



# FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2020  
ÁPRILIS

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

*Levelek 27  
Bethlen Gábor*



# FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2020  
ÁPRILIS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

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

ISSN 2064-8693 (nyomtatott)

ISSN 2064-874X (on-line)

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

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

*A pénzügyi válság, illetve az elmúlt időszak tapasztalatai alapján egy ország esetleges külföldi ráutaltságáról informáló fizetési mérleg és annak alakulása a gazdasági sajtóban is kiemelten kezelt téma, az ország külső egyensúlyi pozíciójának alakulását a piaci szereplők és az elemzők is folyamatosan figyelemmel kísérik. A Fizetési mérleg jelentés kiadvány fő célja, hogy a rendszeresen megjelenő elemzés segítségével tájékoztassa a piaci szereplőket a fizetési mérleg 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, Nagy-Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter, Sisak Balázs, Tóth Daniella, Varga Márton és Végh Noémi. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

*A jelentés a 2020. március 23-áig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.*



# Összefoglaló

2019 során a négy negyedéves GDP-arányos folyó fizetési mérleg egyenleg és a külső finanszírozási képesség alakulása stabilizálódott. A folyamat hátterében a külkereskedelmi többlet csökkenésének lassulása állt, miközben emelkedett az EU-források felhasználása. A közvetlentőke-befektetések továbbra is jelentős mértékű beáramlása és a kiugróan nagy gazdasági növekedés hatására a külső adósságráták tovább csökkentek. Magyarország külső finanszírozási képessége 2019-ben is a régiós élmezőnybe tartozott.

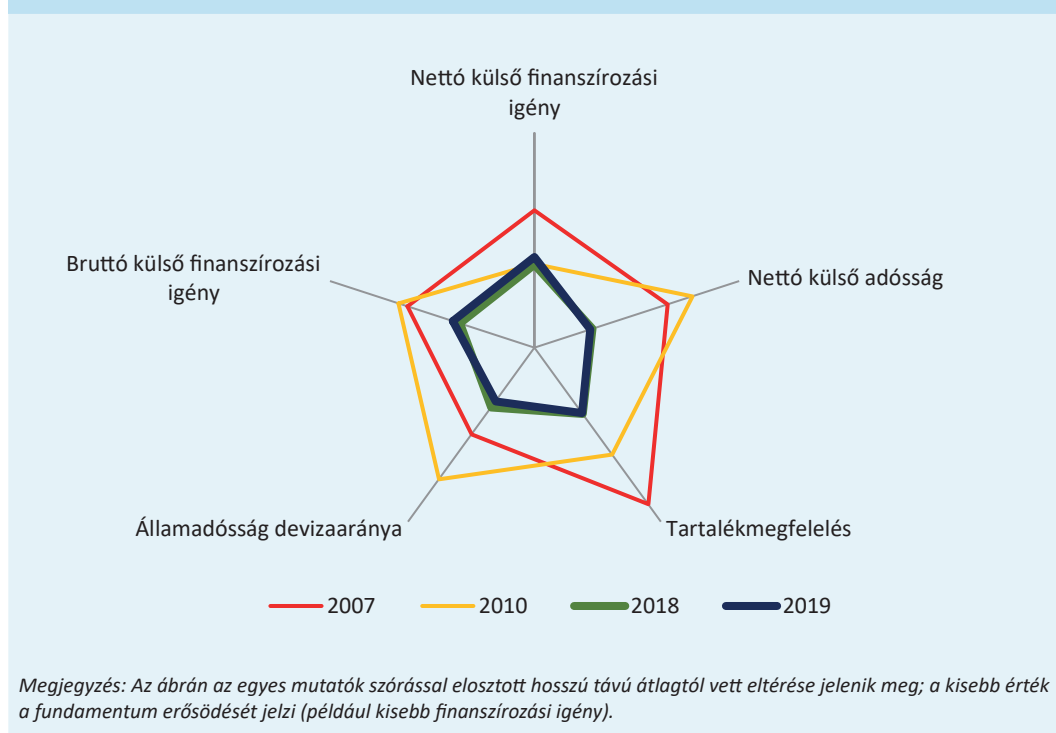
A folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya 2019-ben 0,8 százalék volt, míg a reálgazdasági megközelítés szerint számított külső finanszírozási képesség 1 százalékot tett ki. A külkereskedelmi egyenleget 2019-ben is mérsékelte a dinamikus növekvő beruházás és fogyasztásbővülés hatására emelkedő import, amit részben ellensúlyozott a készletek felhasználása és a cserearányok javulása. A folyó fizetési mérleget emellett a jövedelemegyenleg enyhén mérséklődő hiánya is javította. Az EU-transzferek felhasználása az átmeneti csökkenést követően az év végén újra bővült, és 2019 egészében közel 4 milliárd eurót tett ki. Így összességében számos tétel lassította a folyó fizetési mérleg és a finanszírozási képesség csökkenését.

A gazdaság 2019-ben megvalósult kismértékű forrásbevonása úgy alakult ki, hogy a közvetlentőke-befektetések beáramlása meghaladta a nettó külső adósság csökkenését. A továbbra is jelentős mértékű, 2,3 milliárd eurót meghaladó nettó FDI beáramlás 2019-ben is nagyban támogatta a beruházások dinamikus bővülését. A közvetlentőke-beáramlásban ismét jelentős szerepet játszott a Magyarországon megtermelt vállalati jövedelmek újrabefektetése. A nettó külső adósságrata tovább mérséklődött, a GDP 8 százaléka alá csökkent 2019 során, így újra historikus mélypontot ért el. A mutató csökkenésében a nettó adósságkiáramlás mellett a GDP-növekedés hatása is tükröződött, miközben az átértékelődési hatások ellenkező irányba hatottak. A nettó külső adósság csökkenése az államháztartáshoz – az EU-transzferek beáramlásához és a külföldiek állampapír-állományának csökkenéséhez – kötődött. A bankrendszer nettó külső követelése 2019 végén is fennmaradt, vagyis a bankok külfölddel szembeni követelése enyhén meghaladták külső tartozásaik értékét, azonban ennek nagysága mérséklődött. A gazdaság bruttó külső adóssága a nettó mutatónál nagyobb mértékben, a GDP 53 százaléka közelébe esett vissza. Az ország külső sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőségű rövid külső adósság 2019 végén 17,7 milliárd euróra csökkent, míg a devizatartalék meghaladta a 28 milliárd eurót – így a tartalék továbbra is jelentősen meghaladja a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet.

A szektorok megtakarítási pozíciója szerint 2019-ben a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása nem fedezte az államháztartás és a vállalatok – dinamikus beruházási aktivitás mellett kialakuló – finanszírozási igényét. A lakosság állampapír-vásárlása 2019 második felében új lendületet vett, amikor is bevezetésre került az új hosszú lejáratú állampapír konstrukció, a MÁP+. A háztartások közvetlen államadósság finanszírozása ennek eredményeképpen 2019 végére 26 százalékra ugrott, míg a pénzügyi közvetítőkön (például befektetési alapokon) keresztül tartott állampapírokat is figyelembe véve a lakossági finanszírozás 35 százalék közelébe emelkedett. Az államháztartás hiánya 2019-ben is az elmúlt évekhez hasonlóan visszafogott volt, amit érdemben támogatott a kamatkiadások további mérséklődése.

Magyarország külső egyensúlyi folyamatai 2019-ben is kedvezően alakultak (1. ábra). A legfontosabb mutatók szerint külső egyensúlyi helyzetünk 2018-hoz hasonló, vagyis markánsan jobb volt, mint a válság előtti évben vagy 2010-ben (a középponthoz közelebbi értékek – praktikusán a „háló” összehúzódása – jelzik az adott mutató szerint kisebb sérülékenységet). A külső finanszírozási képességünk enyhén csökkent, azonban fontos kiemelni, hogy ez elsősorban a későbbi magasabb potenciális növekedést támogató beruházások dinamikus bővülésével volt összefüggésben. A nettó pozíció továbbra is stabil többletet mutat, miközben folytatódott a GDP-arányos nettó és bruttó külső adósság csökkenése is. A bruttó finanszírozási igény enyhe emelkedése mellett a tartalékmegfelelés továbbra is igen nagy mértékű. A stabilan magas lakossági megtakarítás mellett jelentősen nőtt a háztartások állampapír-állománya, ami támogatta az államadósságon belüli devizaarány folytatódó csökkenését.

1. ábra: Magyarország külső egyensúlyi helyzetének összefoglaló ábrázolása



A jelentés speciális témájában hazánk külső egyensúly-mutatóinak alakulását hasonlítjuk össze a régiós országok folyamataival. Magyarország nettó finanszírozási képessége továbbra is meghaladja a régiós átlagot, miközben hazánk gazdasági növekedése EU-s összevetésben is kiemelkedően magas volt. A régiós országok külső egyensúlyi pozíciói eltérően alakultak, ami elsősorban a külkereskedelmi egyenlegre volt visszavezethető: egyedül a lengyel külső finanszírozási képesség tudott javulni, míg Magyarországon és Csehországban lassult a romlás üteme. A folyó fizetési mérleg egyenlege a régiós országok többségében, így Magyarországon is nulla körül alakult, azonban Szlovákiában és Romániában, ahol a megtakarítások érdemben csökkentek, negatív volt a mutató. Az EU-transzfer felhasználás Magyarország mellett Lengyelországban és Romániában is pozitívan járult hozzá az egyensúlyi pozícióhoz. A közvetlentőke-beáramlás GDP-arányos értéke Magyarországon a régiós átlag körül alakult. A tartozásmutatók további mérséklődése mellett hazánk nettó külső adóssága már elmarad a lengyel és szlovák mutatóktól is.



# Tartalom

<b>1. Reálgazdasági megközelítés</b> .....	<b>7</b>
1.1. Külkereskedelmi egyenleg .....	7
1.2. Jövedelemegyenleg .....	11
1.3. Transzferegyenleg .....	14
<b>2. Finanszírozási megközelítés</b> .....	<b>16</b>
2.1. Nem adósság jellegű források .....	18
2.2. Adósságjellegű források .....	20
<b>3. Állományi mutatók alakulása</b> .....	<b>22</b>
3.1. Nettó külső tartozás .....	22
3.2. Nettó külső adósság .....	23
3.3. Bruttó külső adósság .....	25
3.4. Rövid külső adósság és bruttó finanszírozási igény .....	26
3.5. Tartalékmegfelelés .....	28
<b>4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés</b> .....	<b>30</b>
4.1. Államháztartás .....	30
4.2. Háztartási szektor .....	35
4.3. Vállalati szektor .....	37
<b>5. Régiós összehasonlítás</b> .....	<b>40</b>
5.1. Finanszírozási képesség .....	40
5.2. A külső finanszírozási képesség és reálgazdasági tényezői .....	42
5.3. Finanszírozás oldali folyamatok .....	47
5.4. Megtakarítás oldali folyamatok .....	49
5.5. Külső tartozásmutatók .....	51

## Keretes írások jegyzéke

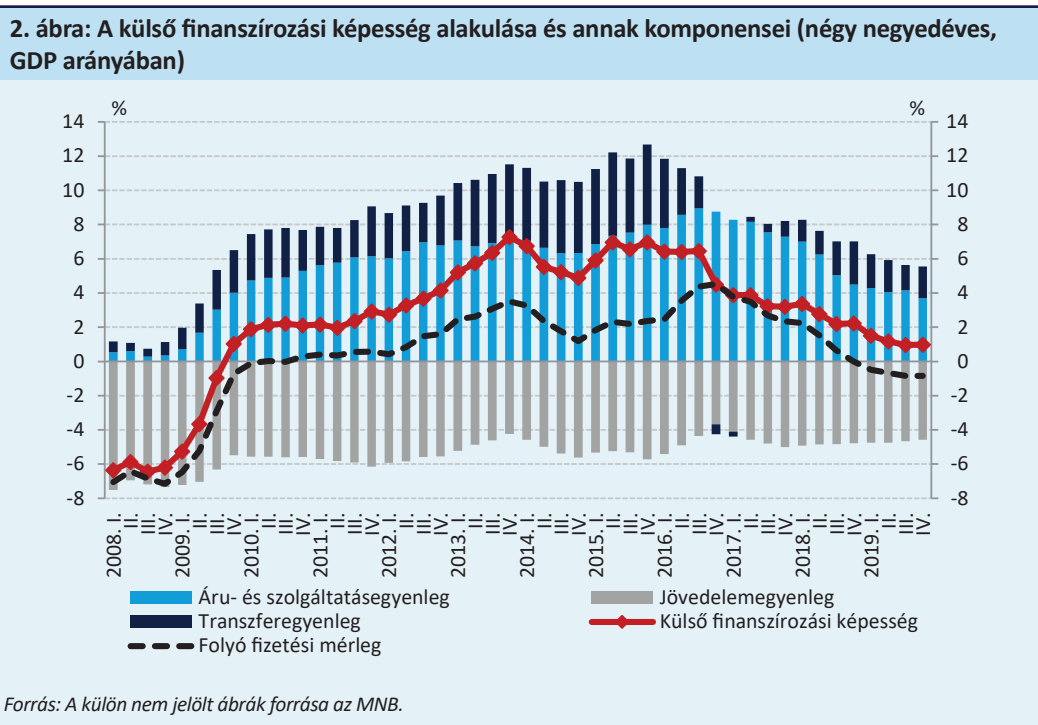
1. keretes írás: A GDP és GNI közötti eltérés .....	13
2. keretes írás: A külső adósság alakulása különböző szempontok szerint .....	26
3. keretes írás: Az állampapírstratégia megújításának hatása az államadósság denominációjára .....	32
4. keretes írás: A magánszektor banki hiteleinek és betéteinek alakulása .....	37



# 1. Reálgazdasági megközelítés

2019 során a folyó fizetési mérleg és a külső finanszírozási képesség alakulása is stabilizálódott. A folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya 2019-ben 0,8 százalék volt, míg a reálgazdasági megközelítés szerint számított külső finanszírozási képesség 1 százalékot tett ki. A külkereskedelmi egyenleget 2019-ben is mérsékelte a dinamikus növekvő beruházás- és fogyasztásbővülés hatására bővülő import, amit részben ellensúlyozott a készletek felhasználásának és a cserearányok kedvező alakulásának hatása. A folyó fizetési mérleget ugyanakkor javította a jövedelemegyenleg enyhén mérséklődő hiánya, amely elsősorban a külföldre fizetett kamatok nettó értékének további mérséklődésére vezethető vissza. Az EU-transzferek felhasználása az átmeneti csökkenést követően 2019 végén újra bővült, és 2019-ben közel 4 milliárd eurót tett ki. Így összességében számos tétel lassította a folyó fizetési mérleg és a finanszírozási képesség csökkenését.

**A reálgazdasági megközelítés szerint 2019 során lassult, majd az év végére megállt a gazdaság külső finanszírozási képességének csökkenése, így annak 2019-es értéke a GDP 1 százalékát tette ki (2. ábra).** A szezonálisan igazítatlan adatok szerint a negyedik negyedévben a külső finanszírozási képesség 540 millió euro volt, ami a folyó fizetési mérleg 775 millió eurós hiánya és a tőkemérleg 1315 millió eurós többlete mellett valósult meg. A négy negyedéves adatok azt mutatják, hogy a finanszírozási képesség az év második felében stabilan a GDP 1 százalékán alakult. Az áru- és szolgáltatás egyenleg tovább mérséklődött a hazai beruházások továbbra is dinamikus bővülése és a lakossági fogyasztás növekedése hatására, amit részben ellensúlyozott az emelkedő exportpiaci részesedés mellett éves szinten élénkülő expordinamika. A jövedelemegyenleg enyhén javult, míg a transzferegyenleg átmeneti mérséklődést követően az év végén újra emelkedett. Ezen folyamatok összességében ahhoz vezettek, hogy a négy negyedéves GDP-arányos folyó fizetési mérleg egyenlegének csökkenése az év második felében megállt, és a hiány az év végén a GDP 0,8 százalékát tette ki.

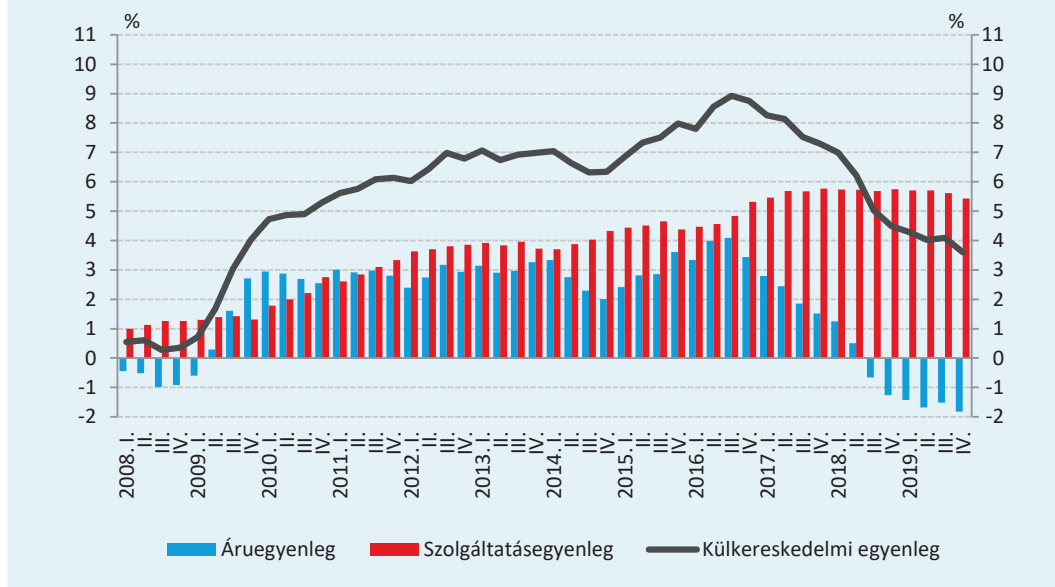


## 1.1. Külkereskedelmi egyenleg

**2019 negyedik negyedévében a külkereskedelmi egyenleg – a szolgáltatás egyenleg továbbra is magas többlete mellett – a GDP 3,7 százalékát tette ki (3. ábra).** Az áru- és szolgáltatás egyenleg többletének 2017 óta tartó, a beruházások dinamikus bővüléséhez köthető fokozatos mérséklődése az év közepén valamelyest lelassult, és a GDP 4 százaléka körül alakult, az utolsó negyedévben azonban kissé tovább csökkent. A külkereskedelmi egyenleg elmúlt években tapasztalt alakulása elsősorban az áruegyenleg csökkenéséhez kötődött, ám a 2019 végi változást az áruegyenleg és a szolgáltatás egyenleg együttes alakulása határozta meg, mivel a szolgáltatások egyenlege a korábbi, stabilan magas szintről az utolsó

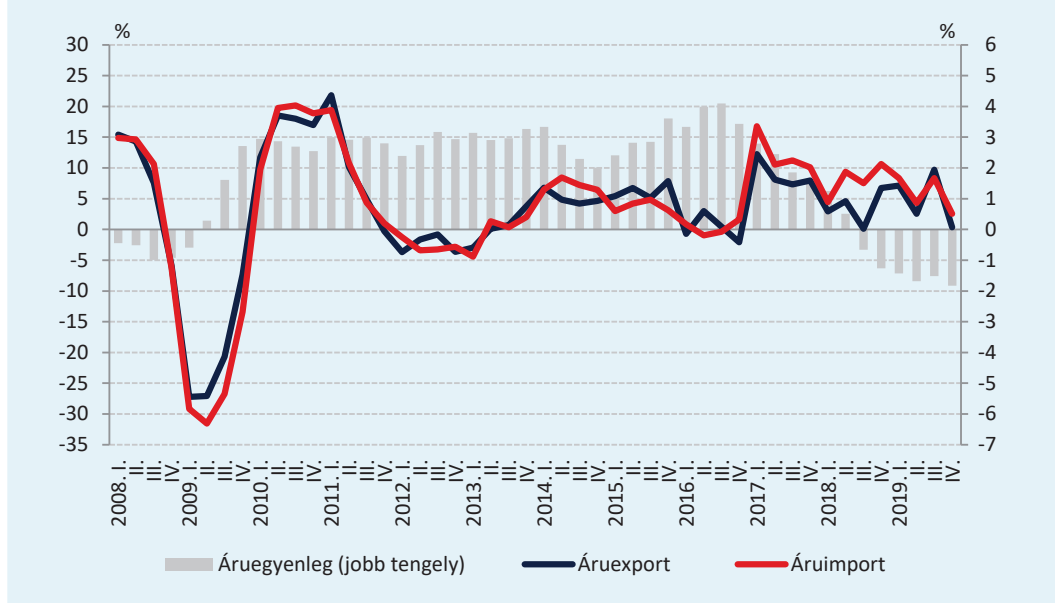
negyedévre enyhén, a GDP 5,4 százalékra csökkent. A külkereskedelmi egyenleg lefutásának változásához több tényező járult hozzá: egyrészt 2018-hoz képest – az eurozóna magországainak növekedésével összhangban – gyorsult az export növekedési üteme, másrészt az előző évhez képest mérséklődött – bár továbbra is magas szintet ért el – a gazdaság beruházási aktivitásából adódó import (mindkettőben szerepet játszhatott a készletállomány 2019-es visszaesése). A lakossági fogyasztás növekedési üteme az előző évhez képest tovább gyorsult, így ez is enyhén hozzájárulhatott az áru egyenleg többletének a mérséklődéséhez.

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

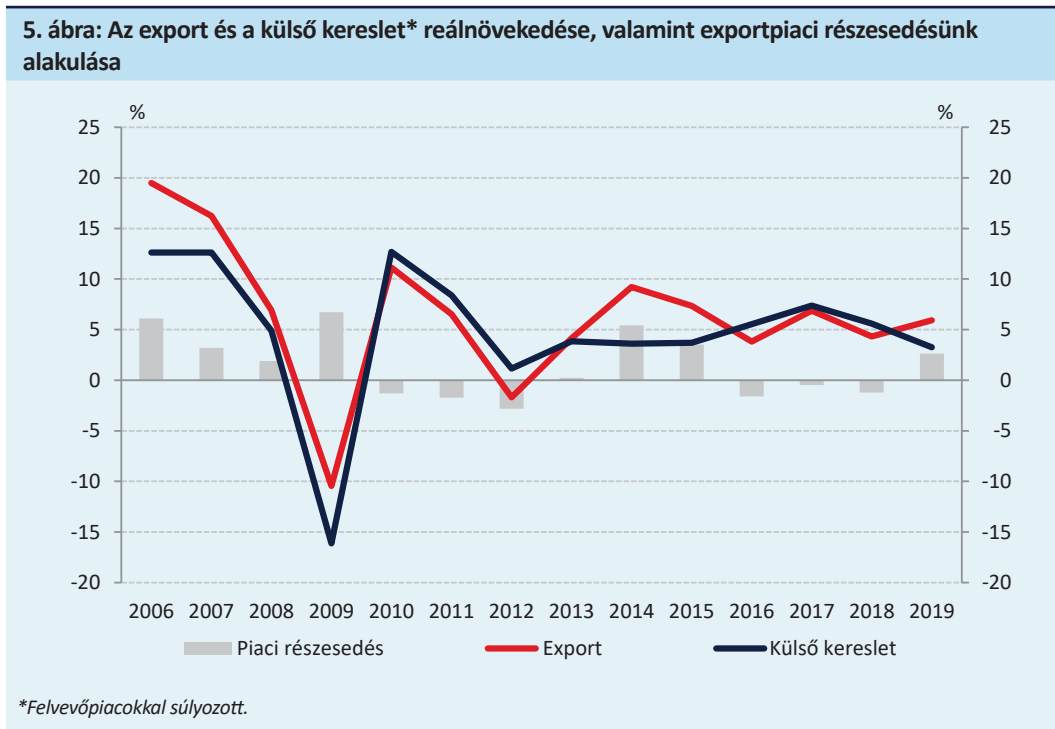


Az év végére mind az export, mind az import növekedése lassult, de a korábbi évekkel szemben 2019-ben a behozatal növekedési üteme csak minimálisan haladta meg az export dinamikáját (4. ábra). 2016 végétől kezdve – elsősorban a beruházások dinamikus emelkedésével összhangban – az áruimport növekedése meghaladta az export dinamikáját, aminek hatására 2019 végére a GDP-arányos áru egyenleg 1,8 százalékos hiányt mutatott. Ugyanakkor a korábbi évek nagyobb különbségével szemben a két mutató növekedési üteme közötti különbség 2019 során érdemben záródott, sőt 2019 harmadik negyedévében az export dinamikusabb növekedést mutatott fel a behozatalnál, amihez részben a 2018-as bázist mérséklő autóiipari szabályozások, részben a készletek változása is hozzájárulhatott, mérsékelve a gazdaság importigényét.

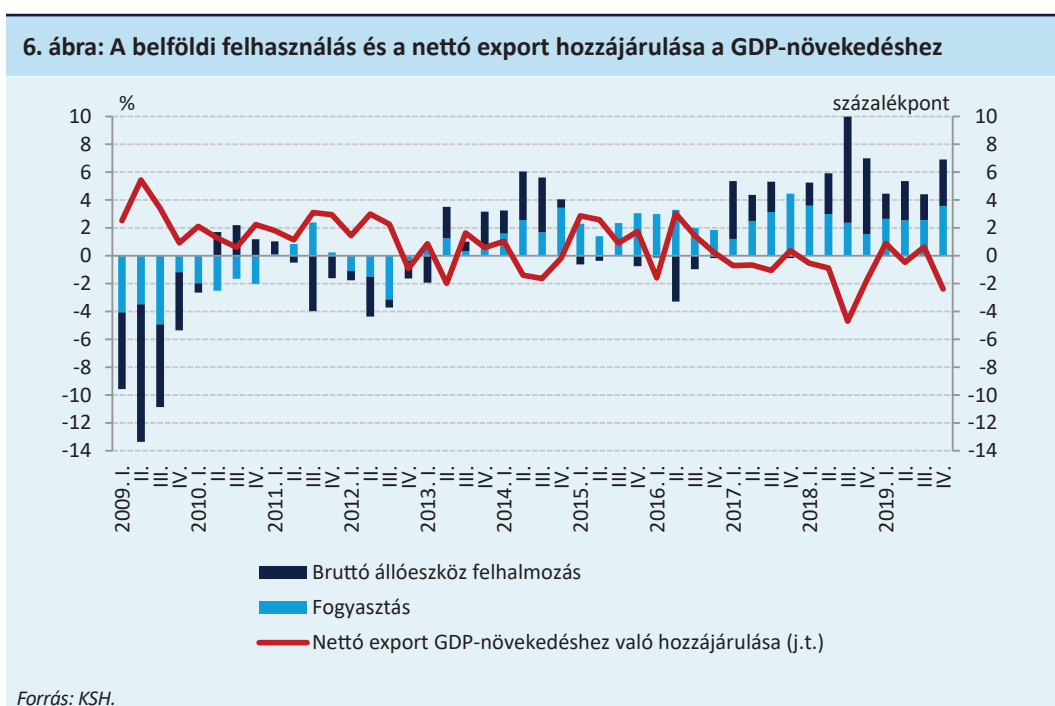
**4. ábra: Az áruexport és -import éves növekedése és az áru egyenleg (négy negyedéves GDP-arányos érték)**



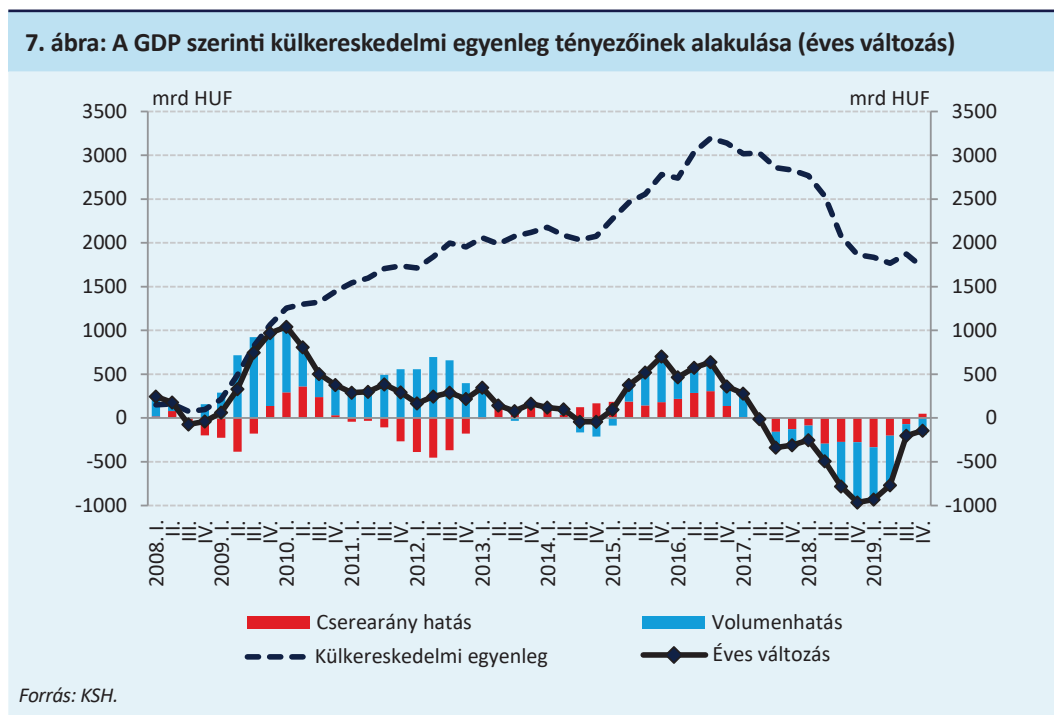
A korábbi évek mérséklődésével szemben 2019-ben újra jelentős mértékben bővült a hazai gazdaság exportpiaci részesedése (5. ábra). A külső kereslet előző évitől elmaradó bővülése ellenére a kivitel növekedési üteme tovább gyorsult. Az export éves szinten így ismét közel 6 százalékkal emelkedett, ami exportpiaci részesedésünk mintegy 2,6 százalékos bővülését jelenti.



