



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2019
ÁPRILIS

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2019
ÁPRILIS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8693 (nyomtatott)

ISSN 2064-874X (on-line)

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

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

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

Az elemzés Virág Barnabás monetáris politikáért és közgazdasági elemzésekért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt a Monetáris politika és pénzügyi elemzés igazgatóságán készült. A jelentés készítésében részt vettek: Boldizsár Anna, Csom-Bíró Gabriella, Csontos Orsolya, Kékesi Zsuzsa, Kicsák Gergely, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter, Simon Dániel, Sisak Balázs és Végh Noémi. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2019. március 26-áig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

Összefoglaló

A magyar gazdaság külső sérülékenysége 2018-ban tovább csökkent. A folyó fizetési mérleg és a külső finanszírozási képesség változatlanul többletet mutatott. Az EU-transzferek jelentős felhasználása és a korábbi éveket meghaladó működőtőke-beáramlás mellett dinamikus emelkedett a beruházások értéke, amíg a gazdaság nettó és bruttó külső adósságrátái tovább csökkentek. Magyarország külső finanszírozási képessége továbbra is meghaladja a régiós országokban jellemző értékeket.

A folyó fizetési mérleg többlete a GDP 0,5 százalékát, amíg a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 2,2 százalékát tette ki. A korábbiaknál kisebb szufficit a külkereskedelmi többletre vezethető vissza, amit kettős hatás alakított: amíg az áruegyenleg – döntően az importintenzív beruházások emelkedése, illetve részben a fogyasztásbővülés és az emelkedő olajárak miatt – mérséklődött, addig a szolgáltatásegyenleg magas szinten alakult. A külkereskedelmi egyenleg régióban jellemző csökkenése ellenére hazánk külkereskedelmi többlete továbbra is magas, és meghatározó jelentőségű a kedvező külső egyensúlyi pozícióban. A folyó fizetési mérleget támogatta a jövedelemegyenleg hiányának – főként a külföldre fizetett kamatokhoz köthető – mérséklődése. A finanszírozási képességet növelte, hogy az EU aktuális költségvetési ciklushoz tartozó források felhasználása tovább emelkedett.

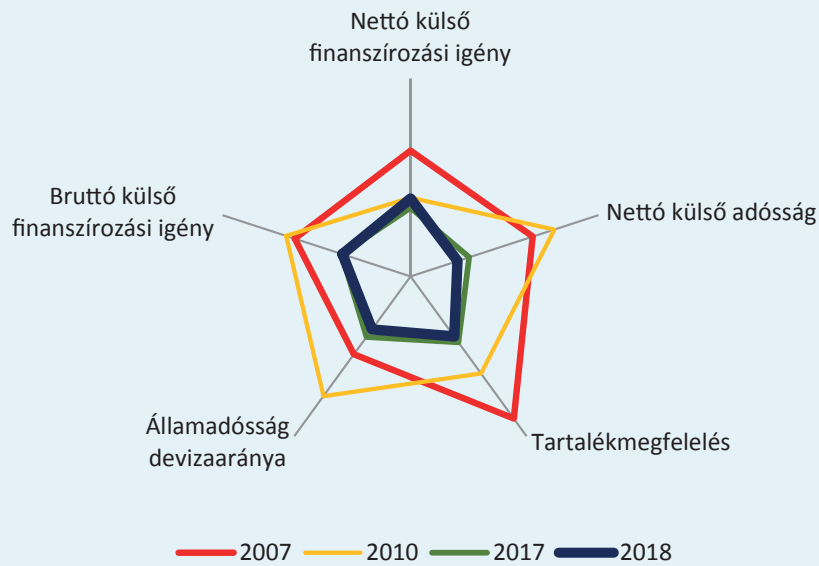
2018-ban a nettó külső adósság folytatódó csökkenése és a jelentős mértékben bővülő közvetlentőke-befektetés hatására a gazdaság forrásszerkezete stabilabb finanszírozás irányába mozdult. A nettó FDI-beáramlás 3,7 milliárd eurós összege jelentősen meghaladta az előző években megfigyeltet, és érdemben támogatta a beruházások bővülését. A közvetlentőke-beáramlásban továbbra is jelentős szerepet játszott a Magyarországon megtermelt vállalati jövedelmek nagyarányú újrabefektetése.

Folytatódott a nettó külső adósságráta mérséklődés, ami 2018 végére újabb historikus mélypontra, a GDP 8 százalékára csökkent. A nettó külső adósság csökkenése főként az államnál és a bankoknál következett be. Az állam nettó külső adósságának csökkenése elsősorban az EU-transzferek felhasználásához kapcsolódóan emelkedő devizatartalékhoz kötődött, aminek hatását mérsékelte, hogy a külföldiek állampapír-állománya enyhén emelkedett. A bankrendszer forráskiáramlása főként a külföldi követelések bővülése mellett valósult meg, így a bankok külfölddel szembeni követelése 2018 végén is meghaladták külső tartozásaik értékét. A bruttó külső adósság a GDP 57 százalékára mérséklődött. Az ország külső sérülékenysége szempontjából kiemelkedően fontos rövid külső adósság 2018 végén 17 milliárd euróra csökkent, amíg a nemzetközi tartalékok szintje 27 milliárd euro fölé emelkedett. Így a tartalék szintje több mint 10 milliárd euróval haladta meg a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet.

A nettó finanszírozási képességet a szektorok megtakarítási pozíciója szerint vizsgálva a 2018-as mérséklődése ellentétes folyamatok eredőjeként alakult ki. A vállalatok bővülő beruházási aktivitása mellett a szektor finanszírozási igénye érdemben emelkedett. Ennek hatását éves szinten a lakosság pénzügyi megtakarításának emelkedése tompította. A lakosság állampapír-vásárlása tovább folytatódott az év során, és 2018 végére az államadósság közel 20 százalékát közvetlenül finanszírozta a lakosság, amíg a pénzügyi közvetítőkön (pl. befektetési alapokon) keresztül tartott állampapírokat is figyelembe véve a lakossági finanszírozás 30 százalék közelébe emelkedett, jelentősen támogatva a külső sérülékenység csökkenését. Az államháztartás hiánya 2018-ban is az elmúlt évek visszafogott szintje körül alakult, amit a kamatkadások további mérséklődése is támogatott.

Magyarország külső egyensúlyi folyamatai 2018-ban is általában javultak (1. ábra – a középponthez közelebbi értékek – praktikusán a „háló” összehúzódása – jelzik az adott mutató szerint kisebb sérülékenységet). Egyedül a külső finanszírozási képességben figyelhető meg enyhe romlás, ami elsősorban a beruházások dinamikus emelkedéséhez kapcsolódó importvonzat miatt mérséklődött. A nettó pozíció ugyanakkor továbbra is jelentős többletet mutat, így folytatódott a GDP-arányos nettó és bruttó külső adósság csökkenése is. A tartalékmegfelelés a rövid külső adósság csökkenése és a devizatartalék emelkedésének köszönhetően is javult. A rövid külső adósság mérséklődése ellenére az alacsonyabb finanszírozási képesség miatt 2018-ban nem csökkent tovább a bruttó finanszírozási igény. A bővülő lakossági megtakarítás mellett tovább nőtt a háztartások állampapír-állománya, ami támogatta az államadósságon belüli devizaarány folytatódó csökkenését.

1. ábra: Magyarország külső egyensúlyi helyzetének összefoglaló ábrázolása



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

A jelentés speciális témájában hazánk külső egyensúly-mutatóinak alakulását hasonlítjuk össze a régiós országok folyamataival. Magyarország külső finanszírozási képessége 2018-ban is meghaladta a régiós (valamint az Európai Unió) országok átlagát, ami elsősorban a lakosság régióban jellemzően magasabb megtakarításával magyarázható. A régiós országok többségében főként az áruegyenleg csökkenéséhez köthetően mérséklődött a folyó fizetési mérleg egyenlege. Amíg Magyarországon a folyó fizetési mérleg többletének csökkenését részben ellensúlyozta az EU új költségvetési ciklusához tartozó források beáramlása, addig a régió többi országában – Lengyelország kivételével – nem volt jellemző a transzfer-egyenleg javulása. A közvetlentőke-beáramlás GDP-arányos értéke Magyarországon meghaladta a régiós átlagot. A tartózásmutatók további mérséklődése mellett hazánk nettó külső adóssága már elmarad a lengyel és szlovák mutatóktól is.

Tartalom

1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg	8
1.2. Jövedelemegyenleg	12
1.3. Transzferegyenleg	15
2. Finanszírozási megközelítés	17
2.1. Nem adósság jellegű források	19
2.2. Adósságjellegű források	20
3. Állományi mutatók alakulása	23
3.1. Nettó külső tartozás	23
3.2. Nettó külső adósság	24
3.3. Bruttó külső adósság	26
3.4. Rövid külső adósság és bruttó finanszírozási igény	27
3.5. Tartalékmegfelelés	28
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés	31
4.1. Államháztartás	31
4.2. Háztartási szektor	35
4.3. Vállalati szektor	37
5. Nemzetközi összehasonlítás	40
5.1. Finanszírozási képesség	40
5.2. A külső finanszírozási képesség és reálgazdasági tényezői	42
5.3. Finanszírozás oldali folyamatok	46
5.4. Megtakarítás oldali folyamatok	48
5.5. Külső tartozásmutatók	50
Ábrák és táblázatok jegyzéke	54

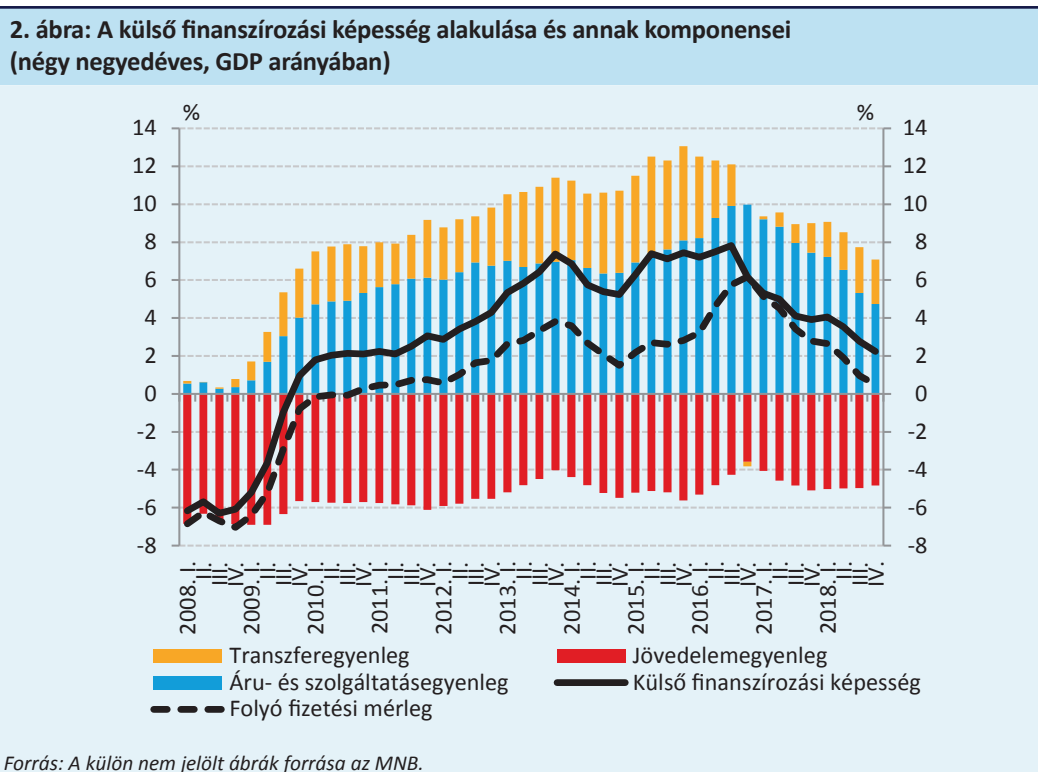
Keretes írások jegyzéke

1. keretes írás: A GDP és GNI közötti eltérés	14
2. keretes írás: A külső adósság alakulása különböző szempontok szerint	26
3. keretes írás: A magánszektor banki hiteleinek és betéteinek alakulása	36

1. Reálgazdasági megközelítés

A folyó fizetési mérleg többlete mellett a reálgazdasági megközelítés szerint számított finanszírozási képesség a GDP 2,2 százalékát tette ki 2018-ban. A külkereskedelmi egyenletet 2018 folyamán kettős hatás alakította: az áruegyenleg csökkenésében elsősorban az importintenzív beruházások emelkedése játszott szerepet, ennek hatását azonban tompította a szolgáltatásegyenleg stabil többlete. A nyersanyagárak emelkedésével összhangban az év során a volumenváltozás mellett a cserearány alakulása is egyre inkább a külkereskedelmi egyenleg mérséklődése felé hatott. A jövedelemegyenleg 2018 negyedik negyedében enyhén javult a külföldre fizetett kamatok csökkenésének köszönhetően. Az év egészét tekintve a külföldi vállalatok profitjának mérséklődése is a finanszírozási képesség és a folyó fizetési mérleg növekedése felé hatott. Mindezeknek köszönhetően a GDP és a GNI közötti eltérés enyhén mérséklődött az év során. A négy negyedéves GDP-arányos transzferegyenleg 2018 végén nem változott érdemben, azonban éves szinten bővülés volt megfigyelhető az EU új, 2014–2020-as költségvetési ciklusához tartozó, mintegy 4 milliárd euro értékű forrásbeáramlásának köszönhetően.

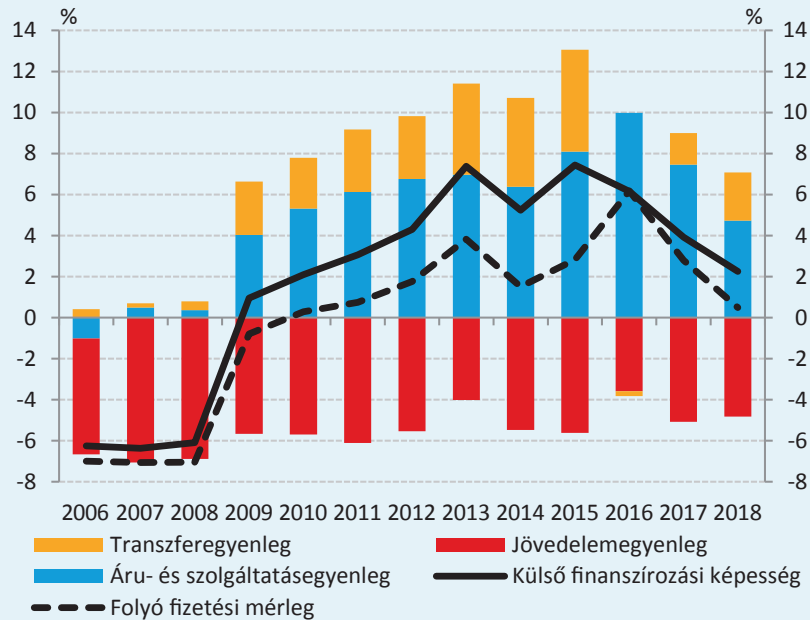
A reálgazdasági megközelítés alapján a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége 2018 negyedik negyedében a GDP 2,2 százalékát tette ki (2. ábra). A szezonálisan igazítatlan adatok szerint a negyedik negyedévben a külső finanszírozási képesség 100 millió euro volt, ami a folyó fizetési mérleg 350 millió eurós hiánya és a tőkemérleg 450 millió eurós többlete mellett valósult meg. A négy negyedéves adatok alapján a külső finanszírozási képesség a GDP 2,2 százalékára mérséklődött, ami a külkereskedelmi egyenleg alakulásához kötődött, ugyanakkor ezt részben mérsékelte a jövedelemegyenleg javulása. Az áru- és szolgáltatásegyenleg csökkenése a külső kereslet lassulására, a hazai beruházások bővülésére és a lakossági fogyasztás gyorsulására vezethető vissza. A jövedelemegyenleg értéke 2018 végén kismértékben javult. A négy negyedéves transzferegyenleg stabilan alakult 2018 végén, amely mögött alapvetően az EU-források közel 1 milliárd eurós felhasználása húzódik meg. A külkereskedelmi egyenleg mérséklődésének ellenére a négy negyedéves GDP-arányos folyó fizetési mérleg továbbra is többletet mutat.



Hazánk GDP-arányos külső finanszírozási képessége és folyó fizetési mérleg egyenlege 2018-ban is többletet mutatott (3. ábra). A folyó fizetési mérleg többlete a 2016-ban mért, historikus csúcshoz számító 6 százalékról a GDP 0,5 százalékára csökkent 2018-ra a külkereskedelmi többlet mérséklődéséhez köthetően, amelynek hatását némileg tompította a jövedelemegyenleg hiányának csökkenése. A mérséklődő trend ellenére a külső finanszírozási képesség és a folyó fizetési mérleg értéke is a válságot követő négy év átlaga körül, vagyis jelentős alkalmazkodás során keletkezett érték körül alakul. Az áru- és szolgáltatásegyenleg 2018-ban tapasztalt mérséklődése a külső kereslet lassulásával és az importintenzív beruhá-

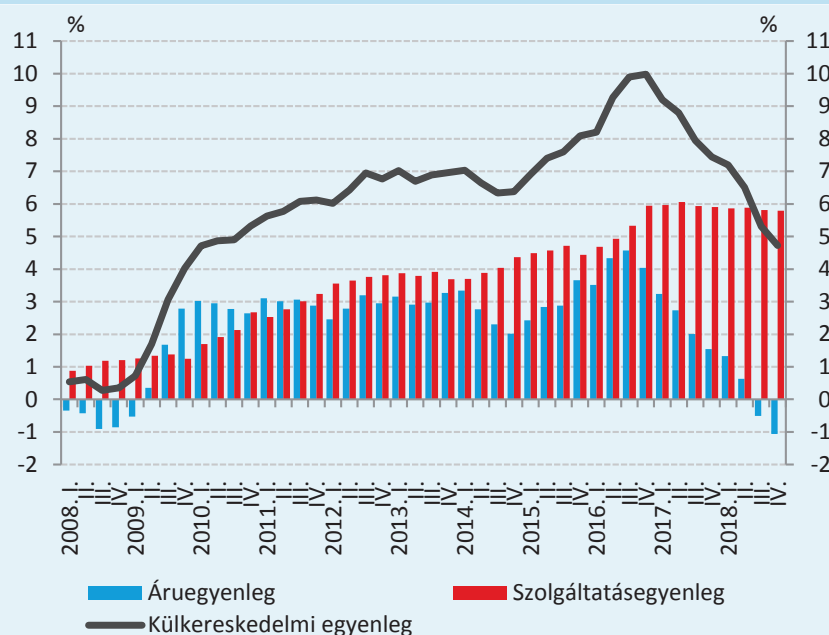
zások emelkedésével magyarázható. A transzferegyenleg többlete a GDP 2,4 százalékát tett ki 2018-ban, ami érdemben meghaladja az előző két évben tapasztalt szintet, ugyanakkor továbbra is elmarad az EU előző költségvetési ciklusának végén tapasztalt, éves szinten a GDP 3–5 százalékát kitevő forrásbeáramlástól.

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

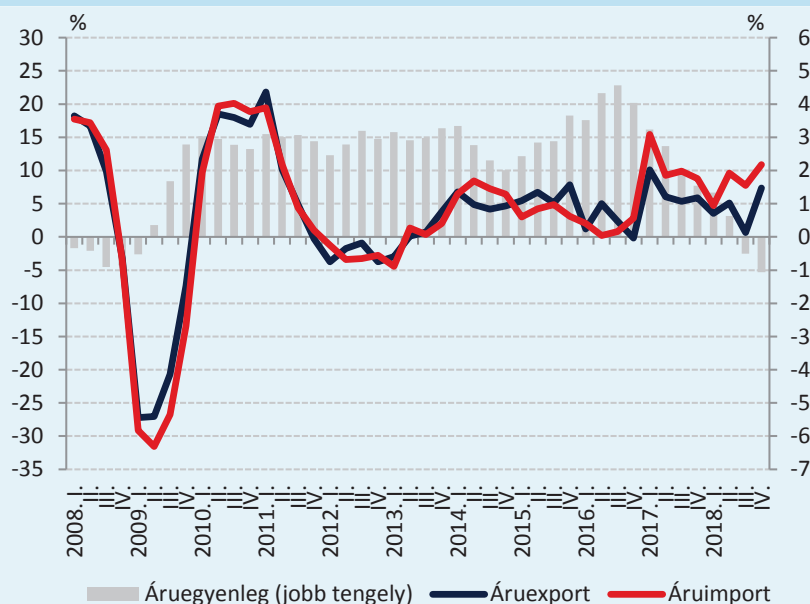


1.1. Külkereskedelmi egyenleg

2018 negyedik negyedévében a külkereskedelmi egyenleg – a szolgáltatásegyleg stabil többletének köszönhetően – a GDP közel 5 százalékát tette ki (4. ábra). Az áru- és szolgáltatásegyleg többletének 2014 óta tartó dinamikus bővülése 2016 végén megállt, majd ezt követően bár mérséklődő trendet mutatott, továbbra is a GDP 5 százaléka körül alakul. A külkereskedelmi többlet csökkenése a negyedik negyedévben – az előző negyedévben tapasztaltnál lassabb ütemben – folytatódott az áruegyenleg mérséklődéséhez köthetően. Ez a külső kereslet lassulása mellett a hazai gazdasági növekedés strukturális tényezőivel magyarázható: a háztartások – főleg a tartós termékek vásárlására irányuló – fogyasztása jelentősen bővült a kedvező jövedelmi folyamatokhoz, az élénkülő háztartási hitelpiacra és a magas szinten tartózkodó fogyasztói bizalomhoz köthetően. Emellett a beruházások érdemi élénkülését ösztönözte a vállalati hitelpiac kétszámjegyű bővülése, illetve az uniós forrásfelhasználás emelkedése. Így a GDP-arányos áruegyenleg 2018 végén mintegy 1 százalékos hiányt mutatott. Ezzel szemben a szolgáltatásegyleg többlete az egész év folyamán és 2018 végén is stabilan a GDP 6 százaléka körül alakult. A szolgáltatásegyleg többlete a turisztikai és szállítási szolgáltatások mellett a pénzügyi és egyéb üzleti szolgáltatások exportjához kötődött.

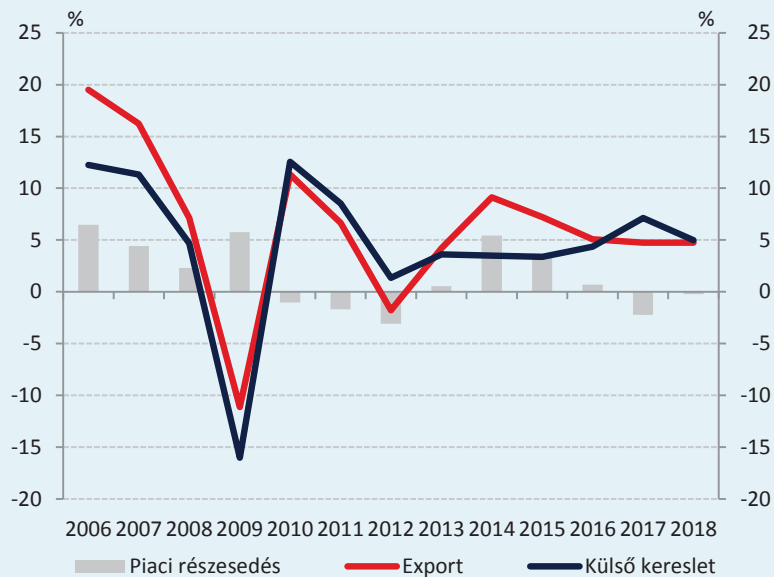
4. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (GDP-arányos, négy negyedéves értékek)


Az áruimport éves növekedési üteme 2018 negyedik negyedévében – az előző időszaknál kisebb mértékben, de továbbra is – meghaladta az áruexport dinamikáját (5. ábra). 2016 végétől – a belső keresleti tételek emelkedésével összhangban – az áruimport növekedése meghaladja az export dinamikáját, aminek hatására 2018 végére a GDP-arányos áru egyenleg 1,1 százalékos hiányt mutat. Ugyanakkor 2018 végén az áruimport és az áruexport éves növekedési üteme közötti különbség csökkent, ami az ipari termelés bővülésével, azon belül is a nagy súlyt képviselő járműgyártásnak, egyéb gépiparnak, illetve a vegyiparnak a növekedésével magyarázható. (A járműgyártás esetében a 2018 harmadik negyedéves átmeneti tényezőkhöz – pl. EU-s szabályváltozásokhoz – köthető visszaesést követően az év végén érdemi korrekció volt megfigyelhető.)

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


A külső kereslet csökkenése ellenére a kivitel növekedése nem lassult, így a 2017-es átmeneti visszaesést követően 2018-ban az exportpiaci részesedésünk stabilizálódott (6. ábra). Az export éves reálnövekedésének lassulása miatt 2017-ben mérséklődött Magyarország exportpiaci részesedése. 2018-ban a külső kereslet csökkent, amíg a hazai export dinamika az előző évben tapasztaltnál hasonlóan, 5 százalék körül alakult. Összességében a hazai kivitel és a felvevőipacaink külső kereslete hasonló mértékben bővült, így az exportpiaci részesedésünk 2018 során nem változott.

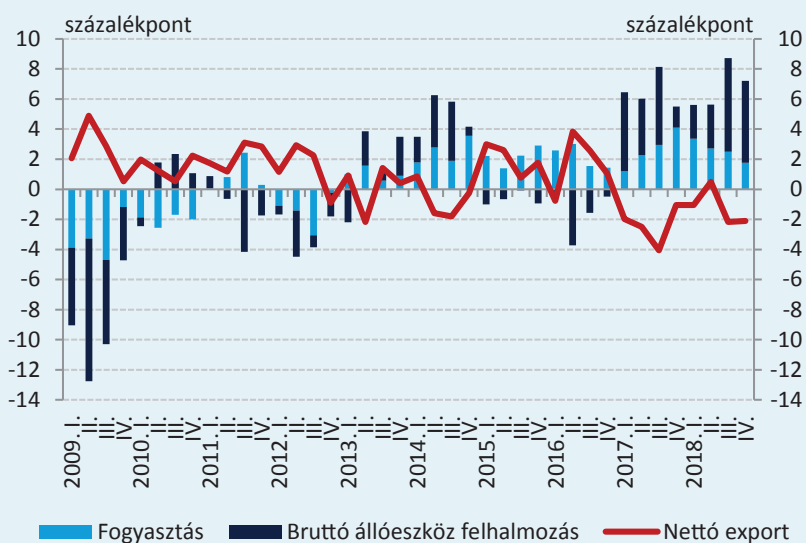
6. ábra: Az export és a külső kereslet* reálnövekedése, valamint exportpiaci részesedésünk alakulása



*Felvevőpiacokkal súlyozott.

2018-ban a belföldi felhasználás éves növekedési üteme az előző évihez hasonlóan magasan alakult, miközben a nettó export fékezte a növekedést (7. ábra). A magas GDP bővülés az év során főként az emelkedő beruházási szinthez kötődött, amellyel párhuzamosan a fogyasztás növekedési üteme fokozatosan mérséklődött. A beruházások dinamikus bővülését az épületjellegű – infrastruktúra fejlesztésekhez, lakásépítéshez, illetve üzleti célú ingatlanfejlesztésekhez köthető – és a gépjellegű beruházások egyaránt támogatták. Emellett az állami és az állami szektorhoz szorosan kötődő (pl. szállítás, energetika) ágazatok beruházásai is élénk ütemben bővültek, elsősorban az uniós forrásokból megvalósított fejlesztéseknek köszönhetően. A háztartások fogyasztásának növekedését a dinamikus béremelkedés és a tovább bővülő foglalkoztatottság mellett, a magas fogyasztói bizalom és hitelfelvételi hajlandóság, valamint a nettó pénzügyi vagyon is támogatta. Ahogy korábban rámutattunk, a teljes export éves dinamikáját a belső keresleti tételek importigényének következtében meghaladta az import növekedési üteme, így összességében a nettó export 2018 egészében negatívan befolyásolta a gazdasági növekedést.

