



# FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2024  
JANUÁR

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

*Levelek 27  
Bethlen Gábor*



# FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2024  
JANUÁR

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1013 Budapest, Krisztina körút 55.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 2064-8693 (nyomtatott)

ISSN 2064-874X (on-line)

*A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg, amelynek veszélyeztetése nélkül a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartása is a jegybank feladata. A külső egyensúly alakulása a pénzügyi stabilitás szempontjából kiemelt jelentőséggel bír, mivel a fizetési mérleg folyamatai alapján következtetni lehet a gazdasági növekedés fenntarthatóságára, illetve az ezzel kapcsolatos kockázatokra. Emellett a fizetési mérleg elemzésével a gazdasági problémákat már korábban, azok kialakulásakor fel lehet tárni, és lépéseket lehet tenni elkerülésük érdekében.*

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

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

*Az elemzés a Monetáris politika és pénzpiaci elemzés igazgatóságán készült. A jelentés készítésében részt vettek: Balázs Judith, Forgó Balázs, Koroknai Péter, Lénárt-Odorán Rita, Sisak Balázs, Tóth Daniella. A publikációt Virág Barnabás alelnök hagyta jóvá.*

*A jelentés a 2023. december 22-éig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.*



# Összefoglaló

2023 harmadik negyedévében tovább **folytatódott a külső egyensúly javulása: a folyó fizetési mérleg negyedéves szinten a GDP 0,8 százalékát elérő többletet mutatott**. A négy negyedéves egyenleg a GDP 2,1 százalékára csökkenő hiányt jelzett, míg ezzel párhuzamosan a külső finanszírozási igény a GDP 1,2 százalékára mérséklődött. A negyedéves folyó fizetési mérleg többletbe fordulása döntően a GDP-arányos **külkereskedelmi egyenleg 2,9 százalékra bővülésével** volt összefüggésben, ami az alacsonyabb energiaárak miatt **javuló cserearányra és a hazai szektorok alkalmazkodására** volt visszavezethető. A külföldi vállalatok bővülő profitja és a külföldi hitelek emelkedő kamategyenlege a jövedelemegyenleg hiányának 4,7 százalékra történő növekedésében tükröződött. A transzferegyenleg 0,6 százalékos többlete az EU-s költségvetési ciklus végéhez közeledve továbbra is alacsony, de pozitívan járul hozzá a külső egyensúlyi pozícióhoz. Hazánkhoz hasonlóan **a régiós országokban is javultak a külső egyensúlyi mutatók: a lengyel mutató finanszírozási képességbe fordult, a szlovák és román finanszírozási igény azonban továbbra is még a GDP 2-4 százaléka körül alakult**.

2023 harmadik negyedévében a reálgazadási folyamatokkal összhangban a gazdaság pénzügyi mérleg szerinti négy negyedéves **finanszírozási igénye is mérséklődött**, a GDP 4,2 százalékára. A gazdaság csökkenő külső egyensúlyhiányának finanszírozása döntően közvetlentőke befektetések beáramlásához kötődött, melynek következtében a nettó külső adósság mérséklődött. A nettó adósságkiáramláshoz – a vállalati szektor mellett – **elsősorban az államháztartás** járult hozzá, de a bankrendszer adósságbevonása is érdemben lassult.

A **nettó külső adósság** állománya 2023. szeptember végén a **GDP 11,9 százalékára mérséklődött**. Az mutató érdemi csökkenése az adósságjellegű források kiáramlása mellett az átértékelődési hatásokra volt vissza vezethető, és döntően az államháztartás adósságának mérséklődéséhez kötődött. A **bruttó külső adósság** szintén jelentősen **mérséklődött**: a GDP arányos mutató szeptemberben végén 64,4 százalékot tett ki. A **nemzetközi tartalékok** állománya kismértékű mérséklődés után 39,7 milliárd eurót tett ki, ami továbbra is historikus csúcs közeli szintet jelent. Az MNB nemzetközi tartalékainak állománya a negyedév végén **közel 6 milliárd euróval haladta meg a befektetők által kiemelten figyelt rövid lejáratú külső adósság szintjét**.

A gazdasági szektorok megtakarítása szerinti külső egyensúlyi pozíció a **magánszektor emelkedő nettó pénzügyi megtakarításának köszönhetően tovább emelkedett, amivel párhuzamosan a költségvetés hiánya enyhén mérséklődött**. Az államháztartás hiánya kismértékben javult, de továbbra is magasnak mondható. Ezzel párhuzamosan a magánszektor (háztartás és vállalatok) nettó megtakarítása érdemben emelkedett, ami továbbra is a csökkenő belső felhasználáshoz kötődött. A magas inflációs környezetben **tovább nőtt a lakossági megtakarításokon belül az inflációvédett állampapírok és a befektetési jegyek állománya**, miközben a bankbetétek állománya tovább csökkent.

Kiemelt témánkban az elmúlt **évtizedek két meghatározó válságperiódusát vetjük össze a külső egyensúlyi folyamatokra fókuszálva**. A 2008-as pénzügyi válság és a 2022-es energiaválság egyaránt számottevően befolyásolta a magyar gazdaság külső egyensúlyi helyzetét. Bár a **folyó fizetési mérleg mindkét esetben a válság tetőpontját követően érdemben javult**, azonban lényeges **különbségeket** fedezhetünk fel **a két időszak között a gazdaság külső sérülékenysége, külső- és belső eladósodottsága, a finanszírozási feltételek szigorodása, a munkanélküliség növekedése, valamint az energiaárak alakulása szempontjából**. A **belföldi szektorok alkalmazkodása ugyanakkor erős hasonlóságot mutat**: míg az első fázisban a külső egyensúly romlásában mindkét időszakban szerepet játszott a lakossági fogyasztás, azt a belső keresleti tételek korrekciójának jelentős külső egyensúlyjavító hatása követte. Ezzel együtt a **kedvezőbb külső és belső körülmények hatására az elmúlt évi energiaválság nyomán kialakuló gazdasági visszaesés – szemben a pénzügyi válságban tapasztalt tartós lassulással – átmeneti lehet**.





# Tartalom

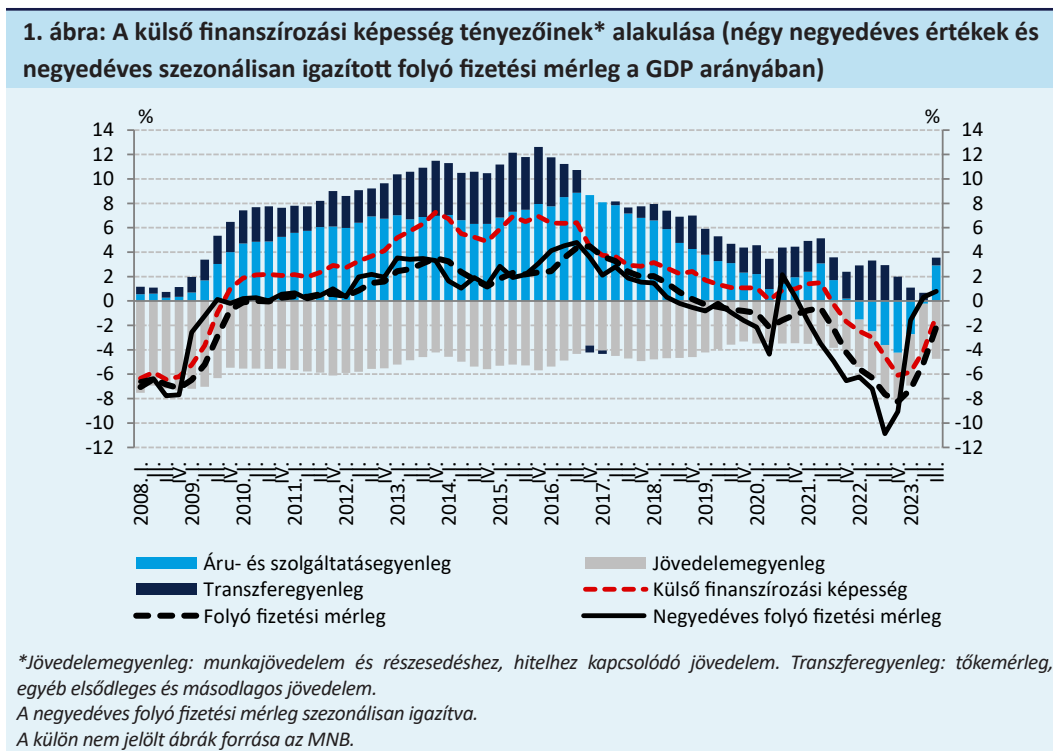
<b>1. Reálgazdasági megközelítés .....</b>	<b>7</b>
1.1. Külkereskedelmi egyenleg .....	7
1.2. Jövedelemegyenleg .....	10
1.3. Transzferegyenleg.....	10
1.4. Régiós kitekintés .....	11
<b>2. Finanszírozási megközelítés.....</b>	<b>12</b>
2.1. Nem adósság jellegű források.....	13
2.2. Adósságjellegű források.....	14
<b>3. Állományi mutatók alakulása .....</b>	<b>16</b>
3.1. Az adósságmutatók alakulása .....	16
3.2. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása.....	17
<b>4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés .....</b>	<b>19</b>
<b>5. Külső egyensúly javulása a pénzügyi válság utáni folyamatok tükrében.....</b>	<b>22</b>
5.1. A gazdaság eltérő kiindulási szerkezete .....	22
5.2. Az energiaegyenlegnek kiemelt szerepe volt .....	23
5.3. 2023-ban a cserearány és a volumen is nagyobb mértékben javította az egyensúlyt.....	24
5.4. A keresletvisszaesés kevésbé súlyos és csak átmeneti .....	25
5.5. A külső kereslet csökkenésének csak enyhe a hatása .....	25
5.6. A tartós egyensúlyjavuláshoz vezető út az export bővülésén keresztül vezet .....	26



# 1. Reálgazdasági megközelítés

A reálgazdasági megközelítés szerint 2023 harmadik negyedévében a negyedéves igazított folyó fizetési mérleg egyenleg 0,8 százalékos többletet mutatott, míg a négy negyedéves külső finanszírozási igénye a GDP 1,2 százalékát, míg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 2,1 százalékát tette ki. A külső egyensúlyi mutatók javulása döntően az áruegyenleg többletbe fordulásának volt visszavezethető – azon belül is elsősorban a hazai szektorok alkalmazkodására és az alacsonyabb energiaárak miatt javuló cserearányra. A szolgáltatásokon és a transferegyenlegen elért GDP-arányos többlet változatlan maradt az előző negyedévhez képest, míg a jövedelemegyenleg hiánya tovább növekedett. A magyarországi folyamatokhoz hasonlóan – Románia kivételével – a régiós országokban is folytatódott a külső egyensúlyi mutatók javulása a harmadik negyedévben.

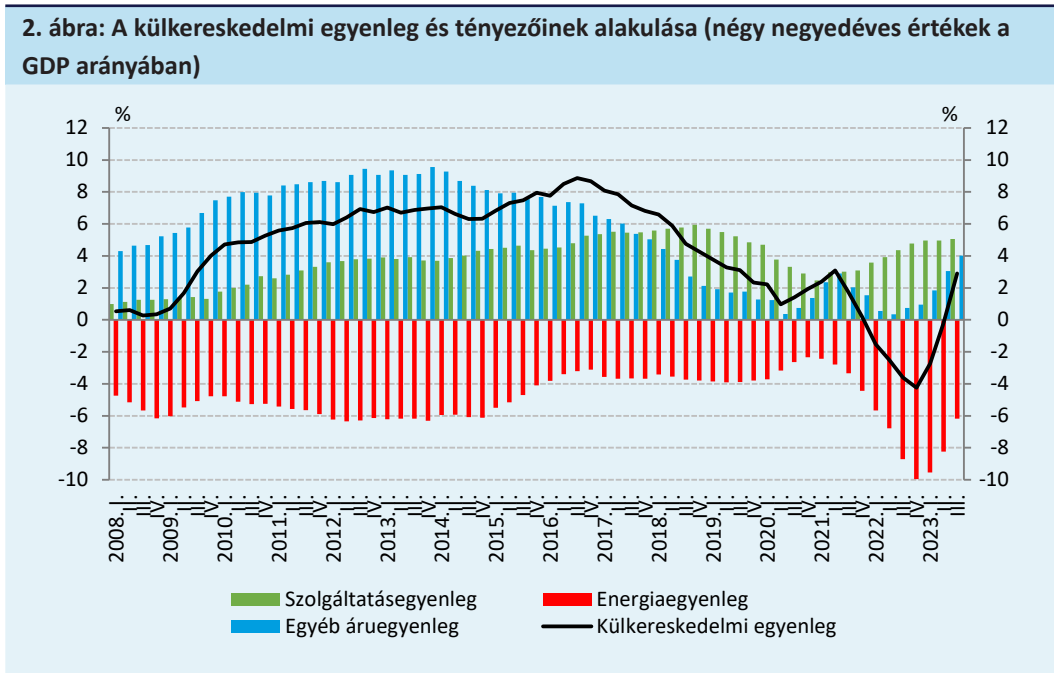
**2023 harmadik negyedévében a rövid távú folyamatokat jobban tükröző negyedéves fizetési mérleg egyenleg az előző negyedévhez hasonlóan többletet mutatott, és 2023 harmadik negyedévére GDP-arányosan a 0,8 százalékot is elérte.** Magyarország reálgazdasági megközelítés szerinti négy negyedéves külső finanszírozási igénye a GDP 1,2 százalékát tette ki, míg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 2,1 százalékára csökkent (1. ábra). Az *igazítatlan negyedéves adatok* szerint a harmadik negyedéves külső finanszírozási képesség több mint 850 millió euro volt, amely a folyó fizetési mérleg 0,4 milliárd eurós többletéből és a tőkemérleg közel 0,5 milliárd eurós aktívumából tevődött össze. A négy negyedéves külső finanszírozási igény mérséklődésében a GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg javulása játszott meghatározó szerepet.