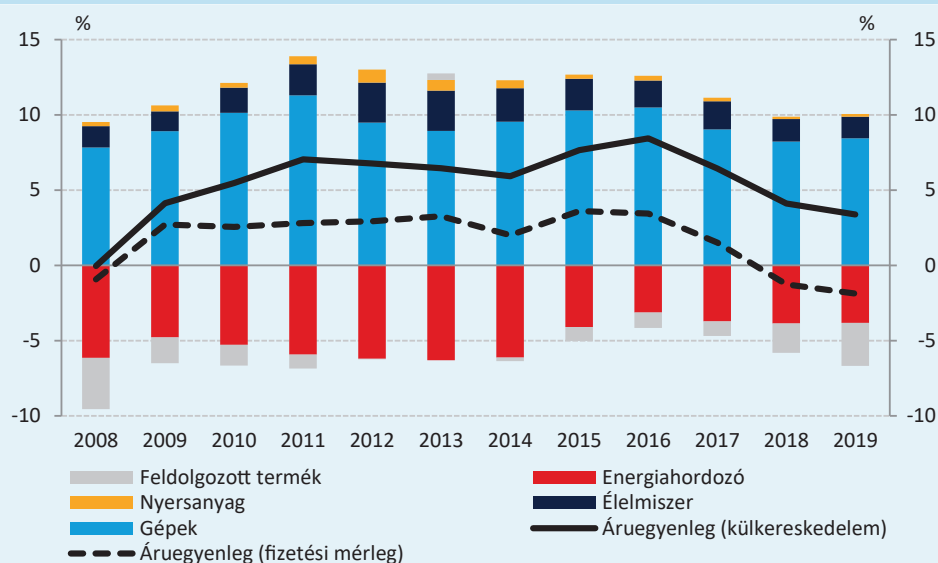
2019-ben folytatódott a belföldi felhasználási tételek gyors növekedése, amik mérsékeltek a nettó export növekedési hozzájárulását (6. ábra). 2019-ben a továbbra is kedvező hazai környezetben folytatódott a beruházások bővülése. A vállalati beruházások emelkedését az EU-transzferek emelkedő felhasználása is támogatta az év során. A fogyasztásbővülés importtartalma szintén mérsékelte a nettó export növekedési hozzájárulását. Ezen kívül a készletek változása is hatással volt a nettó export növekedési hozzájárulására: míg az első három negyedévben mérséklődtek, addig az év utolsó negyedévében bővültek. Így míg 2019 első három negyedévében a belföldi felhasználási tételek növekedését ellensúlyozni tudta az export növekedése, addig az év végén gyorsuló beruházások és fogyasztás hatására a nettó export már fékezte a gazdasági növekedést.



A külkereskedelmi egyenleg mérséklődése érdemben lelassult 2019-ben, amiben leginkább a volumenhatások egyre kisebb egyenlegrontó hatása tükröződik, míg a cserearányok az év végén enyhén növelték a külkereskedelmi egyenleg nominális szintjét (7. ábra). 2018-ban részben a harmadik negyedévet érintő szezonális hatások és szigorodó autóiipari szabályok miatt lassuló export, valamint a dinamikus bővülő beruházásokhoz kapcsolódóan emelkedő import is hozzájárult a nettó export volumenváltozásokhoz kötődő mérséklődéséhez. Ezen hatások bázisból való kiesésével és a beruházások bővülésének lassulásával a volumenváltozások már csak minimálisan mérsékeltek 2019-ben a külkereskedelmi egyenleget. Ezen felül, a külkereskedelmi relatív árak változása – elsősorban az olajár éves dinamikájának köszönhetően – 2019 végére már enyhén javította a nettó export szintjét.



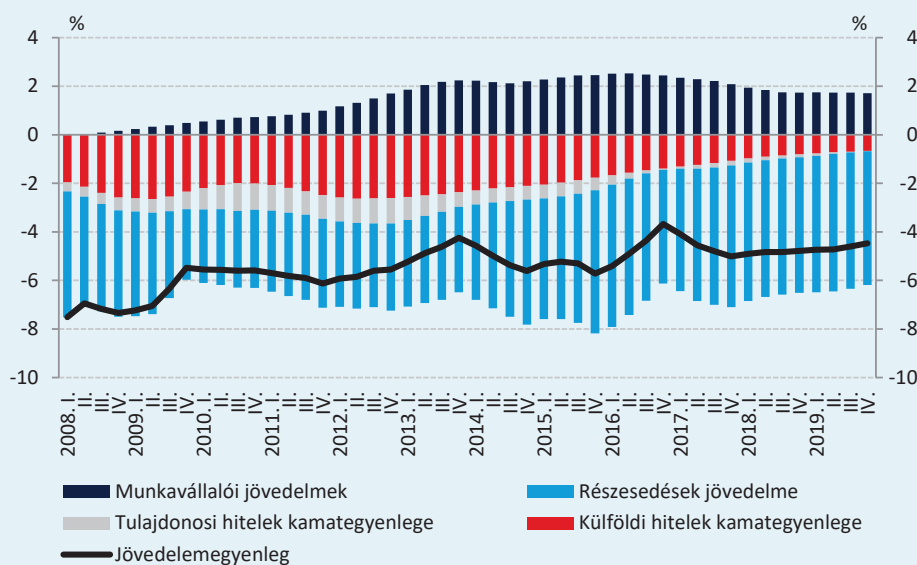
Az áru egyenleg 2019-es mérséklődése elsősorban a feldolgozott termékek egyenlegének csökkenéséhez köthető, míg a gépek nettó egyenlege kismértékben emelkedett (8. ábra). Míg a korábbi években az egyenleg mérséklődése elsősorban a gépek nettó egyenlegének csökkenéséhez kötődött, addig ez 2019-ben megváltozott. A beruházások lassuló dinamikájából adódó gépimportot ugyanis már ellensúlyozta a hazai ipari termelés exportja, így a gépek egyenlege nem mérséklődött tovább, sőt minimálisan emelkedett 2019 során. Az áru egyenleg enyhe mérséklődése így főként a feldolgozott termékek bővülésével járó importnövekedéshez köthető – a fogyasztásra jellemző cikkek mellett érdemes megemlíteni, hogy ebben a körben is megjelenik jónéhány beruházáshoz is kapcsolható importcikk (például jelentős volt a szakmai tudományos ellenőrző műszerek bővülő behozatala). Az energiahordozók növekvő nettó importja 2019-ben – az energiahordozók éves árdinamikájával összhangban – megállt.

**8. 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.

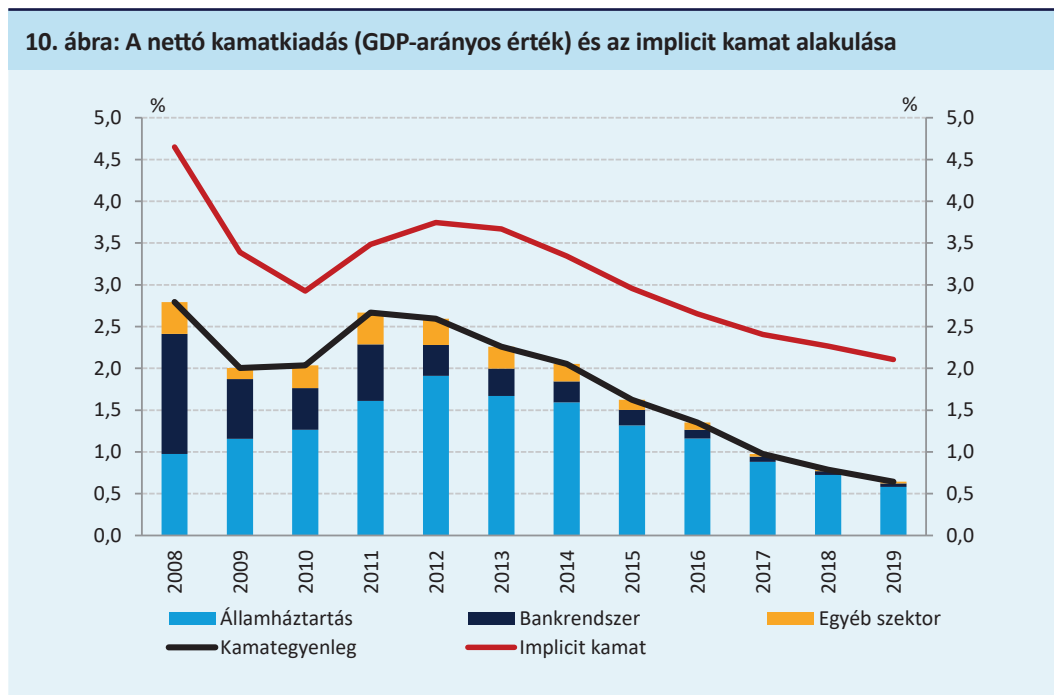
## 1.2. Jövedelemegyenleg

A jövedelemegyenleg GDP-arányos hiánya 2019-ben tovább csökkent, és az év végén 4,5 százalék volt (9. ábra). A jövedelemegyenleg nagy részét a külföldi tulajdonú vállalatok profitja<sup>1</sup> teszi ki, amely 2019 utolsó negyedévére a GDP 5,5 százalékára mérséklődött. Az átmenetileg külföldön dolgozó munkavállalók munkajövedelme 2019 során, így az utolsó negyedévben sem változott érdemben, a GDP 1,7 százalékának közelében alakult. A külföldről felvett hitelek kamategyenlege tovább mérséklődött, ami az alacsony hozamkörnyezettel és a külső tartozásmutatók folytatódó javulásával áll összefüggésben.

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


<sup>1</sup> A külföldi tulajdonú vállalatok – nem normál üzletmenethez kapcsolódó tényezőktől megtisztított – 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).

**2019-ben folytatódott a nettó kamategyenleg 2012 óta csökkenő trendje, így az év végére annak értéke a GDP 0,6 százaléka mérséklődött, amely enyhe mérséklődést jelez a 2018. évi értékhez képest (10. ábra).** A külső adósság után fizetett kamatok 2012 óta tartó csökkenése 2019-ben is folytatódott, amelyet egyaránt támogatott a külső adósságállomány mérséklődése és az alacsony hozamkörnyezet (a külső adósság implicit kamata az év végén 2,1 százalékot tett ki<sup>2</sup>). Szektorális bontásban az látható, hogy a bankok és egyéb szektorok (nagyreszt nem pénzügyi vállalatok) nettó kamategyenlegének GDP-arányos értéke nulla közelében alakult, azaz a nettó kamatkidás, illetve annak mérséklődése szinte teljes mértékben az államháztartás – a GDP arányában 0,6 százalékot kitevő – kamategyenlegéhez kötődik.

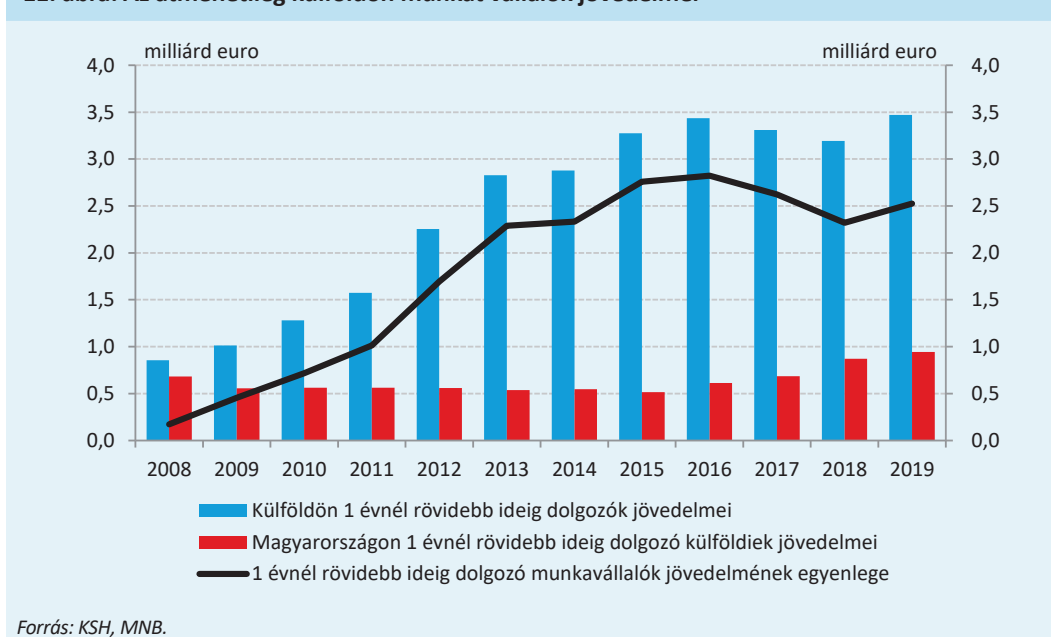


**2019-ben a külföldi munkavállalói jövedelmek egyenlegének az elmúlt években megfigyelt csökkenése megállt, a nominális egyenleg enyhén emelkedett (11. ábra).** A válság után az átmenetileg külföldön dolgozó rezidens gazdasági szereplők munkajövedelme dinamikusan bővült, ami hozzájárult a jövedelemegyenleg hiányának javulásához. 2015-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 2017 óta egyrészt a hazai bérek 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). A külföldön egy évnél rövidebb ideig dolgozó munkavállalók jövedelme 2019-ben ismét emelkedésnek indult, meghaladva a 2016-ban mért szintet is, amelyet csak részben ellensúlyozott a külföldi munkavállalók hazai jövedelmének kismértékű növekedése, így a munkavállalói jövedelmek egyenlege az előző évhez képest nominálisan kismértékben emelkedett, ami GDP-arányosan az egyenleg szinten maradását jelentette.

<sup>2</sup> 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.



11. ábra: Az átmenetileg külföldön munkát vállalók jövedelmei

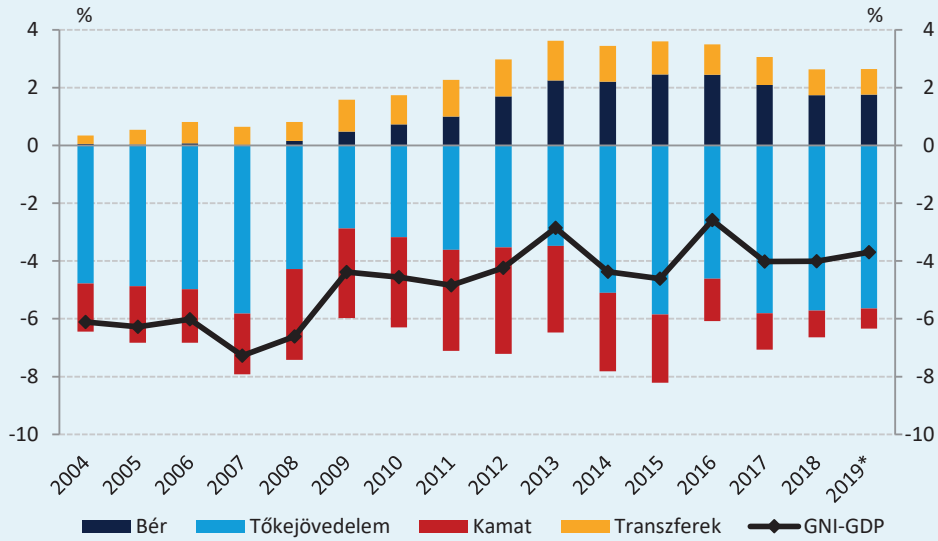


### 1. keretes írás: A GDP és GNI közötti eltérés

A bruttó hazai termék és bruttó nemzeti jövedelem közötti különbség mutatja a külfölddel szembeni jövedelemmozgások egyenlegét, amely alapján a hazai szereplők ténylegesen rendelkezésre álló jövedelmére tehetünk megállapításokat. A közgazdaságtanban a gazdasági fejlettség mérésére leggyakrabban használt mutató a bruttó hazai termék (GDP). Azonban ezen kívül is számos más indikátorral mérhető egy ország gazdasági fejlettsége. Ilyen például a bruttó nemzeti jövedelem (GNI) amely – a GDP-vel ellentétben – közelebb áll a rezidensek rendelkezésre álló jövedelméhez. Míg a bruttó hazai termék egy ország területén a rezidens gazdasági szereplők által előállított jövedelem nagyságát méri, addig a GNI figyelembe veszi azt is, hogy az előállított jövedelmeknek tulajdonosai rezidens, vagy nem rezidens gazdasági szereplők-e. A két mutató közötti különbség a fizetési mérlegben az elsődleges jövedelmeken belül jelennek meg. Idetartoznak az átmenetileg külföldön dolgozók bérjövedelme, a befektetések utáni tőke- és kamatjövedelmek, valamint a folyó transferek egy része, amely Magyarország esetében főként az EU-tól kapott agrártámogatásokat takarják. Egy ország gazdasági felzárkózása során természetes folyamat, hogy a felzárkozási periódusban beáramló külföldi tőke jövedelmezőségéhez köthetően a GNI értéke elmarad a GDP-től, ugyanakkor ez egy bizonyos szint felett a külföldi forrásra való ráutaltságot mutathatja, és akár fékezheti a felzárkozási folyamatot.

Magyarországon a GDP és GNI közötti eltérés 2019-ben enyhén mérséklődött, de továbbra is az elmúlt években jellemző 2–4 százalék között maradt (12. ábra). A mutató 2008-2009-es jelentős visszaesése elsősorban a külföldi tulajdonú vállalatok nyereségességének visszaeséséhez kötődött, aminek hatására a korábbi GDP 6 százalékát meghaladó különbség a GDP 4 százalékára esett vissza. A mutató azóta is a GDP 4 százaléka körül, az utóbbi években enyhén alatta alakult. Ebben meghatározó szerepe van annak, hogy míg a válság előtt a jelentős külső adósságból származó kamatjövedelmek érdemben növelték a két mutató közötti különbséget, addig a nettó külső adósság érdemi csökkenésének hatására a gazdaság kamategyenlege jelentősen mérséklődött, és a kamatkidadások a GDP 0,7 százaléka alá mérséklődtek. A vállalati jövedelmek alakulása továbbra is meghatározó szerepet játszik a két mutató közötti különbség szintjében és dinamikájában is: a GDP-GNI közötti különbség enyhe mérséklődéséhez az elmúlt két évben a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmezőségének alakulása is jelentősen hozzájárult.

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

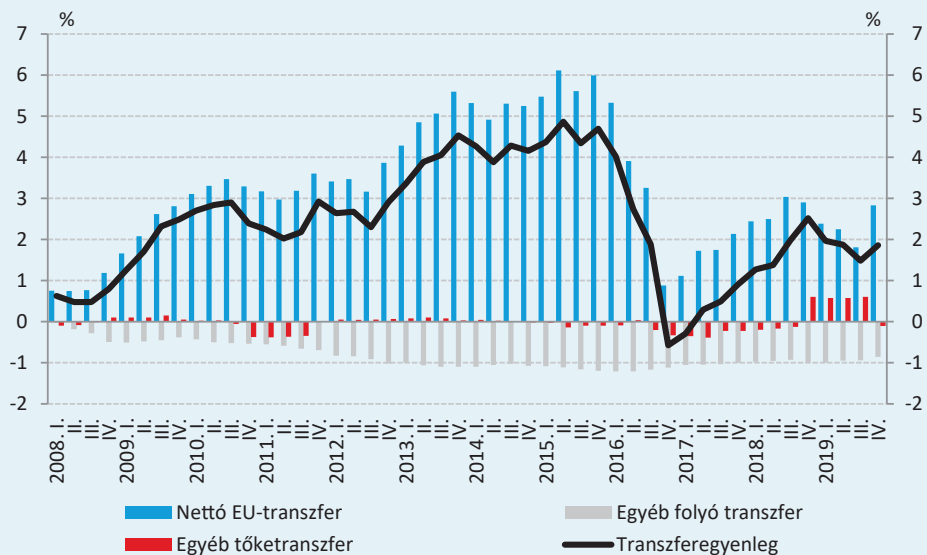


Megjegyzés: 2019-re vonatkozóan jelenleg hivatalos (KSH által publikált) GNI adat nem áll rendelkezésre, a 2019-es adat a fizetési mérleg adatközlés elsődleges jövedelmén alapul (SCV-k nélkül, a külföldi tulajdonú vállalatok profitjára egyelőre becslést tartalmaz).

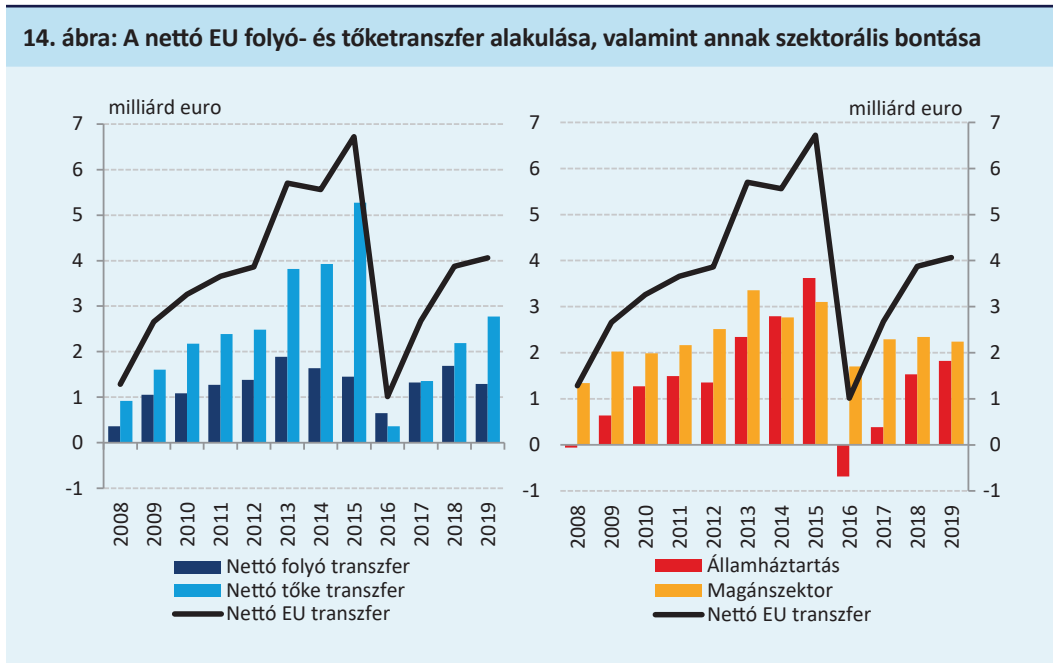
### 1.3. Transzferegyenleg

A transzferegyenleg 2019-es többlete a GDP 1,9 százalékán alakult, amely úgy adódott, hogy az EU-transzferek év végi dinamikus bővülő egyenlegének hatását mérsékelte az egyéb tőketranszferek év végén végbement visszaesése (13. ábra). Az EU-források négy negyedéves felhasználásában 2018 vége óta átmeneti visszaesés volt megfigyelhető, aminek hatását ellensúlyozta a hazai vállalati szektor által, szintén 2018 végén kapott egyszeri tőketranszfer. Ez utóbbi tétel 2019 IV. negyedévében kiesett a négy negyedéves mutatóból, így a transzferegyenleg éves többletének mérséklődésével járt volna. Ezt az év végi EU-transzferek megemelkedő felhasználása ellensúlyozta, ami jelentős részben a novemberi transzferegyenleg megugrásához kötődött. Ennek háttérében az állhatott, hogy 2019 során átmenetileg több EU-s alap kifizetéseit is felfüggesztették. Az átmeneti felfüggesztés végével a transzferek felhasználása részben behozhatta a korábbi hónapok lemaradását, így az EU-transzferek felhasználása 2019-ben a megelőző évihez hasonlóan alakult.

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



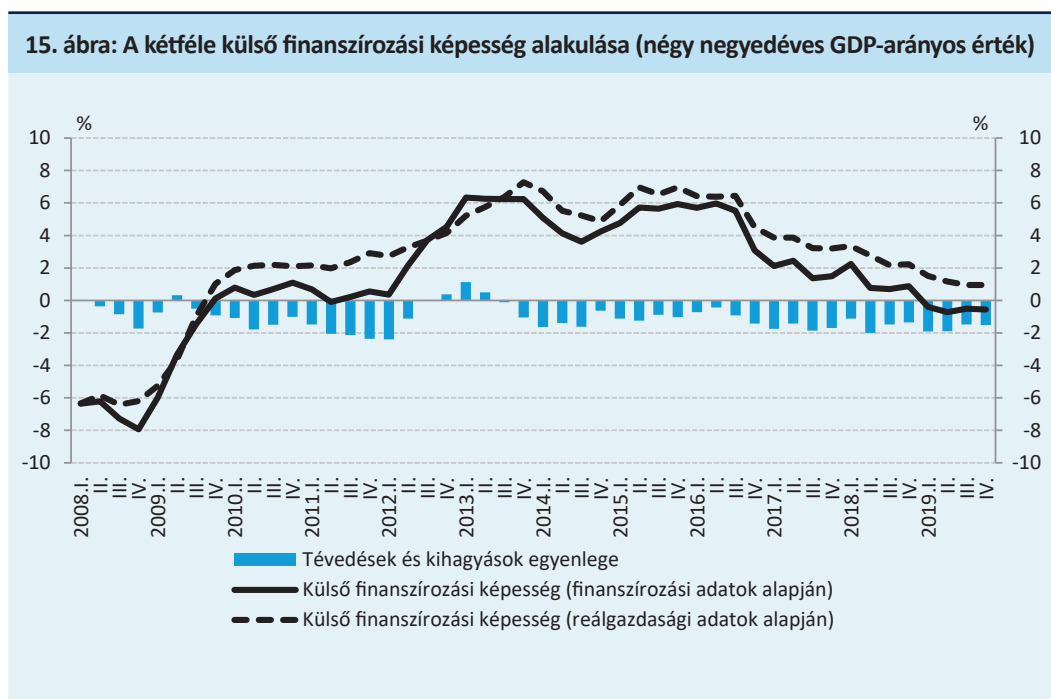
**Az EU-források felhasználása 2019-ben 4 milliárd euro fölé nőtt, ami az állam tőketranszfereinek bővüléséhez kötődött (14. ábra).** Az EU költségvetési ciklusának és a vonatkozó forráslehívási szabályok hatására az EU-transzferek felhasználása 2016-ban érte el mélypontját. Azóta a források éves felhasználása évről-évre emelkedik, amit részben az előlegkifizetések is támogattak. Ennek megfelelően az EU-transzferek felhasználása 2019-ben is növekedett, és közel 4,1 milliárd eurót tett ki. Az emelkedés a folyó transzferek csökkenése és tőketranszferek magasabb felhasználása mellett alakult ki. Szektorális bontásban tekintve a nagyobb felhasználás az államhoz kötődött, míg a vállalatoknál enyhe mérséklődés történt.



## 2. Finanszírozási megközelítés

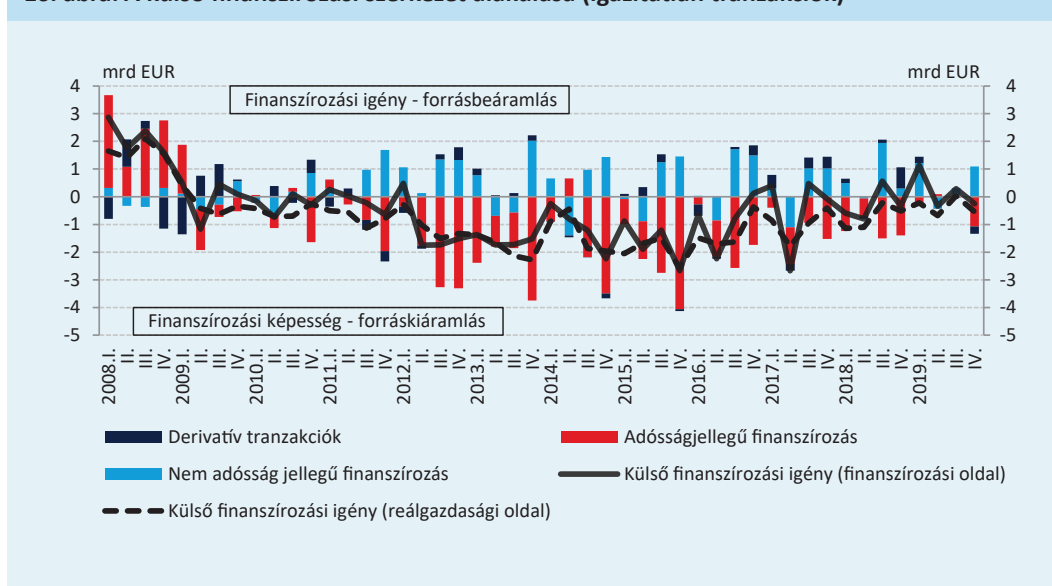
2019 utolsó negyedében a finanszírozási tételek alapján számított négy negyedéves finanszírozási igény a GDP 0,6 százaléka körül alakult. A forrásbeáramlás az évek óta magas szintű nettó FDI-beáramláshoz volt köthető, míg a gazdaság nettó külső adóssága tovább csökkent. A negyedik negyedévben a közvetlentőke-befektetések beáramlását ellensúlyozta az adósságjellegű források nettó kiáramlása. A nettó külső adósság csökkenése a konszolidált államháztartáshoz kötődött, a magánszektor mutatója ezzel szemben bővült. 2019 egészében a finanszírozási tételek alapján a külföldiekkel szembeni nettó pozíció finanszírozási igénybe fordult: a magánszektor forrásbevonása meghaladta az államháztartás csökkenő nettó külső tartozásállományát. A vállalati szektor külső forrásbevonása a beruházások dinamikus bővülésében is szerepet játszó, stabilan magas közvetlentőke-beáramlás mellett valósult meg, amelynek mértéke 2,3 milliárd eurót tett ki. A vállalati források emelkedésében – hasonlóan az elmúlt évekhez – fontos szerepet játszott a külföldi tulajdonú vállalatok által megtermelt jövedelmek újrabefektetése. A nettó külső adósság csökkenése érdemben lassult 2019-ben: az államháztartás és a vállalatok tovább csökkentették külső eladósodottságukat, míg a bankszektor nettó külső adóssága emelkedett. Az állam nettó külső adósságának mérséklődése egyrészt az EU-transzfer beáramláshoz, másrészt a külföldiek csökkenő állampapír állományához volt köthető. A bankok nettó külső adósságának növekedését főként a tartozások emelkedése magyarázta, de a külföldi eszközök is számottevően csökkentek.

**A gazdaság finanszírozási megközelítés szerinti négy negyedéves külső finanszírozási igénye 2019 negyedik negyedében a GDP 0,6 százaléka körül alakult.** A reálgazdasági adatok alapján számolt négy negyedéves finanszírozási képesség a GDP 1 százalékát tette ki, míg a finanszírozási oldalról számított egyensúlyi pozíció finanszírozási igényt mutatott (15. ábra) – ez azt jelenti, hogy a reálgazdasági mutató szerint jelentős külső finanszírozási képesség ellenére a finanszírozási adatok a külső tartozás emelkedésének irányába hatottak. A két mutató közötti különbség, vagyis a tévedések és kihagyások egyenlege a GDP 1,5 százaléka körül alakult, ami megfelel a korábbi évek átlagának és a régiós országokban jellemző szintnek (részletesebben lásd az 5. fejezetet).



