47. ábra). A 2012. évi 4,3 százalékos szinthez képest 2017-ben a GDP 2,6 százalékát tették ki az államháztartás kamatkiadásai. Az állampapír-piaci hozamok, és ezáltal a bruttó kamatkiadások csökkenéséhez a stabil hazai makrogazdasági helyzet, a jegybanki programok (kamatcsökkentési ciklusok, önfinanszírozási program, az eszköztár átalakítása), a felminősítések és a támogató nemzetközi környezet egyaránt hozzájárultak. A tízéves államkötvények hozama év végére 2 százalékra, míg az ötéves futamidejű kötvények hozama 1 százalék közelébe mérséklődött. Emellett 2017 szeptemberében a 3 és a 12 hónapos diszkontkincstárjegyek hozama is negatív tartományba csökkent és jelenleg is nulla körül ingadozik.

2017-ben a nem rezidenseknek fizetett állami kamatok mértéke a GDP 1,2 százalékára csökkent. A fizetési mérleg jövedelemegyenlege szempontjából kiemelendő, hogy a külföldiek által tartott államadósság, illetve a forinthatamok csökkenésével összhangban a nem rezidensek számára fizetett kamatok mértéke tovább mérséklődött. Az adósságkezelési stratégia alapján a következő években folytatódhat a külföldiek kezében lévő adósság csökkenése, így a nem rezidenseknek fizetett kamatok mértéke is tovább mérséklődhet.

47. ábra: Az államháztartás kamatkidásainak alakulása

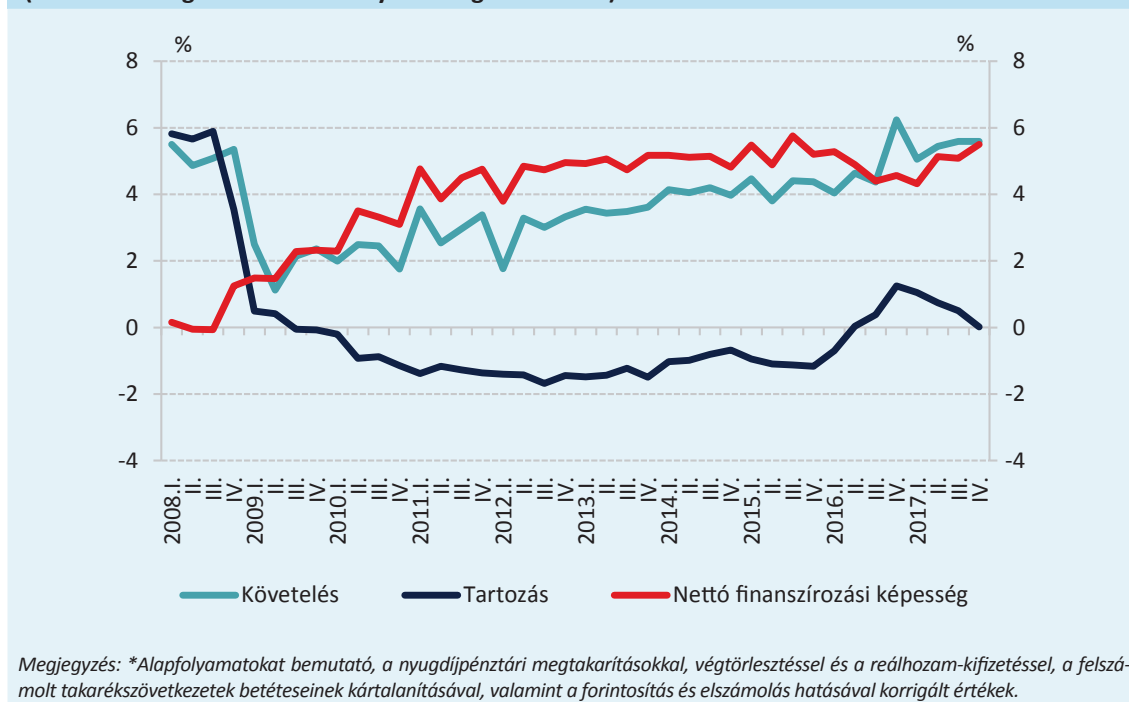


Az ÁKK az adósságszerkezet javítása érdekében 2017 októberében devizakötvény csere-aukciót hajtott végre. A tranzakció keretében rövid hátralévő futamidejű, magas kamatozású dollárkötvényeket vásárolt vissza az ÁKK 1,16 milliárd dollár értékben, majd közel azonos összegben tízéves futamidejű eurokötvényt bocsátott ki. Utóbbi hozama a portugál, az olasz és a román 10 éves eurokötvény hozama alatt alakult. A devizakötvény-csere hatására növekedett az államadósság átlagos hátralévő futamideje, csökkent a rövid külső adósság, továbbá eredményzsemléletben is kamatmegtakarítást okozott.

4.2. Háztartási szektor

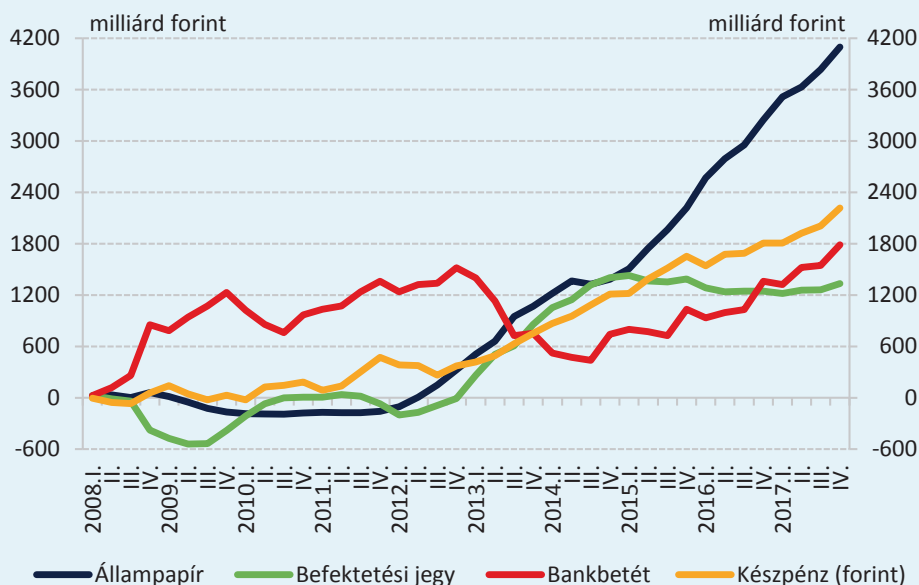
A lakosság finanszírozási képessége 2017 negyedik negyedében a szezonálisan igazított adatok alapján az alapfolyamatok szerint a GDP 5,5 százalékára emelkedett (48. ábra). A lakosság szezonálisan igazított nettó pénzügyi megtakarításának 2016-os évben megfigyelhető trendszerű csökkenése 2017 közepén megállt majd a negyedik negyedévben a GDP 5,5 százalékára emelkedett – vagyis a 2016-os átmeneti csökkenést követően visszatért a 2015-ben jellemző szintre. A nettó pozíció növekedése mögött egyrészt a bruttó pénzügyi megtakarítások érdemi bővülése állt, amely az egyre feszesebb munkapiac hatására emelkedő bérekkel állhatott összefüggésben. Másrészt a nettó pénzügyi megtakarítás növekedésének irányába hatott a nettó hitelfelvétel 2017-ben tapasztalható fokozatos mérséklődése, ami elsősorban a fogyasztási hitelek iránti alacsony kereslettel hozható összefüggésbe, miközben az ingatlanhitel állománya a tranzakciókból eredően bővült az elmúlt egy évben. A növekvő ingatlanhitelek is a pénzügyi eszközök bővülésének irányába mutatnak, hiszen a hitelből vásárolt lakások az eladóknál jellemzően pénzügyi eszközként jelennek meg. A nettó hitelfelvétel 2016 közepétől 2017 őszéig tartó átmeneti bővülése elsősorban az önálló vállalkozásoknak nyújtott hitelek növekedésével volt magyarázható, amely hatás kifizetésével a háztartások a negyedik negyedévben nettó hitelfelvétele nullára csökkent.

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



A pénzügyi eszközök gyors bővülésének hatására gyakorlatilag az összes befektetési forma állománya emelkedett, azonban továbbra is a lakossági állampapírok iránti kereslet volt a meghatározó, ami az állam külső sérülékenysége szempontjából kedvezőnek tekinthető (49. ábra). A háztartások állampapír-állományának 2012 óta tartó folyamatos bővülése töretlenül folytatódott 2017-ben is, ami főként az alacsony hozamkörnyezetben elérhető, más befektetési formákkal szembeni jelentős hozamelőnynek köszönhető. 2017 végére a háztartások állampapír-állománya 5000 milliárd forint fölé emelkedett. A lakosság 2017-ben is az új megtakarításainak jelentős részét állampapír-vásárlásra fordította, ugyanakkor kisebb mértékben emelkedett a készpénz- és bankbetét, sőt a befektetési jegy-állomány is. Az alacsonyabb kockázatú értékpapírokat tartalmazó, ezért alacsonyabb visszatérítő hozammal jellemezhető pénzügyi és kötvényalapok eszközértéke tovább mérséklődött, miközben magasabb kockázatú vegyes- és ingatlanalapok állománya bővült. Mindez azt mutatja, hogy az alacsony hozamkörnyezetben a befektetők egy kisebb része a magasabb hozammal kecsegtető kockázatosabb befektetési formák felé fordult, azonban továbbra is meghatározó a likvid befektetési formák és az állampapírok tartása. Az állampapírok iránti magas lakossági kereslet növelte az államháztartás belső finanszírozásának az arányát, ami kedvező az ország külső sérülékenysége szempontjából.

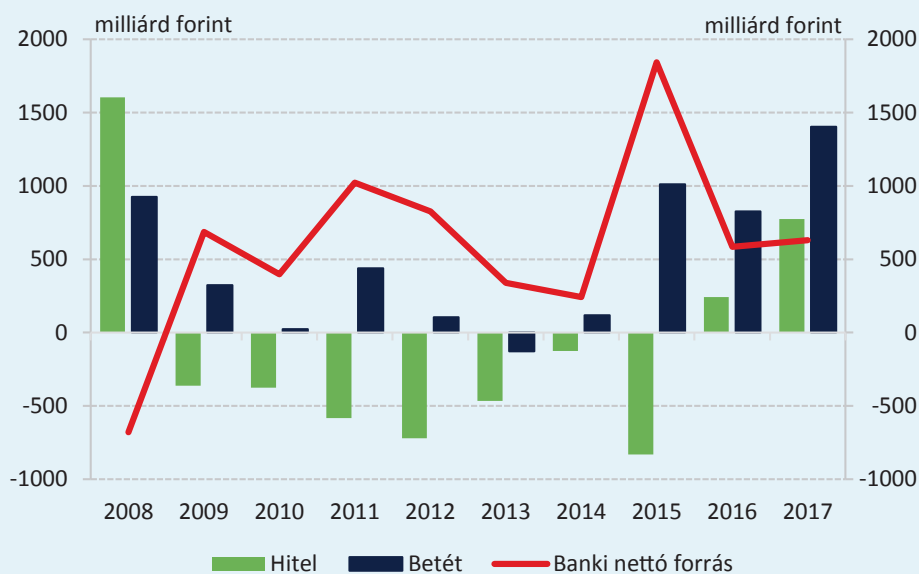
49. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)



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

2017-ben a magánszektor számottevően bővítette a hitelállományát, azonban a betételhelyezés is hasonló mértékben emelkedett, így bankoknál elhelyezett nettó forrás mennyisége a 2016-os szint körül alakult. A lakosság és a vállalatok banki hitelei a válság utáni években folyamatosan csökkentek, azonban 2016-ban hiteloldalon fordulat következett be, és a magánszektor nettó hitelfelvétele 2017-ben is tovább emelkedett. Mindez azonban nem jelentette a bankok forráskínálatának a szűkülését, hiszen a magánszektor betételhelyezése is növekedett. Összességében a nettó banki források bővülése a 2016-os szint körül alakult (50. ábra). A magánszektor bankokkal szembeni pozíciója a banki nettó külső adósság csökkenésének irányába hathatott.