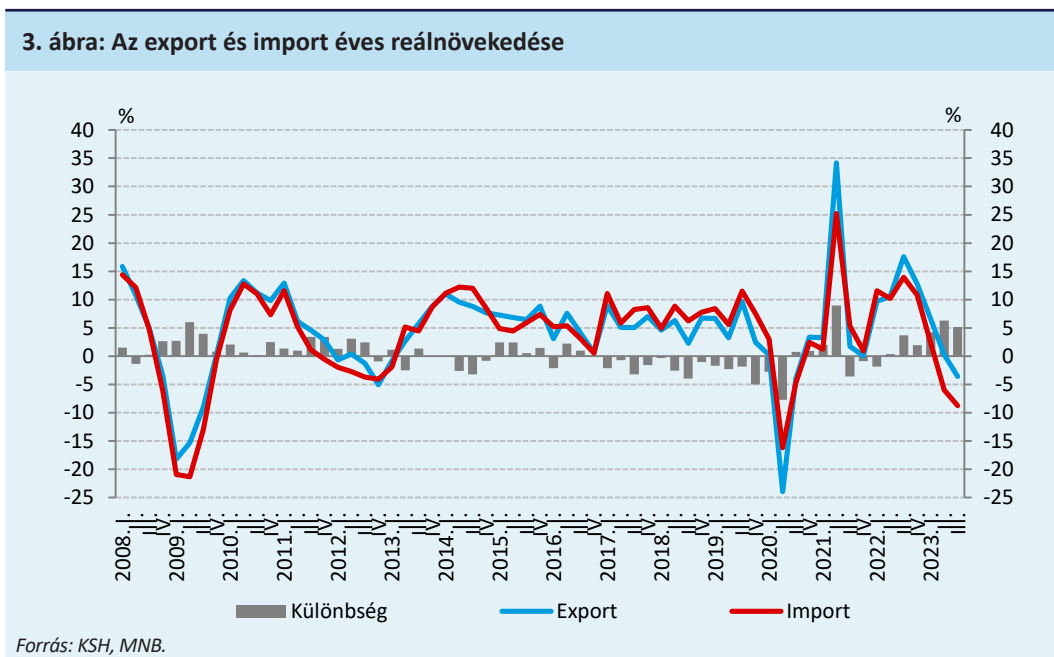
## 1.1. Külkereskedelmi egyenleg

**2023 harmadik negyedévében a négy negyedéves külkereskedelmi hiány az energiaegyenleg és az energián kívüli áruegyenleg emelkedésének köszönhetően csökkent.** A külkereskedelmi egyenleg javulása mögötti fő tényezők az energiaárak csökkenésének kedvező hatása, a hazai szektorok jelentős alkalmazkodása, valamint a jármű- és akkumulátortorgyártás exportjának bővülése voltak (2. ábra). A járvány előtt az áruegyenleg egyenlegének fokozatosan romló trendje a pandémia hatására megtört. 2022-ben az erős lakossági fogyasztással és az energiaárak megugrásával párhuzamosan ismét egyre növekvő mértékű hiányt mutatott. 2023 első negyedévében a hiány mértéke mérséklődni kezdett, mely folyamat a második és harmadik negyedévben felgyorsult és a javulás az energia nélküli áruegyenlegről az energiaegyenlegre is kiterjedt. Ennek ellenére az energiaegyenleg négy negyedéves hiánya továbbra is a GDP 6,2 százalékát teszi ki, míg az egyéb áruegyenleg 4 százalékos többletet mutatott a harmadik negyedévben. A külkereskedelmi egyenleg alakulá-

sában fontos szerepet játszó *szolgáltatásegyenleg* többlete a járvány kitörése miatti visszaesést követően – a járványügyi korlátozások feloldásával – 2023 első negyedében a járvány kitörése előtti szintet idézve elérte a GDP 5 százalékát, majd e szint körül alakult a második és harmadik negyedévben is.



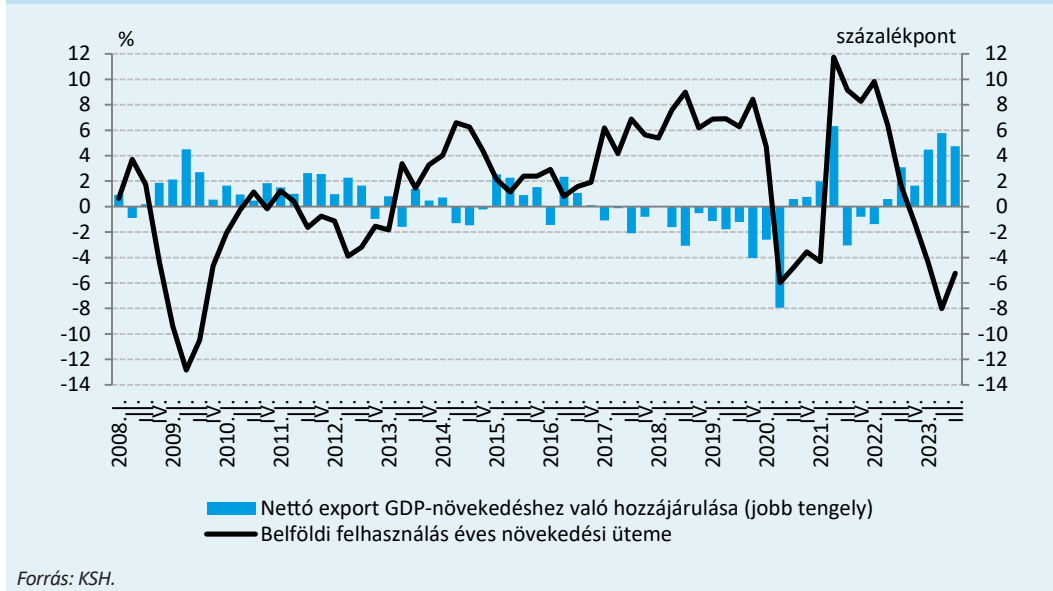
**2023 harmadik negyedében mind az export, mind az import dinamikája tovább mérséklődött, miközben a továbbra is magas export-import olló a külkereskedelmi egyenleg javulásának irányába hatott (3. ábra).** A visszafogottabb hazai ipari termeléssel párhuzamosan az export éves volumen változása csökkenésbe váltott. Ennek hátterében a feldolgozóipari ágazatok többségének mérséklődő teljesítménye állt, amely alól főként a jármű- és akkumulátorgyártás bővülése volt kivétel. Az import további zsugorodása elsősorban a belső kereslet jelentős visszaesését tükrözi, de az export csökkenése is mérsékelte a hazai behozatalt. Az export volumene éves összevetésben 3,6 százalékkal, a reálimport közel 9 százalékkal zsugorodott a harmadik negyedévben.



**A fentiekkel összefüggésben a nettó export növekedési hozzájárulása enyhén mérséklődött a harmadik negyedévben, miközben a belső felhasználás visszaesése bár kissé mérséklődött, de továbbra is jelentős volt (4. ábra).** A beföldi felhasználás jelentős csökkenése mögött a felhasználási tételek széles köre áll: a háztartások fogyasztási kiadásának

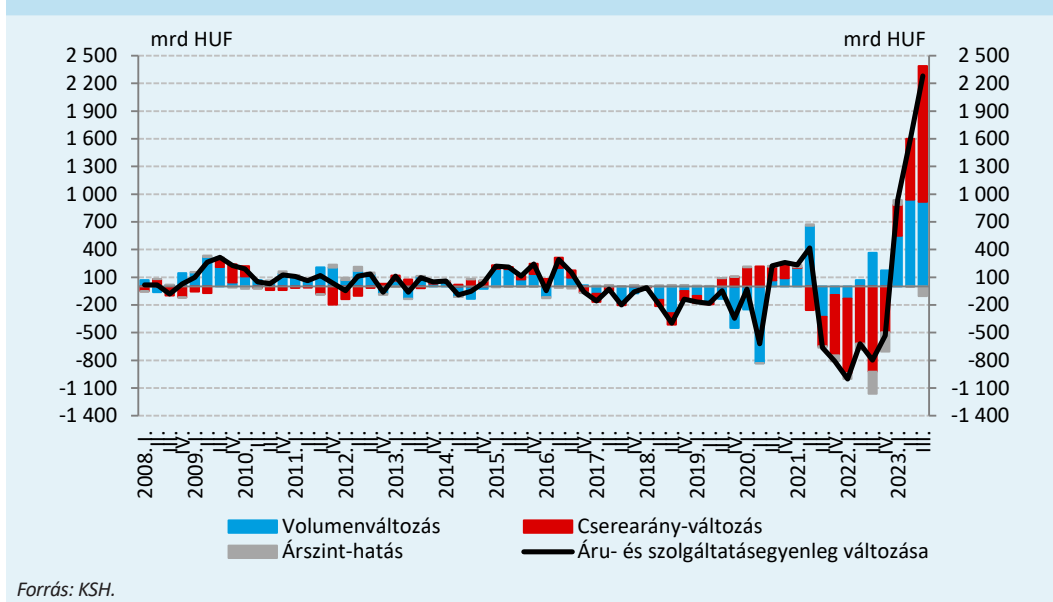
csökkenése mellett a nemzetgazdasági beruházások volumene és a készletfelhalmozás is mérséklődött. A gyenge belső kereslet háttérben elsősorban a magas infláció által okozott csökkenő reáljövedelem miatti alkalmazkodás áll. A belföldi felhasználás visszaesésével párhuzamosan a nettó export továbbra is jelentős mértékben járult hozzá a GDP bővüléséhez.

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



**A külkereskedelmi egyenleg 2023. harmadik negyedévi emelkedésének háttérben elsősorban a csökkenő energiaárak következtében kialakult kedvező cserearányhatás húzódott meg, de a volumenváltozás hatása is nagyon jelentős volt** (5. ábra). A harmadik negyedévben a nyersanyag- és energiaárak mérséklődése a cserearány jelentős mértékű javulásában tükröződött, kedvezően hatva a nettó export nominális nagyságára. A cserearány-változás hatása a harmadik negyedévben az előző negyedévekhez képest jelentősen erősödött. Ezt kiegészítve a külkereskedelmi egyenleget az import értékének éves alapú csökkenése javította, ami mögött részben a visszafogott belföldi kereslet állt.

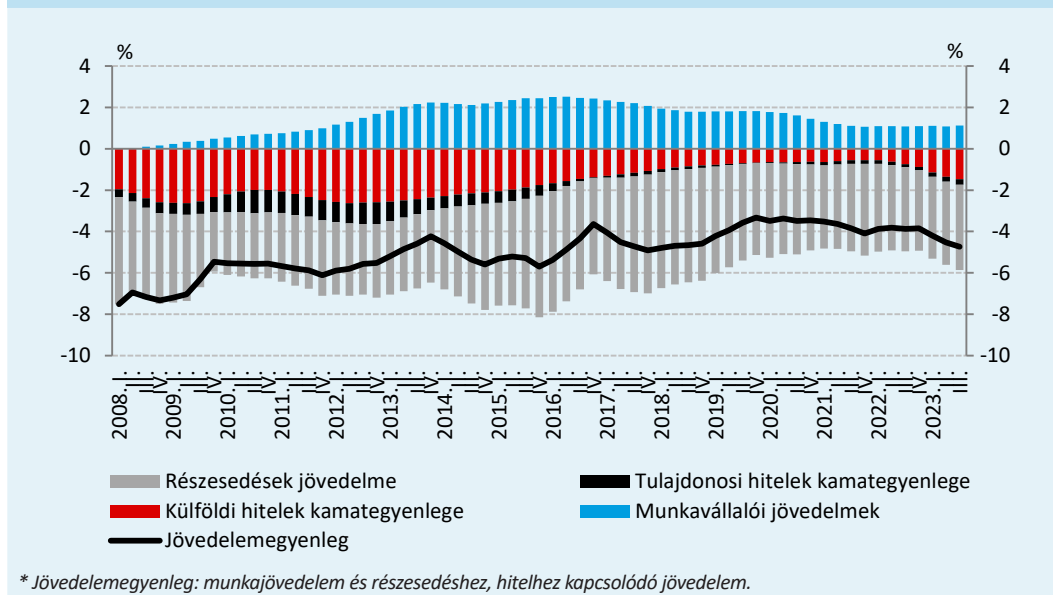
**5. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)**



## 1.2. Jövedelemegyenleg

A jövedelemegyenleg GDP-arányos hiánya 2023 harmadik negyedében nőtt, ami a külföldi vállalatok részesedés-jellegű jövedelmeinek, valamint a kamategyenleg hiányának emelkedésére vezethető vissza (6. ábra). 2021-ben – az átmenetileg külföldön dolgozók jövedelmének csökkenése mellett – a jövedelemegyenleg négy negyedéves hiánya a GDP 4,1 százalékát tette ki, majd 2022-ben a GDP 3,8 százalékára mérséklődött alapvetően a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának csökkenése miatt. 2023 első három negyedében a külföldi vállalatok részesedésjellegű jövedelmei a nagyobb profitabilitással párhuzamosan ismét emelkedni kezdtek, ami a külföldi, valamint tulajdonosi hitelek kamategyenlegének csökkenésével együtt rontotta a jövedelemegyenleget, így annak hiánya 2023 harmadik negyedére elérte a GDP 4,7 százalékát. A magyar munkavállalók külföldön szerzett jövedelme – a járvány miatti korlátozások feloldásának ellenére – 2023-ban továbbra is alacsonyan, a GDP 1 százalékára maradt (a járvány előtti 2 százalékot közelítő szinttel szemben), így a jövedelemegyenleg romlását nem tudta fékezni.