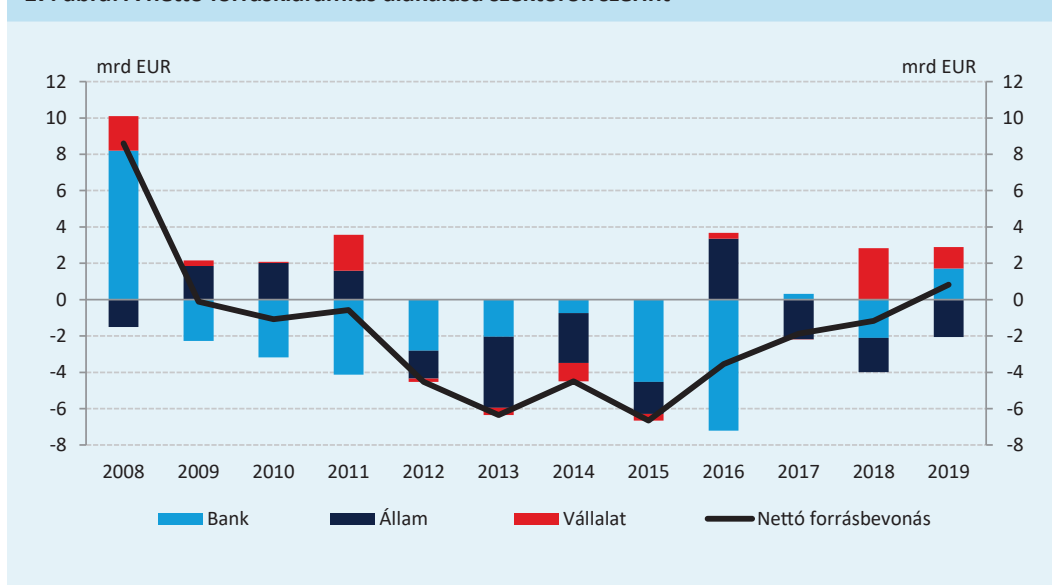
**A gazdaság negyedéves külső finanszírozási igénye 2019 negyedik negyedében enyhén emelkedett, ami az adósság jellegű források csökkenése és a nem adósság jellegű források hasonló mértékű beáramlása mellett alakult ki (16. ábra).** Az adósságjellegű források a negyedik negyedévben közel 1,1 milliárd euróval csökkentek, ami teljes mértékben az államhoz volt köthető, a magánszektor nettó külső adóssága emelkedett. Ezzel szemben a gazdaság nem adósságjellegű külföldi forrásai a negyedik negyedévben több mint 1,1 milliárd euróval emelkedtek, ami túlnyomó részben a közvetlentőke-befektetésekhez kötődött. Összességében a gazdaság finanszírozási igénye a negyedik negyedévben 0,25 milliárd euro körül alakult.

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



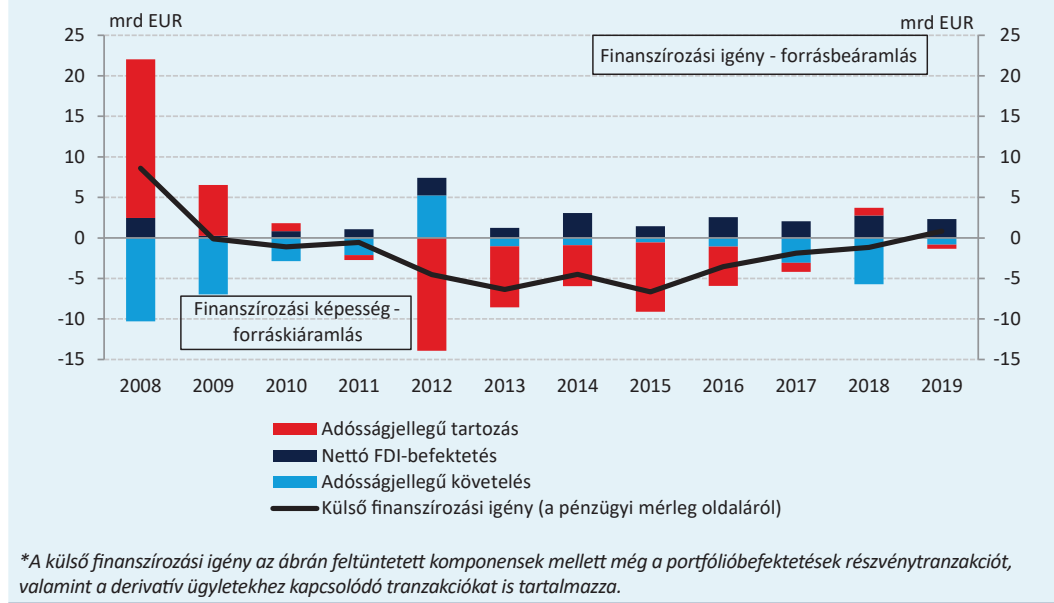
2019-ben a hazai gazdaságnak összességében finanszírozási igénye alakult ki a külfölddel szemben, amely a magánszektor forrásbevonására volt visszavezethető, miközben az államháztartás külső adóssága tovább csökkent (17. ábra). Az elmúlt években a külső források mérséklődése – a külkereskedelmi többlet alakulása által meghatározott reálgazdasági folyamatokkal összhangban – fokozatosan lassult, majd 2019-ben a magyar gazdaságnak finanszírozási igénye alakult ki a külfölddel szemben. Ez részben arra volt visszavezethető, hogy a vállalatok dinamikus beruházásbővülésének eredményeként fokozatosan nőtt a szektor finanszírozási igénye, ami nagyrészt a külföldi közvetlentőke-befektetéseket érintette. Emellett a bankok nettó külső adósságállománya is emelkedett, amihez a külföldi eszközök csökkenése és a külföldi tartozások bővülése egyaránt hozzájárult. Mindezzel párhuzamosan az államháztartás tovább csökkentette külföldi adósságát, ami elsősorban a külföldiek csökkenő állampapír állományára, illetve az EU-transzferek felhasználására volt visszavezethető.

17. ábra: A nettó forráskiáramlás alakulása szektorok szerint



Az ország nettó pozíciójának finanszírozási igénybe fordulása mögött az állt, hogy a nettó közvetlentőke-befektetések beáramlása meghaladta az adósság típusú források nettó kiáramlását (18. ábra). A gazdaság adósságjellegű forrásai mintegy 1,3 milliárd euróval mérséklődtek, ami elmarad az előző évek értékeitől. A nettó külső adósság csökkenéséhez a külföldi eszközök bővülése járult hozzá nagyobb mértékben, a külföldi adósságjellegű források – az elmúlt évi enyhe emelkedés után – kismértékben csökkentek. A közvetlentőke-befektetések nettó beáramlása 2019-ben 2,3 milliárd euróra mérséklődött.

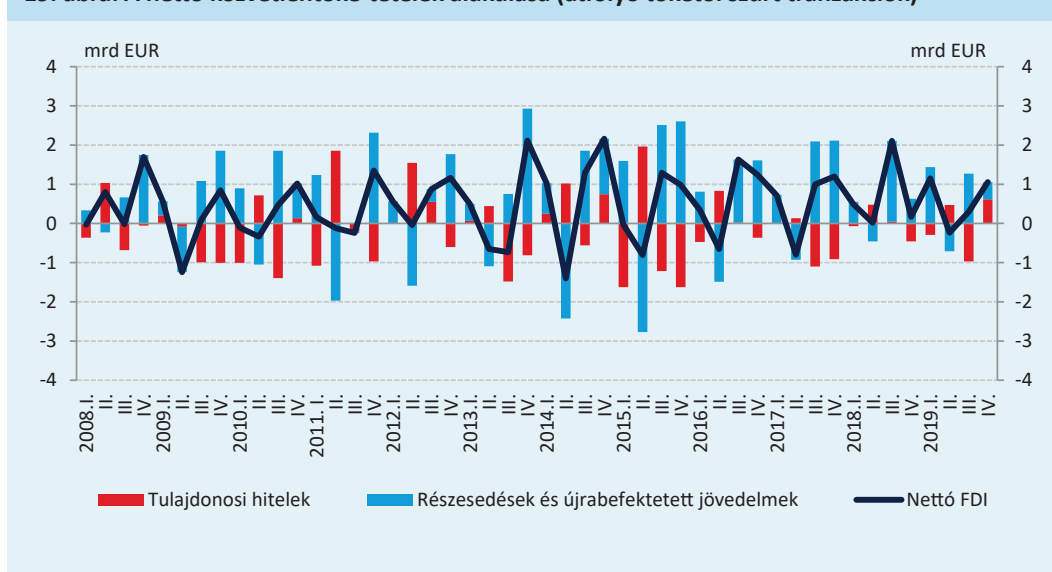
18. ábra: A közvetlentőke-befektetések és az adósság típusú források alakulása\*



## 2.1. Nem adósság jellegű források

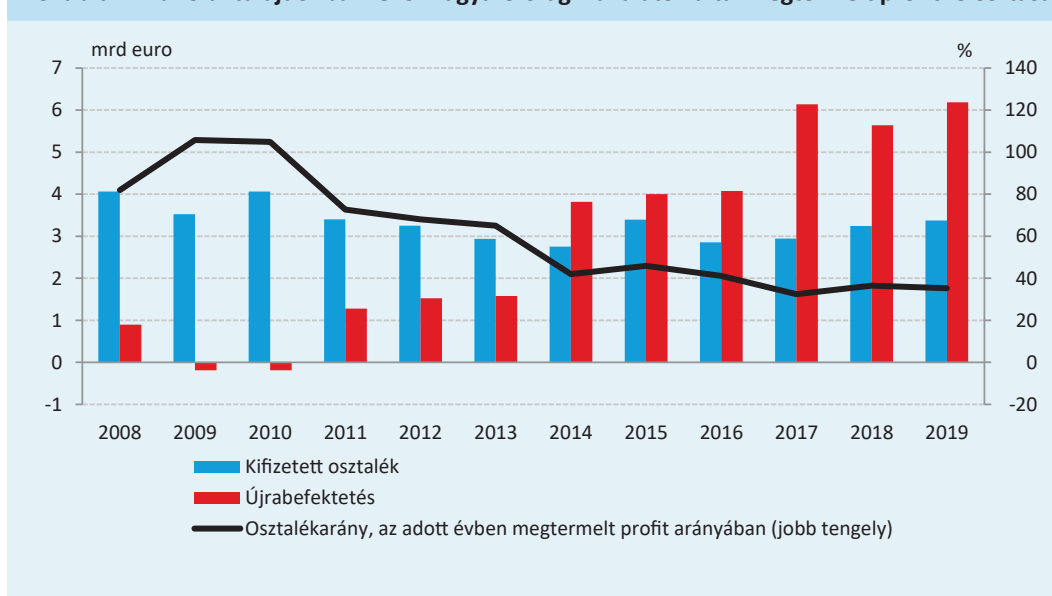
Az elmúlt években főként az újrabefektetések növekedése járult hozzá a nettó közvetlentőke-befektetések bővüléséhez, amivel párhuzamosan a tulajdonosi hitelek jellemzően csökkentek (19. ábra). A nettó közvetlentőke-befektetések a jelentős első negyedéves beáramlás után az osztalékfizetések miatt a második negyedévben csökkentek, az év második felében azonban ismét gyorsultak. 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. Az elmúlt pár évben felgyorsult az újrabefektetésekhez kapcsolódó források beáramlása, miközben a tulajdonosi hitelek tovább csökkentek. A részesedések csökkenését részben magyarázza az állami felvásárlások (például MOL, E-On, Főgáz, Budapest Bank) FDI csökkentő hatása, míg a tulajdonosi hitelek mérséklődése a vállalati szektor (belföldi és külföldi hitelek törlesztésével járó) mérlegalkalmazkodásával lehetett összefüggésben. 2019-ben enyhén tovább csökkent a tulajdonosi hitelek állománya. A negyedik negyedévben folytatódott az újrabefektetések kiemelkedő bővülése, miközben a cégcsoporton belüli (azaz tulajdonosi) hitelek is kismértékben emelkedtek. A nettó FDI csökkenésének irányába hatott, hogy a hazai vállalatok tőkekifektetése számottevően emelkedett. Az FDI-on kívüli nem adósságjellegű finanszírozás, vagyis a nettó portfóliórészvény befektetés 2019-ben alacsony szinten maradt.

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



A külföldi tulajdonú vállalatok változatlanul magas jövedelmezősége mellett az újrabefektetett jövedelem továbbra is meghaladta a 6 milliárd eurót, így jelentősen hozzájárult a közvetlentőke-befektetések bővüléséhez. A külföldi vállalatok jövedelmezősége 2019-ben is az előző évi magas szint közelében alakult, és 9,6 milliárd eurót tett ki<sup>3</sup>. Mivel az osztalékfizetés profithoz viszonyított aránya továbbra is – régiós összevetésben is – alacsony szinten, 35 százalék körül maradt (részletesebben lásd a 2019. októberi Fizetési mérleg jelentést), a fizetési mérleg statisztikában kimutatott jövedelmek újrabefektetése ismét nagymértékben járult hozzá az FDI-beáramláshoz (20. ábra).

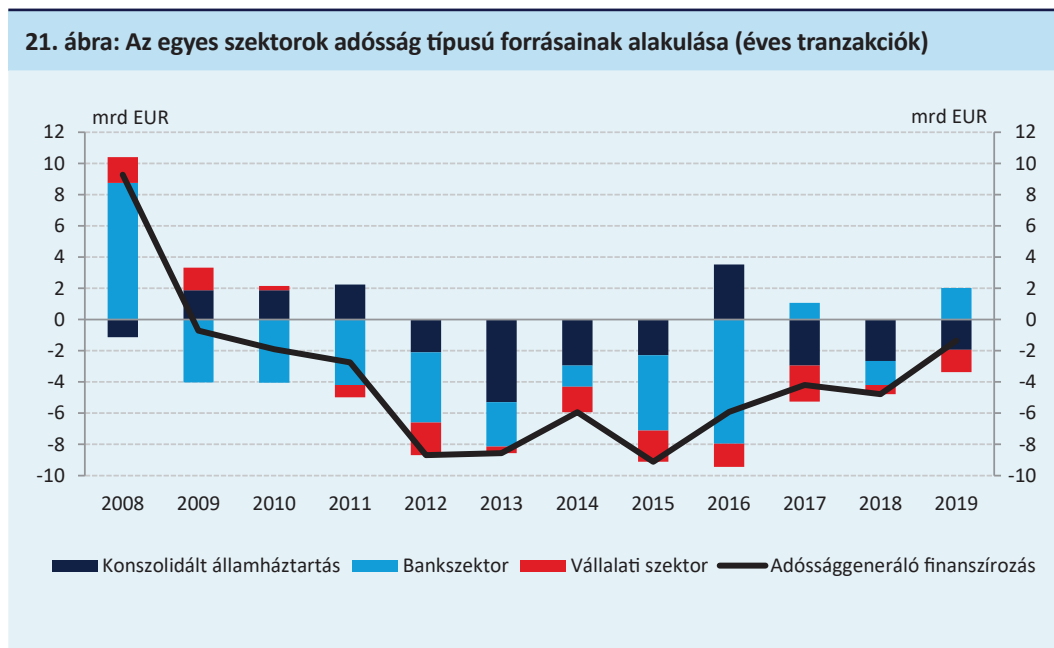
20. ábra: A külföldi tulajdonban lévő magyarországi vállalatok által megtermelt profit felosztása



<sup>3</sup> A jövedelemegyenlegben megjelenő külföldi tulajdonú vállalatok profitja, illetve az újrabefektetett jövedelmek 2019-re becslésen alapulnak, amit majd a 2020. szeptemberi publikálással együtt váltanak fel a vállalati kérdőíveken alapuló tényadatok.

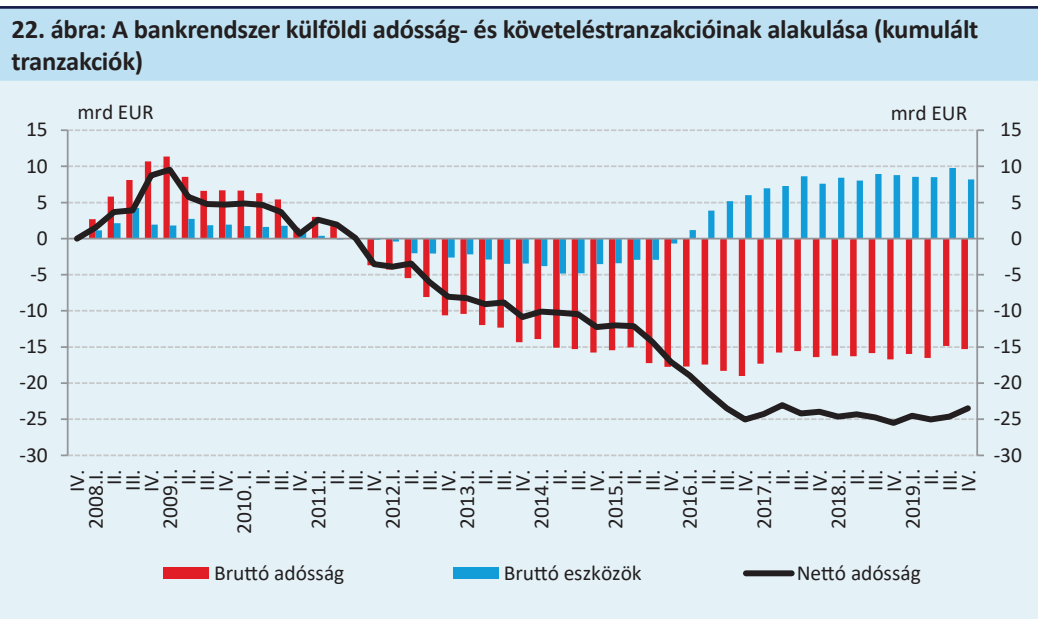
## 2.2. Adósságjellegű források

A negyedik negyedévben 1,1 milliárd euróval, az év egészében 1,3 milliárd euróval csökkent a gazdaság nettó külső adóssága a tranzakciók szerint, amihez döntően az államháztartás járult hozzá, a bankszektor nettó külső adóssága emelkedett (21. ábra). 2019-ben lassult a gazdaság nettó külső adósságát érintő alkalmazkodása: a 2018-as 4,8 milliárd eurós szintről 2019-re 1,3 milliárd euróra csökkent az adósságtípusú források nettó kiáramlása. A bankrendszer nettó külső adóssága 2 milliárd euróval bővült, miközben a konszolidált állam nettó külső adóssága 1,9 milliárd euróval csökkent. A vállalatok nettó külső adósságának a csökkenéséhez a külföldi követelések emelkedése és a források csökkenése egyaránt hozzájárult. Az utolsó negyedévben az államháztartás nettó külső adóssága az EU-transzferek nagyobb mértékű beáramlásához köthetően érdemben csökkent, miközben a magánszektor mutatója ettől elmaradó mértékben emelkedett.



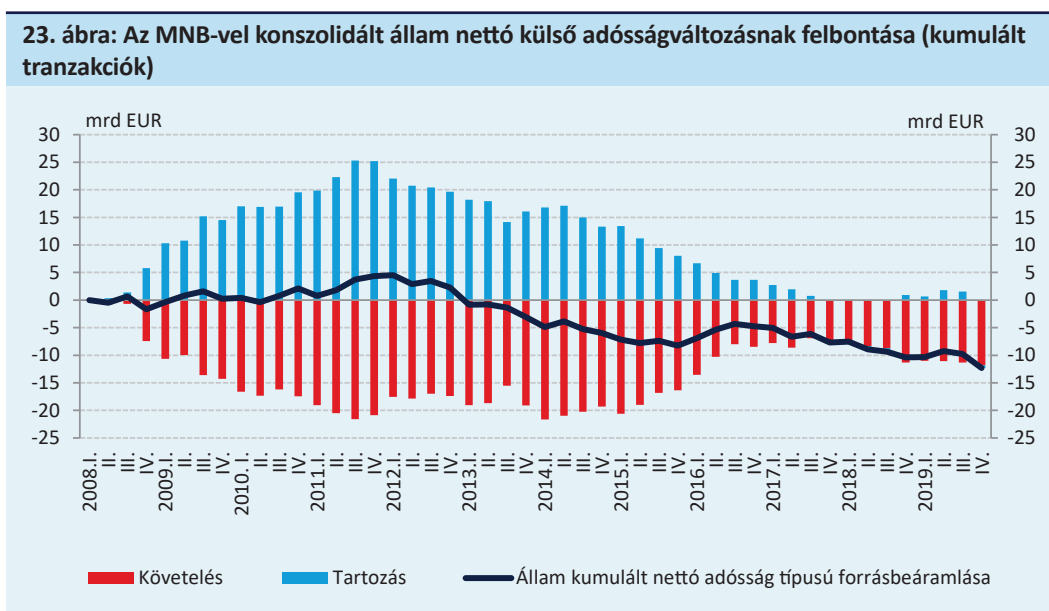
2019-ben enyhén emelkedett a bankrendszer nettó külső adóssága, ami elsősorban a külföldi források bővülésére volt visszavezethető, de a külföldi eszközök is csökkentek (22. ábra). Az év első három negyedévében a tranzakciókból eredően jelentősen csökkent a nem pénzügyi vállalatok hitelintézeteknél tartott devizabetéteinek állománya, ami a bankok külföldi eszközeinek mérséklődésében is tükröződött. A negyedik negyedévben – az előző negyedévi jelentős emelkedés korrekciójaként – jelentősen, mintegy 1,6 milliárd euróval csökkent a bankok adósságjellegű követelése, ami a nettó külső adósság emelkedése irányába hatott. Ezzel párhuzamosan 400 millió euróval csökkent a bankrendszer bruttó külső adóssága, amely szinte teljes egészében a hosszú lejáratú forrásokat érintette. Az év egészét tekintve a bankrendszer bruttó külső adóssága 1,4 milliárd euróval bővült, miközben a külföldi eszközök 0,6 milliárd euróval csökkentek, így a bankok nettó külső adóssága mintegy 2 milliárd euróval emelkedett.





**Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a negyedik negyedévben jelentősen mérséklődött, amit elsősorban a bruttó tartozások csökkenése magyarázott (23. ábra).** 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, ami a devizatartalék növekedésnek irányába hatott.
- Az első negyedéves csökkenés után a külföldiek állampapír-állománya 2019 második negyedévében emelkedett, az év második felében viszont ismét csökkenésnek indult. Az év egészét tekintve a külföldiek állampapír-állománya közel 1,6 milliárd euro értékben csökkent.



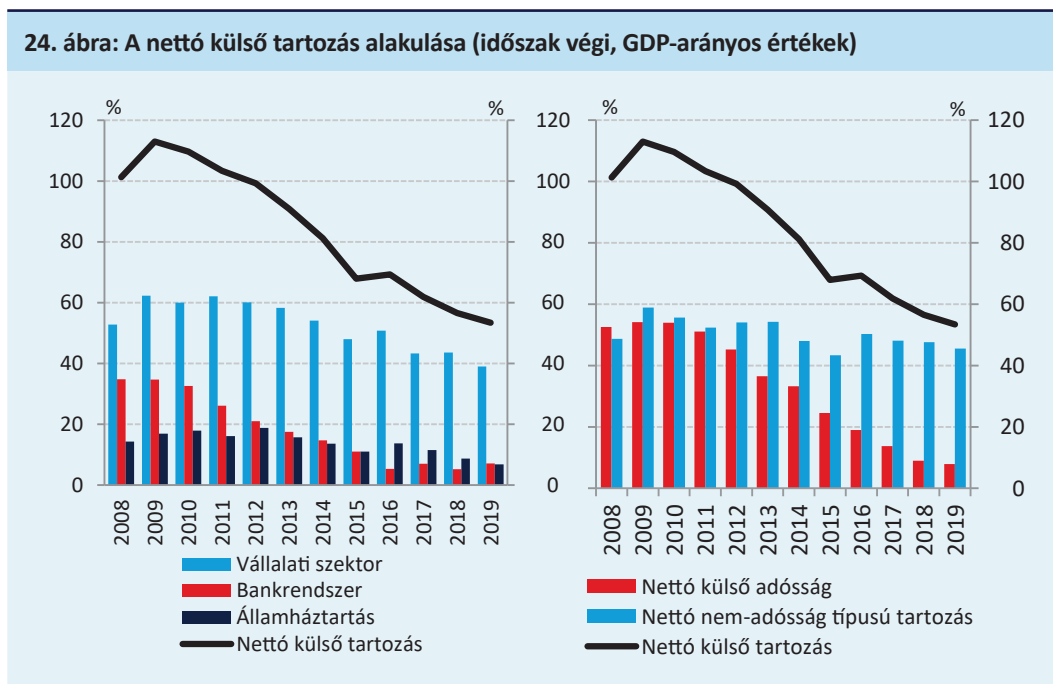
**A nem pénzügyi vállalatok nettó külső adóssága 2019 negyedik negyedévében enyhén emelkedett, ami a külfölddel szembeni kereskedelmi hitelkövetelések csökkenésére volt visszavezethető.** Éves szinten a vállalatok nettó külső adóssága érdemben csökkent, amiben a külföldi eszközök bővülése volt a meghatározó, miközben a külföldi tartozások ennél kisebb mértékben csökkentek. 2016 óta a tartozások mindössze 0,5 milliárd euróval emelkedtek, miközben a külföldi eszközök több mint 6 milliárd euróval bővültek. 2019-ben összességében a vállalati szektor nettó külső adóssága közel 1,5 milliárd euróval csökkent.

## 3. Állományi mutatók alakulása

2019-ben a GDP dinamikus bővülésének köszönhetően folytatódott a külső tartozásmutatók javulása, így tovább csökkent a magyar gazdaság külső sérülékenysége. A nettó külső tartozás mérséklődéséhez a nem adósságjellegű források és a nettó külső adósság GDP-arányos csökkenése egyaránt hozzájárult. A GDP-arányos nettó külső adósság 8 százalék alá, a bruttó külső adósság pedig 53 százalék közelébe csökkent, amit a forráskiáramlás mellett a nominális GDP emelkedése is támogatott, azonban ennek hatását részben ellensúlyozta az állomány átértékelődése. A nettó külső adósság 2019. évi mérséklődése elsősorban az államháztartáshoz kötődött, amihez a külső adósságának csökkenése és a devizatartalék növekedése egyaránt hozzájárult. A magánszektor nettó külső adóssága enyhén emelkedett 2019 során: a vállalati szektor nettó külső adósságának csökkenésének mértékét meghaladta a bankrendszer mutatójának emelkedése. A bankok nettó külső adósságának emelkedéséhez a külföldi tartozások emelkedése és a szektor külföldi eszközeinek csökkenése is hozzájárult. Az államháztartás és a vállalatok adósságkeelépítése hatására a bruttó külső adósság mérséklődése 2019-ben meghaladta a nettó adósságrátáét. Az ország külső sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőségű mutató, a rövid külső adósság 2019 végén 17,7 milliárd euróra csökkent. Ezzel szemben a devizatartalék 2019 során tovább emelkedett az EU-transzferek átutalása és a jegybanki forint likviditást nyújtó swapeszközök bővülésének hatására, így a tartalék továbbra is jelentősen meghaladja a befektetők által elvárt szintet.

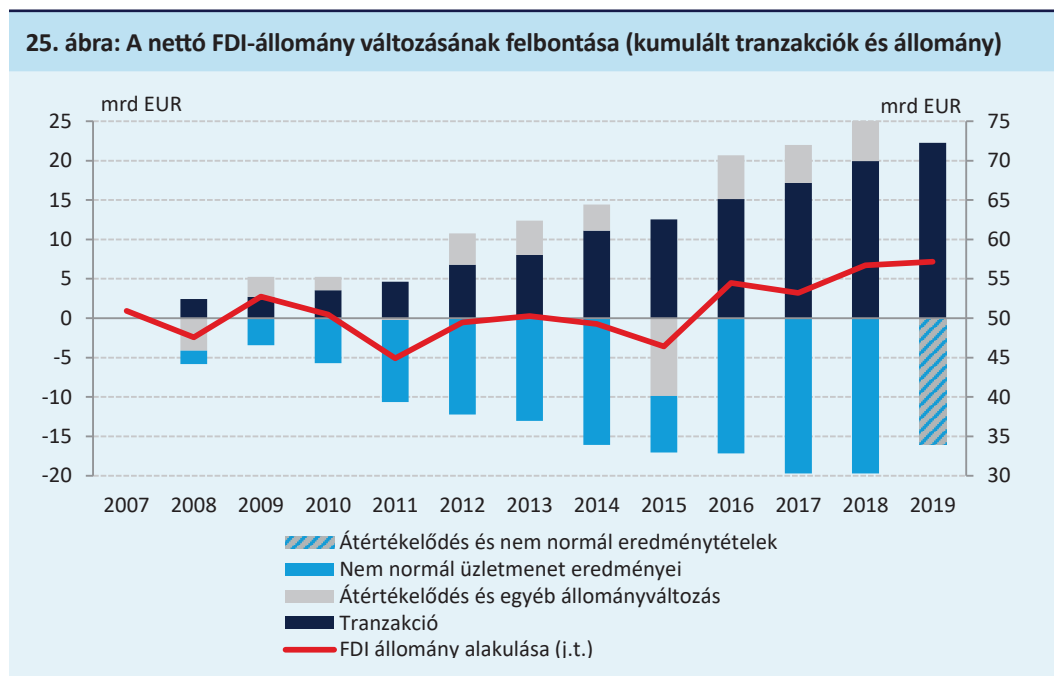
### 3.1. Nettó külső tartozás

**2019-ben tovább mérséklődött Magyarország nettó külső tartozása, amihez az adósság és nem adósság típusú források GDP-arányos csökkenése egyaránt hozzájárult (24. ábra).** A külső adósságot és a nem adósság jellegű forrásokat (a közvetlentőke-befektetéseket, portfóliórészesedéseket és a derivatív tartozásokat) is tartalmazó nettó külső tartozás 2019 végére a GDP 53 százaléká közelébe mérséklődött. Az ország nettó külső tartozásának válság óta tartó csökkenése – a 2016-ban tapasztalt átmeneti megtorpanás után (ami a közvetlentőke-befektetések állományának átmeneti jelentős emelkedése miatt következett be) – 2017-2019 során tovább folytatódott. 2019-ben a nem adósság jellegű és adósság jellegű források egyaránt mérséklődtek, ami a GDP arányos nettó tartozások 3,2 százalékpontos csökkenését eredményezte. A mérséklődés az állam és a vállalati szektor nettó külső tartozásának csökkenése mellett valósult meg, amit részben ellensúlyozott a bankrendszerrel tapasztalt emelkedés.



