



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2021
JÚLIUS

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2021
JÚLIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8693 (nyomtatott)

ISSN 2064-874X (on-line)

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

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

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

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

A jelentés a 2021. június 21-éig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

Összefoglaló

A magyar gazdaság **külső egyensúlyi mutatói tovább javultak** 2021 első negyedében. A **folyó fizetési mérleg egyenlege kismértékű többletet** mutatott, miközben a gazdaság **külső finanszírozási képessége** is tovább, a GDP 2 százaléka fölé **emelkedett**. **Hazánk 2020 második felétől erősödő külső egyensúlyi helyzete** mellett a régiós országokban is hasonló folyamatok zajlanak, így Magyarország folyó mérlege és finanszírozási képessége **a régiós átlag körül alakult**.

2021 elején **a járvány hatásait egyre inkább maga mögött hagyó** hazai gazdaság **külső egyensúlya** tovább **erősödött**. Az elsősorban az **áruegyenleg növekedésére** visszavezethető folyamat a gazdaság **javuló nettó exportjában** is tükröződött, míg a szolgáltatásegyenleg – az előző év koronavírus által még csak kisebb mértékben érin-tett magasabb bázisának kiesése miatt – tovább mérséklődött. Az áruegyenleg emelkedését elsősorban az **előző évi értékét meghaladó ipari termelés** támogatta, **míg a lakossági fogyasztás még érdemben elmaradt** az egy évvel korábbi szinttől, miközben a cserearány alakulása is hozzájárult a többlet növekedéséhez. Az emelkedő exportbevételekkel összhangban **bővülő vállalati nyereség enyhén fékezte** a külső egyensúlyi mutatók emelkedé-sét, míg az EU-transzferek előző negyedévihez hasonló magas felhasználása **a transzferegyenlegen** keresztül támogatta a gazdaság finanszírozási képességét.

A finanszírozási oldal szerint a negyedév során **a hazai vállalatok tőkebefektetései**nek köszönhetően – a külföldi vállalatok újrabefektetései mellett – nettó értelemben működőtőke-kiáramlás történt. Az **adósságjellegű forrá-sokon belül jelentős átrendeződés** történt: a bankrendszer nettó tartozását emelte, az államét viszont csökken-tette, hogy a bankok az előző negyedévhez képest kevesebb **jegybanki eurolikviditást nyújtó swapot** vettek igénybe. A **nettó külső adósság növekedé-sének háttérben** így elsősorban a devizatartalék – részben az **állam járványügyi beszerzéseihez** köthető – csökkenése, illetve **a külföldiek forint állampapír-vásárlása állt**.

A nettó külső adósságráta a GDP 8,6 százalékát tette ki az első negyedév végén, ami a bankrendszer **emelkedő, illetve az állam és a vállalatok mérséklődő mutatójának eredőjeként** alakult ki. A nettó külső adósság szintjét nem változtatta, ugyanakkor a bankrendszer és az állam adósságmutatója között átrendeződést eredményezett a jegybanki eurolikviditást nyújtó swapok év végéhez viszonyított alacsonyabb kihasználtsága. Ennek ellenére a bankok külfölddel szembeni követeléseivel továbbra is enyhén meghaladták külső tartozásaik értékét. Az állam nettó külső adósságának csökkenéséhez az enyhe adósságkiáramlás mellett az államany átértékelődése is hozzájárult, mivel a negyedévben tapasztalt hozamemelkedés hatására a külföldiek kezében lévő állampapírok árfolyama csökkent. **A gazdaság bruttó külső adóssága** a magánszektor adósságnövekedése és az állam bruttó külső adósságának mérséklődése eredőjeként **relatív stabilan alakult, március végén a GDP 58,3 százalékát tette ki**. Az ország külső sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőségű rövid külső adósság 2020 végén 21,9 milliárd eurót, a nemzetközi tartalék 32 milliárd eurót tett ki – így **a tartalék továbbra is jelentősen meghaladja a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet**.

A **szektorok megtakarítása** szerinti egyensúlyi pozíciókat vizsgálva tovább **emelkedett az állam finanszírozási igénye**. A magasabb költségvetési hiány **a járvány miatt mérséklődő adóbevételekre és a gazdaságvédelmi intézkedésekhez** kapcsolódóan emelkedő kiadásra egyaránt visszavezethető. Ezzel párhuzamosan ugyanakkor (részben a magasabb állami kiadásoknak is köszönhetően) **a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása is emelkedett** – ezen belül továbbra is **erős volt a lakosság állampapír-állományának bővülése**, ami **külső sérülékenységi szempontból** kedvező folyamat.

Kiemelt témánkban azt vizsgáltuk meg, hogy **hogyan alakulhat a lakosság 2020-ban jelentősen megemelkedett pénzügyi megtakarítása a járvány elmúltával**. A gazdasági egyensúly szempontjából ugyanis kiemelt fontossá-gú, hogy a gyors gazdasági helyreállást követően milyen megtakarítási folyamatok várhatóak. A **megtakarítás jellemzően a fogyasztás nagyobb bővülésével, illetve a munkanélküliség mérséklődésével** (vagyis az óvatossági motívumok csökkenésével) párhuzamosan szokott **csökkenni** – a 2008-as válság tapasztalatai alapján várható-an több év alatt, fokozatosan. **Magyarországon a megtakarítások mérsékelt csökkenésére lehet számítani a következő években**, amit a fogyasztás uniós összevetésben mérsékelt visszaesése és ezzel összhangban mérsé-kelt várt emelkedése, az alacsony munkanélküliség, a lakossági jövedelmek jövőben várható emelkedése, illetve a hitelfelvétel várt dinamikájának csökkenése is támogat. Ezen felül **több hazai intézkedés** (például a 2022-re beje-lentett adókedvezmény és -visszatérítés, illetve a hitelezési moratórium fokozatos kivezetése) **is a lakossági meg-takarítás magas szinten maradásának irányába hat**.