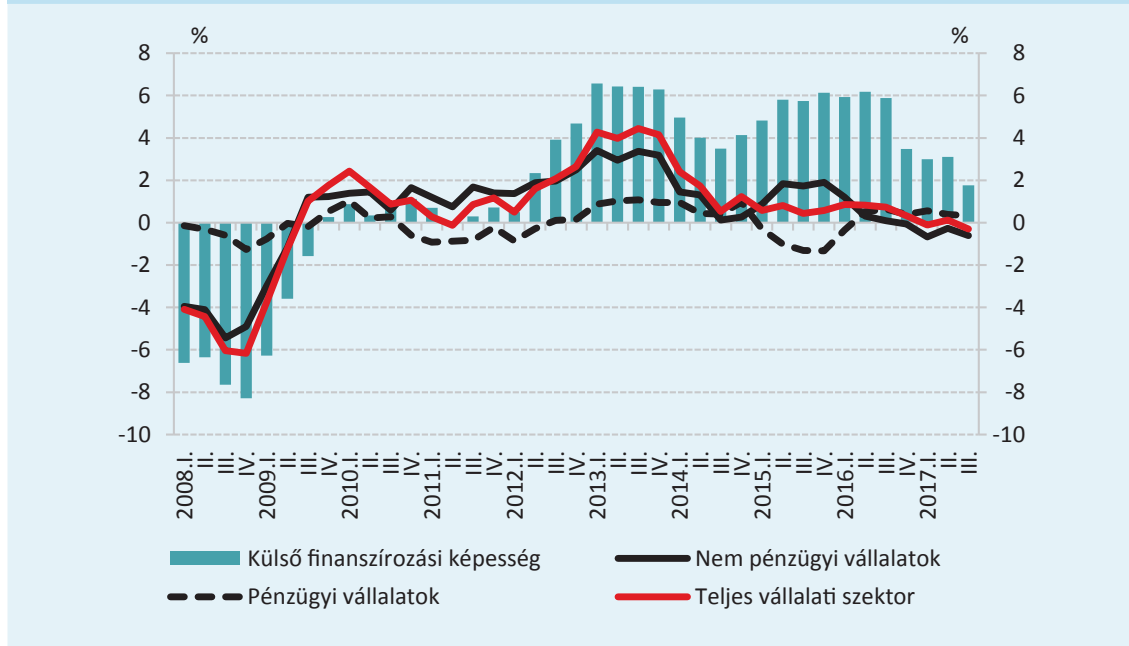
50. ábra: A magánszektor banki hiteleinek és betéteinek alakulása



4.3. Vállalati szektor

A vállalati szektor finanszírozási igénybe forduló nettó pozíciója érdemben hozzájárult a külső finanszírozási képesség csökkenéséhez. A teljes vállalati szektor finanszírozási képessége a négy negyedéves adatok szerint a harmadik negyedévben negatívba fordult.⁸ A mérséklődés a nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képességének csökkenéséhez köthető, amit némileg ellensúlyozott a pénzügyi vállalatok stabil finanszírozási képessége: a pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége az előző évhez hasonlóan 2017-ben is enyhén pozitív volt (51. ábra).⁹ A vállalati szektor azonban összességében hozzájárult a gazdaság külső finanszírozási képességének a mérséklődéséhez.

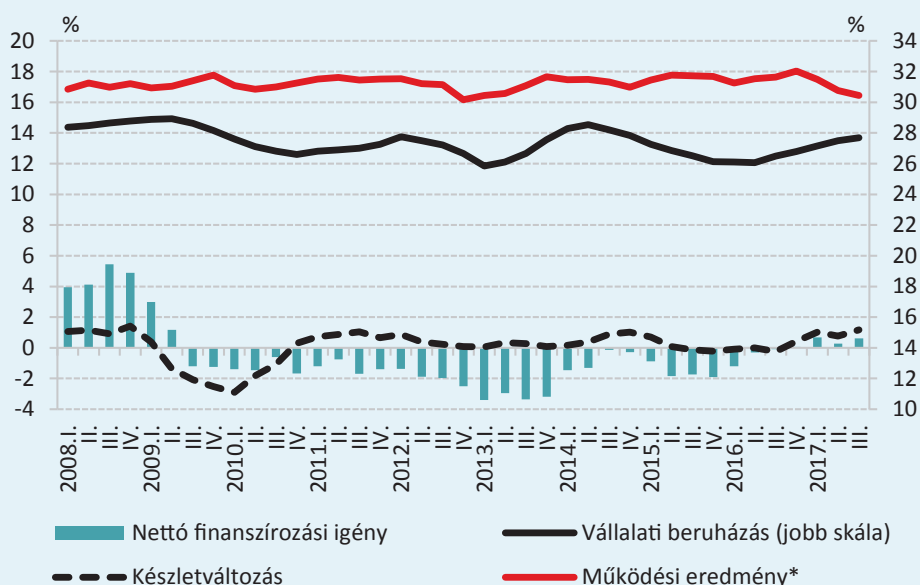
51. ábra: A vállalatok finanszírozási képessége és a külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos adat)



A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási igénye a GDP 0,6 százalékára emelkedett, ami egyrészt a jövedelmek csökkenésére, másrészt a beruházások emelkedésére vezethető vissza, miközben a folytatódott a készletek leépítése. A nem pénzügyi vállalatok működési eredménye – részben a növekvő béreknek köszönhetően – folyamatosan mérséklődött. Az is a finanszírozási igény növekedésének az irányába hatott, hogy folyamatosan bővült a vállalkozások beruházási aktivitása, ami az év végére elérte a 2014-es szintet. Ezzel szemben a finanszírozási igény csökkenésének irányába hatott, hogy a vállalatok leépítették a készleteik egy részét (52. ábra).

⁸ A 2017. negyedik negyedéves pénzügyi számlák csak a jelentés lezárását követően kerülnek publikálásra.

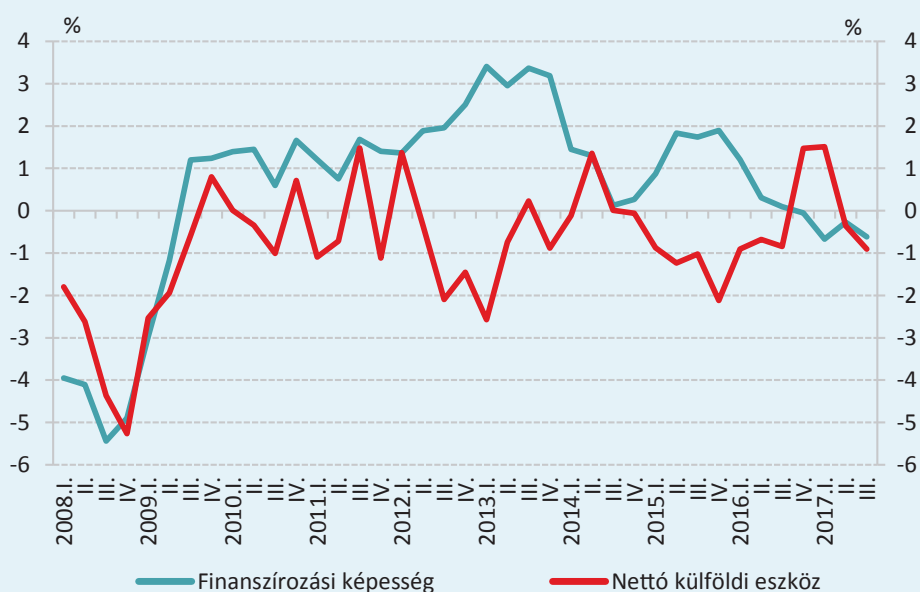
⁹ A pénzügyi vállalatok finanszírozási képességét leginkább a szektor nyeresége vagy vesztesége, illetve nem pénzügyi eszközeik (például ingatlanok) változása befolyásolja. Emellett azonban a válság, később pedig a végtörlesztési program és devizahiteles elszámolások során kialakult veszteségek is jelentősen befolyásolták a szektor pozícióját: a piaci és a rögzített árfolyam közötti különbség, illetve a devizahiteles elszámolások mint a háztartási szektornak nyújtott tőkeáttétel – a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak növelése mellett – mérsékelte a bankok nettó finanszírozási képességét.

52. 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 negyedévig áll rendelkezésre adat.

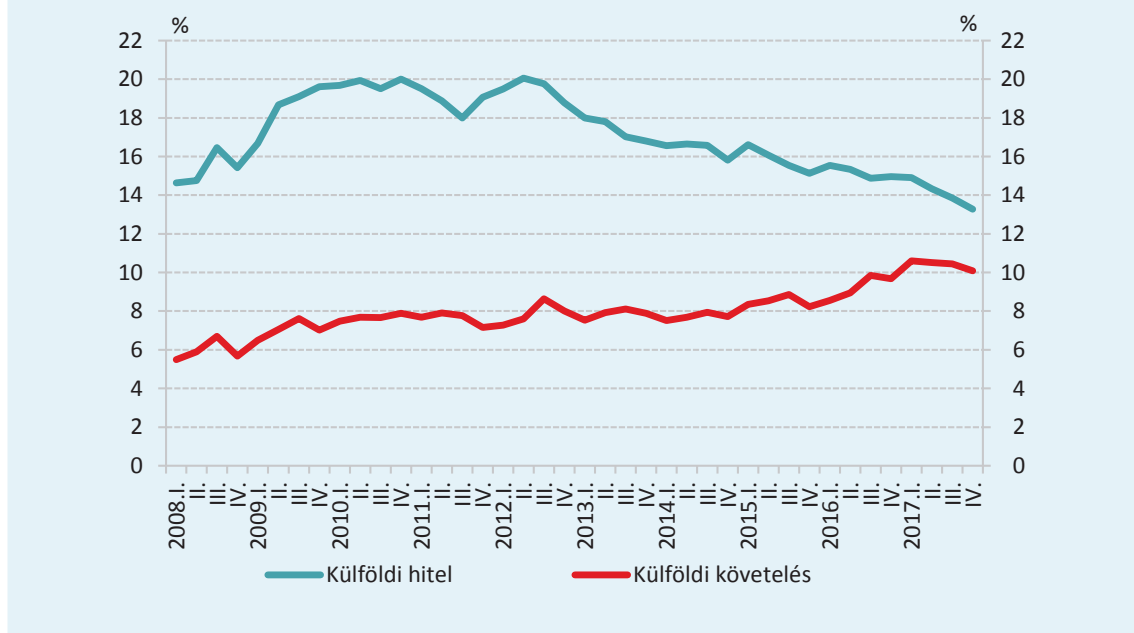
Forrás: KSH, MNB.

A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képességének trendszerű csökkenése emelkedő külföldi forrásbevonás mellett alakult ki (53. ábra). 2016 harmadik negyedéve után 2017 második és harmadik negyedévében kis mértékben ismét nőttek a vállalatok nettó külföldi tartozásai a tranzakciókból eredően. A bővülés a részesedés típusú forrásokhoz, azon belül a részben becsléseken alapuló magas újrabefektetett jövedelmekhez volt köthető, a külföldről felvett hitelek az előző évhez hasonlóan tovább mérséklődtek. A belföldi hitelek tekintetében viszont számottevő növekedés volt tapasztalható, ami a vállalatok nettó megtakarításának csökkenése irányába hatott. A vállalatok pénzügyi eszközei is jelentősen emelkedtek 2017 első három negyedévében, ami részben ellensúlyozta a tartozások növekedését. A vállalatok 2017-ben is a belföldi bankbetéteiket és a külföldi részesedéseiket növelték a leginkább.

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


A vállalatok külföldi hiteltartozásainak a csökkenése 2017-ben felgyorsult, miközben a külföldi követelések stabilizálódtak. A vállalatok külföldi hitelállománya a GDP 14 százaléká alá mérséklődött 2017 harmadik negyedévére, amit a vállalatok külföldi tartozásait érintő alkalmazkodás és a GDP számottevő növekedése is támogatott. A 2016-ban tapasztalt külföldi eszköz bővülés 2017-ben megállt, és a GDP 10 százaléka körül stabilizálódott (54. ábra).

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



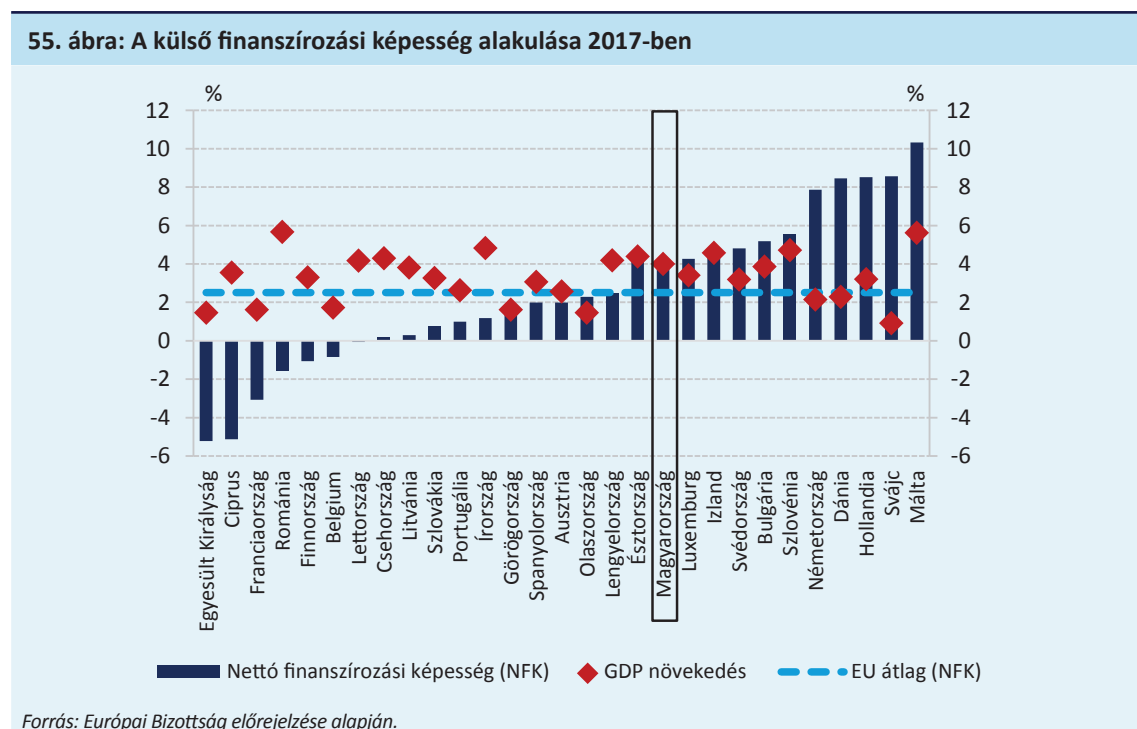
5. Nemzetközi összehasonlítás

Magyarország külső finanszírozási képessége 2017-ben a GDP több mint 4 százalékát tette ki, ami továbbra is meghaladta az Európai Unió országok átlagát. Magyarországhoz hasonlóan a régiós országok többségében is csökkent a folyó fizetési mérleg egyenlege, aminek háttérében az importintenzív beruházások emelkedése, valamint a bővülő fogyasztás állt. Emellett a korábbi években tapasztalt cserearány-javulást követően az olajárak emelkedése már csökkentőleg hatott a régiós országok külkereskedelmi egyenlegére. Míg Magyarországon a folyó fizetési mérleg többletének csökkenését részben ellensúlyozta az EU új költségvetési ciklusához tartozó források beáramlása, addig a régió többi országában – Lengyelország kivételével – nem volt jellemző a transferegényleg javulása. A kiemelkedő külső finanszírozási képességet hazánkban a magánszektor – régiós szinten is – magas megtakarítása támogatta, miközben a költségvetési hiány megfelelt a régiós szintnek. Ezzel párhuzamosan 2017-ben tovább folytatódott a külső sérülékenység csökkenése Magyarországon, aminek eredményeként a nettó külső adósságunk a lengyel és szlovák szint alá, míg a bruttó külső adósságunk a régiós szint átlagának közelébe csökkent.