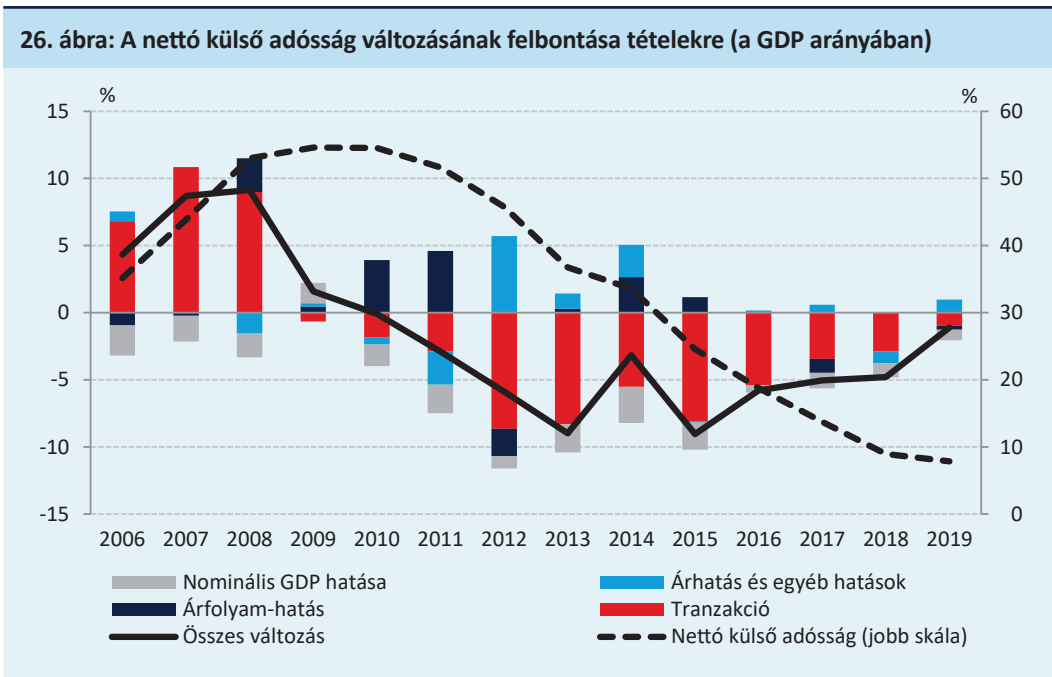
**A nettó FDI-állomány emelkedése az előző évinél lassabb ütemben folytatódott 2019-ben: a közvetlentőke-beáramlás hatását jórészt ellensúlyozta az állományok átértékelődése** (a vállalatok nem normál üzletmenethez kapcsolódó eredményéről csak szeptemberben lesz információ). A közvetlentőke-befektetések a tranzakciókból eredően fokoza-

tosan emelkedtek az elmúlt évek során, ugyanakkor a külföldiek nettó FDI-állományának emelkedése elmaradt ennek ütemétől (25. ábra). Ennek háttérében főként a nem normál üzletmenethez kapcsolódó veszteségek állnak, amelyek hatását jellemzően részben ellensúlyozta az állomány átértékelődésének hatása. E két tétel összességében 2008 és 2019 között közel 16 milliárd euróval mérsékelte a közvetlentőke-befektetések állományát (a nem normál üzletmenet szerinti eredményről részletesebben lásd a 2019. októberi jelentést).

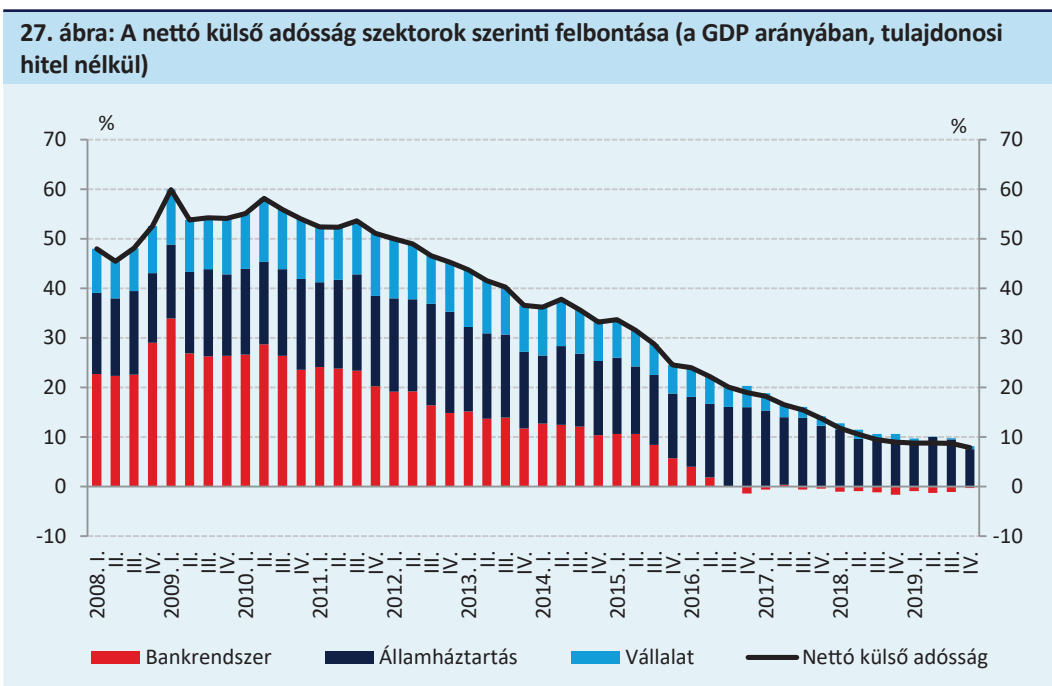


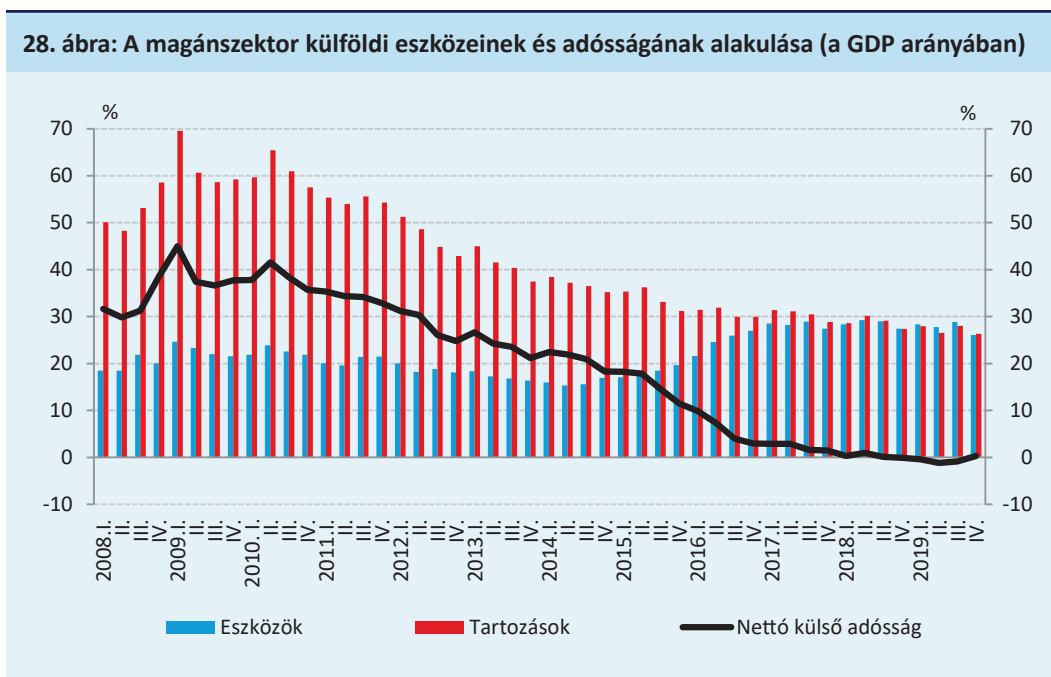
### 3.2. Nettó külső adósság

**2019-ben a GDP-arányos nettó külső adósság az adósság típusú források kiáramlásának és a GDP bővülésének hatására csökkent, amit azonban részben ellensúlyozott az állomány átértékelődése (26. ábra).** Az adósságmutató válság óta tapasztalt jelentős mérséklődése elsősorban az adósság típusú források kiáramlásának köszönhető. 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 felhalmozott, túlzott mértékű adósság leépítése 2011-től gyorsult fel: ekkortól az adósság típusú források kiáramlásával összefüggésben a nettó külső adósság közel 47 százalékponttal mérséklődött, emellett kisebb mértékben a nominális GDP növekedése is támogatta a mutató javulását. Az ország nettó külső adóssága 2019-ben 1,1 százalékponttal csökkent: az adósság típusú források kiáramlása nagyobb, a GDP növekedésének hatása kisebb mértékben járult hozzá a mutató javulásához, amelyek hatását az adósságállomány – devizahozamok mérséklődése miatti – átértékelődésének hatása ellensúlyozta.



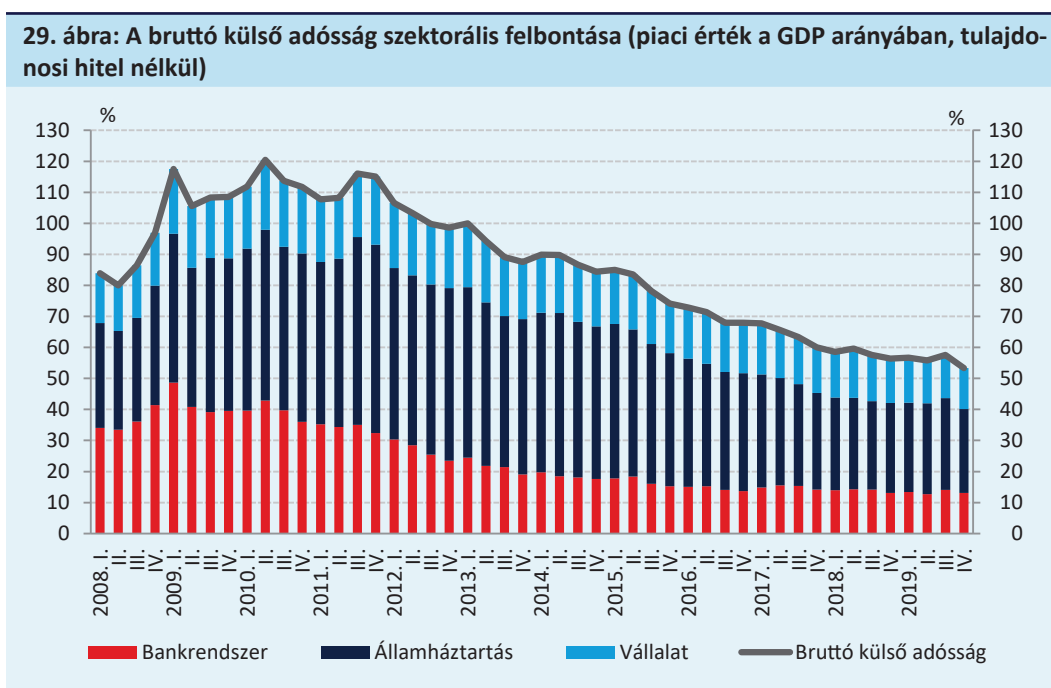
A GDP-arányos nettó külső adósság 2019 során 1,1 százalékponttal mérséklődött, így év végén a GDP 8 százaléka alá csökkent. Az adósságmutató javulása elsősorban az államháztartáshoz kötődött, míg a magánszektor nettó külső adóssága enyhén emelkedett (27. ábra). Az állam GDP-arányos nettó külső adósságának 1,4 százalékpontos csökkenése ahhoz kötődött, hogy az állam külföldi tartozásainak csökkenése a devizatartalék emelkedése mellett valósult meg. Az állam lejáró devizakötvényeinek törlesztéséhez szükséges devizaeszközök tartalékcsökkenő hatását ugyanis ellensúlyozta az EU-transzferekhez és a forint likviditást nyújtó swapok emelkedéséhez kötődő devizaeszköz beáramlás. Emellett a külföldiek állampapír állományának csökkenése is hozzájárult az állam adósságkiáramlásához. A magánszektor adósságmutatójának 0,4 százalékpontos emelkedése a bankrendszer nettó külső adósságának növekedéséhez kötődött, amit részben ellensúlyozott, hogy a vállalatok mutatója kisebb mértékben csökkent. A bankok nettó külső adósságának emelkedése irányába hatott a szektor külföldi tartozásbővülése és a külföldi eszközállományának csökkenése is. A nettó adósságbeáramlás ellenére a bankok külfölddel szembeni követeléseai továbbra is enyhén meghaladták a külföldi tartozásaikat, és a vállalatokat is tartalmazó magánszektor nettó külső adóssága is nulla körül alakult (28. ábra).





### 3.3. Bruttó külső adósság

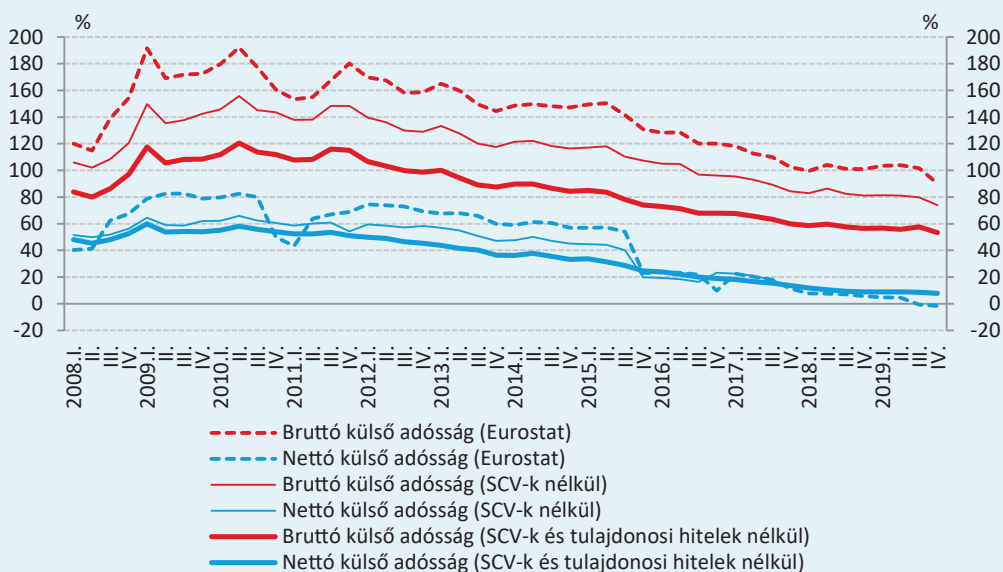
Az ország bruttó külső adóssága az államháztartás és a vállalatok adósságcsökkenésének köszönhetően 2019 végére a GDP 53 százaléka közelébe mérséklődött (29. ábra). A bruttó külső adósságráta 3 százalékpontos éves csökkenésében elsősorban az állam GDP-arányos tartozásainak mérséklődése játszott szerepet, de kisebb mértékben a vállalatok külső adóssága is mérséklődött. A bankrendszer GDP-arányos bruttó külső adóssága nem változott érdemben 2019 során: az év első három negyedévében tapasztalt emelkedést a mutató negyedik negyedévi korrekciója követte – összességében az éves adósságbeáramlás hatását ellensúlyozta a GDP bővülése. A bruttó külső adósság mérséklődése 2019-ben meghaladta a nettó külső adósságét: míg a nettó mutató javulását fékezte a bankrendszer külföldi eszközállományának csökkenése, addig ez a hatás a bruttó mutatóban nem érvényesült.



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

A nettó külső adósság az SCV-ktől és a tulajdonosi hitelektől függetlenül historikusan alacsony szintet ér el, azonban a bruttó külső adósság esetében az SCV-eket, illetve a tulajdonosi hiteleket is tartalmazó mutatók továbbra is meghaladják az alapfolyamatok szerinti adósságrátát. Az MNB elemzései és kiadványai közgazdasági megfontolásokból 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 érhetőek 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 bruttó tartozásmutatókat befolyásolják jelentősen. A tulajdonosi hitelek — fundamentumaik alapján — inkább nem adósság jellegű forrásnak tekintendők (részletesebben lásd a 2014. áprilisi Fizetési mérleg jelentést), mintsem adósság típusú forrásnak, ezzel összhangban a fizetési mérleg statisztikák a tulajdonosi hiteleket a közvetlentőke-befektetések között mutatják ki. Az alapfolyamatok szerinti nettó külső adóssággal összhangban az SCV-eket, valamint a tulajdonosi hiteleket is tartalmazó nettó külső adósság is alacsony szintre csökkent az elmúlt években. Az Eurostat által számolt nettó külső adósság -1,6 százalékra mérséklődött az előző év végi 5,6 százalékról (vagyis e mutató szerint a külföldi eszközök állománya meghaladja a külföldi adósságét), míg az SCV-k és tulajdonosi hitelek nélküli nettó adósságmutató a 2018. évi ütemnél mérsékeltebben ugyan, de szintén tovább csökkent a GDP 7,9 százalékára. A bruttó mutatók szintben jelentős eltérést mutatnak az egyes módszertanok szerint, míg dinamikájukat tekintve jellemzően hasonló irányú változásokat jeleznek (30. ábra). 2019-ben az Eurostat által, valamint a SCV-k nélkül számolt bruttó külső adósság az alapfolyamatok szerinti (SCV-eket és tulajdonosi hiteleket nem tartalmazó) mutatóhoz hasonlóan érdemben mérséklődött. A bruttó mutatók közötti különbség fokozatosan szűkült az elmúlt években, az eltérés 2015-2019 között óta csaknem megfeleződött.

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

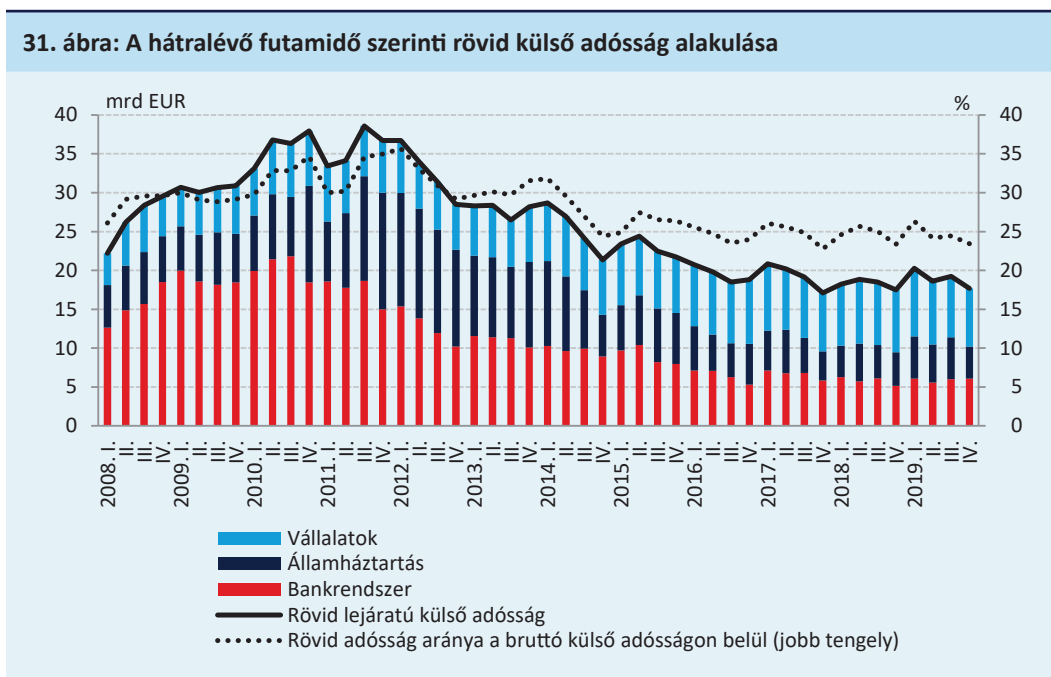


Forrás: Eurostat, MNB

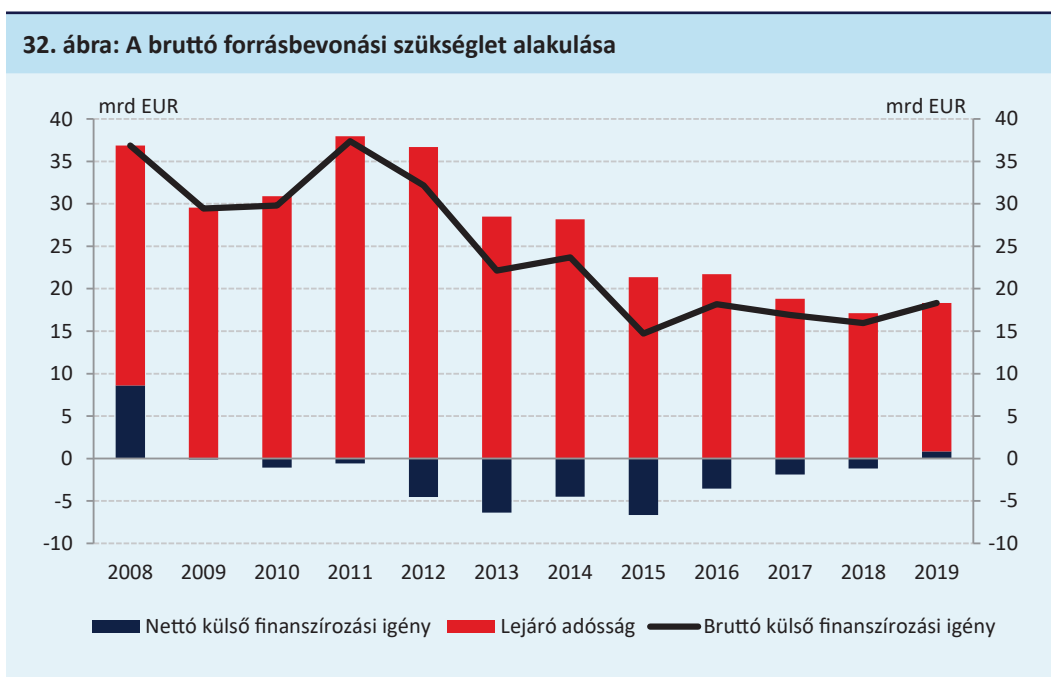
### 3.4. Rövid külső adósság és bruttó finanszírozási igény

Az ország rövid külső adóssága az év közben tapasztalt átmeneti emelkedést követően 2019 végére 17,7 milliárd euróra csökkent (31. ábra). A mutató a 2018 végi alacsony szintről átmenetileg megemelkedett 2019 elején, azonban az év végére újra historikus mélypont közeli szintre, 17,7 milliárd euróra csökkent. Az év eleji megugrást követően a bankrendszer rövid külső adóssága stabilan 6 milliárd euro közelében alakult, a vállalati szektor mutatója pedig 2019 végére 7,5 milliárd euróra mérséklődött. Az államháztartás rövid külső adóssága a 2019 elején tapasztalt átmeneti – elsősorban a berövidülő

állományhoz kötődő – emelkedést követően jelentősen csökkent, így év végén 4,1 milliárd eurót tett ki. Összességében a rövid külső adósság stabilan alacsony, a devizatartaléktól több, mint 10 milliárd euróval elmaradó szintje kedvező a gazdaság befektetői megítélésének és külső sérülékenységének szempontjából.



**2019-ben az ország nettó külföldi forrásbevonási szükséglete 18,3 milliárd euróra emelkedett.** A 2018. december végi rövid külső adósság 17,5 milliárd euro volt, vagyis a 2019-ben lejáró külső adósság enyhén, 0,4 milliárd euróval meghaladta az előző évi szintet (32. ábra). Az ország külső forrásigényét mutató, a pénzügyi mérleg tételeiből számított külső finanszírozási igény 0,8 milliárd eurót tett ki. Így a magyar gazdaság adott évben megújítandó külső forrásainak értékét mutató nettó külső finanszírozási igény – ami a két érték összegeként adódik – 18,3 milliárd eurót tett ki.



### 3.5. Tartalékmegfelelés

**A devizatartalék szintje 2019 negyedik negyedévében nem változott érdemben a szeptemberi szinthez képest, az év végén 28,4 milliárd eurót tett ki.** A tartalékok alakulását több tényező befolyásolta, amelyek közül a legjelentősebbek a következők voltak:

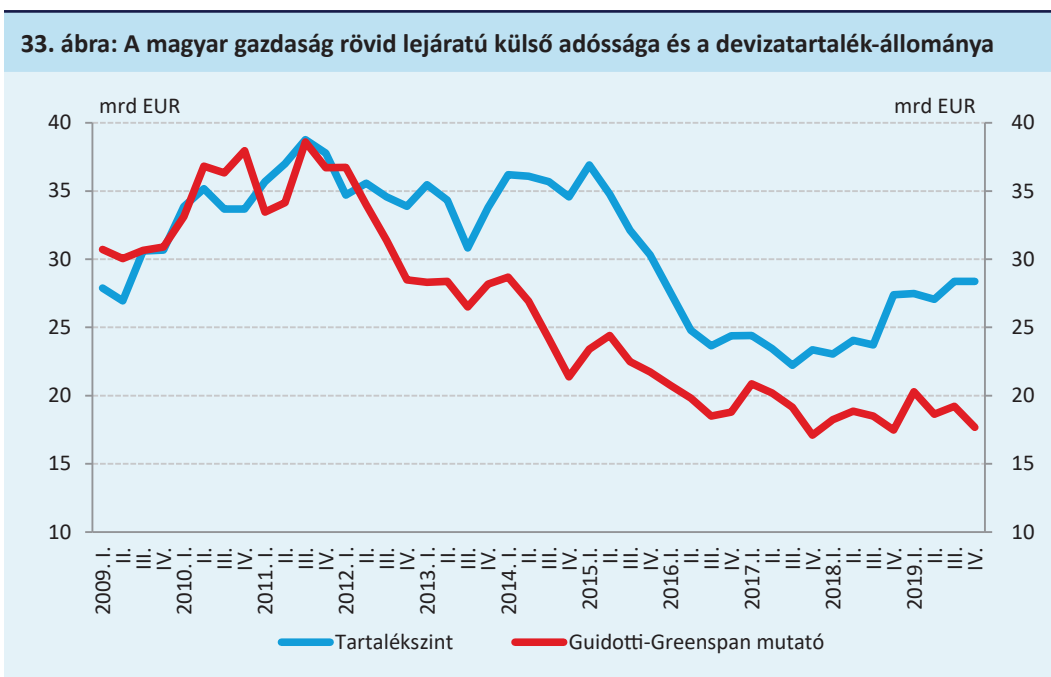
- Az *európai uniós források* tartaléknövelő hatása mintegy 1,4 milliárd euro volt, amely döntően a 2014-2020-as uniós költségvetési ciklus teljesítés alapú számláinak Európai Bizottság általi kifizetéséből, kisebb részben pedig agrártámogatási programokból adódott.
- A *forintlikviditást nyújtó FX-swap eszköz* állományváltozása közel 0,7 milliárd euróval növelte a tartalékszintet, ami így 2019. december végén közel 6,9 milliárd eurót tett ki.
- Az egyéb devizák euróval szembeni erősödéséből adódó, illetve az arany euróban kifejezett *átértékelődése* 280 millió euróval, az MNB derivatív ügyleteihez köthető nettó pénzmozgások, illetve a hazai hitelintézetek által elhelyezett devizabetét-állomány változása összesen közel 0,6 milliárd euróval mérsékelte a tartalékot.
- Az *Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) nettó devizafinanszírozása* 0,5 milliárd euróval csökkentette a tartalékot, amelynek legnagyobb része a 2014-ben kibocsátott letelepedési kötvények lejáratához köthető.
- A *MÁK devizatranzakciói és az ÁKK egyéb devizakiadásai* közel 0,7 milliárd euróval csökkentették a tartalékot.

**2019 egészében az MNB nemzetközi tartalékai 1 milliárd euróval emelkedtek – az EU-transzferek, valamint a forintlikviditást nyújtó devizaswap-eszköz tartaléknövelő hatását az egyéb tényezők csak részben mérsékelték.** A devizatartalék a 2018. decemberi 27,4 milliárd eurós szintről 2019 végére 28,4 milliárd euróra nőtt, amelyben az alábbi tételek játszottak jelentősebb szerepet:

- Az *Európai Bizottságtól érkezett támogatások* devizatartalékot érintő éves nettósított összege mintegy 4 milliárd eurót ért el.
- A tartalék növekedése irányába hatott a *forintlikviditást nyújtó FX-swap eszköz* 0,7 milliárd eurós tartaléknövelő hatása.
- Az *MNB derivatív ügyleteihez köthető nettó pénzmozgások*, illetve a *hazai hitelintézetek által elhelyezett devizabetét-állomány* mintegy 0,3 milliárd euróval, az eurótól eltérő devizaeszközök, valamint az arany euróban kifejezett *átértékelődése* 0,7 milliárd euróval növelte a nemzetközi tartalékok szintjét.
- Az *állami adósságtörlesztéshez kapcsolódó tételek*, különösen az állam nettó devizakamat-kiadásai, illetve az *ÁKK nettó devizafinanszírozása* összesen mintegy 2,7 milliárd euróval csökkentette a tartalékot. Utóbbi magába foglalja az év első felében történt USA dollár, kínai renminbi és eurokötvény lejáratokat, valamint a devizakötvény visszavásárlásokat.
- A *MÁK és az ÁKK egyéb devizatranzakciói* (pl. a devizakamat kifizetések és az ÁKK fedezési swap-ügyleteihez kötődő marginbetét állományváltozása) az év során 2,1 milliárd euro értékben mérsékeltek a tartalékot.

**Az MNB nemzetközi tartalékainak állománya 2019 végén több mint 10 milliárd euróval haladta meg a befektetők által kiemelten figyelt rövid lejáratú külső adósság szintjét.** A nemzetközi tartalék 2019. december végén 28,4 milliárd eurót tett ki, a rövid külső adósság pedig 17,7 milliárd eurót. A rövid külső adóssághoz viszonyított tartalékmegfelelés így 1,6 milliárd euróval javult 2019 negyedik negyedévében, a jegybank és a befektetők által is kiemelten követett Guidotti-Greenspan mutató feletti mozgástér pedig az év végén meghaladta a 10 milliárd eurót (33. ábra).