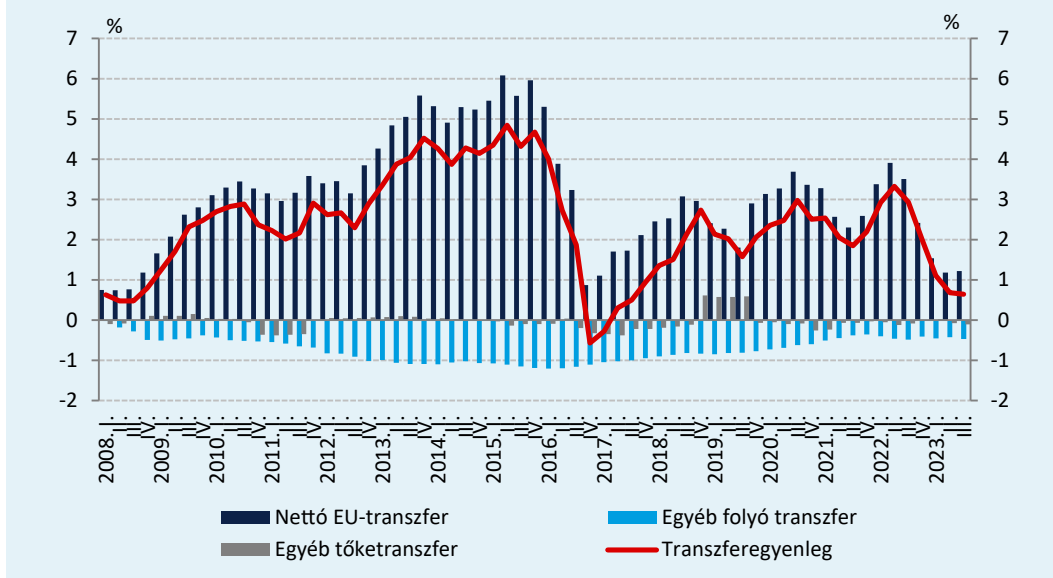
6. ábra: A jövedelemegyenleg\* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



## 1.3. Transzferegnyenleg

A transzferegnyenleg GDP-arányos többlete 2023 harmadik negyedében a GDP 0,6 százalékát tette ki, így továbbra is javítja Magyarország külső egyensúlyi pozícióját (7. ábra). A négy negyedéves adat alapján a nettó EU-forrásbeáramlás 2023 harmadik negyedében a GDP 1,2 százalékán alakult. Az EU-transzferek szintje akkor volt utoljára ilyen alacsony, amikor az EU hétéves költségvetési periódusának váltása miatt 2016 végén, illetve 2017 elején a korábban jellemzőnél számottevően kisebb forrás áramlott be, tehát a csökkenés egy része a 7 éves EU-s ciklusból is adódik. Az egyéb folyó és tőke-transzferek csupán kismértékben rontották a transzferegnyenleget. A fenti tényezők eredőjeként alakult ki a korábbi negyedévektől érdemben elmaradó négy negyedéves többlet a transzferek egyenlegében.

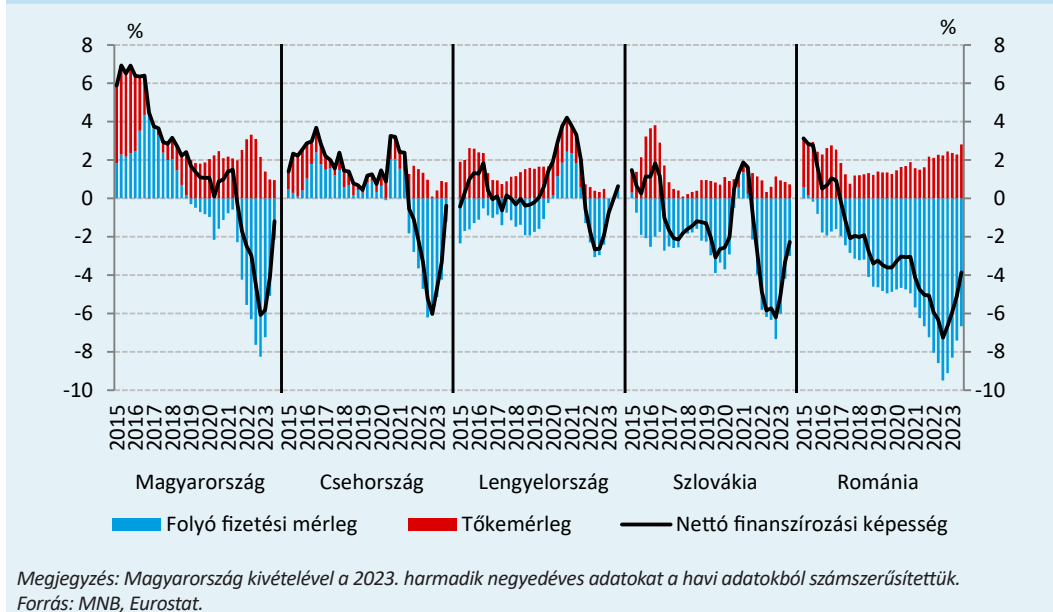
**7. ábra: A transferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)**



### 1.4. Régiós kitekintés

A globális nyersanyag- és energiaár mérséklődése mellett a régiós országokban is tovább javultak a külső egyensúlyi mutatók, így a hazai folyamathoz hasonlóan mindenhol csökkent a finanszírozási igény (8. ábra). 2021 második felétől az akadozó beszállítói láncok, illetve a globális nyersanyag- és energiaár-emelkedés hatására a külkereskedelmi, és így a folyó fizetési mérleg egyenlege a régió összes országában romlott. 2023 harmadik negyedévében elsősorban a javuló cseerearányokhoz köthetően az energiaegyenleg hiányának csökkenése, valamint a fékeződő belföldi kereslet következtében a régiós országokban javultak a külső egyensúlyi mutatók. Lengyelországban 2023 harmadik negyedévére a külső pozíció finanszírozási képessége fordult át. A régió többi országában – köztük Magyarországon is – 2023 folyamán a kedvező folyamatok hatására a folyó fizetési mérlegek javulásával együtt a nettó finanszírozási igény is számottevően csökkent a harmadik negyedévre, és jellemzően a GDP 1 százaléka körül alakult. A román nettó finanszírozási igény viszont továbbra is a magasabb a többi régiós országnál, és a GDP közel 4 százalékát teszi ki.

**8. ábra: A régiós országok négy negyedéves külső finanszírozási képessége (a GDP arányában)**

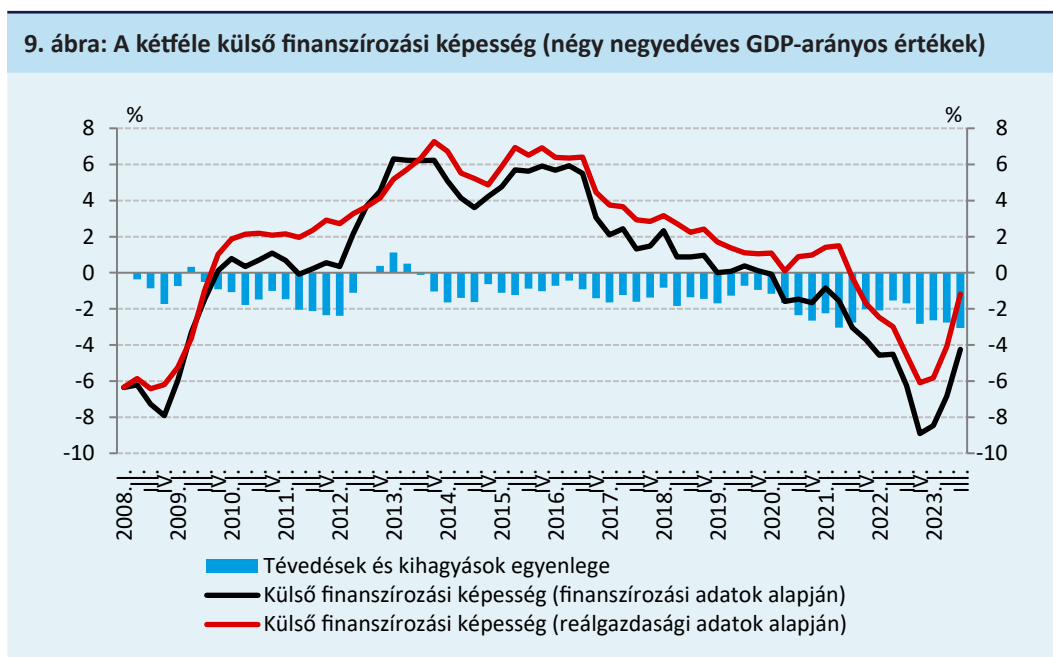


Megjegyzés: Magyarország kivételével a 2023. harmadik negyedéves adatokat a havi adatokból számszerűsítettük.  
Forrás: MNB, Eurostat.

## 2. Finanszírozási megközelítés

2023 harmadik negyedében a gazdaság pénzügyi mérleg szerinti finanszírozási igényének négy negyedéves értéke – az előző negyedévhez képest jelentősen csökkenve – a GDP 4,2 százalékát tette ki. A finanszírozási igényt a negyedév során elsősorban a nettó közvetlentőke-befektetések beáramlása finanszírozta. Az előző negyedévek nettó adósságbeáramlása után a harmadik negyedévi adósságkiáramláshoz döntően az államháztartás járult hozzá, de a vállalati szektor adósságcsökkenése is folytatódott, míg a bankrendszer mutatója enyhén emelkedett.

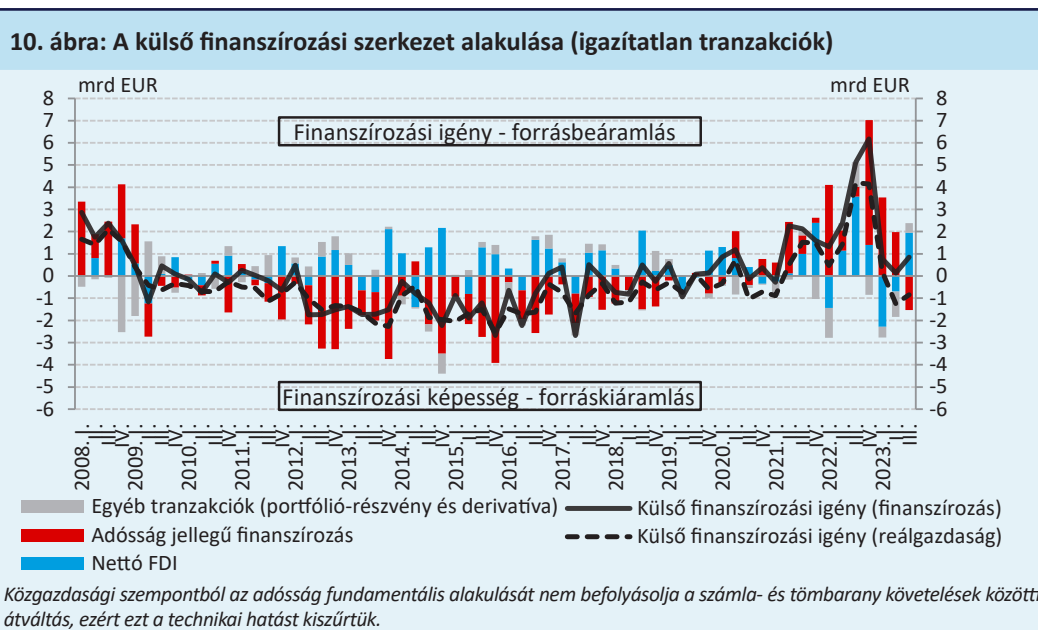
**2023 harmadik negyedében a finanszírozási adatok szerint tovább javult a külső egyensúlyi pozíció.** A gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási igénye a GDP 4,2 százalékára csökkent az előző negyedévi 6,8 százalékról (9. ábra). Mind a reálgazdasági, mind a finanszírozási megközelítés alapján számított négy negyedéves külső finanszírozási igény tehát jelentős javulást mutatott az előző negyedévhez képest. A két megközelítés alapján számított külső egyensúlyi mutatók közötti eltérés (a „Tévedések és kihagyások egyenlege”<sup>1</sup>) értéke az előző negyedévekhez képest enyhén magasabban alakult, és a GDP 3,1 százalékát tette ki.



**A negyedéves adatok szerint 2023 harmadik negyedében a gazdaság finanszírozási igényét a nettó közvetlentőke-befektetések bőven fedezték, így a nettó külső adósság csökkent** (10. ábra). A külső finanszírozási igény 2023 harmadik negyedében 2022-höz képest érdemben alacsonyabb, 0,8 milliárd euro volt. A forrásbeáramlást elsősorban a nettó közvetlentőke-befektetések beáramlása finanszírozta (2 milliárd euro értékben). A nettó külső adósságállomány a tranzakciókból eredően az elmúlt negyedévektől eltérően 1,5 milliárd euro mértékben csökkent.

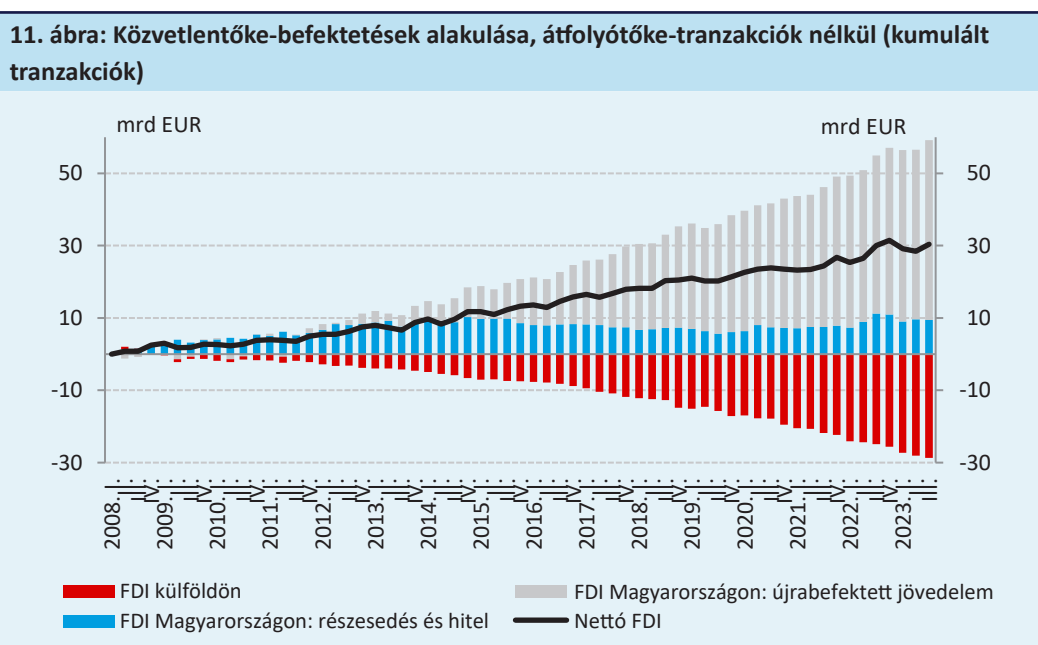
<sup>1</sup> A fizetési mérleg alakulása a reálgazdasági tranzakciók finanszírozása felől is szemléltethető. A pénzügyi mérleg ugyanis azt mutatja meg, hogy a rezidens gazdasági szereplők milyen, a nettó pénzügyi vagyont érintő ügyletekkel finanszírozták a reálgazdasági tranzakciókat. A reálgazdasági és finanszírozási megközelítés szerinti adatnak elméletben egyezőnek kellene lennie, de a nem integrált adatforrások, a nem teljes körű megfigyelés, illetve az árfolyamok eltérő kezelése eltéréseket okozhat, amit a „Tévedések és kihagyások egyenlege” mutat.





