



MAGYAR NEMZETI BANK

OKTATÁSI FÜZETEK

12. szám

2017. április

KÓCZIÁN BALÁZS – KOROKNAI PÉTER

Fizetési mérleg



Oktatási füzetek

Kóczyán Balázs – Koroknai Péter

Fizetési mérleg

MAGYAR NEMZETI BANK

Oktatási füzetek

Fizetési mérleg

Az elemzést készítette: Kóczyán Balázs – Koroknai Péter

(Magyar Nemzeti Bank Monetáris politika és pénzügyi elemzés igazgatóság)

A kiadványt jóváhagyta: Virág Barnabás, ügyvezető igazgató

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2498-8391 (Nyomtatott)

ISSN 2498-8405 (Online)

Tartalom

1. Bevezetés	7
1.1. A fizetési mérleg definíciója	10
1.2. Fontosabb fogalmak	11
1.3. A fizetésimérleg-statisztikák relevanciája	13
2. Elméleti áttekintés	15
2.1. Elaszticitási elmélet	17
2.2. Abszorpció elmélet	18
2.3. Monetáris elmélet	19
2.4. A folyó fizetési mérleg intertemporális megközelítése	20
3. Elemzési keretek	21
3.1. Reálgazdasági megközelítés	23
3.2. Finanszírozási megközelítés	29
3.3. A két megközelítés együttmozgása, illetve a köztük levő különbség	34
3.4. A fizetési mérleg adatainak elemzésre történő előkészítése	37
4. Esettanulmányok	40
4.1. A 2008-as válság hatása Magyarországon	40
4.2. Fizetésimérleg-válságok – nemzetközi példák	44
4.3. A nemzetközi gazdaságtan rejtélyei	50
Hivatkozások	54
Melléklet:	
Magyarország fizetési mérleg statisztikái 2007–2010	56

Oktatási füzetünk célja, hogy segítséget nyújtsunk a fizetési mérlegben szereplő adatok elemzéséhez és alaposabb megértéséhez. Reményeink szerint kiadványunk segítségével az olvasó könnyebben tud majd eligazodni a fizetésimérleg-statisztikák útvesztőjében, és talán sikerül a fontosabb tételek kiemelése, aminek segítségével a jövőben a gazdaság mélyebb folyamatait is meg lehet érteni. A tájékoztató felépítését tekintve egy bevezető résszel kezdődik, ami bemutatja, hogy miért fontos a fizetési mérleg. Ezt egy elméleti áttekintés követi, ahol igyekeztünk a fizetési mérleggel kapcsolatos főbb elméleti megfontolásokat közérthető módon is leírni. Ezt követi egy, az adatok elemzését megkönnyítő fejezet, amire támaszkodva jobban megérthetjük a gazdasági folyamatokat. Végül a múltban végbement fizetésimérleg-válságok esettanulmányaival zárjuk le kiadványunkat. A kéziratot a szerzők 2017. február 9-én zárták le.

1. Bevezetés

A fizetési mérleg alakulása a nyitott gazdaságok egyik legfontosabb jellemzője. Oktatási füzetünk a fizetési mérlegről szól, ami végső soron statisztikailag mutatja be egy gazdaság külfölddel kapcsolatos interakcióinak összességét. Ugyanakkor mielőtt mindezeket áttekinthetnénk, először érdemes azt egyértelművé tenni, hogy mikor beszélhetünk a külfölddel¹ kapcsolatos tranzakciókról. Egy zárt gazdaság határain kívül nem folytat kereskedelmet, nem kap és nem is fizet transzfereket vagy jövedelmeket külföldre – ilyen mértékben zárt gazdaságot ugyanakkor ma szinte lehetetlen találni (talán Észak-Korea berendezkedése mutat ezzel hasonlóságot, azonban még ők is jelentős külkereskedelmi forgalmat bonyolítanak le, főként Kínával). Ezzel szemben egy nyitott gazdaságban a külfölddel való kereskedés és a tőke országok közötti áramlása jellemző, illetve hogy a nyitott gazdaság szereplői nem kizárólag a megtermelt jövedelmeket használhatják fel beruházásra vagy fogyasztásra, hanem igény esetén a külföld megtakarítása is rendelkezésükre állhat (illetve ennek fordítottja is igaz).

1. keretes írás

A gazdasági nyitottság fokozatai a magyar liberalizáción keresztül

A fizetési mérleget érintő tranzakciók magyarországi liberalizációja a külkereskedelmi tételekkel kezdődött, és több mint egy évtizedes folyamat volt. A gazdaság felzárkózásának elősegítése érdekében először a kereskedelmi mérleg tételekkel kapcsolatos korlátok lebontására kerülhetett sor. Az importliberalizálás 1989-ben kezdődött meg és 1992-re a fogyasztási cikkek 90%-a kikerült az engedélykötelezettség alól. A rendszerváltás után az állam a behozatalt kézi vezérlés helyett vámok segítségével próbálta befolyásolni, melyek csökkentése a kereskedelmi egyezményekben, az uniós társulási, majd a csatlakozási megállapodásban vállalt kötelezettségekkel összhangban zajlott.

¹ Az egyszerűség kedvéért belföldi és külföldi szereplőként hivatkozunk a statisztikailag pontos rezidens és nem rezidens szereplők helyett.

A külkereskedelem liberalizációjával párhuzamosan került sor a fizetési mérleg finanszírozási oldalát érintő, a működőtőke-befektetésekkel kapcsolatos korlátok deregulációjára. A társasági és átalakulási törvények már 1989-ben lehetővé tették a szabad vállalatalapítást. A későbbiekben a befektetett tőke biztonságát garantáló törvények, valamint az árak és bérek liberalizációja is elősegítette a működőtőke-beáramlás² felgyorsulását.

A fizetési rendszer deregulációja a kilencvenes évek második felében, a külkereskedelmi liberalizálása után indult meg. Első körben megvalósult a forint részleges konvertibilitása, amely a fizetési mérleg külkereskedelemmel és jövedelem-átutalásokkal kapcsolatos tételeit érintette. Ennek keretében 1996. január 1-jén a forintalapú kártyák külföldön is használhatóvá váltak, megszűnt a devizalap, mely a vásárolt külföldi fizetőeszközök nyilvántartására szolgált, és ötvenezer forintig engedély nélkül lehetett devizát kivinni az országból. A forint teljes konvertibilitása 2001-ben történt meg, amikor a tőketételek mozgására vonatkozó korlátozások is megszűntek. Ezzel a lépéssel a fizetési mérleget érintő tranzakciók liberalizációja lezárult.

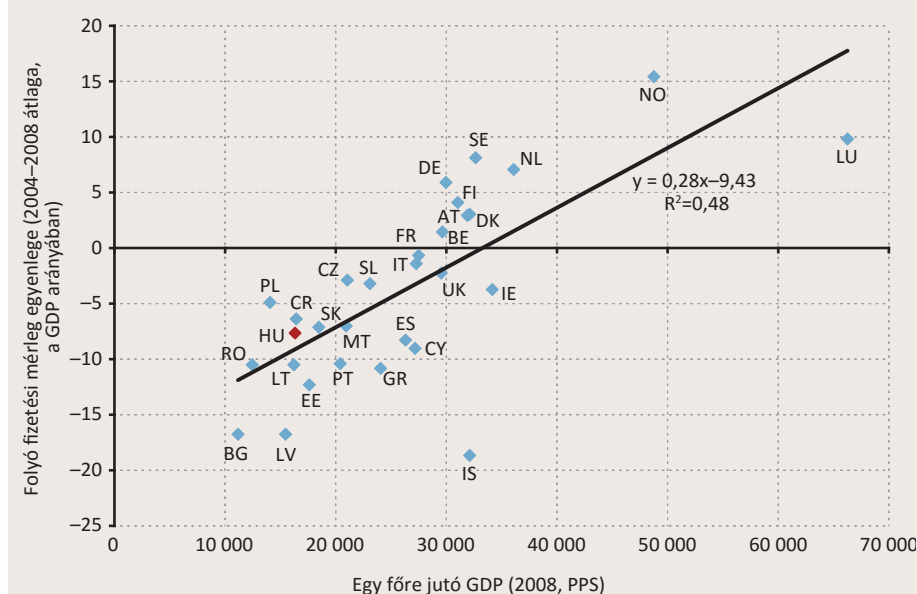
Tehát egy nyitott gazdaságban – ha szükséges – a rentábilis beruházások akár a külföld megtakarításaiból is megvalósulhatnak, és így egy zárt gazdaságban jellemzőnél több beruházás jöhet létre, ezzel magasabb potenciális növekedést biztosítva az országnak. Egy adott gazdaságban a megtermelt jövedelmet meghaladó belföldi felhasználás a folyó fizetési mérleg hiányához vezet, azonban ezzel kapcsolatban azt is fontos kiemelni, hogy ez a jelenség általánosságban nem feltétlenül káros. Egy kis nyitott, fejlődő, tőkeállományban még relatíve szegény gazdaság esetében például a külföldi tőke segíthet a gazdasági növekedés potenciálját is emelni: a belső megtakarításokból megvalósítható beruházások ugyanis a profitábilis beruházásoknak csak egy részét tudják finanszírozni. Ezzel függhet össze, hogy a relatíve fejletlenebb, tehát alacsonyabb egy főre jutó GDP-vel rendelkező országokban a folyó fizetési mérleg egyenlege jellemzően nagyobb hiányt mutat (1. ábra). A külföld által biztosított tőke határhaszna ugyanakkor továbbra is relatíve magas, és jelentősen tudja növelni az adott gazdaság termelékenységét.

² A működőtőke-befektetés a külföldiek befolyásszerzéssel járó tulajdonszerzését jelenti vállalatokban, leegyszerűsítve azt, amikor egy külföldi fél részesedést vásárol egy vállalatban, és ezzel befektet az adott országban.

Ennek köszönhetően a fizetési mérleg hiánya egy tartósan magasabb növekedési pályát tehet lehetővé, aminek köszönhetően a gazdaság méretéhez arányosított külső adósságmutatók sem nőnek túl nagyra, különösen akkor, ha a beruházások nem külföldi hitel révén valósulnak meg, hanem a külső adósságot nem növelő részesedés jellegű tartozások, más néven közvetlen működő tőke (foreign direct investment, FDI) segítségével. Érdekes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy a külső adósság növekedése hatásában lehet hasonló a közvetlentőke-befektetésekhez, amennyiben termelő beruházások finanszírozását szolgálja.

Az adatok alapján az Európai Unió országaiiban a külső egyensúlytalanság mértéke erőteljesen függ az egy főre jutó GDP-től. A fizetési mérleg később taglalt tulajdonságaiból következően azokban az országokban, ahol az egy főre jutó GDP magasabb, ott a külső finanszírozási képesség (a folyó- és tőkemérleg összege) is magasabb. Ez vélhetően annak köszönhető, hogy a magasabb egy főre eső GDP-vel rendelkező országokban a magasabb jövedelem

1. ábra
A fejlettség és a külső egyensúly kapcsolata



magasabb megtakarítással jár együtt, és így kisebb szükség van a külföldi források bevonására. Ugyanakkor az is igaz, hogy a relatíve gazdagabb országokban nagyobb tőkeállomány halmozódott fel, míg a szegényebb országokban a tőke határhaszna még magasabb lehet, így a magasabb megtérülés miatt a tőke inkább ezekbe az országokba áramlik (részletesebben lásd később).

A következőkben röviden áttekintjük, hogy pontosan milyen adatokat tartalmaznak a fizetésimérleg-statisztikák, és hogy miért is bírnak jelentőséggel. Ezt követően röviden áttekintünk néhány, az oktatási füzet további értelmezését segítő alapfogalmat, amit a füzet tárgyaló része követ majd.

1.1. A fizetési mérleg definíciója

A fizetési mérleg a rezidens és nem rezidens szereplők között lezajló reálgazdasági és pénzügyi műveleteket veszi számba. Röviden érdemes már a bevezetésben szót ejteni arról, hogy mire is gondolunk akkor, amikor a fizetési mérleget említjük. Az MNB kiadványának definíciója szerint „A fizetési mérleg forgalmi típusú statisztikai kimutatás, amely az adott gazdaság szempontjából rezidens³ és nem rezidens gazdasági szereplők között egy meghatározott időszakban lezajló reálgazdasági és pénzügyi műveletek számbavételére szolgál” (MNB, 2006). Kicsit leegyszerűsítve, amikor a fizetési mérlegről beszélünk, akkor általában egy forgalmi típusú adatra gondolunk⁴ – vagyis például a fizetési mérleg külkereskedelmi egyenlege alatt azt értjük, hogy az adott időszakban a belföldi (rezidens) szereplők nettó külkereskedelme (a külföldi értékesítések csökkentve a vásárlásokkal) mekkora összeget ért el. Emellett a fizetési mérleg a külkereskedelem fizetési lebonyolításához kapcsolódó finanszírozást is megmutatja – vagyis például azt, hogy a külföldről vásárolt árukért devizát adtak vagy hitelből vásárolták, illetve ezzel összefüggésben az is kiderül, hogy egy adott gazdaságban nőtt-e a külföldi befektetések mértéke,

³ Rezidensnek számítanak a Magyarországon legalább egy éve életvitelszerűen tartózkodó természetes személyek, és a Magyarországon gazdasági tevékenységet folytató jogi személyek, illetve jogi személyiséggel nem rendelkező szervezetek. **Forrás: www.fma.mnb.hu**

⁴ Érdemes megjegyezni, hogy mi itt a fizetési mérlegről, mint egy forgalmi típusú adatról beszélünk. Ugyanakkor a fizetésimérleg-statisztikáknak része a külfölddel szembeni állományokat (követeléseket-tartozásokat) bemutató nemzetközi befektetési pozíció is.

és hogy a változás a tőkebefektetésekhez vagy hitelekhez kötődött-e inkább, valamint hogyan változott az adott ország devizatartaléka.

A fizetési mérleg eredményszemléletű statisztika, így a tranzakciók a tulajdonosváltáskor kerülnek elszámolásra. A fizetési mérleg adataival kapcsolatban fontos kiemelni, hogy eredményszemléletű, és nem pénzforgalmi szemléletű statisztikáról beszélünk. Pénzforgalmi elszámolás esetében az adatok a statisztikában a pénzügyi elszámoláshoz, a konkrét pénzmozgás idejéhez kötődnének, így nem lennének elszámolva például az ellenszolgáltatás nélkül adott tárgyi eszközök, illetve sok szolgáltatás (pl. turizmus) nem akkor lenne elszámolva, amikor azt a gazdasági szereplő igénybe veszi. Ezzel szemben az eredményszemléletű elszámolás alapja a tulajdonosváltás, és így a tranzakciók elszámolása a tulajdonjog átruházásával egyszerre történik meg. Emellett az eredményszemléletű elszámolásban például a kamatfizetések is egyenletesen jelennek meg. A fizetési mérlegben tehát a forgalmat mutató tranzakciók szerepelnek, az állományi statisztikákról a külfölddel szembeni pozíció (net international investment position, NIIP) adatai adhatnak tájékoztatást (a külfölddel szembeni adósságmutatókkal egy másik oktatási füzet foglalkozik).

1.2. Fontosabb fogalmak

Látható tehát, hogy a fizetési mérleg adatai alapján a gazdaság számos folyamatáról kaphatunk képet. Ugyanakkor mielőtt befognánk a fizetési mérleg részletesebb megértésébe, mindenképpen érdemes megismerkednünk néhány, szinte a köznyelvben is használt fogalommal.