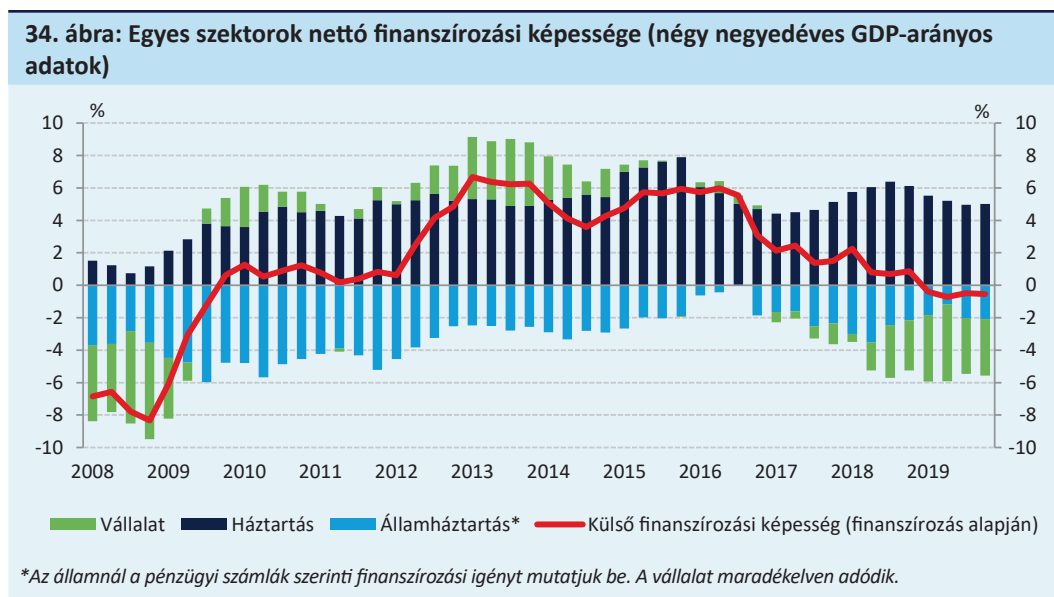




## 4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés

2019-ben a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása enyhén elmaradt a vállalatok és az állam együttes finanszírozási igényétől, így az ország nettó külső pozíciója finanszírozási igénybe fordult. A negyedik negyedévben gyakorlatilag nem változott a szektorok nettó pozíciója: a háztartások tartósan magas nettó finanszírozási képessége mellett csak kismértékű külső forrásbevonásra volt szükség. A vállalatok dinamikus beruházási aktivitása stabilan magasan tartotta a szektor finanszírozási igényét. Az államháztartás alacsony finanszírozási igénye az előirányzatot érdemben meghaladó adóbevétel és kiadás eredőjeként alakult ki.

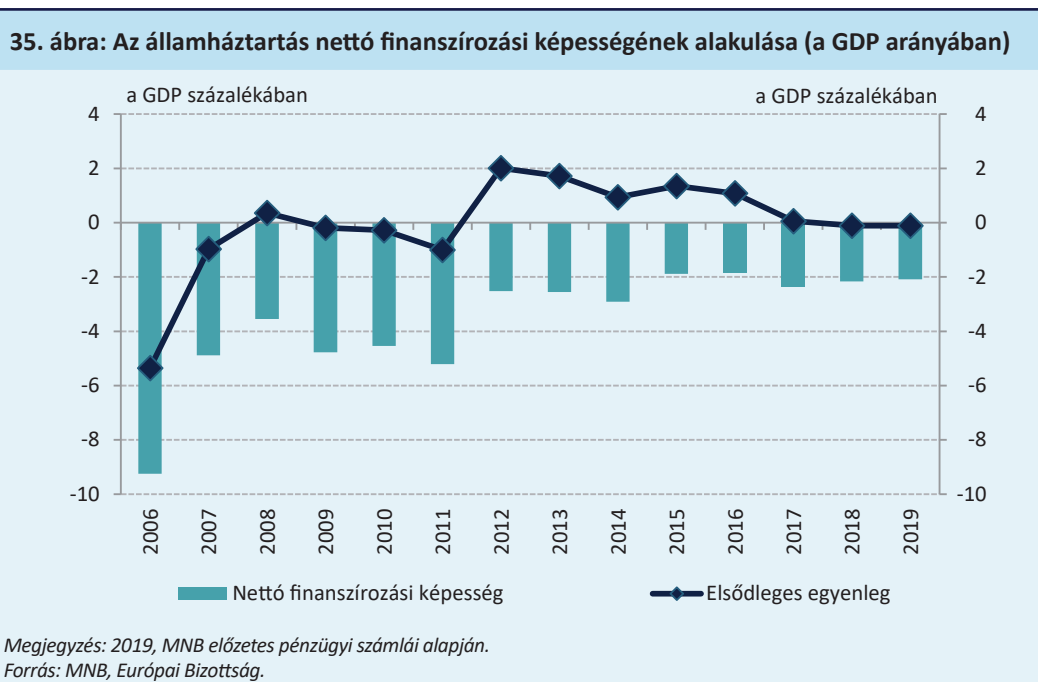
2019 végén a négy negyedéves enyhe külső finanszírozási igény stabilan magasan alakuló lakossági nettó megtakarítás és államháztartás kismértékű hiánya mellett kialakuló vállalati finanszírozási igényre volt visszavezethető (34. ábra). Az egyes szektorok pénzügyi megtakarításának változása végső soron 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 alacsony költségvetési hiányt 2019-ben is a magasabb foglalkoztatással és fogyasztással összefüggésben bővülő adóbevételek, valamint a tovább mérséklődő kamatkidadások magyarázták. A felfutó hitelezéssel párhuzamosan a lakosság bruttó pénzügyi megtakarítása is emelkedett, miközben a szektor nettó pénzügyi megtakarítása csak enyhén bővült. A vállalati szektor finanszírozási igénye magas szinten stabilizálódott, ami a továbbra is a dinamikus beruházási aktivitásra vezethető vissza.



### 4.1. Államháztartás

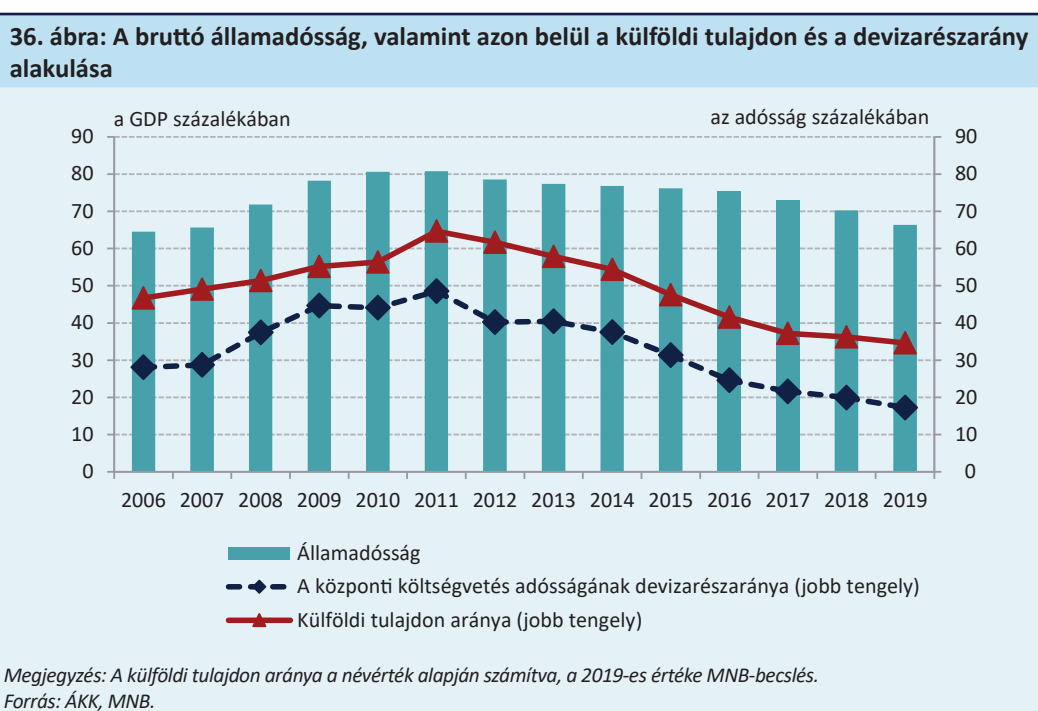
Az államháztartás nettó finanszírozási igénye 2019-ben is mérsékelt maradt (35. ábra). Az előzetes pénzügyi számla adatai alapján 2019-ben a bruttó hazai termék 2,1 százalékát tette ki az államháztartás finanszírozási igénye, így a költségvetési hiány az elmúlt hét év átlaga körül alakul.<sup>4</sup> Ez az érték meghaladta az 1,8 százalékos hiánycélt, ugyanakkor csökkenést mutat 2018-hoz képest. Az előirányzatot meghaladó költségvetési hiány elsősorban a központi költségvetés magasabb év végi kiadásainak következménye, amelyet részben ellensúlyoztak a gyorsan emelkedő adóbevételek, valamint az önkormányzatok és a kormányzati szektorba sorolt vállalatok vártnál magasabb egyenlege. Kiadási oldalon a tartósan alacsony kamatkörnyezet és az adósság fokozatos átárázódása miatt tovább csökkentek a kamatkidadások, illetve mérséklődött a pénzügyi transzferek GDP-arányos értéke is.

<sup>4</sup> 2019-re még nem áll rendelkezésre a költségvetés ESA-egyenlegére vonatkozó adat, ugyanakkor a pénzügyi számlák rendszere szerint számított nettó finanszírozási képesség előzetes adata csak kismértékben szokott eltérni az ESA-egyenlegtől.

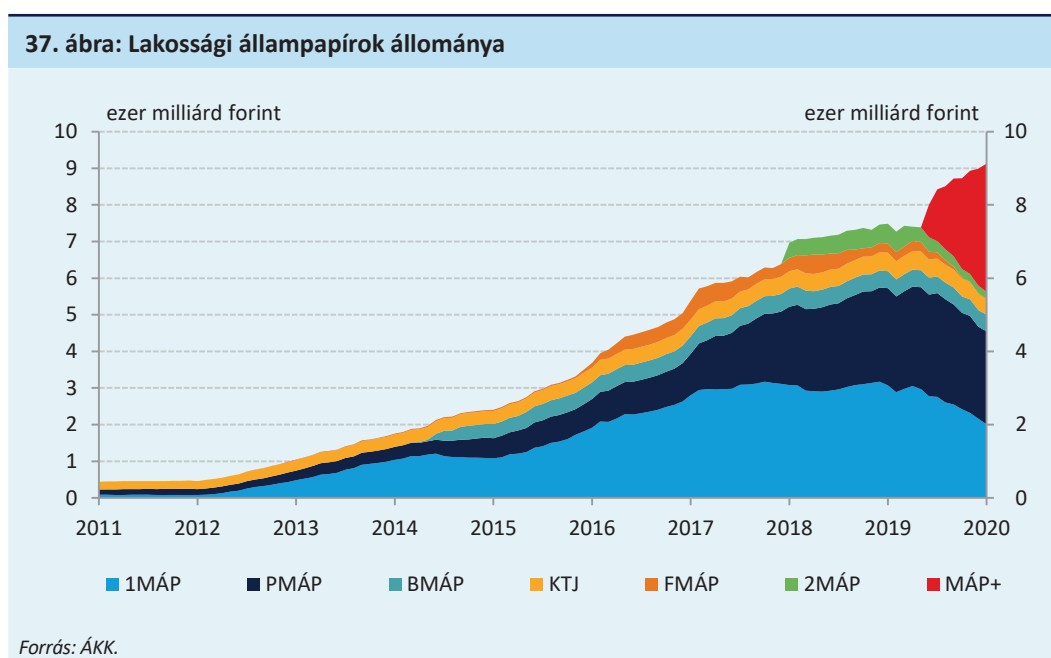


**A GDP-arányos bruttó államadósság 2011 óta tartó trendszerű csökkenése 2019-ben is folytatódott (36. ábra).** 2019 végére a GDP-arányos államadósság 66,4 százalékra mérséklődött, ami kiemelkedő mértékű, 3,8 százalékpontos csökkenést jelent a 2018 végi értékhez képest. A mérséklődéshez a dinamikus gazdasági növekedés mellett az állam alacsony nettó finanszírozási igénye is hozzájárult. Az alacsony hiány melletti jelentős mértékű adósságcsökkentést támogatta az alacsony nettó kibocsátás és a Kincstári Egységes Számla alkalmazkodása is.

**Az államadósságon belüli devizaarány, valamint a külföldi tulajdon államadósságon belüli arányának mérséklődése segítette a külső sérülékenység csökkenését.** Az államadósság-kezelési stratégia egyik fő célja a belföldi finanszírozás erősítése, amit a jegybanki Önfinszírozási program és a lakossági állampapír-tartás erősítése egyaránt támogatott. Ezeknek az intézkedéseknek köszönhetően a külföldi tulajdon államadósságon belüli aránya jelentősen, a 2011 végi, mintegy 65 százalékról 2019 végére 35 százalék alá csökkent. Eközben a központi adósságon belüli devizaarány a 2011 végi 50 százalékos feletti csúcsponttól 17 százalék közelébe mérséklődött. A trendszerűen csökkenő külföldi tulajdon és devizaarány érdemi szerepet játszanak a külső sérülékenység folyamatos mérséklődésében, illetve hazánk adósságbesorolásának javulásában.



**A háztartások állampapír-állománya kiugró mértékben emelkedett.** A háztartásoknak kínált állampapírok körének megújítása, továbbá a 2019 júniusában bevezetett Magyar Állampapír Plusz (MÁP+) és a lakossági állampapír-befektetések kamatjövödelmének adómentessége támogatja az adósságszerkezet kedvező átalakulását. Az új lakossági állampapír bevezetése óta kiemelkedő kereslet jellemző, 2019 végéig mintegy 3200 milliárd forintra nőtt a kinnlevő állomány (37. ábra). A MÁP+ vonzó feltételei (például a lépcsőzetesen emelkedő hozam, a kamat automatikus újrabefektetése vagy a költségmentes visszaváltási lehetőség) támogatják a háztartások magas megtakarítási rátájának fennmaradását és az újonnan keletkező megtakarítás állampapírba terelését. Az új állampapír emellett elősegíti a devizalejáratok forintból történő refinanszírozását, vagyis az adósság mind nagyobb arányának belföldi kézbe kerülését (részletesebben lásd a keretes írást). A háztartások állampapír-állománya 2019-ben közel 40 százalékkal, több mint 2250 milliárd forinttal, az év végére mintegy 8000 milliárd forintra emelkedett. A lakosság így az állam által kibocsátott értékpapírok 26,5 százalékát birtokolják közvetlenül (a befektetési alapokon, biztosítókön és nyugdíjpénztárakon keresztül állampapír-tartást is figyelembe véve közel 35 százalékot), ami uniós összehasonlításban magasnak tekinthető.

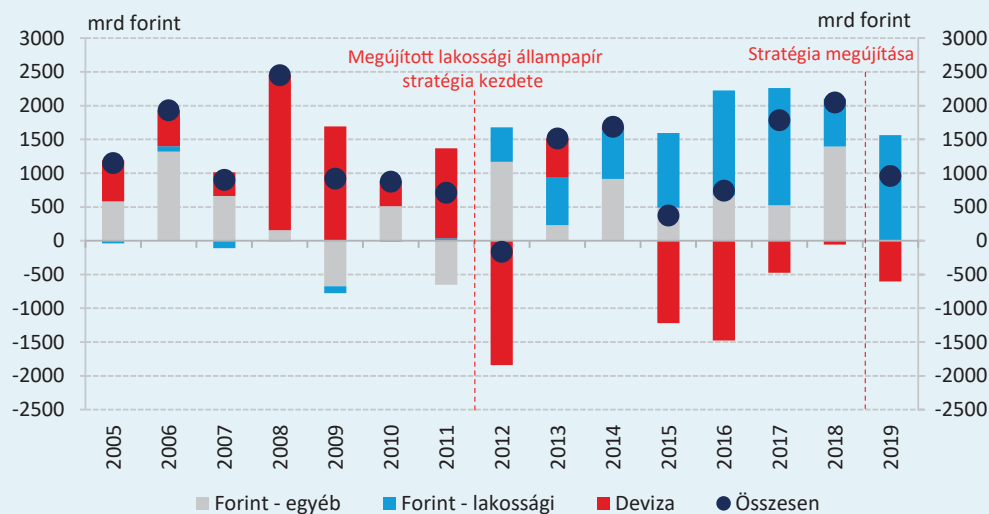


### 3. keretes írás: Az állampapírstratégia megújításának hatása az államadósság denominációjára

**A lakossági állampapír stratégia 2012-es elindítása, illetve a MÁP+ 2019 közepén történt bevezetése számottevő változást hozott az államadósság finanszírozási szerkezetében.** A lakossági állampapír stratégia indulását megelőző időszakban az államadósság finanszírozása a „hagyományos” forint és a deviza adósságelemekén keresztül történt (nagybani állampapírok, hitelek), míg a lakossági állampapíroknak marginális szerep jutott. Ebben az időszakban jelentősen nőtt a deviza adósságelemek súlya, illetve a nem-rezidens befektetők állománya. E keretek között a sérülékenységi profil javítása érdekében szükséges devizaadósság csökkentés csak forintkötvény kibocsátásokkal (illetve kisebb részben hitelfelvétellel) lett volna kivitelezhető. A jelentősen megemelt forintkötvény kibocsátás ugyanakkor a magas külföldi arány – és az azzal kapcsolatos sérülékenység – fennmaradását eredményezte volna az államadósság finanszírozásában, illetve a nagybani forint piac megterhelésével a hozamkörnyezetre is kedvezőtlenül hatott volna.

Ezzel szemben 2012-től a lakossági állampapír kibocsátás erősítésével az állam számára korábban nem elérhető források felé is megnyílt egy finanszírozási csatorna, ami lehetővé teszi a devizaforrások fokozatos kiváltását, így javítva az ország kockázati megítélését (38. ábra). Ezzel összhangban 2012-től a közvetlenül a lakosságtól bevont többletforrások egyre inkább lehetővé tették a deviza finanszírozás visszaszorítását és kiváltását. A lakossági finanszírozási csatorna 2018-as lassulására reagálva 2019 júniusában került sor a MÁP+ bevezetésére. Ezzel újra lendületet kapott a lakossági forrásbevonás, ami lehetővé tette a deviza adósságelemek forint forrásból történő további kiváltását, elsősorban devizakötvény visszavásárlások, illetve a lejáró papírok refinanszírozása formájában.

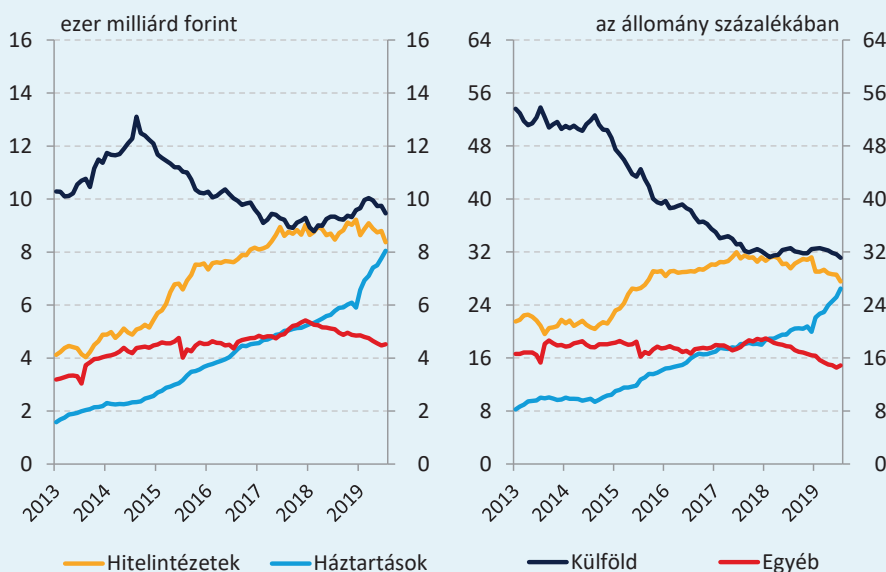
**38. ábra: Az államadósságot finanszírozó adósságelemek éves nettó változása**



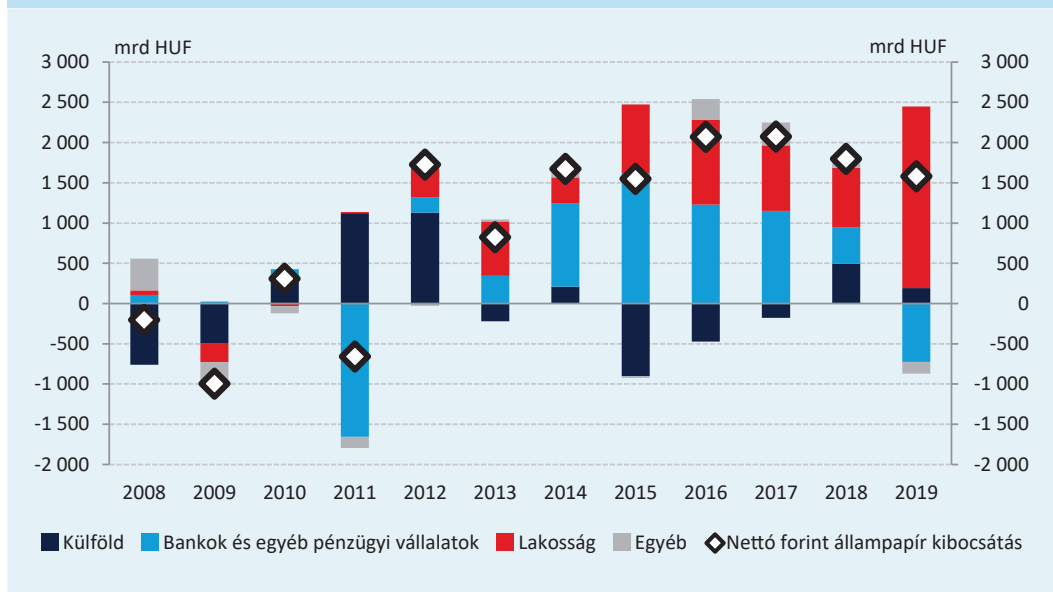
Forrás: ÁKK.

Miközben a lakossági szerepvállalás kiugró mértékben nőtt, 2019-ben a külföldi szereplők állampapír-állománya kismértékben emelkedett. A külföldiek (devizában és forintban denominált) magyar állampapír-állománya 2019-ben kismértékben emelkedett (39. ábra), ugyanakkor a belföldi szektorok magas részaránya miatt a külföldiek részaránya a teljes magyar állampapír-állományon kismértékben csökkent, 31 százalék közelében alakult. A külföldiek hosszú forint állampapír állománya jelentősen emelkedett, míg a rövid futamidejű állampapír-állománya és devizakötvénye ettől elmaradó mértékben csökkent. A háztartási szektor – új, MÁP+ konstrukció bevezetésére visszavezethető – jelentős állampapírpiaci-kereslete (40. ábra) nagyban támogatta az ország külső sérülékenységének mérséklődését, miközben a külföldiek forint állampapír vásárlásai is hozzájárultak az államadósság devizaarányának csökkenéséhez.

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

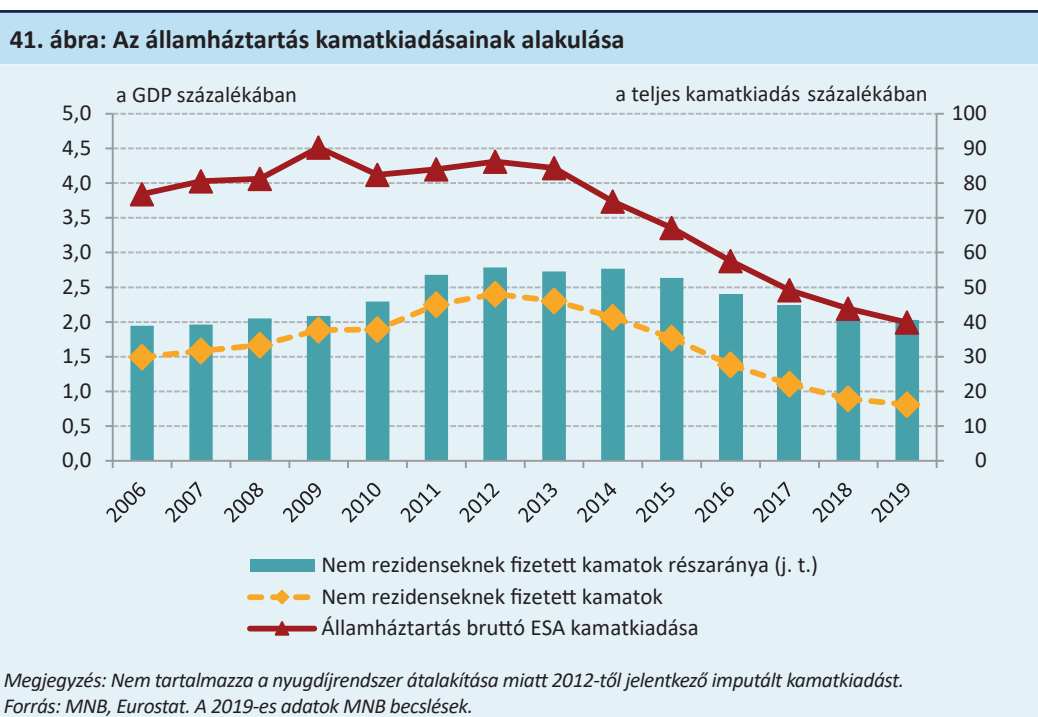


40. ábra: Az egyes szektorok forint állampapír-kereslete (éves tranzakciók)



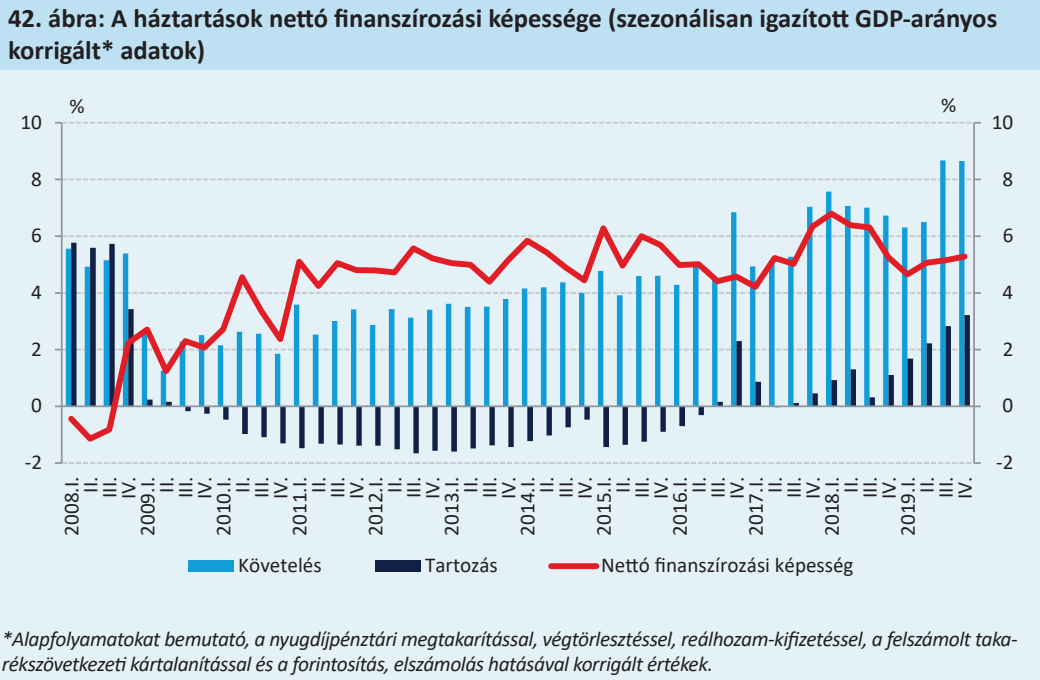
A hozamcsökkenés hatására tovább mérséklődött az állami kamatkiadás, ami már csak a GDP 2 százalékát teszi ki, vagyis a 2013-as 4,2 százalékhoz képest mintegy 2,2 százalékpont a csökkenés (41. ábra). 2019-ben minden futamidőn csökkentek az átlagos hozamok az állampapírpiacra, aminek hatására az államháztartás GDP-arányos bruttó kamatkiadása tovább mérséklődött. A kiadáscsökkenés az államadósság átárazódása miatt a következő években is folytatódni fog, ugyanis az alacsony hozamkörnyezetben évről-évre nő az adósságon belül az alacsony hozamú források aránya. Az átárazódást erősítette, hogy 2019 során a hozamgörbe hosszabb szegmensében mintegy 1 százalékpontos mérséklődés valósult meg. A 3 éves hozam így 2019 végére mintegy 0,3 százalék, az 5 éves mintegy 1,2 százalék, a 10 éves 2 százalék, a 15 éves pedig 2,8 százalék volt. A rendkívül alacsony hozamok kialakulásához a stabil hazai makrogazdasági helyzet, a jegybanki programok (kamatcsökkentési ciklusok, önfinanszírozási program, az eszköztár átalakítása), a felminősítések és a támogató nemzetközi környezet egyaránt hozzájárultak.

2019-ben a nem rezidenseknek fizetett állami kamatok mértéke a GDP 0,8 százalékára csökkent, ami az összes kamatkiadáson belül mintegy 40 százalékos arányt, azaz válság előtti szintet jelent. A külföldiek tulajdoni hányadának államadósságon belüli csökkenése és a hazai hozamcsökkenés eredményeképpen a nem rezidenseknek fizetett kamatkiadás 2012 óta folyamatosan mérséklődik, javítva ezzel a folyó fizetési mérleg egyenlegét is. Az adósságkezelési stratégia alapján a következő években folytatódhat a külföldiek kezében lévő adósság és azon belül is főként a devizaadósság csökkenése, így a nem rezidenseknek fizetett kamatok is tovább mérséklődhetnek.