A nemzetközi kitekintésben Magyarország külső egyensúlyi folyamatait a régió országaival való összevetésben mutatjuk be. A magyar fizetési mérleg adatokat leginkább a hasonló fejlettségű és hasonló kihívásokkal szembesülő országokkal érdemes összehasonlítani, ezért a nemzetközi kitekintés során elsősorban ezekre a tényezőkre alapozunk. Ebből a szempontból a legideálisabb országcsoporthoz az Európai Unióhoz egyidőben csatlakozó régiós országok, valamint az EU-hoz később csatlakozó, a visegrádi országokkal nem minden esetben megegyező folyamatokat mutató Románia.

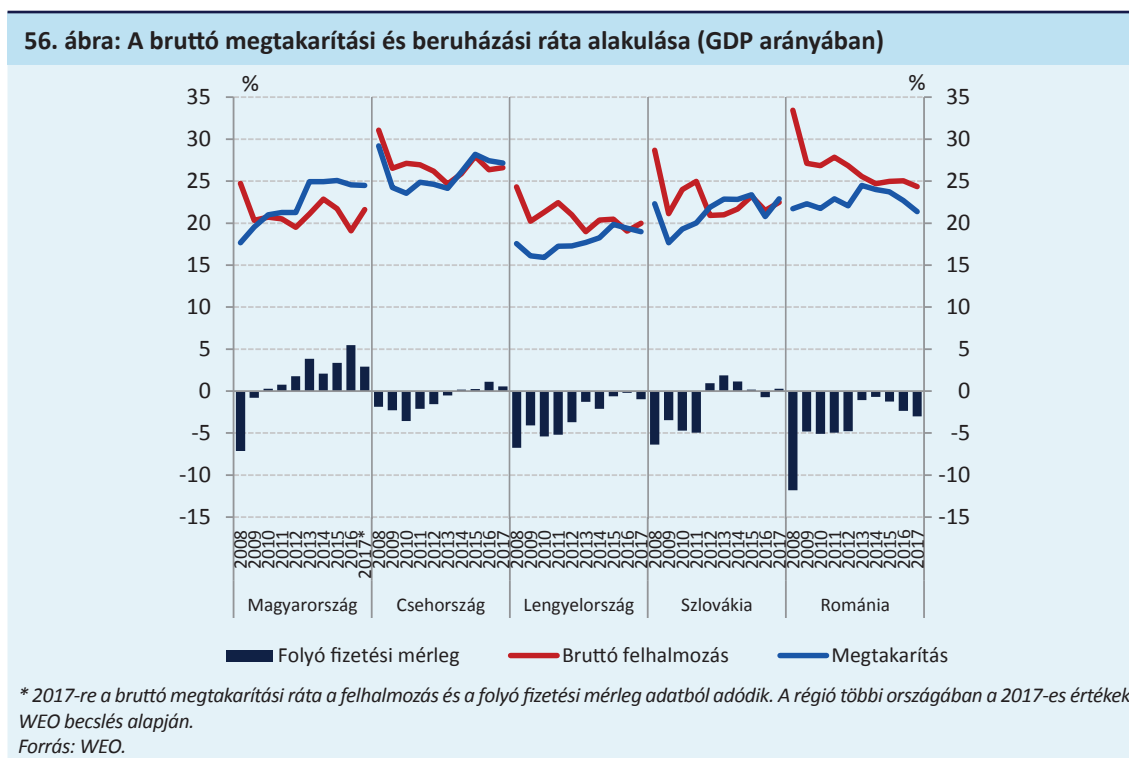
5.1. Finanszírozási képesség

A 2017-es évre vonatkozó előrejelzések alapján Magyarország nettó finanszírozási képessége továbbra is meghaladja az Európai Unió átlagában várható értéket (55. ábra). Magyarország nettó finanszírozási képessége a GDP 4,1 százaléka volt 2017-ben, ami meghaladja – az Európai Bizottság előrejelzése alapján – a régiós országokban várható szintet. Az EU 28 országának átlagos nettó finanszírozási képessége hazánkhoz hasonlóan mérséklődött 2016-hoz képest, és a GDP 2,5 százalékát tette ki. Az Európai Unióban továbbra is elsősorban az exportorientált gazdaságok rendelkeznek a legnagyobb finanszírozási képességgel, ugyanakkor ezen fejlett országokban rendszerint alacsonyabb GDP-növekedés párosul a kedvező külső egyensúlyi pozícióhoz. Magyarország gazdasági növekedése 4 százalékot tett ki 2017-ben, ami szintén meghaladja az EU-28 átlagát.



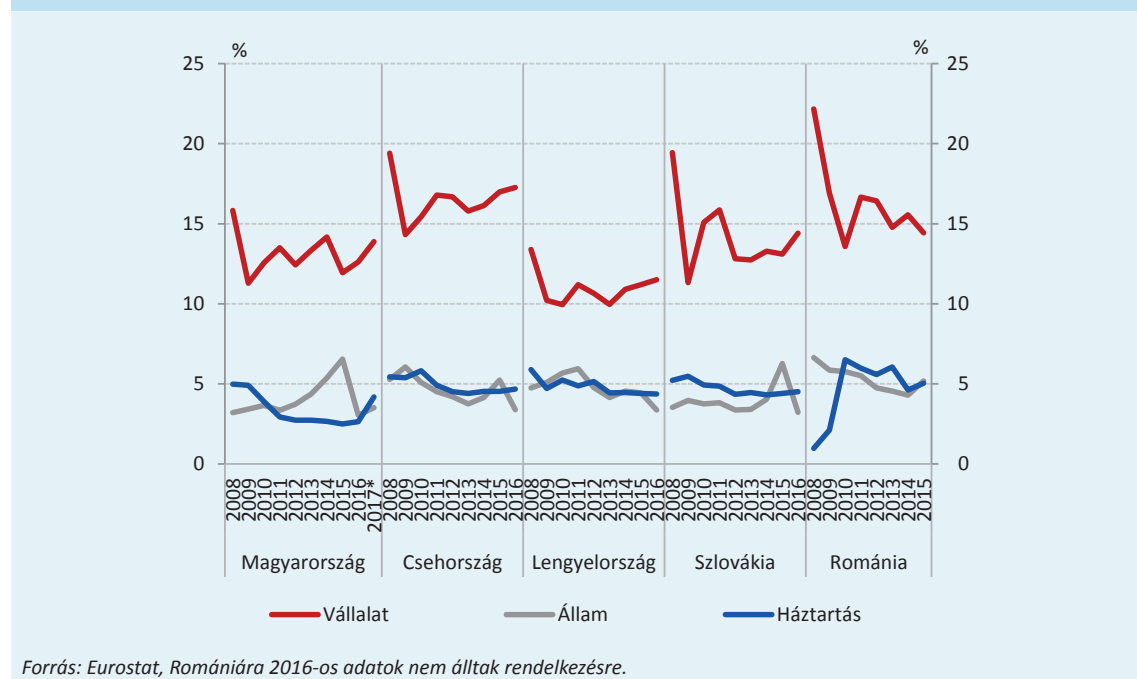
5.2. Megtakarítási és beruházási ráták alakulása

A magas hazai finanszírozási képesség elsősorban a régió átlagát meghaladó bruttó megtakarításra vezethető vissza, ugyanakkor a felhalmozási ráta is – a 2017-es emelkedés ellenére – enyhén elmarad a régióban tapasztalt átlagtól. Egy gazdaság folyó fizetési mérleg egyenlege a bruttó megtakarítás (a jövedelem és a fogyasztás különbségeként kapott megtakarítás) és a nemzetgazdaság felhalmozási kiadásai (beruházások és készletek) különbségéből adódik. A válság előtt a régióban a felhalmozási ráta érdemben meghaladta a belső megtakarításokét, ami a folyó fizetési mérleg hiányához és külső források bevonásához vezetett (56. ábra). Ezzel szemben a válságot követő években a mérséklődő beruházási rátának és a mérlegalkalmazkodás eredményeként fokozatosan bővülő bruttó megtakarításnak köszönhetően valamennyi országban javult a folyó fizetési mérleg egyenlege. Magyarországon a bruttó megtakarítás GDP-arányos értéke az elmúlt években 25 százalék körül alakult, ami érdemben hozzájárult ahhoz, hogy a régióban a legmagasabb külső finanszírozási képességgel rendelkezzen. Az IMF előrejelzése alapján 2017-ben a környező országokban jellemzően romlott a folyó fizetési mérleg egyenlege – ennek hátterében általában a beruházás növekedése állt, míg Romániában a bruttó megtakarítás mérséklődésére volt visszavezethető.



A 2016-ban még a régiótól elmaradó beruházási ráta elsősorban az alacsony lakossági beruházáshoz volt köthető, miközben a potenciális gazdasági növekedés szempontjából relevánsabb vállalati beruházás megközelítette a régiós átlagot (57. ábra). A beruházások szektorális bontásánál látható, hogy az EU-források beáramlásával párhuzamosan történő beruházás-növekedést követően – a forrásbeáramlás visszaesését követően – 2016-ban mérséklődtek az állami beruházások. Ez a folyamat eltérő mértékben érintette a régiós országokat: a leglátványosabb visszaesés Magyarországon – ahol az állami beruházások mintegy fele uniós forrásokból lett finanszírozva a korábbi években – és Szlovákiában volt tapasztalható, a többi régiós országban valamelyest enyhébb volt az állam beruházási rátájának visszaesése. A magyar háztartások beruházási rátája a válság előtt megfelelt a régiós szintnek, azóta azonban (a lakosság hitelezési folyamataival összhangban) érdemben elmarad mind a válság előtti szinttől, mind a régió átlagában mérték értéktől. A vállalatok beruházási rátáját tekintve látható, hogy a cseh vállalatok beruházási rátája – a válság utáni visszaesést követően – nagyjából visszaemelkedett a válság előtti szintre, és így kiemelkedik a régióból, miközben a magyar vállalatoké Szlovákiához és Romániához hasonlóan meghaladja a lengyel szintet.

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



Forrás: Eurostat, Romániára 2016-os adatok nem álltak rendelkezésre.

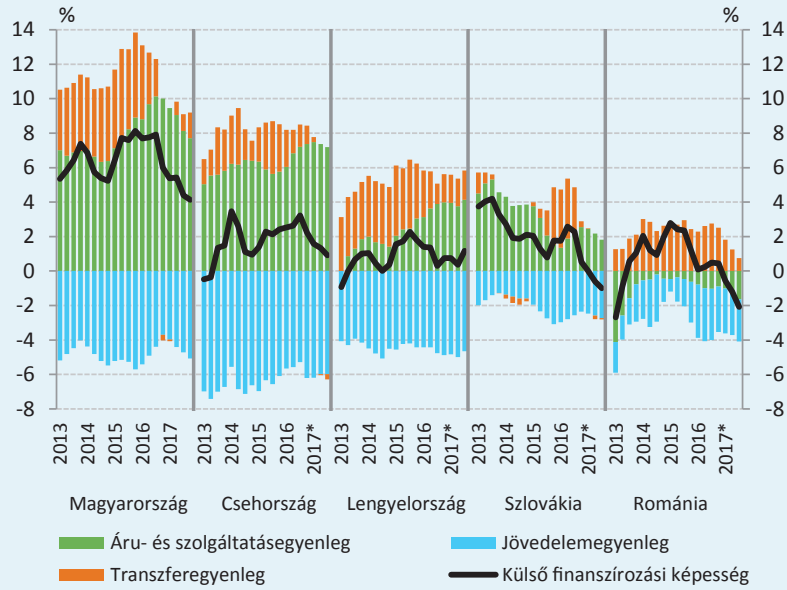
5.3. A külső finanszírozási képesség és reálgazdasági tényezők

A régiós országok GDP-arányos külső egyensúlyi pozíciója 2017-ben mérséklődött, aminek háttérében főként a külkereskedelmi egyenleg és a transferegyenleg csökkenése húzódott meg (58. ábra). A reálgazdasági megközelítés alapján számolt, négy negyedéves adatok szerint Magyarország nettó külső finanszírozási képessége a GDP 4 százaléka körül alakult, ami továbbra is érdemben meghaladja a régió többi országában tapasztalt nulla körüli értékeket. Míg a régiós országok többségében a transferegyenleg továbbra is visszafogott szinten alakult 2017-ben, addig Magyarország transferegyenlege – az EU új költségvetési ciklusához tartozó források beáramlásával összhangban – újra támogatta a külső finanszírozási képesség alakulását.