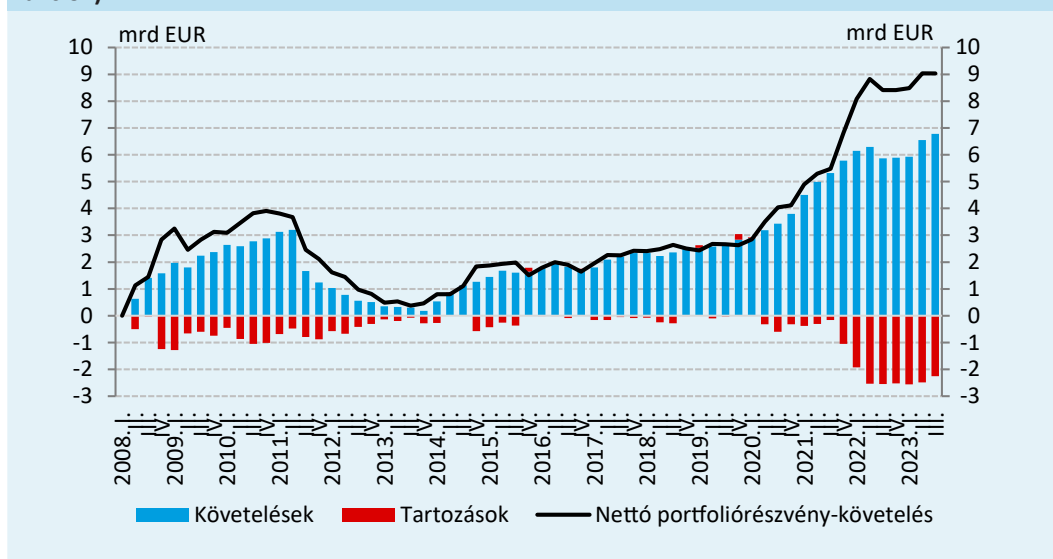
## 2.1. Nem adósság jellegű források

A tranzakciókból eredően a korábbi két negyedévtől eltérően a nettó közvetlentőke esetében forrásbeáramlás valósult meg 2023 harmadik negyedévében (11. ábra). Az átfolyótőkéktől szűrt nettó FDI-beáramlás 2 milliárd eurót tett ki a harmadik negyedévben, ami elsősorban az újrabefektetett jövedelmek emelkedéséhez volt köthető, de a feldolgozóiparban tevékenykedő multinacionális vállalatok új, részesedéseket is bővítő befektetése is jelentős volt.



2023 harmadik negyedévében a nettó portfólió befektetések érdemben nem változtak (12. ábra). A portfólió-befektetéseknel 2020–2021 során látott jelentős, trendszerű – hazai szereplők külföldi kifizetéseinek növeléséhez köthető – nettó forráskiáramlás 2022-ben megállt, azonban 2023 második negyedévben egy júniusi kormányzati intézkedéshez (szociális hozzájárulási adó bevezetése, befektetési alapokra vonatkozó új szabályozások életbe lépésével) köthetően ismét érdemben emelkedett, aminek a hatása a harmadik negyedévben is érződött. Így a rezidensek mintegy 235 millió euróval növelték külföldi részvény és befektetési jegy állományukat, miközben a külföldiek is hasonló mértékben (238 millió euro) növelték a magyarországi portfólióbefektetés-állományukat.

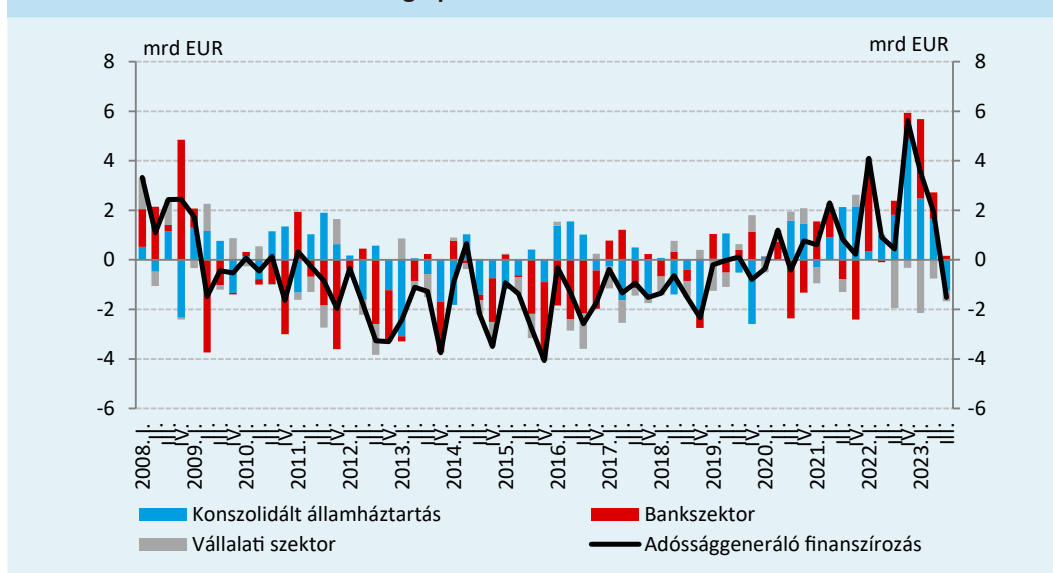
12. ábra: A nettó portfolió részvény és befektetési jegy követelések alakulása (kumulált tranzakciók)



## 2.2. Adósságjellegű források

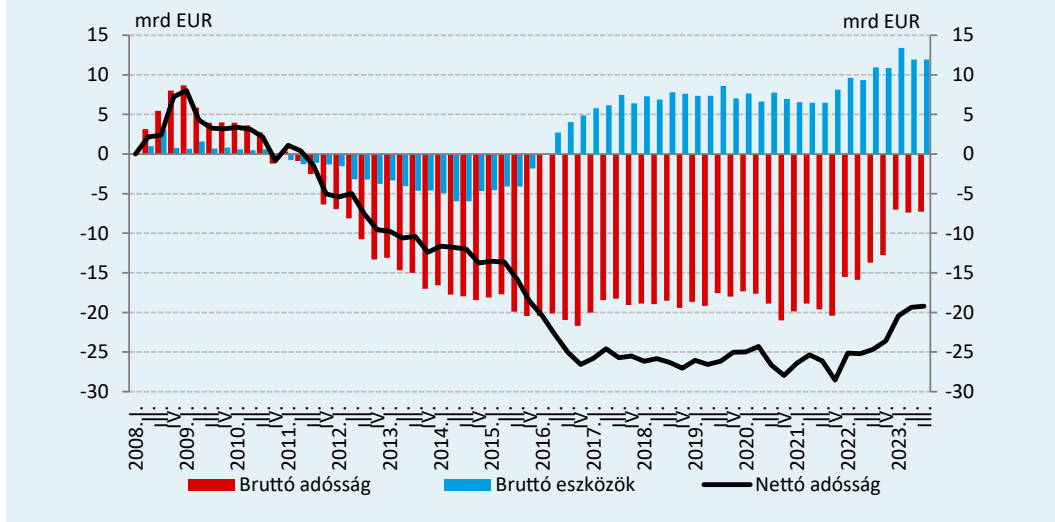
A harmadik negyedévben három év után először az adósságjellegű források kiáramlása volt megfigyelhető (13. ábra). A nettó külső adósságállomány a tranzakciókból eredően mintegy 1,5 milliárd euróval mérséklődött, ami elsősorban a konszolidált államhoz, kisebb részben a vállalati szektorhoz kötődött, miközben a bankrendszer mutatója enyhén emelkedett. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága közel 1,3 milliárd euróval, a vállalatoké az előző két negyedévnél némileg lassabban, 0,4 milliárd euróval, csökkent a negyedév során.

13. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása



A bankrendszer nettó külső adóssága – a korábbi negyedéveknél jóval kisebb mértékben – emelkedett a harmadik negyedévben (14. ábra). A nettó mutató közel 0,2 milliárd eurós bővülése főként a banki bruttó külső adósság növekedésére volt visszavezethető. A tartozások növekedése elsősorban a rövid futamidejű forrásokhoz kötődött.

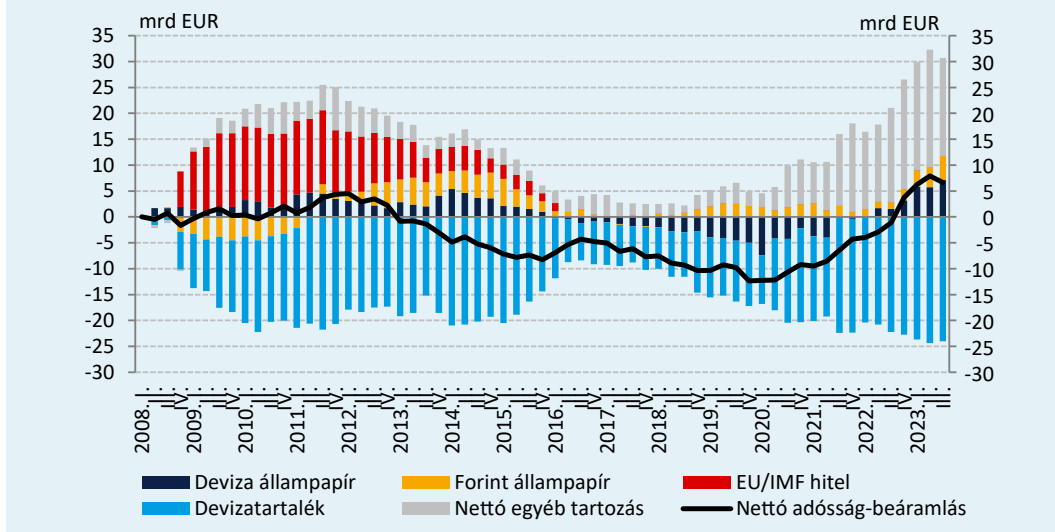
14. ábra: A bankrendszer külföldi adosságának és követelésének változása 2008 elejétől (kumulált tranzakciók)



Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adosságának mérséklődése a tranzakciókból eredően közel 1,3 milliárd eurót tett ki a harmadik negyedévben. Az állam nettó külső adosságának változása ellentétes hatások eredményeként alakult ki (15. ábra):

- A külföldiek forintban denominált hosszú lejáratú államkötvény állománya 0,4 milliárd euróval emelkedett a negyedév során.
- A Magyar Államkincstár devizakiadása mérsékelte a devizatartalékokat, ami a nettó külső adósság emelkedése irányába hatott.
- A jegybanki devizalikviditást nyújtó FX-swapok a bankok külső adosságának csökkenését elősegítve nemzetgazdasági szinten semleges hatással vannak ugyan a nettó külső adosságra, de az eszköz a gazdasági szektorok nettó adósságmutatója között átrendeződést okoz. A swapeszköz előző negyedév végi szintjénél lényegesen alacsonyabb szeptember végi igénybevétele a bankok nettó külső adósságmutatóját emelte és az állam nettó mutatóját jelentősen csökkentette.
- A külföldiek devizakötvény-kibocsátás miatt növekvő devizaállampapír-állománya mind a külföldi tartozásokat, mind a devizatartalékokat növelték, így a nettó külföldi tartozásokat nem érintették.
- Az EU-transzfer felhasználás szintén az állam nettó külső tartozásainak a csökkenése irányába hatott.

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

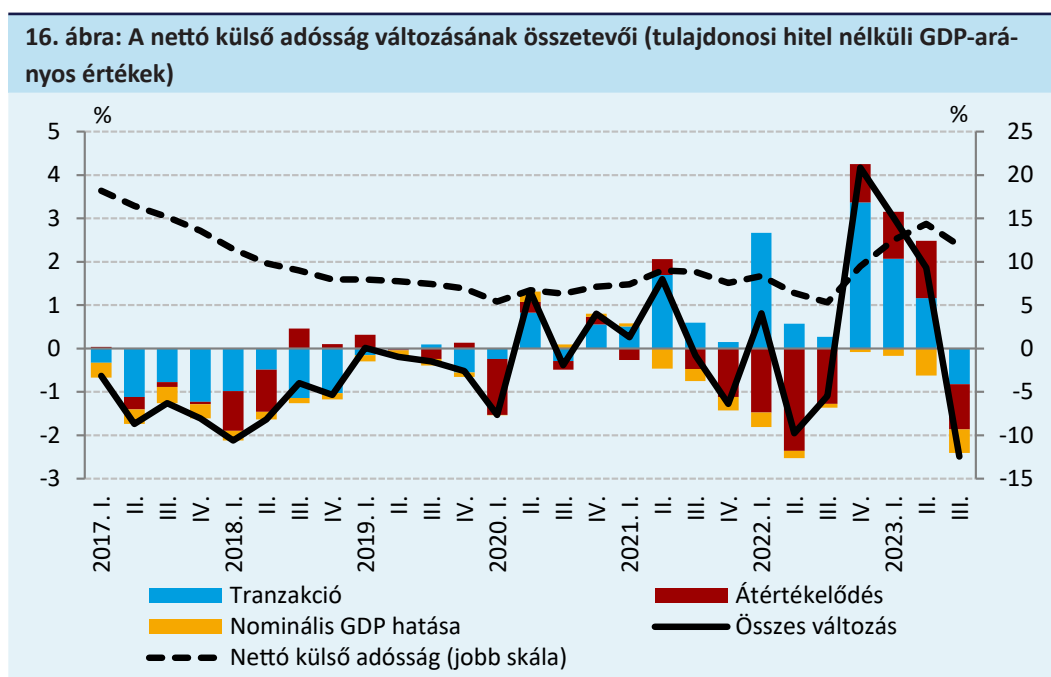


## 3. Állományi mutatók alakulása

A nettó külső adósság az alapfolyamatok szerint 2023. szeptember végén a GDP 11,9 százalékát tette ki. Az adósságmutató harmadik negyedéves csökkenését az adósságjellegű forráskiáramlás mellett az átértékelődés és a nominális GDP bővülése is segítette. A nettó külső adósság csökkenése elsősorban az államháztartás mutatójának mérséklődéshez kötődött, de a bankrendszer és a nem pénzügyi vállalatok adósságrátája is enyhén javult. A bruttó külső adósság a konszolidált államháztartáshoz köthetően érdemben csökkent, 2023. szeptember végén a GDP 64 százalékát tette ki. A nemzetközi tartalékok állománya historikus csúcs közeli szinten alakult, megközelítette a 40 milliárd eurót a negyedév végén, és közel 6 milliárd euróval meghaladta a befektetők által kiemelten figyelt rövid külső adósság szintjét.