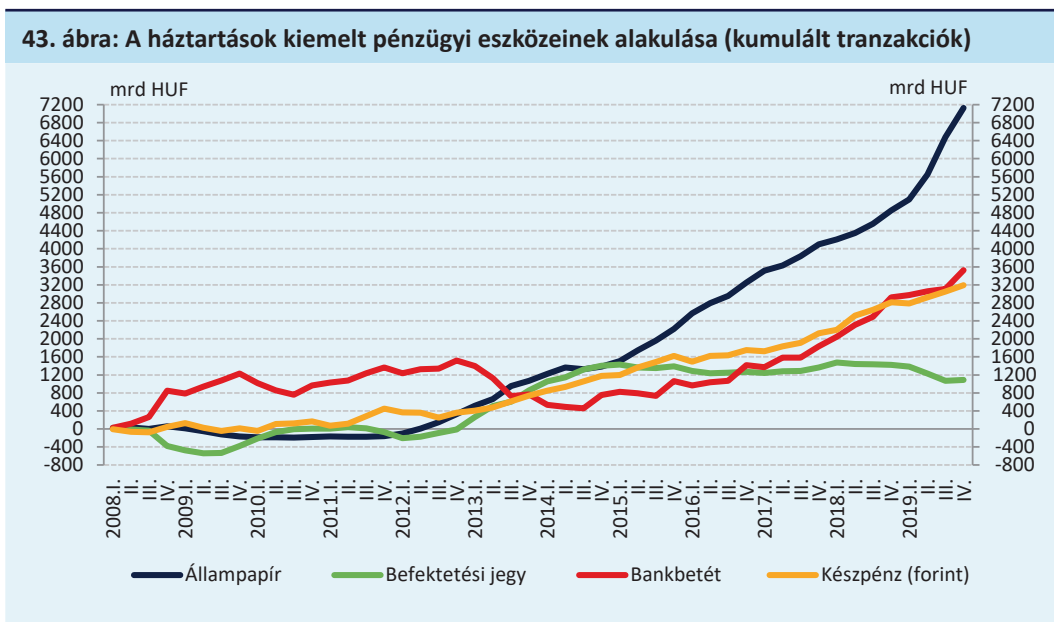


## 4.2. Háztartási szektor

A háztartások alapfolyamatok szerinti finanszírozási képessége 2019 negyedik negyedében is magas szinten, a GDP 5,3 százaléka körül alakult (42. ábra). A lakosság szezonálisan igazított finanszírozási képessége a 2018-ban megfigyelhető számottevő csökkenés után 2019 folyamán enyhén emelkedett, és az év végén a GDP 5,3 százalékát tette ki. A nettó pozíció annak ellenére emelkedett, hogy a nettó hitelfelvétel egész évben folyamatosan gyorsult, ami azzal magyarázható, hogy a lakosság a felvett hitel jelentős részét bruttó pénzügyi eszközeinek bővítésére fordította. A rendkívül magas bruttó pénzügyi eszközfelhalmozás több tényezőre vezethető vissza (az emelkedő foglalkoztatottság és a feszesedő munkapiac következtében növekvő reálbérek, a használt lakás vásárlására felvett hitelek, valamint a hitelezés elsősorban a babaváró hitelekhez kötődő felfutása). Az ingatlanhitelek emelkedése az adósságfék szabályok és a hosszabb távra fixált hitelek arányának emelkedése mellett prudens módon ment végbe, ami így nem veszélyezteti a bankok működését, és ezen keresztül a gazdaság külső egyensúlyát.



A lakossági állampapír iránti kereslet felgyorsult 2019-ben, ami az állam belső forrásokból történő finanszírozásán keresztül támogatja a külső sérülékenységének mérséklődését (43. ábra). A lakossági állampapír-állomány 2012 óta tartó folyamatos bővülése 2019 közepén jelentősen felgyorsult, ami főként az alacsony hozamkörnyezetben jelentős hozamelőnyt és magas likviditást biztosító új állampapír konstrukciónak, a Magyar Állampapír Plusznak (MÁP+) volt köszönhető. 2019 végére a háztartások állampapír-állománya 8200 milliárd forint fölé emelkedett, amiből a MÁP+ állománya fél év alatt közel 3200 milliárd forintot tett ki. Ennek megfelelően a lakosság új megtakarításai döntő részét állampapírba fektette, de jelentősen nőttek a banki betétekben tartott megtakarítások is. A készpénzmegtakarítások dinamikája viszont érdemben lassult 2019-ben, bár a növekedés továbbra is számottevőnek volt mondható. A befektetési jegyek közül csak a kötvényalapok és a vegyes alapok állománya nőtt kismértékben, a pénzügyi alapok állománya tovább mérséklődött, és a korábbi évekkel ellentétben az ingatlanalapok állománya is csökkent. Az állampapírok piacán a második félévben jelentős átrendeződés volt megfigyelhető a rövid futamidejű papírok felől a hosszú futamidejű papírok felé, ami elsősorban a MÁP+ állományát érintette. Az állampapír iránti magas lakossági kereslet növelte az államháztartás belső finanszírozásának az arányát, ami kedvező az ország külső sérülékenysége szempontjából.

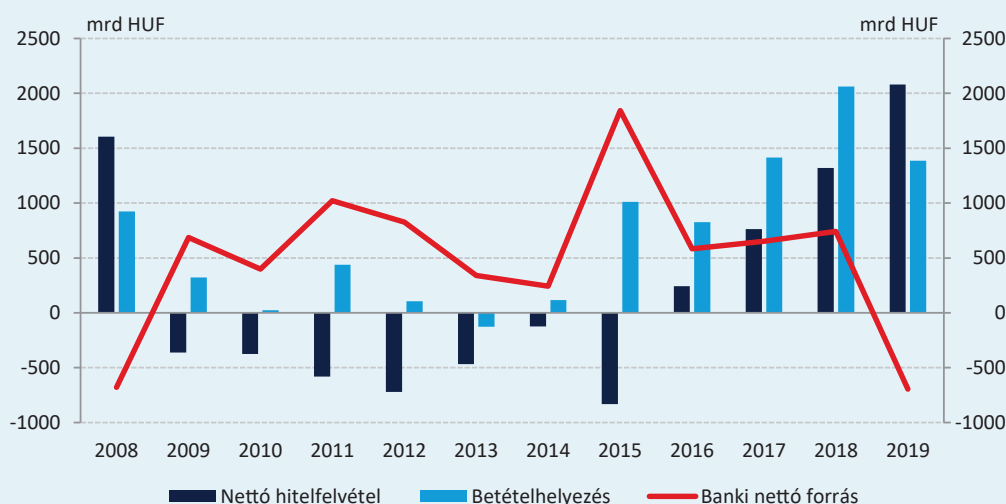




#### 4. keretes írás: A magánszektor banki hiteleinek és betéeteinek alakulása

2019-ben a magánszektor hitelfelvétele tovább gyorsult, miközben a betételhelyezés mérséklődött, így bankoknál a nettó eszközkihelyezés volt tapasztalható. A lakosság és a vállalatok bankhitelei a válság utáni években folyamatosan csökkentek, azonban 2016-ban hiteloldalon fordulat következett be. A magánszektor nettó hitelfelvétele az elmúlt évekhez hasonló ütemben 2019-ben is tovább emelkedett (44. ábra). Mindezzel párhuzamosan 2018-ig a magánszektor betételhelyezése is növekedett, az elmúlt évben azonban csökkent a betételhelyezés mértéke, amiben a MÁP Pluszba történő portfólió-átrendeződés is szerepet játszhatott. A nettó banki források ennek megfelelően csökkentek, vagyis a magánszektor betételhelyezése a 2009-es válság kitörése óta először nem finanszírozta a bankok hitelkihelyezését, ami hozzájárulhatott a bankok külső adósságában bekövetkezett növekedéshez.

44. ábra: A magánszektor banki hiteleinek és betéeteinek alakulása

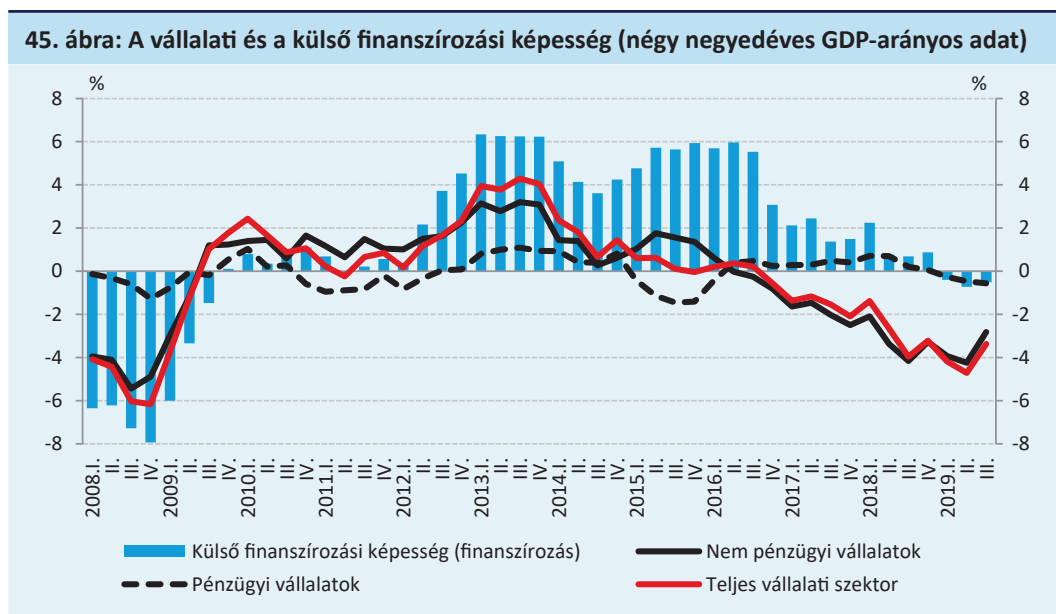


### 4.3. Vállalati szektor

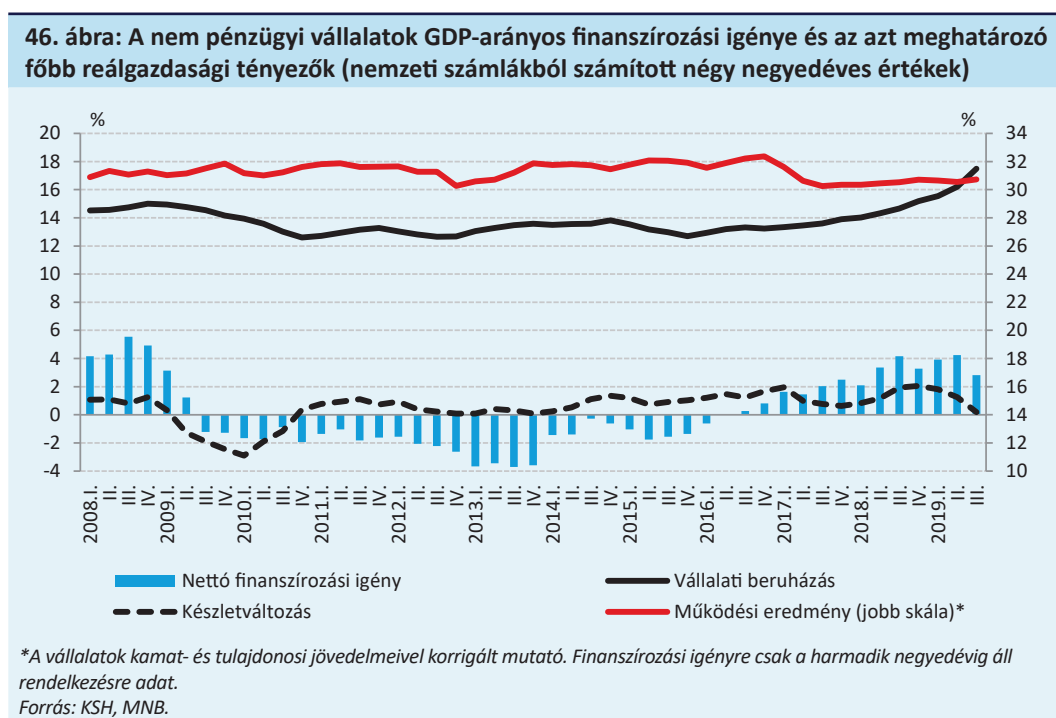
A vállalati szektor finanszírozási igénye enyhén mérséklődött, amivel párhuzamosan a külső finanszírozási képesség csökkenése is megállt. A teljes vállalati szektor finanszírozási igénye a négy negyedéves adatok szerint – az első félévi bővülés után – 2019 harmadik negyedévében jelentősen mérséklődött.<sup>5</sup> Ezzel párhuzamosan a pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége kismértékű finanszírozási igénybe váltott (45. ábra).<sup>6</sup> Ezzel együtt a teljes vállalati szektor összességében negatívan járult hozzá a gazdaság külső egyensúlyi pozíciójához.

<sup>5</sup> A 2019 negyedik negyedéves pénzügyi számlák csak a jelentés lezárását követően kerülnek publikálásra.

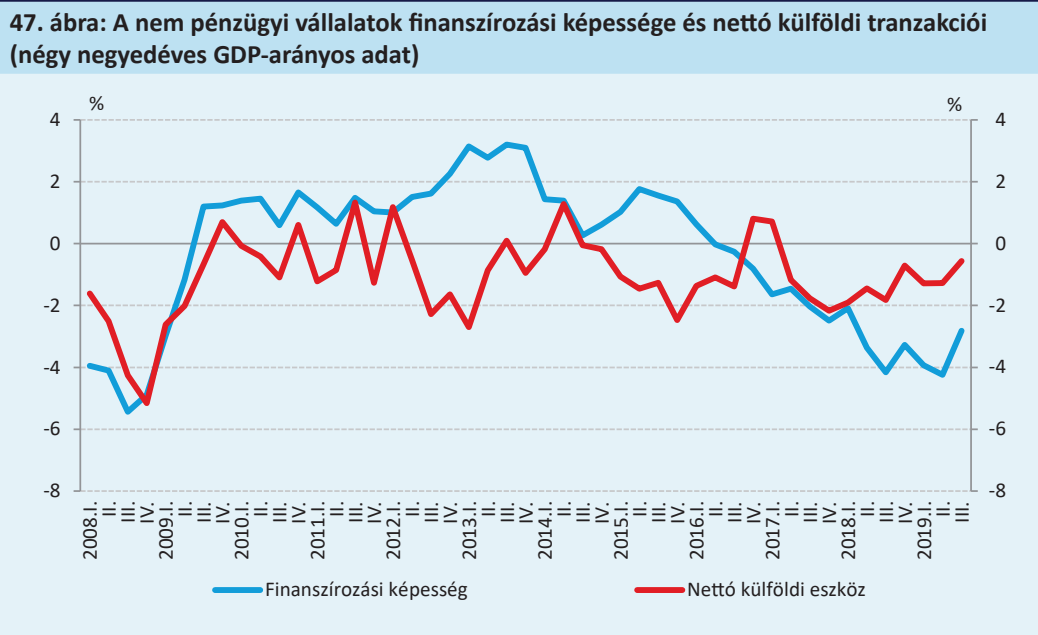
<sup>6</sup> A pénzügyi vállalatok finanszírozási képességét leginkább a szektor nyeresége vagy vesztesége, illetve nem pénzügyi eszközeik (például ingatlanok) változása befolyásolja. Emellett azonban a válság, később pedig a végtörlesztési program és devizahiteles elszámolások során kialakult veszteségek is jelentősen befolyásolták a szektor pozícióját: a piaci és a rögzített árfolyam közötti különbség, illetve a devizahiteles elszámolások mint a háztartási szektornak nyújtott tőketranszfer – a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak növelése mellett – mérsékelte a bankok nettó finanszírozási képességét.



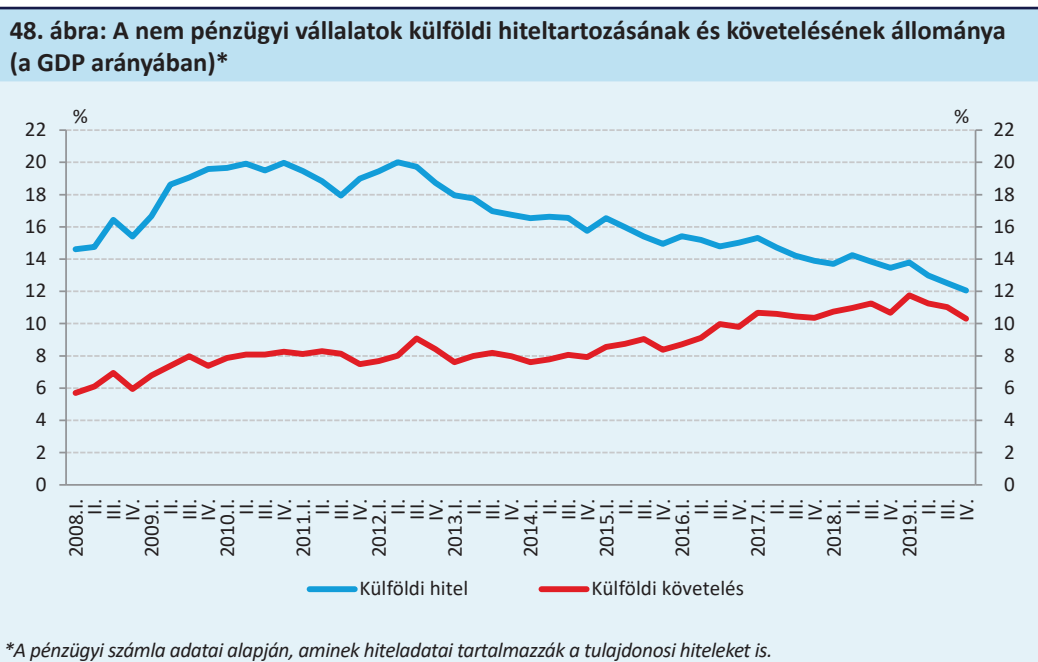
**A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási igénye a GDP 2,8 százalékára csökkent, ami elsősorban a készletek felhasználásához kötődött.** A nem pénzügyi vállalatok működési eredménye nagyjából szinten maradt 2019-ben, miközben a vállalatok folyamatosan felhasználták a készleteiket. Ezzel párhuzamosan folyamatosan gyorsult a vállalatok beruházási aktivitása, ami a finanszírozási igény növekedésének irányába hatott. Mindezen hatások eredményeként az első félévben bővült, majd a készletfelhasználáshoz kötődően a harmadik negyedévben jelentősen csökkent a vállalatok finanszírozási igénye (46. ábra).



**A nem pénzügyi vállalatok csökkenő finanszírozási igényével párhuzamosan külföldi forrásbevonásuk is enyhén mérséklődött (47. ábra).** A vállalati tartozások bővülésében a bankhitelek emelkedése és az újrabefektetett jövedelmekből származó részesedésvnövekedés játszottak döntő szerepet, a vállalatok külföldi hitelei az év első három negyedévében mérséklődtek. A belföldi hitelek tekintetében folyamatos növekedés volt tapasztalható, ami a vállalatok nettó pénzügyi megtakarításának csökkenése irányába hatott. A vállalatok pénzügyi eszközeinek növekedése 2019-ben érdemben lelassult, ami elsősorban a banki betéteket érintette. A szektor 2019-ben is a belföldi bankbetéteket és a külföldi részesedéseket növelte leginkább a pénzügyi eszközöket illetően.



**2019-ben a külföldi hiteltartozások csökkenésével párhuzamosan mérséklődött a külföldi követelések állománya is.** A vállalatok külföldi hitelállománya a GDP 12 százaléká alá csökkent 2019. negyedik negyedévére, amit a vállalatok külföldi tartozásait is érintő – válság után megindult – alkalmazkodási folyamat és a GDP számottevő növekedése is támogatott. A vállalatok külföldi eszközeinek az állománya 2019. első negyedévében érte el a maximumát, azóta a forrásokkal párhuzamosan folyamatosan csökkent (48. ábra).



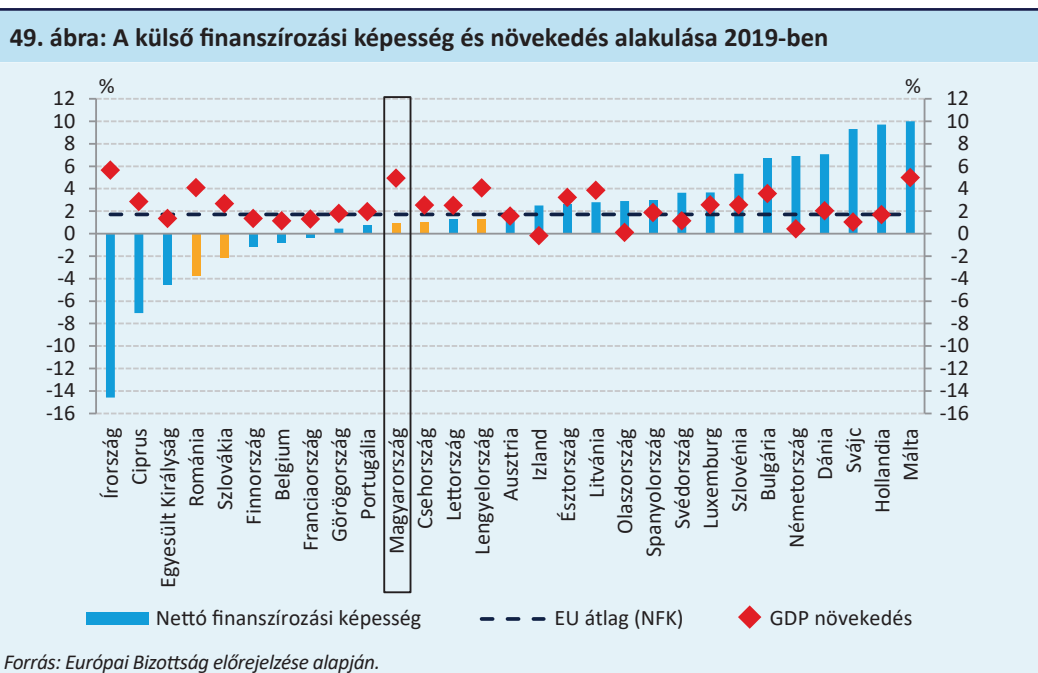
## 5. Régiós összehasonlítás

Magyarország külső finanszírozási képessége 2019-ben is meghaladta a régiós országokra jellemző átlagot, miközben a hazai gazdasági növekedés az egyik legmagasabb volt az EU-ban. A magyar gazdaság GDP-arányos külső finanszírozási képességének csökkenése 2019 egészét tekintve lassult, illetve az év második felétől megállt, így a külső egyensúlyi pozíciót tekintve Magyarország továbbra is a régió élmezőnyébe tartozik. A régiós országok külső egyensúlyi pozíciójának részben eltérő alakulását elsősorban a külkereskedelmi egyenlegek változása határozta meg. Lengyelországban emelkedett a nettó külső finanszírozási képesség, amihez a külkereskedelmi egyenleg, a jövedelemegyenleg és a transferegyenleg javulása is hozzájárult. A nettó export alakulásával összhangban Csehországban – Magyarországhoz hasonlóan – lassult a finanszírozási képesség csökkenése az év második felétől, míg Romániában kisebb, Szlovákiában nagyobb mértékben romlott a külső egyensúlyi pozíció. A régió külkereskedelmi folyamatainak alakulásában fontos szerepet játszott a német járműipar gyengélkedése és a külkereskedelmi partnerek gazdasági növekedésének lassulása, amelyek egyaránt az exportdinamika lassulásának irányába mutattak. Mindezt részben ellensúlyozhatta az energiahordozók árának csökkenéséhez kapcsolódó cserearány-javulás. A régiós folyamatok a külső környezet mellett a belső tényezők hatásait is tükrözik: Csehországban és Lengyelországban az áruegyenleg javulása a beruházási dinamika mérséklődése mellett valósult meg, míg Szlovákiában és Romániában a nettó export csökkenése a beruházások élénkülése mellett ment végbe. A finanszírozási oldali folyamatok alapján Magyarországon a közvetlentőke-befektetések GDP-arányos értéke 2019-ben is a régiós országok átlagához hasonló szintet ért el. A külső finanszírozási képességet hazánkban a háztartások – régiós szinten is – magas megtakarítása támogatta, amit a stabilan alakuló költségvetési hiány és a nemzetközi szinten kimagasló beruházási aktivitás mellett növekvő vállalati finanszírozási igény hatása ellensúlyozott. A régióban 2019-ben jellemzően tovább folytatódott nettó külső tartozásmutatók mérséklődése, régiós összevetésben Magyarország nettó külső tartozása és adóssága megfelel a többi országban megfigyelt szintnek.

**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.

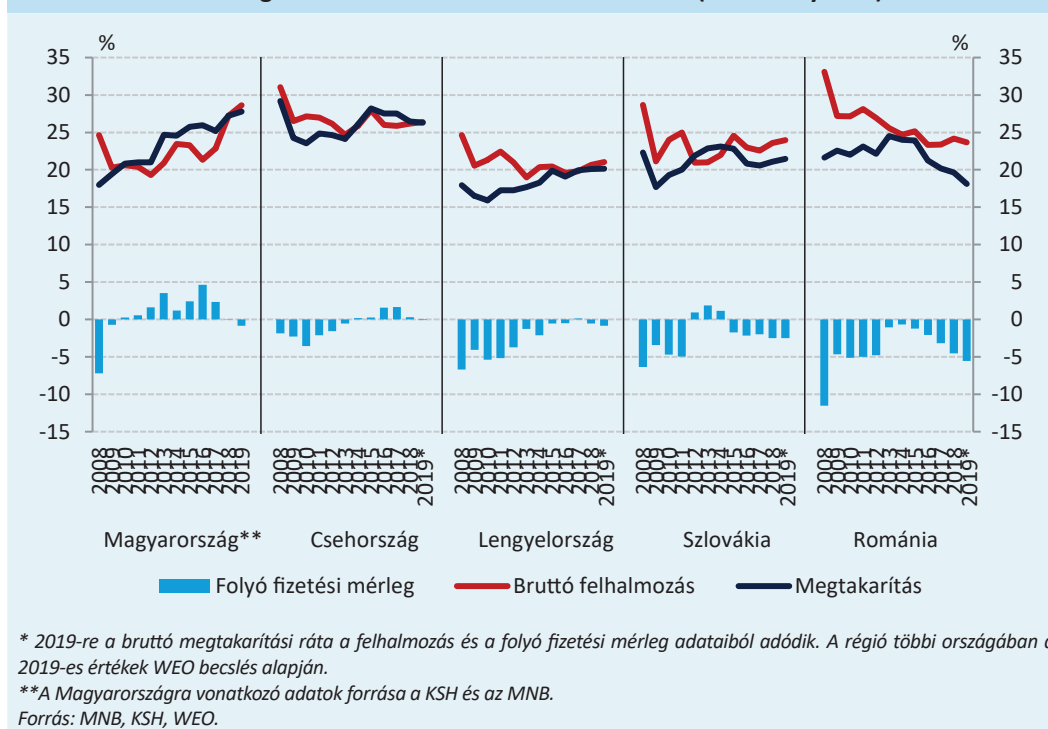
### 5.1. Finanszírozási képesség

**Magyarország nettó finanszírozási képessége továbbra is meghaladja a régiós átlagot, miközben hazánk gazdasági növekedése EU-s összevetésben is kiemelkedően magas volt (49. ábra).** Magyarország nettó finanszírozási képessége 2019-ben a GDP 1 százalékát tette ki, ami – az Európai Bizottság előrejelzése alapján – a cseh és lengyel szint közelében alakult, és érdemben magasabb volt, mint a régió többi országában várható szint. Az EU országainak többségében 2019-ben is folytatódott a GDP-arányos nettó finanszírozási képesség mérséklődése, ezzel összhangban az EU 28 csoport átlaga is csökkent. 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. 2019-ben a gazdasági növekedés Magyarországon volt a legmagasabb a régió országai közül, 4,9 százalékot tett ki, amivel – az EU 28 átlagát érdemben felülmúlva – az ország az EU élmezőnyébe tartozik.



A régiós szinten kedvező magyar külső egyensúlyi pozíció a jelentős beruházási aktivitás mellett is magas és emelkedő nettó megtakarítással áll összefüggésben, aminek háttérében a jövedelemnövekedéssel összhangban bővülő fogyasztás áll (50. ábra). Egy gazdaság folyó fizetési mérlegének egyenlege a bruttó megtakarítás (a jövedelem és a fogyasztás különbségeként kapott megtakarítás) és a nemzetgazdaság felhalmozási kiadásai (beruházások és készletek) különbségéből adódik. A pénzügyi válság kitörését követően a közép-kelet-európai régió országaiban a mérséklődő beruházási rátának és a mérlegalkalmazkodás eredményeként fokozatosan bővülő nettó megtakarításnak köszönhetően valamennyi országban javult a folyó fizetési mérleg egyenlege. Ez a trend Magyarországhoz hasonlóan a régió többi országában is megfordult, az utóbbi 2-3 évben a folyó fizetési mérleg egyenlegének mérséklődése volt jellemző. Hazánkban e folyamat háttérében elsősorban a dinamikus növekvő beruházási aktivitás áll, ami a régiós szintet meghaladó – készletváltozásokat is tartalmazó – felhalmozási rátában is tükröződik. A magyar beruházási ráta dinamikus bővülésének külső egyensúlyi pozíciót csökkentő hatását azonban ellensúlyozza, hogy a – közel azonos mértékű – megtakarítási ráta szintén dinamikus emelkedést mutatott az elmúlt évek során. A bruttó felhalmozás mérsékeltebb ütemben ugyan, de Csehországban, Lengyelországban és Szlovákiában is bővült. Ezekben az országokban a bruttó felhalmozáshoz hasonlóan a megtakarítások is visszafogottabb dinamikát mutattak. Csehországban és Lengyelországban e két mutató hasonló szintje mellett a folyó fizetési mérleg egyenlege – az IMF előrejelzése szerint – 0 közelében alakult 2019-ben, míg Szlovákiában az alacsonyabb megtakarítási ráta mellett a folyó fizetési mérleg 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, ami a jövedelemnövekedést meghaladó fogyasztásbővülésre utal.