A nettó külső finanszírozási képesség tényezőinek alakulása a régióban:

- **Az áru- és szolgáltatásegyenleg** négy negyedéves, GDP-arányos többlete – Lengyelországot leszámítva – a régió mindegyik országában mérséklődött 2017-ben, aminek háttérében elsősorban az importigényes beruházások emelkedése és a bővülő fogyasztás húzódott meg. A legnagyobb csökkenés Magyarországon volt, azonban ennek ellenére hazánk külkereskedelmi többlete – Csehország mellett – továbbra is kiemelkedő a régióban. A visegrádi országokban jellemző külkereskedelmi többlettel szemben Románia külkereskedelmi egyenlege a magas áruimporthoz köthetően deficitet mutat.
- A **jövedelemegyenleg** hiánya a környező országok többségében – a Magyarországon tapasztalt enyhe növekedéssel szemben – stabilan alakult 2017-ben. A régióban továbbra is főként a részesedésekhez kapcsolódó jövedelmkiáramlások eredményezik a jövedelemegyenleg hiányát, ami vélhetően a külföldi tulajdonú vállalatok kedvező gazdasági környezetben bővülő profitjára vezethető vissza. A jövedelemegyenleg hiánya Csehországban, Magyarországon és Lengyelországban a GDP 5–6 százaléka körül alakul, míg Szlovákiában és Romániában (ahol a régióban jellemzőnél kisebb a bruttó külső adósság) ennél kisebb mértékű, és a GDP 3–4 százalékát teszi ki.
- 2016 végén a **transzferegyenleg** – az EU 2007–2013-as költségvetési ciklusának lezárultával összhangban – érdemben visszaesett a régió országaiban. Ezt követően – 2017 második felében – Magyarországon és Lengyelországban az új ciklushoz tartozó források beáramlása kedvezően hatott a külső egyensúlyi pozícióra. Csehországban, Szlovákiában és Romániában azonban továbbra sem látszik a forrásfelhasználás gyorsulása, így a transferegyenleg alakulása nem hatott érdemben a külső finanszírozási képességre.

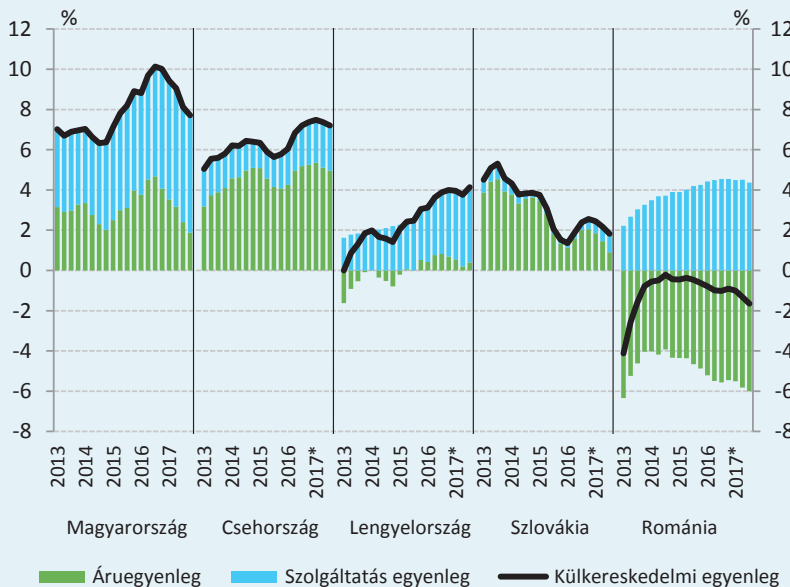
58. ábra: A visegrádi országok folyó fizetési- és tőkeemlékének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok)



*A 2017-es érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.
 Forrás: Eurostat, nemzeti jegybankok.

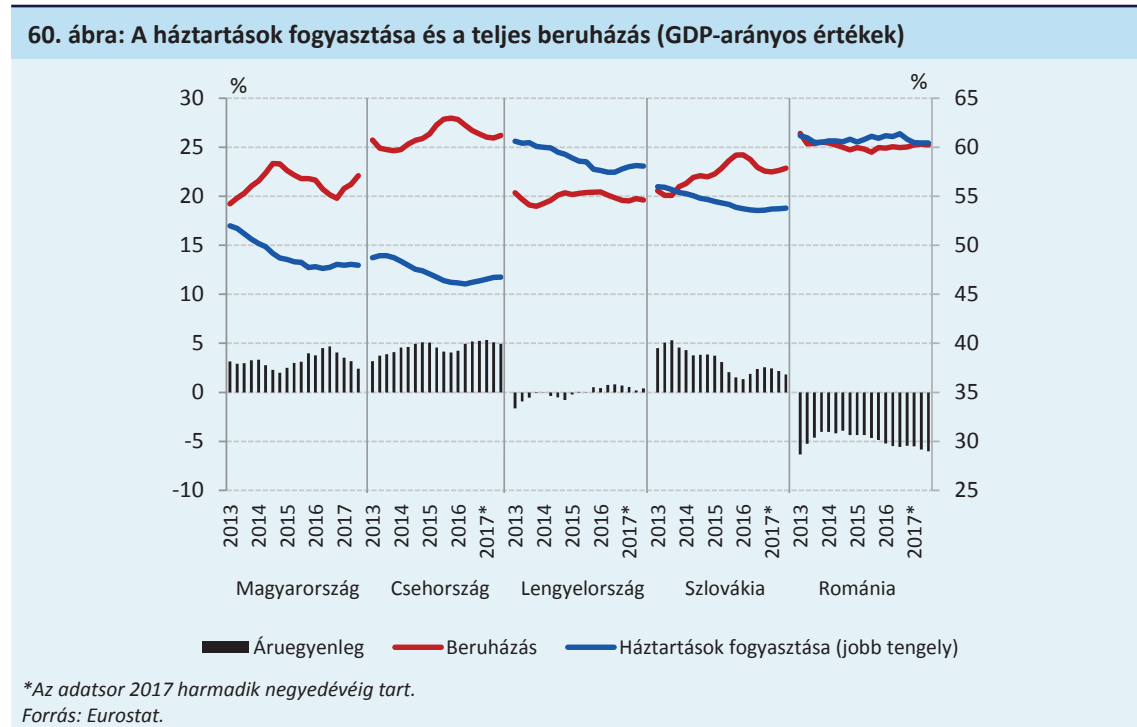
A külkereskedelmi egyenleg régiós országokban jellemző mérséklődése mögött főként az áruegyenleg csökkenése áll (59. ábra). Magyarországhoz hasonlóan a régió legtöbb országában is a belső keresleti tételek bővüléséhez köthetően mérséklődött az áru- és szolgáltatásegyenleg többlete az elmúlt egy évben. Ennek háttérében az áll, hogy bár a régiós országok exportpiaci részesedésének növekedése jellemzően 2017-ben is folytatódott (lásd később), az import az exportnál nagyobb mértékben bővült, ami az áruegyenleg többletének mérséklődését okozta. A leglátványosabb csökkenés Magyarországon történt, ennek ellenére a magyar külkereskedelmi többlete továbbra is meghaladja a régió többi országában tapasztalt szinteket. Hazánkhoz hasonlóan Csehországban és Szlovákiában a nagy súlyt képviselő járműgyártás visszafogottabb termelése is szerepet játszhatott az áruegyenleg mérséklődésében. Ezzel szemben Lengyelországban (ahol Magyarországhoz és Romániához hasonlóan meghatározó a szolgáltatásegyenleg többlete) enyhén javult a külkereskedelmi egyenleg, aminek háttérében elsősorban a szállítási szolgáltatások többlete állt – érdemes azonban megjegyezni, hogy az áruegyenleg Lengyelországban is enyhén mérséklődött.

59. ábra: Az áru- és szolgáltatásegyenlegek megoszlása (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



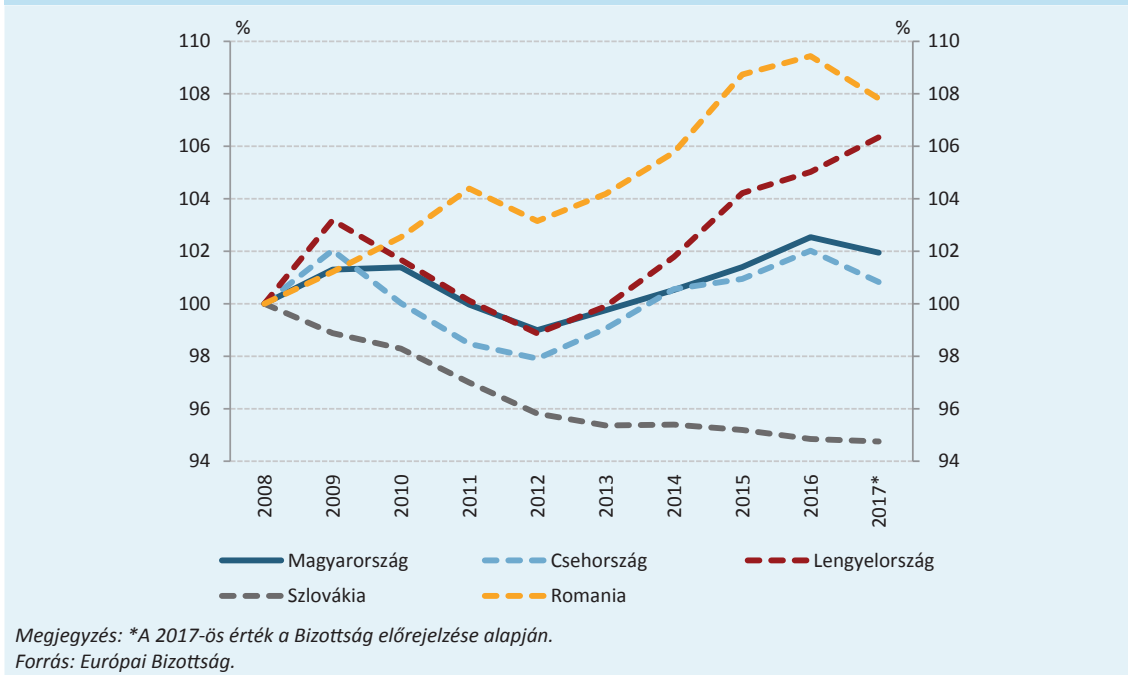
*A 2017-es érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.
 Forrás: Eurostat.

A régióban az áruegyenleg mérséklődése döntően a belső felhasználási tételek emelkedéséhez kötődött (60. ábra). 2017-ben a – Lengyelország kivételével – régiós országok mindegyikében romlott az áruegyenleg, amiben főként a belső felhasználási tételek bővülése játszott szerepet. Magyarországon az áruegyenleg nagyobb mértékű csökkenése a régió többi országához képest jelentősen emelkedő – és magasabb importvonzattal járó – beruházási rátához köthető. Magyarországhoz hasonlóan, Szlovákiában szintén a beruházási ráta bővülése állt az áruegyenleg mérséklődésének hátterében, miközben Csehországban és Lengyelországban döntően a háztartások bővülő fogyasztása játszott szerepet.



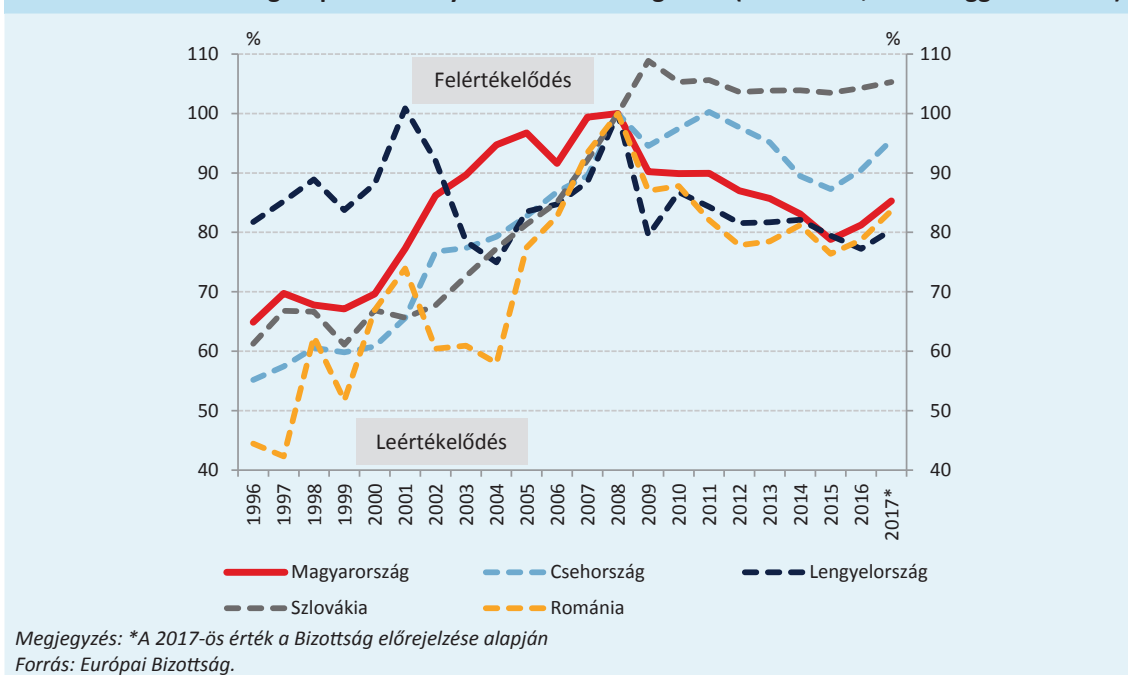
A cserearányok változása többségében kedvezőtlenül érintette a régiót 2017-ben (62. ábra). A visszafogott nyersanyagárak és az alacsony inflációs környezet (valamint az árfolyamok alakulása) következtében – az eurozónához csatlakozó Szlovákia kivételével – 2012 óta fokozatosan javult a cserearány a régióban, azonban 2017-ben az emelkedő olajárakkal párhuzamosan jellemzően romlás volt tapasztalható. Így a belföldi felhasználás növekedése mellett ez is szerepet játszhatott a régiós országok külkereskedelmi egyenlegének 2017-es mérséklődésében. Az Európai Bizottság előrejelzése alapján ugyanakkor Lengyelországban 2017-ben is folytatódott a cserearányok javulása, ami közrejátszhatott abban, hogy – a régiós országok közül egyedülként – az elmúlt negyedévekben javuljon az ország külkereskedelmi egyenlege.