Az első a **folyó fizetési mérleg**, aminek az egyenlege megmutatja az adott ország külfölddel kapcsolatos gazdasági tranzakcióinak összességét: ezen belül megkülönböztetjük az áru- és szolgáltatásforgalmat (külkereskedelmi egyenleg), a munkavállalói és a befektetői jövedelmeket (jövedelemegyenleg), valamint az ellenszolgáltatás nélkül átadott folyó jövedelmeket (folyó transzferek). A folyó fizetési mérleg egyenlege továbbá megegyezik a gazdaság szektorainak megtakarítása és a gazdaságban megvalósuló beruházások közötti különbséggel is (részletesen lásd később).

A **tőkemérleg** szintén a fizetési mérleg részét képező főbb tétel. Alapvetően kétféle „termék” forgalmát könyvelik itt el: a tőketranszferekét és a nem termelt, nem pénzügyi javak forgalmát. Magyarország számára az előbbi a fontosabb, ugyanis itt szerepelnek az Európai Uniótól származó tőketranszferek, amik alapvetően a beruházásokat támogatják; míg az utóbbira példa lehet a szerzői jogok adásvétele.

Szintén lényeges fogalom a **fizetési mérleg egyenlege**, amire a gazdaság **nettó külső finanszírozási képességeként** is szokás hivatkozni. Külső finanszírozási képesség alatt a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg egyenlegének összegét értjük. Amennyiben ez az összeg negatív, úgy a gazdaságnak nettó finanszírozási igénye keletkezik, vagyis az értéknek megfelelő tőke bevonására kényszerülnek a gazdasági szereplők, míg a pozitív érték esetén nettó hitelnyújtói pozícióról beszélhetünk.

A **pénzügyi mérleg** egyenlege elviekben szintén a folyó fizetési és tőkemérleg egyenlegének összegével egyezik meg,⁵ és a reálgazdasági folyamatok pénzügyi tranzakciókban megjelenő tükörképét jelenti.

Végül pedig érdemes megemlíteni a **külfölddel szembeni befektetési pozíciót**, ami a pénzügyi mérleg folyamataiból következő tartozás, illetve követelésállományokat jelenti.

1.3. A fizetésimérleg-statisztikák relevanciája

A fizetésimérleg-statisztikákra a válságot követően ismét nagyobb figyelem fordult, mivel több mutató is kiemelt fontosságúnak bizonyult. A fizetésimérleg-statisztikákra, az abban szereplő adatokból levonható következtetések fontosságára – különösen a válság óta eltelt években – ismét nagyobb hangsúly került. Míg a válság előtti években, a bőséges likviditás mellett a külső tartozás- és egyensúlyi mutatók fontossága háttérbe szorult, addig a 2008–2009-es pénzügyi, majd a mediterrán országok adósságválsága egyre inkább rávilágított ezen mutatók fontosságára. Ez tükröződik például

⁵ Ez az azonosság a fizetési mérleg módszertanát leíró, az IMF Balance of Payments Manual 6. kiadására igaz, amit jelenlegi füzetünkben bemutatunk. Ugyanakkor például az előző kiadásban a folyó fizetési és tőkemérleg, valamint pénzügyi mérleg egyenlegeinek összege összesen nullát tett ki – pontosabban a statisztikai hiba egyenlegét mutatta be.

az Európai Bizottság által bevezetett makrogazdasági egyensúlytalanságokat felügyelő mechanizmusban is (MIP), ami több, a fizetésimérleg-statisztikákból származó mutatót is figyelemmel követ.

Az egyes országok sebezhetőségének a fizetési mérleg több mutatója is jó indikátora lehet. A válság óta egyre inkább előtérbe került a gazdaságok külső sebezhetősége. Ennek egyik legfontosabb mutatója a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság, ami a fizetési mérleg és külfölddel szembeni befektetési-pozíció statisztikák részét képezi. Másrészről adott ország sebezhetőségét jelezheti a folyó fizetési mérleg jelentős hiánya, mint például Törökországban 2013 során a tapering alatt. Amikor ugyanis a Fed likviditásbővítési programjának mérséklése került a fókuszba, a kockázatosabbnak ítélt befektetések nagyobb gyengülést szenvedtek el. Emögött az húzódhatott meg, hogy a befektetők úgy gondolhatták, hogy a török gazdaság folyó fizetési mérlegének hiánya túl nagy, ami a jövőben csak egyre nagyobb költségek mellett lesz finanszírozható. Ennek hatására a török líra is érdemben gyengült a devizapiacra. Ezzel szemben Magyarországon, ahol a folyó fizetési mérleg már számottevő többletet mutatott, a taperingnek csak mérsékelt hatása volt.

A fizetési mérleg a gazdaságok versenyképességét is jelezheti. A sebezhetőség mellett a gazdaság versenyképességének mutatója is lehet a fizetési mérleg. Ugyanis azok a termékek, amelyek egy olyan országban készülnek, ahol relatíve olcsó és képzett a munkaerő, előnnyel rendelkezhetnek a külkereskedelemben, így az adott ország áruegyenlege (ami a folyó fizetési mérleg részét képezi) tartós és jelentős többletet mutathat. Míg a folyó fizetési mérleg tartós és jelentős hiánya a gazdaság versenyhátrányát is jelezheti.⁶

A fentiek mellett a fizetési mérleg részét képező pénzügyi mérleg az adott gazdaság tőkevonzó képességét is jelezheti. A fizetésimérleg-statisztikák ugyanis a külkereskedelmi és tartozásmutatók mellett az adott gazdaság pénzáramlásait is rögzítik. Így például egy ország, ami vonzó befektetési célnak számít, jellemzően pénzügyimérleg-hiányt mutat, mivel a külföldi befektetők vállalatokban vagy kötvényekben szereznek tulajdonjogot, a vonzó

⁶ Fontosnak tartjuk ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy mint azt később látni fogjuk, azért is kialakulhat hiány, mert az adott ország külső forrásból valósít meg olyan beruházásokat, amelyek elősegítik a nagyobb gazdasági növekedést, és így a korábban felvett külföldi hitelek visszafizetését is.

kockázat-hozam relációkat figyelembe véve. Ugyanakkor érdemes azt is megjegyezni, hogy a források ki- vagy beáramlásában jelentős szerepe lehet a belföldi szektoroknak is. Például Magyarországon a külső adósság mérséklődése 2013–14 folyamán a belföldi szereplők (bankok és lakosság) egyre nagyobb mértékű állampapír-vásárlása mellett alakult ki, ami lehetővé tette az állam számára a korábban felhalmozott külső adósság törlesztését.

2. Elméleti áttekintés

Ebben a részben részletesebben is kifejtjük, hogy milyen különbségekkel jár egy gazdaság nyitottsága egy zárt gazdasághoz képest. Egy zárt gazdaság esetében az elkölthető jövedelem (Y) kizárólag a belföldön megtermelt javakból áll, illetve a jövedelmet kizárólag a belföldi felhasználásra – lakossági fogyasztásra (C), beruházásra (I) és kormányzati kiadásra (G) – fordíthatják:

$$Y = C + I + G \quad (1)$$

Mivel a megtakarítás (S) definíció szerint megegyezik a gazdaság fogyasztásra el nem költött jövedelmével, vagyis:

$$S = Y - C - G \quad (2)$$

ezért az is látható, hogy egy zárt gazdaság esetén a beruházások csak a gazdaság belső megtakarításaiból valósulhatnak meg:

$$I = S \quad (3)$$

Ezzel szemben egy nyitott gazdaságban, ahol a külkereskedelem lehetővé teszi az áruk kivitelét és behozatalát, a felhasználható jövedelmeket a külkereskedelmi egyenleg⁷($X-M$) is befolyásolja – másképp fogalmazva a rendelkezésre álló jövedelmet az exportból származó bevételek is bővítik, illetve a jövedelem külföldi termékekre is elkölthető, és így adódik, hogy:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (4)$$

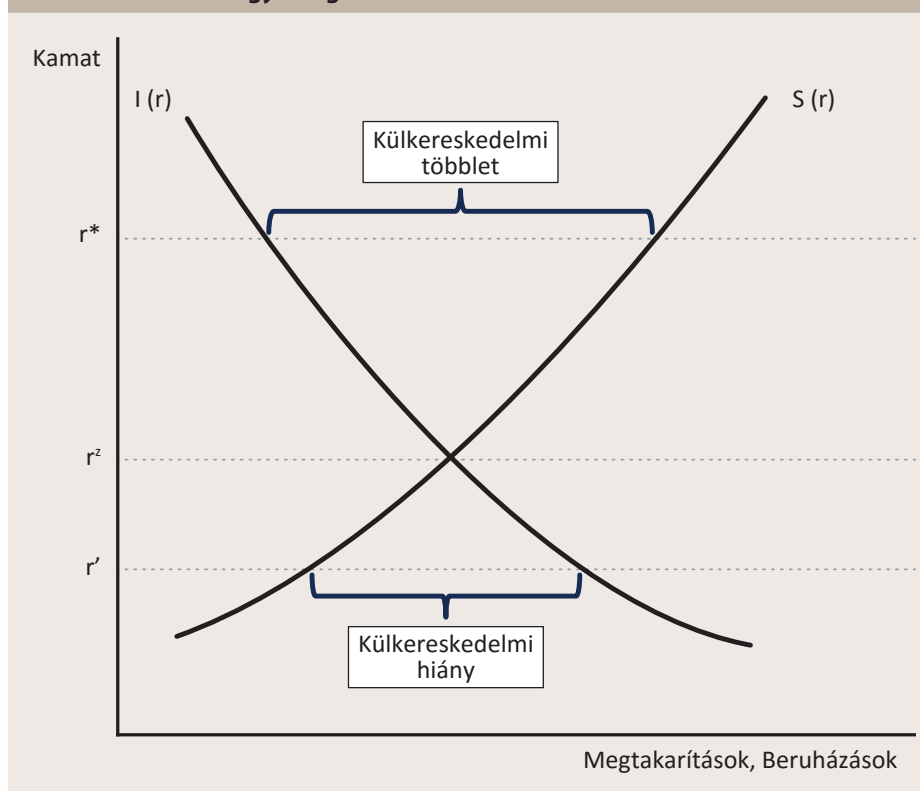
Egy kis nyitott gazdaságban a kamatláb alkalmazkodása miatt külkereskedelmi hiány vagy többlet fog kialakulni. Zárt gazdaságban az egyensúlyi kamatlábat az adott megtakarításból finanszírozható beruházások határozzák meg (r^*). Nyitott gazdaság esetén ugyanakkor a kamat alkalmazkodik a külső kamathoz, ami a zárt gazdaságban megvalósulóhoz képest eltérő beruházási szintet eredményezhet. A belföldi megtakarítástól eltérő beruházás az-

⁷ Ebben a részben az egyszerűség kedvéért azzal a feltételezéssel élünk, hogy a folyó fizetési mérleg csak a külkereskedelmi egyenlegből áll, a jövedelemegyenleg és transzferegenleg nagysága pedig elhanyagolható.

tán – a külső kamatnak a belföldi egyensúlyi kamathoz viszonyított eltérése alapján – külkereskedelmi többlethez vagy hiányhoz vezet. Ha a külső kamat alacsonyabb, mint a hazai (r'), akkor a magasabb beruházás miatt külkereskedelmi hiány, ha pedig magasabb (r^*), akkor külkereskedelmi többlet fog kialakulni.

2. ábra

A külkereskedelmi egyenleg alakulása különböző külső kamat mellett



Számos elmélet született arra vonatkozóan, hogy milyen tényezők vannak hatással a külkereskedelmi mérleg alakulására – ezek közül a következőkben az elaszticitási, az abszorpció, a monetáris, valamint az intertemporális megközelítést írjuk le. Mint azt korábban röviden már leírtuk, a külső egyensúly alakulásának szempontjából meghatározó külső finanszírozási képesség, illetve a folyó fizetési mérleg egyenlege több tétel (külkereskedelmi egyenleg, jövedelemegyenleg és transzferegyenleg) össze-

geként áll elő. A fizetési mérleggel kapcsolatos elméletek ugyanakkor általában elsősorban a külkereskedelmi egyenleg, mint a hazai és nem rezidens szereplők közötti gazdasági kapcsolat legjelentősebb elemének alakulására koncentrálnak, ami mögött két megfontolás is állhat. Egyrészt, ha az adott ország gazdasága nincs jelentősen eladósodva, akkor a jövedelemegyenlegen keresztüli forráskiáramlás nem ér el számottevő mértéket, míg a tőketranszferek nagysága jellemzően szintén nem jelentős nagyságú. Másrészt, a jövedelemáramlást döntően a múltban felépült kötelezettségállományok és az azokra fizetett kamat nagysága befolyásolja, aminek alakulására csak kisebb ráhatása van a gazdaságpolitikának, míg a transzferegyenleg még ennél is kisebb mértékben befolyásolható. A fizetésimérleg-elméletek pedig pont arra keresik a választ, hogy a nominális árfolyam leértékelése javít-e a külkereskedelmi egyenlegen, ami döntő fontossággal bírhat a gazdaságpolitikai döntéshozók számára. Érdekesnek tartjuk megemlíteni, hogy az első két elméletben a reálgazdasági változók, a külkereskedelem tételei számítanak autonóm tételnek, amihez alkalmazkodnak az ezeket finanszírozó tőkeáramlások, míg a monetáris megközelítésnél a tőkeáramlásokhoz alkalmazkodik a külkereskedelem. Érdekes azt is kiemelni, hogy az intertemporális megközelítés, a sztochasztikus általános egyensúlyi modellekhez áll közelebb, így komplexebb szemléletben vizsgálja a fizetési mérleg alakulását.

2.1. Elaszticitási elmélet

A fizetési mérleg elaszticitási elmélete azt mondja ki, hogy a leértékelésnek a külkereskedelmi mérleg egyenlegére gyakorolt hatása a termékek ár rugalmasságától függ. Az árfolyam leértékelése alapvetően azt eredményezi, hogy a termékek hazai pénznemben kifejezett ára nő.

- A kivitel esetében tehát az exportőrök bevétele ceteris paribus emelkedne, vagyis az adott vállalkozás csökkentheti a devizában kifejezett árait, ami az export volumenének növekedéséhez vezet normál javak esetén.⁸

⁸ Az elmélet azt feltételezi, hogy az exporttermékek esetében a kereslet változása nem hat az árakra, azok rögzítettek, és így a relatív árakat csak a nominális árfolyam tudja befolyásolni.

- A fenti gondolatmenethez hasonló következik be az importnál is, ahol azonban a termékek forintban kifejezett árának emelkedése miatti keresletcsökkenés mértéke mellett az is fontos, hogy az árhatás egyértelműen rontja a külkereskedelmi egyenleget, hiszen az importált termék forintban kifejezett ára emelkedik. Vagyis a külkereskedelmi egyenleget rontó árhatás és az azt javító volumenhatás együttes hatása az érdekes.

A leértékelődés fizetési mérlegre gyakorolt összesített hatását végső soron a Marshall–Lerner-feltétel mondja ki: eszerint a leértékelés akkor javítja a külkereskedelmi egyenlegét, ha az import- és az exportárak iránti keresleti ár rugalmasságok összege 1-nél nagyobb (feltéve, hogy közben a jövedelem nem változik). Vagyis az árfolyam változásának külkereskedelmi egyenlegre gyakorolt hatása az export és import árfolyamra való érzékenységtől függ. Az empirikus kutatások alapján úgy tűnik, hogy míg rövid távon a leértékelés akár ronthatja is a külkereskedelmi egyenleget, addig hosszabb távon az export és import rugalmasabban viselkedik, vagyis inkább teljesül a Marshall–Lerner-feltétel, amit J-görbe hatásnak is szoktak nevezni. Az időbeli csúszás hátterében több tényező is meghúzódhat: a fogyasztói szokások átalakulásához, illetve a termelés növeléséhez, az alacsonyabb árak érvényesüléséhez is idő szükséges (pass-through).