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



## 5.2. A külső finanszírozási képesség és reálgazdasági tényezői

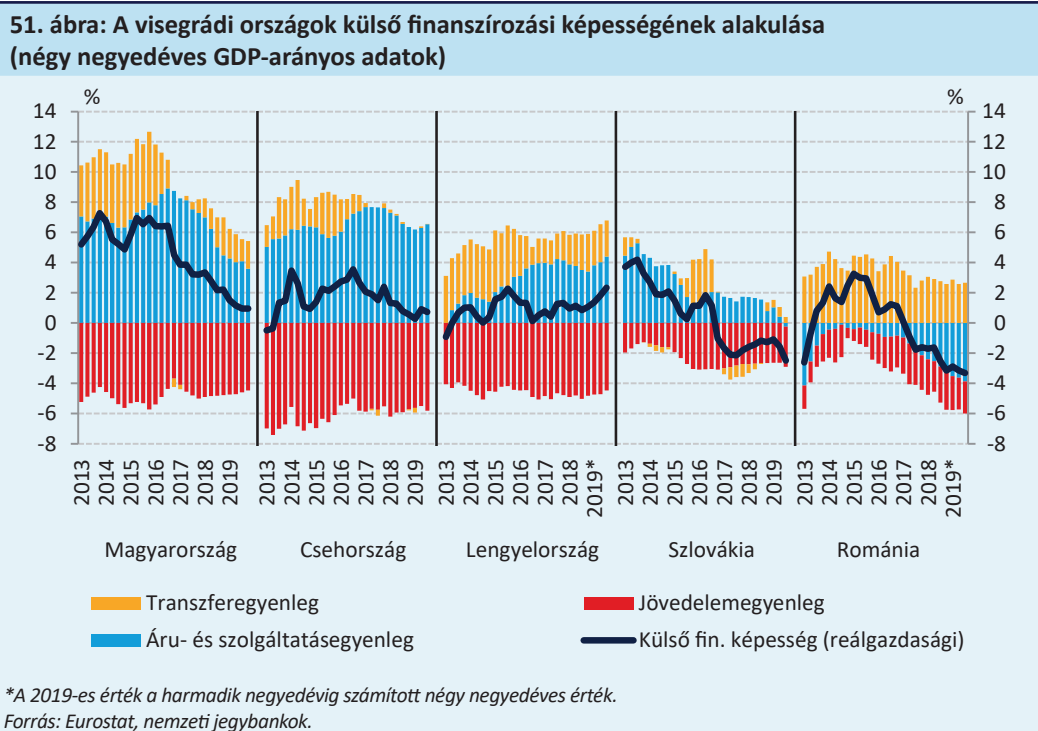
A régióban jellemző szinten kedvező hazai külső finanszírozási képesség elsősorban a külkereskedelem és a transferek jelentős többletére vezethető vissza (51. ábra). A reálgazdasági adatok alapján számított, négy negyedéves finanszírozási képesség Magyarországon a cseh és a lengyel szint közelében alakult, meghaladva a régióban jellemző átlagos értéket. A külső egyensúlyi pozíció csökkenése 2019 egészét tekintve lassult: a finanszírozási képesség csökkenése az év második felétől stagnálásba váltott. A régióban részben eltérő folyamatok játszódtak le: Lengyelországban a 2018-as stagnálást követően emelkedett a nettó külső finanszírozási képesség, míg – hazánkhoz hasonlóan – Csehországban lassult a külső egyensúlyi pozíció romlása, Romániában és Szlovákiában pedig csökkent a mutató.

A külső egyensúlyi mutatók alakulásában tapasztalt divergencia több tényező együttes hatásának eredménye:

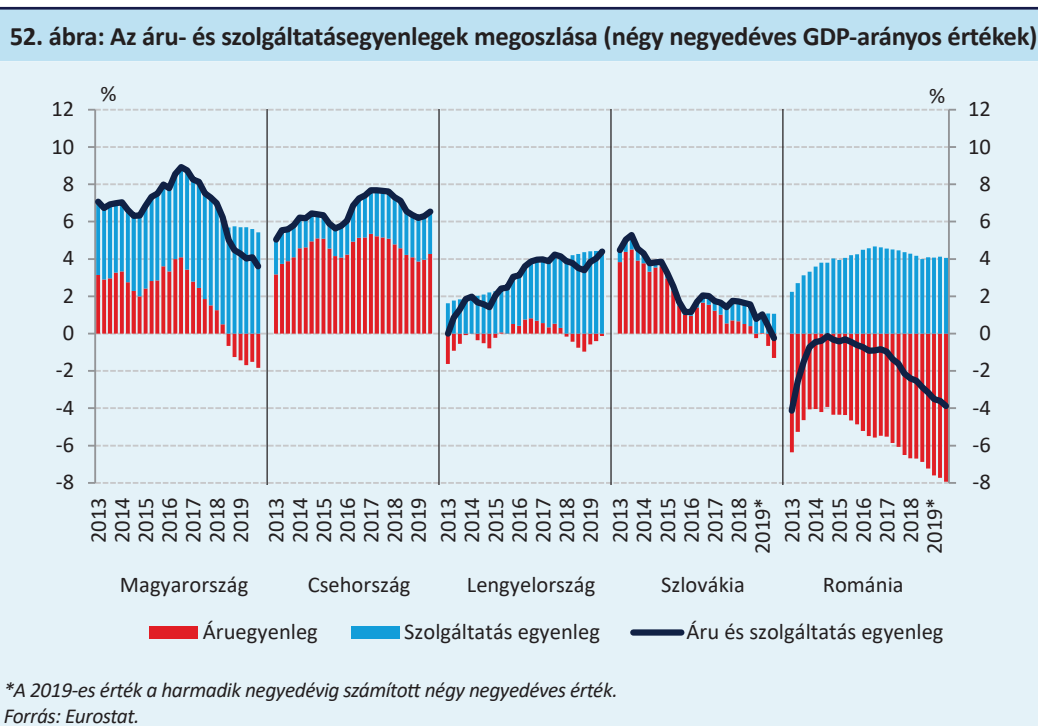
Az **áru- és szolgáltatás egyenleg** négy negyedéves, GDP-arányos többlete Csehországban és Lengyelországban emelkedett, Magyarországon az előző évek csökkenését követően stabilizálódott, míg Szlovákiában és Romániában folytatódott a külkereskedelmi egyenleg romlása. A nettó export alakulását elsősorban az áruegyenleg változása határozza meg, a régióra a szolgáltatás egyenleg relatíve stabil többlete jellemző. A szolgáltatás egyenleg GDP-arányos többlete a régióban Magyarországon a legmagasabb (52. ábra).

A **jövedelem egyenleg** hiányának szintje hazánkban az egyik legnagyobb, ugyanakkor az egyenleg a környező országokban mindenhol hiányt mutat. 2019-ben Magyarországon és Lengyelországban folytatódott a jövedelem egyenleg javulása, és Romániában is enyhe korrekció történt, míg a régió többi országában a hiány nem változott érdemben.

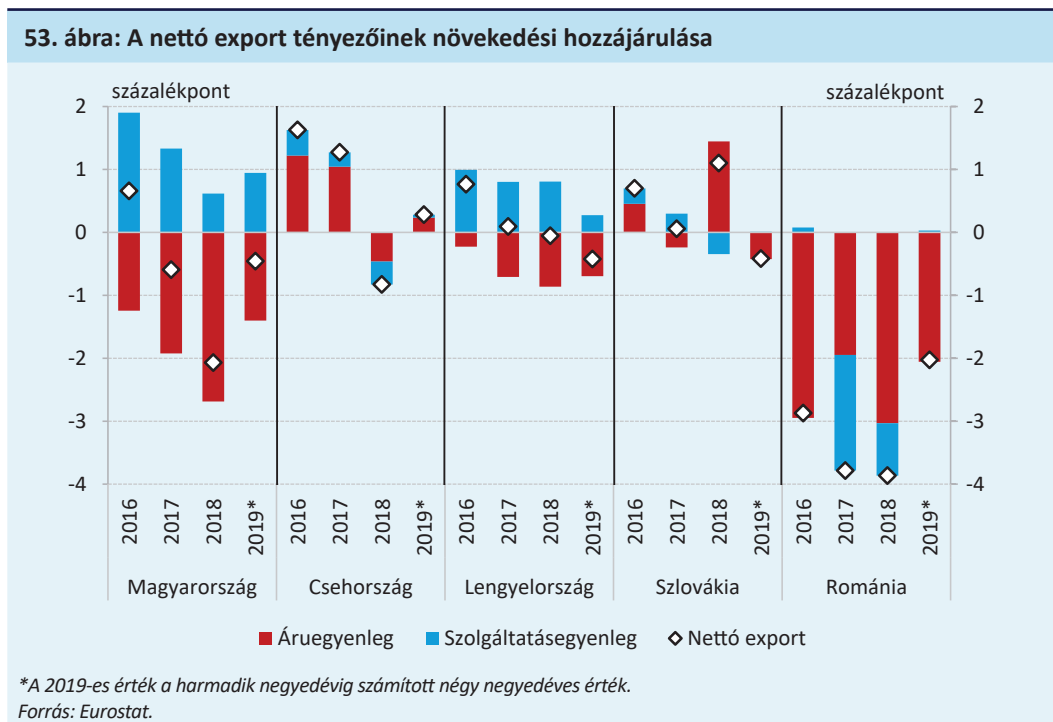
- A régiós országokban a **transzferegyenleg** jellemzően támogatja a gazdaság külső egyensúlyi pozícióját. Az EU-transzferek felhasználása 2019-ben a régiós országok között Magyarországon és Lengyelországban volt a legnagyobb mértékű. Csehországban és Szlovákiában a transzferegyenleg közel semleges hatással volt a külső egyensúlyi pozícióra, míg Romániában az EU-transzfer felhasználás mellett a tartósan külföldön munkát vállalók hazautalásai is javították a transzferegyenleget.



A régió országainak többségében tovább csökkent az áru egyenleg, azonban a szolgáltatásegyenleg többlete továbbra is támogatja a nettó exportot (52. ábra). Magyarországhoz hasonlóan a régió legtöbb országában az exporton belül jelentős szerepe van az autóiipari termelésnek, így a német járműipar gyengélkedése és a külkereskedelmi partnerek növekedésének lassulása egyaránt a külkereskedelmi egyenlegek romlásának irányába mutató tényezők. Ennek hatását részben ellensúlyozhatta az energiahordozók árának csökkenéséhez kapcsolódó cserearány-javulás. A régiós folyamatok a külső környezet mellett a belső hatásokat is tükrözik: Csehországban és Lengyelországban az áru egyenleg javulása a beruházási dinamika mérséklődése mellett valósult meg, míg Szlovákiában és Romániában a nettó export csökkenése a beruházások élénkülése mellett ment végbe. Magyarország esetében a beruházások bővülése és ezzel párhuzamosan az áru egyenleg romlása is lassult az előző évekhez képest. A régióban mindenhol jellemző, hogy a szolgáltatásegyenleg – aminek mértéke Magyarországon a legmagasabb, a GDP mintegy 6 százaléka – jelentősen javítja a külkereskedelmi egyenleget.

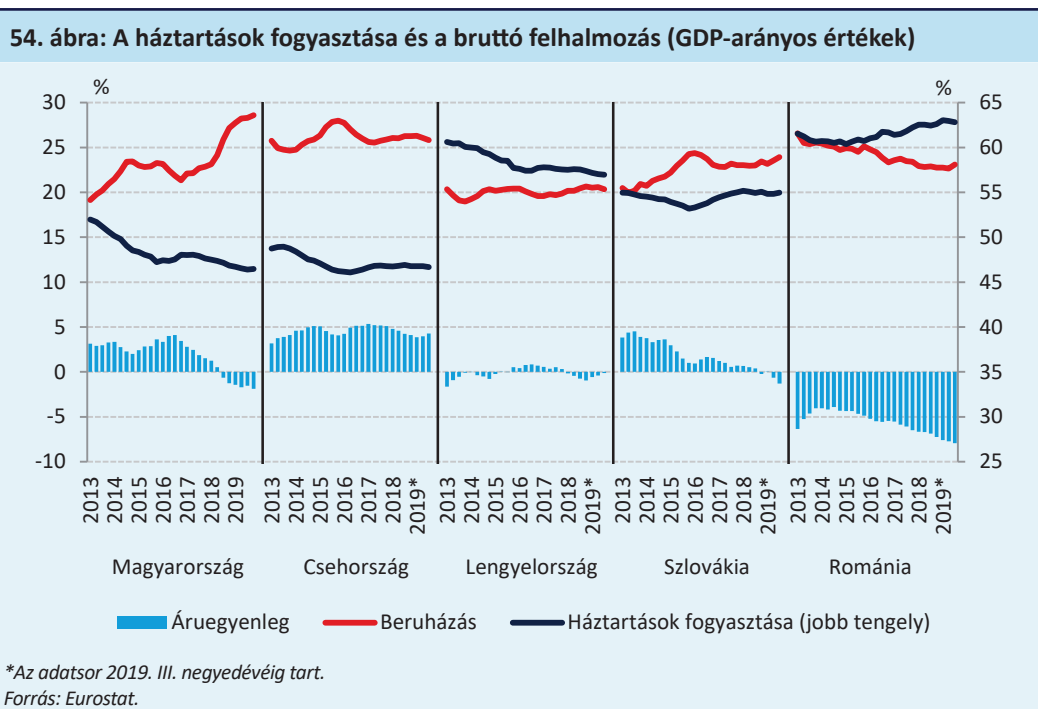


A régió országaiban az elmúlt években visszafogott – több országban negatív – volt a nettó export növekedési hozzájárulása: az áru egyenleg jellemzően negatív hozzájárulását több országban részben a szolgáltatás egyenleg növekedési hozzájárulása ellensúlyozta. A nettó export Romániában járult hozzá leginkább negatívan a gazdasági növekedéshez, ami elsősorban az áru egyenleghez kötődött, de 2017-2018 között a szolgáltatás egyenleg is ebbe az irányba hatott. Az áru egyenleg – a beruházások magas szintje mellett – Magyarországon is negatívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez, azonban Romániával ellentétben Magyarországon érdemi növekedési többletet eredményezett a nettó szolgáltatás export, ami részben ellensúlyozta az áru egyenleg negatív hatását, így összességében a nettó export kisebb mértékben fékezte a GDP növekedését. A régió többi országában a szolgáltatás egyenleg növekedési hozzájárulásának fokozatos csökkenését – Csehország és Szlovákia esetében negatívba fordulását – figyelhettük meg, összességében az áru- és szolgáltatás egyenleg növekedési hozzájárulása mindhárom országban visszafogott volt.

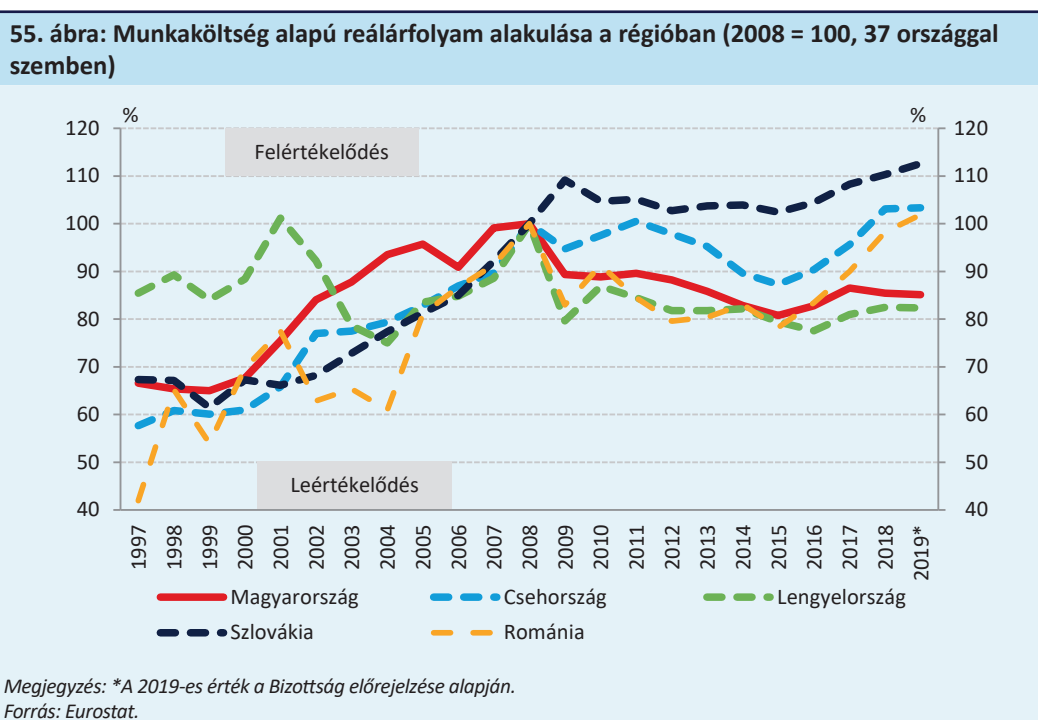


Magyarországon az év második felében lassultak ugyan, de a régiós országok között hazánkban nőttek a leggyorsabb ütemben a beruházások által vezérelt felhalmozási kiadások és a GDP arányában is itt érték el a legmagasabb szintet (54. ábra). A régió többségében az áru egyenleg alakulása tükrözte a belső felhalmozás dinamikáját. Magyarországon a belső felhalmozás GDP-arányos értéke (az élénk beruházási aktivitással összhangban) kimagasló szintet ért el, 2019 végén megközelítette a GDP 29 százalékát. A lakosság GDP-arányos fogyasztási kiadása – Lengyelországhoz és Csehországhoz hasonlóan – Magyarországon is enyhén mérséklődött, így a cseh adattal együtt a régióban a legalacsonyabb szintet éri el. Mindez az ország külső egyensúlya szempontjából pozitívan értékelhető: az erős bérdinamikának köszönhető többletjövedelem jelentős részét fordították a háztartások pénzügyi eszközök felhalmozására, így a lakossági megtakarítások magas szintje továbbra is jelentős belső forrást biztosít a gazdaság számára.

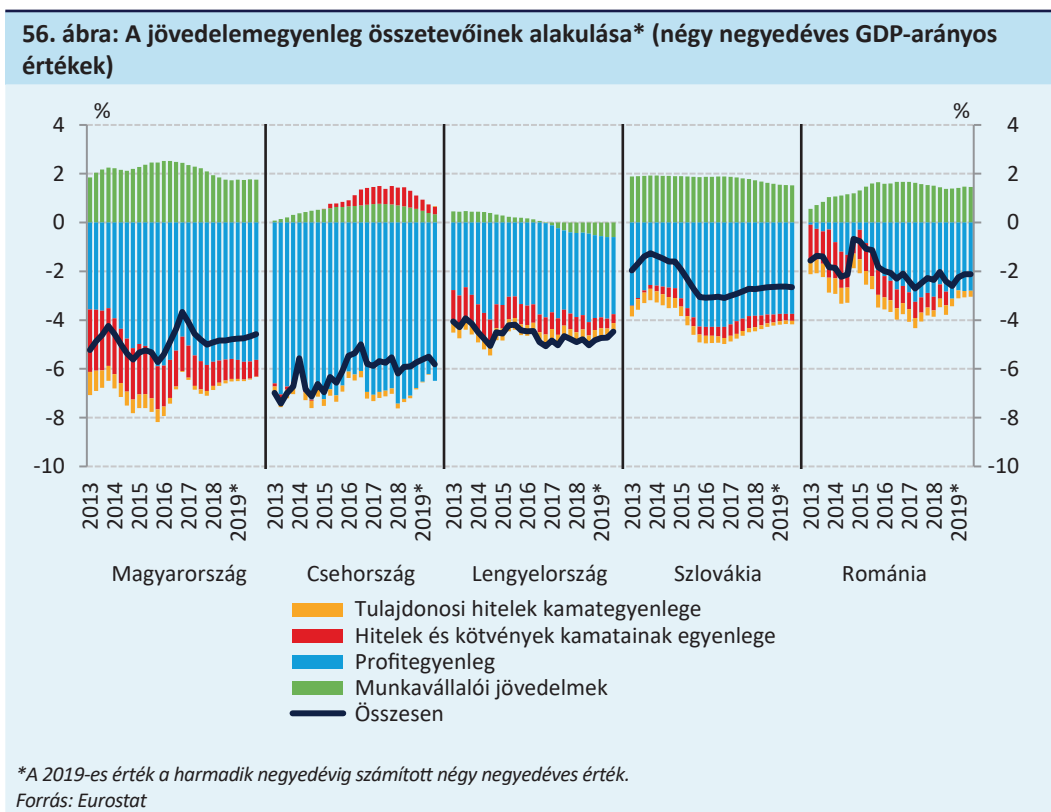




A munkaköltség alapú reálárfolyam a bérek 2019-ban tapasztalt lassabb ütemben folytatódó bővülése mellett Romániában és Szlovákiában emelkedett, míg Magyarországon kismértékben csökkent (55. ábra). A hazai munkaköltség alapú reálárfolyam enyhe csökkenése ellentétes hatások eredményeként valósult meg: a hazai bérdinamika 2019-ben még továbbra is 10 százalékos felett alakult, ennek hatását azonban több mint ellensúlyozta a forint árfolyamának euróval szembeni mintegy 2 százalékos leértékelődése, valamint a munkáltatói járulék csökkentése és a termelékenység emelkedése. Lengyelországban és Csehországban stabilan alakult a mutató, ami azt jelzi, hogy a két ország árfolyamalapú versenyképessége az előző évihez képest nem változott. Romániában a béremelkedés üteme továbbra is meghaladta a termelékenység növekedését, amelynek hatását részben ellensúlyozta a román lej euróval szembeni leértékelődésének hatása, így 2019-ben lassabb ütemben, de folytatódott a munkaköltség alapú reálárfolyam felértékelődése. Szlovákiában szintén emelkedett a mutató, ami a kereskedelmi partnerekhez viszonyított magasabb bérdinamikával és inflációval áll összefüggésben.



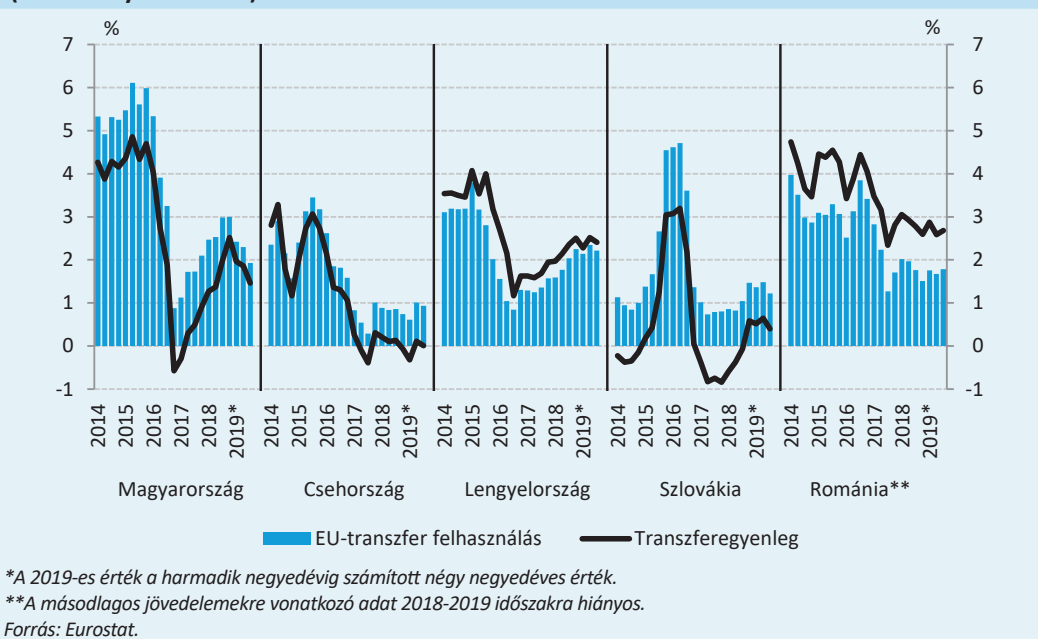
**A jövedelemegyenleg a régió összes országában hiányt mutat, amelynek legnagyobb részét a külföldi vállalatok profitegyenlege teszi ki (56. ábra).** A régió országai közül Magyarországon, Lengyelországban és Romániában a jövedelemegyenleg enyhe javulást mutatott, míg Csehországban és Szlovákiában a hiány nem változott érdemben. A javulást felmutató országokban a külföldre fizetett nettó kamatkidadások és a profitegyenleg hiánya csökkentek. A külföldi – például az áruegyenleg többletében szerepet játszó autóiipari – vállalatok a régió összes országában jelentős termelő kapacitásokat építettek ki, ezért a régióban a jövedelemegyenlegek hiányának legnagyobb részét a külföldi vállalatok profitegyenlege adja. Emellett 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 régióban egyedülálló módon Csehországban a nettó külső adósság negatív – azaz a külfölddel szembeni követelések értéke meghaladja a külső adósságát – így a nettó kamatbevétel javítja a jövedelemegyenleget. A másik kivétel az átmeneti munkavállalói jövedelmek tekintetében Lengyelország, ahova jelentős számban érkeztek ukrán munkavállalók<sup>7</sup>, és az általuk Lengyelországban szerzett jövedelmek értéke már meghaladja az átmenetileg külföldön dolgozó lengyel munkavállalók jövedelmét, ami így – a régióban szintén egyedülálló módon – növeli a jövedelemegyenleg hiányát.



**Az EU-transzferek beáramlása 2019-ben lassult, de a régiós országok között Magyarország továbbra is élen jár a források felhasználásában (57. 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 és Lengyelországban bővült a legnagyobb mértékben. A négy negyedéves EU-transzfer felhasználás GDP-arányos értéke hazánkban a 2018-as magas szintről fokozatosan a GDP 2 százalékára mérséklődött, míg a mutató Lengyelország esetében fokozatosan emelkedett hasonló szintre. Az EU-transzferek felhasználása Csehországban 1 százalékot, Szlovákiában közel 1,5 százalékot tett ki. Romániában a négy negyedéves EU-transzfer beáramlás stabilan a GDP 1,8 százaléka körül alakult, emellett a tartósan külföldön dolgozók hazautalásai – az előző évhez hasonlóan – a GDP kb. 1 százalékával javították a román transferegyenleget.

<sup>7</sup> [https://www.nbp.pl/en/publikacje/raport\\_inflacja/iraport\\_november2019.pdf](https://www.nbp.pl/en/publikacje/raport_inflacja/iraport_november2019.pdf)

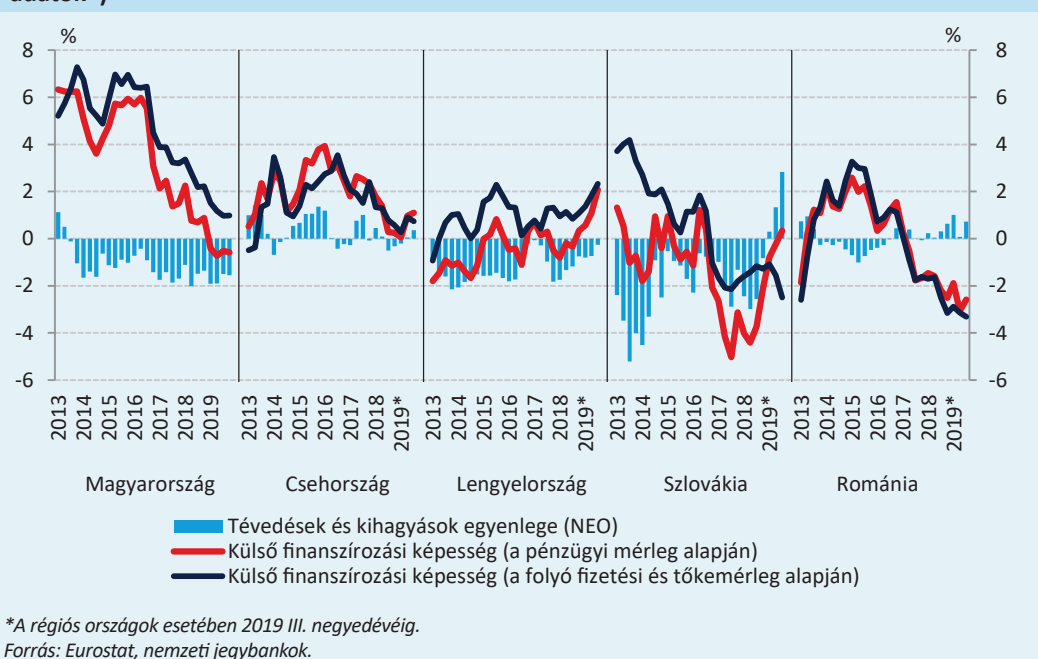
57. ábra: A transzferegyenleg és az EU-transzfer felhasználás a régiós országokban (GDP-arányos értékek)



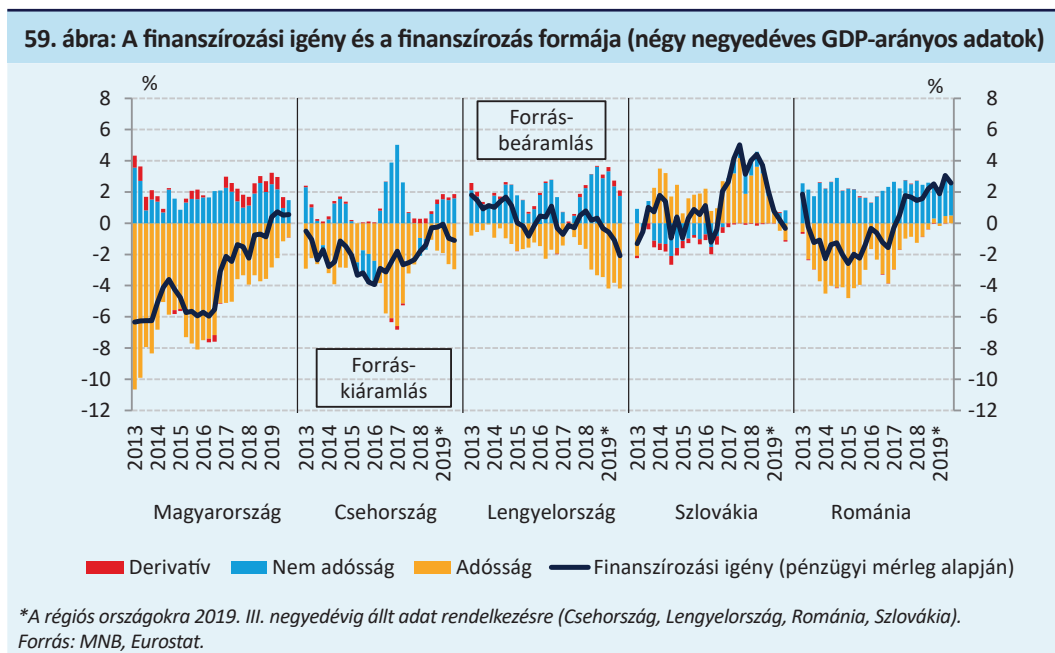
### 5.3. Finanszírozás oldali folyamatok

A pénzügyi mérleg alapján számított és a reálgazdasági megközelítés szerinti finanszírozási képesség közötti különbség Magyarországon enyhén nagyobb, mint a régiós országokban (58. 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 Tévedések és kihagyások egyenlegének szintje 2019 végén Magyarországon és Szlovákiában egyaránt a GDP 2 százaléka körül alakult, azonban az iránya pont ellentétes volt: míg a Magyarországon a reálgazdasági oldalról számított mutató tartósan meghaladta a finanszírozási tételek alapján számított értéket, addig Szlovákiában a különbség az elmúlt évben megfordult. Ezzel szemben Csehországban, Lengyelországban és Romániában a reálgazdasági és finanszírozási oldalról számított külső finanszírozási képesség közel hasonlóan alakult.