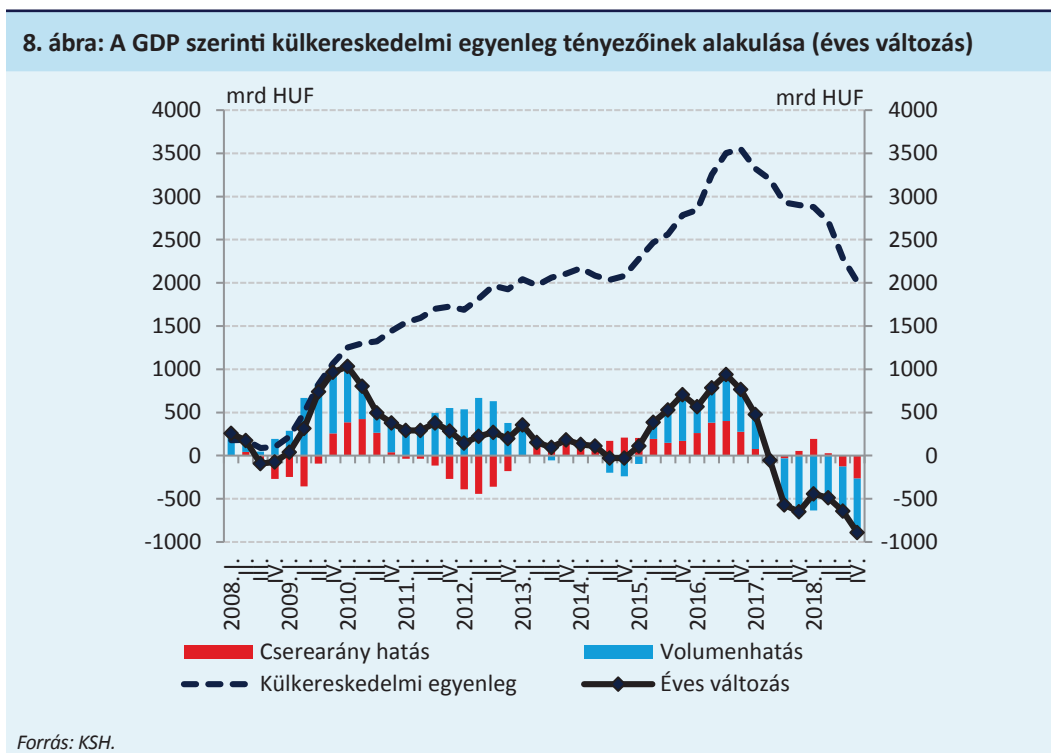
7. ábra: A belföldi felhasználás és a nettó export hozzájárulása a GDP-növekedéshez



Forrás: KSH.

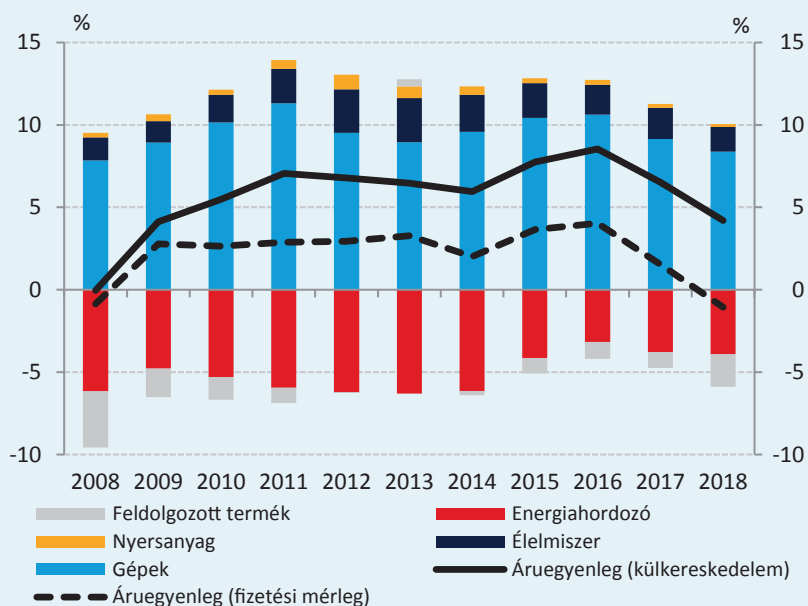
Elsősorban a volumenváltozás hatására mérséklődött a külkereskedelmi egyenleg 2018-ban, de kisebb mértékben a cserearányok változása is hozzájárult a folyamathoz (8. ábra). 2013 és 2016 közötti időszakban a cserearányok javulása

nagyban hozzájárult Magyarország külkereskedelmi egyenlegének bővüléséhez. 2017-ben a cserearány alakulása nem gyakorolt érdemi hatást a külkereskedelmi egyenlegre, mivel az energiahordozók árnövekedésének hatását ellensúlyozták az exporttermékek relatív árváltozásai. Az energiahordozók 2018 első három negyedévében látott áremelkedése – az év vége felé közeledve egyre növekvő mértékben – a cserearány romlásának irányába hatott, azonban ennek mértékét mindvégig meghaladta a volumenhatás.



Az áruegyenleg mérséklődése elsősorban a gépek nettó kivitelének csökkenéséhez, illetve az energiahordozók nettó behozatalának enyhe bővüléséhez kötődött (9. ábra). A gépek nettó exportjának mérséklődése a 2018-ban dinamikus bővülő beruházások importigényével áll összefüggésben; ennek ellenére a gépek nettó exportja továbbra is meghatározó tétel Magyarország áruegyenlegének alakulásában. Szintén a mérséklődés irányába hatott, hogy az energiahordozók nettó behozatala 2016 óta – a nyersanyagár emelkedéssel összhangban – enyhén bővülő tendenciát mutat, ugyanakkor a nettó energiahordozó-import továbbra is jelentősen elmarad a 2014-ig jellemző szinttől. A feldolgozott termékek nettó behozatalának 2018-ban látott emelkedése mögött a háztartások bővülő fogyasztása állhat.

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

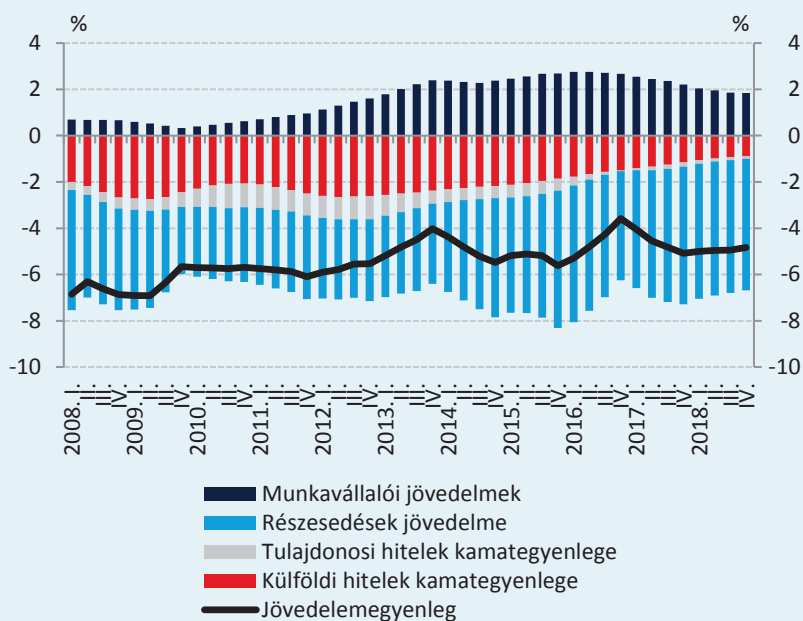


Megjegyzés: A külkereskedelem és a fizetési mérleg szerinti áruforgalom közötti különbség a módszertanok eltérő követelményeiből és az adatforrások tartalmától függ. A külkereskedelmi statisztika adataiból meghatározott korrekciós tényezők segítségével jutunk el a fizetési mérleg áruforgalmi számaihoz (részletesebben lásd a fizetési mérleg statisztika módszertani kiadványát). A kétféle adat az utóbbi években hasonlóan alakul, így alkalmas a trendek elemzésére. Forrás: KSH, MNB.

1.2. Jövedelemegyenleg

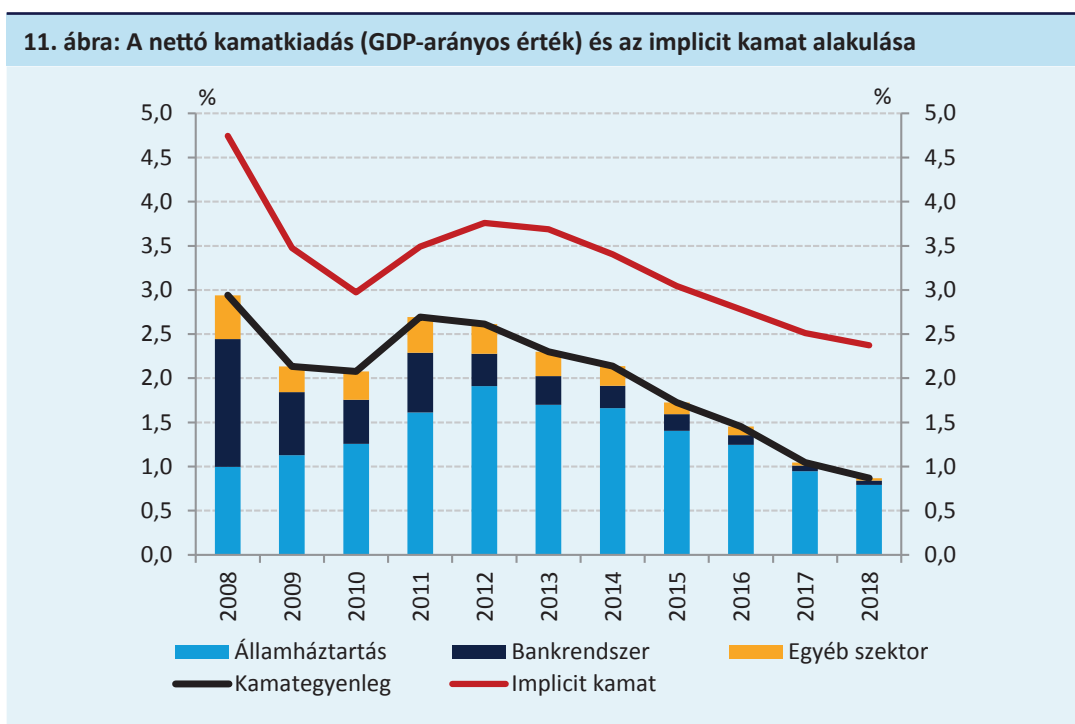
A GDP-arányos jövedelemegyenleg hiánya 2018 végén enyhén csökkent és az év végén 4,8 százalék volt (10. ábra). A jövedelemegyenleg nagy részét a külföldi tulajdonú vállalatok profitja¹ teszi ki, amely 2018 folyamán stabilan, a GDP 5,7–5,8 százaléka körül alakult. Az átmenetileg külföldön dolgozó munkavállalók munkajövedelme az év végén nem változott érdemben, az a GDP 2 százalékának közelében alakult. A külföldről felvett hitelek kamategyenlege enyhén csökkent, ami az alacsony hozamkörnyezettel és a külső tartozásmutatók csökkenésével áll összefüggésben.

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



¹ A külföldi tulajdonú vállalatok nyereségéről csak korlátozottan rendelkezünk negyedéves adatokkal, így a kiáramló profitra vonatkozó információk becslésen alapulnak – részletesebben lásd a „Módszertani megjegyzések a fizetési mérleghez és állományi statisztikához” című kiadványt.

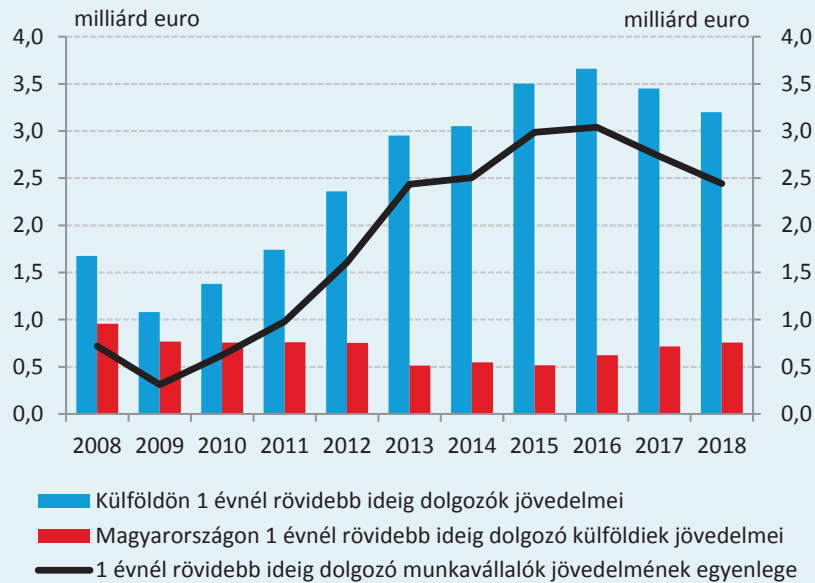
2018-ban folytatódott a nettó kamategyenleg 2012 óta csökkenő trendje, így az év végére annak értéke a GDP 1 százaléka alá mérséklődött (11. ábra). A külső adósság után fizetett kamatok 2012 óta tartó csökkenése 2018-ban is folytatódott, amelyet egyaránt támogatott a külső adósságállomány mérséklődése és az alacsony hozamkörnyezet (a külső adósság implicit kamata az év végén 2,4 százalékot tett ki²). Szektorális bontásban az látható, hogy a bankok és egyéb szektorok (nagyraoszt nem pénzügyi vállalatok) nettó kamategyenlegének GDP-arányos értéke nulla közelében alakult, azaz a GDP 0,9 százalékát kitevő nettó kamatkidás szinte teljes mértékben az államháztartás kamategyenlegéhez kötődik.



2018-ban folytatódott a külföldi munkavállalói jövedelmek egyenlegének fokozatos csökkenése (12. ábra). A válság után az átmenetileg külföldön dolgozó rezidens gazdasági szereplők munkajövedelme dinamikusan bővült, ami hozzájárult a jövedelemegyenleg hiányának javulásához. 2017-ben megfordult ez a tendencia és az egyenleg mérséklődésnek indult, ami egyaránt köthető az átmenetileg külföldön dolgozó magyar rezidensek munkajövedelmeinek csökkenéséhez és az egy évnél rövidebb ideig Magyarországon dolgozó külföldiek munkajövedelmeinek emelkedéséhez. A folyamatot egyrészt a bérek 2017 óta tartó kétszámjegyű növekedése miatt mérséklődő külföldi munkavállalás, másrészt az átmenetileg külföldön dolgozók tartós külföldre költözése magyarázhatja (az egy évnél tovább külföldön dolgozók statisztikailag már más kategóriába tartoznak).

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

12. ábra: Az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelmei



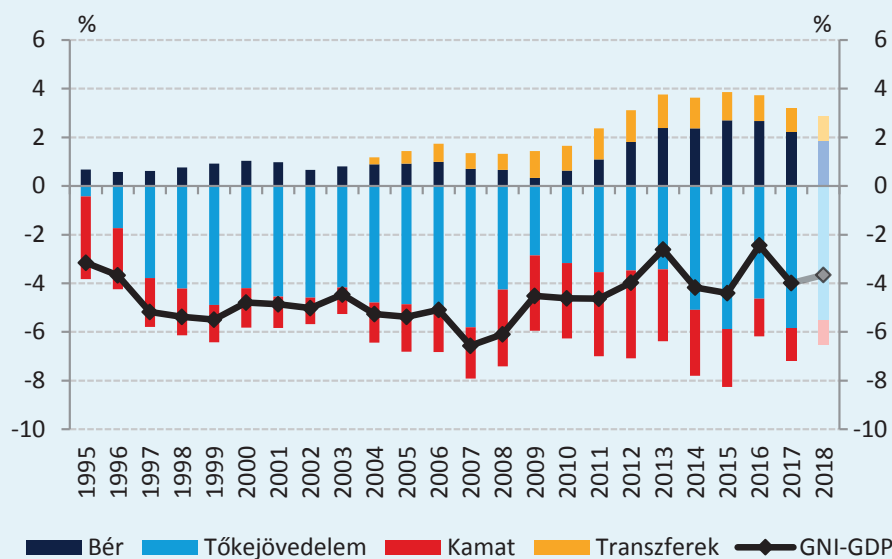
Forrás: KSH, MNB.

1. keretes írás: A GDP és GNI közötti eltérés

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

Magyarország a GDP és GNI közötti eltérés a válság után jellemzően csökkent, miközben az elmúlt években rendszerint a GDP 2–4 százaléka között mozgott (13. ábra). A válság előtti időszakban a bruttó nemzeti jövedelem és a bruttó hazai termék közötti különbség a GDP 5 százaléka körül alakult. A mutató 2007–2008-ban részben a külső eladósodás és az árfolyamgyengülés miatt megugró kamattkiadás következtében historikus történelmi csúcsra, a GDP 6 százaléka fölé emelkedett. A válságot követő években a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának visszaesése és az átmenetileg külföldön dolgozó munkavállalók nettó jövedelmének bővülése csökkentették a GDP és a GNI közötti rést. Az elmúlt években a külső sérülékenység csökkenésével párhuzamosan a külföldre kifizetett kamattkiadások érdemben mérsékeltek, amíg a kedvező konjunkturális helyzet következtében a külföldi vállalatok profitjának emelkedése növelték a GDP és a GNI közötti eltérést. 2016-ban főként egyedi vállalati folyamatokhoz köthetően visszaesett a profitegyenleg és ezzel párhuzamosan a GDP–GNI rés is. 2018-as előzetes adatok alapján a GDP és a GNI közötti eltérés enyhén csökkent a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának és a kamategyenleg mérséklődéséhez köthetően, amelyek hatását némiképp ellensúlyozta az átmenetileg külföldön dolgozó munkavállalók bérjövedelmének csökkenése.

13. ábra: A GDP–GNI rés alakulása Magyarországon (a GDP arányában)

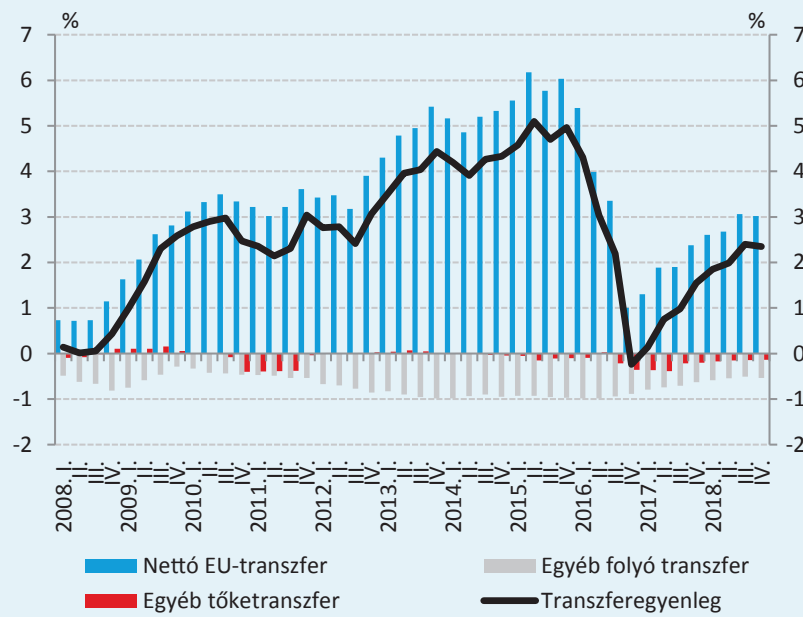


Megjegyzés: 2018-ra vonatkozóan jelenleg hivatalos (KSH által publikált) GNI adat nem áll rendelkezésre, a 2018-as adat a fizetési mérleg adatközlés elsődleges jövedelemből számolódott (SCV vállalatok nélkül, a külföldi tulajdonú vállalatok profitjára egyelőre becslést tartalmaz).

1.3. Transzferegyenleg

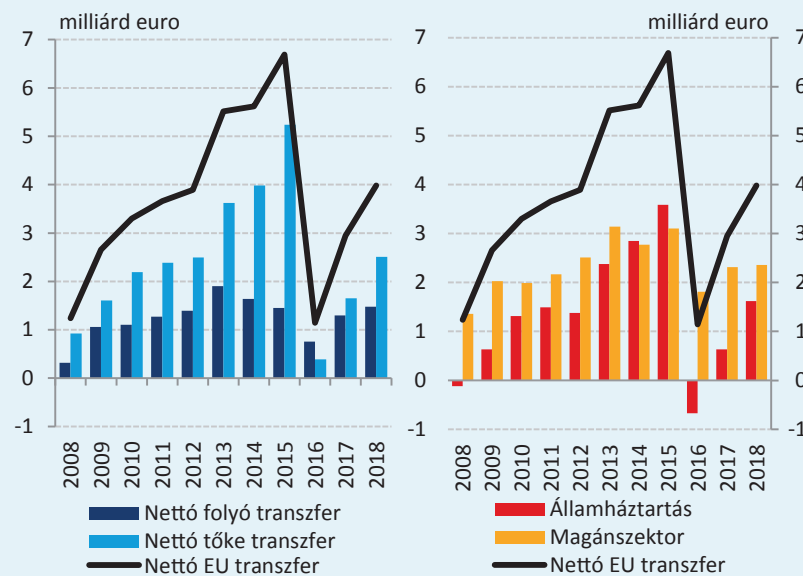
A transzferegyenleg – amelynek meghatározó része az EU-források felhasználásával magyarázható – 2018 végén stabilan a GDP 2,4 százalékát tette ki, ami kedvező a nettó finanszírozási képesség szempontjából (14. ábra). 2016 végén az EU-források 2007–2013-as költségvetési ciklusának lezárásával, valamint az új ciklushoz tartozó források visszafogott beáramlásával a transzferegyenleg kismértékben a nettó külső finanszírozási képesség csökkenésének irányába hatott. 2017-től az EU-transzferek beáramlása újra növekedésnek indult, ami kedvezően érintette Magyarország külső egyensúlyi pozícióját. A négy negyedéves adat alapján 2018 második felében a GDP-arányos EU-forrásbeáramlás elérte a 3 százalékot, ami érdemben meghaladja az elmúlt két évben tapasztalt értékeket, ugyanakkor továbbra is elmarad a korábbi ciklus végén mért szinttől. Összességében 2018 végén a GDP-arányos transzferegyenleg 2,4 százalék volt, amelyben továbbra is az EU-transzferek beáramlása a meghatározó.

14. ábra: A transzferegyenleg alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves mutatók)



Az EU-források felhasználása 2018 során 4 milliárd euro közelébe növekedett, ami legnagyobb részben az állam tőketranszfereinek bővüléséhez kötődött (15. ábra). 2016-ban a EU korábbi költségvetési ciklus lezárásával összhangban a nettó folyó és tőketranszfer a korábbi 6,7 milliárd euróról 1 milliárd euro közelébe esett vissza, ami leginkább a tőketranszfer egyenlegének csökkenésével magyarázható. A visszaesést követően 2017-ben közel 2 milliárd euróval, majd 2018-ban további 1 milliárd euróval növekedett az EU-transzferek beáramlása, így az EU-forrás felhasználás 2018 során 4 milliárd euro közelébe emelkedett. Ez a tavalyi évben a legnagyobb részben az államháztartás tőketranszfer felhasználásával volt magyarázható, amely mellett a folyó transzferek is növekedtek, miközben a magánszektor felhasználása nem változott érdemben.

15. ábra: A nettó EU folyó és tőketranszfer alakulása, valamint annak szektorbontása

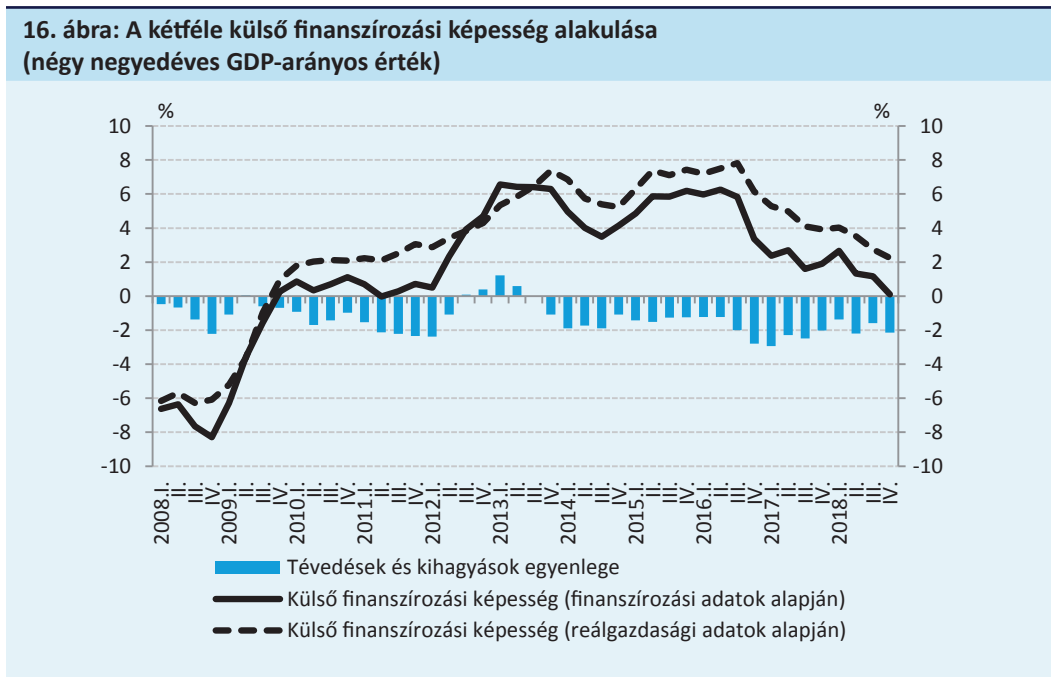


2. Finanszírozási megközelítés

2018 utolsó negyedében a finanszírozási tételek alapján számított négy negyedéves finanszírozási képesség szerint a gazdaság külső pozíciója nulla közelében alakult. A forráskiáramlás mérséklődése elsősorban az előző évit meghaladó nettó FDI-beáramláshoz köthető. A negyedik negyedévben a gazdaság külső forrásainak emelkedése a közvetlentőke-befektetések beáramlására vezethető vissza, amíg az adósság jellegű nettó tartozások tovább csökkentek. A nettó külső adósság csökkenése a bankok külső forrásainak mérséklődése és a konszolidált állam esetén a devizatartalék emelkedése mellett ment végbe.

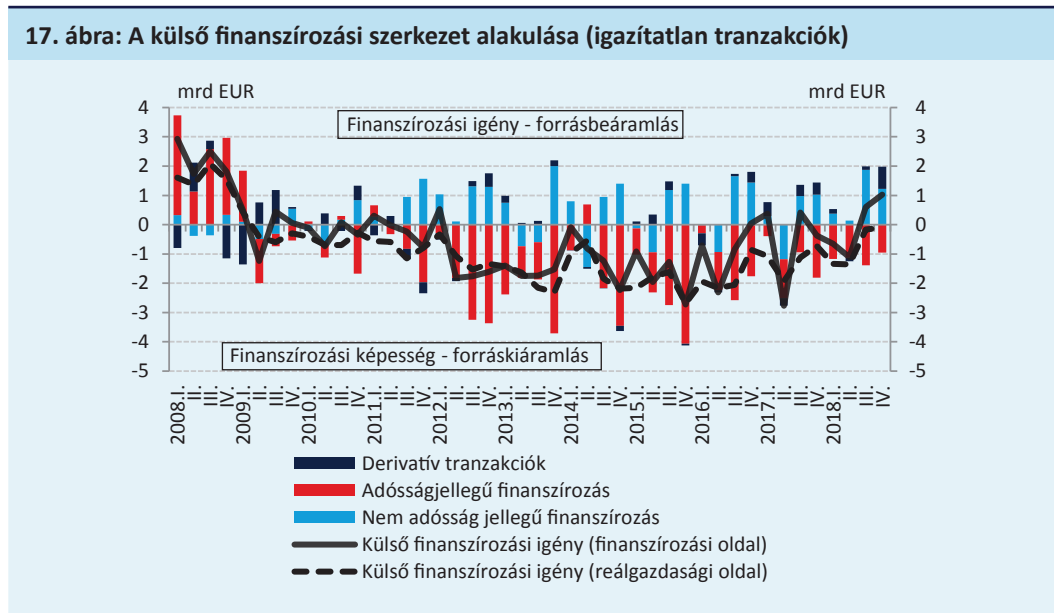
2018 egészében a forráskiáramlás finanszírozási tételek alapján számított értéke nulla közelébe mérséklődött – a vállalatok bővülő külső forrása ellensúlyozta az állam és bankok csökkenő külső forrását. A vállalati szektor külső forrásbevonása a beruházások dinamikus bővülésében is szerepet játszó, gyorsuló közvetlentőke-beáramlás mellett valósult meg, aminek mértéke 4 milliárd euro közelébe emelkedett. A vállalati források emelkedésében 2018-ban is fontos szerepet játszott a külföldi tulajdonú vállalatok által megtermelt jövedelmek újrabefektetése. A közvetlentőke-befektetések nagyobb beáramlása mellett a külső adósság nettó kiáramlása is felgyorsult 2018-ban, és 4,7 milliárd eurót tett ki, ami főként a konszolidált államháztartáshoz és a bankokhoz kötődött. Az állam nettó külső adósságának csökkenése a devizatartalék növekedésével magyarázható, amit az EU-tól származó források beáramlása magyaráz. A korábbi évek csökkenésével szemben 2018-ban a külföldiek növelték forint állampapír-állományukat, ami azonban hozzájárult az állam devizatartozásainak további csökkenéséhez. 2018 folyamán mintegy 1,5 milliárd euróval csökkent a bankok nettó külső adóssága, ami főként a külföldi eszközök bővüléséhez kötődött, de a külső források enyhe mérséklődése is támogatta azt.