2.2. Abszorpció elmélet

A fizetési mérleg abszorpció elmélete azt mondja ki, hogy a leértékelés akkor javítja a külkereskedelmi egyenleget, ha jobban növeli a nemzeti jövedelmet, mint a belföldi felhasználást. Az elaszticitási elmélet egyik hátránya, hogy csupán a közvetlen hatásokra koncentrálva, az export és import különbségeként tekint a külkereskedelmi egyenlegre, és nem veszi figyelembe, hogy ezek változásával a gazdaság jövedelme, és így a belföldi felhasználás is változik. A közvetett hatások figyelembe vételének igényét elégíti ki az abszorpció elmélet, amely szerint a külkereskedelmi egyenleg a megtermelt és a felhasznált jövedelem, más néven abszorpció különbségével egyezik meg – ami természetesen végeredményében az elaszticitási elmülethez hasonló eredményt ad, hiszen, ha $Y = C + I + G + X - M$, akkor $X - M = Y - (C + I + G)$. Eszerint tehát a külkereskedelmi egyenleg változása attól

függ, hogy a leértékelés a nemzeti jövedelemre vagy a belföldi felhasználásra hat nagyobb mértékben (vagyis hogy az egyenlet jobb oldalán a jövedelmet, vagy a zárójelben szereplő tételeket változtatja-e nagyobb mértékben). Ennek eldöntéséhez segítséget jelent, ha megvizsgáljuk, hogy vajon a gazdaság teljes kapacitáskihasználtság mellett működik-e. Teljes foglalkoztatottság mellett ugyanis a jövedelem még leértékeléssel sem növelhető tovább, és így a külkereskedelmi egyenleg javítása az abszorpció csökkentését (például költségvetési kiadások csökkentését) igényli. Ha azonban a gazdaság korábban nem használta ki teljesen a kapacitásait, és így növelni tudja a termelést, akkor a leértékelődés hatásának elemzésekor az abszorpció hatás mellett a jövedelmi hatást is figyelembe kell venni.

2.3. Monetáris elmélet

A fizetési mérleg monetáris elmélete szerint a fizetési mérleg egyensúlytalansága a pénzpiac egyensúlytalanságából ered, és a külkereskedelmen keresztül nemzetközileg is kiegyenlítődik az árszínvonal. A monetáris elmélet szerint a külkereskedelmi egyenleg akkor mutat hiányt, ha a pénzkínálat meghaladja a pénzkeresletet. Ekkor ugyanis a többlet pénzkínálat a fogyasztás emelkedésén keresztül az import növekedése miatt, az áruegyenleg csökkenéséhez vezet. Továbbá az elmélet szerint az árfolyam leértékelése hosszabb távon nem hat a fizetési mérleg egyenlegére, mivel a gazdaságban az árszínvonal is emelkedik. A leértékelődést követően ugyan átmenetileg versenyképesebbé válnak a hazai termékek, aminek a hazai pénznem iránti kereslet növekedése, és így felértékelődési nyomás lesz a következménye. A felértékelődés elkerülése érdekében végrehajtott intervenció azonban a pénzkínálat növekedésével jár, ami pedig a belföldi kereslet növekedésén keresztül növeli az árszínvonalat is. Ennek következtében pedig megszűnik a leértékelődés során kialakult versenyelőny, vagyis a külkereskedelmi egyenleg javulása csak átmenetinek bizonyul. Összességében tehát van egy olyan automatizmus, amely egyensúlyba hozza a fizetési mérleget: a leértékelődés hatására tehát emelkedés lesz az árszínvonalban. Ez természetesen feltételezi a felértékelődés elkerülésére végrehajtott beavatkozást, aminek elmaradása a hazai pénznem felértékelésén keresztül is egyensúlyba hozza a fizetési mérleget.

2.4. A folyó fizetési mérleg intertemporális megközelítése

Az intertemporális döntések szerepe a fizetési mérleg többletéhez is vezethetnek, ez ugyanakkor a modellek alapján több tényező közös hatására alakulhat ki. Az intertemporális elmélet szerint a folyó fizetési mérleg egyenlege a pénz felhasználásának időbeli preferenciája alapján meghatározott megtakarítási-beruházási helyettesítési döntéseken alapul. Vagyis másképp megfogalmazva a folyó fizetési mérleg jelenlegi többlete a gazdaság jövőben megvalósuló beruházásait fogja növelni, és fordítva. Obstfeld–Rogoff (1994) levezetése szerint a folyó fizetési mérleg egyenlege több tényezőtől függ: az aktuális világgpiaci kamatláb, az egyensúlyi kamatláb, valamint a gazdaság felhalmozott megtakarításai/tartozásai, a kibocsátási rés, valamint a türelmetlenségi⁹ paraméter értéke. Másrésztől kiemelik, hogy az intertemporális fizetési mérleg elméletek lehetővé teszik a költségvetési korlátok dinamikus alkalmazkodását – vagyis egy hipotetikusan alacsony beruházási szintet a kormányzat költekezése, a jövőbeli fizetési mérleg többletéből finanszírozza, míg a jelenben eladósodik. Továbbá leírják, hogy az intertemporális fizetési mérleg modell és az együtt élő generációk modellének vegyítésével könnyebb megérteni, hogyan csökkenhet majd a jövőben pl. Japán fizetési mérlegének többlete.

Az összefüggések és főbb elméletek megismerése után a következő fejezetben áttérünk az elemzéseket támogató elméleti keretek megismerésére. Bemutatjuk, hogy milyen résztelelei vannak a fizetési mérlegnek, ezeket elemzési szempontból hogyan csoportosítjuk, és hogy ez a csoportosítás hogyan segít megérteni a fizetési mérlegben tükröződő gazdasági folyamatokat.

⁹ Számos modellben ez a paraméter ragadja meg, hogy a háztartások milyen átváltással hajlandóak a jelenlegi fogyasztásukat a jövőre elhalasztani.

3. Elemzési keretek

A külső egyensúly alakulása elemezhető a reálgazdaság oldaláról, a finanszírozás szerkezete alapján, valamint az egyes szektorok pénzügyi megtakarítása szerint is. A külső egyensúlyról alapvetően a fizetésimérleg-statisztika szolgáltat adatokat. A *reálgazdasági megközelítés (felülről számított finanszírozási képesség)* szerint a folyó fizetési és tőkemérlegben végső soron a jövedelem el nem költött része (illetve a jövedelmen felüli költekezés) tükröződik. Ezzel szemben a *finanszírozási (alulról számított) megközelítés* a fizetésimérleg-statisztika pénzügyi mérlegére támaszkodva azt mutatja meg, hogy a gazdaság milyen külföldi forrásból finanszírozta a jövedelmét meghaladó költekezést (külső finanszírozási igény esetén), illetve milyen külfölddel szembeni pénzügyi eszközökre fordította a megmaradó jövedelmét (finanszírozási képesség esetén). Emellett ugyanakkor a pénzügyi számlák között is megjelennek a külfölddel kapcsolatos pénzügyi tranzakciók. Ennek köszönhetően a külső egyensúly alakulása az egyes szektorok *pénzügyi megtakarításainak változása* segítségével is elemezhető (3. ábra). A nettó finanszírozási képesség végső soron a gazdaság szektorainál megtermelt jövedelem azon részét jelenti, amit nem költenek el fogyasztásra vagy felhalmozásra. Vagyis az egyes szektorok (háztartások, vállalatok, államháztartás¹⁰) nettó pénzügyi megtakarításait összeadva megkapjuk az ország nettó külső finanszírozási képességét – a pénzügyi megtakarításnak egy külön oktatási füzetet szentelünk, így a külső egyensúly ebből a szempontból történő elemzésére nem térünk ki.

A három megközelítés elvileg ugyanazt a finanszírozási képességet mutatja, a gyakorlatban ugyanakkor némi eltérés mutatkozik a különböző megközelítések között. A reálgazdasági folyamatok elvileg pontosan tükröződnek a finanszírozási folyamatokban is: ha például a folyó fizetési és tőkemérleg összege többletet mutat – ahogyan az az elmúlt években jellemző volt a magyar gazdaságra –, akkor az megjelenik a szektorok pozitív megta-

¹⁰ A pénzügyi vállalatok közül az MNB-t – jellegéből adódóan – az államháztartás részeként érdemes kezelni. A két szektor együtt kezelése jelentősen egyszerűsíti az elemzéseket, hiszen például az állam külföldi hitelfelvételek az MNB devizatartaléka emelkedik, vagyis az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külföldi pozíciója nem változik. Ennek megfelelően a továbbiakban államháztartás alatt általában az MNB-vel konszolidált államháztartást értjük.

karítási pozíciójában is, a pénzügyi mérleg pedig a források kiáramlását jelzi. A különböző szemléletből keletkező adatoknak tehát meg kellene egyezniük. Átmenetileg eltéréseket okozhat azonban, hogy az adatok több forrásból származnak (nem integrált adatforrások), a megfigyelés nem teljes körű, illetve az árfolyamok kezelése eltérő lehet (egy exporttermék értéke esetleg más átváltási árfolyamon kerül rögzítésre az egyik adatforrásban, mint a pénzmozgása kori értéke), ami a „Tévedések és kihagyások egyenlege” tételben jelenik meg. Fontos azonban tudnunk, hogy a reálgazdasági és finanszírozási folyamatok hosszabb távon hasonlóan alakulnak.

3. ábra

A külső finanszírozási képesség sematikus ábrája a különböző megközelítések szerint

	Reálgazdasági megközelítés			Megtakarítási megközelítés	Finanszírozási megközelítés	
Nettó külső finanszírozási képesség (folyó és tőkémérleg egyenlege)	Külkereskedelmi egyenleg	Folyó fizetési mérleg	Nettó külső finanszírozási képesség (nettó megtakarítói pozíció, külső forráskiáramlás)	Állam	Adósság változása	Állam
	Jövedelem-egyenleg			Lakosság		Bankrendszer
	Transzferek			Vállalat	Működőtőke (FDI)	Vállalat
	Tőkémérleg			Tévedések és kihagyások egyenlege		

Az ábra csak az egyes oszlopok összesen-jének egymáshoz való viszonyára utal, a sorok sorrendjének nincs jelentősége, illetve a tévedések és kihagyások egyenlegének helyzete is esetleges, és nem azt jelenti, hogy a finanszírozási megközelítés hibát tartalmaz.

Az összefüggésekkel kapcsolatban minden esetben fontos hangsúlyozni, hogy nem alkalmas ok-okozati viszonyok feltárására: a fizetési mérleg azonosságokon alapul. A fizetési mérleg egyik oldalán szereplő tételek automatikusan megjelennek a mérleg másik oldalán is, így a fizetési mérleg adatai alapján kirajzolódó folyamatoknak többféle értelmezése is helytálló lehet. Egyrészt, ha egy ország külkereskedelmi egyenlege hiányt mutat, akkor a jövedelmet meghaladó költsékezés miatt külső források bevonására, például külföldi hitelfelvételre van szükség. Másrészt viszont erre a folyamatra úgy is lehet tekinteni, hogy a külföldi hitelek felvétele növeli az elkölthető összjövedelmet, ami az addicionális fogyasztás és beruházás importvonzatán keresztül rontja a külkereskedelem egyenlegét.

A következőkben számba vesszük a fizetési mérleg elemzésének különböző megközelítéseit, és részletesebben bemutatjuk, hogy az egyes megközelítések alapján hogyan lehet értelmezni a fizetési mérleg adatait.

3.1. Reálgazdasági megközelítés

A reálgazdasági megközelítés szerint a gazdaság külső egyensúlyi többlete megegyezik a rendelkezésre álló jövedelem fogyasztásra vagy beruházásra fel nem használt részével. A fizetési mérleg egyenlegét, vagyis a folyó fizetési és tőkemérleg együttes egyenlegét – ami mint említettük elméletben megegyezik a pénzügyi mérleg egyenlegével – a gazdaság nettó finanszírozási képességének (NFK), vagy külső egyensúlyi többletének is nevezzük. A reálgazdasági megközelítésből számított nettó finanszírozási képesség, a gazdaság bruttó rendelkezésre álló jövedelmének (GNDI) a belföldi felhasználásra el nem költött része. A belföldön felhasználható jövedelmeket a tőkemérlegben szereplő tőketranszferek is befolyásolják.

$$\text{Nettó finanszírozási képesség} = \text{GNDI} + \text{tőketranszferek} - (C + I + G) \quad (5)$$

Ennek értelmében a nettó finanszírozási képesség azt jelenti, hogy az adott országban rendelkezésre álló jövedelmek meghaladják az országon belüli felhasználás mértékét, míg fordított esetben a gazdaság nettó finanszírozási igényéről szokás beszélni.

A nettó finanszírozási képesség reálgazdasági megközelítésű levezetéséhez felhasználhatjuk a rendelkezésre álló nemzeti jövedelem, illetve a nemzeti jövedelem egyenleteit:

$$GNDI = GDP + \text{nettó külföldi jövedelem} + \text{folyó transferek} \quad (6)$$

$$GDP = C + I + G + X - M \quad (7)$$

Az (5) (6) és (7) egyenletekből pedig adódik, a reálgazdasági megközelítés felírása is:

$$NKF = C + I + G + X - M + \text{nettó külföldi jövedelem} + \text{folyó transferek} + \text{tőketranszferek} - (C + I + G) \quad (8)$$

Ami leegyszerűsítve az alábbi összefüggést tartalmazza:

$$NFK = X - M + \underbrace{\text{jövedelmek} + \text{folyó transferek} + \text{tőketranszferek}}_{\text{folyó fizetési mérleg}} + \underbrace{\text{tőketranszferek}}_{\text{tőkemérleg}} \quad (9)$$

$$NFK = \text{folyó fizetési mérleg} + \text{tőkemérleg} \quad (10)$$

Vagyis egy ország nettó finanszírozási képessége annak külkereskedelmi egyenlegével, az elsődleges jövedelmek egyenlegével (a külfölddel kapcsolatos jövedelemutalások), a másodlagos jövedelmek egyenlegével (folyó viszonzatlan átutalások) és a tőketranszferek egyenlegének összegével egyenlő.

1. keretes írás

Gyakorlati példa egy tranzakció fizetési mérlegben történő megjelenésére I.

Érdekes lehet a reálgazdasági megközelítés és a fizetési mérleg egyenlegének kapcsolatát egy példán keresztül is szemléltetni, és közben megvizsgálni, hogy mi történik a gazdaság finanszírozási képességével. A reálgazdasági megközelítés szerint amikor egy vállalat exporttevékenységet végez, akkora külkereskedelmi egyenleg – a nettó export emelkedése miatt – bővül. Ez növeli a gazdaság nettó finanszírozási képességét is. Hasonlóképpen az adott vállalat exporttevékenysége a pénzügyi mérleget is emelni fogja, mivel a vállalatnak az exporttermék ellenértékével nő az elkölthető jövedelme és így látszik, hogy a két megközelítés azonos eredményre vezet, azonban ezt majd a pénzügyi mérleggel foglalkozó részben fejtjük ki.

A gazdaság nettó finanszírozási képessége a folyó fizetési és tőkemérleg együttes egyenlege. Mint azt az eddigiekből láthattuk a nettó finanszírozási képesség a folyó fizetési és tőkemérleg együttes egyenlegét jelenti. Általában a tőkemérleg egyenlege – főként a folyó fizetési mérleg egyenlegéhez képest – alacsony. Ugyanakkor Magyarország, illetve az Európai Unió országai esetében ennek mértéke nem elhanyagolható, ugyanis az EU-tól származó tőketranszfereket itt, a tőkemérlegen belül számolják el. Ez a transzfer pedig növeli a gazdaság rendelkezésre álló jövedelmét, és így finanszírozási képességét is befolyásolja (ld. (5) egyenlet). Vagyis például Magyarország esetében fontos, hogy a gazdaság külső finanszírozási képességének meghatározásakor ne feledkezzünk meg a tőkemérlegről, ugyanakkor ez nemzetközi szinten sok ország esetében nem jelentős.