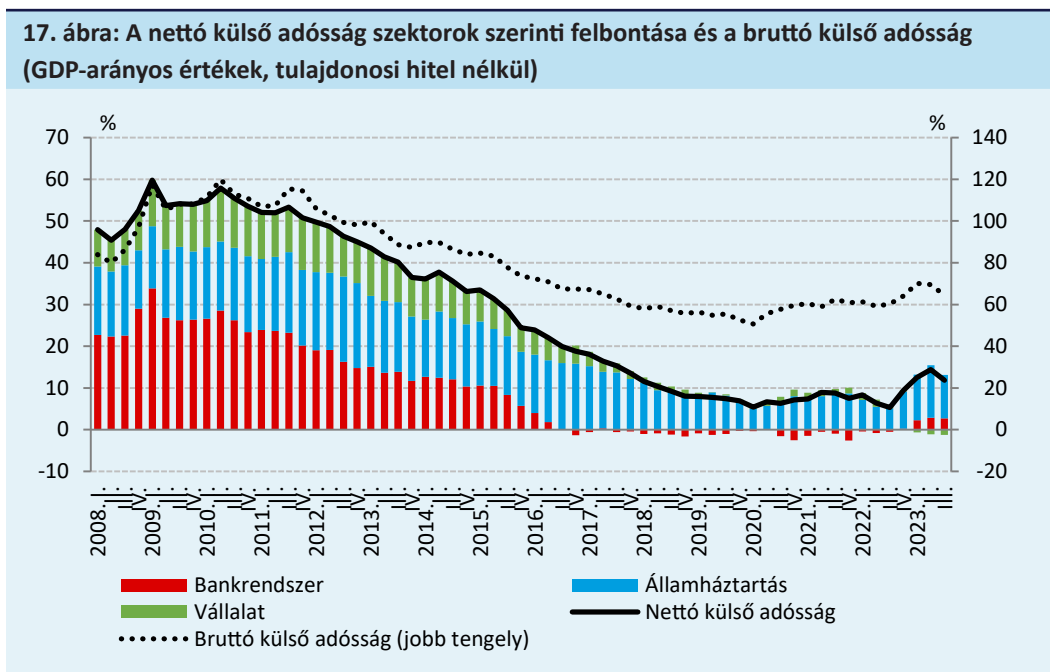
### 3.1. Az adósságmutatók alakulása

A harmadik negyedévben a gazdaság alapfolyamatok szerinti nettó külső adóssága a 2022 végétől tartó emelkedést követően a GDP 11,9 százalékára csökkent. Az adósságtípusú források korábban bemutatott érdemi kiáramlása mellett az állományok átértékelődése is mérsékelte a mutatót, amelyhez a nominális GDP enyhe bővülésének hatása is hozzájárult (16. ábra). Az adósságjellegű forráskiáramlás 0,8 százalékponttal csökkentette a nettó külső adósságot, ami elsősorban az államháztartáshoz kötődött. A 2021-ben és 2022-ben látott – döntően hozamemelkedéshez és árfolyamváltozáshoz köthető – állománycsökkentő hatású átértékelődések korrekciója 2023 első két negyedévében a hozamok mérséklődésével párhuzamosan folytatódott, míg a harmadik negyedévben ennek ellentétes hatása volt megfigyelhető. A nominális GDP emelkedése az előző negyedévhez hasonlóan a harmadik negyedévben is fél százalékponttal mérsékelte a GDP-arányos nettó külső adósságot.



A nettó külső adósságrátája csökkenése elsősorban az államhoz kötődött, de a bankrendszer és a nem-pénzügyi vállalatok adósságmutatója is enyhén javult (17. ábra). Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a GDP 2,2 százalékával csökkent, amelyben elsősorban az állam adósságjellegű forráskiáramlásának hatása (például az MNB eurolikviditást nyújtó swapállományának és diszkontkötvényének csökkenéséhez kapcsolódó nettó adósságcsökkenés) tükröződött. Emellett kisebb mértékben a negyedévben tapasztalt hozam- és árfolyamváltozáshoz köthető átértékelődés is mérsékelte az adósságmutatót. A magánszektor GDP-arányos nettó külső adóssága összességében szintén csökkent: a banki adósságmutató és a vállalatok adósságmutatójának mérséklődése közel azonos mértékű volt. A bankok nettó külső adóssága a külföldi tartozások mérséklődésénél nagyobb követelésnövekedés eredményeként enyhén mérséklődött. Továbbra is fennáll azonban a 2022. év vége óta jellemző állapot, mely szerint a bankrendszer külföldi tartozásai már

meghaladják a külföldi követeléseket, vagyis a szektor nettó adósságmutatoja – a 2017 óta látott negatív, nulla közeli szintje után – továbbra is pozitív tartományban tartózkodik. A vállalatok GDP-arányos nettó külső adóssága 0,1 százalékponttal csökkent: a külföldi követelések növekedtek, ami elsősorban részvények és befektetési jegyek, valamint kötvényvásárláshoz kötődött, de a külföldi tartozások – kereskedelmi hitelekhez kapcsolódóan – is csökkentek. A vállalatok nettó adósságmutatoja a harmadik negyedév végén is enyhén negatív volt, vagyis a külföldi eszközei meghaladták a külföldi tartozások állományát.



**Az ország GDP-arányos bruttó külső adóssága a harmadik negyedév végén a GDP 64 százalékára esett vissza.** Az adósságmutato alakulása a 2022. év végi emelkedést követően 2023 harmadik negyedévében megfordult és 5 százalékponttal mérséklődött, aminek háttérében döntően az államháztartás külföldi adósságállományának csökkenése állt. Az MNB-vel konszolidált államháztartás mutatója – részben az egy évnél nem hosszabb lejáratú tartozás korábban említett csökkenésének hatására – mérséklődött, és a már szintén bemutatott átértékelődés és nominális GDP bővülés hatása is az adósságállomány csökkenése irányába hatottak. A bankrendszer esetében a külföldi tartozások elsősorban a hosszú lejáratú hitelnyújtáshoz kapcsolódóan csökkentek. A vállalatok GDP-arányos bruttó külső adósságának csökkenése mögött a rövid lejáratú kereskedelmi hiteltartozások mérséklődése húzódott meg.

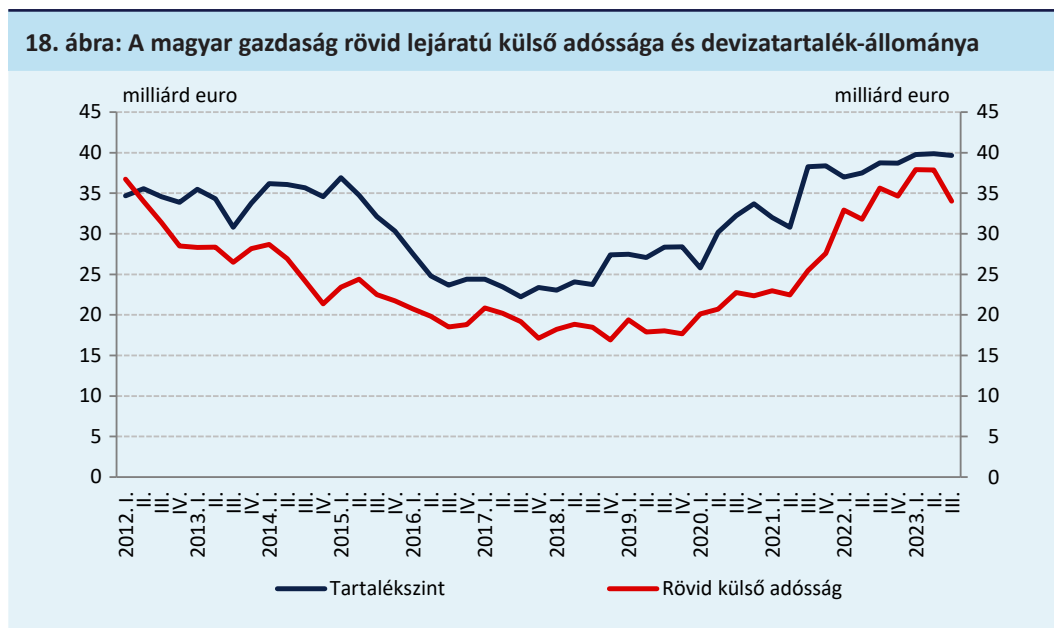
### 3.2. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása

**A nemzetközi tartalékok szintje 2023. harmadik negyedév végén 39,7 milliárd eurót tett ki, amely megfelel az év megelőző időszakában jellemző szinteknek.** A 2023. június végi 39,9 milliárd eurós értéket követően 2023. szeptember végén az MNB nemzetközi tartalékai 39,7 milliárd eurót tettek ki, a tartalékszint a negyedév során stabilan alakult. A tartalékok alakulását több tényező befolyásolta, amelyek közül a legjelentősebbek az alábbiak:

- Az európai uniós források nettó tartaléknövelő hatása 0,5 milliárd euro volt, amely döntően a 2014–2020-as kohéziós források és agrárfinanszírozás beáramlásához köthető, de kisebb mértékben már az új cikusból származó előlegeket is tartalmazott.
- Az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) nettó devizafinanszírozási műveletei összesen 1,1 milliárd euróval növelték a tartalékszintet. Szeptemberben 1,75 milliárd euró értékű devizakötvényt bocsátott ki az ÁKK. Emellett az ÁKK júliusban Euro Commercial Paper Programot indított el, amelynek keretében devizalikviditás-kezelési célú, legfeljebb 1 éves futamidejű instrumentum kibocsátását helyezte kilátásba. Ennek megfelelően szeptemberben sor került 0,5 milliárd euró értékű rövid futamidejű dollárpapír értékesítésére. A devizaforrás-bevonások tartaléknövelő hatását egy devizakötvény-előtörlesztés, az adósságra fizetett devizakamat kiadások, valamint egyéb finanszírozási műveletek egyaránt mérsékeltek.

- A Magyar Államkincstár devizatranzakcióinak tartalécsökkentő hatása 0,7 milliárd euro volt.
- Az egyéb, eurótól eltérő devizában jegyzett tartalékelemek árfolyamának változásából adódó *átértékelődés* közel 0,2 milliárd euróval növelte a tartalékszintet.
- A negyedév végi eurolikviditást nyújtó swapeszkoz kihasználtsága és az igénybe vett nemzetközi repolehívások egyenlege 2023. június végéhez képest csökkentette a tartalékszintet.

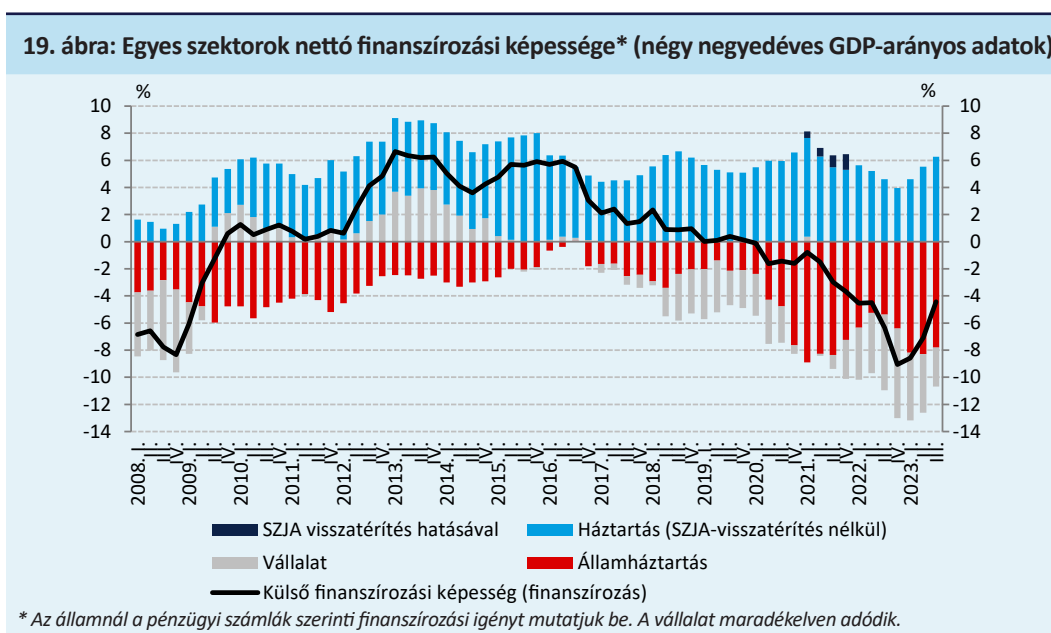
**Az MNB nemzetközi tartalékainak állománya 2023 harmadik negyedévének végén közel 6 milliárd euróval haladta meg a befektetők által kiemelten figyelt rövid lejáratú külső adósság szintjét.** A nemzetközi tartalék szintje 2023. szeptember végén 39,7 milliárd eurót, a rövid külső adósság pedig 34 milliárd eurót tett ki. A jegybank és a befektetők által is kiemelten követett Guidotti-Greenspan mutató feletti többlet a 2023. június végi 2,1 milliárd eurós szintről számottevően emelkedett (18. ábra).