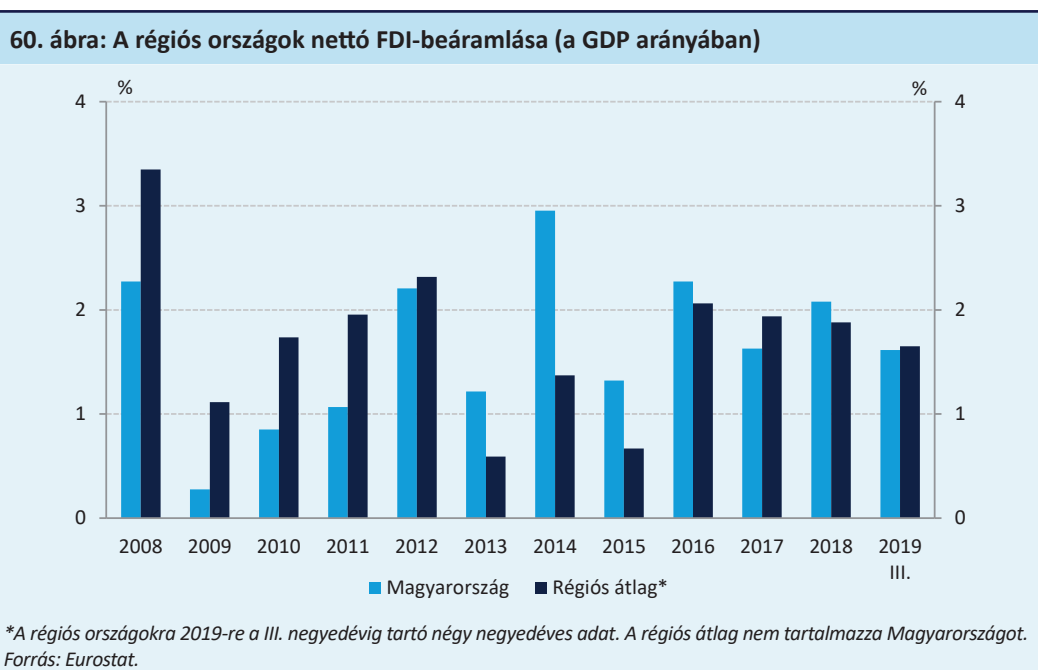
58. ábra: A tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok\*)



A pénzügyi mérleg alapján számított külső finanszírozási képesség a régiós országok többségében nulla közelébe csökkent (59. ábra). A finanszírozás oldaláról számított finanszírozási képesség a régiós országokban jellemzően javult vagy szinten maradt az elmúlt évben, míg Romániában érdemben romlott: a forrásbevonás szintje a GDP 2,5 százalékát tette ki. Lengyelországban az elmúlt évben fokozatosan emelkedett a gazdaság nettó finanszírozási képessége, és 2019 végén meghaladta a GDP 2 százalékát. A finanszírozási igény szerkezetét tekintve elmondható, hogy a nem adósságjellegű források beáramlása lehetővé tette, hogy Csehországban és Lengyelországban tovább csökkenjen a nettó külső adóssághalmomány. Magyarországon is folytatódott az adósságkiáramlás, azonban ennek üteme fokozatosan lassult. Szlovákiában megállt a nettó külső adósság emelkedése, míg Romániában a nem adósság típusú források finanszírozták a gazdaság külső finanszírozási igényét.

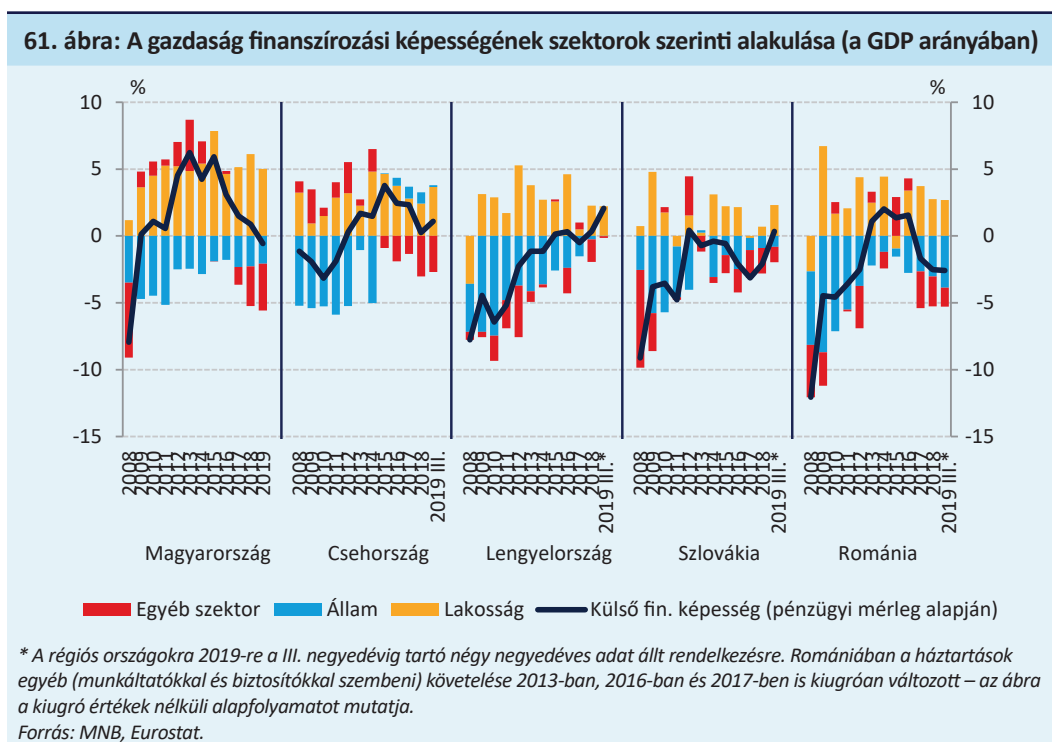


Magyarországon a közvetlentőke-befektetések GDP-arányos értéke 2019-ben a régiós országok átlaga közelében alakult (60. ábra). Az elmúlt tíz évben a régiós országok nettó FDI-beáramlása hasonló képet mutatott. A válság után visszaeső FDI-beáramlás 2010-től emelkedésnek indult, amely a 2013-as átmeneti csökkenés után újra bővült. 2016 óta Magyarországon az FDI-beáramlás mértéke a GDP 2 százaléka körül ingadozott, hasonlóan a régiós országokhoz. 2019-ben hazánkban az FDI-beáramlás a GDP 1,6 százalékát tette ki, ami megfelel a régiós átlagnak. A régiós országok nettó közvetlentőke-befektetéseinek együttmozgása arra utal, hogy a világgazdasági trendeknek megfelelően a külföldi szereplők alapvetően hasonlóan kezelik ezeket az országokat befektetési szempontból.

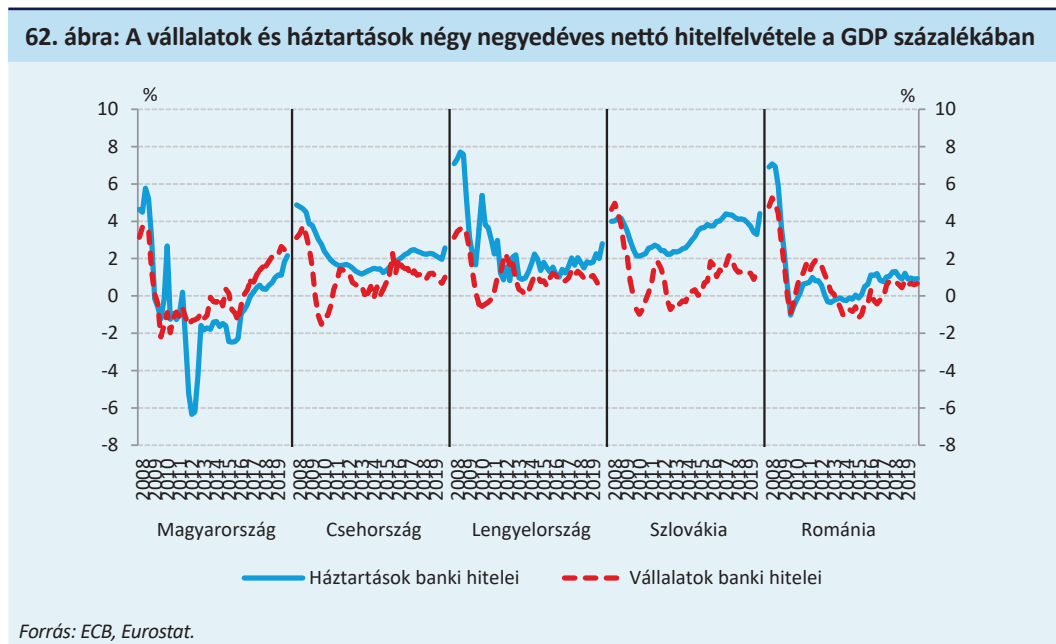


#### 5.4. Megtakarítás oldali folyamatok

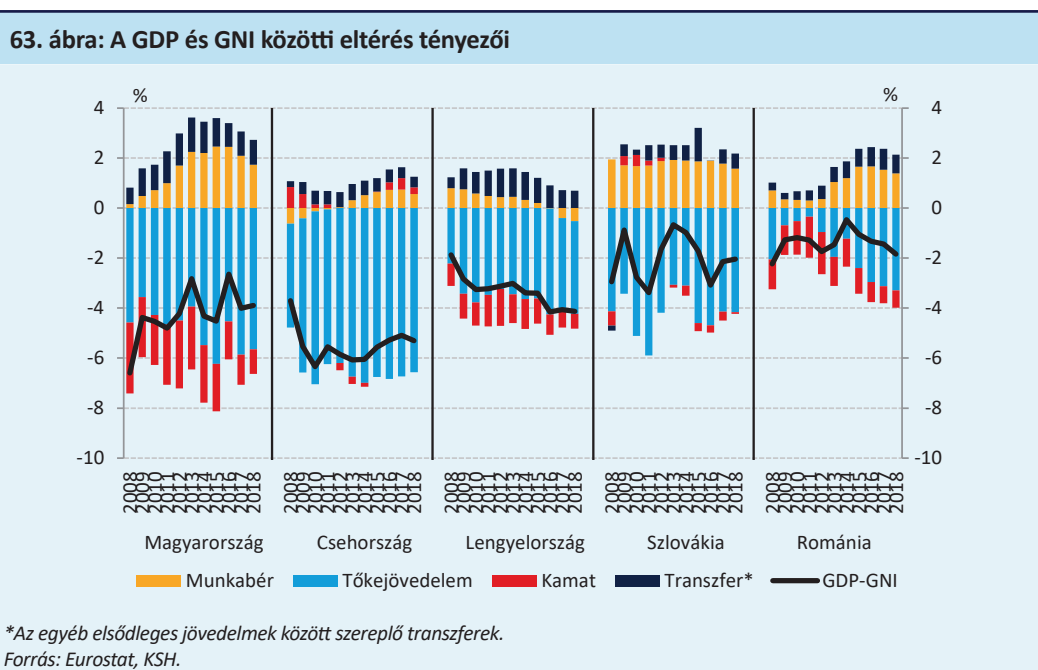
A régiós országokhoz képest Magyarországon magas a lakosság pénzügyi megtakarítása, ugyanakkor (a kimagasló beruházási dinamikával összhangban) a vállalatok finanszírozási igénye is meghaladja a régiós átlagot (61. ábra). A régiós országok külső finanszírozási képessége az elmúlt évben érdemben emelkedett, ami részben a bővülő lakossági nettó megtakarításra, részben a szűkülő vállalati finanszírozási igényre volt visszavezethető. Ezzel párhuzamosan a költségvetés hiánya alacsony szinten maradt: Csehországban évek óta többletes, míg Lengyelországban és Szlovákiában a GDP 1 százaléká alatt volt az állam finanszírozási igénye 2019 harmadik negyedévében. A lakosság finanszírozási képessége hazánkban volt a legmagasabb, azonban a régiós szinten is jelentős beruházással összefüggésben növekvő vállalati finanszírozási igény hatására Románia mellett Magyarországon is csökkent a nettó megtakarítói pozíció.



A hazai vállalatok hitelnövekedése immáron több éve jelentősen meghaladja a régiós országokét, a lakossági hitelfelvétel viszont csak 2019 végére érte el a régiós országok átlagát (62. ábra). A magyar háztartások nettó banki hitelfelvétele 2019 végére a GDP 2 százalékára emelkedett, ami nagyjából megegyezik a régiós országok átlagával. 2019 végén a régió többi országában eltérő ütemben ugyan, de tovább gyorsult a háztartások hitelfelvétele, ami alól csak a román háztartások jelentettek kivételt. A magyar nem pénzügyi vállalatok 2 százalékot meghaladó 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.



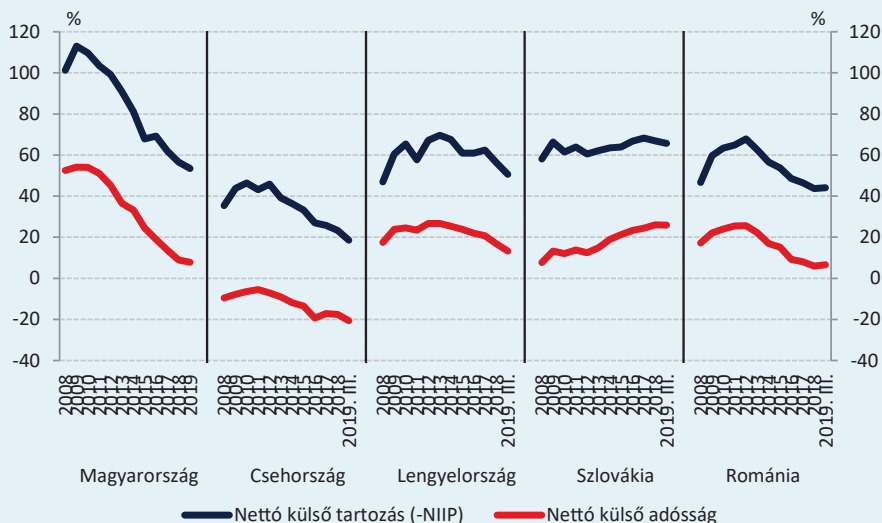
A GDP és GNI közötti hazai eltérés 4 százalékos szintje körülbelül megfelel a régiós átlagnak. A válság előtti szinthez képest a régiós országok közül egyedül Magyarországon csökkent a termelés és jövedelem közötti eltérés, majd 2017-18-ban a GDP 4 százaléka körül stabilizálódott (63. ábra). A GDP-GNI rés nagyságában meghatározó tőkejövedelmek (profitegyenleg) magas szintje 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, és az EU-hoz később csatlakozó Romániában is már megközelítette a GDP 4 százalékát. A külföldi tulajdonú vállalatok profitja 2018-ban Magyarországon enyhén mérséklődött, míg a többi régiós országban inkább szinten maradás volt jellemző. A GDP-GNI közötti különbséget egyre kevésbé rontja a kamategyenleg a régiós országokban: a kamategyenleg csökkenő hiányát a mérséklődő kamatszint mellett a belső finanszírozás térnyerése is támogatta. A munkavállalói jövedelmek és a transzfer egyenleg a régióban csökkentik a GDP-GNI részt, amit a beáramló EU források és az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozók jövedelmei magyaráznak. Meg kell azonban említeni, hogy a régió többi országától eltérően Lengyelországban az átmenetileg külföldön dolgozók bérének egyenlege 2017-ben negatívba fordult, majd 2018-ban a munkabér egyenleg hiánya tovább emelkedett. A munkabér egyenleg GDP-GNI részt javító hatásának csökkenése a régióban egyre nagyobb számban jelen lévő vendégmunkások emelkedő munkabéréivel lehetett összefüggésben.



## 5.5. Külső tartozásmutatók

**2019-ben jellemzően tovább folytatódott nettó külső tartozásmutatók mérséklődése a régióban – Magyarország nettó külső tartozása és adóssága megfelel a többi országban megfigyelt szintnek (64. ábra).** A 2009 óta tartó folyamatos mérséklődésnek köszönhetően hazánk nettó külső tartozása 2019 végére a GDP 53 százaléka közelébe süllyedt – így már alacsonyabb a szlovák adatnál, de továbbra is enyhén meghaladja a lengyel, a román, és nagyobb mértékben a cseh értéket. A nettó külső adósságot tekintve Magyarországon ment végbe a válság után a legnagyobb mértékű alkalmazkodás: a kiugróan magas, a GDP 50 százaléka feletti szintről 2019-re a GDP 8 százaléka alá csökkent. A válság óta a régió többi országában is – Szlovákia kivételével – jellemzően csökkent a nettó külső adósság, azonban a jelentős magyar mérséklődés következtében a régiós országok közül egyedül Csehország nettó külső adóssága alacsonyabb a magyar adatnál. A 2019-es régiós folyamatok közül érdemes kiemelni, hogy Romániában 2019-ben megfordult a nettó külső tartozás és adósság 2012 óta tartó folyamatos mérséklődése, másrészt a lengyel tartozásmutatók 2019-ben a korábbi években tapasztaltnál dinamikusabban csökkentek.

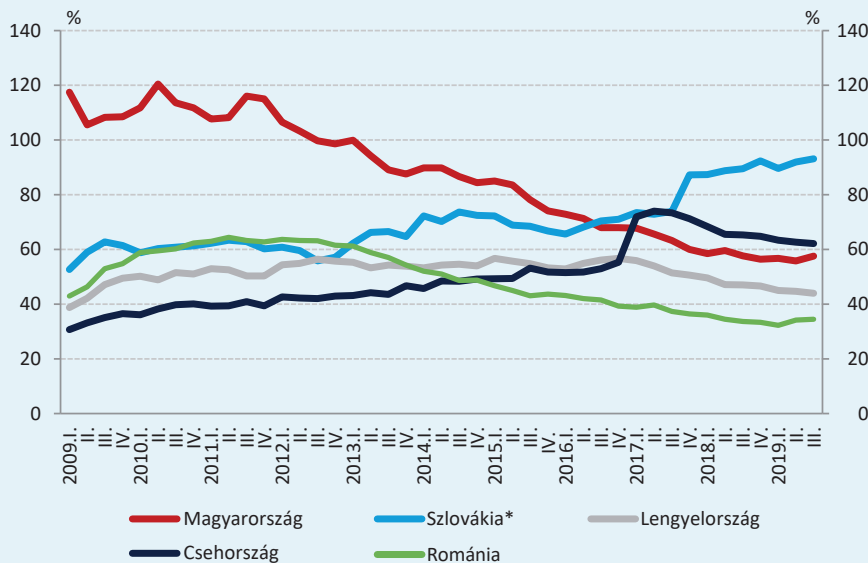
**64. ábra: A nettó külső adósság és tartozás alakulása (GDP-arányos adatok, nettó külső adósság tulajdonosi hitel nélkül)\***



\*A régió országaira vonatkozóan az adatsor 2019. III. negyedévéig tart.  
Forrás: MNB, Eurostat (Magyarország esetében SCV-k nélküli adatok).

**Magyarország GDP-arányos bruttó külső adóssága továbbra is átlagosnak tekinthető a régióban (65. ábra).** Míg a válság kitörésekor Magyarország bruttó külső adóssága kiugróan magas volt régiós összevetésben, addig az elmúlt évek csökkenésének köszönhetően már a régiós országok közepmezőnyébe tartozik. A régió többi országában nem volt ilyen mértékű alkalmazkodás, Csehországban és Szlovákiában még nőtt is a mutató. Csehország bruttó külső adósságát a jegybank devizapiaci intervenciója közvetlenül, a bankok bruttó külső adósságán keresztül növelte, ugyanakkor az elmúlt időszakban – az árfolyamkülönb 2017-es elengedése óta – elkezdődött az adósságráta csökkenése. A szlovák bruttó külső adósság növekedését az eurozónához történő csatlakozás következtében felépülő TARGET kötelezettség-állomány felépülése okozta. 2019-ben a magyar adat enyhén emelkedett, ami főként nem a tranzakciókhoz, hanem a fenntarthatósági szempontból kedvezőnek tekinthető hozamcsökkenés miatti átértékelődési hatásokhoz kapcsolódott. A régió többi országa közül 2019-ben Szlovákiában folytatódott a mutató növekedése, Romániában pedig a korábbi csökkenés – hasonlóan a nettó külső tartozáshoz és adóssághoz – emelkedésbe váltott.

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

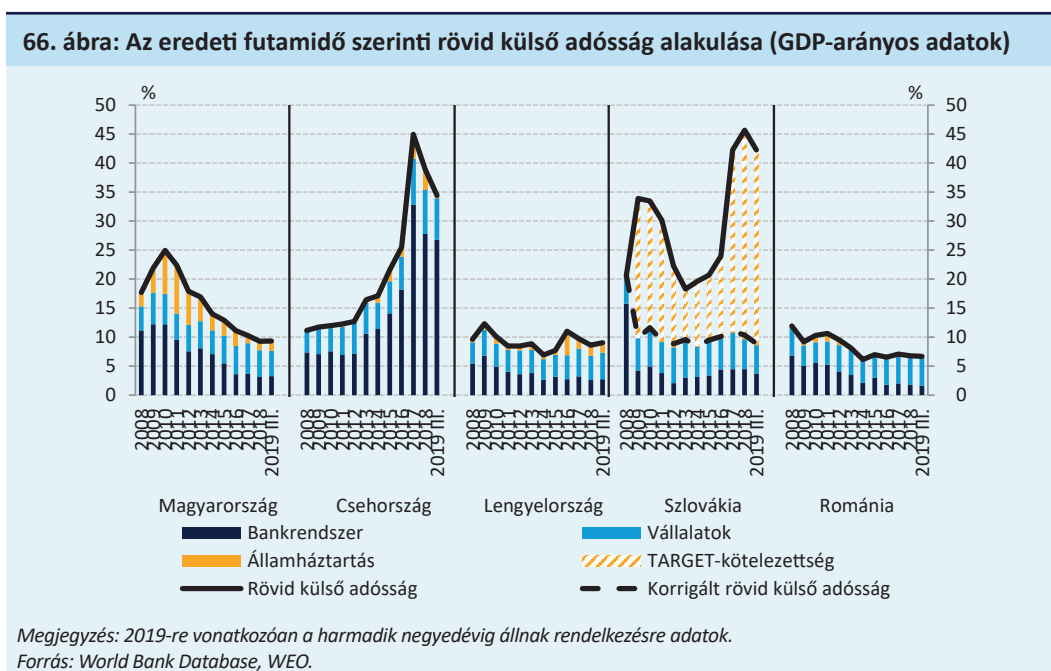


\* Szlovákia bruttó külső adósságának emelkedésében az eurozóna fizetési rendszeréhez kapcsolódó tartozás növekedés is szerepet játszott.

Forrás: Eurostat.



**Magyarország eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssága a 2010 óta tartó csökkenésnek köszönhetően megfelel a régióban jellemző szintnek (66. ábra).** Hazánk eredeti futamidő szerinti rövid lejáratú külső adóssága<sup>8</sup> a bruttó külső adóssághoz hasonlóan jelentős mértékben mérséklődött 2010 óta, így GDP-arányos értéke 2019 végére már 9 százalék alá csökkent. A nemzetközi összevetés szerint az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság hasonló dinamikát mutat, mint a bruttó külső adósság. Csehországban a válság után a bankrendszer rövid külső adóssága elsősorban a jegybank devizapiaci intervencióhoz kötődően emelkedett, ami az árfolyamkűszöb elengedése után lassan mérséklődni kezdett. Szlovákiában a válság utáni kezdeti emelkedést az eurozóna-csatlakozás miatti TARGET-kötelezettség okozta, azonban 2019 folyamán mind ez a technikai jellegű tétel, mind a korrigált eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság mérséklődött. Lengyelországban az elmúlt két év csökkenését követően újra emelkedett a mutató, ami elsősorban a vállalatok növekvő rövid külső adósságára vezethető vissza. Romániában nem változott érdemben az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság – 2019-ben is a 2015-es szint, a GDP 7 százaléka közelében alakult a mutató.

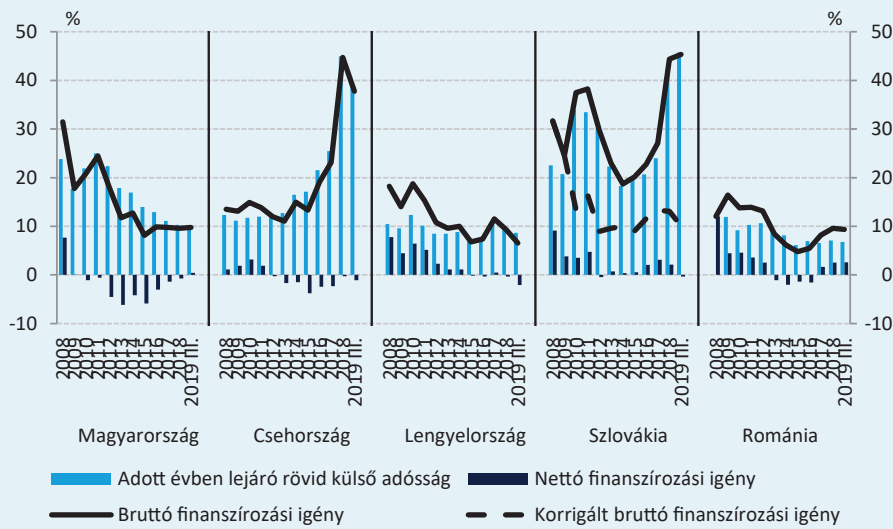


**2019-ben hazánk bruttó külső finanszírozási igénye az előző évekhez hasonlóan a GDP 10 százaléka körül alakult, ami régiós összevetésben kedvezőnek tekinthető (67. ábra).** Magyarországon az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alapján<sup>9</sup> számított bruttó finanszírozási igény az előző évhez hasonlóan, a GDP 10 százaléka körül alakult: a nettó finanszírozási képesség mérséklődését ellensúlyozta a lejáratú adósság csökkenése. Románia bruttó finanszírozási igénye a magyarhoz hasonló mértékű: azonban a hazai mérséklődéssel szemben Románia bruttó finanszírozási igénye – főként a nettó finanszírozási képesség negatívba fordulásával – 2015 óta emelkedik. Szlovákiában főként az eurozónához való csatlakozás miatti TARGET-kötelezettséghez kapcsolódóan emelkedett a bruttó finanszírozási igény. Csehországban pedig a jegybanki intervenció növelte a mutatót – az árfolyamkűszöb elengedése a bruttó finanszírozási igényt is pozitívan érintette. A lengyel mutató 2019 folyamán nagyobb mértékben csökkent, amit a finanszírozási képesség nagyobb mértékű javulása mellett a lejáratú rövid külső adósság mérséklődése is támogatott.

<sup>8</sup> A régiós országokra nem áll rendelkezésre adat a berövidülő adósságról.

<sup>9</sup> Az adatok összehasonlíthatóságáért az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósságot használtuk a bruttó finanszírozási igény számításához.

**67. ábra: A bruttó finanszírozási igény alakulása (eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssággal, GDP-arányában)**



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

35. ábra: Az államháztartás nettó finanszírozási képességének alakulása (a GDP arányában) .....	31
36. ábra: A bruttó államadósság, valamint azon belül a külföldi tulajdon és a devizarésarány alakulása .....	31
37. ábra: Lakossági állampapírok állománya .....	32
38. ábra: Az államadósságot finanszírozó adósságelemek éves nettó változása .....	33
39. ábra: A háztartások, a bankok és a külföldiek állampapír-állománya .....	33
40. ábra: Az egyes szektorok forint állampapír-kereslete (éves tranzakciók) .....	34
41. ábra: Az államháztartás kamatkiadásainak alakulása .....	35
42. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok) .....	36
43. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók) .....	36
44. ábra: A magánszektor banki hiteleinek és betéteinek alakulása .....	37
45. ábra: A vállalati és a külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos adat) .....	38
46. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos finanszírozási igénye és az azt meghatározó főbb reálgazdasági tényezők (nemzeti számlákból számított négy negyedéves értékek) .....	38
47. ábra: A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége és nettó külföldi tranzakciói (négy negyedéves GDP-arányos adat) .....	39
48. ábra: A nem pénzügyi vállalatok külföldi hiteltartozásának és követelésének állománya (a GDP arányában)* .....	39
49. ábra: A külső finanszírozási képesség és növekedés alakulása 2019-ben .....	41
50. ábra: A bruttó megtakarítási és beruházási ráta alakulása (GDP arányában) .....	42
51. ábra: A visegrádi országok külső finanszírozási képességének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok) .....	43
52. ábra: Az áru- és szolgáltatásegyenleg megoszlása (négy negyedéves GDP-arányos értékek) .....	43
53. ábra: A nettó export tényezőinek növekedési hozzájárulása .....	44
54. ábra: A háztartások fogyasztása és a bruttó felhalmozás (GDP-arányos értékek) .....	45
55. ábra: Munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása a régióban (2008 = 100, 37 országgal szemben) .....	45
56. ábra: A jövedelemegyenleg összetevőinek alakulása* (négy negyedéves GDP-arányos értékek) .....	46
57. ábra: A transzferegenleg és az EU-transzfer felhasználás a régiós országokban (GDP-arányos értékek) .....	47
58. ábra: A tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása (négy negyedéves GDP-arányos adatok*) .....	47
59. ábra: A finanszírozási igény és a finanszírozás formája (négy negyedéves GDP-arányos adatok) .....	48
60. ábra: A régiós országok nettó FDI-beáramlása (a GDP arányában) .....	49
61. ábra: A gazdaság finanszírozási képességének szektorok szerinti alakulása (a GDP arányában) .....	49
62. ábra: A vállalatok és háztartások négy negyedéves nettó hitelfelvétele a GDP százalékában .....	50
63. ábra: A GDP és GNI közötti eltérés tényezői .....	51
64. ábra: A nettó külső adósság és tartozás alakulása (GDP-arányos adatok, nettó külső adósság tulajdonosi hitel nélkül)* .....	52
65. ábra: A bruttó külső adósság alakulása a régió országaiban (GDP-arányos adatok, tulajdonosi hitelek nélkül) .....	52
66. ábra: Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság alakulása (GDP-arányos adatok) .....	53
67. ábra: A bruttó finanszírozási igény alakulása (eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssággal, GDP-arányában) .....	54



---

# Bethlen Gábor

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

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

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

2020. április

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.