A következőkben a külső finanszírozási képesség, vagyis a folyó fizetési és tőkemérleg különböző tételeit mutatjuk be részletesebben. Általában az IMF metodológiája alapján összeállított fizetésimérleg-adatok a folyó fizetési és tőkemérleget több tételre bontják fel. Ezek a statisztikák sorrendjében a következők (a fizetési mérleg statisztikákban történő megjelenését részletesebben a melléklet tartalmazza).

Folyó fizetési mérleg

- Külkereskedelmi egyenleg
 - Áruk
 - Szolgáltatások
- Elsődleges jövedelmek (ellenszolgáltatásokért kapott)
 - Munkavállalói jövedelmek
 - Befektetések jövedelmei
 - Egyéb elsődleges jövedelmek
- Másodlagos jövedelmek (viszonyzatlan átutalások)

Tőkemérleg

- Nem termelt nem pénzügyi javak forgalma
- Tőketranszfer

Az áruk és szolgáltatások között alapvetően a rezidensek és nem rezidensek közötti áru és szolgáltatások forgalmát veszik számba. Az áruk forgalmának mérését a Központi Statisztikai Hivatal végzi, részben a vámstatisztikai adatok alapján, részben pedig a nagyobb vállalatok külkereskedelemre vonatkozó egyéni jelentései alapján. A külkereskedelem értékét a fizetési mérleg az exportáló ország határán vett értéken számolja el. Az ezekből származó adatokat azonban az MNB az áfarezidensekhez kapcsolódó korrekció mértékével módosítja.¹¹ Az üzleti szolgáltatásokra vonatkozó adatok forrása a KSH vállalati kérdőíves felmérése, az idegenforgalomra vonatkozó adatok pedig a KSH hátforgalmi megkérdezéseiből származnak. Az ezen kívül eső szolgáltatások adatforrása a vállalatok jelentéseiből összeállított statisztikák. Összefoglalva tehát a külkereskedelmi egyenlegben szerepelnek például a vállalatok áruexportja és importja, valamint a külföldiek által belföldön igénybevett szállás-szolgáltatások is.

Az *elsődleges jövedelmek* szintén több altételből tevődnek össze. Egyrészt tartalmazza a belföldön dolgozó külföldiek, és a külföldön dolgozó rezidensek (vagyis a kevesebb mint egy évig ott tartózkodó, életvitelszerűen nem ott élő munkavállalók) *bruttó munkajövedelmeit*. Ezzel kapcsolatban érdemes megemlíteni, hogy az egy évnél hosszabb ideig (életvitelszerűen) külföldön tartózkodókat a fizetési mérleg külföldi rezidenseknek tekinti, és az általuk hazautalt jövedelmeket a viszonzatlan átutalások (másodlagos jövedelmek) között tartja számon. Másrészt tartalmazza a *befektetések jövedelmeit*, amiben a tulajdonrészek után kapott osztalékok, valamint a nyújtott és kapott hitelek fizetett kamatai is szerepelnek. Ezek mérése a kamatjövedelmek esetében a pénzügyi vállalkozások tekintetében tényadatok alapján történik, míg egyéb nem pénzügyi vállalatok esetében becsléseken alapul. A közvetlentőke-befektetések jövedelmei a társasági adóbevallások beérkezéséig becsléseken alapul, amiket a tényadatok váltanak fel. Végül pedig az *egyéb elsődleges jövedelmeket*, ami a korábbi módszertan szerint (2014 júniusa előtt Magyarország fizetési mérlegére vonatkozó statisztikái az IMF által kialakított BPM 5-ös módszertan szerint kerültek összeállításra, amit 2014 júniusától a nemzetközi módszertani váltással összhangban a BPM 6 váltott fel) a folyó viszonzatlan átutalások

¹¹ Részletesebben lásd: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_statkozlemeny/mnbhu_fizetesi_merleg/fizm08q2_hu.pdf

között szerepelt, főként a termék- és termelési adókat, támogatásokat, illetve bérleti díjakat tartalmazza.

A *másodlagos jövedelmek* a folyó viszonzatlan átutalásokat tartalmazzák: ezek olyan tételek, amelyek egyoldalú átutalásnak számítanak – vagyis a pénzforgalommal szemben nem keletkezik valamilyen más természetű követelés. Megnöveli a fogadó fél rendelkezésre álló jövedelmét, míg a „küldő” elkölthető jövedelmét csökkenti. Ennek a tételnek a legjelentősebb része az EU-transzfer. Itt kerülnek elszámolásra továbbá az államháztartás EU-költségvetésbe történő befizetései, míg ezt több mint ellensúlyozzák a szociális alapból, valamint a mezőgazdasági alap garancia szekciójából származó utalások. Ezeken kívül itt számolják el a nem rezidensek tőkebefektetéseire kapott osztalékok után befizetendő adókat is.

A tőkemérlegben a *nem termelt nem pénzügyi javak forgalma* alapvetően szerzői jogok adás-vételéből származó jövedelmek elszámolását, és a nagy értékű örökségeket, valamint a katasztrófák után fellépő kárigényeket tartalmazza, míg a *tőketranszfer* Magyarország esetében szinte teljes mértékben az EU-tól kapott tőketranszferekből áll.

Az MNB különböző kiadványaiban ezeket a tételeket kismértékben másként kezeli, egyes tételeket összevon, míg más tételeket az értelmezhetőség kedvéért másként nevez. Így az MNB által készített elemzésekben az alábbi kategóriákkal lehet találkozni.

- Áru- és szolgáltatásegyenleg
- Jövedelemegyenleg
- Transzferegyenleg

Áru- és szolgáltatásegyenleg néven a folyó fizetési mérleg azonos elnevezésű tételét mutatjuk be, így ez teljes mértékben megegyezik a hivatalos statisztikák által bemutatottal.

A *jövedelemegyenlegben* az elemzési szempontokat figyelembe véve kissé eltérünk a hivatalos statisztikáktól: itt csak az elsődleges jövedelmeket vesszük figyelembe az egyéb elsődleges jövedelmek kivételével, mivel a másodlagos jövedelmek és az egyéb elsődleges jövedelmek alapvetően viszonzatlan át-

utalások, és a transzferegynlegben számoljuk el – ugyanis ezen jövedelmek döntő része EU-transzfereket tartalmaz, ami közgazdaságilag a tőkemérleghez hasonlóan a transzferekhez hasonlóan viszonzatlan átutalást jelent.

A *transzferegynlegben* az egyéb elsődleges és másodlagos jövedelmek mellett a tőkemérleg egyenlegét szerepeltetjük, mivel az szinte kizárólag a tőketranszferekből áll, a nem termelt nem pénzügyi javak forgalma általában elhanyagolható a fizetési mérleg más tételeinek egyenlegéhez képest.¹²

2. keretes írás

Az EU-transzferek elszámolása a fizetési mérlegben

Az eredményszemlélet alkalmazása miatt az EU-transzferek fizetési mérlegben szereplő összegei eltérhetnek a pénzforgalmi szemlélet alapján vizsgált, a devizatartalék nagyságát befolyásoló átutalásoktól – ugyanakkor a hosszabb távú folyamatok hasonló képet mutatnak. A fizetési mérleg eredményszemléletű statisztika, ezért a benne szereplő adatok általában nem egyeznek meg a pénzforgalmi adatokkal. Ugyanez tükröződik az Európai Bizottságtól származó transzferek elszámolásában is. Míg a pénzforgalmi szemléletben azt láthatjuk, hogy adott időszakban mekkora összeg kerül átutalásra, addig az eredményszemléletű megközelítés arra enged következtetni, hogy mekkora összegben kerültek felhasználásra a transzferek. A 4. ábrán látható Magyarország négy negyedéves transzferfelhasználása, és a transzferek négy negyedéves átutalása. A transzferek felhasználásában és átutalásában is bővülést lehet megfigyelni, ugyanakkor bizonyos időszakokban a két tétel jelentősen eltért egymástól. Például 2008-ban látható, hogy az átutalt transzferek értéke jelentősen meghaladta a felhasználást, míg 2010-ben és 2013-ban a felhasználás haladta meg jelentősen a pénzforgalmi átutalások összegét.

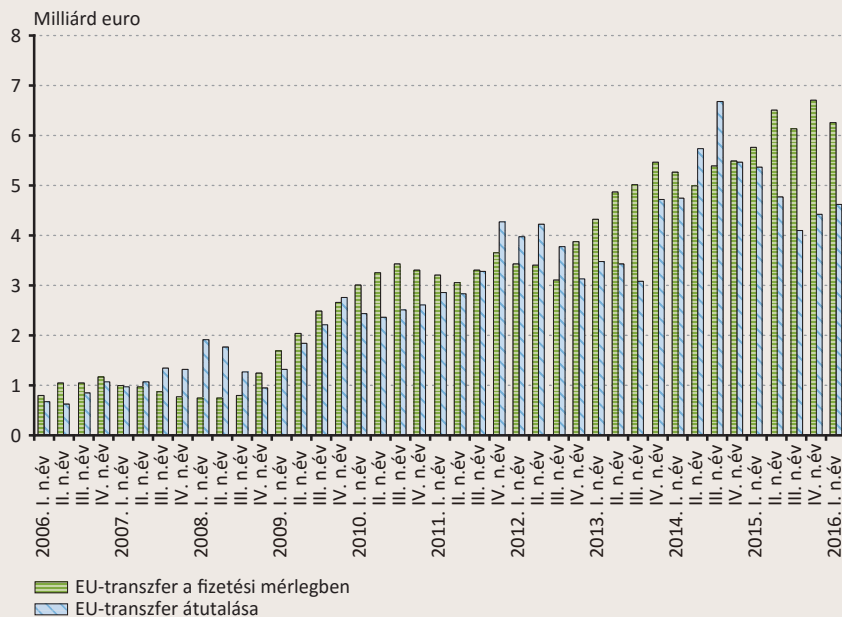
Az EU-transzferek átutalásának és felhasználásának elkülönülése az EU-projektek sajátos előfinanszírozásából is fakad. A már átutalt, de fel nem használt EU-transzferek egy elszámolási számlára kerülnek. Így habár adminisztrációs okokból előfordulhat, hogy rövidebb ideig fennakadások mutatkoznak az EU-transzferek átutalásában, a korábban már átutalt, de még fel nem használt EU-transzferek biztosíthatják a megítélt támogatások felhasználásának folytonosságát.

¹² A pontos levezetésért lásd a *Magyarország fizetésimérleg- és külfölddel szembeni befektetéspozíció-statisztikái, 2012* című MNB-kiadványt.

4. ábra

Az eredmény- és pénzforgalmi szemléletű EU-transzfer alakulása

(négy negyedéves érték)



3.2. Finanszírozási megközelítés

A fizetési mérleg elemzésének másik lehetséges módja a pénzügyi mérleg vizsgálata, amelyben a reálgazdasági tranzakciók pénzügyi vonzata tükröződik. A pénzügyi mérleg a rezidensek külfölddel végzett tranzakcióinak pénzügyi műveleteit tartalmazza. A pénzügyi mérleg tételeit először szintén a hivatalos statisztikák alapján mutatjuk most be, majd ezt követően kitérünk arra is, hogy elemzéseinkben hogyan szoktuk a pénzügyi mérleg egyes tételeit csoportosítani.

Pénzügyi mérleg

- Közvetlentőke-befektetések
 - Részesedések
 - Adósság típusú instrumentumok

- Portfólióbefektetések
 - Részvény és befektetési jegy
 - Hitelviszonyt megtestesítő értékpapír
- Pénzügyi derivatívák
- Egyéb befektetések
- Tartalékeszközök

3. keretes írás

Gyakorlati példák egy tranzakció fizetési mérlegben történő megjelenésére II.

A legszemléletesebben úgy érthetjük meg a finanszírozási megközelítést, illetve a reálgazdasági megközelítéshez való viszonyát, hogy ha felidézzük a vállalati exportról szóló korábban alkalmazott példánkat, és megvizsgáljuk annak hatását a pénzügyi mérlegre. Amennyiben tehát azt feltételeztük, hogy egy belföldi vállalat exporttevékenységet végez, annak hatására a külkereskedelmi egyenleg emelkedésén keresztül nő a gazdaság nettó finanszírozási képessége. Ennek tükröképét találhatjuk meg a pénzügyi mérlegben is, hiszen a vállalat exportbevétele növeli a vállalat külföldi pénzügyi eszközeit (mivel exporttevékenységről van szó, ezért feltételezzük, hogy a vállalat az export ellenértékét devizában kapja), így a vállalat külfölddel szembeni követelése emelkednek, ami a pénzügyi mérlegben is emeli a gazdaság nettó finanszírozási képességét. Vagyis míg reálgazdasági oldalról a nettó export bővülése, addig a pénzügyi mérleg oldalán a külföldi pénzügyi eszközök változásában tükröződik a gazdaság magasabb külső egyensúlyi többlete (esetleg a külföldi pénzügyi források csökkenésében, amennyiben a vállalat az exportért kapott jövedelmet korábban felvett külföldi hiteleinek törlesztésére fordítja).

Elképzelhetjük azt is, hogy mi történik olyan esetben, amikor egy háztartás külföldről vásárol meg egy terméket – pl. egy online áruházon keresztül. Ebben az esetben az áru értékével nő a gazdaság importja, ami rontja a fizetési mérleg reálgazdasági megközelítésből számított egyenlegét. Másrészt a háztartás – feltételezve, hogy így fizeti ki a termék vételárát – bankjánál vezetett számlájának egyenlegét csökkenti a megvásárolt termék árával. Feltéve, hogy a háztartás forint számlával rendelkezik, a devizát bankja biztosítja számára, amit átutal az eladó számlájára. Szigorúan a fizetési mérleg szemszögéből ez azzal fog járni, hogy a bankrendszer külfölddel szembeni (egyéb) követelése lecsökken a kifizetett termék árával, ami ezzel megegyező mértékben csökkenti a fizetési mérleg finanszírozási megközelítésből számított egyenlegét.

De tekinthetjük az állam által kibocsátott devizakötvény hatását is a fizetési mérleg egyenlegére. A devizakötvényeket – Magyarországon – jellemzően és legnagyobb

részben külföldi befektetők szokták megvásárolni. Így egy devizakötvény kibocsátása növeli a belföld (szektor szintjén az állam) portfóliótartozásait, és így forrásbeáramlást jelent. Ugyanakkor mivel a tartozás emelkedésének mértékével nő a konszolidált állam (ami alatt az állam és MNB közös pozícióját értjük) külfölddel szembeni követeléseinek is a mértéke. Ugyanis a devizakötvény-kibocsátásból befolyó deviza külfölddel szembeni követelést testesít meg – így a devizakötvény-kibocsátásnak önmagában nincs hatása a fizetési mérleg egyenlegére: növeli a külföldről származó bruttó tartozást és a külfölddel szembeni bruttó követelést is. Vagyis a tranzakciónak nincs hatása a nettó finanszírozási képességre sem – ez ugyanakkor nem feltétlenül lenne igaz, ha az államadósságot vizsgálnánk.

A *közvetlentőke-befektetések* között a nem rezidensek olyan belföldi (illetve a rezidensek olyan külföldi) befektetéseit számolják el, aminek alapvető célja egy vállalatban a szavazati erőben való meghatározó és tartós részvétel. Ide tartoznak ugyanakkor a társvállalatok 10 százalék feletti szavazati erőt jelentő befektetése is. A közvetlentőke-befektetéseknek két fontos alkategóriáját szoktuk megkülönböztetni. Egyrészt tartalmazza a részesedéseket, másrészt az adósság típusú instrumentumokat. A részesedések a statisztikákban tovább bonthatók részvény és egyéb részesedésekre, valamint megtermelt és újrabefektetett jövedelmekre. Az adósság típusú instrumentumok között számolják el a tulajdonosoktól származó hiteleket, amik habár szigorúan véve adósságot jelentenek, ugyanakkor a gyakorlatban nagyon sok tulajdonságukban a részesedés jellegű forrásokra hasonlítanak.