## 4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés

2023 harmadik negyedében a gazdasági szektorok megtakarítás szerinti nettó pozíciója jelentős mértékben javult, amelyhez az összes szektor hozzájárult. Az államháztartás finanszírozási igénye döntően a nominális GDP bővülésének eredményeként enyhén mérséklődött. A háztartások és a vállalatok együttes nettó megtakarítása szintén javult, ami elsősorban a visszafogott fogyasztásra és beruházásra volt visszavezethető, de a növekvő vállalati profitok is támogatták. A lakossági megtakarításokon belül továbbra is nagy a kereslet az inflációvédett állampapírok iránt, de a befektetési jegyek állománya is folyamatos beáramlást mutat, ezzel szemben a háztartási bankbetétek állománya csökkent.

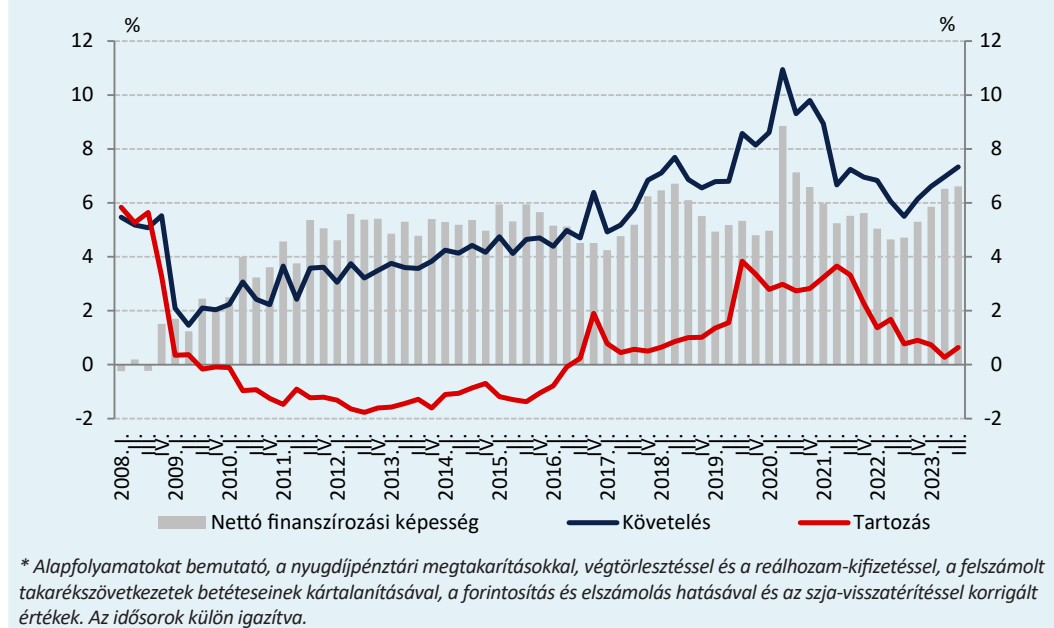
A szektorok megtakarítási folyamatai alapján az állam és a vállalatok csökkenő finanszírozási igénye mellett tovább javult a lakosság nettó pozíciója, így a harmadik negyedévben a gazdaság külső finanszírozási igénye érdemben, a GDP 4,5 százaléka alá mérséklődött (19. ábra). A harmadik negyedévben az államháztartás négy negyedéves hiánya az előző negyedévi enyhe növekedés után a GDP 7,8 százalékára csökkent, amely döntően a nominális GDP növekedésének eredménye. A növekvő nominális jövedelmek, valamint a továbbra is visszafogott lakossági fogyasztás miatt a lakossági nettó megtakarítások az előző negyedévhez képest tovább, 6,3 százalékra emelkedtek, visszatérve a 2021. év végén mért szint közelébe. Ezzel párhuzamosan – a csökkenő belső kereslet eredményeként – a vállalatok is visszafogták a beruházási aktivitásukat és csökkentették készleteiket, ugyanakkor profitjüvedelmeik emelkedtek, így a szektor finanszírozási igénye mérséklődött. Összességében a magánszektor pozíciójának számottevő javulása, illetve az állam kismértékben mérséklődő finanszírozási igénye azt eredményezte, hogy a gazdasági szektorok megtakarítása szerinti külső finanszírozási igény érdemben mérséklődött.



2023 második negyedében az alapfolyamatok szerint a háztartások négy negyedéves nettó pénzügyi megtakarítása enyhén bővült az előző negyedévhez képest, ami a pénzügyi eszközök jelentősebb bővülése és tartozások kisebb mértékű emelkedése mellett következett be (20. ábra). Az MNB közgazdasági megfontolásból az alapfolyamatok szerinti mutatóból az egyedi hatásokat (például a nyugdíjpénztári megtakarítások, végtörlesztés, reálhozam-kifizetés, a felszámolt takarékszövetkezetek betéteseinek kártalanítása, a forintosítás és elszámolás, szja-visszatérítés) kiszűri. Az egyedi hatások a pénzügyi eszközfelhalmozáson, illetve a tartozásokon keresztül a nettó mutatót is befolyásolják, ezért az alapfolyamatokat a bruttó száraz mellett a nettó adatokon is bemutatjuk.

Az alapfolyamatokat megragadó, szezonálisan igazított GDP-arányos mutató szerint a lakosság pénzügyi eszközfelhalmozása a növekvő nominális bérek, valamint a visszafogott fogyasztás, továbbá emelkedő kamatjövedelem eredményeként növekedett. A lakosság GDP-arányos nettó hitelfelvétele – főként az ingatlanhitelek iránti kisebb kereslet, valamint az alacsonyabb egyéb hitelfelvétel eredményeként – továbbra is visszafogottan alakul.

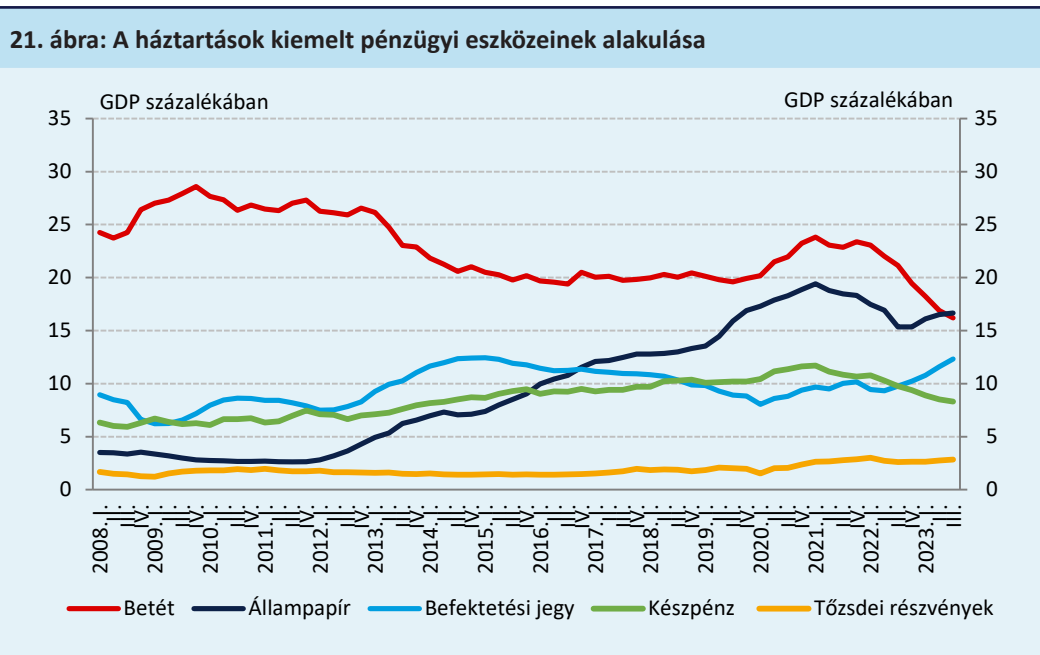
**20. ábra: A háztartások alapfolyamatok szerinti nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított, GDP-arányos korrigált\* adatok)**



**A növekvő pénzügyi eszközfelhalmozáson belül folytatódott az eszköztípusok átrendeződése (21. ábra).**

- A folyószámla- és egyéb betétek állománya – az előző negyedévitől elmaradó mértékben – 100 milliárd forinttal csökkent.
- A harmadik negyedévben a korábbinál visszafogottabb, de továbbra is jelentős volt a háztartások állampapír-kereslete: összességében 450 milliárd forinttal emelkedett a lakosság állampapír-állománya a tranzakciókból eredően. Főként a hosszú lejáratú állampapírok iránt maradt magas a kereslet, míg a rövid lejáratú állampapírok közül a DKJ állománya jelentősen csökkent tranzakciós alapon. Az állampapír-portfólión belül folytatódott, bár érdemben lassult a MÁP+ állampapírok visszaváltása: a harmadik negyedévben a MÁP+ papírok állománya mintegy 200 milliárd forinttal csökkent. A magas inflációval összefüggésben folytatódott az inflációvédett PMÁP-papírok felfutása (részben a MÁP+ felőli történő kiáramlás hatásának is köszönhetően), a harmadik negyedévben a nettó beáramlás így megközelítette a 750 milliárd forintot. Ugyanakkor a BMÁP növekedése lelassult az előző negyedévekhez képest, állománya 50 milliárd forinttal nőtt a negyedév során. Az előző negyedévek lassuló beáramlása után a harmadik negyedévben az euróban denominált PEMÁK-papírokból kiáramlás következett be. A háztartások állampapír-állománya összességében megközelítette a GDP 16,7 százalékát a harmadik negyedév során.
- Az előző negyedévekben a lakosság bankjegy- és érmeállományában tapasztalható csökkenés a harmadik negyedévben megállt: a lakosság minimálisan, 35 milliárd forinttal növelte a készpénztartását, így a háztartások készpénzállománya a GDP 8 százalékát tette ki.
- A második negyedévi – szociális hozzájárulási adó szabályozás miatti – megugrás után a befektetési jegyek állomány-növekedése tovább folytatódott, és az első negyedévhez hasonlóan jelentős mértékű, 500 milliárd forintos beáramlást mutatott a harmadik negyedévben is. A háztartások 2022. második felétől érdemben növelték a befektetési alapokban elhelyezett pénzügyi vagyონukat.





## 5. Külső egyensúly javulása a pénzügyi válság utáni folyamatok tükrében

Kiemelt témánkban az elmúlt évtizedek két meghatározó válságperiódusát vetjük össze elsősorban a külső egyensúlyi folyamatok szempontjából. Ugyanis mind a 2008-as pénzügyi válság, mind a 2022-es energiaválság jelentős hatással volt a magyar gazdaság külső egyensúlyi helyzetére. A folyó fizetési mérleg nagymértékű javulásának hasonlósága ellenére azonban – a folyamatokat közelebbről megvizsgálva – jelentős különbségeket is felfedezhetünk a két időszak között. A pénzügyi válság előtt a magyar gazdaság sérülékenysége a magas külső és belső eladósodottságnak köszönhetően kritikus szinten volt, ami a válság hatására szigorodó finanszírozási feltételekkel, növekvő munkanélküliséggel összefüggésben a gazdaság elhúzódó és mély válságához vezetett. Ezzel szemben az energiaválságot megelőzően a külső sérülékenységünk jóval kedvezőbb volt, továbbá az energiaárrobbanás és a háború külső sokkjának nyomán bekövetkező külső egyensúly romlása is csak átmeneti volt, mivel a nyersanyagárak normalizálódása önmagában nagyban javította a folyó fizetési mérleg egyenlegét, aminek hatását kiegészítette a belső kereslet infláció miatti visszaesése. A belföldi szektorok alkalmazkodása ugyanakkor erős hasonlóságot mutat a 2008-as pénzügyi válság folyamataival: a külső egyensúly romlásában mindkét időszakban szerepe volt a fogyasztás növekedésének, amit a belső keresleti tételek korrekciójának jelentős külső egyensúlyjavító hatása követett.

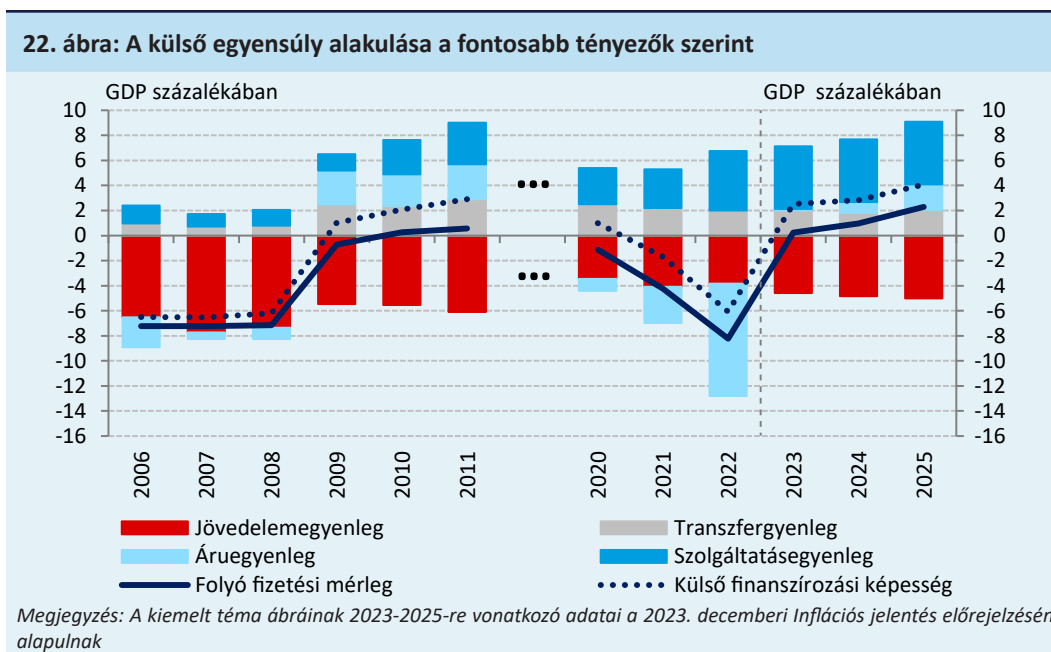
### 5.1. A gazdaság eltérő kiindulási szerkezete

**A 2008-as válságot megelőzően hazánk gazdaságpolitikája külföldi devizában denominált hitelekkel finanszírozott, fogyasztásra is alapozó növekedési modellre épült.** A gazdaságszerkezetben meghatározó fogyasztás magas importtartalma révén érdemben hozzájárult a külkereskedelmi egyenleg hiányának tartós fennmaradásához, miközben a külföldi vállalatok profitja és a növekvő kamatkidadások magasan tartották a jövedelemegyenleg hiányát. Az akkor még nemrég bekövetkezett EU-csatlakozás miatt a pénzügyi válságot megelőző években az EU-transzferek alacsony felhasználásával összefüggésben a transzferegyenleg sem javította érdemben a külső egyensúlyi pozíciókat. Mindez ahhoz vezetett, hogy a 2000-es évek eleje és a pénzügyi válság között a GDP 6–8 százalékát tette ki a gazdaság finanszírozási igénye.