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

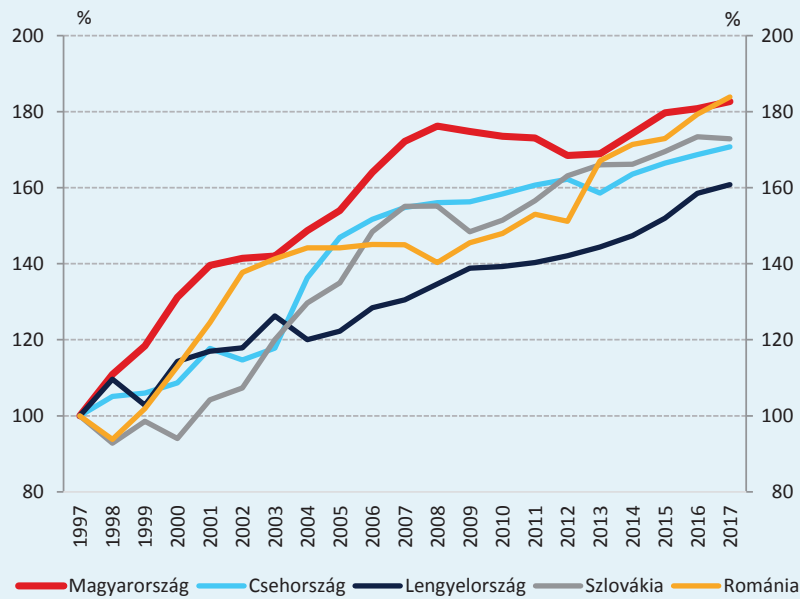


A válság után tapasztalt leértékelődést követően az elmúlt két évben az emelkedő bérekkel összefüggésben valamennyi régiós országban emelkedett a munkaköltség alapú reálárfolyam. A válság előtti időszakban a régió országaiban – részben az FDI-beáramlás hatásaként javuló termelékenység és emelkedő munkaerőköltség következtében – rendszerint emelkedett a munkaerőköltség alapú reálárfolyam, ami a válságot követően főként a régiós devizák gyengüléséhez köthetően csökkenni kezdett (Szlovákia esetében 2010 után eltérő tendencia alakult ki, ami főként az eurozóna tagságukkal magyarázható). A válság után tapasztalt reálárfolyam leértékelődés hozzájárulhatott a régió exportpiaci versenyképességének javulásához, ugyanakkor az elmúlt két évben a korábbi trendszerű mérséklődés emelkedésbe fordult (62. ábra), ami leginkább a munkaerőköltség dinamikus bővülésével állhatott összefüggésben – fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy az egyes országok exportpiaci részesedése jellemzően ebben az időszakban is emelkedett (63. ábra). Emellett Csehországban a felértékelődéshez hozzájárulhatott az is, hogy a cseh jegybank 2017 áprilisában eltörölte az árfolyamkülöböt, amelyet követően az árfolyam euróval szembeni erősödése volt megfigyelhető.

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



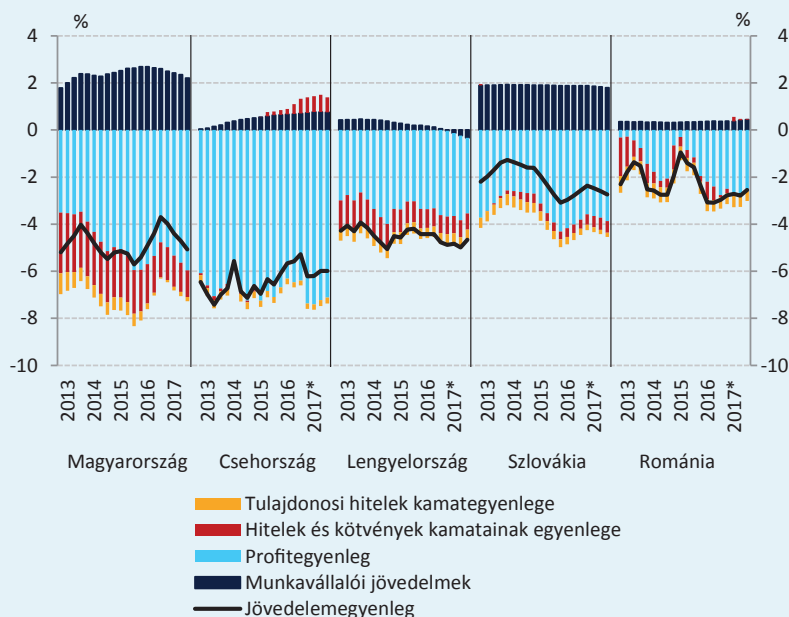
63. ábra: Az exportpiaci részesedés alakulása a régiós országokban (1997 = 100)



Forrás: Eurostat, CPB.nl.

A régiós országokban a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának növekedése miatt jellemzően romlott a jövedelemegyenleg (64. ábra). A válság után Magyarországon trendszerűen mérséklődött a jövedelemegyenleg hiánya, amihez kezdetben a külföldi tulajdonú vállalatok válság után romló profitabilitása, majd a külföldön dolgozók munkajövedelme, illetve a külső adósságcsökkenésével a külföldről felvett hitelek után fizetett kamatok csökkenése járult hozzá. Ennek ellenére Magyarországon – Lengyelországhoz hasonlóan – még jelentős a külföldre fizetett kamatkidadás nagysága, míg a régió többi országában szinte teljes mértékben a külföldi vállalatok profitja határozza meg a jövedelemegyenleg hiányának nagyságát. 2017-ben az erősödő gazdasági növekedéssel párhuzamosan a külföldi tulajdonú vállalatok profitja emelkedett, ami a jövedelemegyenleg enyhe romlásához vezetett. Ennek eredményeként – illetve az egyes országok FDI-állományának nagyságával összefüggésben – Csehországban a GDP 7 százaléka körül alakult a külföldi vállalatok profitegyenlege, ezt követően Magyarországon a legmagasabb a mutató (közel 6 százalék), míg a régió többi országában 3–4 százalékos értékek tapasztalhatók.

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

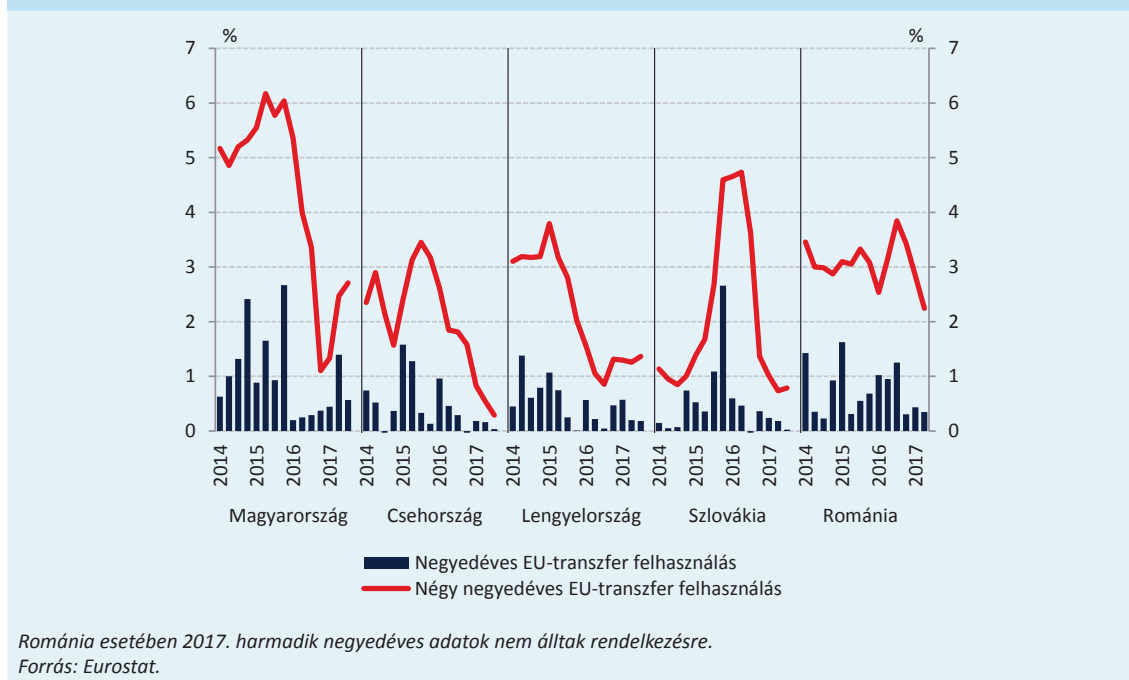


*A 2017-es érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.

Forrás: Eurostat.

2017-ben a régiós országok közül egyedül Magyarországon emelkedett számottevően az EU-transzfer felhasználás (65. ábra). Az EU 2007–2013-as költségvetési ciklusának lezárásával valamennyi régiós országban visszaesett az EU források beáramlása, ami a transzferegyszerűen mérséklődésén keresztül hozzájárult a külső egyensúlyi pozíció romlásához. A leglátványosabb mérséklődés Magyarországon volt, ahol az EU-transzfer felhasználás négy negyedéves GDP-arányos értéke – a korábbi 6 százalékról – 2016 végére 1 százalék közelébe csökkent. A régió többi országában az EU-transzfer felhasználása hozzávetőlegesen a GDP 2–3 százalékával esett vissza. Az új költségvetési ciklushoz tartozó források beáramlása a régióban egyelőre csak Magyarországon volt számottevő, ahol a négy negyedéves érték 2017 végén megközelítette a GDP 3 százalékát, és így a legmagasabb értéket érte el a régióban.

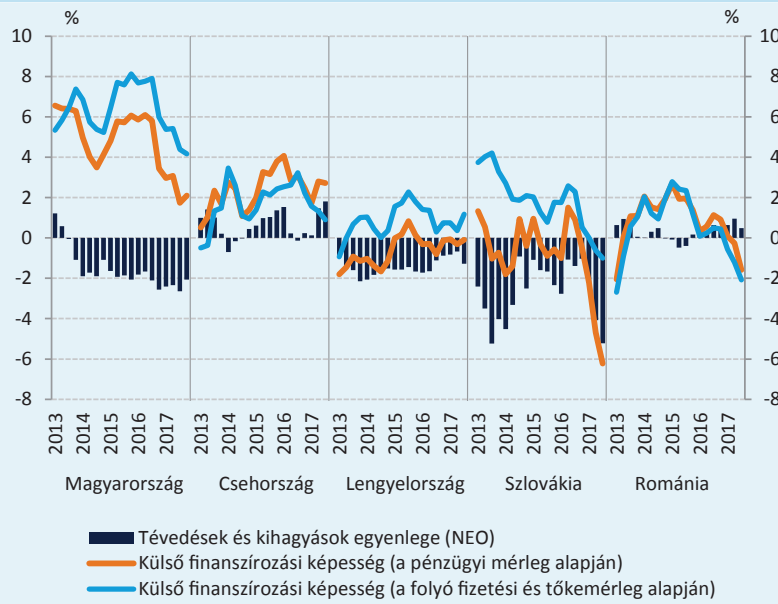
65. ábra: EU-transzfer felhasználás a régiós országokban (GDP-arányos értékek)



5.4. Finanszírozás oldali folyamatok

A folyó fizetési- és tőkemérlegből számított külső finanszírozási képesség jellemzően meghaladja a pénzügyi mérlegben szereplő finanszírozás alapján számított értéket (66. ábra). A Tévedések és kihagyások egyenlege (NEO) a finanszírozási, illetve a reálgazdasági oldal alapján számolt finanszírozási képesség közötti eltérést tartalmazza. A kettő közti eltérés általában azt mutatja, hogy reálgazdasági oldal alapján számolt külső finanszírozási képesség meghaladja a pénzügyi mérleg adatai alapján kapott értéket, de az ellenkezője is előfordul: az elmúlt két évben például Csehország és Románia esetében is enyhén meghaladta a finanszírozási oldalról számított érték a reálgazdaságét. A többi vizsgált országban a fordított irányú és viszonylag nagyobb eltérés a jellemző: a legkisebb, a GDP 1 százaléka körüli különbség Lengyelországban figyelhető meg, míg Szlovákiában az eltérés eléri a GDP 5 százalékát. Magyarországon stabilan a GDP 2 százaléka körül alakul a Tévedések és kihagyások egyenlege.