4. keretes írás

A tulajdonosi hitelek elszámolásáról

Mivel a tulajdonosi hitel több tulajdonsága is arra utal, hogy a vállalatok nem úgy tekintenek rá, mint egy adósság jellegű forrásra, ezért közgazdasági megfontolásokból a nem adósság jellegű források közé soroljuk. Mint az a fenti felsorolásból is kitűnik, a statisztikákban a közvetlentőke-befektetések között szereplő adósság típusú instrumentumokat a nem adósság jellegű források közé soroljuk. Ide főként a multinacionális vállalatokon belüli anya-leányvállalat közötti hitelek tartoznak. A tulajdonosi hitelek révén általában a piaci kondícióktól eltérő, attól általában kedvezőbb feltételekkel juthatnak forráshoz a vállalatok, ami részben a kisebb part-

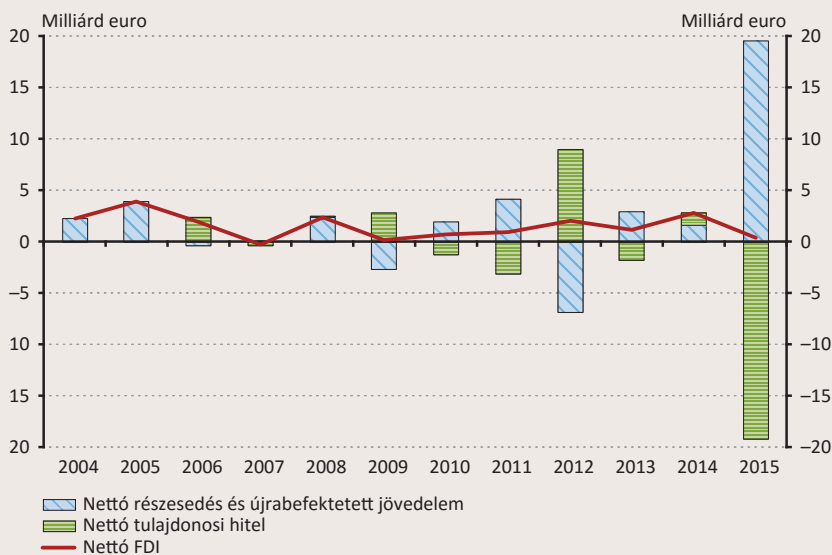
nerkockázattal is magyarázható. Annak ellenére, hogy ez a korábbi értelmezésünk alapján adósság jellegű forrásnak számítana, közgazdasági megfontolásokból az MNB mégis nem adósság jellegű forrásként tekint rá – a tulajdonosi hitelnek ugyanis jelentősen kisebb a megújítási, kamat- és árfolyamkockázata, mint egy átlagos külföldről felvett piaci hitelé. Azt is érdemes megemlíteni, hogy az utóbbi időben a külföldi elemzők is kezdik leválasztani a külső adósságról a tulajdonosi hiteleket.

A részesedések és az adósság típusú instrumentumok közötti elmozdulásokból is arra lehet következtetni, hogy a két forrásra hasonlóként tekintenek a vállalatok. Továbbá a tulajdonosi hitelek közvetlentőke-befektetések között történő elszámolását az adatok is alátámasztják. Ugyanis az elmúlt években azt figyeltük meg, hogy a közvetlentőke-befektetéseken belül az adósság típusú instrumentumok és részesedések között szinte helyettesítő kapcsolat áll fenn. Vagyis a tulajdonosi hitelek változása nem más adósság típusú instrumentum változásával járt együtt, hanem a közvetlentőke-befektetések ellentétes irányú elmozdulásával. Ez is arra utal, hogy a vállalatok a két forrástípust hasonlóknak/egymás helyettesítőinek tekinthetik.

5. ábra

A tulajdonosi hitel és az FDI alakulása

(négy negyedéves tranzakciók)



A *portfólióbefektetések* között a szervezett és egyéb pénzügyi piacokon forgalmazott pénzügyi instrumentumokban vásárolt befektetéseket számolják el. Ennek is két nagyobb alkategóriáját érdemes megemlíteni: egyrészt a részvényeket és befektetési jegyeket (itt szerepelnek tehát a külföldi részvénytőzsdéken szerzett kisebb részesedések, illetve a külföldi befektetési alapokban történő befektetések), másrészt a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat (ami alatt főként a kötvényekben történő befektetésekre érdemes gondolni).

A *pénzügyi derivatívák* között számolják el a különböző határidős (pl. határidős kamatügyletek, swap ügyletek) és opciós ügyleteket is.

Az *egyéb befektetések* között számolják el mindazokat a befektetéseket, amik a fenti kategóriákba nem sorolhatók be, és nem része a tartalékoknak. Ebben a kategóriában számolják el többek között a betéteket, kereskedelmi és egyéb hiteleket, biztosításokat és garanciákat is. Itt számolták el például a Magyarországon által a nemzetközi szervezetektől 2008-ban felvett hiteleket is.

A *tartalékeszközök* között a monetáris hatóságok nemzetközi tartalékainak változását, vagyis a devizatartalékok változását számolják el. Ezek azok az eszközök, amik egy esetleges fizetési mérleg, vagy devizaválság esetén a monetáris intézmények rendelkezésére állnak, a feszültségek és problémák enyhítésére, illetve az állam finanszírozásához kapcsolódó devizaigény fedezésére is szolgálnak.

A pénzügyi mérleg tételeit az MNB elemzései alapvetően három fő kategóriába szokták sorolni: adósság típusú források, nem adósság jellegű források és derivatív források. A reálgazdasági oldalhoz hasonlóan, elemzési szempontokból a pénzügyi mérleg tételeit is a hivatalos statisztikától némileg eltérő bontásban vizsgáljuk. A felsorolt tételeket alapvetően a hivatalos statisztika szerinti besorolással együtt aszerint különböztetjük meg, hogy adósság jellegű forrásokat, derivatív forrásokat, vagy nem adósság jellegű forrásokat testesítenek meg. Adósság jellegű forrásoknak azokat a tételeket tekintjük, amelyekhez törlesztési kötelezettségtársul (kivéve a tulajdonosi hiteleket), míg a nem adósság jellegű források általában részesedéshez, részvényekhez vagy befektetési jegyekhez kötődnek. Ennek megfelelően a pénzügyi mérleg tételeit az alábbi kategóriákba szoktuk sorolni:

- *nem adósság jellegű finanszírozás*: ide soroljuk a közvetlentőke-befektetéseket (részesedés jellegű források és adósság típusú instrumentumok – erről részletesebben lásd a tulajdonosi hitelekéről szóló keretes írást), valamint a portfólióbefektetések közül a részvényekben és befektetési jegyekben megvalósuló finanszírozást;
- *adósság jellegű finanszírozás*: ide soroljuk az egyéb befektetéseket (a külföldi hiteleket, illetve ideértve a magyar bankok anyabankoktól kapott forrásait),¹³ a portfólióbefektetések közül pedig a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat, valamint a tartalékeszközök változását (mint az egyik legjelentősebb külfölddel szembeni követelést, ami jellemzően magas hitelminősítésű államkötvényekbe van fektetve¹⁴);
- *derivatív eszközök*: idetartoznak a határidős típusú (kamatswapok, a határidős kamatmegállapodások és a különböző határidős devizaügyletek), illetve az opció típusú származékos ügyletek.¹⁵

3.3. A két megközelítés együttmozgása, illetve a köztük levő különbség

A fizetési mérlegben a kettős könyvelés elve alapján két tételben rögzítik az adatokat, így elméletben a fizetési mérleg egyenlege a két különböző megközelítés szerint mindig megegyezik. Mint az a korábban bemutatott – vállalati exporttevékenység hatásait leíró – példából is látszott, a fizetési mérleg a kettős könyvelés elve alapján épül fel. Vagyis minden tranzakció a fizetési mérleg két sorában jelenik meg, és ezzel – amennyiben a két tétel egyrészről a folyó- és tőkemérlegben másrészről a pénzügyi mérlegben is szerepel – a fizetési mérleg egyenlegét módosítják. Ez azt is jelenti például, hogy egy vállalat exporttevékenysége megváltoztatja a folyó fizetési mérleg egyenlegét, amivel párhuzamosan ennek a tranzakciónak a „párja” a pénzügyi

¹³ A pénzügyi vállalkozásoknál a tulajdonostól kapott hitelről nem lehet egyértelműen eldönteni, hogy tulajdonosi hitel vagy egyszerű bankhitel, ezért a statisztikai módszertan teljes mértékben a bankhitelek között számolja el.

¹⁴ MNB, Éves jelentés 2014.

¹⁵ A pénzügyi derivatívákat nem tekintjük adósságnak, mivel ezekhez az eszközökhöz nem kapcsolódik törlesztési kötelezettség, illetve kamatjövedelem sem keletkezik rajtuk. Bővebben lásd a „*Magyarország fizetési mérleg- és külfölddel szembeni befektetéspozíció-statisztikái, 2012*” című MNB-kiadványt.

mérlegben is megjelenik: vagyis a fizetési mérleg két oldala azonos mértékben változik meg. Előfordulhat ugyanakkor olyan eset is, amikor mindkét tétel a pénzügyi mérlegben szerepel, de ellentétes előjellel.

5. keretes írás

Gyakorlati példa egy tranzakció fizetési mérlegben történő megjelenésére III.

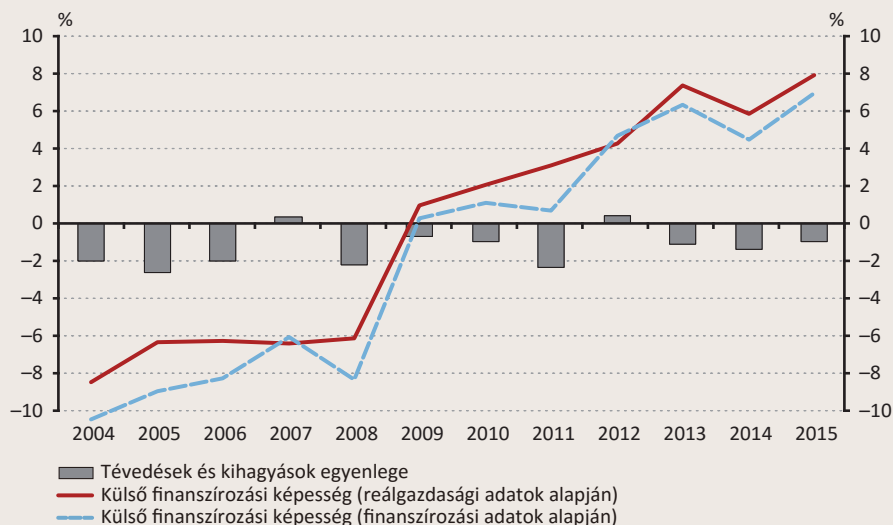
Például a fizetési mérleg egyenlegére semleges tranzakció lehet az is, ha egy vállalat külföldi hitelét külföldiek által megvásárolt részvényekből fizeti vissza. Ebben az esetben a külföldi hitel visszafizetése az egyéb tőkebefektetéseken forráskiáramlást, míg a külföldiek részvényvásárlása a portfólióbefektetéseken forrásbeáramlást jelentene. Mivel a két tranzakció mértéke megegyezik egymással, ezért az ügylet a fizetési mérleg egyenlegére semleges lenne.

Az eltérő adatforrások, időbeli, valamint elszámolásbeli eltérései miatt a fizetési mérleg egyenlege a különböző megközelítések szerint rövid távon eltérő lehet, azonban hosszú távon a két megközelítés hasonló képet mutat. A fizetési mérleggel kapcsolatban érdemes azt is megemlíteni, hogy az egyes lábakon elkönyvelt tételek nem feltétlenül egyeznek meg egymással. Ez annak következménye, hogy a fizetési mérleg eltérő adatbázisokból áll össze (mint azt korábban jeleztük a pl. a reálgazdasági egyenleg jelentős része a KSH-tól származik, míg a pénzügyi mérleg adatait jelentős részben közvetlenül az MNB gyűjti). Így az időben, valamint esetleg értékelésben is különböző adatforrások miatt – a fizetési mérleg két oldala csak elméletben egyezik meg. A gyakorlatban a két egyenleg közötti egyensúlyt a Tévedések és kihagyások egyenlege (Net errors and omissions, NEO) teremti meg. Fontos ugyanakkor megjegyeznünk azt, hogy míg rövid távon a két egyenleg eltérhet egymástól, addig hosszú távon nagyon hasonlóan alakulnak.

6. ábra

A fizetési mérleg egyenlegének alakulása különböző megközelítések szerint

(GDP-arányos értékek)



6. keretes írás

A BPM6 változásai

A fizetési mérleg új módszertana szerint a pénzügyi mérleg előjele megegyezik a folyó fizetési és tőkemérleg egyenlegének előjelével. Mint azt korábban megjegyeztük, a fizetési mérleg statisztikák 2014 júniusában megújultak Magyarországon és az EU legnagyobb részén, és a korábbi BPM 5 módszertant a legújabb BPM 6 váltotta fel. Az új módszertan több változást is okozott a statisztikákban, amelyek közül az egyik legfontosabb változás a pénzügyi mérleg egyenlegét érintette. Korábban a folyó fizetési és tőkemérleg együttes egyenlegéhez a pénzügyi mérleg egyenlegét adva nullát kaptunk (egész pontosan a fizetési mérleg hibáját), ami azt is jelentette, hogy a forrásbeáramlás a mérleg két oldalán ellentétes előjellel szerepelt. Például míg a források beáramlása a reálgazdasági oldalról számított finanszírozási képesség negatív előjelével járt együtt, addig a pénzügyi mérlegnél a források beáramlása az egyenleg pozitív előjelét vonta maga után. Ezzel szemben az új módszertanban a folyó fizetési és tőkemérleg együttes egyenleg megegyezik a pénzügyi mérleg egyenlegével. Ezáltal jóval könnyebbé válik a fizetési mérleg adatainak elemzése, mivel ezentúl a források beáramlását mindkét oldal egyenlegének negatív előjele jelzi.