A gazdaság finanszírozási megközelítés szerinti külső többlete 2018 negyedik negyedében a GDP 0 százaléka körül alakult. A reálgazdasági adatok alapján számolt négy negyedéves finanszírozási képesség a GDP 2,2 százaléka mérséklődött, amivel összhangban a finanszírozási oldalról számított mutató is csökkent, és a GDP 0,1 százaléka tette ki (16. ábra) – ez azt jelenti, hogy a reálgazdasági mutató szerint jelentős külső finanszírozási képesség ellenére az ország külső tartozása a tranzakciók alapján nem változott. A két mutató közötti különbség, vagyis a tévedések és kihagyások egyenlege a GDP 2 százaléka körül alakult, ami megfelel az előző évek átlagának, és a régiós országokban jellemző sávon belül maradt (részletesebben lásd az 5. fejezetet).

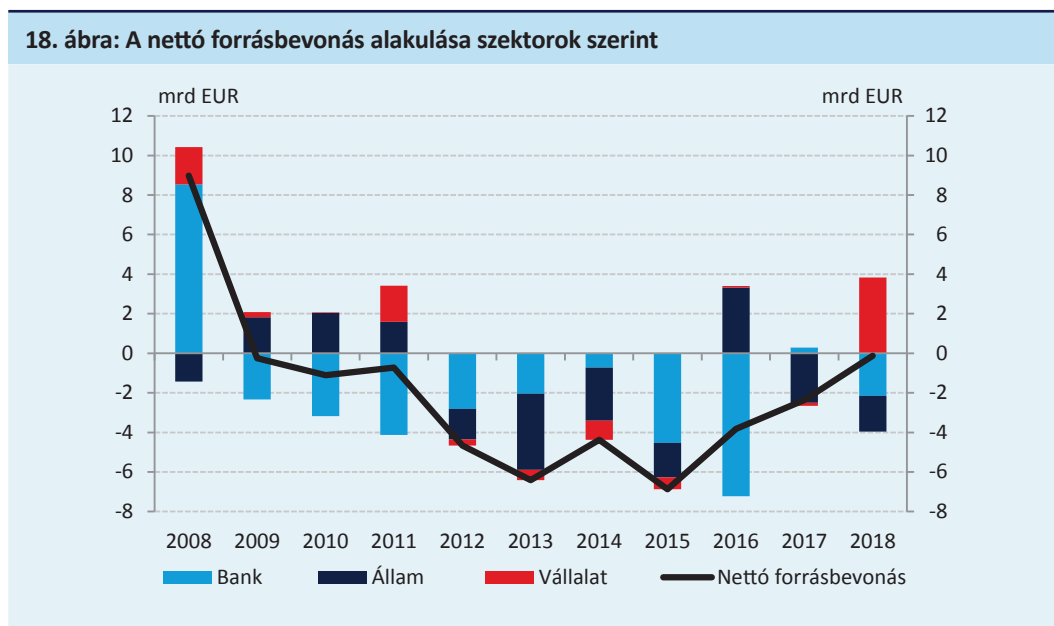


A gazdaság külső finanszírozási igénye 2018 végén tovább emelkedett, amely az adósságjellegű források kiáramlása és a nem adósságjellegű források beáramlása mellett alakult ki. Az adósságjellegű források a negyedik negyedévben mintegy 1 milliárd euróval csökkentek, ami az államhoz és a bankrendszerhez volt köthető, és az ország külső adósságának leépítésében, illetve a külföldi eszközök (elsősorban a devizatartalék) bővülésében egyaránt megjelent. Ezzel szemben a gazdaság

külföldi nem adósságjellegű forrásai a negyedik negyedévben több mint 1 milliárd euróval emelkedtek, ami túlnyomó részben a közvetlentőke-befektetésekhez kötődött. Összességében a gazdaság finanszírozási igénye a negyedik negyedévben 1 milliárd euro körül alakult (17. ábra).

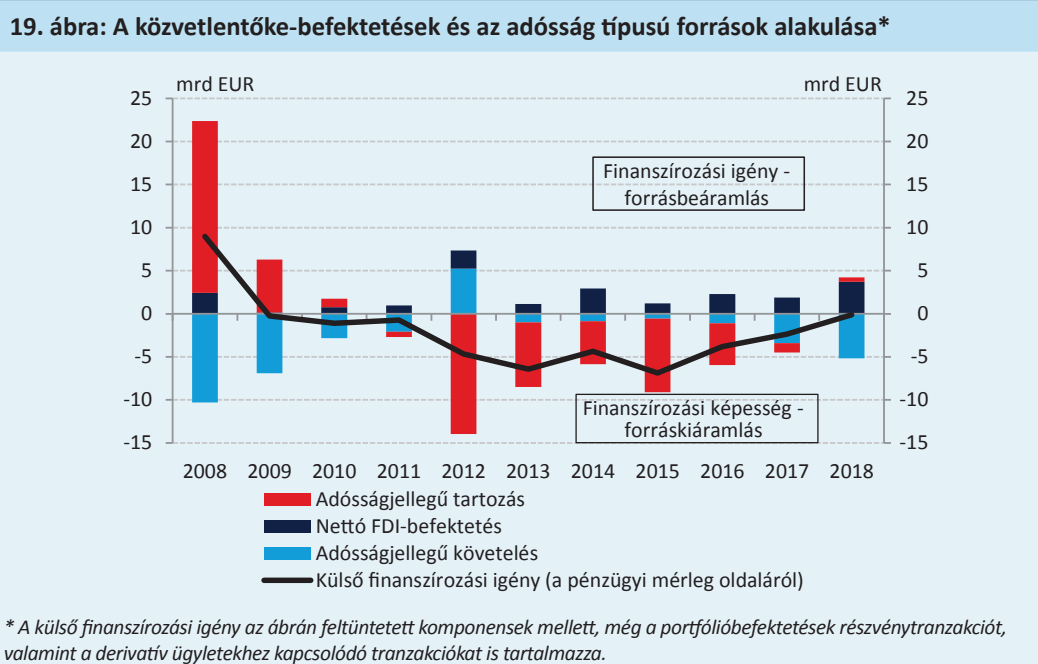


2018-ban a finanszírozás oldaláról számított nulla körüli külső pozíció a vállalatok külső forrásainak növekedése, illetve az államháztartás és bankok nettó külső tartozásainak csökkenése mellett alakult ki. Az elmúlt évek mérleglépítésével összhangban a gazdaság külső forrásai a válság óta fokozatosan csökkentek (18. ábra). A külső források mérséklődése 2018-ban a dinamikus bővülő beruházások mellett lelassult, és a gazdaság finanszírozási tételek szerinti nettó külső pozíciója egyensúlyt mutatott. Ez úgy alakult ki, hogy a korábbi évek csökkenő külső forrásaival szemben a vállalati szektornál a beruházások dinamikájához szükséges források egy része külső finanszírozásból — azon belül is főként közvetlentőke-befektetések emelkedéséből — valósult meg, miközben az államháztartás és a bankok tovább csökkentették nettó külső kötelezettségeik értékét.



2018-ban a tovább mérséklődő finanszírozási képesség mellett gyorsult az adósság típusú források nettó kiáramlása és a nettó közvetlentőke-befektetések beáramlása (19. ábra). A gazdaság adósság jellegű forrásai 2018-ban mintegy 4,7 milliárd euróval mérséklődtek, ami meghaladta az előző évi értéket. A korábbi évektől eltérően a nettó külső adósság csökkenéséhez teljes mértékben a külföldi eszközök bővülése járult hozzá, a külső források enyhe növekedése az ellenkező

irányba hatott. A közvetlentőke-befektetések beáramlása 2018-ban – a vállalati szektor bővülő külső forrásaival összhangban – 3,7 milliárd euróra emelkedett, ami jelentősen meghaladja előző években tapasztalt értékeket.

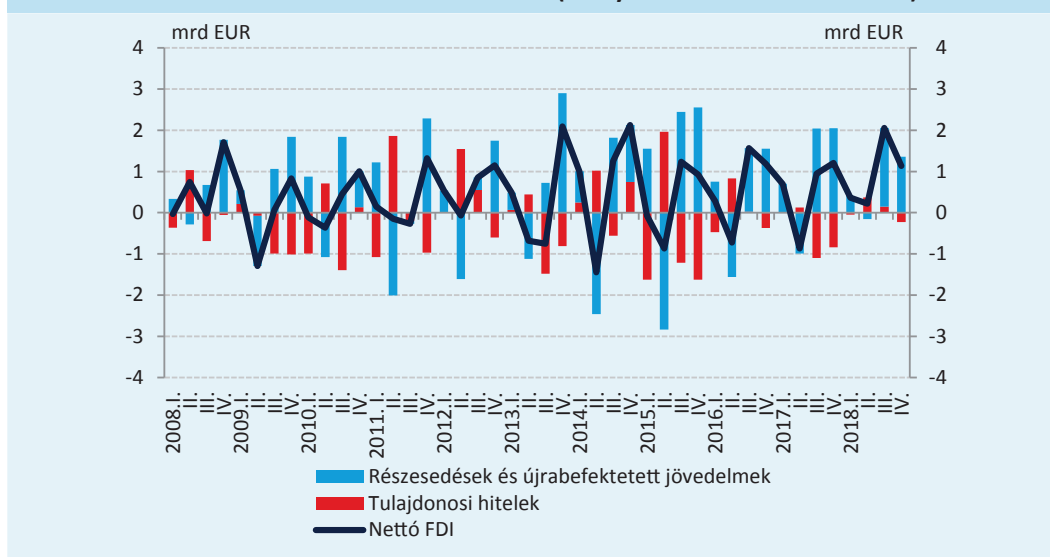


2.1. Nem adósság jellegű források

Az elmúlt években a nettó közvetlentőke-befektetések bővüléséhez főként az újrabefektetések növekedése járult hozzá, miközben a tulajdonosi hitelek csökkentek (20. ábra). A szezonálisan várható csökkenés helyett 2018 első felében is bővült, majd a második félévben felgyorsult a nettó közvetlentőke-beáramlás, ami döntően a külföldi vállalatok újrabefektetéseihez volt köthető. A válságot követően a közvetlentőke-befektetések szerkezetét tekintve a részesedések és a tulajdonosi hitelek változása gyakran ellensúlyozták egymást, ami a nettó FDI-beáramlás számottevő mértékű lassulásában tükröződött.³ Az elmúlt pár évben felgyorsult az újrabefektetés típusú források beáramlása, miközben a részesedések és tulajdonosi hitelek továbbra is csökkentek. A részesedések csökkenését részben magyarázza az állami felvásárlások (MOL, E-On, Antenna Hungária Zrt., Főgáz, Budapest Bank, ÉGÁZ-DÉGÁZ Földgázelosztó Zrt.) FDI csökkentő hatása, amíg a tulajdonosi hitelek mérséklődése a vállalati szektor (belföldi és külföldi hitelek törlesztésével járó) mérlegalkalmazkodásával lehetett összefüggésben. A 2018-as évet tekintve lassult a tulajdonosi hitelek csökkenése. A negyedik negyedévben folytatódott az újrabefektetések kiemelkedő bővülése, miközben a részesedések és a cégcsoporton belüli hitelek kismértékben csökkentek. A nettó FDI csökkenésének irányába hatott, hogy a hazai vállalatok tőkebefektetése számottevően emelkedett. Az FDI-on kívüli nem adósságjellegű finanszírozás, vagyis a nettó portfóliórészvény befektetés 2018-ban nem volt számottevő.

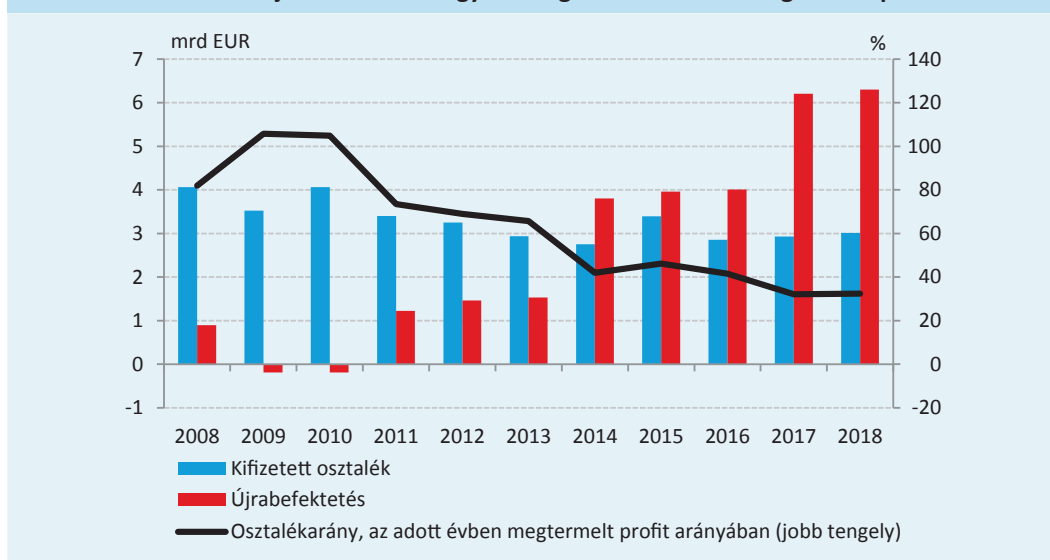
³ 2018-ban az átfolyó tőke tranzakciók értéke összességében nem volt jelentős, mindössze 0,1 milliárd eurót tett ki, így az alapfolyamatok és az átfolyó tőke tranzakciókat is tartalmazó tőkemozgások között nem volt érdemi eltérés.

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



A külföldi vállalatok változatlanul magas jövedelmezősége mellett az újrabefektetett jövedelmek továbbra is meghaladták a 6 milliárd eurót, és így jelentősen hozzájárultak a közvetlentőke-befektetések bővüléséhez. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmezősége 2018-ban is az előző évi magas szint közelében alakult, és 9,3 milliárd eurót tett ki⁴. Mivel az osztalékfizetés profithoz viszonyított aránya továbbra is — régiós összehasonlításban is — alacsony szinten, 30 százalék közelében maradt (részletesebben lásd a 2018. októberi Fizetési mérleg jelentés 5.6 fejezetét), így a fizetési mérleg statisztikában kimutatott jövedelmek újrabefektetése továbbra is nagymértékben járult hozzá a közvetlentőke-befektetések beáramlásához (21. ábra).

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

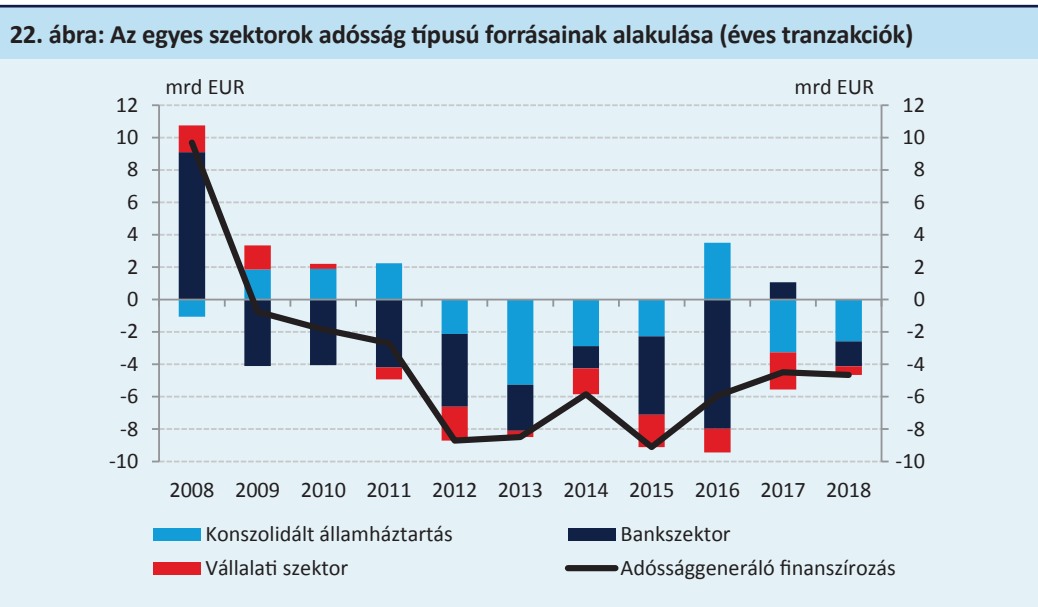


2.2. Adósságjellegű források

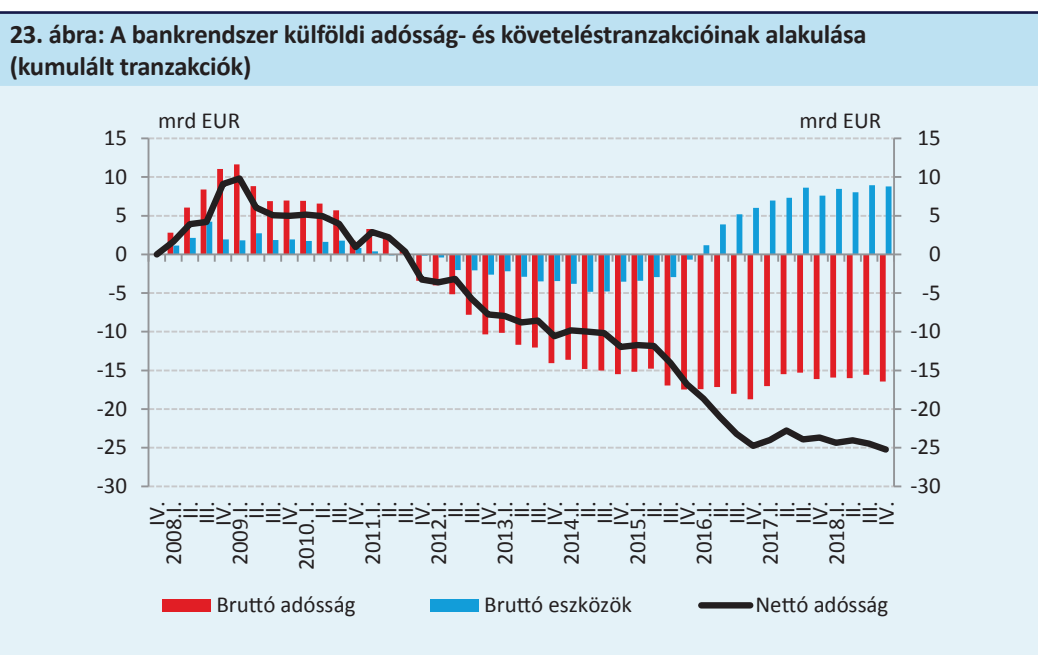
A negyedik negyedévben 1 milliárd euróval, az év egészében közel 5 milliárd euróval mérséklődött a gazdaság nettó külső adóssága a tranzakciók alapján, amihez mindkét időszakban döntően az államháztartás és a bankszektor járult hozzá (22. ábra). 2018-ban enyhén gyorsult a gazdaság külső adósságot érintő alkalmazkodása: a tranzakciókból eredően mintegy 4,7 milliárd euróval csökkenő nettó külső adósság enyhén meghaladta az előző évi értéket. A külső adósságcsökkenés

⁴ A jövedelemegyenlegben megjelenő külföldi tulajdonú vállalatok profitja, illetve az újrabefektetett jövedelmek 2018-ra becslésen alapulnak, amit majd a 2019. szeptemberi publikálással együtt váltanak fel a vállalati kérdőíveken alapuló tényadatok.

szerkezete azonban jelentősen változott az előző évhez képest. 2017-ben a bankrendszer nettó külső adóssága növekedett, miközben a konszolidált államháztartásé csökkent, amelyben szerepet játszott a jegybanki forintlikviditást nyújtó finomhangoló swap-eszköz. 2018-ban ezzel szemben mindhárom szektor hozzájárult a nettó külső adósság csökkenéséhez: az államháztartás esetén alapvetően az EU-transzferek felhasználása, a bankrendszerénél és a vállalati szektornál a külföldi követelések bővülése csökkentette a külső eladósodottságot. A negyedik negyedévben az államháztartás és a bankrendszer közel azonos mértékben mérsékeltek, amíg a vállalatok ettől elmaradó mértékben növelték a nettó külső adósságukat.



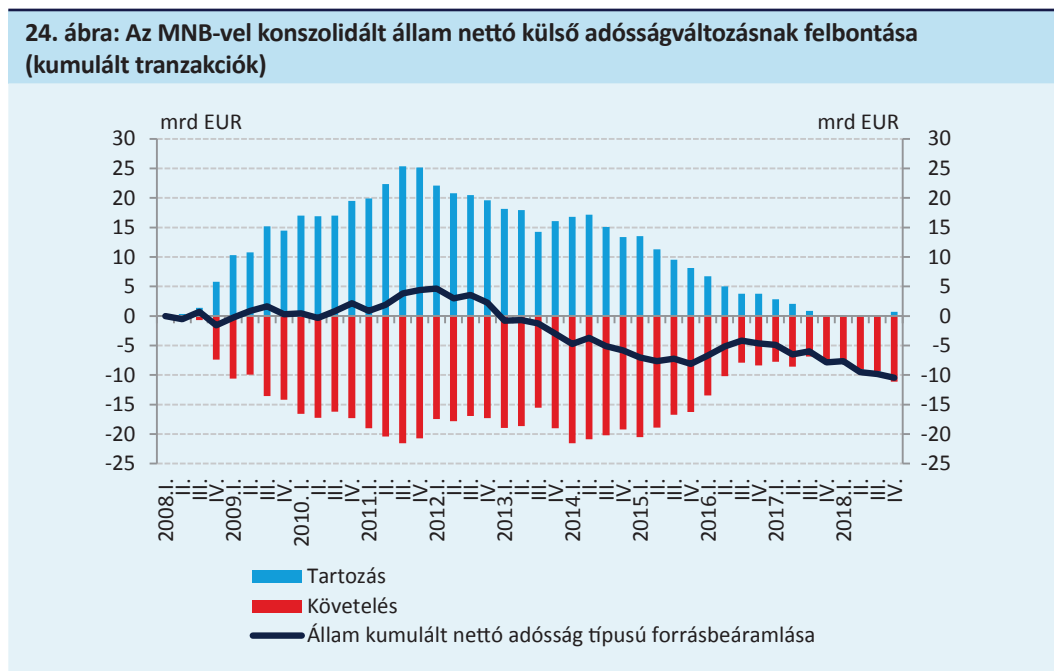
2018-ban jelentősen mérséklődött a bankrendszer nettó külső adóssága, ami kisebb mértékben a bruttó külső adósság csökkenéséhez, nagyobb mértékben a külföldi eszközök bővüléséhez kötődött (23. ábra). 2018 első és harmadik negyedévében a tranzakciókból eredően számottevő mértékben nőtt a vállalati szektor devizabetéteinek az állománya, ami a bankok külföldi eszközeinek a bővülésében tükröződött. A negyedik negyedévben viszont enyhén mérséklődtek a bankok külföldi követeléseik, miközben a bankok bruttó külső adóssága jelentősen, közel 0,9 milliárd euróval csökkent, ami összességében a nettó külső adósság 0,7 milliárd eurót meghaladó mérséklődését eredményezte. A tartozások csökkenése teljes mértékben a rövid futamidejű forrásokat érintette, ami a bankok év végi mérlegoptimalizációjára utal. Az év egészét tekintve a bankrendszer bruttó külső adóssága 0,3 milliárd euróval mérséklődött, miközben a külföldi eszközök 1,2 milliárd euróval bővültek, így a bankok nettó külső adóssága mintegy 1,5 milliárd euróval csökkent.



Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a devizatartalék bővülésével összhangban 0,7 milliárd euróval mérséklődött a negyedik negyedévében, amíg az állam bruttó tartozásai emelkedtek. Az állam külső adósságát a következő fontosabb tényezők alakították.

- Az EU-transzfer felhasználás az év során összességében, de leginkább a negyedik negyedévben számottevő mértékben mérsékelte a nettó külső adósságot. A felhasználás mellett az év végén jelentős mértékben forrásokat is átutalt az EU, aminek hatására a devizatartalék egy negyedév alatt több, mint 3,3 milliárd euróval emelkedett, miközben az államháztartás EU-val szembeni követelése csökkent.
- A negyedik negyedévben az állam nettó külső adósságát növelte, hogy a külföldiek közel 0,9 milliárd euróval növelték állampapír állományukat, ami elsősorban a forint állampapírokat érintette.

Mindezek eredőjeként az állam nettó külföldi tartozásainak csökkenése a devizatartalék jelentős növekedése, az EU-val szembeni követelések csökkenése és a bruttó adósságjellegű tartozások növekedése mellett alakult ki (24. ábra).



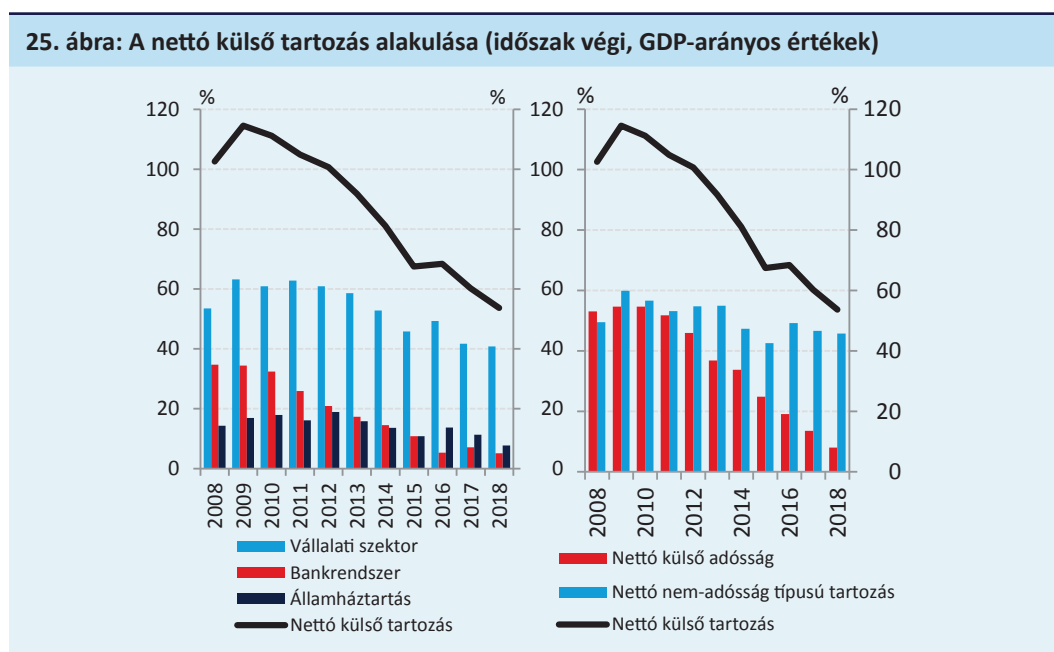
A nem pénzügyi vállalatok nettó külső adóssága 2018 negyedik negyedévében enyhén emelkedett, ami főként a külfölddel szembeni kereskedelmi hitelkövetelések csökkenésére volt visszavezethető. Éves szinten a vállalatok nettó külső adóssága érdemben csökkent, amiben a tavalyi évhez hasonlóan a külföldi eszközök bővülése volt a meghatározó a külföldi tartozások stagnálása mellett. 2015 óta a tartozások mindössze 0,5 milliárd euróval emelkedtek, miközben a külföldi eszközök több mint 5 milliárd euróval bővültek. 2018-ban összességében a vállalati szektor nettó külső adóssága közel 0,5 milliárd euróval csökkent.