**A pénzügyi válság előtt felépült súlyos egyensúlytalanságok érdemben hozzájárultak a sérülékenység növekedéséhez és a gazdasági válság elmélyüléséhez.** A növekvő munkanélküliség, a hitelpiac beszűkülése, illetve forintgyengülés devizahitelekre gyakorolt törlesztőrészlet-ugrása miatt csökkent az elkölthető jövedelem. Az ennek következtében visszaeső belső kereslet, illetve az ezzel összefüggésben csökkenő beruházás mérsékelte az importot, jelentősen javítva a külkereskedelmi egyenleget (22. ábra). A külső és belső kereslet csökkenése visszafogta a vállalati profitokat, ami a pénzügyi válság évében a jövedelemegyenleg érdemi javulását eredményezte. Ezzel párhuzamosan a 2004-es Európai Unió csatlakozást követően hazánk az új hétéves költségvetés ciklus keretéből is egyre több forrást tudott lehívni és felhasználni, ami szintén javította az egyensúlyi pozíciókat. Mindezek eredőjeként a korábban jellemző, 7 százalékot meghaladó folyó fizetési mérleg hiányt követően 2008-ban az egyenleg értéke megközelítette az egyensúlyi értéket (GDP –0,7 százaléka), a nettó külső finanszírozási képesség pedig egyenesen többletbe is fordult (GDP 1 százaléka).

**A pénzügyi válság előtt jellemző folyamatokkal szemben a 2022-es energiaválságot megelőzően a külső sérülékenységünk jóval kedvezőbb képet mutatott.** Bár az állam eladósodottsága a járvány kezelésével összefüggésben érdemben emelkedett, a magángazdaság eladósodottsága, illetve annak devizális szerkezete egészségesnek volt mondható. 2016-ot követően elsősorban a beruházások növekedése járult hozzá a az import bővülésén keresztül az áruegyenleg folyamatos csökkenéséhez (aminek hatására a magyar gazdaság beruházási rátája az egyik legmagasabb lett Európában), a fogyasztás reálnövekedése jellemzően összhangban volt a jövedelem (GDP) bővülésével. Azonban a 2022-es évben a jelentős rendkívüli jövedelmi többlet következtében meglódult fogyasztás is nagyban hozzájárult a folyó fizetési mérleg hiányának növekedéséhez. Emellett a globális kereskedelem súrlódásai („chiphány”), illetve az orosz-ukrán háború hatásai is mérsékeltek a nettó exportot. Ezen hatásokat részben ellensúlyozta a szolgáltatás- és a transzferegyenleg magas (bár a járvány előtti szintektől kezdetben még elmaradó) többlete. Érdemes megemlíteni, hogy a jövedelemegyenleg hiánya is alacsonyabb volt a pénzügyi válság éveire viszonyítva, ami a kisebb vállalati profitok mellett a 2008-as szinthez képest visszaesett külső eladósodottságnak köszönhető alacsonyabb kamatkidadásokkal volt összefüggésben.

Az energiaválság 2021-22-ben a cserearányokon keresztül közvetlenül rontotta a folyó fizetési mérleget, majd 2023-ban a beinduló alkalmazkodás és az energiaárak normalizálódása eredményeként a külső egyensúly gyorsan helyreállt. A pénzügyi válsággal összevetve több szempontból is kedvezőbb helyzetben érték a hazai gazdaságot az energiaválság nyomán fellépő külső sokkhatások. Az energiaárak emelkedése a megugró, majd normalizálódó energiainporton keresztül csak átmenetileg rontotta a külkereskedelmi áruegyenleget, ami így hosszabb távon ismét többletbe fordulhat. Ezzel párhuzamosan a szolgáltatás- és a transferegyenleg továbbra is stabilan magas többlete érdemben hozzájárult a külső egyensúlyi pozíciókhoz. Hosszabb távon viszont a fentiekkel ellentétes irányba hat, hogy az alacsony színtről enyhén bővülő külső eladósodottság hatására a kamatkidadások, illetve a profit által is húzott infláció mellett a vállalati profitok várhatóan a jövedelemegyenleg hiányának növekedését eredményezik. Ezzel együtt is a folyó fizetési mérleg egyenlege 2023-ban ismét többletbe fordul, majd az előrejelzési horizonton tovább javul (22. ábra).

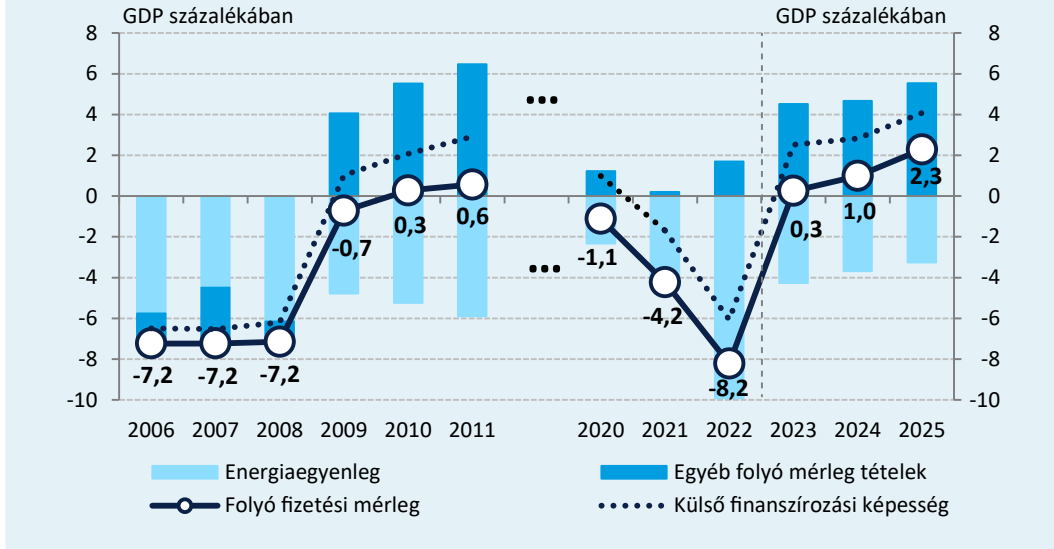


## 5.2. Az energiaegyenlegnek kiemelt szerepe volt

A 2008-as pénzügyi válság hatására bekövetkező mély és tartós keresletcsökkenés az energiaegyenleg magas hiányát is jelentősen csökkentette, de a válság után a nettó energiainport ismét növekedési pályára állt. Az energiaegyenleg hiánya a pénzügyi válság előtt a GDP 6 százalékát is elérte, ami az energiaválság előtti GDP 4 százalék körüli szinttel összevetve magasnak mondható, de – mint a fentiekből látszik – nem ez kényszerítette ki a folyó fizetési mérleg alkalmazkodását. Ezt az is mutatja, hogy a 2008 utáni gazdasági visszaesés hatására a nettó energiainport a GDP 5 százaléka alá csökkent, majd a beinduló gazdaság bővülés hatására ismét növekedésnek indult.

2022-ben a fentiekkel szemben a folyó fizetési mérleg hiány átmeneti megugrása az energiahordozók egyenlegének visszaeséséhez kötődött. A nettó energiainport növekedésének folyamata az emelkedő olaj- és gázáraknak köszönhetően már 2021 őszén kezdődött. Emellett ekkor még az energiahordozók nélküli áruegyenleg is hozzájárult a folyó fizetési mérleg egyenlegének romlásához, ami a globális félvezetőhiány és az orosz-ukrán konfliktusból eredő termelési láncok súrlódása miatt csökkenő gépjárműexportra vezethető vissza, ugyanakkor a jelentős jövedelemkiáramlás miatti magas fogyasztás- és beruházásbővülés is hozzájárult. Idén a külső egyensúly számottevő mértékű javulását elsősorban a külkereskedelmi egyenleg növekedése okozza, amelynek többlete GDP-arányosan is fokozatosan emelkedik (23. ábra). E mögött az energiaárak csökkenésének kedvező hatása, a belföldi szektorok jelentős alkalmazkodása (a lakossági fogyasztás és a beruházás visszaesése az import lassulásának irányába hatottak), valamint a jármű- és akkumulátorgyártás exportjának bővülése áll.

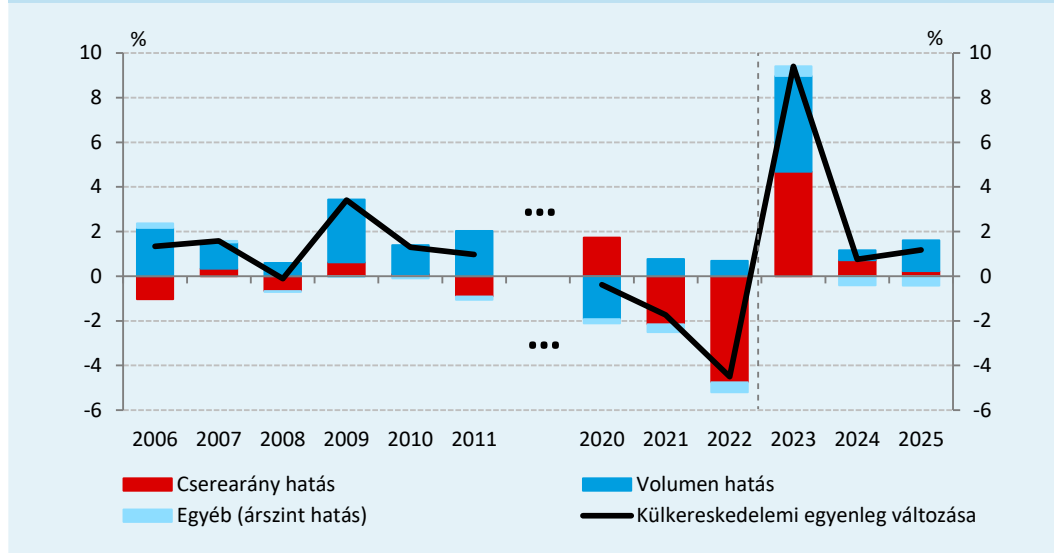
**23. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulása az energiaegyenleg és egyéb tételek szerint**



### 5.3. 2023-ban a cserearány és a volumen is nagyobb mértékben javította az egyensúlyt

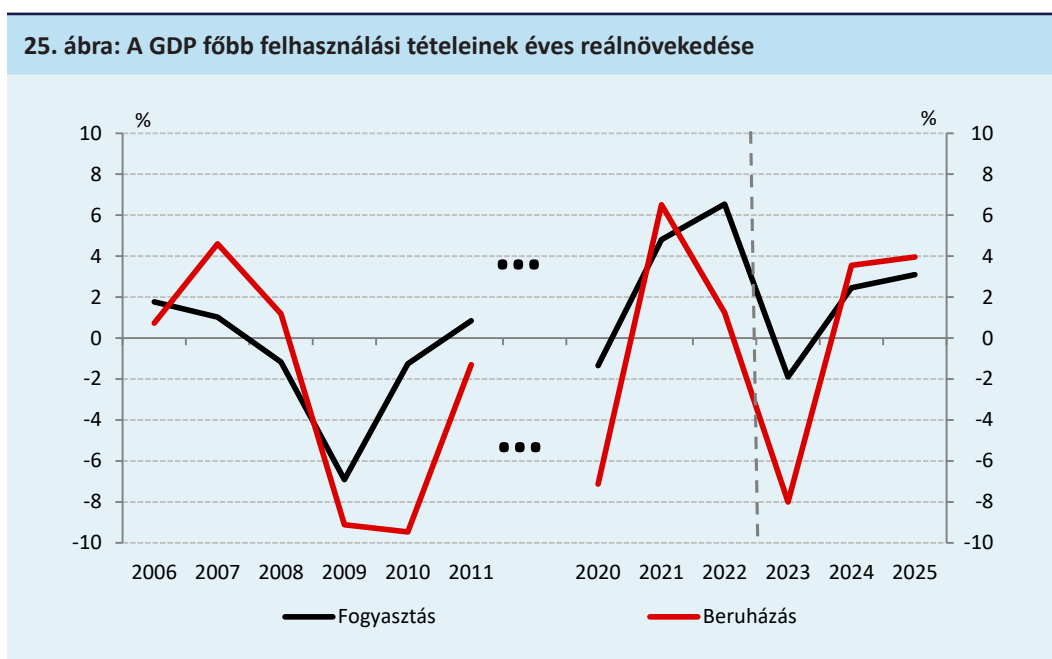
Míg a tavalyi év jelentős külkereskedelmi egyenleg romlása elsősorban a cserearányok kedvezőtlen változásához kötődött, addig a pénzügyi válság során az áraknak nem volt hasonlóan jelentős hatása. Ezzel szemben a volumenhatás mindkét vizsgált időszakban – nagyjából hasonló mértékben – a javulás irányába hatott. Az energiaegyenlegben megfigyelt változásokat tükrözi a külkereskedelmi egyenleg árhatásra és volumenhatásra történő bontása is. A pénzügyi válság során az olaj- és az ezzel szorosan együttmozgó gázárak 2008-ban enyhén rontották, majd 2009-ben ezzel közel megegyező mértékben javították a külső egyensúlyi pozícióikat. Ezzel párhuzamosan a belső kereslet csökkenésével összefüggésben visszaeső import a meguró volumenhatáson keresztül érdemben hozzájárult a külkereskedelmi egyenleg javulásához. Az energiaárak emelkedése ezzel szemben már az energiaválságot megelőzően 2021-ben a cserearányok számottevő romlásához vezetett, ami 2022-ben csak fokozódott, amikor az olajáraktól elszakadó gáz- és áramárak soha nem látott csúcsokra emelkedtek. Az energiapiacok normalizálódásának eredményeként 2023-ban a cserearányhatás korrigálódott, érdemben javítva a külkereskedelmi egyenlegünket (24. ábra). Ezzel párhuzamosan a csökkenő belső kereslet, az energiafogyasztás alkalmazkodása, valamint a felfutó akku- és járműgyártás a volumenhatás növekedésével járt, így hasonló mértékben járult hozzá a külkereskedelmi egyenleg emelkedéséhez, mint a pénzügyi válság időszakában.