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

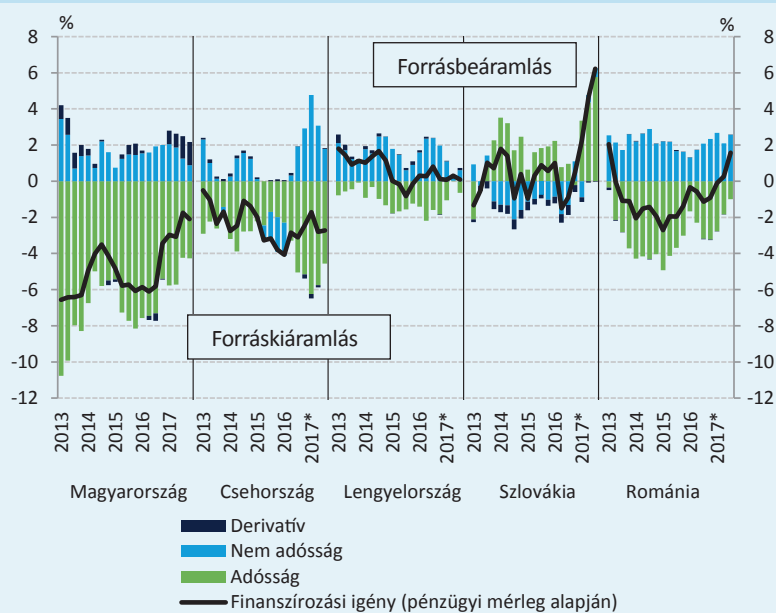


*A régiós országok esetében 2017 III. negyedévéig.

Forrás: Eurostat, nemzeti jegybankok.

2017-ben a régiós országok – a nem adósságtípusú források beáramlása mellett – jellemzően csökkentették nettó külső adósságukat (67. ábra). A régióban változatos képet mutatott a finanszírozás oldaláról számított pozíció 2017-ben: Magyarországon és Csehországban finanszírozási képesség és így a források kiáramlása volt jellemző, Szlovákiában és Romániában finanszírozási igény és ezzel forrásbeáramlás mutatkozott, míg Lengyelországban nulla körül alakult a külső pozíció. A nem adósság jellegű források nettó beáramlása – Szlovákiát kivéve – pozitív volt a régiós országokban 2017-ben, és jellemzően a GDP 1-2 százalékának megfelelő beáramlás történt. A külső pozíció és a nem adósságeneráló források beáramlása lehetővé tette, hogy a régiós országok csökkentsék nettó külső adósságukat – ez alól csupán Szlovákia volt kivétel, ahol a pénzügyi mérleg jelentős hiánya mellett csak kismértékű volt a közvetlentőke-befektetés, így tavaly jelentős volt az adósság típusú források beáramlása. Magyarországon a folytatódó, de már visszafogottabb mérlegalkalmazkodással összefüggésben nagyobb mértékű, a GDP 4 százalékát kitevő adósságkiáramlás történt, amit csak a cseh érték haladt meg kismértékben.

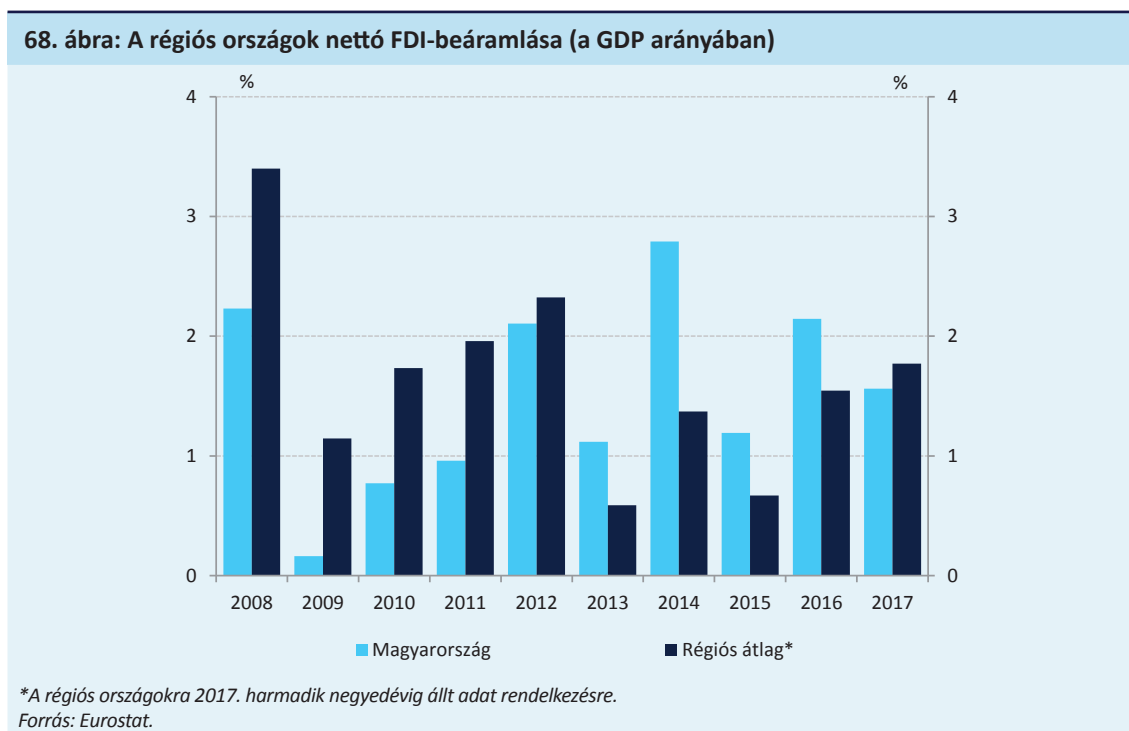
67. ábra: A finanszírozási igény és a finanszírozás formája (négy negyedéves GDP-arányos adatok)



*A régiós országokra 2017. III. negyedévig állt adat rendelkezésre (Csehország, Lengyelország, Románia, Szlovákia).

Forrás: MNB, Eurostat.

A közvetlentőke-befektetések éves szintje jellemzően a GDP 1–2 százaléka körül alakul Magyarországon, de átlagban a régió többi országában is ez figyelhető meg (68. ábra). Az elmúlt tíz év adatait vizsgálva elmondható, hogy a régiós országok nettó FDI-beáramlása hasonló képet mutat. Magyarországon 2014-ben kiemelkedően magas volt a nettó FDI-beáramlás, de ezt követően érdemben visszaesett. Azóta a GDP 1–2 százaléka között alakul, 2017-ben a GDP 1,6 százalékát tette ki. Ugyanakkor hasonló tendencia figyelhető meg a régiós országok átlagát tekintve – 2014-et követően visszaesés, majd emelkedés volt jellemző – ami arra utal, hogy bár országspecifikus tényezők is befolyásolják az egyes országok forrásbeáramlását, a befektetők alapvetően hasonlóan ítélik meg az öt országot befektetési szempontból.

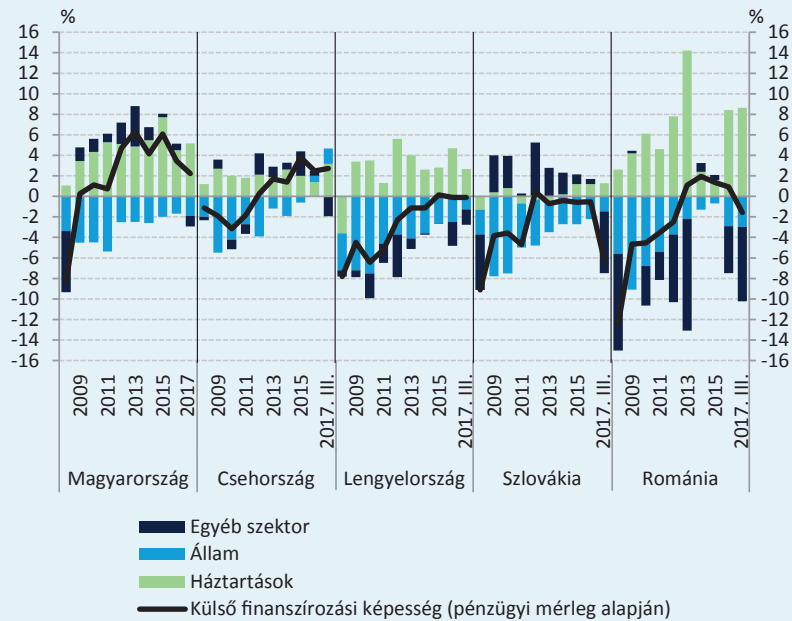


5.5. Megtakarítás oldali folyamatok

A régió országaival összehasonlítva a magas magyar külső pozíció elsősorban a magánszektor magasabb megtakarításával függ össze, míg az államháztartás hiánya a régiós átlag körül alakult az elmúlt években. Magyarországon a 2016-os csökkenés után az elmúlt évben enyhén emelkedett a háztartási szektor nettó pénzügyi megtakarítása, míg az egyéb szektor nettó pozíciója finanszírozási igénybe fordult (69. ábra). A régiós országok közül – a 2017. harmadik negyedévig rendelkezésre álló adatokat tekintve – Csehországban és Szlovákiában a háztartások pénzügyi megtakarítása a magyarnál alacsonyabb szinten alakult, míg Lengyelországban és Romániában a lakossági pozíció érdemi emelkedése ellensúlyozta a vállalatok finanszírozási igényének emelkedését, ami nullához közeli külső finanszírozási igényt eredményezett.¹⁰ 2017-ben a régiós országok államháztartásának finanszírozási igénye jellemzően a GDP 2–3 százalékát tette ki, ugyanakkor a cseh adat finanszírozási képességet mutatott, ami a háztartási szektorral együtt hozzájárult a külső finanszírozási képességhez.

¹⁰ Romániában a háztartások 2013-as és 2016-os kiugró értékei az egyéb követelések közé sorolt, munkáltatókkal és biztosítókkal szembeni követelésekre vezethetők vissza.

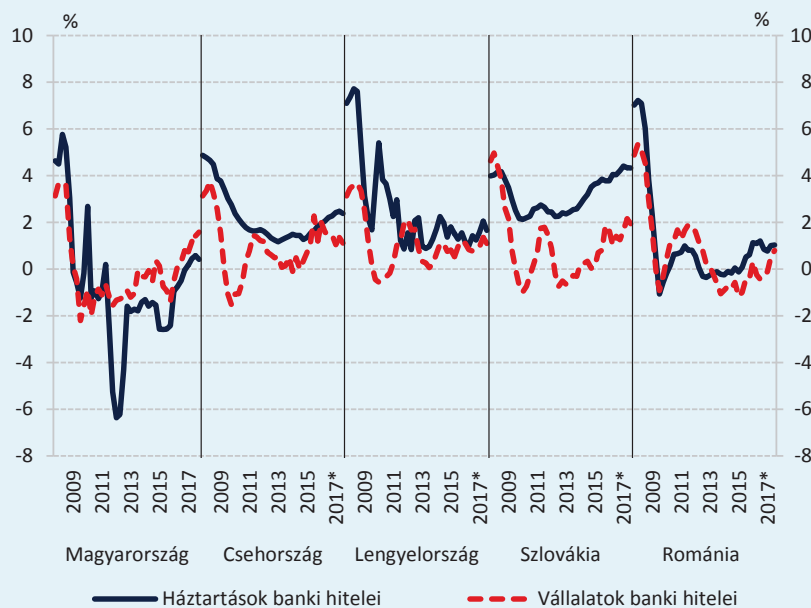
69. ábra: A gazdaság finanszírozási képességének szektorok szerinti alakulása (a GDP arányában)



Forrás: MNB, KSH, Eurostat.

A visegrádi országok magánszektorának banki hitelfelvétele – a hazai emelkedés ellenére – továbbra is meghaladja a Magyarországon tapasztalt mértéket (70. ábra). A magyar háztartások nettó banki hitelfelvétele 2017 harmadik negyed- évében a GDP 0,5 százalékára emelkedett, ami a 2016-os folyamatokkal együtt arra utalhat, hogy lezárult a szektor mérleg- alkalmazkodása és lassan, de stabilan növekvő hitelfelvétel jellemző. A legtöbb régiós országban szintén emelkedik a lakosság nettó banki hitelfelvétele, és mértéke meghaladja a magyar háztartások hitelnövekedését. A nem pénzügyi vállalatok hitelfelvételét tekintve a hazai vállalatok – részben az NHP, illetve a PHP által is támogatott – hitelnövekedésével nagyjából elérte a régióban jellemző, a GDP 1–2 százalékát kitevő értéket. Románia a többi országtól eltérő képet mutat, mivel a vállalati hitelek továbbra sem tudnak érdemben bővülni. Összességében, a folyamatosan emelkedő banki hitelfel- vétel a régiós országokban is a külső finanszírozási képesség mérséklődése irányába hatott.