3. Állományi mutatók alakulása

2018 végére a külső tartozásmutatók historikus mélypontra süllyedtek, amivel folytatódott a gazdaság külső sérülékenységének csökkenése. A nettó külső tartozás mérséklődése a nem adósságjellegű források és a nettó külső adósság együttes csökkenésének az eredménye. A nettó külső adósság a GDP 8 százalékára, a bruttó külső adósság pedig 57 százalék alá csökkent, ami döntően forráskiáramlással, illetve kisebb részt a nominális GDP emelkedésével és a hozamok növekedésével volt magyarázható. A nettó külső adósság mérséklődéséhez 2018-ban leginkább – elsősorban a devizatartalék növekedéséhez köthetően – az államháztartás járult hozzá, de csökkent a bankrendszer és a vállalatok mutatója is. Az államhoz hasonlóan a bankrendszer nettó külső adósságmutatójának csökkenésében is a külföldi eszközök bővülése játszott meghatározó szerepet. Ezzel összefüggésben a bruttó külső adósság mérséklődése 2018-ban elmaradt a nettó adósságétól. Az ország külső sérülékenysége szempontjából kiemelkedően figyelt mutató, a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság 2018 végén 17 milliárd eurót tett ki, amelyen belül a bankrendszer mutatója mélypontra csökkent. Ezzel egyidőben az MNB nemzetközi tartalékai jelentősen emelkedtek, így a tartalékok állománya 2018 végén nagy mértékben, több mint 10 milliárd euróval meghaladta a befektetők által elvárt szintet.

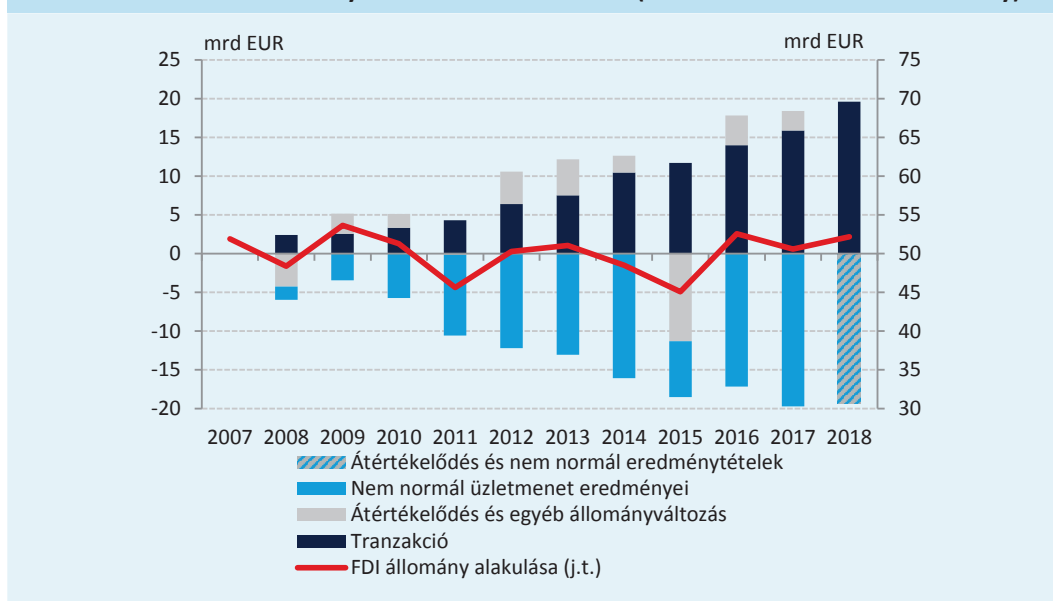
3.1. Nettó külső tartozás

2018-ban folytatódott Magyarország nettó külső tartozásának a mérséklődése, amelyet az adósság és nem adósság típusú források csökkenése egyaránt magyarázott (25. ábra). A magyar gazdaság nettó külső tartozása – ami a külső adósságot és a nem adósság jellegű forrásokat (a közvetlentőke-befektetéseket, portfólióirészesedéseket és a derivatív tartozásokat) is tartalmazza a 2009. évi historikus csúcstól, a GDP 115 százalékáról – 2018 végére a GDP 54 százalékára mérséklődött. Az ország nettó külső tartozásának válság óta tartó csökkenése – a közvetlentőke-befektetések állományának jelentős emelkedésének hatására – 2016-ban átmenetileg megtorpant, de 2017–18 során folytatódott. 2018-ban a nem adósság jellegű és adósság jellegű források egyaránt mérséklődtek, ami a GDP-arányos nettó tartozások 6,5 százalékpontos csökkenését eredményezte. A mérséklődés mindhárom szektort érintette, de legnagyobb mértékben az állam csökkentette a nettó tartozását.



Magyarország nettó FDI-állományának enyhe emelkedése úgy alakult ki, hogy a működőtőke-beáramlást részben ellensúlyozta az átértékelődés és a vállalatok nem normál üzletmenethez kapcsolódó vesztesége (26. ábra). A közvetlentőke-befektetések tranzakciói az elmúlt években beáramlást mutattak, ugyanakkor a külföldiek nettó FDI-állománya ennél kisebb mértékben emelkedett. Ennek hátterében főként a nem normál üzletmenethez kapcsolódó veszteségek és az állomány átértékelődéshez kapcsolódó változása áll. Ezek a tételek 2008 és 2018 között összesen közel 19 milliárd euróval mérsékeltek a közvetlentőke-befektetések állományát (a nem normál üzletmenet szerinti eredményről részletesebben lásd a 2018. októberi Fizetési Mérleg Jelentést).

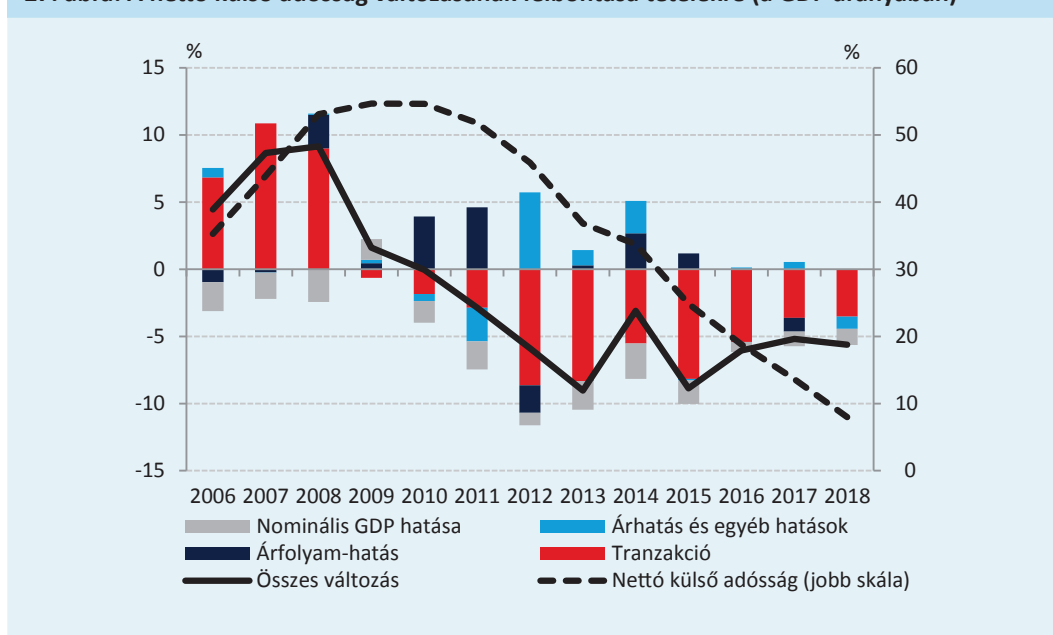
26. ábra: A nettó FDI állomány változásának felbontása (kumulált tranzakciók és állomány)



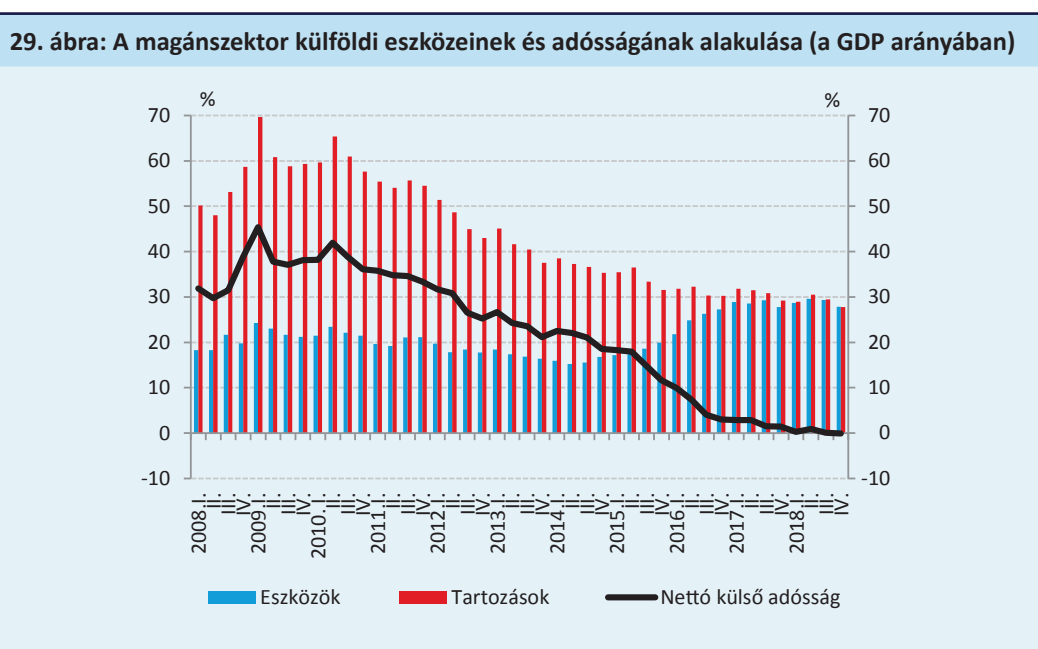
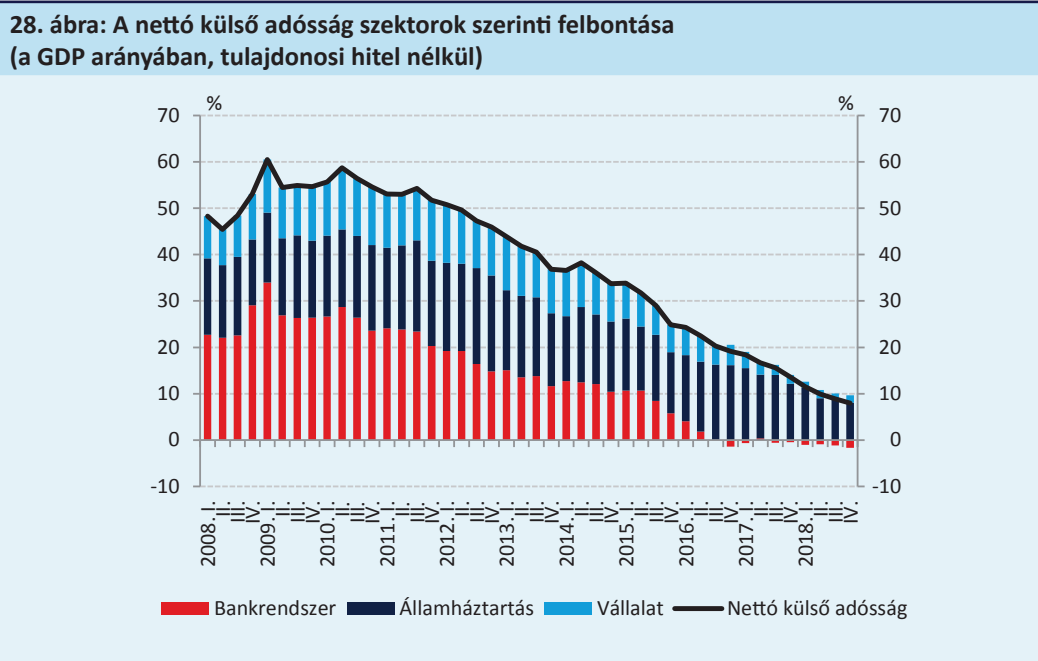
3.2. Nettó külső adósság

A nettó külső adósság további csökkenése 2018-ban főként a tranzakciókkal volt összefüggésben, de a GDP bővülése és a hozamok emelkedése is hozzájárult (27. ábra). Az adósságmutató elmúlt években történt mérséklődésében döntően az adósság típusú források kiáramlása játszott szerepet. A válság kitörését követően a nettó külső adósság korrekcióját 2009-ben a nominális GDP csökkenése, majd később a forint leértékelődése fékezte. Így a válság előtti években tapasztalt, túlzott mértékű eladósodás korrekciója csak 2011-től kezdődhetett el: az adósság típusú források kiáramlásával összefüggésben a nettó külső adósság több mint 45 százalékponttal mérséklődött, amit kisebb mértékben a nominális GDP növekedése is támogatott. Az ország nettó külső adóssága 2018-ban 5,6 százalékponttal csökkent, ami főként az adósság típusú források kiáramlásával és a GDP növekedésével, kisebb részt a hozamok emelkedése miatt mérséklődő piaci értékű állampapír-állománnyal volt magyarázható.

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



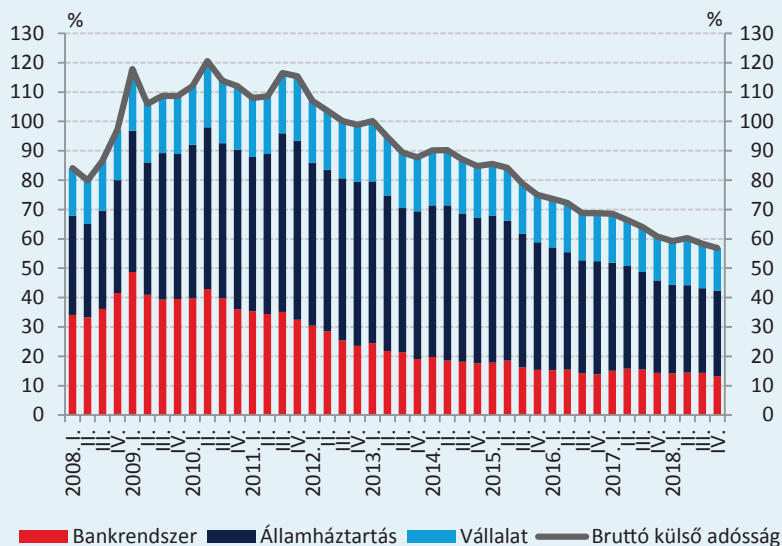
A nettó külső adósság 2018 végén a GDP 8 százalékát tette ki, így az előző év végéhez képest 5,6 százalékponttal csökkent (28. ábra). Az adósságmutató javulása nagyobb részben az államháztartáshoz, kisebb részben a bankszektorhoz és a vállalatokhoz kötődött. A bankrendszer nettó külső adóságának a csökkenésében a külföldi eszközök bővülése játszott nagyobb szerepet (29. ábra), de a külföldi tartozások is csökkentek, amelyek eredményeként a bankok nettó külső adósága a GDP több mint 1 százalékaival csökkent – vagyis értéke még negatívabbá vált. Az államháztartás nettó külső adósága a GDP 4 százalékával mérséklődött 2018 során, ami elsősorban a devizatartalék bővülésének eredménye. A nem pénzügyi vállalatok nettó külső adósága enyhén mérséklődött 2018-ban. Összességében a nettó külső adósság az év végére a GDP 8 százalékára mérséklődött, ami a mutató eddigi legalacsonyabb szintje.



3.3. Bruttó külső adósság

Az ország nettó külső adóssága az állam tartozáscsökkenésének köszönhetően tovább — éves szinten 4 százalékpontot mérséklődve — a GDP 57 százalékára csökkent (30. ábra). A nettó külső adósságmutató 2018-as csökkenése főként az államhoz köthető, de kisebb részben a bankok nettó adóssága is mérséklődött. A mutató javulásában a legnagyobb szerepet a gazdasági növekedés játszotta, míg az euróban kimutatott állomány csak enyhén mérséklődött. A nettó külső adósság mérséklődése 2018-ban elmaradt a nettó adósságétól, ami a külföldi követelések közel 5 milliárd eurót kitevő — főként a devizatartalék EU-forrás beáramlásához kapcsolódó — emelkedéséhez köthető. A negyedik negyedévben a nettó külső adósság a GDP 1,4 százalékával csökkent. Ez a csökkenés főként a bankok — tranzakciókhoz kapcsolódóan — mérséklődő adósságához kötődött, aminek jelentős része a rövid lejáratú források mérséklődésében tükröződött. A mutató mérséklődéséhez minimálisan a vállalati szektor is hozzájárult. Ezzel szemben az államháztartásnál a külföldiek forint állampapír-vásárlásához köthetően folytatódott a tartozás emelkedése, aminek hatását azonban a GDP-bővülés érdemben mérsékelte, így a szektor GDP-arányos adóssága csak kismértékben növekedett.

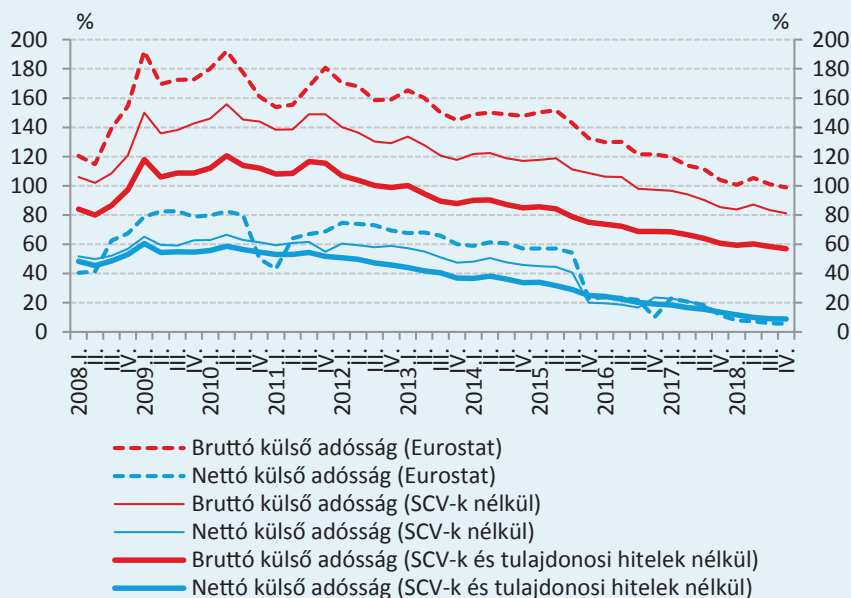
30. ábra: A nettó külső adósság szektorális felbontása (piaci érték a GDP arányában, tulajdonosi hitel nélkül)



2. keretes írás: A külső adósság alakulása különböző szempontok szerint

Amíg a nettó külső adósság az SCV-ktől és tulajdonosi hitelektől függetlenül alacsony szinten van, addig a nettó adósság alapfolyamata továbbra is érdemben elmarad az SCV-ktől, illetve a tulajdonosi hiteleket is figyelembe vevő mutatótól. Az MNB elemzései és kiadványai közgazdasági megfontolásokról fakadóan a SCV-k (speciális célú vállalatok) és tulajdonosi hitelek nélküli adósságmutatókat elemzik. Az Eurostat adatbázisában azonban csak az ezekkel a tényezőkkel együtt számított mutatók érhetők el nemzetközi szinten. Az SCV-k nem végeznek valódi reálgazdasági tevékenységet az adott országban, és jellemzően 5 főnél kevesebb alkalmazottal rendelkeznek. A tevékenységük jellemzően nincs hatással az ország nettó külföldi tartozására — mivel tartozásaik mellett azonos mértékű külföldi követelésekkel is rendelkeznek, így csak a nettó tartozásmutatókat befolyásolják jelentősen. A tulajdonosi hitelek — fundamentumaik alapján — nem adósság jellegű forrásnak tekintendők (részletesebben lásd a 2014. áprilisi Fizetési mérleg jelentést), ezzel összhangban a fizetési mérleg statisztikák a tulajdonosi hiteleket a közvetlentőke-befektetések között mutatják ki. Az alapfolyamatok szerinti nettó külső adóssággal összhangban és az SCV-ktől, valamint a tulajdonosi hiteleket is tartalmazó nettó külső adósság is hasonló szintre, a GDP 10 százalékára csökkent az elmúlt években. Ezzel szemben a nettó mutatók szintben jelentős eltérést mutatnak az egyes módszertanok szerint, amíg dinamikában mindhárom a nettó külső adósság nagymértékű csökkenéséről tanúskodik (31. ábra).

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

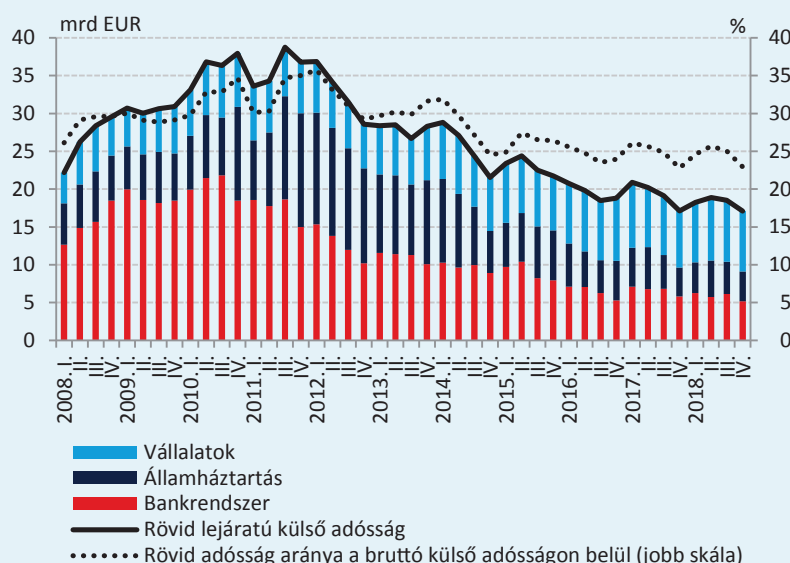


Forrás: Eurostat, MNB.

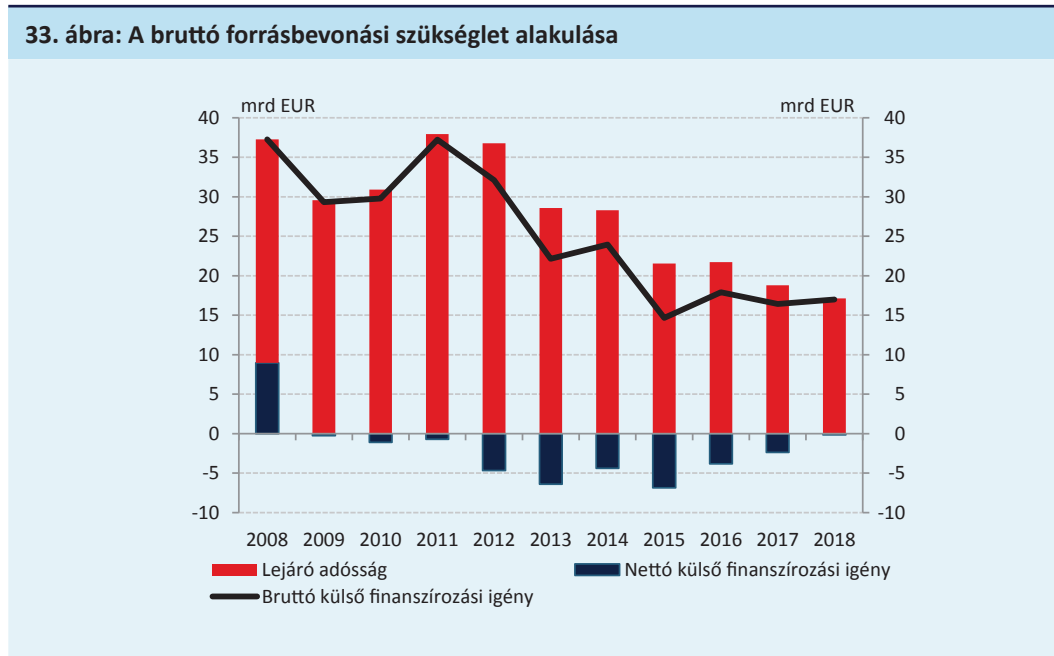
3.4. Rövid külső adósság és bruttó finanszírozási igény

Az ország rövid külső adóssága 2018 folyamán tovább mérséklődött és az év végére 17 milliárd euro közelébe süllyedt (32. ábra). A mutató a negyedik negyedévben 1,4 milliárd euróval csökkent, ami nagyrészt a bankrendszer szereplőinek köszönhető. Ezzel egyidejűleg az államháztartásnál történt 350 millió eurós mérséklődés mellett, a vállalatok rövid külső adóssága is 110 millió euróval csökkent. A bankrendszer rövid külső adóssága 2018 végére historikus mélypontra, 5,2 milliárd euróra csökkent, amely a bankok év végi mérlegoptimalizációjával és egyedi banki folyamatokkal magyarázható. Az államháztartás esetében a csökkenés a berövidülő állomány mérséklődésével magyarázható, amely egyaránt köthető kötéylejáratokhoz és -eladásokhoz; ennek hatását némiképp mérsékelte az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság emelkedése. Összességében a rövid külső adósság 2018 végén a korábbi historikus mélypont közelébe történő csökkenése kedvező a gazdaság befektetői megítélésének és külső sérülékenységének szempontjából.

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



2018-ban az ország nettó külső finanszírozási szükséglete kismértékű emelkedés után 17 milliárd eurót tett ki. A 2017. decemberi végi rövid külső adósság 17,1 milliárd euro volt, vagyis a 2018-ban a lejáró külső adósság az előző év végi szintnél mintegy 1,7 milliárd euróval volt alacsonyabb (33. ábra). Az ország külső forrásigényét mutató, pénzügyi mérleg tételeiből számított külső finanszírozási képesség 2018-ban ennél nagyobb mértékben, 2,2 milliárd euróval csökkent. Így a két mutató különbségeként adódó — egy ország adott évben megújítandó külső forrásainak értékét jellemző — nettó külső finanszírozási igény enyhén emelkedve 17 milliárd eurót tett ki.



3.5. Tartalékmegfelelés

2018 negyedik negyedében emelkedett a nemzetközi tartalékok szintje, amit elsősorban az Európai Bizottságtól érkezett támogatások, illetve az eurótól eltérő devizaeszközök és az arany euróban kifejezett ártértékelődése magyarázott. 2018 végén az MNB nemzetközi tartalékainak állománya 27,4 milliárd euro volt, amely 3,7 milliárd eurós növekedést jelent a harmadik negyedév végi értékhez képest. A tartalékok alakulását számos tényező befolyásolta, amelyek közül a legfontosabb tényezők a következők voltak:

- Az európai uniós források tartaléknövelő hatása meghaladta a 3,2 milliárd eurót, amely döntő részben a 2014–2020-as uniós költségvetési ciklus teljesítés alapú számláinak Európai Bizottság általi kifizetéséből, kisebb részben a 2007–2013-as periódusból fennmaradó pénzügyi rész jelentős hányadának rendezéséből adódott.
- A tartalékok növekedése irányába hatott az MNB derivatív ügyleteihez köthető mintegy 600 millió eurónyi nettó pénzmozgás, valamint a hazai hitelintézetek által elhelyezett devizabetétállomány közel 100 millió eurós emelkedése.
- Az egyéb devizák euróval szembeni erősödéséből adódó, illetve az arany euróban kifejezett ártértékelődése közel 350 millió euróval növelte a tartalékot. Az MNB 2018 októberében aranyat vásárolt. A monetáris arany a devizatalékhoz hasonlóan a nemzetközi tartalékok részét képezi, a vásárlással a nemesfém állomány 3,1 tonnáról 31,5 tonnára emelkedett.
- Az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) nettó devizafinanszírozása összesen mintegy 110 millió euróval növelte a tartalékszintet, ami több ellentétes irányú tétel eredőjeként adódott a negyedév során. Az ÁKK hétéves futamidejű eurokötvényt bocsátott ki október elején 1 milliárd euro összegben, 1,25 százalékos éves kamatszint mellett, amelyből a Magyar Nemzeti Vagyonkezelő által kibocsátott, Richter részvényekre átcserélhető mintegy 900 millió eurós devizakötvény lejárat előtti visszavásárlását finanszírozta, ezzel is támogatva az államadósságon belüli devizarány további mérséklődését. Decemberben a 3 milliárd jüan keretösszegű pandakötvény-programon belül Magyarország 2 milliárd jüan (mintegy 260 millió euro) értékben bocsátott ki devizakötvényt a kínai onshore piacon.