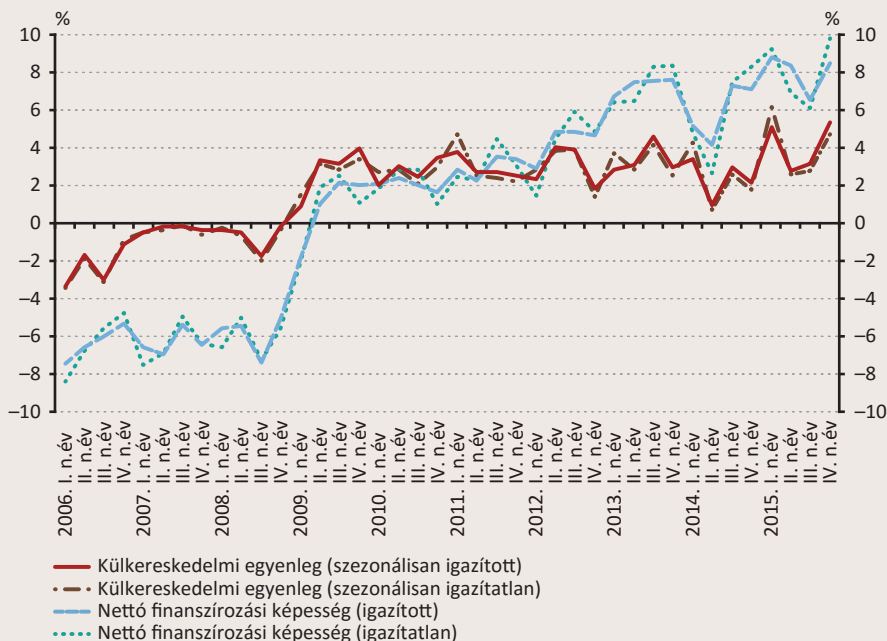
3.4. A fizetési mérleg adatainak elemzésre történő előkészítése

A fizetési mérleg adatait a reálgazdasági megközelítés esetén érdemes szezonálisan igazítani. A reálgazdasági megközelítés egyes tételeit és annak egyenlegét érdemes szezonálisan igazítani, ugyanis pl. az áruk, vagy szolgáltatások egyenlegére a szezonálisjelentős hatással van. Ez azért nagyon fontos, mert számos olyan eset fordult elő, amikor a szezonálisan igazított, és az igazítatlan adat – a negyedév szezonális hatásai miatt – a gazdaság folyamatainak eltérő alakulását mutatta. Ez többek között arra vezethető vissza, hogy a mezőgazdasági termények jelentős részét a nyári/őszi hónapok során exportálják. Ugyanakkor érdemes azt is megemlíteni a válságot követően a gazdaság ágazatainak átsúlyozódása – az elektronika visszaszorulása, és az autóipar hangsúlyosabbá válása, az eltérő szezonális hatásuk miatt – a gazdasági folyamatok szezonálisára is hatással volt. A szolgáltatások között a turizmus/ vendéglátás forgalmára gondolva, egyértelműnek tűnik, hogy a szezonálisan igazítatlan adatok vizsgálata roppant félrevezető lehet. Ezzel szemben a szezonális igazítással az alapfolyamatok változásait tudjuk megfigyelni és elemezni. Előfordulhat olyan eset is, hogy a szezonális igazítást valamilyen ok miatt (például túl rövid idősor) nem lehet előállítani. Ilyen esetben általában négy negyedéves kumulált mutatókat szoktunk vizsgálni. Ennek megvan az az előnye a nyers negyedéves adatokkal szemben, hogy kiszűri a szezonális hatását, azonban hátránya, hogy az utolsó negyedév adattartalmát mérsékli a másik három negyedév, így a legfrissebb negyedévről csak korlátozott állítások fogalmazhatók meg. Valójában ilyen esetben azt vizsgáljuk, hogy a kérdéses negyedév adata milyen mértékben tér el az előző év azonos negyedévének adatától – vagyis a szezonálisan azonos faktorral rendelkező negyedévtől. Érdemes továbbá azt is kiemelni, hogy a fizetési mérlegek adatait – különösképpen nemzetközi összehasonlításokban – érdemes az adott gazdaságok méretéhez, általában a GDP-hez viszonyítani.

7. ábra

A szezonálisan igazítatlan és igazított finanszírozási képesség és külkereskedelem alakulása

(a GDP arányában)



A finanszírozási megközelítés adatainak nincs szezonalitása, annak mértéke ugyanis a tőkeáramlásoktól függ. A pénzügyi mérleg adatainak jellemzően nincs szezonalitása, szemben a reálgazdasági adatokkal. Ugyanakkor vannak bizonyos altételei a pénzügyi mérlegnek, amik esetében jelentős és stabil szezonalitást figyelhetünk meg: ilyen például az újrabefektetett jövedelmek. A vállalatok eredménye az év során folyamatosan termelődik, ami mielőtt kifizetésre kerülne a nem rezidens befektetők számára, újrabefektetett jövedelemként növeli a külföldiek magyarországi tőkebefektetéseit – vagyis egy fokozatos forrásbeáramláshoz vezet. A kifizetendő osztalékokról jellemzően a II. negyedév során döntenek a vállalatok, így ehhez az időszakhoz szokott kötődni a nem rezidensek profit repatriálása, ami az újrabefektetett jövedelmek csökkenésével (kiugró osztalékok kifizetésekor akár a részvénybefektetések mérséklődésével) is együtt jár.

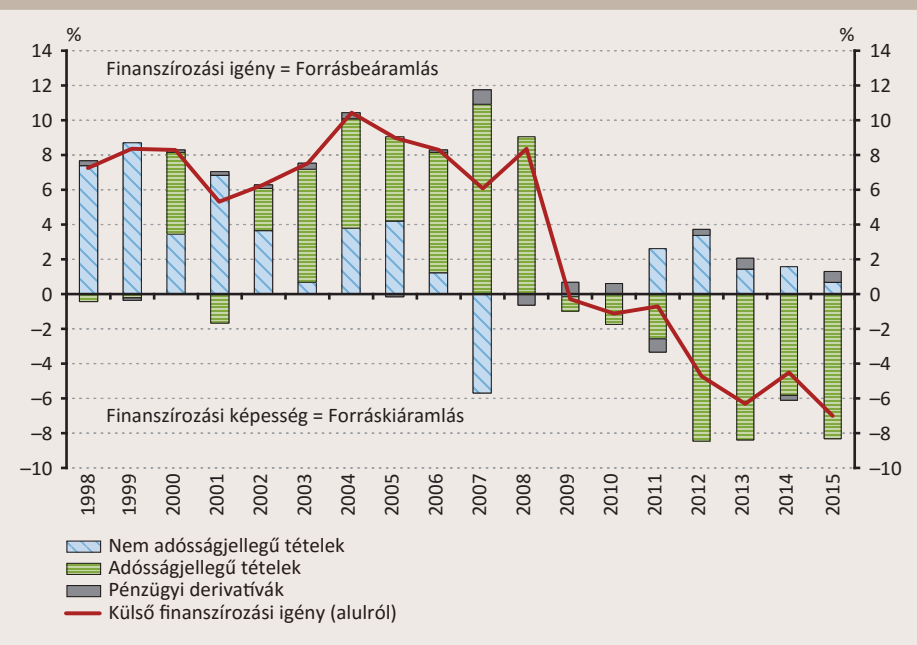
Az eleméleti és elemzési keretek, valamint a fizetési mérleg tételeinek ismertetében, a következő fejezetben néhány példát fogunk hozni fizetésimérleg-váltságotra, valamint felsoroljuk a nemzetközi gazdaságtan néhány „rejtélyét” is, amit igyekszünk a fizetési mérleg szemszögéből megközelíteni.

4. Esettanulmányok

4.1. A 2008-as válság hatása Magyarországon

A 2008-as pénzügyi válság kitörése előtt a magyar gazdaságot a fizetési mérleg jelentős hiánya jellemezte – míg azonban a 2000-es évek elején ezt főleg FDI-beáramlás finanszírozta, a válság előtti években egyre inkább a külföldi eladósodás volt jellemző. Magyarország folyó fizetési mérlege a válság előtt a felzárkózó gazdaságokhoz hasonlóan nagymértékű hiányt mutatott, hiszen a gazdasági átalakulás és a viszonylag tőkehiányos gazdasági környezet miatt a hazai megtakarítások által megvalósíthatónál nagyobb mértékű beruházásra volt igény. Emellett a likviditási korlátok oldódása miatt erősödő hitelfelvétel a fogyasztás jövedelmet meghaladó bővülését is lehetővé tette. A fentiekből adódó külkereskedelmi hiány forrását először a külföldi gazdasági szereplők működőtőke-befektetései, majd a lakossági devizahitelezés felfutásával párhuzamosan egyre növekvő mértékben külföldi hitelek biztosították (8. ábra). A külföldiek magyarországi részesedéseinek keletkezett profit és a külföldi hitelekre fizetett kamat pedig a külkereskedelmi hiánya mellett a jövedelemegyenleg hiányán keresztül tovább rontotta a magyar gazdaság folyó fizetési mérlegét. A külföldről felvett hitelek (amiket a bankrendszer devizahitelek formájában csatornázott a lakosságnak) egyre nagyobb részét fordították fogyasztásra, vagyis nem a potenciális növekedést emelő beruházásra, ezért a külföldről felvett hitelek nem javították az ország hitel-visszafizető képességét. Összességében a magyar gazdaság rendkívül kedvezőtlen helyzetben volt a 2008-as válság kitörésekor, hiszen a gazdaság működése a külső források beáramlásától függött, miközben a korábbi évek fizetési mérleg hiányai miatt az ország külső eladósodottsága kiugróan magas volt.

8. ábra
A külső finanszírozási igény finanszírozása
 (GDP arányában)



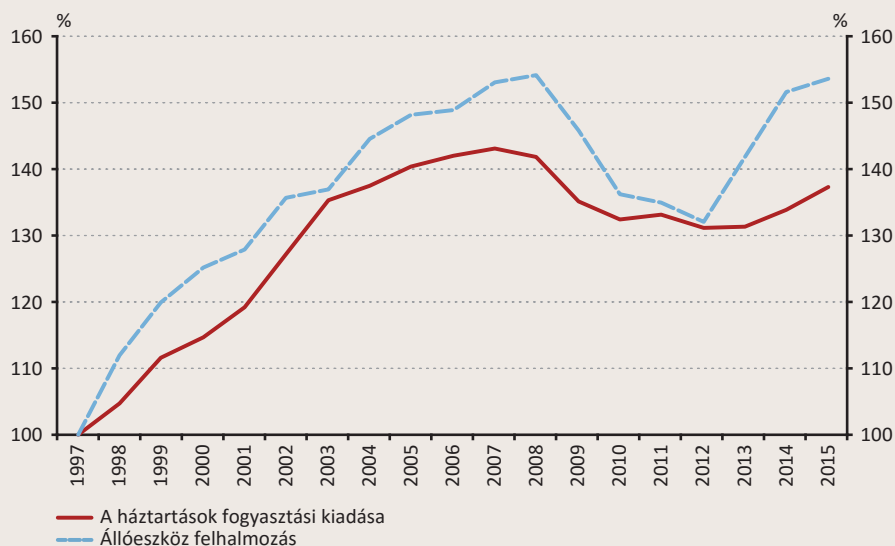
A válság kitörését követően elapadó külső forrás jelentős alkalmazkodásra kényszerítette a magyar gazdaságot, ami nagymértékben javította a külkereskedelmi egyenleget. A pénzügyi válság során megugrott bizonytalanság hatására a külföldi források elapadtak, aminek következtében az állam az IMF-EU-tól származó hitelek felvételére kényszerült, illetve a hazai bankok sem tudták már a külföldi forrásokat a magánszektor felé csatornázni. Ezzel párhuzamosan ugyanakkor az is igaz, hogy a vállalati szektor a visszaeső külső és belső kereslet miatt, a háztartási szektor pedig az emelkedő munkanélküliség, a csökkenő jövedelmek, a devizaárfolyamok leértékelődése miatt megnőtt törlesztőrészek miatt az emelkedő bizonytalanság miatt nem akart hitelt felvenni. A külföldi források elapadása miatti finanszírozási válsággal párhuzamosan a reálgazdaság is komoly válságba került. A jövedelmek csökkenése és a bizonytalanság növekedése következtében olyan mértékben esett vissza a hitelezés, hogy a háztartási és a vállalati szektor is nettó hitel-törlesztővé vált, miközben a lakossági fogyasztás és a beruházás is csökkent (9. ábra). A belföldi felhasználás visszaesése nyomán jelentősen csökkent az

import, számottevően javítva ezzel a külkereskedelem egyenlegét. A válság hatásainak másik olvasata az, hogy a fogyasztás visszaesésével párhuzamosan emelkedett a lakosság megtakarítása, ami mellett már lehetővé vált, hogy a hazai megtakarítás kielégítse a válság következtében lecsökkent beruházást – mindez pedig azt vetítette előre, hogy a folyó fizetési mérleg korábban jellemző tetemes hiánya megszűnhet.

9. ábra

A háztartások fogyasztási kiadása és az állóeszköz-felhalmozás

(1997 = 100)



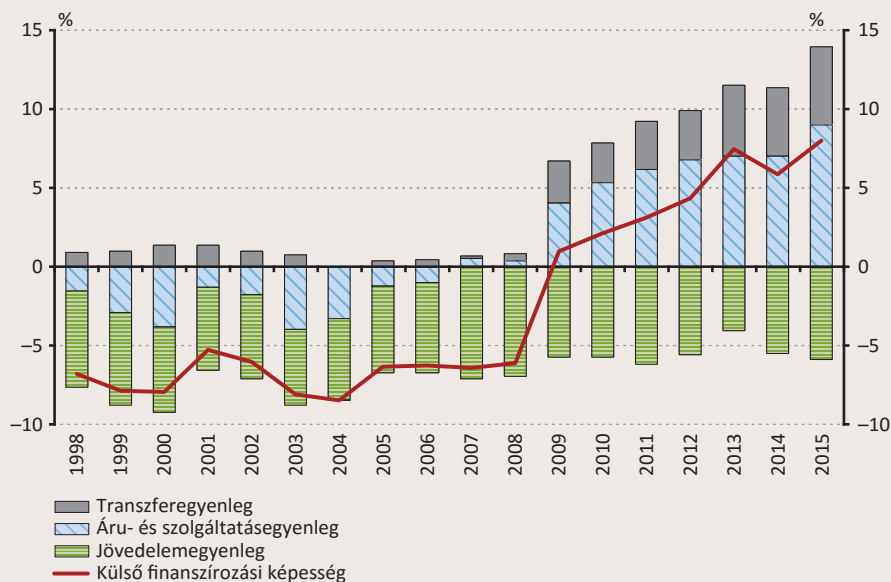
Forrás: KSH

A külkereskedelmi egyenleg javulása mellett a válság során csökkenő profit és az emelkedő EU-transzfer is hozzájárult ahhoz, hogy a korábban jellemző jelentős mértékű külső finanszírozási igény külső finanszírozási képességbe váltott, és ezzel megkezdődhetett a válság előtt felvett külföldi hitelek visszafizetése. A magyar gazdaság alkalmazkodása mellett a válság a jövedelemegyenleg hiányának csökkenésén keresztül is javította a folyó fizetési mérleg egyenlegét. A válság miatt mérséklődő vállalati jövedelmezőség ugyanis rontotta a Magyarországon működő külföldi vállalatok profitját is, aminek következtében a jövedelemegyenleg hiánya csökkent

(8. ábra). Emellett pedig egy, a válságtól független folyamat is jelentős mértékben javította a magyar gazdaság külső finanszírozási képességét: a 2007-től 2013-ig tartó új uniós költségvetési ciklus az előző időszakban tapasztaltnál jóval több EU-s támogatást hozott Magyarországnak. Összességében tehát a válság kitörését követően egyre fokozódó mértékű külső finanszírozási képesség alakult ki, és az ország nettó megtakarítóvá vált (10. ábra). A finanszírozás oldaláról ez a folyamat azt jelentette, hogy a korábban jellemző nagymértékű külső forrásbeáramlást a külföldi hitelek visszafizetése követte, vagyis a válság Magyarországot érő hatásai miatt különösen felelős külső eladósodottság elkezdhetett csökkenni (a külső adósság törlesztését mutatja a 8. ábrán az adósság jellegű tételek negatívba fordulása).

10. ábra
A külső finanszírozási képesség tényezői

(GDP arányában)



Ismételten érdemesnek tartjuk felhívni a figyelmet arra, hogy a fizetési mérleg által jelzett folyamatok azonossága miatt a magyar gazdaságban a válság során lezajlott folyamatokkal kapcsolatban többféle értelmezés is lehetséges. Mint azt az előzőekben kifejtettük, egyrészt mondhatjuk, hogy

a külkereskedelem többletbe fordulása miatt a szektorok elkezdhatték törleszteni külföldi hiteleiket. Másrészt ugyanakkor az is igaz, hogy mivel a pénzügyi válság során fokozódó bizalmatlanság és forráshiány miatt a háztartási és vállalati szektor nem tudott, vagy nem akart hitelt felvenni, alacsony maradt a fogyasztás és beruházás, és az ennek következtében visszafogott mértékű import mellett a külkereskedelem korábban jellemző hiánya többletbe fordulhatott.