**24. ábra: A külkereskedelmi egyenleg felbontása ár- és volumenhatásra**



## 5.4. A keresletviSSzaesés kevésbé súlyos és csak átmeneti

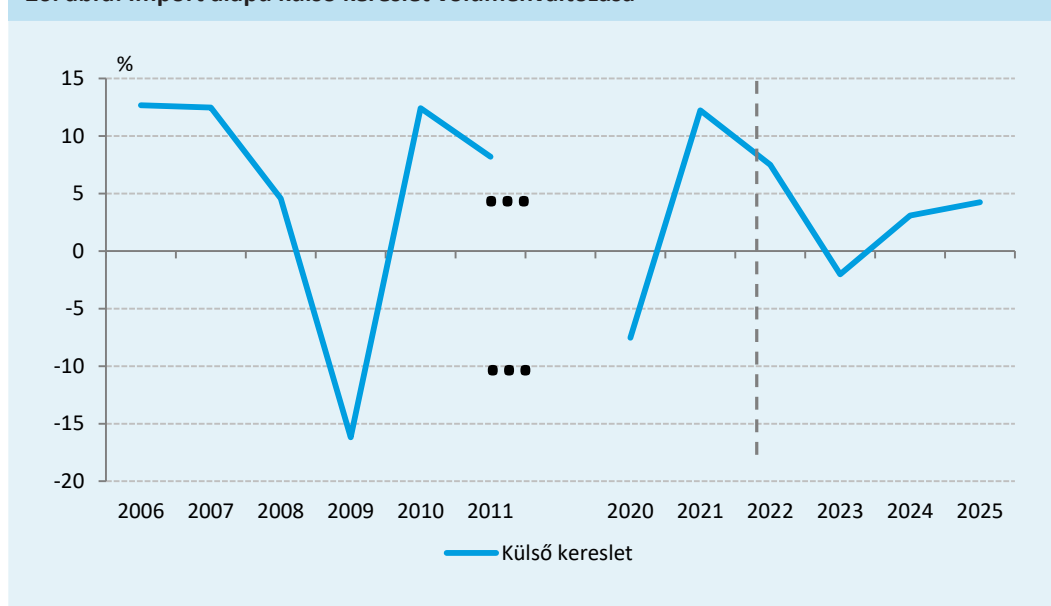
A pénzügyi válság után egy hosszú alkalmazkodási folyamat indult el, ami a belső kereslet többéves visszaesését eredményezte – az energiaválságot követően megemelkedett infláció hatására szintén jelentősen visszaesett a belső kereslet, azonban az infláció visszaesése mellett várható reálbérnövekedéssel 2024-től újra megindulhat a gazdasági növekedés (25. ábra). A pénzügyi válság előtt a magyar gazdaság rendkívül sérülékeny volt. A magas költségvetési hiány következtében emelkedő forint hozamfelárak a devizahitelezés felé tölték a magángazdasági szereplőket, amely folyamatok összességében a külső eladósodás bővülésén keresztül a sérülékenység drasztikus növekedéséhez vezettek. A pénzügyi válság kövekeztében megugró devizahitel-kamatok az elkölthető jövedelem csökkenését eredményezték, amit a súlyos pénzügyi helyzetben lévő kormányzat nem tudott kompenzálni. Ezen folyamatok eredményeként a hitelezés beszűkült, ami a fogyasztás és beruházás hosszan tartó és mély visszaesésével járt. A pénzügyi válság idején tehát a belső és a külső egyensúlytalanság együttes alkalmazkodása hosszú évekig korlátozta a magyar gazdaság növekedési lehetőségeit. 2022-ben a költségvetés lakosságnak juttatott pénzügyi transzfereinek is köszönhetően a fogyasztás erőteljesen bővült. A megnövekedett kereslet, illetve az energiaárrobbanás hatására felpörgő infláció 2022. év második felétől a reálbérek – európai átlagot érdemben meghaladó – csökkenésével járt együtt. A mérséklődő jövedelmek hatására visszaeső belső kereslet 2023-ban a fogyasztás és beruházás csökkenését eredményezte – vagyis a külső egyensúly jelentős részben csak a gazdasági növekedés visszafogása árán tudott megvalósulni. Az infláció eddigi és várhatóan folytatódó mérséklődése mellett azonban a 2024-től ismét emelkedő reálbérek hatására a növekedés belső motorjai fokozatosan, de helyreállhatnak.



## 5.5. A külső kereslet csökkenésének csak enyhe a hatása

A külső kereslet alakulása a pénzügyi válság idején jelentős visszaesést mutatott, ami gyorsan korrigálódott, míg 2023-ban csak enyhe volt a csökkenés, viszont a következő években is visszafogott lehet (26. ábra). Az import alapú külső kereslet fő felvevő piacaink áru- és szolgáltatásimportjának volumenét mutatja, amivel jól megragadható a külkereskedelmi partnereink konjunkturális feltételei, és ezen keresztül az exportra termelő szektor lehetőségei. A pénzügyi válság során egy erőteljes visszaesés volt tapasztalható, amit gyors korrekció követett, vagyis a külső tényezők támogatták az exporton keresztüli gyors helyreállást. Ezzel szemben az elmúlt éveket folyamatosan gyengülő külső kereslet jellemezte, amiben az elhúzódó háború mellett a növekvő geopolitikai feszültségek és a kínai gazdaság lassulása is szerepet játszott. Az elkövetkező években enyhén gyorsulhat a külkereskedelmi konjunktúra, azonban továbbra is visszafogott lehet, ami nagyobb kihívások elé állíthatja a hazai ágazatokat. A korábban jelentős beruházásoknak és FDI-beáramlásnak köszönhetően ugyanakkor a jövőben is tovább emelkedhet a magyar gazdaság exportpiaci részesedése, ezzel is támogatva a külső egyensúly további javulását.

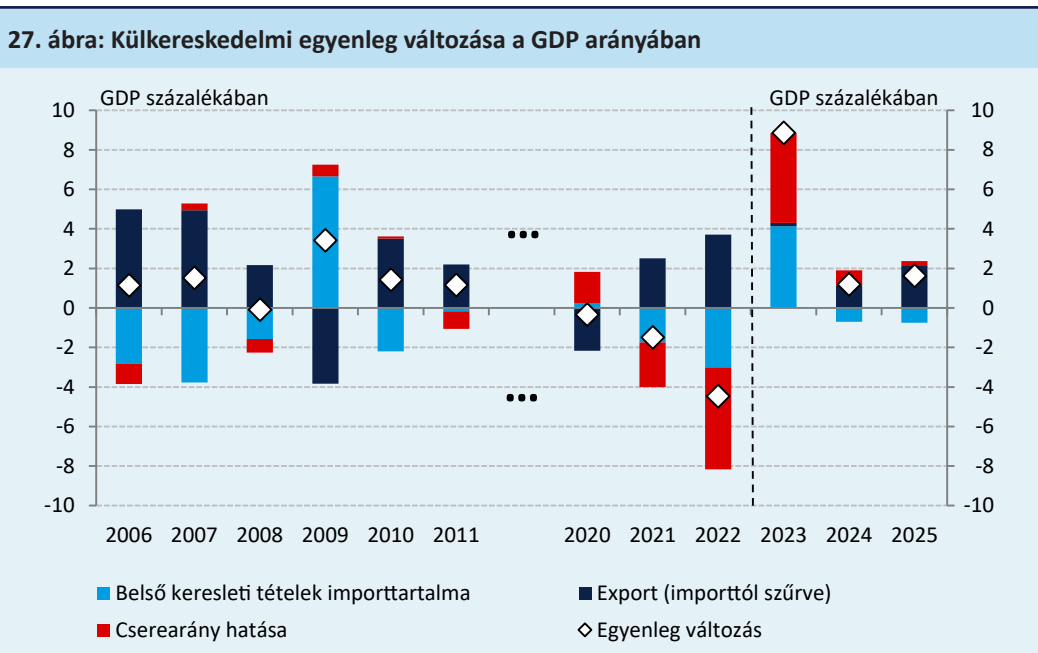
26. ábra: Import alapú külső kereslet volumenváltozása



### 5.6. A tartós egyensúlyjavuláshoz vezető út az export bővülésén keresztül vezet

A pénzügyi válság időszakában a külkereskedelmi egyenleg javulását visszafogta az export alakulása – ezzel szemben 2023-ban azért is lehetett sokkal jelentősebb a külkereskedelmi egyenleg növekedése, mert – a cserearány javulása mellett – az év első felében az export is enyhén javította azt. A pénzügyi- és az energiaválság közötti különbségek és hasonlóságok a külkereskedelmi egyenleg változásában is tetten érhetőek (27. ábra). 2008 előtt az áru és szolgáltatás-egyenleg csökkenő hiánya érdemben javította a folyó fizetési mérleget, amit a kedvező világgazdasági környezet által hajtott élénk export vezérelt. Ezzel párhuzamosan a belső kereslet bővülése az import növekedésében tükröződött. A pénzügyi válság azonban megfordította a folyamatokat: a visszaeső külső kereslet az importtól szűrt exportot rontotta, míg a csökkenő belső felhasználás hatására zuhanó import érdemben javította a külkereskedelmi egyenleget. A kiinduló állapot hasonló volt az energiaválság előtti időszakban is: a kedvező külgazdasági helyzet az export élénkülésében, míg az erős belső kereslet az import növekedésében tükröződött. Mivel e két hatás csaknem kioltotta egymást, így ezek eredője az energiaárak elszállása miatti cserearány-hatást csak kismértékben tudta tompítani. A válságot követő évben az árak normalizálódása javította a külkereskedelmi egyenleget, a javuláshoz a visszaeső belső kereslet közel hasonló arányban járult hozzá. 2024-től a normalizálódó globális kereskedelem, illetve a termőre forduló beruházások miatt várhatóan bővülő exportpiaci részesedés hatására az export növekedése – hasonlóan a pénzügyi válság időszakához – ismét javíthatja az áru egyenleget, miközben az erősödő belső kereslet kismértékben az ellenkező irányba hat.

Össességében elmondható, hogy (a pénzügyi válsághoz hasonlóan az energiaválságot követő időszakban is) a fenntartható módon bővülő belső kereslet alapfeltétele a folyó fizetési mérleg stabilizálódásának. Tehát a külső egyensúlyhoz a belső folyamatoknak kiegyenlítettnek kell lenniük, a fogyasztás csak a jövedelembővüléssel összhangban növekedhet. Azonban a külső egyensúlyi folyamatok tartós javulásához a fentiekben túl a helyreálló külpiaci konjunktúra mellett a hazai gazdaság versenyképességének növelésére is szükség van – ugyanis csak így biztosítható az export tartós növekedése, ami a fenntartható és egyensúlyi gazdasági növekedés kulcseleme.



# Ábrák jegyzéke

1. ábra: A külső finanszírozási képesség tényezőinek* alakulása (négy negyedéves értékek és negyedéves szezonálisan igazított folyó fizetési mérleg a GDP arányában) .....	7
2. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában) .....	8
3. ábra: Az export és import éves reálnövekedése .....	8
4. ábra: A belföldi felhasználás éves növekedési üteme és a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása .....	9
5. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás) .....	9
6. ábra: A jövedelemegyenleg* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában) .....	10
7. ábra: A transzferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában) .....	11
8. ábra: A régiós országok négy negyedéves külső finanszírozási képessége (a GDP arányában) .....	11
9. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos értékek) .....	12
10. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók) .....	13
11. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók) .....	13
12. ábra: A nettó portfólió részvény és befektetési jegy követelések alakulása (kumulált tranzakciók) .....	14
13. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása .....	14
14. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának és követelésének változása 2008 elejétől (kumulált tranzakciók) .....	15
15. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásának felbontása (kumulált tranzakciók) .....	15
16. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői (tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos értékek) .....	16
17. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül) .....	17
18. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya .....	18
19. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége* (négy negyedéves GDP-arányos adatok) .....	19
20. ábra: A háztartások alapfolyamatok szerinti nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított, GDP-arányos korrigált* adatok) .....	20
21. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása .....	21
22. ábra: A külső egyensúly alakulása a fontosabb tényezők szerint .....	23
23. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulása az energiaegyenleg és egyéb tételek szerint .....	24
24. ábra: A külkereskedelmi egyenleg felbontása ár- és volumenhatásra .....	24
25. ábra: A GDP főbb felhasználási tételeinek éves reálnövekedése .....	25
26. ábra: Import alapú külső kereslet volumenváltozása .....	26
27. ábra: Külkereskedelmi egyenleg változása a GDP arányában .....	27





# Bethlen Gábor

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

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

A Bethlen uralkodása előtti huszonöt év külső és belső háborúskodással telt el, ami a lakosság számának jelentős csökkenésével járt. Bethlen türelemmel látott hozzá a belpolitikai helyzet stabilizálásához, hatalmának megszilárdításához és Erdély újjáépítéséhez. Központosított államszervezetet alakított ki, ezzel párhuzamosan arra törekedett, hogy megszilárdítsa a fejedelemség pénzügyi helyzetét. A kincstári jövedelmekről pontos összeírást készíttetett, felülvizsgáltatta az 1588 óta nyújtott birtok- és vagyonadományozásokat, és csak azokat erősítette meg, melyeket az ország szolgálatában szerzett érdemekért juttattak.

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

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

**FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS**

2023. január

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.