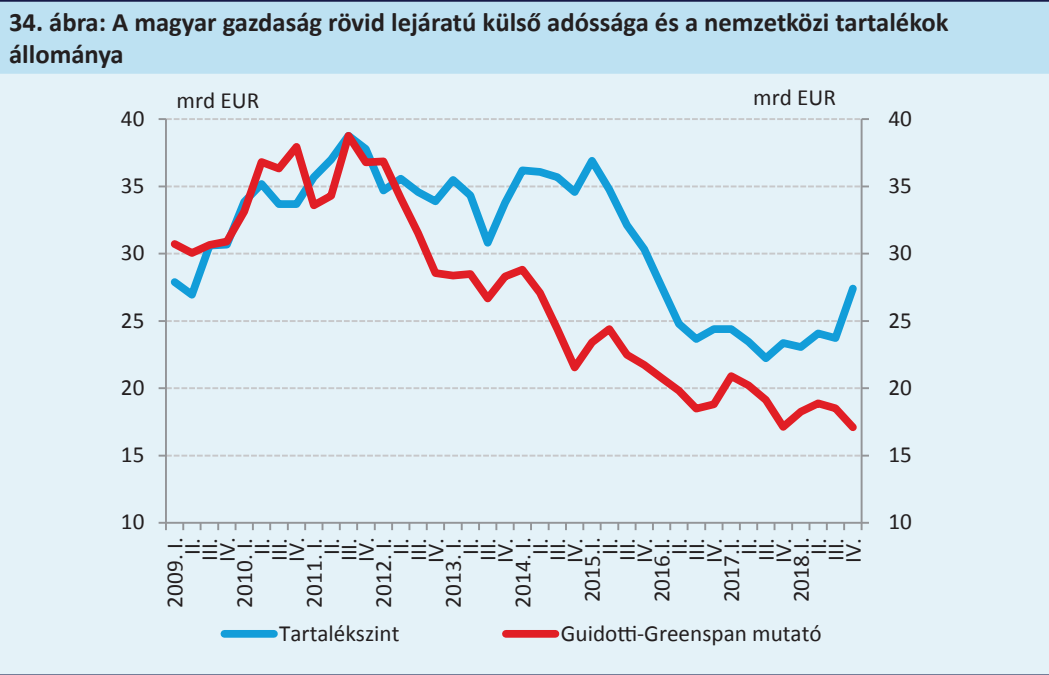
A letelepedési kötvények első sorozatának lejáratára több mint 100 millió euróval, amíg a 2019. januári lejáratú eurokötvényből történt év végi visszavásárlás további 100 millió euróval csökkentette a tartalékot. A lakossági PEMÁP értékesítések részben ellensúlyozták a devizahitelek törlesztésére fordított devizaösszegeket.

- Az ÁKK és a MÁK egyéb devizakiadásai közel 700 millió euróval mérsékeltek a tartalékot.

2018 egészében az MNB nemzetközi tartalékai 4 milliárd euróval emelkedtek, az EU-transzferok, valamint a forintlikviditást nyújtó devizaswap-eszköz tartaléknövelő hatását az egyéb tényezők csak részben mérsékeltek. Az MNB tartalékainak szintje a 2017. decemberi 23,4 milliárd eurós szintről 2018 végére 27,4 milliárd euróra nőtt, amelyben az alábbi tételek játszottak jelentősebb szerepet:

- Az Európai Bizottságtól érkezett támogatások devizatartalékot érintő éves nettósított összege több mint 4,6 milliárd eurót ért el az év végére koncentrálnak átutalásoknak köszönhetően.
- A tartalék növekedése irányába hatott a 2016. október közepétől meghirdetett *forintlikviditást nyújtó FX-swap* eszköz 1,3 milliárd eurós tartaléknövelő hatása 2018 második negyedében, ezt követően a monetáris politikai irányultságnak megfelelően szinten maradt a devizaswap-eszköz állománya.
- Az MNB derivatív ügyleteihez köthető nettó pénzmozgások, illetve a hazai hitelintézetek által elhelyezett devizabétét-állomány mintegy 700 millió euróval, az eurótól eltérő devizaeszközök, valamint az arany euróban kifejezett ártértékelődése 500 millió euróval növelte a nemzetközi tartalékok szintjét.
- Az állami adósságtörlesztéshez kapcsolódó tételek, különösen az állam nettó devizakamat-kiadásai, illetve az ÁKK nettó devizafinanszírozása összesen, mintegy 3 milliárd euróval csökkentette a tartalékot. Utóbbi magába foglalja főként az év első felében történt USA dollár és eurokötvény lejáratokat, a harmadik negyedévben az Európa Tanács Fejlesztési Bankjától felvett, illetve a 2004–2006-os és a 2007–2013-as költségvetési időszak Strukturális Alap támogatásokhoz kapcsolódó társfinanszírozás biztosítására felvett EIB-hitelek törlesztését, illetve a negyedik negyedévre eső, fentiekben bemutatott tételeket.
- Az aranytartalék 2018. októberi emelése következtében a nemzetközi tartalékon belül a *monetáris arany* euróban kifejezett értéke az év egészében megközelítőleg 1 milliárd euróval emelkedett.

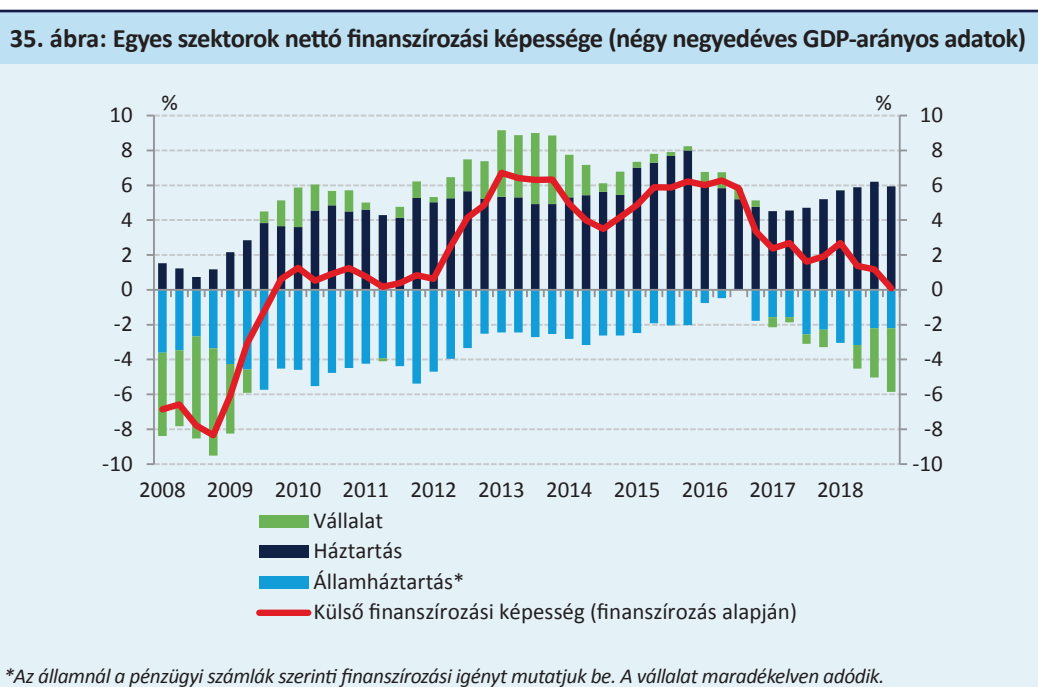
A rövid külső adósság jelentős mérséklődése és a tartalékok nagymértékű emelkedése következtében az MNB nemzetközi tartalékainak állománya 2018 végén több mint 10 milliárd euróval meghaladta a befektetők által elvárt biztonságosnak tekinthető szintet. A jegybank és a befektetők által is kiemelten követett Guidotti–Greenspan szabályt figyelembe véve a nemzetközi tartalékok 2018. december végi 27,4 milliárd eurós értéke nagymértékben meghaladja a rövid külső adósság 17,1 milliárd eurós szintjét. A tartalékok 2018 negyedik negyedéves alakulását főként az EU-források év végére koncentrálnak, Európai Bizottság általi kifizetése, az MNB derivatív ügyletei, illetve az ártértékelődés befolyásolta, ezen tételek tartaléknövelő hatását főként az ÁKK és a MÁK devizakiadásai mérsékeltek. A rövid külső adósság csökkenése főként a bankrendszer állományának mérséklődéséhez köthető, de az államháztartás, illetve a vállalatok is mérsékeltek rövid külső adósságukat az év végére 2018. szeptember végéhez képest. Ennek megfelelően a rövid külső adóssághoz viszonyított tartalékmegfelelés 4,7 milliárd euróval javult 2018 negyedik negyedében, így a Guidotti–Greenspan mutató feletti mozgástér az év végén meghaladta a 10 milliárd eurót, amely továbbra is biztonságos szintet jelent (34. ábra).



4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés

2018-ban a külső finanszírozási képesség csökkenéséhez elsősorban a vállalatok nettó pénzügyi megtakarításának mérséklődése járult hozzá, miközben az állam finanszírozási igénye az előző évhez hasonló szinten alakult, a lakosság pénzügyi megtakarítása pedig éves szinten emelkedett. A negyedik negyedévben ugyanakkor a vállalatok finanszírozási igényének növekedése mellett a háztartások finanszírozási képessége is enyhén mérséklődött. A magánszektor finanszírozási képességének csökkenésében fontos szerepet játszott a vállalatok beruházási aktivitásának folyamatos bővülése és a háztartások élénkülő hitelfelvételi kedve. Az államháztartás finanszírozási igényének a GDP 2 százalék körüli stabilizálódása az előirányzatot érdemben meghaladó adóbevétel és kiadás eredőjeként alakult ki.

A nulla körül alakuló 2018 negyedik negyedévi külső finanszírozási képesség a háztartások csökkenő pénzügyi megtakarítása, valamint a vállalatok emelkedő finanszírozási igénye mellett alakult ki (35. ábra). Az egyes szektorok pénzügyi megtakarításának változása végső soron a külföld finanszírozásában tükröződik, így a külső egyensúly alakulása a szektorok megtakarításának összegeként is megragadható – ami egyben a finanszírozás oldali folyamatokkal is megegyezik. A konszolidált államháztartás egész éves finanszírozási igénye – az előzetes adatok alapján – a tavalyi szinthez hasonlóan továbbra is mérsékelt maradt. Az igen alacsony költségvetési hiányt idén is a magasabb foglalkoztatással és fogyasztással összefüggésben bővülő adóbevételek, valamint a tovább mérséklődő kamatkidadások magyarázzák. A háztartások finanszírozási képességének mérséklődése mögött a lakosság bővülő hitelfelvétele áll, ami mellett a szektor csökkentette bruttó pénzügyi megtakarításait – mindez az óvatossági megfontolások oldódására utalhat. A vállalati szektor finanszírozási igénye folyamatosan növekedett, ami kisebb részben a mérséklődő jövedelmekkel, nagyobb részben az emelkedő beruházásokkal áll összefüggésben.

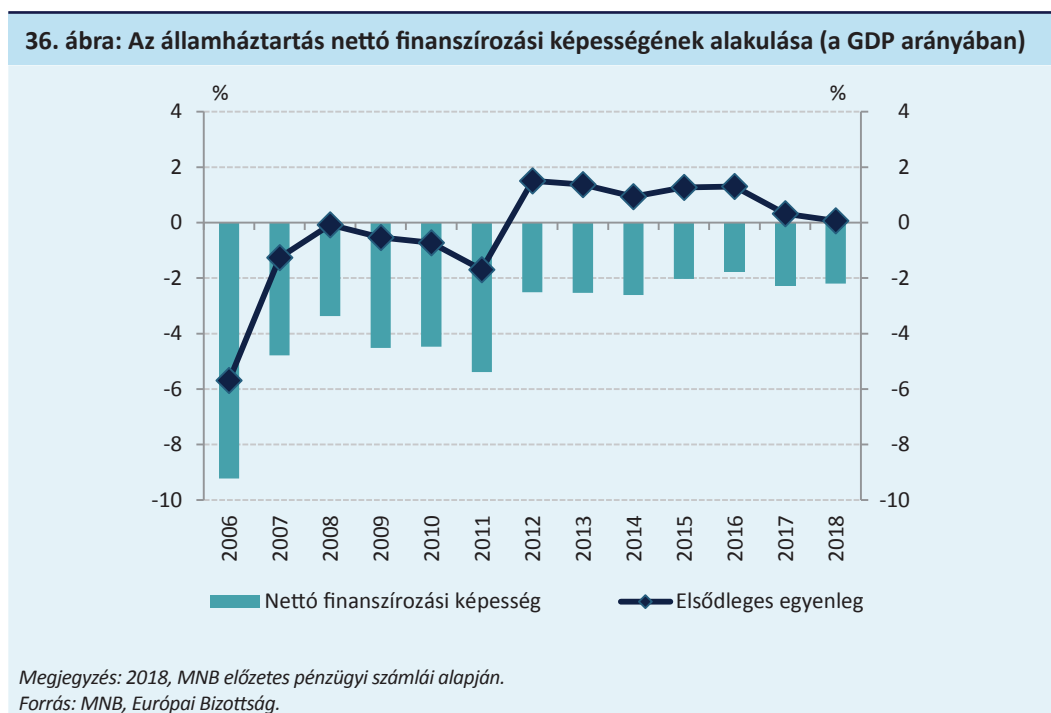


4.1. Államháztartás

Az államháztartás nettó finanszírozási igénye 2018-ban is mérsékelt maradt (36. ábra). Az előzetes pénzügyi számla adatai alapján 2018-ban a bruttó hazai termék 2,2 százalékát tette ki az államháztartás finanszírozási igénye, így a költségvetési hiány az elmúlt hat év átlaga körül alakul.⁵ Az adóbevételek a törvényi előirányzatot meghaladóan növekedtek, amit részben ellensúlyozott, hogy a költségvetési kiadások is az előirányzat felett alakultak. A 2016-ban megkötött bérmegállá-

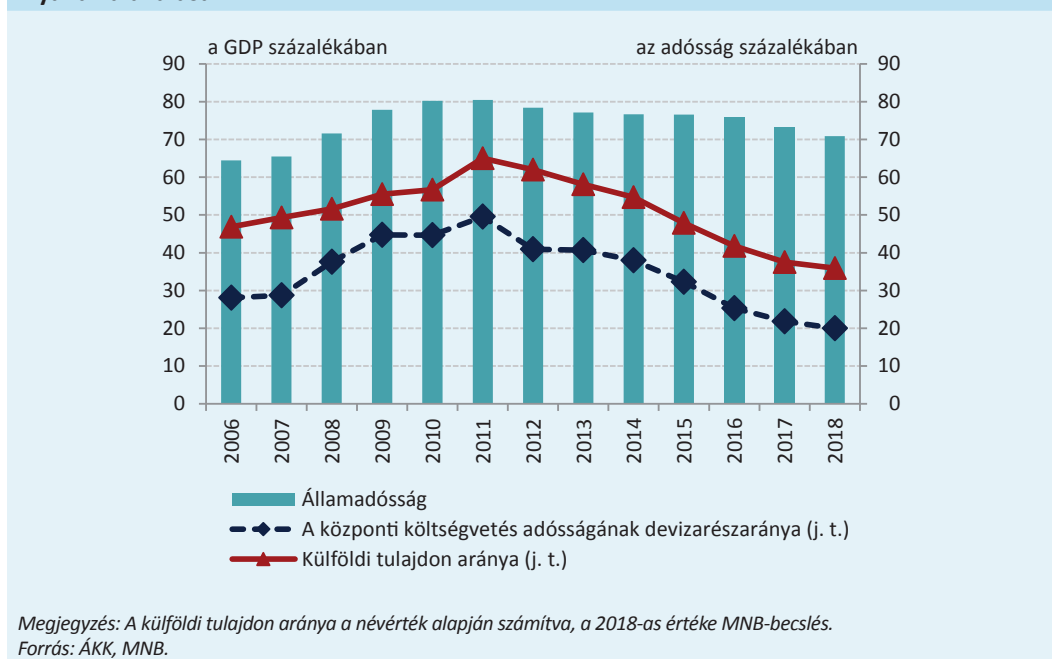
⁵ 2018-ra még nem áll rendelkezésre a költségvetés ESA-egyenlegére vonatkozó adat, ugyanakkor a pénzügyi számlák rendszere szerint számított nettó finanszírozási képesség előzetes adata csak kismértékben szokott eltérni az ESA-egyenlegetől.

podással összhangban a szociális hozzájárulási adó kulcsa a korábbi 5 százalékpont után 2018-ban újabb 2,5 százalékponttal 19,5 százalékra csökkent, ugyanakkor a bruttó bérek és a foglalkoztatottság emelkedése részben ellensúlyozták az adócsökkentés hatását. Kiadási oldalon a tartósan alacsony kamatkörnyezet és az adósság fokozatos átárazódása miatt tovább csökkentek a kamatkidások, illetve mérséklődött a pénzügyi transferek GDP-arányos értéke is.



A GDP-arányos bruttó államadósság 2011 óta tartó trendszerű csökkenése 2018-ban is folytatódott (37. ábra). 2018 végére a GDP-arányos államadósság 70,9 százalékra mérséklődött, ami 2,5 százalékpontos csökkenést jelent 2017. év végi értékhez képest. A mérséklődéshez a dinamikus gazdasági növekedés mellett az alacsony nettó finanszírozási igény is hozzájárult. Tovább mérsékelte a szükséges nettó adósságkibocsátást, hogy egyes fel nem használt költségvetési kiadások a korábbi gyakorlattal ellentétben nem hagyták el az államkincstári számlákat. Az államháztartás alrendszereihez tartozó gazdasági szereplők számára az uniós támogatási előlegek a Magyar Államkincstárnál vezetett fizetési számlákra kerültek kifizetésre, valamint 2018. szeptember 30-ig át kellett vezetniük e számlákra a részükre korábban kiutalt, de még fel nem használt, 50 millió forintot meghaladó uniós előlegeket.

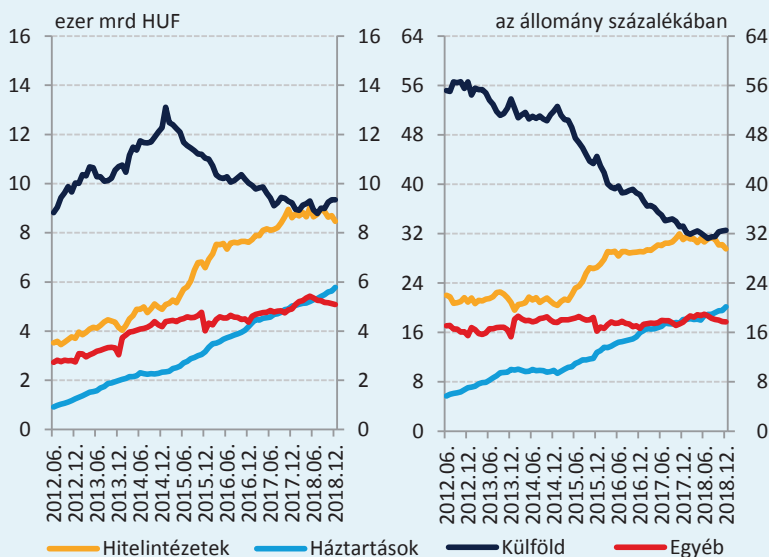
Az államadósságon belüli devizaarány, valamint a külföldi tulajdon államadósságon belüli arányának mérséklődése támogatta a külső sérülékenység csökkenését. Az államadósság-kezelési stratégia egyik fő célja a belföldi finanszírozás erősítése, amit a jegybanki Önfinszírozási program is támogatott. Ennek következtében a külföldi tulajdon államadósságon belüli aránya jelentősen, a 2011 végi 65 százalékról 2018 végére 35 százalék közelébe csökkent. Eközben a központi adósságon belüli devizaarány a 2011 végi 50 százalékos csúcértékéről 20 százalékra mérséklődött. A trendszerűen csökkenő külföldi tulajdon és a devizaarány érdemi szerepet játszanak a külső sérülékenység folyamatos mérséklődésében, illetve hazánk adósságbesorolásának javulásában.

37. ábra: A bruttó államadósság, valamint azon belül a külföldi tulajdon és a devizarészarányának alakulása


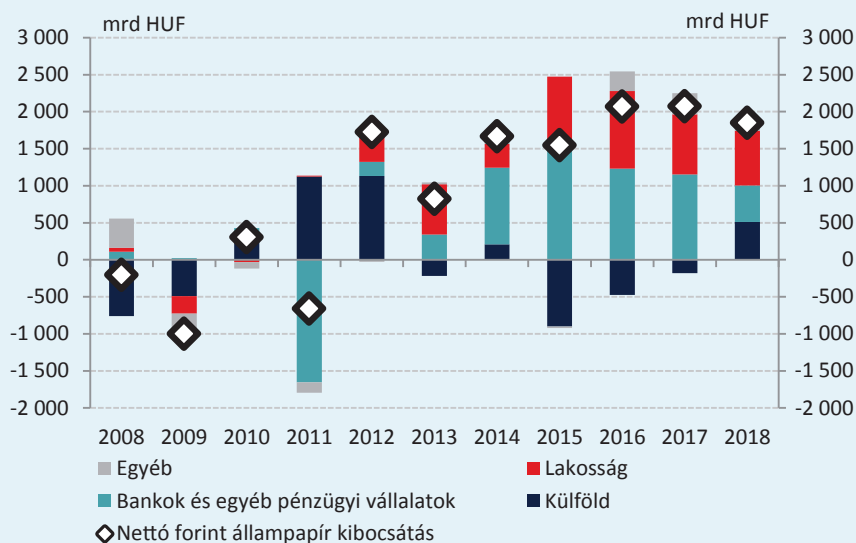
A háztartások által tartott állampapírok állományának növekedési dinamikája továbbra is magas. 2018-ban több mint 750 milliárd forinttal emelkedett a háztartások tulajdonában lévő állampapírok állománya, ami így az év végére mintegy 5800 milliárd forintot tett ki (38. ábra). Ezzel a háztartások az állam által kibocsátott értékpapírok csaknem 20 százalékát birtokolják közvetlenül (a befektetési alapokon, biztosítókon és nyugdíjpénztárakon keresztül állampapír-tartást is figyelembe véve 30 százalékot), ami európai uniós összevetésben magasnak tekinthető. 2018 folyamán az Államadósság Kezelő Központ szűkítette a lakossági állampapírok vásárlói körét, ezzel támogatva, hogy a háztartások birtokolják a lakossági állampapírokat, így 2018. április közepétől az elsődleges piacon csak magánszemélyek vásárolhatnak lakossági állampapírokat. A lakossági állampapírok piacáról kiszoruló önkormányzatoknak ugyanakkor új konstrukció, az Önkormányzati Magyar Államkötvény érhető el.

Miközben a lakossági szerepvállalás stabilan magas volt, 2018-ban ismét emelkedett a külföldi szereplők állampapír-állománya. A külföldiek (devizában és forintban denominált) magyar állampapír állománya 2018-ban 500 milliárd forinttal emelkedett (39. ábra), így a külföldiek részaránya a teljes magyar állampapír-állományon belül 35 százalék közelében alakult, ami körülbelül megegyezik az előző év végi értékkel. A külföldiek hosszú forint állampapír állománya több mint 300 milliárd forinttal, a rövid futamidejű állampapír-állománya közel 200 milliárd forinttal emelkedett, miközben a külföldiek kezében lévő devizakötvények állománya a tranzakciókból eredően közel 300 milliárd forinttal csökkent. A bankrendszer forint állampapír-állománya közel 500 milliárd forinttal emelkedett. Emellett a háztartások is stabilan, közel 800 milliárd forinttal vettek részt az állam belső forrásokból történő finanszírozásában. A két szektor jelentős állampapírpiaci-kereslete nagyban támogatta az ország külső sérülékenységének mérséklődését, miközben a külföldiek forint állampapír vásárlásai is hozzájárultak az államadósság devizarészarányának csökkenéséhez.

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

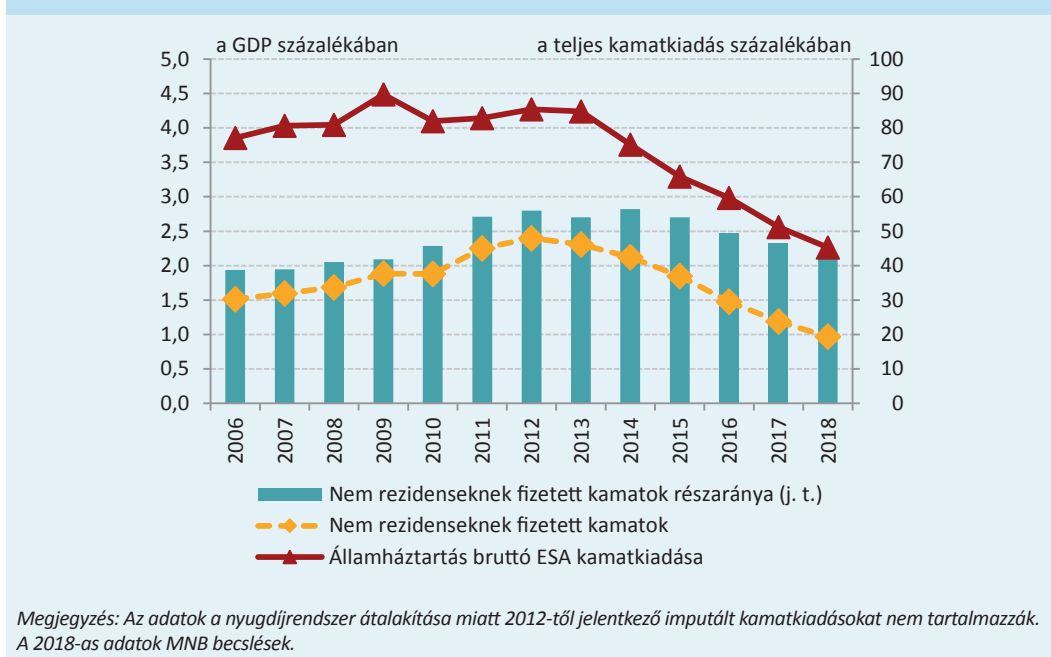


39. ábra: A forint állampapír-állomány változása szektorok szerint



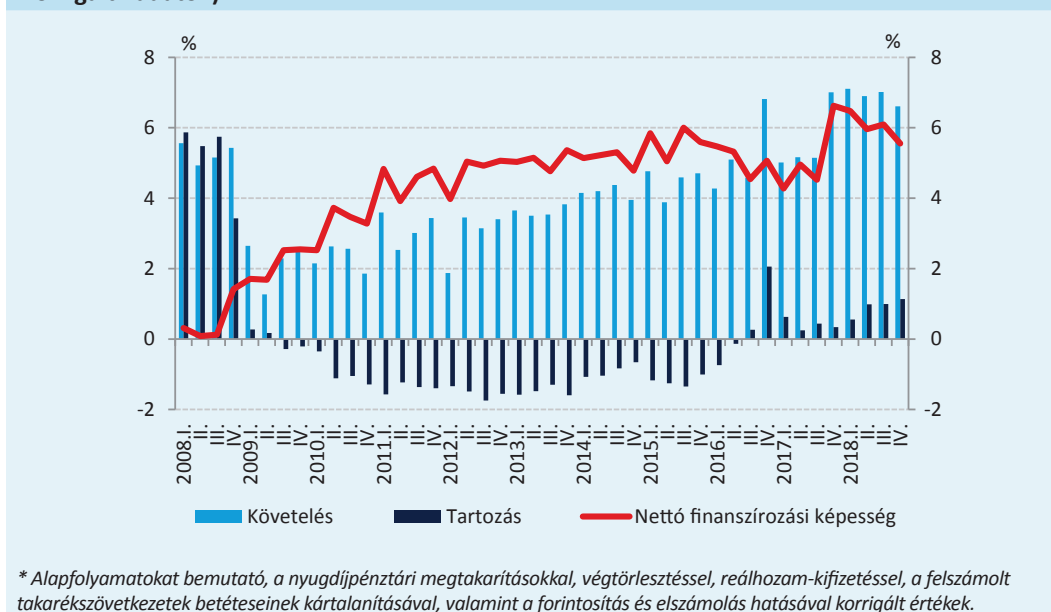
A hosszú futamidejű állampapírok hozamának enyhe emelkedése ellenére az állami kamatkiadások tovább mérséklődtek. A továbbra is alacsony hozamkörnyezet és az adósság fokozatos átárazódásának hatására 2018-ban tovább folytatódott az államháztartás GDP-arányos bruttó kamatkiadásának csökkenése (40. ábra). A 2012. évi 4,3 százalékos szinthez képest 2018-ban a GDP 2,3 százalékára mérséklődtek az államháztartás kamatkiadásai. A bruttó kamatkiadások csökkenéséhez a stabil hazai makrogazdasági helyzet, a jegybanki programok (kamatcsökkentési ciklusok, önfinanszírozási program, az eszköztár átalakítása), a felmínősítések és a támogató nemzetközi környezet egyaránt hozzájárultak. A tízéves államkötvények hozama év végére 3 százalék közelébe, amíg az ötéves futamidejű kötvények hozama 2,5 százalékra emelkedett. Emellett 2018-ban a 3 és a 12 hónapos diszkontkincstárjegyek hozama nulla körül ingadozott.