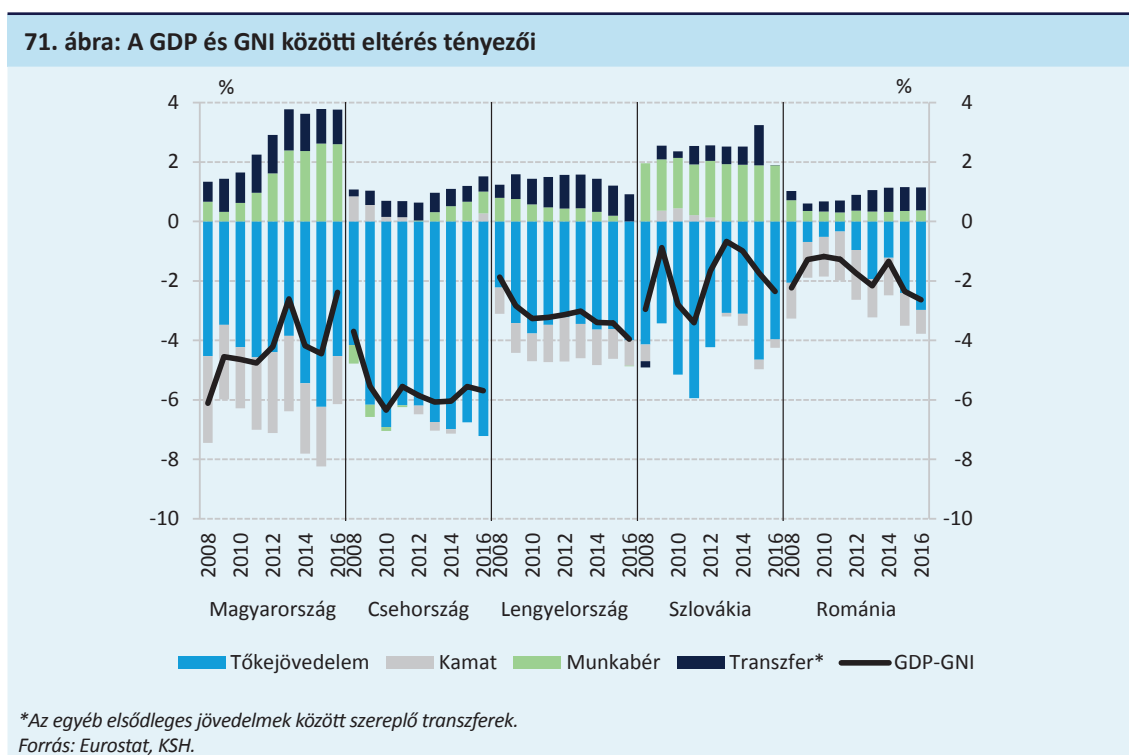
70. ábra: A vállalatok és háztartások négy negyedéves nettó hitelfelvétele a GDP százalékában



*2017. harmadik negyedévéig.

Forrás: ECB, Eurostat.

A GDP és GNI közötti eltérés a válságot követően jelentősen, a régiós átlagnak megfelelő értékre csökkent Magyarországon – míg a többi régiós országban a különbség nem változott, illetve néhány országban még nőtt is (71. ábra). A régiós országokban jelentős mértékű a külföldi közvetlentőke-befektetés, ami a külföldi tulajdonú vállalatok megtermelt profitjában (a tőke- és kamatjövedelem összege) is tükröződik: a viseigrádi országokban a GDP 4–8 százaléka között alakul, míg az EU-hoz később csatlakozó Romániában a GDP 3–4 százalékát teszi ki. A külföldi vállalatok nettó tulajdonosi jövedelme Csehország és Magyarországon a legmagasabb, ugyanakkor ennek hatását hazánkban jóval nagyobb mértékben ellensúlyozza a munkavállalói jövedelmek egyenlege és a folyó EU-transzfer; ezzel összhangban a GDP és GNI közti különbség Csehországban a legmagasabb. Emellett érdemes megjegyezni, hogy a munkavállalói jövedelmek és a transferegyenleg a többi országban is csökkenti a GDP–GNI rést, ami a régióba áramló EU forrásokra és az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozók jövedelmeire vezethető vissza. Magyarországon a válságot követő alkalmazkodási folyamattal összhangban az GDP–GNI eltérést egy csökkenő tendencia jellemezte, amit 2014–15-ben egy átmeneti emelkedés követett, de 2016-ban a GDP több mint 2 százalékkal csökkent a tulajdonosi jövedelmek visszaesése miatt, amiben egyedi vállalati hatások is szerepet játszottak.¹¹ Összességében elmondható, hogy míg Magyarországon csökkent a GDP–GNI rés az elmúlt években, addig a régió többi országában jellemzően növekedett.

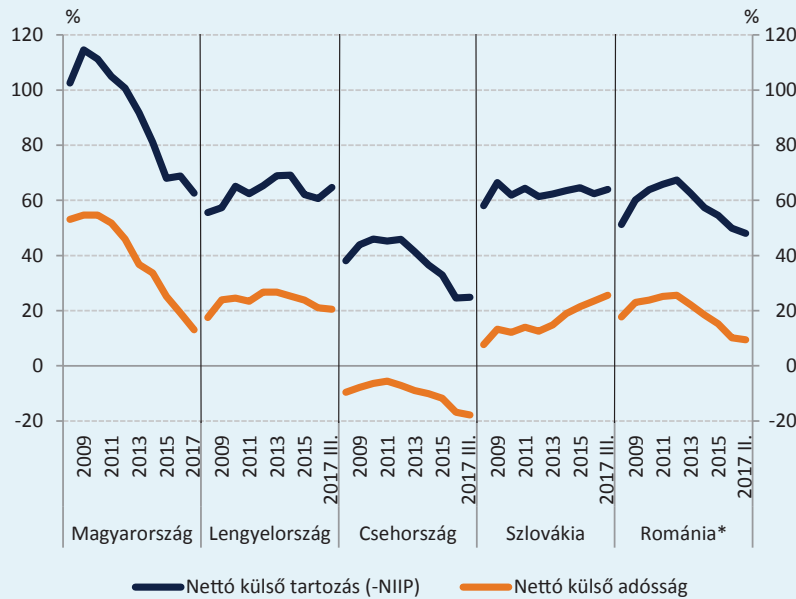


5.6. Külső tartozásmutatók

Magyarország nettó külső tartozásának és adósságának dinamikus csökkenése 2017-ben is folytatódott, és mára megfelel a régiós átlagnak (72. ábra). 2017-ben Magyarországon a nettó külső tartozásmutató a GDP 60 százalékát tette ki, ami a lengyel és a szlovák adattal van egy szinten, de továbbra is meghaladja a cseh és román értéket. A nettó külső adósság Magyarországon – a válság után kiugróan magas, GDP 50 százalékát meghaladó szintről – 2017-re a GDP 14 százalékára mérséklődött, ami a szlovák, lengyel és román adathoz hasonló szintet jelent. Csehországban a finanszírozási képességgel összhangban évek óta csökkenést mutat a nettó külső tartozás és az amúgy is negatív nettó külső adósság, amit az árfolyamküszöb fenntartása is támogatott – ezt támasztja alá, hogy 2017-ben jóval kisebb mértékben csökkentek a külső tartozásmutatók, ami összefüggésben lehet a 2017. eleji árfolyamküszöb-eltöréssel. Összességében elmondható, hogy a régiós országok fenntartható szintű tartozásmutatókkal rendelkeznek, külső sérülékenységük nem változott érdemben az előző évhez képest.

¹¹ Bővebben lásd: Fizetési Mérleg Jelentés, 2017. október, 5. fejezet
<http://www.mnb.hu/letoltes/fizetesi-merleg-hu-2017-oktoberboritoval.pdf>

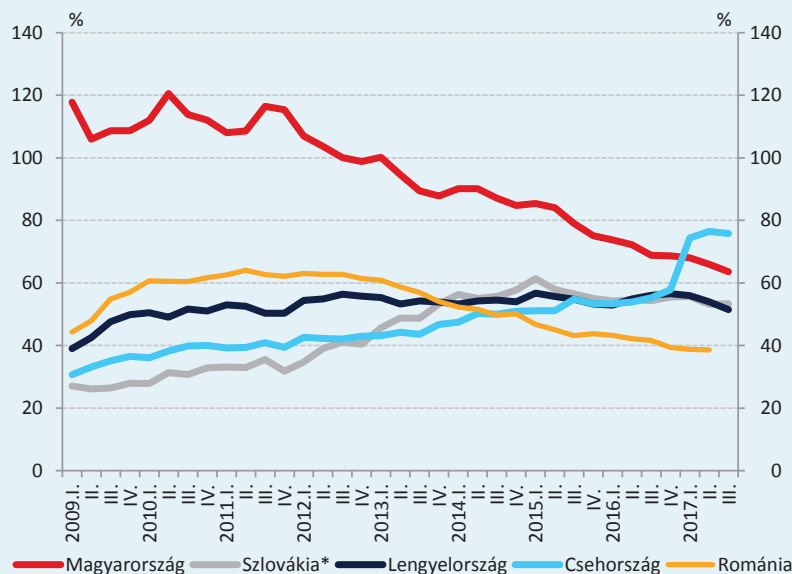
72. ábra: A nettó külső adósság és tartozás alakulása (GDP-arányos adatok, nettó külső adósság tulajdonosi hitel nélkül)



*Az adatsor 2017. második negyedévéig tart.
Forrás: MNB, Eurostat (SCV-ekkel vett adatok).

A GDP-arányos bruttó külső adósság csökkenő tendenciája 2017-ben is folytatódott Magyarországon, miközben a régiós országok – az árfolyamkülösöt eltörölő Csehországot kivéve – mutatja a magyar adattól elmaradó szinten stabilizálódott (73. ábra). A bruttó külső adósság számottevő mértékben, a GDP 120 százalékáról 60 százaléka közelébe mérséklődött Magyarországon az elmúlt egy évtizedben. A régió legtöbb országában nem volt szükség hasonló mértékű alkalmazkodásra, így bruttó külső adósságuk stabilan alakult az elmúlt években (az átmenetileg pozitívba forduló finanszírozási képesség és tartós FDI-beáramlás mellett csak Romániában történt említésre méltó csökkenés). Ugyanakkor Csehország más képet mutatott 2017-ben: a cseh jegybank kiemelkedő mértékben hajtott végre devizapiaci intervenciót 2017 első negyedévében, ami közvetetten növelte a külső adósságot (lásd a következő bekezdést). Ennek következtében a csehek bruttó külső adóssága már meghaladja a magyar értéket, 2017 III. negyedévében a GDP 76 százalékát tette ki (ezzel párhuzamosan ugyanakkor Csehország devizatartaléka is hasonló mértékben emelkedett).

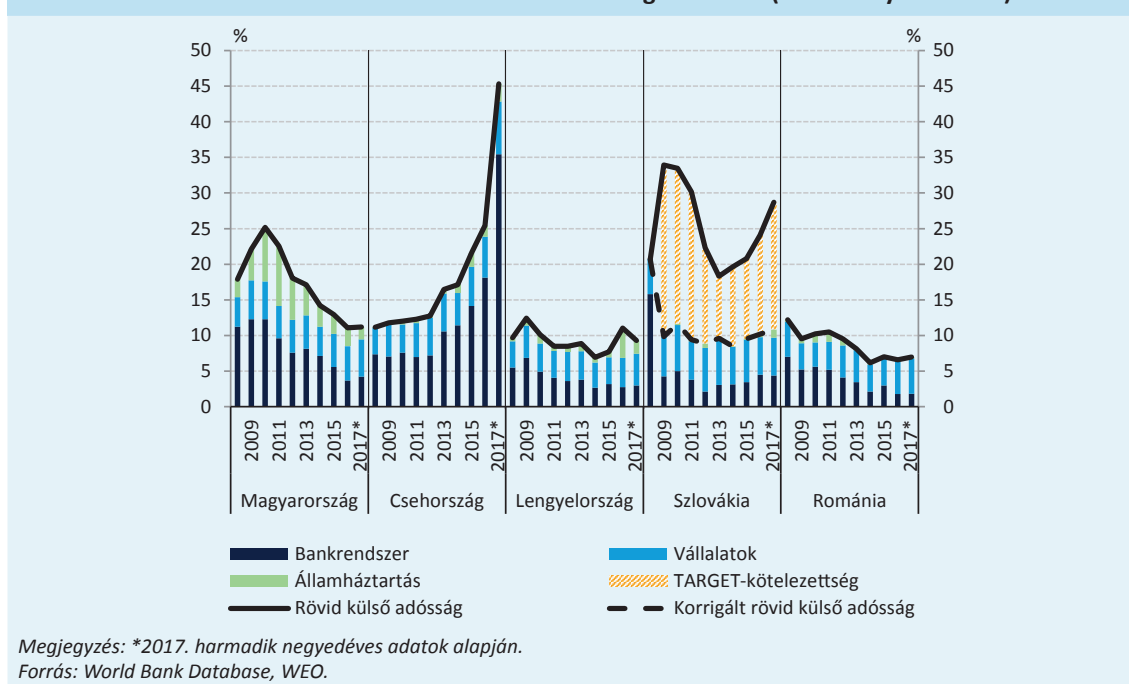
73. ábra: A bruttó külső adósság alakulása a régió országaiban (GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitelek nélkül)



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

Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság 2017-ben az azt megelőző évi értékkel azonos szinten alakult Magyarországon, míg a legtöbb régiós országban emelkedett (74. ábra). Magyarország eredeti futamidő szerinti rövid lejáratú külső adóssága¹² a válság kitörését követő két évben – érdemi emelkedést követően – jóval a régió többi országában tapasztalt szint fölött alakult. 2010-et követően kezdett el mérséklődni hazánk rövid külső adóssága, aminek eredményeképpen hét év alatt kevesebb, mint felére – a GDP 25 százalékáról 11 százalékra – csökkent. A 2017 harmadik negyedévében a GDP 11 százalékát kitevő szint nagyjából megfelel a régiós átlagnak. A Csehországban látható jelentős emelkedés elsősorban a bankok külföldi forrásainak – a bankok mérlegfőösszegéhez képest is – nagyobb mértékű bővüléséhez köthető, ami részben az évekig érvényben lévő cseh árfolyamküszöbre vezethető vissza. Az euróval szemben megkötött koronaárfolyam fenntartása érdekében a cseh jegybank devizapiaci vásárlásokat folytatott, ami során jelentős értékben került külföldre cseh korona. Ennek egy jelentős részét rövid forrásként a bankszektorban helyezték el a külföldiek, ami a rövid és bruttó külső adósság emelkedéséhez vezetett. A tavalyi kiugró érték arra vezethető vissza, hogy a piac – részben a jegybanki kommunikáció alapján – várta az árfolyamküszöb eltörlését és jelentős mértékű pozíció épült fel erre alapulva, ami miatt a jegybank további intervencióra kényszerült. Az árfolyamküszöb tavalyi elengedésének hatása látható a 2016-ról 2017-re jelentősen megugró értékben. Eközben a lengyel és a magyar bankszektorban mérlegalkalmazkodás volt megfigyelhető: Magyarországon a válság utáni 11 százalékról 4 százalékra, Lengyelországban 6-ról 3 százalékra mérséklődött a szektor rövid külső adóssága. A magyar államháztartás sokáig kiugróan magas rövid külső adóssága az elmúlt évek – önfinanszírozási program hatására is bekövetkezett – csökkenését követően a régiós átlag szintjére, a GDP 1 százalékára esett vissza, csak a régióban jellemzőnél lényegesen alacsonyabb bruttó külső adóssággal rendelkező Románia mutat ennél érdemben alacsonyabb értéket. A szlovák adattal kapcsolatban meg kell jegyezni, hogy a korrigálatlan magas rövid külső adósságát az eurozóna-csatlakozás következtében keletkező technikai jellegű tételek okozták, amit az adatokból kiszűrve a magyar adatokhoz hasonló szinten alakult mutatót kapunk.