4.2. Fizetésimérleg-válságok – nemzetközi példák

Mint azt korábban a bevezetőben is említettük, az elmúlt évtizedek fizetésimérleg-válságai is rámutattak a statisztikák elemzésének fontosságára. A következőkben az MNB egyik tanulmányára támaszkodva mutatunk be ilyen eseményeket az elmúlt évtizedekből. Az egyes országok válságaiban közös jelenség, hogy a folyó fizetési mérleg hiányát hosszabb ideig gond nélkül finanszírozta a külföldi források beáramlása, hogy aztán a külföldi környezet megváltozása vagy a belföldi gazdasági folyamatok fenntarthatóságába vetett hit megkérdőjeleződése nyomán a külföldi források beáramlása visszaesett – ami az adott ország gazdaságában alkalmazkodási folyamatot kényszerített ki, ezzel együtt reálgazdasági válságot is okozva.

4.2.1. Mexikó, 1995

Mexikóban a válság a '80-as végén végbement deregulációt és konszolidációt követően alakult ki. A peso árfolyamát a dollárral szemben rögzítették, ami jelentős mértékben növelte az FDI jellegű források és adósság jellegű források beáramlását. A kiszámítható árfolyam a vállalatokat és a lakosságot egyre nagyobb mértékben a devizában történő eladósodás felé terelte. A jelentősen lazuló fiskális fegyelem, a FED váratlan és jelentős kamatemelése, valamint az országon belül kialakult instabilitás együttesen a peso leértékelődése irányába hatott. Továbbá a magas infláció miatt a reálárfolyam felértékelődése az áruegyenleg jelentős hiányához vezetett. Mindez azt eredményezte, hogy a fizetési mérleg jelentős hiányt mutatott, mivel az importált termékek relatíve olcsónak számítottak a belföldi javakhoz képest. A jegybank a tartalékokat az ország fizetőeszközének védelmére használta fel, valamint az állam dollár

árfolyamhoz kötött rövid lejáratú állampapírokat bocsátott ki, amivel egyes pesóban denominált papírokat is lecserélt, így jelentős devizakockázatot vállalt fel. A korábban említett kockázatok, és a FED kamatemelése miatt azonban a külföldi tőke menekülni kezdett az országból, így a lejáró államadósság megújítása komoly probléma elé állította a költségvetést. Végso soron a me-xikói jegybank képtelen volt a peso árfolyamát a sávon belül tartani, és tartós megoldást a problémára csak az IMF és a Világbank által közösen nyújtott hitel tudott adni.

4.2.2. Argentína, 2002

A 2000-es évek elején az argentin gazdaság is hasonló válságfejezetet élt át. Az 1990-es évektől kezdve valutatanács működött Argentínában, ugyanakkor a gazdaság viszonylag kis nyitottsága miatt ez a '90-es évek végére már inkább terhet jelentett, mintsem segítséget a gazdaság számára. Ezt fokozta Argentína jelentős külkereskedelmi partnerének, Brazília pénznemének leértékelődése, miközben a dollár tovább erősödött. Ez a sokk, a belső alkalmazkodás hiányában tartósnak bizonyult, és a tőkebeáramlások visszaeséséhez vezetett. 2001-ben a bankok számára kötelezővé tették államkötvények vásárlását, így az állam fizetőképességének megrendülése a bankszektort is súlyosan érintette. A belföldi betétesek bizalomvesztése a betétek kivonását, bankpánikot okozott, aminek hatására a külföldi befektetők is befektetéseik kimenekítése mellett döntöttek. A leértékelődés miatt megnövekvő államadósság miatt az állam – az IMF-től kapott segítség ellenére is – fizetéseképtelenséget jelentett be.

4.2.3. Csehország és Szlovákia, 1998

Kevésbé súlyos, de fizetésimérleg-válságokra jellemző tüneteket mutatott fel Csehország is 1997–98 során. Habár a költségvetés egyenlege kiegyensúlyozott volt, ugyanakkor a bankrendszer magas állami tulajdona és a jelentős hátralékot felhalmozó vállalatok fizetéseképtelensége nehézségeket okozott. Ezek a problémák alapvetően a korábbi nagyobb mértékű állami szektor nem megfelelő szerkezetű átalakulása miatt alakultak ki. A magas beruházási ráta a fizetési mérleg hiányával járt, amit főként külföldi, ráadásul egyre rövidebb futamidejű hitelek finanszíroztak. Az ázsiai és oroszországi válságok idején

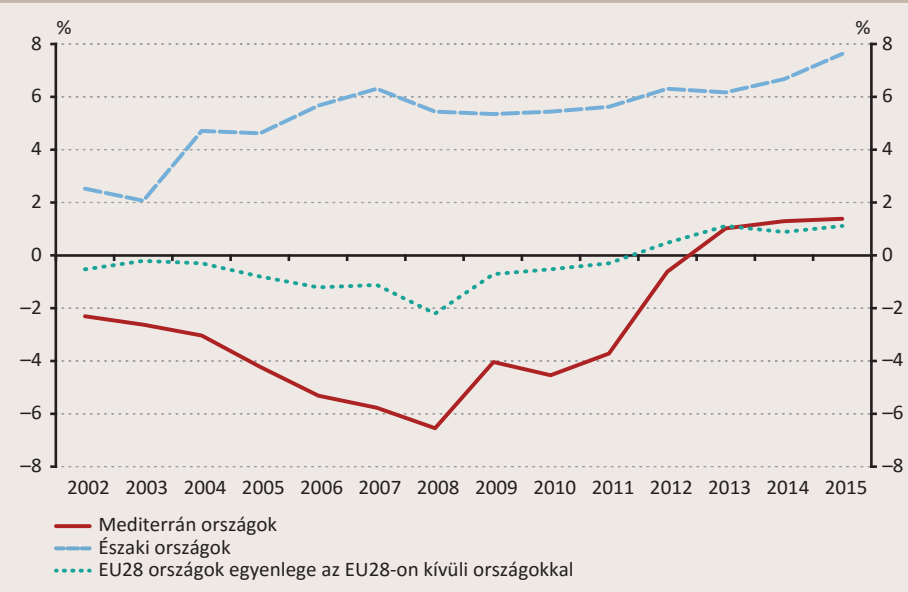
azonban a külföldi tőke beáramlása lényegében leállt, ami a korona jelentős leértékelődéséhez vezetett.

Szlovákiában is hasonló, kisebb mértékű válság zajlott le az 1990-es évek végén. Ezt szintén a bankrendszer hiteleinek rossz portfólióminősége, illetve az állam és magánszektor – főként a vállalatok – jelentős forrásigénye okozta. Az állami és magánszektor költekezése ugyanakkor az ázsiai, orosz és cseh események bekövetkezése után nem támaszkodhatott tovább a külföldi forrásokra, így a gazdaság szektorainak belső alkalmazkodására volt szükség. Habár később a fizetési mérleg ismét jelentős hiányt mutatott, azonban ekkor már a fizetési mérleg hiánya a működő tőke nagyobb mértékű beáramlása, és az adósságok kisebb törlesztése mellett alakult ki, ami fenntarthatóbb szerkezetet jelzett.

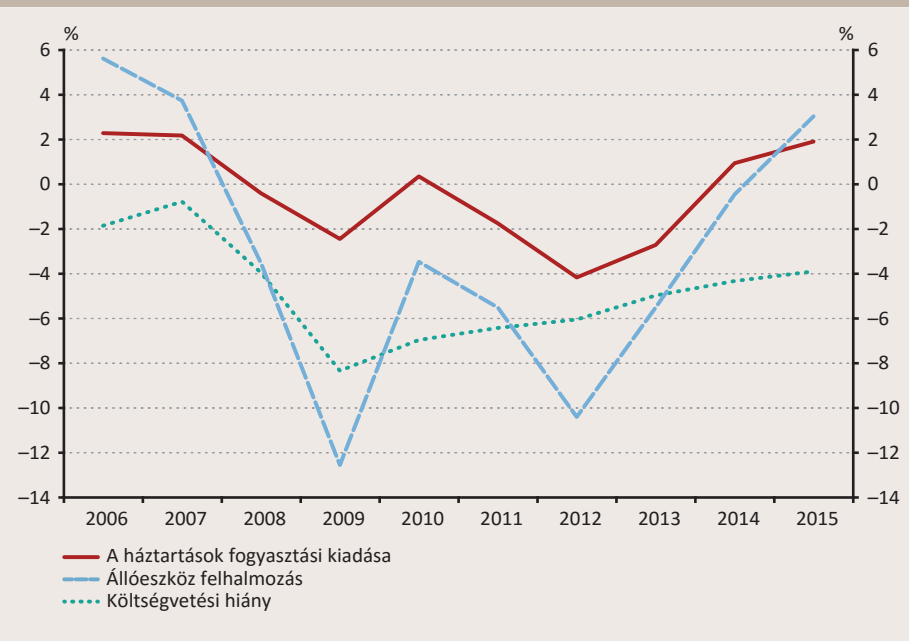
4.2.4. Az eurozóna belső fizetésimérleg-válsága

Habár az Európai Unió folyó fizetési mérlege nagyjából kiegyensúlyozottan alakult a válság előtti években, ez az északi országok jelentős többlete és a mediterrán országok számottevő hiánya mellett alakult ki.

A 2008-as pénzügyi válságot követően az Európai Unión belül kialakult folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságok szerepet játszottak az európai országok válságának elmélyülésében. A válság előtt az EU 28 tagországainak egyenlege a világ többi részével szemben kiegyensúlyozottan, nulla közelében alakult, ám az övezeten belül az egyes országok és országcsoportok folyó fizetési mérlege között jelentős eltérés mutatkozott. Ez azt jelenti, hogy az Unión belül az egyes országok hiánya jelentős részben szembeállítható az Unió más országainak többletével. Míg az „északi” országok (Finnország, Svédország, Dánia és Németország) mérlege a válságot megelőző években jelentős többletet mutatott, addig a déli országokban (Portugália, Olaszország, Görögország és Spanyolország) a folyó fizetési mérleg hiánya már a 2000-es évek elején is számottevő volt, és a válságot megelőző években – a külső adósság emelkedésével párhuzamosan – tovább nőtt.

11. ábra**Az Unió északi és mediterrán országainak, valamint az EU-tagországok folyó fizetési mérlegének egyenlege***(a GDP arányában)*

A pénzügyi válság így eltérő módon érintette az eurozóna egyes országait, aminek kezelése a közös monetáris politika számára kihívást jelentett. A pénzügyi válság kitörése a kockázattvállalási hajlandóság csökkenésével járt – megnehezítve a magas külső finanszírozási igényű országok forráshoz jutását. 2009-től az „északi” országokban a folyó fizetési mérleg többlete továbbra is jelentős méretű volt, míg a déli országok hiánya mérséklődésnek indult a belföldi szektorok alkalmazkodásával – a fogyasztás és beruházás mérséklődésével – párhuzamosan.

12. ábra**Az Unió mediterrán országainak költségvetési hiánya, beruházási és fogyasztási volumenének alakulása**

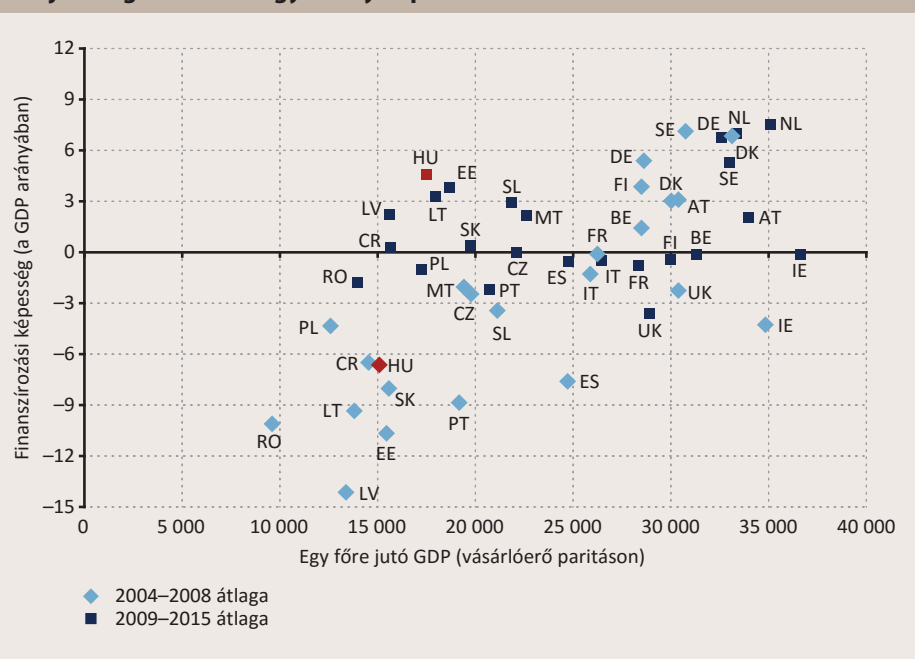
A válságot követő években számottevő alkalmazkodás ment végbe a mediterrán országokban, és a folyó fizetési mérlegek egyenlege többletbe fordult, ami a belső felhasználási tételek visszaesése mellett következett be. 2010-től az adósságválság és a finanszírozhatatlan államadósságok előtérbe kerülése további alkalmazkodást igényelt a belföldi szektoroktól, a költségvetési hiány pedig fokozatosan csökkent a déli országokban – ennek köszönhetően a folyó fizetési mérleg egyenlege 2013-ra már az Európai Unió déli országaiban is többletet mutatott. Az EU 28 jelenlegi tagországait tekintve a folyó fizetési mérleg egyenlege – a világ többi országával – a pénzügyi válság kitörését követő években a válság előtti időszakhoz hasonlóan újra nulla közelébe emelkedett, majd 2012–13 során már többletet mutatott.

Az Európai Bizottság a válság tapasztalatai alapján felismerte, hogy az egyensúlytalanságokat komplexebb módon kell elemezni, aminek hatására megszületett a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP). A válság rámutatott arra,

hogy – bár az EU egészét tekintve nem látszott probléma – a folyó fizetési mérleg egyensúlya az Unión belül is fontos szerephez jut. A válságra reagálva a tagállamok költségvetési politikáinak szigorúbb felügyeletére került sor, valamint az EU Bizottság makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárást dolgozott ki 2011-ben, amelynek célja az EU-n belüli tagországok gazdasági és pénzügyi értékelése, a túlzott egyensúlytalanságok korai kimutatása és annak kiigazítása. Ennek részeként az EU Bizottság a potenciális egyensúlyhiány azonosítása érdekében évente jelentést készít fontos gazdasági mutatókat tartalmazó eredménytábla (scoreboard) segítségével, melyben többek között az országok fizetési mérlegének vizsgálatára is sor kerül.

Az adatok alapján az Európai Unió országaiban a finanszírozási képesség az egy főre jutó GDP-vel arányosan változik, ugyanakkor a válságot követő években a szigorúbb fiskális politika, és a belföldi szektorok mérsékeltebb fogyasztása, a nettó megtakarítás emelkedésével járt. A fizetési mérleg később taglalt tulajdonságaiból következően, azokban az országokban, ahol az egy főre jutó GDP magasabb, ott a fizetési mérleg egyenlege (a folyó- és tőkemérleg összege) is magasabb. Ez vélhetően annak köszönhető, hogy a magasabb egy főre eső GDP-vel rendelkező országokban a tőke felhalmozása meghaladja az alacsonyabb GDP-jű országokét. Ez az összefüggés a válság előtt, és az azt követő években is igaz maradt. Ugyanakkor a válság során láthattunk egy jelentős alkalmazkodást: a mediterrán országok és Közép-Kelet-Európa országai, míg korábban jelentős külső hiánnyal rendelkeztek, és egyre nagyobb mértékben adósodtak el külföldről, addig a válságot követő években ennek üteme jelentősen lelassult, sőt sok esetben nagymértékű finanszírozási képességbe – vagyis a tartozások törlesztésébe - váltott. Ez a déli országokban jelentős mértékben a korábbi laza fiskális politika szigorodásának volt köszönhető, amit pl. Magyarországon a magánszektor, különösképp a háztartási szektor jelentős hiteltörlesztése is támogatott. Így míg korábban ezekben az országokban a tartozások felépültek, addig a válság utáni években ezek mérséklődését figyelhetjük meg.