2018-ban a nem rezidenseknek fizetett állami kamatok mértéke a GDP 1,0 százalékára csökkent. A fizetési mérleg jövedelemegyenlege szempontjából kiemelendő, hogy a külföldiek által tartott államadósság, illetve a forinthatamok hosszú távú csökkenésével összhangban a nem rezidensek számára fizetett kamatok mértéke tovább mérséklődött. Az adósságkezelési stratégia alapján a következő években folytatódhat a külföldiek kezében lévő adósság csökkenése, így a nem rezidenseknek fizetett kamatok mértéke is tovább mérséklődhet.

40. ábra: Az államháztartás kamatkidásainak alakulása


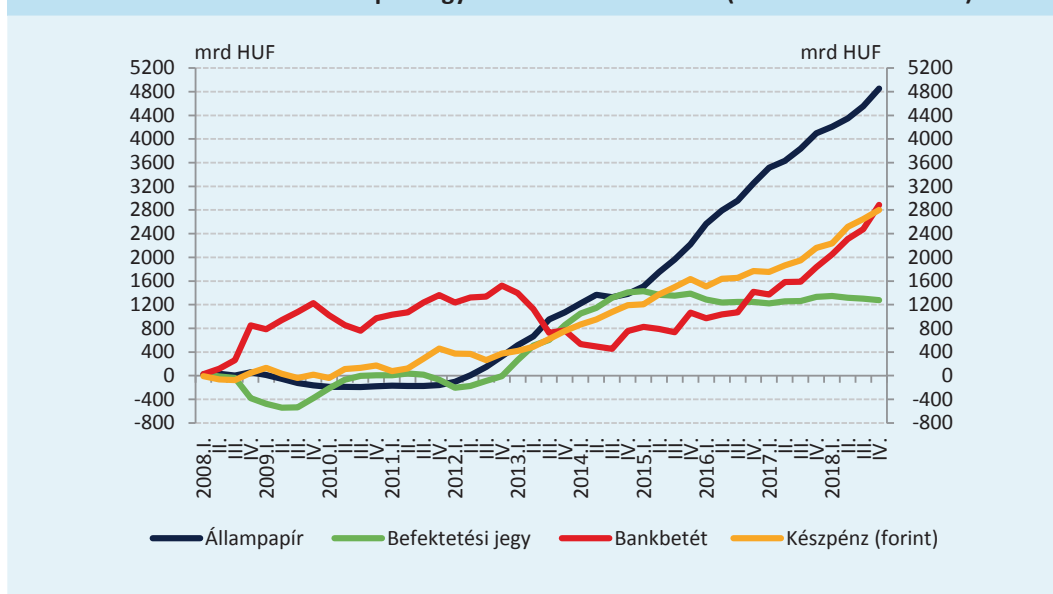
4.2. Háztartási szektor

A lakosság alapfolyamatok szerinti finanszírozási képessége 2018 negyedik negyedében a GDP 6 százaléka alá csökkent (41. ábra). A lakosság szezonálisan igazított nettó pénzügyi megtakarításának 2017-ben megfigyelhető emelkedése 2018-ban megállt, majd az utolsó negyedévben a GDP 5,6 százalékára mérséklődött – ennek ellenére a 2018-as év egészét tekintve 6 százalék körül alakult a mutató. A nettó pozíció mérséklődése mögött a nettó hitelfelvétel 2018-ban tapasztalt emelkedése állt, ami elsősorban a lakáshitelek iránti magasabb kereslettel hozható összefüggésbe, de a fogyasztási hitelek állománya is bővült. A bruttó pénzügyi megtakarítás szintje magas maradt, ami több tényezőhöz is köthető: az emelkedő foglalkoztatottság és a feszesedő munkapiac következtében növekvő reálbérek mellett végső soron a használt lakás vásárlására felvett hitelek is növelhették a lakosság pénzügyi eszközeit. Az ingatlanhitelek növekedése az adósságfék-szabályok hatálya és a hosszabb távra fixált hitelek arányának emelkedése mellett prudens módon ment végbe, így nem veszélyezteti a bankok működését, illetve ezen keresztül a gazdaság külső egyensúlyát.

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


A háztartások állampapír-állományának dinamikus bővülése 2018-ban is folytatódott, ami az államháztartás belső forrásokból történő finanszírozásán keresztül támogatja az állam külső sérülékenységének mérséklődését (42. ábra). A lakossági állampapír-állomány 2012 óta tartó folyamatos bővülése töretlenül folytatódott 2018-ban is, ami főként az alacsony hozamkörnyezetben elérhető, más befektetési formákkal szembeni jelentős hozamelőnynek köszönhető. 2018 végére a háztartások állampapír-állománya 5800 milliárd forint fölé emelkedett. A lakosság 2018-ban is az új megtakarításainak számottevő részét állampapír-vásárlásra fordította, emellett emelkedett a készpénz- és bankbetét-állomány is, ugyanakkor a befektetési jegyek állománya a 2017. évi növekedés után enyhén mérséklődött 2018-ban. Az alacsonyabb kockázatú értékpapírokat tartalmazó, ezért alacsonyabb visszatekintő hozammal jellemezhető pénzügyi és kötvényalapok eszközértéke tovább mérséklődött, miközben a magasabb kockázatú vegyes és ingatlanalapok állománya bővült. Mindez azt mutatja, hogy az alacsony hozamkörnyezetben a befektetők egy kisebb része a magasabb hozammal kecsegtető kockázatosabb befektetési formák felé fordult, azonban továbbra is meghatározó a likvid befektetési formák és az állampapírok tartása. Az állampapírok iránti magas lakossági kereslet növelte az államháztartás belső finanszírozásának az arányát, ami kedvező az ország külső sérülékenysége szempontjából.

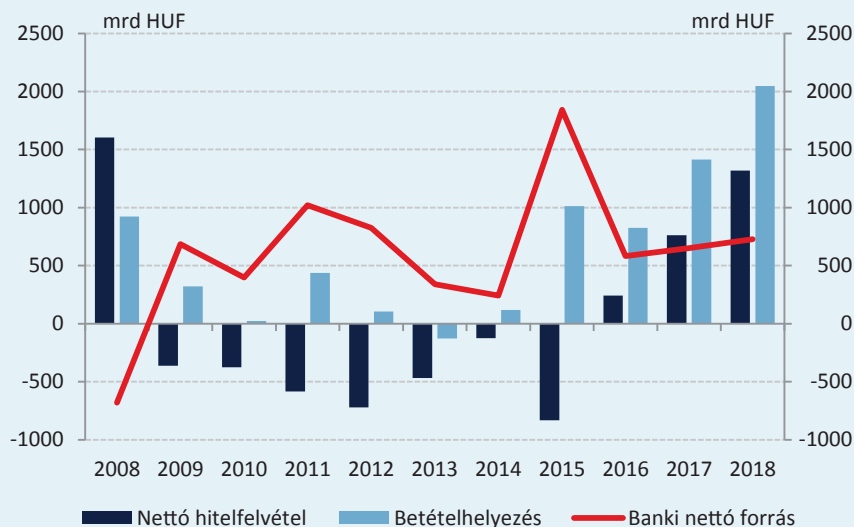
42. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)



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

2018-ban a magánszektor tovább bővítette a hitelállományát, valamint a betételhelyezés is hasonló mértékben emelkedett, így bankoknál továbbra is jelentős a nettó forráselhelyezés. A lakosság és a vállalatok bankhitelei a válság utáni években folyamatosan csökkentek, azonban 2016-ban hiteloldalon fordulat következett be, és a magánszektor nettó hitelfelvétele 2018-ban is tovább emelkedett. Mindezzel párhuzamosan a magánszektor betételhelyezése is növekedett. Összességében a nettó banki források mérsékeltek és folyamatos bővülést mutatnak 2016 óta (43. ábra) – vagyis a magánszektor megtakarítása nemcsak az állam számára jelent számottevő mértékű finanszírozást, hanem a bankok belső finanszírozásának növekedéséhez, külső adósságának csökkenéséhez is hozzájárul. A magánszektor bankokkal szembeni pozíciója a banki nettó külső adósság csökkenésének irányába hathatott.

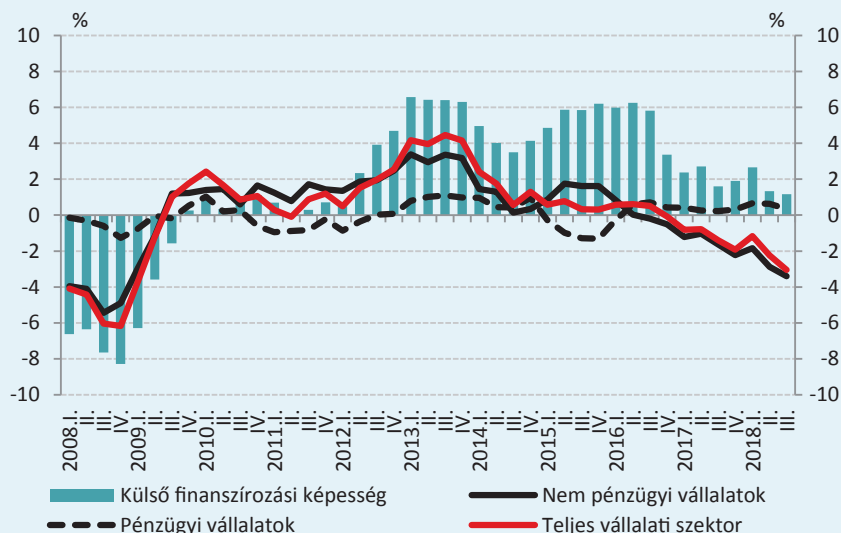
43. ábra: A magánszektor banki hiteleinek és betéteinek alakulása



4.3. Vállalati szektor

A vállalati szektor finanszírozási igénye tovább növekedett, ami hozzájárult a külső finanszírozási képesség csökkenéséhez. A teljes vállalati szektor finanszírozási igénye a négy negyedéves adatok szerint 2018 első negyedévéől kezdődően folyamatosan növekedett.⁶ Az emelkedés a nem pénzügyi vállalatok finanszírozási igényének növekedéséhez volt köthető, amit némileg ellensúlyozott a pénzügyi vállalatok stabil finanszírozási képessége: a pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége az előző évhez hasonlóan 2018-ban is enyhén pozitív volt (44. ábra).⁷ A vállalati szektor azonban összességében hozzájárult a gazdaság külső finanszírozási képességének a mérséklődéséhez.

44. ábra: A vállalati és a külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos adat)

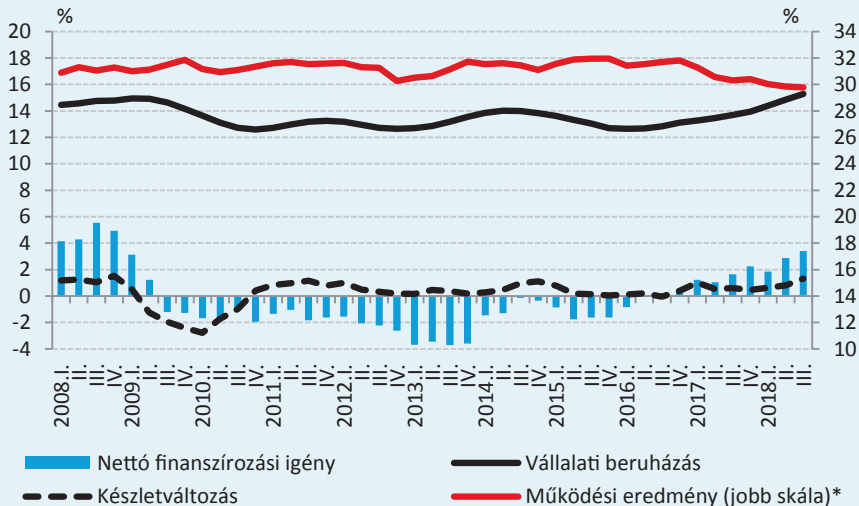


⁶ A 2018. évi negyedik negyedéves pénzügyi számlák csak a jelentés lezárását követően kerülnek publikálásra.

⁷ A pénzügyi vállalatok finanszírozási képességét leginkább a szektor nyeresége vagy vesztesége, illetve nem pénzügyi eszközök (például ingatlanok) változása befolyásolja. Emellett azonban a válság, később pedig a végtörlesztési program és devizahiteles elszámolások során kialakult veszteségek is jelentősen befolyásolták a szektor pozícióját: a piaci és a rögzített árfolyam közötti különbség, illetve a devizahiteles elszámolások mint a háztartási szektornak nyújtott tőketranszfer – a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak növelése mellett – mérsékelte a bankok nettó finanszírozási képességét.

A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási igénye a GDP 3,4 százalékára emelkedett, ami elsősorban a beruházások és a készletek emelkedésére vezethető vissza, és amihez a jövedelmek csökkenése is hozzájárult. A nem pénzügyi vállalatok működési eredménye – részben a növekvő béreknek, illetve az emelkedő olajáraknak köszönhetően – folyamatosan mérséklődött. Emellett ugyanakkor elsősorban az hatott a finanszírozási igény növekedésének irányába, hogy folyamatosan bővült a vállalkozások beruházási aktivitása, ami az év végére meghaladta a válság előtti szintet. Emellett a korábbi évek stagnálásával szemben a vállalatok készletei is növekedtek (45. ábra).

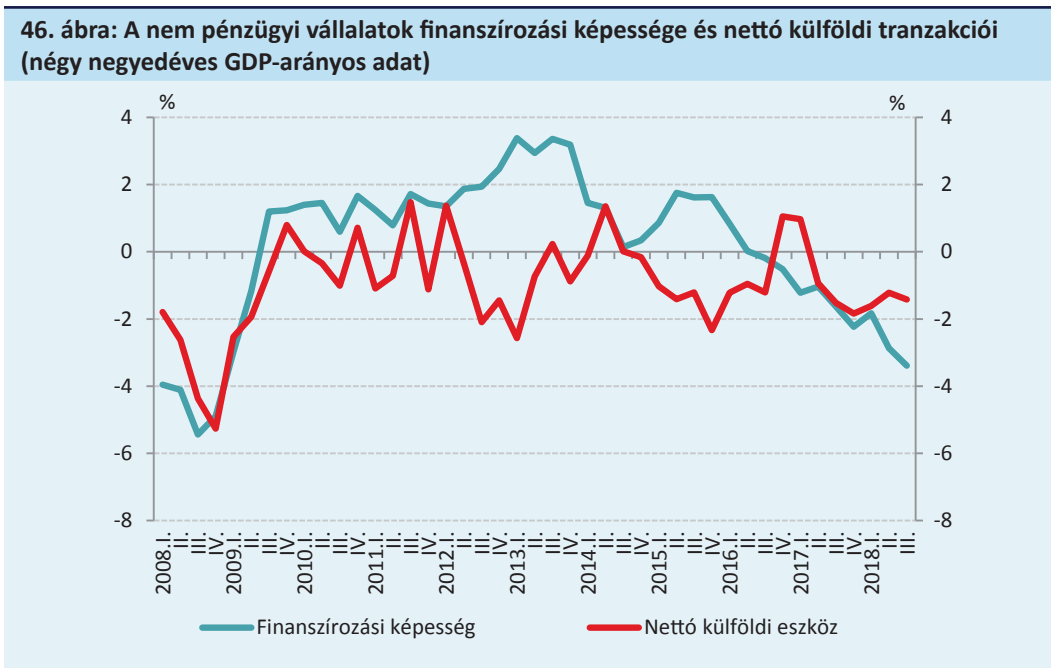
45. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos finanszírozási igénye és az azt meghatározó főbb reálgazdasági tényezők (nemzeti számlákból számított négy negyedéves értékek)



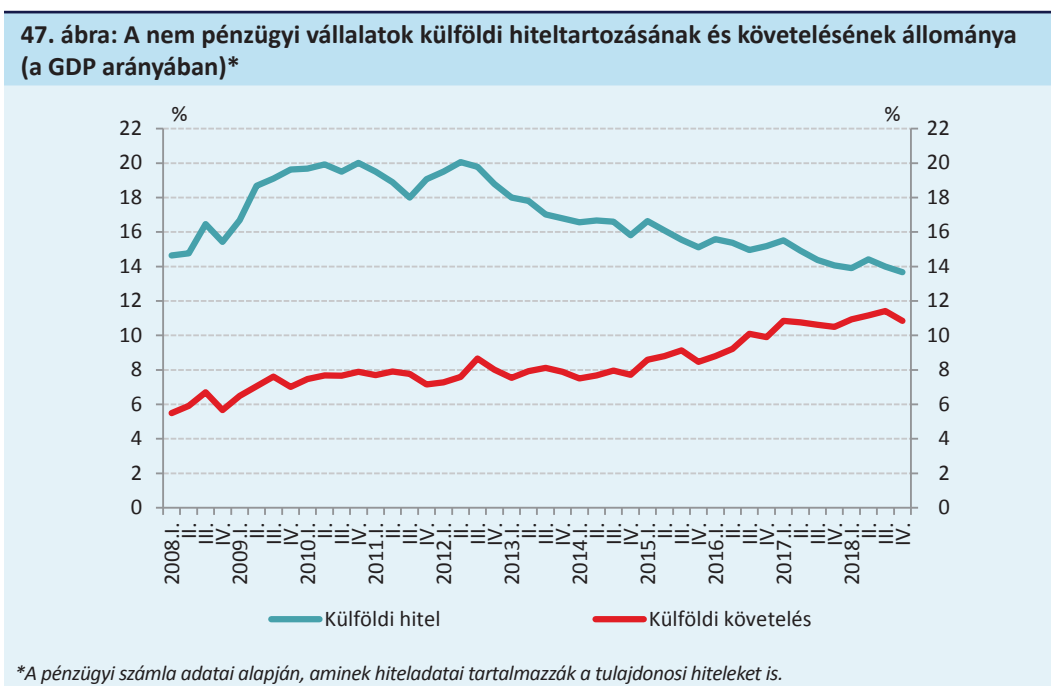
* A vállalatok kamat- és tulajdonosi jövedelmeivel korrigált mutató. Finanszírozási igényre csak a harmadik negyedévig áll rendelkezésre adat.

Forrás: KSH, MNB.

A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási igényének trendszerű növekedése enyhén mérséklődő külföldi forrásbevonás mellett alakult ki (46. ábra). A tartozások bővülésében a bankhitelek emelkedése és az újraberfektetett jövedelmekből származó részesedésnövekedés játszottak döntő szerepet. A külföldi hitelek 2018 második negyedévében történő emelkedése egy nemzetközi nagyvállalathoz köthető, átmeneti hatású tranzakció eredménye volt (amivel párhuzamosan a külföldi követelések is növekedtek). A belföldi hitelek tekintetében viszont folyamatos növekedés volt tapasztalható, ami a vállalatok nettó megtakarításának csökkenése irányába hatott, ugyanakkor 2018-ban jelentős volt az NHP hitelek törlesztése, ami mérsékelte a vállalatok nettó hitelfelvételét. A vállalatok pénzügyi eszközeinek növekedése továbbra is magas volt, viszont 2018 harmadik negyedévében lassult. A szektor 2018-ban is a belföldi bankbetéteket és a külföldi részesedéseket növelte leginkább a pénzügyi eszközöket illetően.



A vállalatok külföldi hiteltartozásainak csökkenése 2018-ban tovább folytatódott, miközben a külföldi követelések a negyedik negyedévben mérséklődtek. A vállalatok külföldi hitelállománya a GDP 14 százalékára csökkent 2018 negyedik negyedévére, amit a vállalatok külföldi tartozásait érintő alkalmazkodás és a GDP számottevő növekedése is támogatott. A 2017 végétől tapasztalt külföldi eszköz bővülés 2018 harmadik negyedévéig folytatódott, majd az utolsó negyedévben az állomány a GDP 11 százalékára mérséklődött (47. ábra).



5. Nemzetközi összehasonlítás

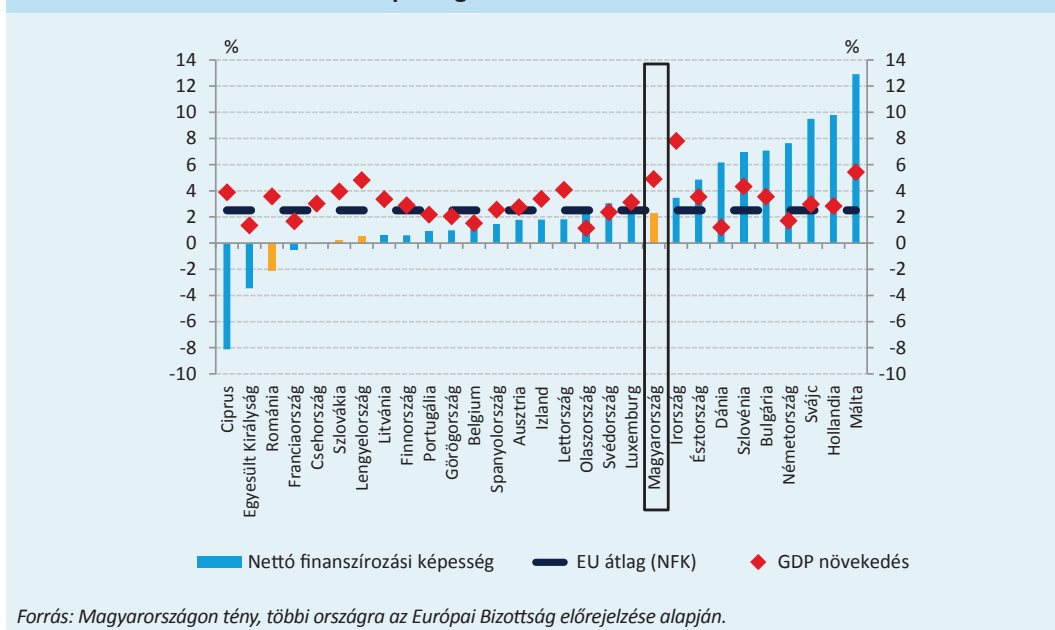
Magyarország külső finanszírozási képessége 2018-ban továbbra is meghaladta az Európai Unió és a régiós országokra jellemző szintet. A GDP-arányos külső finanszírozási képesség – a csökkenés ellenére – a közép-kelet-európai régióban 2018-ban is Magyarországon volt a legmagasabb. A mutató mérséklődése hazánkhoz hasonlóan a régiós országokban is legfőképp az áruegyenleg csökkenésével magyarázható, ami az importintenzív beruházások dinamikus bővülésével áll összefüggésben. A jövedelemegyenleg hiánya nem változott érdemben a régió országaiban, mivel a hiányát meghatározó külföldi vállalatok profitegyenlege a korábbi évekhez hasonlóan alakult. Amíg Magyarországon a folyó fizetési mérleg többletének csökkenését részben ellensúlyozta az EU új költségvetési ciklusához tartozó források beáramlása, addig a régió többi országában – Lengyelország kivételével – nem volt jellemző a transzferegyenleg javulása. Érdemes még kiemelni, hogy hazánkban a közvetlentőke-beáramlás GDP-arányos értéke is meghaladta a régiós átlagot. A kiemelkedő külső finanszírozási képességet hazánkban a háztartások – régiós szinten is – magas megtakarítása támogatta, miközben a költségvetési hiány és a vállalatok finanszírozási igénye megfelelt a régiós szintnek. A hazai lakosság magas finanszírozási képessége ellenére a háztartások mérlegalkalmazkodása lezárult és fokozatosan emelkedő hitelfelvétel jellemző – azonban a hitelnövekedés üteme továbbra is elmarad a régióban jellemzőtől. Ezzel párhuzamosan tovább folytatódott a külső tartozásmutatók mérséklődése, amely kedvező hazánk külső sérülékenységének és kockázati megítélésének szempontjából.

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

5.1. Finanszírozási képesség

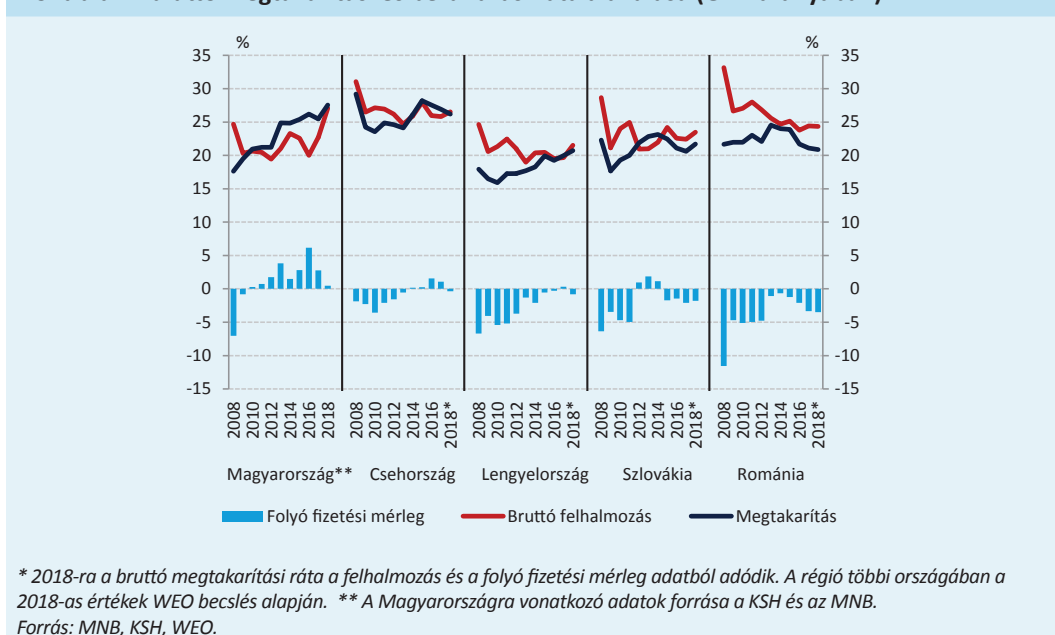
A 2018-ra vonatkozó előrejelzések alapján Magyarország nettó finanszírozási képessége továbbra is meghaladja a régióban és az Európai Unió országaiban jellemző átlagos értéket (48. ábra). Magyarország nettó finanszírozási képessége 2018-ban a GDP 2,2 százaléka volt, ami megfelel a régiós országokban – az Európai Bizottság előrejelzése alapján – várható szintnek. Az EU 28 országainak többségében – és ezzel összhangban az EU 28 csoport átlagát tekintve – várhatóan mérséklődik a GDP-arányos nettó finanszírozási képesség 2017-hez képest. Az Európai Unióban továbbra is elsősorban az exportorientált gazdaságok rendelkeznek a legnagyobb finanszírozási képességgel, ugyanakkor ezen fejlett országokban rendszerint alacsonyabb GDP-növekedés párosul a kedvező külső egyensúlyi pozícióhoz. Magyarország éves gazdasági növekedése 4,9 százalékot tett ki 2018-ban, ami az előrejelzések alapján az egyik legnagyobb volt az EU- országok között.

48. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása 2018-ban



A régióra jellemzően magasabb hazai nettó finanszírozási képesség a magas bruttó megtakarítással magyarázható, miközben a felhalmozási ráta bővülése mérséklően hat a mutatóra (49. ábra). Egy gazdaság folyó fizetési mérlegének egyenlege a bruttó megtakarítás (a jövedelem és a fogyasztás különbsége) és a felhalmozási kiadások (beruházás és készlet) különbségéből adódik. A válság kitörését követően a közép-kelet-európai régió országaiban a mérséklődő beruházási ráta és a mérlegalkalmazkodás eredményeként bővülő bruttó megtakarításnak köszönhetően valamennyi országban javult a folyó fizetési mérleg egyenlege. A kedvező trend Magyarország mellett más országokban is megfordult, és az elmúlt 1–2 évben folyó fizetési mérleg egyenlegének mérséklődése tapasztalható. Ez hazánkban a 2016-tól dinamikusan bővülő beruházásokkal magyarázható, így a készletváltozásokat is tartalmazó felhalmozási ráta értéke 2018-ban már meghaladta a régióra jellemzőt – ami mellett a hazai megtakarítás szintje is jóval nagyobb a régiósnál. A bruttó felhalmozás szintén bővült Csehországban, Lengyelországban és Szlovákiában, azonban ezekben az országokban a megtakarítási ráta elmarad ennek értékétől, amelynek eredményeként a folyó fizetési mérleg egyenlege – az IMF előrejelzése szerint – 2018-ban negatívba fordult. Romániában a folyó fizetési mérleg egyenlege 2014 óta romlik, ami azzal magyarázható, hogy a felhalmozási ráta stagnálása mellett a bruttó megtakarítások jelentősen mérséklődtek.