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

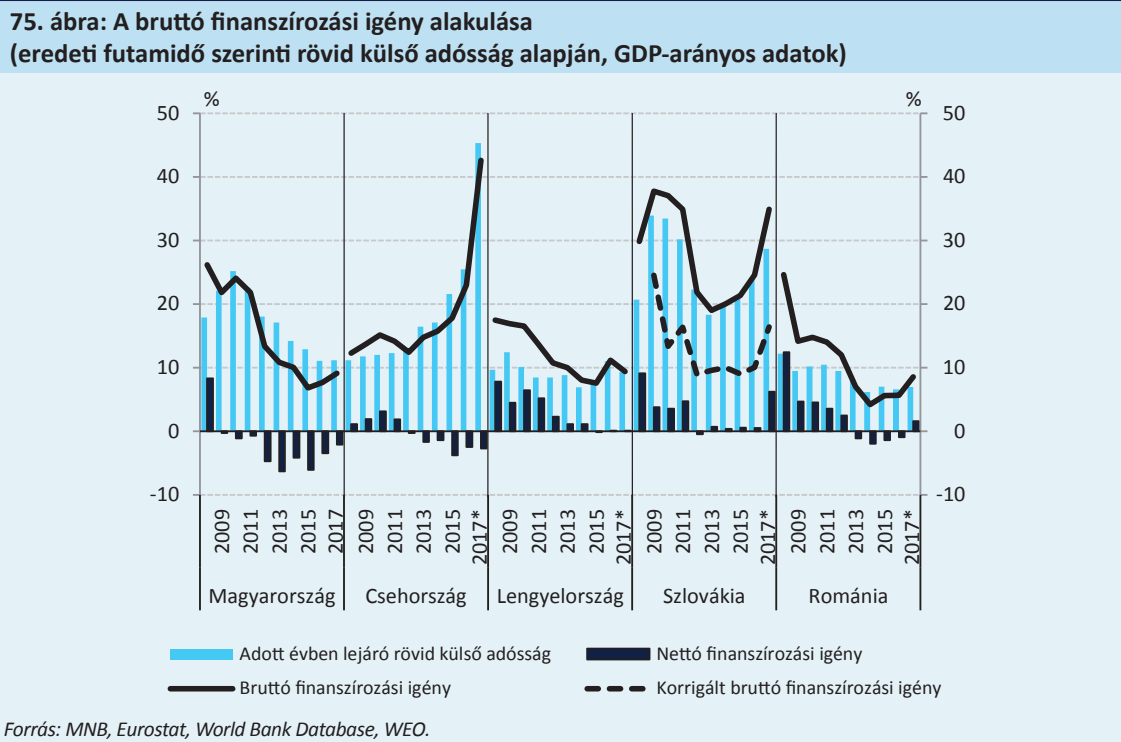


Magyarország bruttó külső finanszírozási igénye a GDP 8 százalékát tette ki 2017-ben, ami régiós összevetésben kedvezőnek tekinthető (75. ábra). A bruttó finanszírozási igény az adott évben lejáratú külső adósság (ami azonos az egy évvel korábbi rövid lejáratú adóssággal) és az ország nettó finanszírozási képességének összege. Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alapján számított bruttó finanszírozási igény Magyarországon tavaly kismértékű emelkedést mutatott 2016-hoz képest, de továbbra is a régiós átlag alatt van.¹³ Magyarországon az elmúlt években nagyjából stabilan alakult a bruttó finanszírozási igény, ami a mérséklődő nettó külső finanszírozási képesség és tovább mérséklődő rövid lejáratú külső adósság eredőjeként adódott. A lengyel és a román bruttó finanszírozási igény a magyarországi adathoz hasonló szinten állt

¹² A régiós országokra nem áll rendelkezésre adat a berövidülő adósságról.

¹³ Az adatok összehasonlíthatósága érdekében az eredeti futamidő szerinti rövid lejáratú külső adósságot használtuk a bruttó finanszírozási igény kiszámításához.

2017 harmadik negyedében, de a szlovák (korrigált) adat a GDP 10 százalékaról 15-re való emelkedése is elenyészőnek tekinthető a cseh értékhez képest. Csehországban (az előző bekezdésben bemutatott folyamat eredményeként) trendszerűen emelkedett a bruttó finanszírozási igény az elmúlt években, amihez egyszeri növelő hatásként hozzájárult a tavalyi év elején elengedett árfolyamkülöb is.



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 -import éves növekedése és az áruegyenleg (négy negyedéves GDP-arányos érték)	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)	11
10. ábra: A nettó külkereskedelmi termékforgalom alakulása áruфó csoportonként (a GDP arányában)	12
11. ábra: A jövedelemegyenleg tételeinek alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves értékek)	13
12. ábra: A nettó kamatkiadás (GDP-arányos érték) és az implicit kamat alakulása	14
13. ábra: Az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelmei	14
14. ábra: A GDP–GNI gap alakulása Magyarországon	15
15. ábra: A transzferegyenleg alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves mutatók)	16
16. ábra: A nettó EU folyó- és tőke-transzfer alakulása, valamint annak szektorbontása	17
17. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség alakulása (négy negyedéves GDP-arányos érték)	18
18. ábra: A nettó forráskiáramlás alakulása szektorok szerint	19
19. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)	20
20. ábra: A közvetlentőke-befektetések és az adósság típusú források alakulása*	20
21. ábra: A nem adósságjellegű források alakulása (kumulált tranzakciók)	21
22. ábra: A közvetlentőke-befektetések alakulása (kumulált tranzakciók)	22
23. ábra: A nettó közvetlentőke-tételek alakulása (átfolyó tőkéből szűrt tranzakciók)	22
24. ábra: A külföldi tulajdonban lévő magyarországi vállalatok által megtermelt profit felosztása	23
25. ábra: A nettó portfóliórészvény alakulásának tényezői (kumulált tranzakciók).....	24
26. ábra: Az egyes szektorok adósság típusú forrásainak alakulása (éves tranzakciók)	24
27. ábra: A bankrendszer külföldi adósság- és követelést tranzakcióinak alakulása (kumulált tranzakciók).....	25
28. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának lejárat bontása (kumulált tranzakciók)	26
29. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásnak felbontása (kumulált tranzakciók)	27
30. ábra: A forint állampapír-állomány változása szektorok szerint.....	27
31. ábra: A vállalatok nettó külső adósság jellegű forrásainak alakulása (kumulált adatok).....	28
32. ábra: A nettó külső tartozás alakulása (időszak végi, GDP-arányos értékek)	29
33. ábra: A nettó FDI-állomány változásának felbontása	30
34. ábra: A nem pénzügyi vállalatok nettó külföldi tartozásainak alakulása.....	30
35. ábra: A nettó külső adósság változásának felbontása tételekre (a GDP arányában)	31
36. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában, tulajdonosi hitel nélkül)	32
37. ábra: A magánszektor külföldi eszközeinek és adósságának alakulása (a GDP arányában).....	32

38. ábra: A bruttó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában, piaci értéken, tulajdonosi hitel nélkül) ..	33
39. ábra: A nettó és bruttó külső adósság alakulása (a GDP arányában)	34
40. ábra: hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság alakulása.....	35
41. ábra: A bruttó forrásbevonási szükséglet alakulása	36
42. ábra: A devizatartalék és a Guidotti–Greenspan mutató alakulása	38
43. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	39
44. ábra: Az államháztartás nettó finanszírozási képességének alakulása (a GDP arányában)	40
45. ábra: A bruttó államadósság, valamint azon belül a külföldi tulajdon és a devizarészarányának alakulása	41
46. ábra: A háztartások, a bankok és a külföldiek állampapír-állománya	42
47. ábra: Az államháztartás kamatkidásainak alakulása	43
48. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)	44
49. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)	45
50. ábra: A magánszektor banki hiteleinek és betéteinek alakulása.....	45
51. ábra: A vállalatok finanszírozási képessége és a külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos adat)....	46
52. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos finanszírozási igénye és az azt meghatározó főbb reálgazdasági tényezők (nemzeti számlákból számított négy negyedéves értékek).....	47
53. ábra: A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége és nettó külföldi tranzakciói (négy negyedéves GDP-arányos adat)	47
54. ábra: A nem pénzügyi vállalatok külföldi hiteltartozásának és követelésének állománya (a GDP arányában)	48
55. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása 2017-ben.....	49
56. ábra: A bruttó megtakarítási és beruházási ráta alakulása (GDP arányában)	50
57. ábra: A beruházási ráta szektorális megoszlása (GDP arányában)	51
58. ábra: A visegrádi országok folyó fizetési- és tőkemérlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok).....	52
59. ábra: Az áru- és szolgáltatásegyenlegek megoszlása (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	52
60. ábra: A háztartások fogyasztása és a teljes beruházás (GDP-arányos értékek)	53
61. ábra: A cserearány változása a régióban (2008 = 100).....	54
62. ábra: Munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása a régióban (2008 = 100, 37 országgal szemben).....	54
63. ábra: Az exportpiaci részesedés alakulása a régiós országokban (1997 = 100)	55
64. ábra: A jövedelemegyenleg összetevőinek alakulása* (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	55
65. ábra: EU-transzfer felhasználás a régiós országokban (GDP-arányos értékek)	56
66. ábra: A tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok*)	57
67. ábra: A finanszírozási igény és a finanszírozás formája (négy negyedéves GDP-arányos adatok).....	57
68. ábra: A régiós országok nettó FDI-beáramlása (a GDP arányában).....	58
69. ábra: A gazdaság finanszírozási képességének szektorok szerinti alakulása (a GDP arányában).....	59
70. ábra: A vállalatok és háztartások négy negyedéves nettó hitelfelvétele a GDP százalékában	59
71. ábra: A GDP és GNI közötti eltérés tényezői	60
72. ábra: A nettó külső adósság és tartozás alakulása (GDP-arányos adatok, nettó külső adósság tulajdonosi hitel nélkül) .	61
73. ábra: A bruttó külső adósság alakulása a régió országaiban (GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitelek nélkül).....	61
74. ábra: Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alakulása (GDP-arányos adatok)	62
75. ábra: A bruttó finanszírozási igény alakulása (eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alapján, GDP-arányos adatok)	63

Bethlen Gábor

(1580. november 15. – 1629. november 15.)

Erdélyi fejedelem (1613–1629), I. Gábor néven megválasztott magyar király (1620–1621), a 17. századi Magyarország egyik legjelentősebb személyisége. Pályafutása kezdetén híven szolgálta Báthory Zsigmond, Székely Mózes, Bocskai István és Báthory Gábor erdélyi fejedelmeket. Amikor Báthory Gábor a Habsburgokkal akart szövetségre lépni, szembefordult vele, és önmagát választotta meg fejedelemnek. Uralkodása alatt megszilárdította Erdély hatalmi helyzetét, az országrész gazdasága és kulturális élete egyaránt fejlődésnek indult – ezt az időszakot általában úgy emlegetik, mint „Erdély aranykora”.

A Bethlen uralkodása előtti huszonöt év külső és belső háborúskodással telt el, ami a lakosság számának jelentős csökkenésével járt. Bethlen türelemmel látott hozzá a belpolitikai helyzet stabilizálásához, hatalmának megszilárdításához és Erdély újjáépítéséhez. Központosított államszervezetet alakított ki, ezzel párhuzamosan arra törekedett, hogy megszilárdítsa a fejedelemség pénzügyi helyzetét. A kincstári jövedelmekről pontos összeírást készíttetett, felülvizsgáltatta az 1588 óta nyújtott birtok- és vagyonadóanyagokat, 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 hűgát, Brandenburgi Katalint, és 1626-ban belépett a protestáns hatalmak westminsteri szövetségébe.

FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2018. április

Nyomda: Pauker–Prospektus–SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.