13. ábra
A fejlettség és a külső egyensúly kapcsolata



azért is különösen érdekes, mert a 2012-ben a világ GDP-jének mintegy fél százalékát kitevő többlet a 2000-es évek elején még ellenkező előjelű volt, vagyis globálisan hasonló mértékű deficitet lehetett mérni az egyes országok egyenlegeinek összesítésével. Az egyensúlytalanság okaként a mérési hibákat szokták említeni: például a pénzügyi és jogi szolgáltatások exportja valószínűleg könnyebben azonosítható, mint ezek importja (mivel a szolgáltatást adó vállalatok nagyobbak, mint az igénybevevők, és könnyebben belekerülnek a külkereskedelmet mérő felmérésekbe). A szállítások késleltetett megjelenése is a globális többlet mellett szól: a decemberben úton levő tételek például már növelhetik Kína exportját, míg mivel nem érkezett meg a fogadó országba, az import oldalon még nem jelenik meg.

4.3.2. Feldstein–Horioka-rejtély

Nyitott gazdaságokat feltételezve azt gondolhatnánk, hogy a beruházások a világon ott valósulnak meg, ahol a legtöbb haszonnal járnak. Ezt a nyitott gazdaságok mellett a fizetési mérleg többlete, illetve hiánya teszi lehetővé: nevezetesen a nyitott gazdaságokban a rendelkezésre álló, és így elkölthető jövedelmek nem egyeznek meg a gazdaság megtermelt jövedelmeivel, azt a fizetési mérleg egyenlege bővíti, illetve szűkíti. Így azt gondolhatnánk, hogy a fejlett gazdaságokban a megtakarítások és beruházások között viszonylag gyenge a kapcsolat. Ezzel szemben Feldstein és Horioka azt figyelték meg, hogy az 1960–1970-es években az OECD-országokban a beruházási és megtakarítási ráták között szinte egységnyi korreláció áll fenn – vagyis a beruházások nagymértékben függenek a gazdaság megtakarításaitól. A magas együttthatóra több magyarázat is született, többek között az eltérő adórendszerek és információs aszimmetriák is vezethetnek a magas korrelációhoz. Ugyanakkor újabb tanulmányok kimutatták, hogy az elmúlt évtizedekben ez a korreláció – a tőke mobilitásának növekedésével párhuzamosan – csökkent.

4.3.3. Hazai torzítás a külkereskedelemben

A probléma felvetése Kanada és az Egyesült Államok egyes államai közötti külkereskedelmi kapcsolatok nagyságának vizsgálatakor merült fel. Úgy találták, hogy a Kanadán belüli államok még a szabadkereskedelmi egyezmény bevezetése után is jóval nagyobb mértékben kereskednek egymással, mint az Egyesült Államokban lévő szomszédjaikkal, figyelembe véve egyéb magyará-

zó változókat is. A rejtély feloldását alapvetően a kereskedelmi költségekkel, a piacismeret hiányával és a fogyasztók helyettesítési hajlandóságával szokták megindokolni.

4.3.4. Hazai torzítás a részvényportfóliókban

Az 1980-as évek végén French és Poterba azt figyelték meg, hogy a nemzetközi tőkepiacok nyitottsága ellenére a befektetők jóval kisebb mértékben fektetnek be külföldi pénzügyi eszközökbe, mint az ennek meghatározására épített modellek által optimálisnak számított. Ebben az időben az amerikai befektetések 94 százaléka, míg a japán befektetések közel 98 százaléka belföldhöz kötődött. Egyrészt a külföldi befektetések kisebb mértékét a befektetések távolsága magyarázhatja. Másrészt gyakran a belföldi befektetések olyan kis vállalatokban vannak, amik a külkereskedelemben nem vesznek részt, ennek magyarázatát általában az információs aszimmetriákban szokták megtalálni. Ezen felül egyes országok adórendszerei is a belföldi befektetések ösztönzésére sarkallja a befektetőket.

4.3.5. A fogyasztás nemzetek közötti korrelációja

Mint azt az eddigiekben láttuk, az adott országok befektetői nagyobb részben hazai országuk részvényeit vásárolják, illetve hosszú távon a beruházási és megtakarítási ráta sem tér el egy-egy ország területén. Ugyanakkor az is logikus lenne, ha a befektetők diverzifikálva tartanák vagyonukat a világon, így küszöbölve ki egy-egy országban bekövetkező sokkokat, és simítva fogyasztási pályájukat az időhorizonton. Ennek az lenne az eredménye, hogy az országokban megfigyelt fogyasztási pályák korrelációja magas lenne, mivel a kizárólag egyes országokat érintő sokkok a diverzifikáció miatt nemcsak az ország lakosait, de a többi ország lakosait is hasonlóképpen érintenék. Míg egy világszintű sokk természetesen szintén mindenkit hasonló mértékben érintene. Ezzel a várakozással szemben az empiria jóval kisebb korrelációt talál az egyes országok belföldi fogyasztásai között.

4.3.6. A tőkeáramlás iránya

Habár azt tarthatnánk logikusnak, hogy a tőke a gazdagabb országokból a szegényebb országokba áramlik, a valóságban ez nem feltétlenül van így. Az eredeti feltételezést alátámasztja a tőke határtermékének csökkenő mértéke –

vagyis magasabb tőkemennyiség mellett egységnyi tőkenövekmény kevesebb többletterméket állít elő. Így azt feltételezve, hogy a gazdagabb országokban magasabb a felhalmozott tőke mennyisége, felmerül a kérdés, hogy ennek ellenére miért lehetséges, hogy a legnagyobb gazdaságok közül számos fizetési mérlege hiányt mutat. Fontos ugyanakkor a tőke határtermékénél a humántőkét, illetve a hozzáférhető technológiákat, a technológiai fejlettséget is figyelembe venni. Ha ezeket is számításba vesszük, úgy már kevésbé tűnik kuriózumnak, hogy pl. az Egyesült Államokat nagy összegekkel finanszírozza Kína. Egy másik lehetséges magyarázat a befektetők óvatossága. A tőkével kevésbé ellátott országok sok esetben instabilabbak is egyben, gyakrabban fordulhatnak elő politikai feszültségek, ritkább esetben akár lázadások is. Így egy kockázatkerülő befektető számára a befektetése biztonsága is jelentős súllyal szerepelhet a befektetési döntés meghozatalakor.

Hivatkozások

Coval, Josua D. – Moskowitz, Tobias J.: Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios. *The University of Chicago Graduate School of Business*, Selected Paper no. 85

Dr. Farkas Péter (2011): Haladó nemzetközi pénzügyek. Széchenyi István Egyetem, Győr

The Economist (2011): Exports to Mars – Official statistics probably exaggerate global current-account imbalances. *The Economist*, 12 November. <http://www.economist.com/node/21538100>

Giannone, Domenico. – Lenza, Michele (2008): The Feldstein-Horioka fact, *ECB Working Paper Series*, No. 873., February. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp873.pdf>

Hamar J. (2000) Magyarország külkereskedelmének 1988–1998 közötti alakulása és az EU-csatlakozás várható hatásai MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont

Hoffmann Mihály–Kóczyán Balázs–Koroknai Péter (2013): A magyar gazdaság külső egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás *MNB-szemle* különszám, Október <https://www.mnb.hu/letoltes/hoffmann.pdf>

IMF (2014): IMF Committee on balance of payments statistics 2013 Annual Report. *International Monetary Fund*. June, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2013/ar/bopcom13.pdf>

IMF (2009): Balance of Payments and International Investment Position Manual Sixth Edition (BPM6). *International Monetary Fund*. Washington D.C. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>

Krugman, Paul R. – Obstfeld, Maurice (2003): Nemzetközi gazdaságtan – Elmélet és gazdaságpolitika. Budapest, Panem Könyvkiadó.

Mankiw, Gregory N. (2010): Macroeconomics, 7th Edition. Worth Publishers.

MNB (2012): Magyarország fizetésimérleg- és külfölddel szembeni befektetésipozíció-statisztikái (nemzetközi módszertan és hazai gyakorlat) 2012. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/magyarorszag-fizetesimerleg-statisztikai-2012.pdf>

MNB (2014): Magyarország fizetésimérleg- és külfölddel szembeni befektetésipozíció-statisztikái (a megújult nemzetközi módszertan és hazai gyakorlat) 2014. Magyar Nemzeti Bank. <http://www.mnb.hu/letoltes/magyarorszagfizetesimerlegeskulfolddelszembenibefektetespoziciostatisztikai2014.pdf>

MNB (2014): Fizetési mérleg jelentés. Magyar Nemzeti Bank. Április <http://www.mnb.hu/letoltes/jelentes-a-fizetesi-merleg-alakulasarol-04.pdf>

MNB (2014): Fizetési mérleg jelentés. Magyar Nemzeti Bank. Július <http://www.mnb.hu/letoltes/fizetesi-merleg-jelentes-2014q1-web.pdf>

MNB (2015): Éves jelentés, 2014. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-eves-jelentes-2014.pdf>

Molnár Livia (2003): Az alulértékelt valutaárfolyam hatása a foglalkoztatottságra. Nyíregyházi Főiskola Gazdasági és Társadalomtudományi Főiskolai Kar.

Obstfeld, M. – Rogoff, K. (2001): The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?, *NBER Macroeconomics Annual 2000*, Volume 15, January pp.: 339-412 <http://www.nber.org/chapters/c11059.pdf>

Obstfeld, Maurice – Rogoff, Kenneth (1994): The intertemporal approach to the current account. *NBER Working Paper*, No. 4893, October <http://www.nber.org/papers/w4893.pdf>

Tóth Máté B. (2005): Jelentős külső egyensúlytalanságok következményei – nemzetközi tapasztalatok, *MNB Háttér tanulmányok*, 2005/5, Augusztus, Magyar Nemzeti Bank <https://www.mnb.hu/letoltes/ht2005-5.pdf>

Benke Dávid (2008): Amikor a forint „nagykorú” lett Világgazdaság, 2008.12.16 http://www.vg.hu/penzugy/vg_online/penzugyek_-_belfold/081216_kontvetibilis_253080

Melléklet: Magyarország fizetési mérleg statisztikái 2007–2010

Millió euro	2007	2008	2009	2010
Reálgazdasági megközelítés				
1. FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG, EGYENLEG (1.A+1.B+1.C)	-7 219	-7 620	-754	274
1.A. Áruk és szolgáltatások, egyenleg	504	386	3 796	5 260
Export	77 714	85 798	70 132	80 780
Import	77 210	85 412	66 336	75 519
1.A.a. Áruk	-402	-924	2 622	2 616
Export	65 291	71 845	56 831	66 130
Import	65 694	72 770	54 209	63 514
1.A.b. Szolgáltatások	907	1 310	1 174	2 644
Export	12 423	13 952	13 301	14 650
Import	11 516	12 642	12 127	12 005
1.B. Elsődleges jövedelmek, egyenleg	-6 567	-6 712	-4 296	-4 623
1.B.1. Munkavállalók jövedelmei	726	719	310	622
1.B.2. Befektetések jövedelmei	-7 946	-8 162	-5 648	-6 251
1.B.2.1. Közvetlentőke-befektetések jövedelmei	-5 640	-5 009	-3 357	-4 264
1.B.2.2. Portfólióbefektetések jövedelmei	-1 681	-2 280	-1 673	-1 637
1.B.2.3. Egyéb befektetések jövedelmei	-624	-1 592	-1 359	-1 153
1.B.2.4. Tartalékeszközök jövedelmei	0	719	742	802
1.B.3. Egyéb elsődleges jövedelmek	653	731	1 042	1 006
1.C. Másodlagos jövedelmek, egyenleg	-1 157	-1 293	-255	-364
ebből: Európai Unióval kapcsolatos tranzakciók	-733	-413	13	99
2. TÖKEMÉRLEG, EGYENLEG	708	1 032	1 654	1 796
ebből: Európai Unióval kapcsolatos tranzakciók	846	921	1 603	2 193
Finanszírozási megközelítés				
3. PÉNZÜGYI MÉRLEG (NETTÓ KÖVETELÉS) (3.1+3.2+3.3+3.4+3.5)	-6 149	-8 979	251	1 105
3.1. Közvetlentőke-befektetések (nettó követelés)	286	-2 411	-153	-762
3.1.ki Külföldön (nettó követelés)	3 138	1 781	1 324	906
3.1.1.ki Részesedések (nettó követelés)	3 008	1 801	838	976
3.1.1.1.ki Részvény és egyéb részesedés	2 264	2 535	766	870
3.1.1.2.ki Újrabefektetett jövedelem	745	-734	72	106
3.1.2.ki Adósság típusú instrumentumok (nettó követelés)	129	-20	486	-70

Millió euro	2007	2008	2009	2010
3.1.2.1.ki Követelések	115	147	764	-125
3.1.2.2.ki Tartozások	-15	167	278	-55
3.1.be Magyarország (nettó tartozás)	2 852	4 192	1 477	1 668
3.1.1.be Részesedések (nettó tartozás)	3 118	4 167	-1 810	2 968
3.1.1.1.be Részvény és egyéb részesedés	844	3 272	-1 618	3 155
3.1.1.2.be Újrabefektetett jövedelem	2 274	895	-192	-186
3.1.2.be Adósság típusú instrumentumok (nettó tartozás)	-266	25	3 287	-1 300
3.1.2.1.be Követelések	3 744	2 268	4 074	-255
3.1.2.2.be Tartozások	3 478	2 293	7 362	-1 555
3.2. Portfólióbefektetések (nettó követelés)	1 627	2 529	3 590	264
3.2.k Követelések	2 125	2 517	736	380
3.2.t Tartozások	498	-12	-2 854	116
3.3. Pénzügyi derivatívák és munkavállalói részvényopciók (nettó követelés)	-838	671	-641	-625
3.3.k Követelések	-4 616	-7 888	-5 627	-4 919
3.3.t Tartozások	-3 778	-8 560	-4 986	-4 294
3.4. Egyéb befektetések (nettó követelés)	-7 357	-17 445	-9 112	-790
3.4.k Követelések	3 911	2 288	404	-74
3.4.t Tartozások	11 269	19 733	9 516	716
3.5. Tartalékeszközök	134	7 676	6 567	3 018

Memorandum:				
Külfölddel szembeni finanszírozási képesség				
Reálgazdasági oldalról számított (folyó és tőkemérleg)	-6 511	-6 588	900	2 070
Finanszírozási tételekből számított (pénzügyi mérleg)	-6 149	-8 979	251	1 105
Eltérés (tévedések és kihagyások)	362	-2 391	-649	-965
Tartalékeszközök (állomány)	16 385	24 040	30 677	33 674
Devizában fennálló bruttó adósság (a közvetlentőke-befektetéseken belüli egyéb tőke nélkül)	58 600	83 607	91 184	92 386
ebből: Államháztartás és MNB (S.13+S.121)	19 387	28 454	37 217	40 555
Devizában fennálló nettó adósság (a közvetlentőke-befektetéseken belüli egyéb tőke nélkül)	28 312	40 701	41 183	39 284
ebből: Államháztartás és MNB (S.13+S.121)	2 540	3 966	6 074	6 547

OKTATÁSI FÜZETEK
FIZETÉSI MÉRLEG

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