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

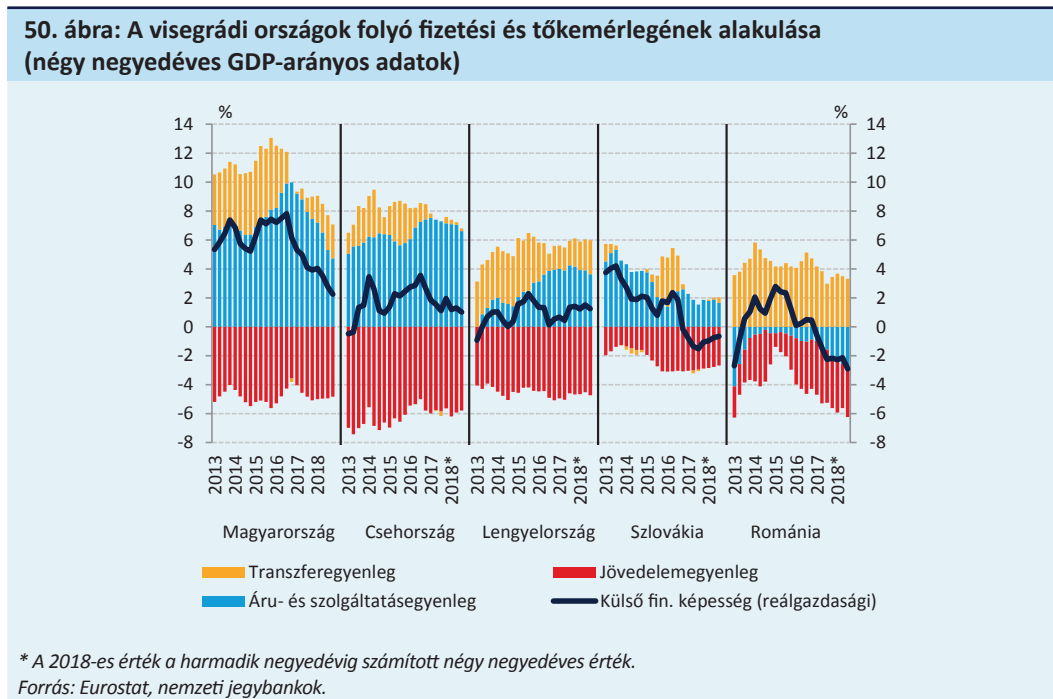


5.2. A külső finanszírozási képesség és reálgazdasági tényezői

A GDP arányos külső egyensúlyi pozíció – a mérséklődése ellenére – 2018-ban is Magyarországon volt a legmagasabb a régiós országok között (50. ábra). A reálgazdasági adatokból számított, négy negyedéves adatok szerint Magyarország külső finanszírozási képessége továbbra is meghaladja a régió többi országában tapasztaltat. Azonban amíg Magyarországon a többlet mérséklődött, addig a régiós országok többségében inkább stagnálás jellemző. A nettó finanszírozási képesség hazai mérséklődésében az áru- és szolgáltatásegyenleg – régiós átlagnál magasabb – többletének csökkenése játszott a legnagyobb szerepet.

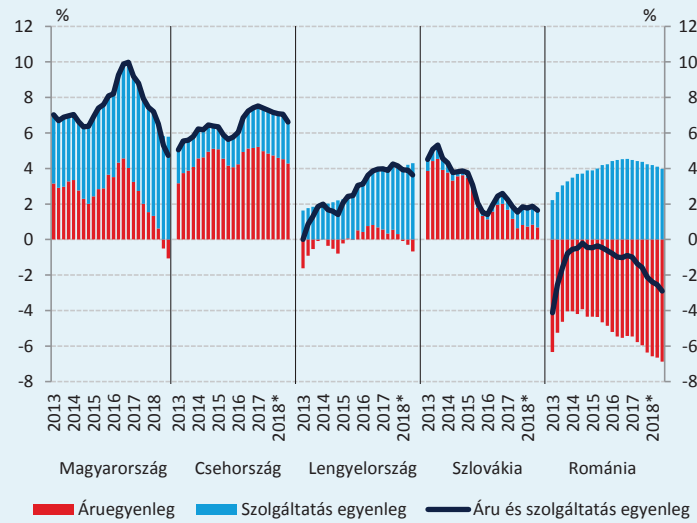
A nettó külső finanszírozási képesség tényezőinek alakulása a régióban:

- Az **áru- és szolgáltatásegyenleg** négy negyedéves, GDP-arányos többlete a régió minden országában mérséklődött 2018-ban. Az egyenleget közelebbről vizsgálva elmondható, hogy az áruegyenleg mérséklődésével szemben a szolgáltatásegyenleg stabil többlete jellemző, amelynek GDP-arányos mértéke Magyarországon a legmagasabb.
- A **jövedelemegyenleg** a környező országokban jelentős hiányt mutat, aminek értéke 2018-ban nem változott érdemben.
- A régiós országokban a **transzferegyenleg** jellemzően támogatja a gazdaság külső egyensúlyi pozícióját, és az EU-transzferek felhasználása 2018-ban a régiós országok között Magyarországon bővült a legnagyobb mértékben.



Az áruegyenleg többlete a régióban jellemzően csökkent, azonban a régió többségében ennek hatását mérsékli a szolgáltatásegyenleg utóbbi években végbement bővülése (51. ábra). Magyarországhoz hasonlóan a régió legtöbb országában az exporton belül jelentős szerepe van az autóiipari termelésnek. Ezért a 2018 második felében – dízelmotorokhoz kapcsolódóan – szigorodó károsanyag-kibocsátási sztenderdek (Szlovákia kivételével) a régió összes gazdaságára hatással lehettek. Ezen kívül a többlet mérséklődéséhez a külső felvevőpiacok növekedésének lassulása is hozzájárulhatott, mivel a fejlett gazdaságok növekedése 2018-ban lassulhatott a megelőző évhez képest. Továbbá 2018 harmadik negyedévéig az emelkedő olajárak miatti cserearány-romlás is mérsékelte a külkereskedelmi többletet. Végül fontos megemlíteni a beruházások gyors bővülését is, ami szintén hozzájárulhatott az áruegyenleg többletének mérséklődéséhez. Ugyanakkor a régióban mindenhol jellemző, hogy a szolgáltatásegyenleg többlete – aminek mértéke Magyarországon a legmagasabb, a GDP mintegy 6 százaléka – is érdemben támogatja az áru- és szolgáltatásegyenleget.

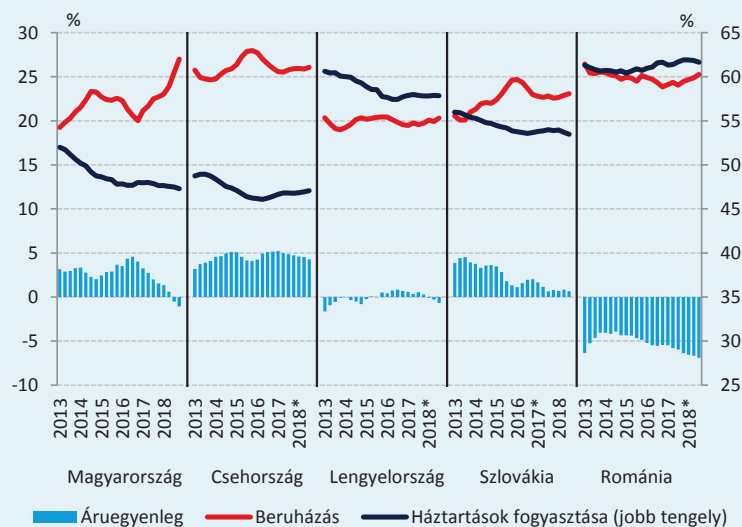
51. ábra: Az áru- és szolgáltatásegylegek megoszlása (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



*A 2018-as érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.
Forrás: Eurostat.

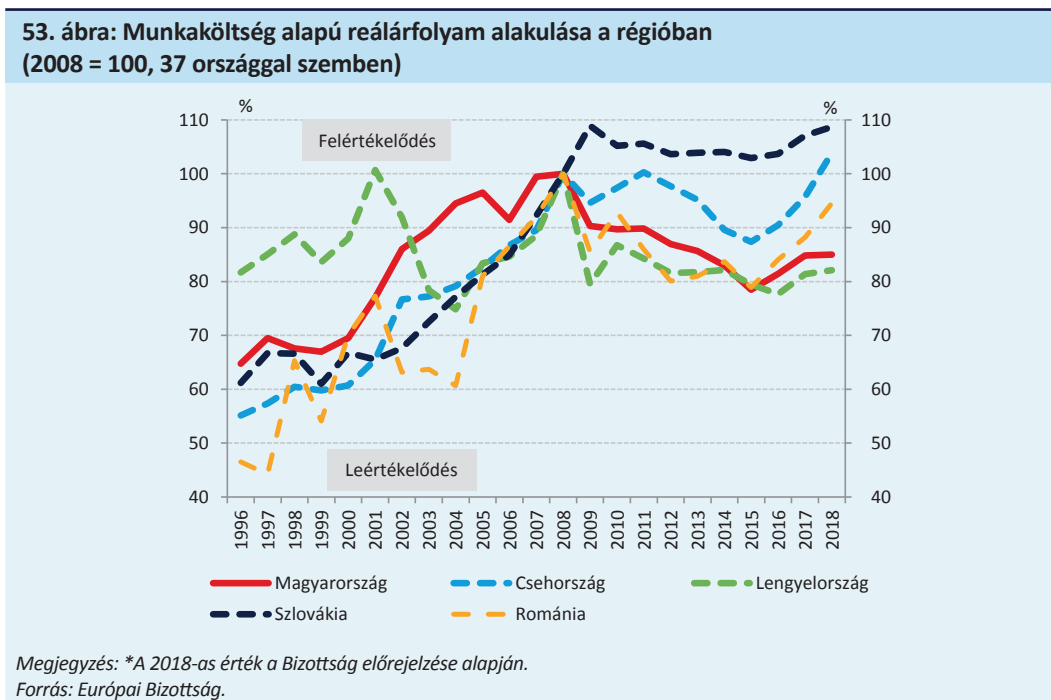
Az EU-források felhasználásával összhangban a régiós országok között Magyarországon nőttek a leggyorsabb ütemben a beruházások által vezérelt felhalmozási kiadások és a GDP arányában is itt érték el a legmagasabb szintet. Mindezek szerepet játszhattak abban, hogy az áruégyleg mérséklődése hazánkban volt a leggyorsabb (52. ábra). Az áruégyleg többletének mérséklődésében a külső környezet mellett belső hatások is szerepet játszottak. Amíg a régió többségében az áruégyleg mérséklődése a belső felhalmozás kisebb mértékű emelkedése mellett valósult meg, addig Magyarországon a belső felhalmozás GDP-arányos szintje kiugróan emelkedett, és 2018 végére meghaladta a GDP 27 százalékát. Ebben a beruházások jelentős – éves összevetésben, a GDP arányában mintegy 3 százalékpontos – emelkedése mellett a készletek érdemi bővülésének is szerepe volt. Ezzel párhuzamosan a lakosság fogyasztási kiadása nem bővült, sőt enyhén mérséklődött is. A lakosság GDP-arányos fogyasztása így a régióban a legalacsonyabb szintre mérséklődött, ami a külső egyensúly szempontjából pozitívan értékelhető. Ez ugyanis azt jelzi, hogy a lakossági megtakarítások továbbra is jelentős mértékben járulnak hozzá a gazdaság külső egyensúlyi pozíciójához, amíg a többlet mérséklődése főként a vállalati beruházások importigényéhez köthető.

52. ábra: A háztartások fogyasztása és a bruttó felhalmozás (GDP-arányos értékek)



*Az adatsor 2018. III. negyedévig tart.
Forrás: Eurostat.

A munkaköltség alapú reálárfolyam a bérek 2018-ban tapasztalt dinamikus bővülése mellett Csehországban és Romániában emelkedett, amíg Magyarországon nem változott érdemben (53. ábra). Bár a hazai bérdinamika 2018-ban még továbbra is 10 százalék felett⁸ alakult, ennek hatását a munkaköltség alapú reálárfolyamban mérsékelhette a termelői járulékok csökkenése, a forint árfolyamának euróval szembeni mintegy 3 százalékos leértékelődése, valamint a munkáltatói járulékok csökkentése is. Így összességében a bérek dinamikus növekedése 2018-ban nem vezetett a reálárfolyam felértékelődéséhez. Hasonlóképpen Lengyelországban sem változott érdemben a mutató. Ezzel szemben Csehországban a bérek alacsonyabb (8 százalékos⁹) nominális növekedése mellett is jelentős felértékelődést mutatott a reálárfolyam. A különbséget Magyarországhoz képest részben a cseh korona nominális árfolyamának euróval szembeni kismértékű felértékelődése magyarázza, aminek hatására szinte a teljes nominális béremelkedés megjelent a reálárfolyam felértékelődésében.



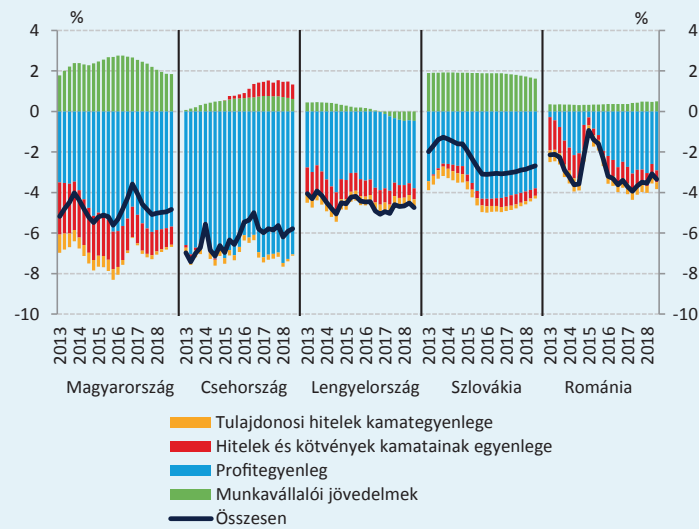
A jövedelemegyenleg hiánya nem változott érdemben a régió országaiban, mivel a hiányát meghatározó külföldi tulajdonú vállalatok profitegyenlege is az egy évvel korábbi szintek közelében alakult (54. ábra). A külföldi – pl. az áruegyenleg többletében szerepet játszó autóiipari – vállalatok a régió összes országában jelentős termelői kapacitásokat építettek ki. Ennek hatására a régiós országokban a jövedelemegyenleg hiányának legnagyobb részét ezen külföldi vállalatok profitegyenlege adja. Ezen kívül a régiós országok többségében a nettó külső adósság értékével összhangban a külföldre fizetett kamatok egyenlege is rontja a jövedelemegyenleget. Ezt általában mérsékli az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelme. Egy-egy kivételt azonban mindkét esetben érdemes megemlíteni. A kamategyenleg esetén Csehországban a külfölddel szembeni követelések értéke meghaladja a külső adósságét – vagyis a nettó külső adósság negatív. Ennek eredményeként a kamategyenleg – a régióban egyedülálló módon – nettó bevételt mutat, vagyis mérsékli a jövedelemegyenleg hiányát. A másik kivétel az átmeneti munkavállalói jövedelmek tekintetében Lengyelország, ahova jelentős számban érkeztek ukrán munkavállalók¹⁰, és az általuk Lengyelországban szerzett jövedelmek értéke már meghaladja az átmenetileg külföldön dolgozó lengyel munkavállalók jövedelmét, ami így – a régióban szintén kivételt képezve – rontja a jövedelemegyenleget.

⁸ <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-14.pdf>

⁹ http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/monetary_policy/inflation_reports/2018/2018_IV/download/ir_IV_2018.pdf

¹⁰ http://www.nbp.pl/en/publikacje/raport_inflacja/iraport_march2019.pdf

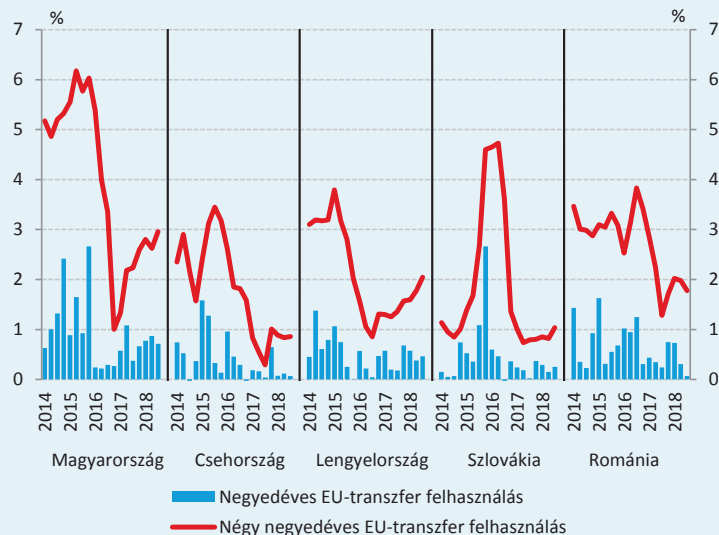
54. ábra: A jövedelemegyenleg összetevőinek alakulása* (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



* A 2018-as érték a harmadik negyedévig számított négy negyedéves érték.
Forrás: Eurostat.

Az EU-transzferek felhasználása 2018-ban a régiós országok között Magyarországon bővült a legnagyobb mértékben (55. ábra). A transferegyenleg országonként eltérő mértékben támogatja a külső egyensúlyi pozíciót, aminek alakulásában meghatározó szerepet játszik az EU 2014–2020 közötti költségvetési ciklusában felhasználható források beáramlása, amelynek értéke 2017 óta Magyarországon bővült a legnagyobb mértékben. A négy negyedéves EU-transzfer felhasználás GDP-arányos értéke hazánkban megközelítette a 3 százalékot, a mutató Lengyelország és Románia esetében közel 2–2, Csehország és Szlovákia esetében pedig mintegy 1–1 százalékot tett ki. Bár a régiós országok transferegyenlegét alapvetően az EU-transzferek felhasználása határozza meg, de itt szerepelnek a tartósan külföldön dolgozók hazautalásai is. Ennek értéke Romániában meghatározó a transferegyenleg többletére vonatkozóan, mivel az egyenleg közel fele – a GDP 1,5 százaléka – a tartósan külföldön dolgozók által hazautalt összegekhez köthető.

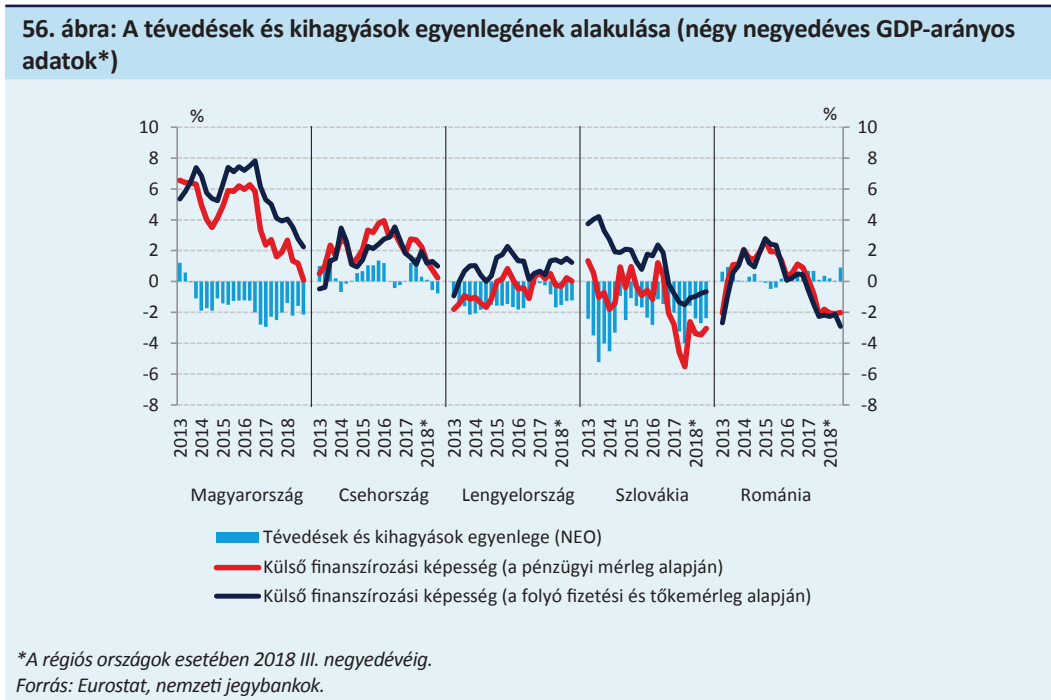
55. ábra: EU-transzfer felhasználás a régiós országokban (GDP-arányos értékek)



Forrás: Eurostat.

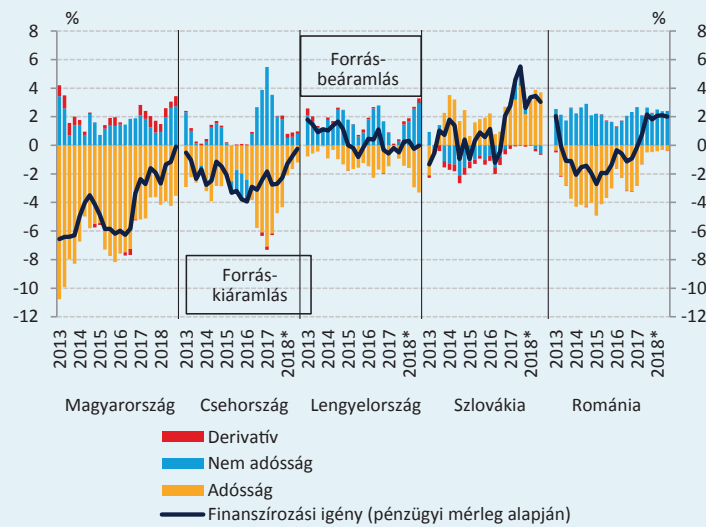
5.3. Finanszírozás oldali folyamatok

A pénzügyi mérlegben szereplő külső finanszírozási képesség a régió országaiban jellemzően elmarad a reálgazdasági megközelítés alapján számított külső pozíció értékétől (56. ábra). A Tévedések és kihagyások egyenlege (Net errors and omissions – NEO) a finanszírozási, illetve a reálgazdasági oldal alapján számolt finanszírozási képesség közötti eltérést tartalmazza. A régiós gazdaságokban – Románia kivételével – a reálgazdasági oldal alapján számolt külső finanszírozási képesség érdemben meghaladja a pénzügyi mérleg adatai alapján kapott értéket. 2018-ban az eltérés mértéke Lengyelországban és Csehországban a GDP 1 százaléka körül alakult, amíg Magyarországon és Szlovákiában a GDP 2 százaléka körül. Romániában a reálgazdasági és finanszírozási oldalról számított külső finanszírozási képesség közel hasonlóan alakult.



2018-ban a régiós gazdaságok finanszírozási igénye érdemben bővült, emellett ugyanakkor az országok többségében tovább folytatódott az adósság típusú források kiáramlása (57. ábra). A régiós országok között Magyarországnak és Csehországnak 2018-ban nagyobb mértékben növekedett a finanszírozási igénye, a többi országban csak kisebb elmozdulások voltak. Fontos megjegyezni, hogy Magyarországon, Csehországban és Lengyelországban nulla körül alakult a nettó pozíció, amíg Romániában a nettó forrásbevonás mértéke meghaladta a GDP 2 százalékát. Szlovákiában 2018-ban is magas volt a pénzügyi mérleg alapján a gazdasági nettó finanszírozási igénye, azonban ennek szintje enyhén mérséklődött. A finanszírozási igény szerkezetét tekintve elmondható, hogy a nem adósságjellegű források beáramlása lehetővé tette, hogy a Magyarországon, Csehországban és Lengyelországban tovább csökkenjen a nettó külső adósságállomány. Ezzel szemben Szlovákiában folytatódott a nettó külső adósságállomány emelkedése, amíg Romániában a nem adósság típusú források finanszírozták a gazdaság külső finanszírozási igényét.

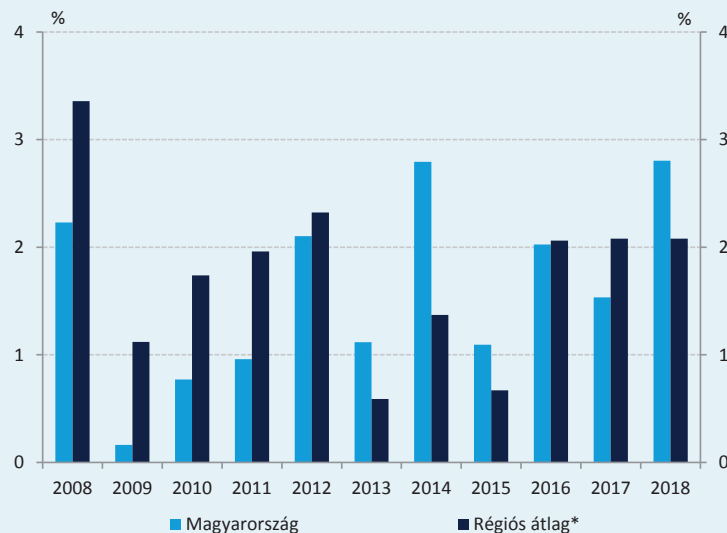
57. ábra: A finanszírozási igény és a finanszírozás formája (négy negyedéves GDP-arányos adatok)



*A régiós országokra 2018 III. negyedévig állt adat rendelkezésre (Csehország, Lengyelország, Románia, Szlovákia).
 Forrás: MNB, Eurostat.

Magyarországon a közvetlentőke-befektetések GDP-arányos értéke 2018-ban jelentősen meghaladta a régiós országok átlagát (58. ábra). Az elmúlt tíz évben a régiós országok nettó FDI-beáramlása hasonló képet mutatott. A válság után visszaeső FDI-beáramlás 2010-től emelkedésnek indult, amely a 2013-as átmeneti csökkenés után újra emelkedett. 2015 és 2017 között Magyarországon az FDI-beáramlás mértéke a GDP 1–2 százaléka között ingadozott, és a régiós országok átlagát tekintve is hasonló tendencia figyelhető meg. 2018-ban hazánkban az FDI-beáramlás a GDP 2 százaléka felé emelkedett, amellyel meghaladja a régiós átlagot. A régiós országok nettó közvetlentőke-befektetései az együttmozgása arra utal, a világgazdasági trendeknek megfelelően a külföldi szereplők alapvetően hasonlóan kezelik ezeket az országokat befektetési szempontból.

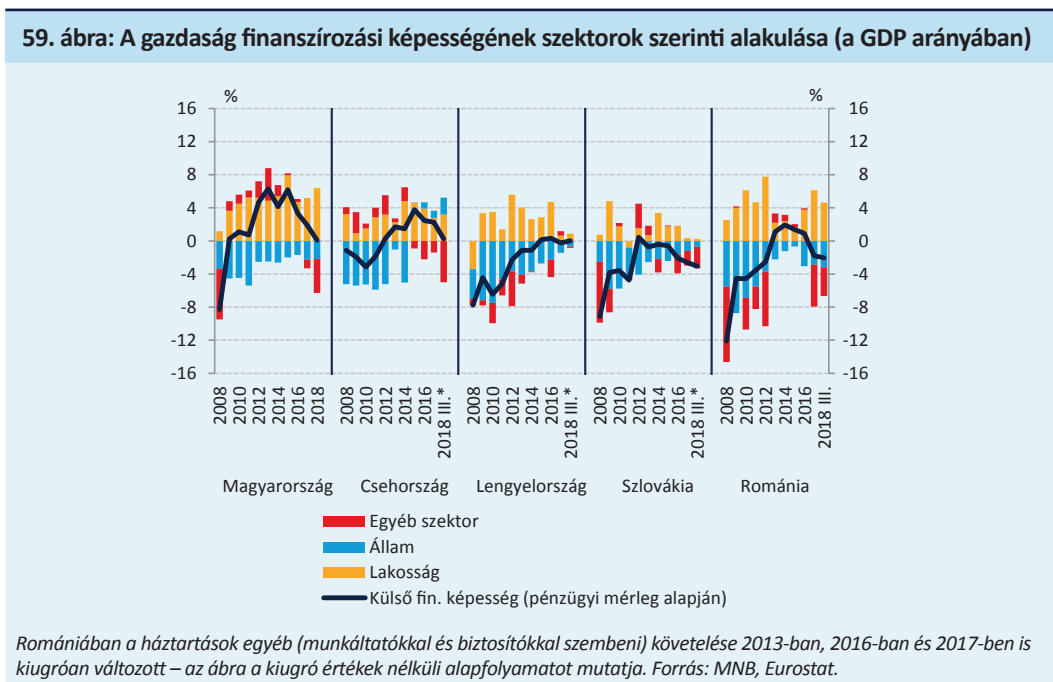
58. ábra: A régiós országok nettó FDI-beáramlása (a GDP arányában)



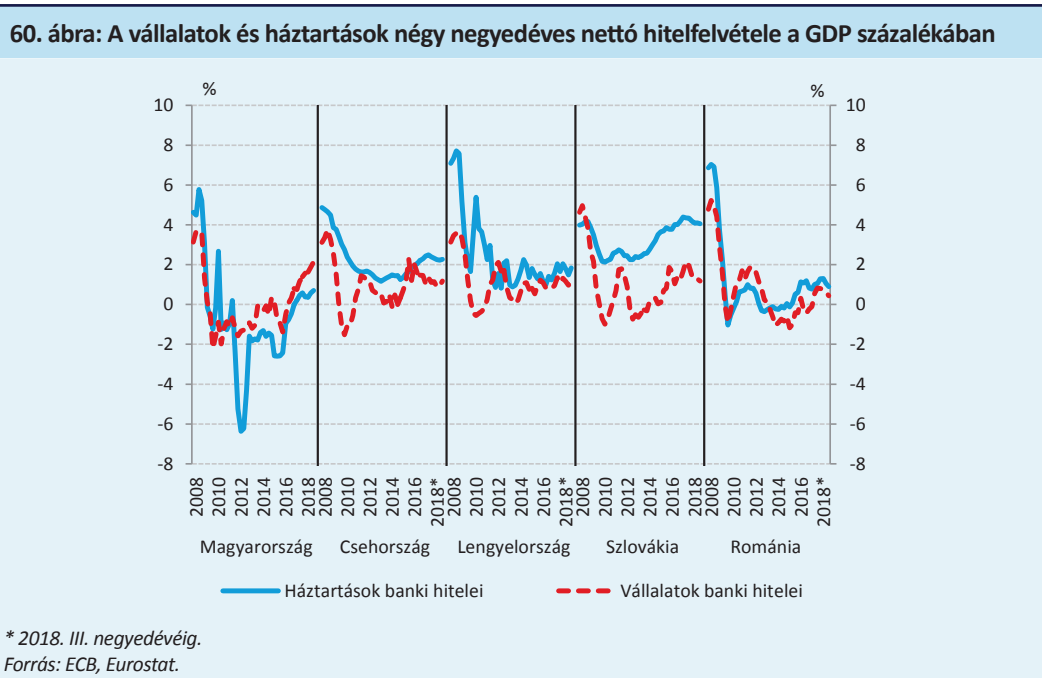
*A régiós országokra 2018-ra a III. negyedévig tartó négy negyedéves adat állt rendelkezésre.
 (A régiós átlag nem tartalmazza Magyarországot.)
 Forrás: Eurostat.

5.4. Megtakarítás oldali folyamatok

A régiós országokban továbbra is alacsony költségvetési hiány és bővülő vállalati finanszírozási igény jellemző (59. ábra). A régiós országok külső finanszírozási képességének elmúlt években megfigyelt csökkenése általában a jelentős bővülést mutató beruházással összefüggésben emelkedő vállalati finanszírozási igényre vezethető vissza, miközben a költségvetés hiánya továbbra is igen alacsony szinten alakul (sőt, Csehországban pár éve enyhe többletet is mutat). Emellett érdemes azt is kiemelni, hogy Magyarországon stabilan magas maradt a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása, amíg a többi visegrádi országban az elmúlt években csökkenés volt megfigyelhető, és Lengyelországban, valamint Szlovákiában már nulla körüli szintet ért el – ennek következménye az is, hogy a régiós országok közül egyedül hazánkban maradt pozitív a pénzügyi mérleg alapján számított finanszírozási képesség.



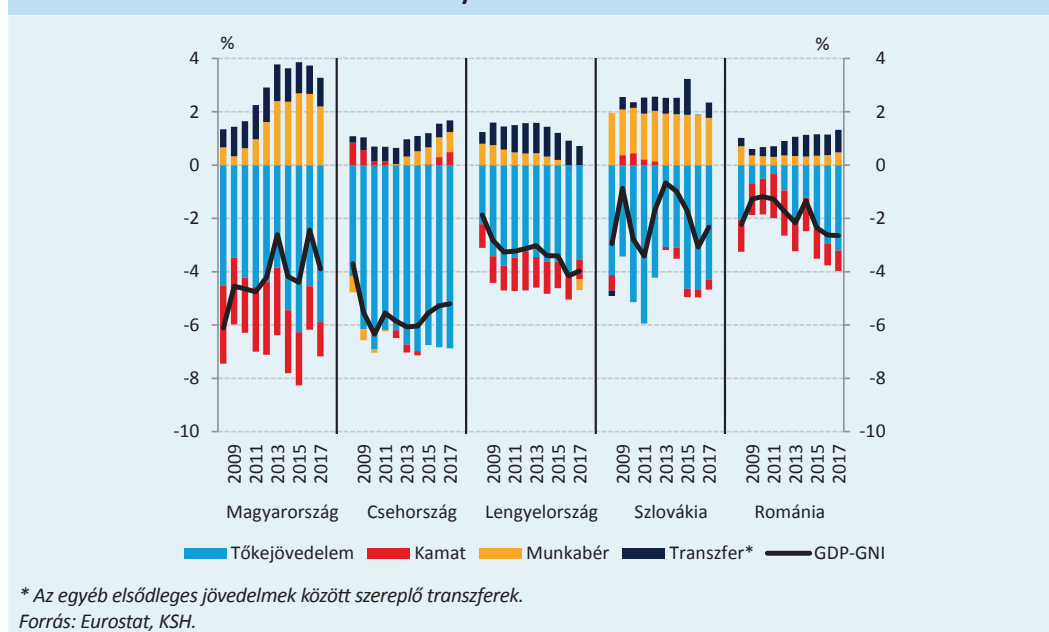
A hazai magánszektor emelkedő banki hitelfelvétele nemzetközi összehasonításban eltérően értékelhető: amíg a vállalatok hitelnövekedése jelentősen meghaladja a régiós országokét, addig a lakossági hitelfelvétel továbbra is elmarad attól (60. ábra). A magyar háztartások nettó banki hitelfelvétele 2018 harmadik negyedévében a GDP 0,7 százalékára emelkedett. Ez azt is jelenti, hogy lezárult a szektor – válság után megváltozott hitelfelvételi viselkedése által indukált – mérlegalkalmazkodása, és fokozatosan emelkedő hitelfelvétel jellemző. Az elmúlt negyedévekben a régiós országok háztartásainak nettó banki hitelfelvétele általában mérséklődött, azonban szintje jelentősen meghaladja a magyar háztartások hitelnövekedését. A nem pénzügyi vállalatok 2 százalékos GDP-arányos hitelfelvétele – részben a jegybanki programok által is támogatva – már meghaladja a régióban jellemző, a GDP 1 százaléka körül alakuló értéket. Összességében, a jelentősnek tekinthető banki hitelfelvétel a régiós országokban is a külső finanszírozási képesség mérséklődése irányába hatott.



A GDP és GNI közötti hazai eltérés 4 százalékos szintje nagyjából megfelel a régiós átlagnak. Bár a válság előtti szinthez képest a régiós országok közül egyedül Magyarországon csökkent a termelés és jövedelem közötti eltérés, a rövidebb távú, 2017-es folyamatokban eltérő elmozdulás volt megfigyelhető. A hazai GDP–GNI rés emelkedésével szemben ugyanis a többi régiós országban jellemzően nem változott érdemben az eltérés (61. ábra). A GDP–GNI rés nagyságában meghatározó tényezők (profitegyenleg) arra vezethető vissza, hogy a régiós országokban jelentős mértékű a külföldi közvetlentőke-befektetés: ennek köszönhetően a profitegyenleg a visegrádi országokban a GDP 4–8 százaléka között alakul, amíg az EU-hoz később csatlakozó Romániában a GDP 3–4 százalékát teszi ki. Míg a külföldi tulajdonú vállalatok magyarországi profitja 2017-ben – részben egyedi hatásoknak¹¹, részben a csökkenő társasági adóknak köszönhetően – emelkedett, a többi visegrádi országban inkább stagnálás volt jellemző. Emellett régiós szinten is jellemző, hogy az eltérés szintjét egyre kisebb mértékben növeli a külfölddel szembeni kamategyenleg: a csökkenő kamatszint mellett ezt a folyamatot hazánkban az új, belső finanszírozásokat preferáló finanszírozási modell is támogatja. A munkavállalói jövedelmek és a transzfer egyenleg jellemzően csökkenti a GDP–GNI részt, ami a régióba áramló EU-forrásokra és az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozók jövedelmeire vezethető vissza – fontos ugyanakkor kiemelni, hogy Lengyelországban az átmenetileg külföldön dolgozók bérének egyenlege több évi mérséklődést követően 2017-ben már negatív egyenleget mutatott, így a külföldön dolgozók bére Lengyelországban a GDP–GNI rés növelése irányába hat.

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

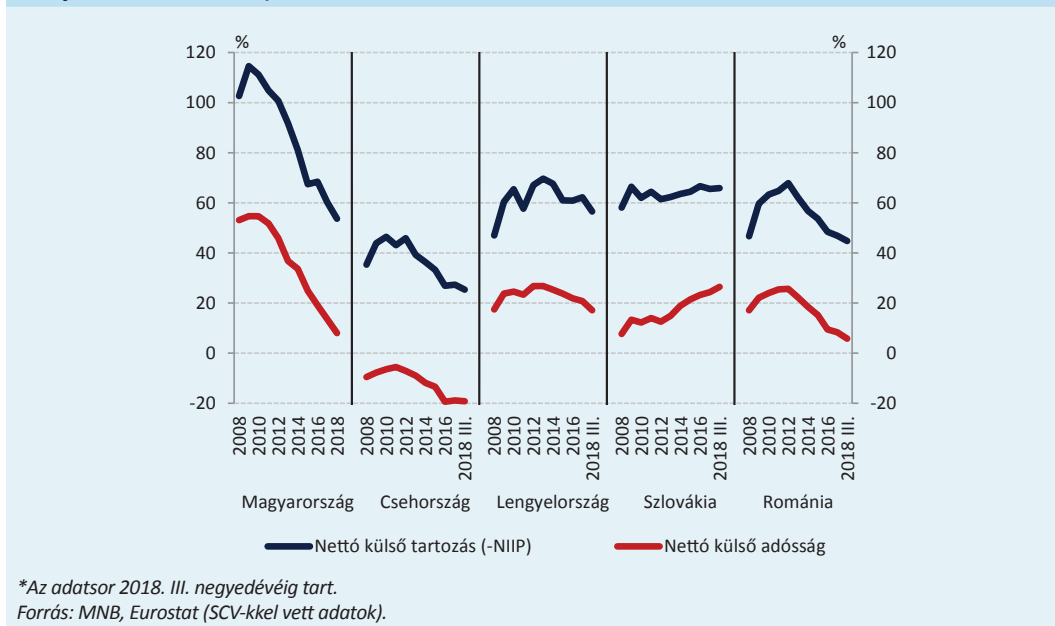
61. ábra: A GDP és GNI közötti eltérés tényezői



5.5. Külső tartozásmutatók

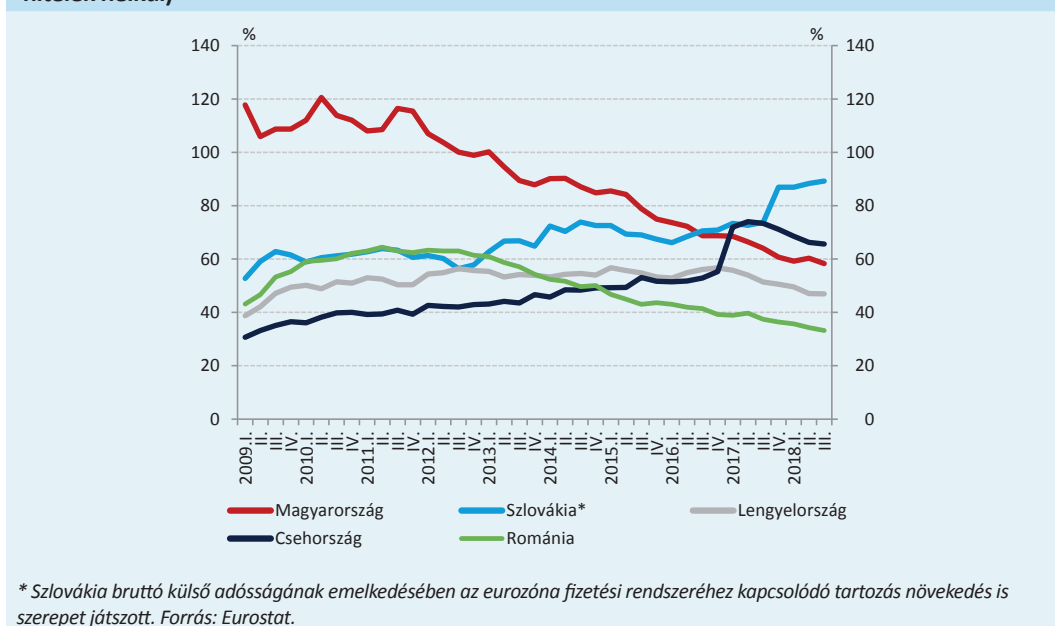
A nettó külső tartozásmutatók jellemzően csökkentek a régióban. A hazánkban látott, a régióban megfigyeltnél dinamikusabb mérséklődésnek köszönhetően 2018-ban Magyarország nettó külső tartozása és adóssága megfelel a régiós országokban megfigyeltnek (62. ábra). Magyarország nettó külső tartozása 2018 folyamán tovább, a GDP 50 százaléká közelébe csökkent. A magyar mutató elmúlt években tapasztalt dinamikus mérséklődésének következtében már alacsonyabb a lengyel és a szlovák adatnál, de továbbra is kismértékben meghaladja a román, és nagyobb mértékben a cseh értéket. A régiós országok közül így egyedül Csehország nettó külső tartozása jelentősen alacsonyabb, mint a magyar adat, ami döntően a Csehország negatív nettó külső adósságának köszönhető. Magyarországon a 2008-at követően kialakuló jelentős finanszírozási képesség az ország külső adósságának csökkenésében is tükröződött: a válság után kiugróan magas, GDP 50 százalékát meghaladó szintről – 2018-ra a GDP 10 százaléká alá mérséklődött. A többi ország esetében a finanszírozási képesség a hazánkban látottnál jóval kisebb mértékben csökkentette a nettó külső adósságot, amíg Szlovákiában annak emelkedése figyelhető meg az elmúlt években. Összességében Magyarország nettó külső adóssága a GDP több mint 40 százalékával mérséklődött 2008 és 2018 között, ami a legnagyobb mértékű csökkenés a régiós országok között. A tartozásmutatók alapján a többi régiós ország külső sérülékenysége nem változott érdemben az előző évekhez képest.

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



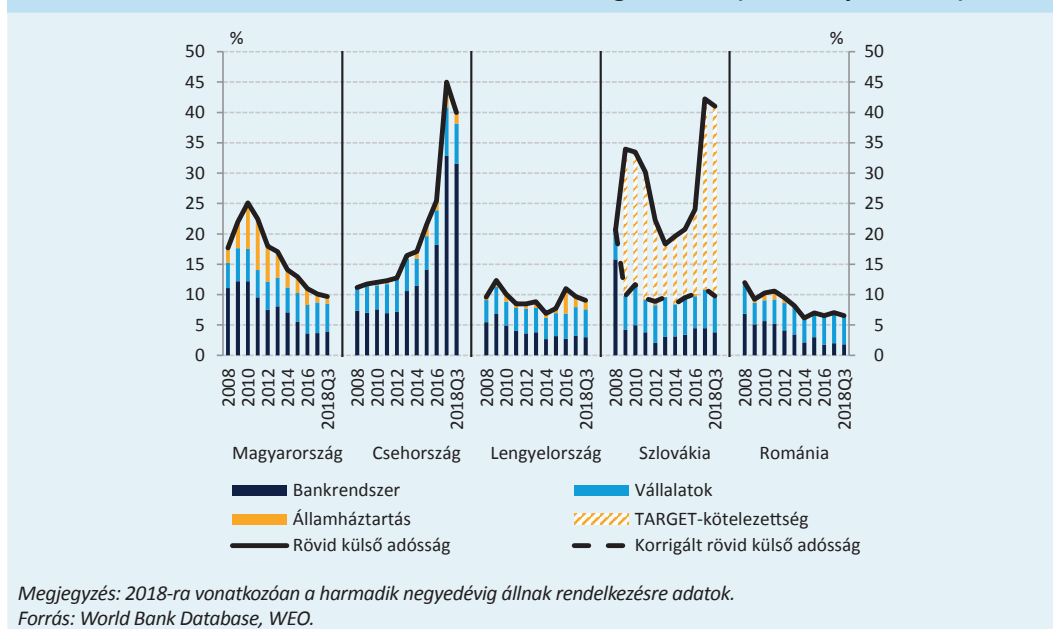
Magyarország GDP-arányos bruttó külső adóssága a régió közepmezőnyébe tartozik (63. ábra). Magyarország bruttó külső adóssága 2018 végére a GDP 60 százaléka alá süllyedt, ami már összhangban van a többi régiós országban megfigyelt értékkel. Amíg a válság kitörésekor Magyarország bruttó külső adósságának nagysága kiugróan magas (a GDP 120 százaléka) volt a régióban jellemző szinthez képest, addig az elmúlt évek csökkenésének köszönhetően már a régiós országok közepmezőnyébe tartozik. A mérséklődésben többek között szerepet játszott, hogy 2017-ig a lakosság hitelfelvétel helyett a hiteleit kezdte el törleszteni, a költségvetési hiány is mérséklődött, és az állam külföldi adóssága – részben a lakossági állampapír-vásárlásnak, részben az MNB Önfelfinanszírozási Programjának köszönhetően – folyamatosan mérséklődött. A régió többi országában ugyanakkor nem volt szükség ilyen mértékű alkalmazkodásra, egyedül Romániában történt nagyobb mértékű csökkenés. A válságot követően a bruttó külső adósság Csehországban és Szlovákiában még emelkedett is: amíg a csehek esetében a jegybank devizapiaci intervenciója közvetlenül, a bankok bruttó külső adósságán keresztül növelte a mutatót, addig Szlovákiában az eurozónához történő csatlakozás miatt, az eurozóna fizetési rendszeréhez kapcsolódó TARGET kötelezettség-állomány felépülése okozta a bruttó külső adósság emelkedését.

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



A bruttó külső adósság részét képező eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság hazánkban 2009 óta csökken és a régióban látottakhoz hasonlóan alakul (64. ábra). Magyarország eredeti futamidő szerinti rövid lejáratú külső adóssága¹² a bruttó külső adóssághoz hasonló képet mutatott: már a válság kitörése előtt magasabb volt a régiós szintnél, de a válság kitörése után – részben a leértékelődés miatti emelkedés hatására – már érdemben meghaladta a régió többi országában tapasztalt értéket. Az elmúlt évek jelentős mérséklődének köszönhetően azonban Magyarország GDP-arányos eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssága 10 százalék közelébe csökkent, amely már megfelel a régiós átlagnak. A régiós országokat tekintve hasonló kép rajzolódik ki, mint a bruttó külső adósság esetében: amíg a Csehországban látható jelentős növekedést elsősorban a jegybank devizapiaci intervenciója magyarázza, addig Szlovákiában az eurozóna-csatlakozás miatt keletkező technikai jellegű tételek okozták. Vagyis a cseh rövid külső adósság emelkedésében érdemi szerepet játszott, hogy a cseh jegybank koronaárfolyam fenntartása miatti intervenciója során jelentős értékben került külföldiekhez cseh korona, amelynek döntő részét a külföldiek rövid forrásként a bankszektorban helyezték el. Lengyelországban a magyarnál kisebb mértékű mérlegalkalmazkodás volt a bankrendszerben – ezt a hatást ugyanakkor részben ellensúlyozta, hogy ebben az időszakban a lengyel állam és vállalati szektor rövid külső adóssága nőtt. Érdekes még kiemelni az államháztartás külső adósságát: amíg a korábbi években a magyar államnak régiós összevetésben magas rövid külső adóssága volt, addig az elmúlt években – részben az önfinszírozási program hatására is – történt mérséklődést követően a régiós átlag szintjére, a GDP 1 százaléka közelébe csökkent.

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

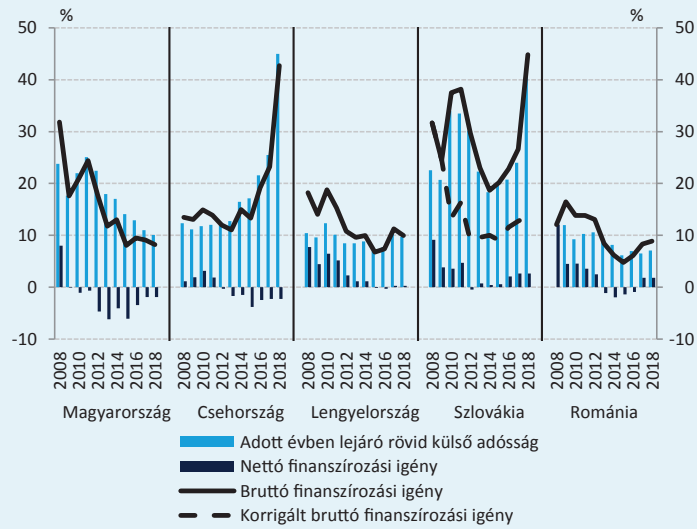


2018-ban Magyarország bruttó külső finanszírozási igénye, az előző évihez képest enyhén nőtt és a GDP 10 százalékát tette ki, de a finanszírozási igény szintje régiós összevetésben továbbra is kedvezőnek tekinthető (65. ábra). Egy ország bruttó finanszírozási igényét az adott évben lejárató külső adósság (ami azonos az egy évvel korábbi rövid lejáratú adóssággal) és az ország nettó finanszírozási igényének összege adja. Ha egy adott ország finanszírozási képességgel rendelkezik, az az ország bruttó finanszírozási igényét mérsékli. Magyarországon az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alapján¹³ számított bruttó finanszírozási igény az előző évihez képest enyhén nőtt, a GDP 10 százaléka körül alakult: a lejárató adósság csökkenését több mint ellensúlyozta a nettó finanszírozási képesség mérséklődése. Lengyelország és Románia bruttó finanszírozási igénye a magyarországihoz hasonló szinten alakult: a román bruttó finanszírozási igény azonban az elmúlt években folyamatos emelkedést mutat, amelyhez mind a rövid külső adósság növekedése, mind a nettó finanszírozási képesség negatívba fordulása hozzájárult. Csehországban és Szlovákiában is számottevően emelkedett a bruttó finanszírozási igény az elmúlt években: amíg a csehknél a jegybanki intervenció, addig a szlovákoknál az eurozóna csatlakozás miatti technikai jellegű tartozás növelte a mutatót.

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

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

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



Forrás: MNB, Eurostat, World Bank Database, WEO.

Ábrák és táblázatok jegyzéke

1. ábra: Magyarország külső egyensúlyi helyzetének összefoglaló ábrázolása	4
2. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (négy negyedéves, GDP arányában)	7
3. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (éves értékek, a GDP arányában)	8
4. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (GDP-arányos, négy negyedéves értékek)	9
5. ábra: Az áruexport és -import éves növekedése és az áru egyenleg (négy negyedéves GDP-arányos érték)	9
6. ábra: Az export és a külső kereslet* reálnövekedése, valamint exportpiaci részesedésünk alakulása	10
7. ábra: A belföldi felhasználás és a nettó export hozzájárulása a GDP-növekedéshez	10
8. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)	11
9. ábra: A nettó külkereskedelmi termékforgalom alakulása árucsoportonként (a GDP arányában)	12
10. ábra: A jövedelem egyenleg tételeinek alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves értékek)	12
11. ábra: A nettó kamatkidadás (GDP-arányos érték) és az implicit kamat alakulása	13
12. ábra: Az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelmei	14
13. ábra: A GDP–GNI rés alakulása Magyarországon (a GDP arányában)	15
14. ábra: A transferegyenleg alakulása (a GDP arányában, négy negyedéves mutatók)	16
15. ábra: A nettó EU folyó és tőke-transzfer alakulása, valamint annak szektorbontása	16
16. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség alakulása (négy negyedéves GDP-arányos érték)	17
17. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)	18
18. ábra: A nettó forrásbevonás alakulása szektorok szerint	18
19. ábra: A közvetlentőke-befektetések és az adósság típusú források alakulása*	19
20. ábra: A nettó közvetlentőke-tételek alakulása (átfolyó tőkétől szűrt tranzakciók)	20
21. ábra: A külföldi tulajdonban lévő magyarországi vállalatok által megtermelt profit felosztása	20
22. ábra: Az egyes szektorok adósság típusú forrásainak alakulása (éves tranzakciók)	21
23. ábra: A bankrendszer külföldi adósság- és követeléstranzakcióinak alakulása (kumulált tranzakciók)	21
24. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásnak felbontása (kumulált tranzakciók)	22
25. ábra: A nettó külső tartozás alakulása (időszak végi, GDP-arányos értékek)	23
26. ábra: A nettó FDI állomány változásának felbontása (kumulált tranzakciók és állomány)	24
27. ábra: A nettó külső adósság változásának felbontása tételekre (a GDP arányában)	24
28. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában, tulajdonosi hitel nélkül)	25
29. ábra: A magánszektor külföldi eszközeinek és adósságának alakulása (a GDP arányában)	25
30. ábra: A bruttó külső adósság szektorális felbontása (piaci érték a GDP arányában, tulajdonosi hitel nélkül)	26
31. ábra: A nettó és bruttó külső adósság alakulása (a GDP arányában)	27
32. ábra: A hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság alakulása	27
33. ábra: A bruttó forrásbevonási szükséglet alakulása	28

34. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és a nemzetközi tartalékok állománya	30
35. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	31
36. ábra: Az államháztartás nettó finanszírozási képességének alakulása (a GDP arányában)	32
37. ábra: A bruttó államadósság, valamint azon belül a külföldi tulajdon és a devizarészarányának alakulása	33
38. ábra: A háztartások, a bankok és a külföldiek állampapír-állománya	34
39. ábra: A forint állampapír-állomány változása szektorok szerint	34
40. ábra: Az államháztartás kamatkidadásainak alakulása	35
41. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)	35
42. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)	36
43. ábra: A magánszektor banki hiteleinek és betéeteinek alakulása	37
44. ábra: A vállalati és a külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos adat)	37
45. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos finanszírozási igénye és az azt meghatározó főbb reálgazdasági tényezők (nemzeti számlákból számított négy negyedéves értékek)	38
46. ábra: A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége és nettó külföldi tranzakciói (négy negyedéves GDP-arányos adat)	39
47. ábra: A nem pénzügyi vállalatok külföldi hiteltartozásának és követelésének állománya (a GDP arányában)*	39
48. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása 2018-ban	41
49. ábra: A bruttó megtakarítási és beruházási ráta alakulása (GDP arányában)	41
50. ábra: A visegrádi országok folyó fizetési és tökemérlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	42
51. ábra: Az áru- és szolgáltatásegyenlegek megoszlása (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	43
52. ábra: A háztartások fogyasztása és a bruttó felhalmozás (GDP-arányos értékek)	43
53. ábra: Munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása a régióban (2008 = 100, 37 országgal szemben)	44
54. ábra: A jövedelemegyenleg összetevőinek alakulása* (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	45
55. ábra: EU-transzfer felhasználás a régiós országokban (GDP-arányos értékek)	45
56. ábra: A tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok*)	46
57. ábra: A finanszírozási igény és a finanszírozás formája (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	47
58. ábra: A régiós országok nettó FDI-beáramlása (a GDP arányában)	47
59. ábra: A gazdaság finanszírozási képességének szektorok szerinti alakulása (a GDP arányában)	48
60. ábra: A vállalatok és háztartások négy negyedéves nettó hitelfelvétele a GDP százalékában	49
61. ábra: A GDP és GNI közötti eltérés tényezői	50
62. ábra: A nettó külső adósság és tartozás alakulása (GDP-arányos adatok, nettó külső adósság tulajdonosi hitel nélkül)	51
63. ábra: A bruttó külső adósság alakulása a régió országaiban (GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitelek nélkül)	51
64. ábra: Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alakulása (GDP-arányos adatok)	52
65. ábra: A bruttó finanszírozási igény alakulása (eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alapján, GDP-arányos adatok)	53

Bethlen Gábor

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

Erdélyi fejedelem (1613–1629), I. Gábor néven megválasztott magyar király (1620–1621), a 17. századi Magyarország egyik legjelentősebb személyisége. Pályafutása kezdetén híven szolgálta Báthory Zsigmond, Székely Mózes, Bocskai István és Báthory Gábor erdélyi fejedelmeket. Amikor Báthory Gábor a Habsburgokkal akart szövetségre lépni, szembefordult vele, és önmagát választotta meg fejedelemnek. Uralkodása alatt megszilárdította Erdély hatalmi helyzetét, az 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

2019. április

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

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.