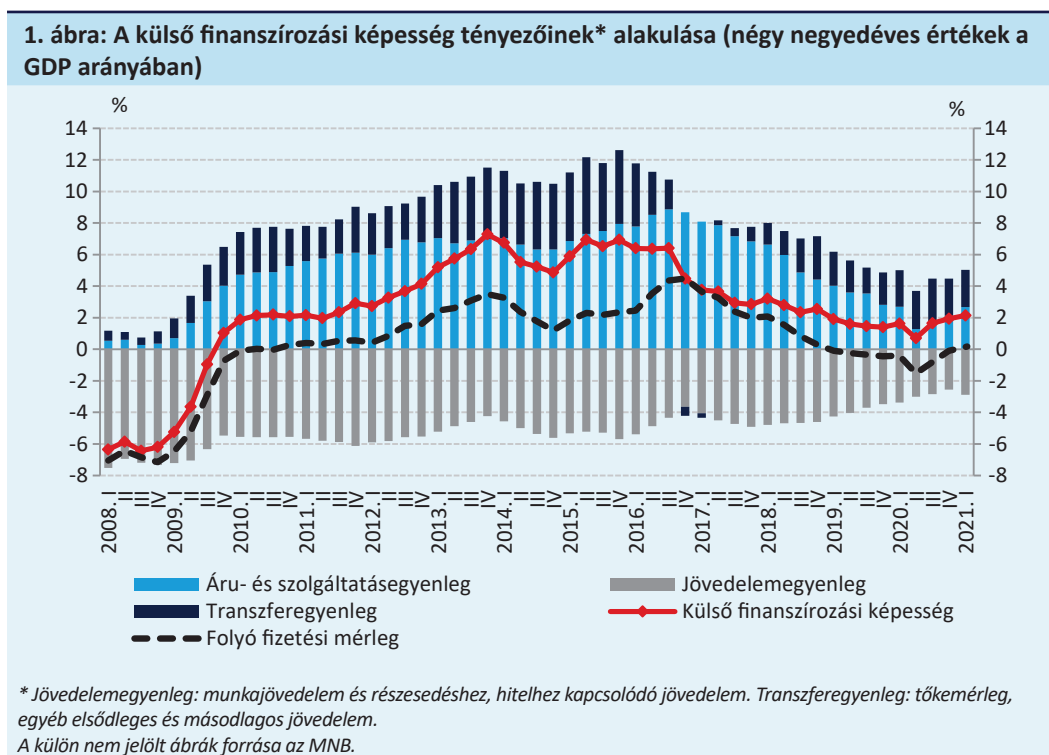
Tartalom

Összefoglaló.....	3
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg	7
1.2. Jövedelemegyenleg	10
1.3. Transzferegnyelg.....	10
1.4. Régiós kitekintés	11
2. Finanszírozási megközelítés.....	12
2.1. Nem adósság jellegű források.....	13
2.2. Adósságjellegű források.....	14
3. Állományi mutatók alakulása	16
3.1. Az adósságműtatók alakulása	16
3.2. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása	17
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés	19
5. Hogyan alakulhat a lakosság pénzügyi megtakarítása a nyitás után?	21
5.1. A megtakarítás múltbeli változásának nagysága	22
5.2. A főbb makrogazdasági változók hatása	24
5.3. Mi várható a következő időszakban?	26
Ábrák és táblázatok jegyzéke	28

1. Reálgazdasági megközelítés

A reálgazdasági megközelítés szerint 2021 első negyedében Magyarország négy negyedéves külső finanszírozási képessége a GDP 2,1 százalékára emelkedett, míg a folyó fizetési mérleg enyhe többletet mutatott. A külső egyensúlyi mutatók növekedése mögött elsősorban a külkereskedelmi többlet – áruegyenleghez köthető – emelkedése áll, amelyet támogatott a transzferegyenleg változatlanul jelentős többlete, miközben a jövedelemegyenleg hiányának enyhe növekedése az ellentétes irányba hatott. A nettó export gazdasági növekedéshez való hozzájárulása a korábbi negyedévekben tapasztaltnál jóval nagyobb volt. A külkereskedelmi egyenleg növekedésében a volumenváltozás kedvező alakulása játszotta a legjelentősebb szerepet, de kismértékben a cserearányok változása is hozzájárult. A külső finanszírozási képességek régiós országokban is jelentős növekedése mellett a magyar gazdaság külső egyensúlyi mutatóinak nagysága megfelel a régiós országok átlagának.

2021 első negyedében Magyarország reálgazdasági megközelítés szerinti négy negyedéves külső finanszírozási képessége a GDP 2,1 százalékára nőtt, míg a folyó fizetési mérleg korábbi hiánya enyhe többletbe fordult és a GDP 0,2 százalékát tette ki (1. ábra). Az igazítatlan negyedéves adatok szerint az első negyedévi külső finanszírozási képesség több mint 1 milliárd euro volt, amely úgy alakult ki, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege 541 millió eurós többletet mutatott, míg a tőkemérleg egyenlege 508 millió eurót tett ki. A négy negyedéves külső finanszírozási képesség növekedésében elsősorban az áru- és szolgáltatasegyenleg növekedése játszott szerepet, míg a jövedelemegyenleg hiányának növekedése az ellentétes irányba hatott.

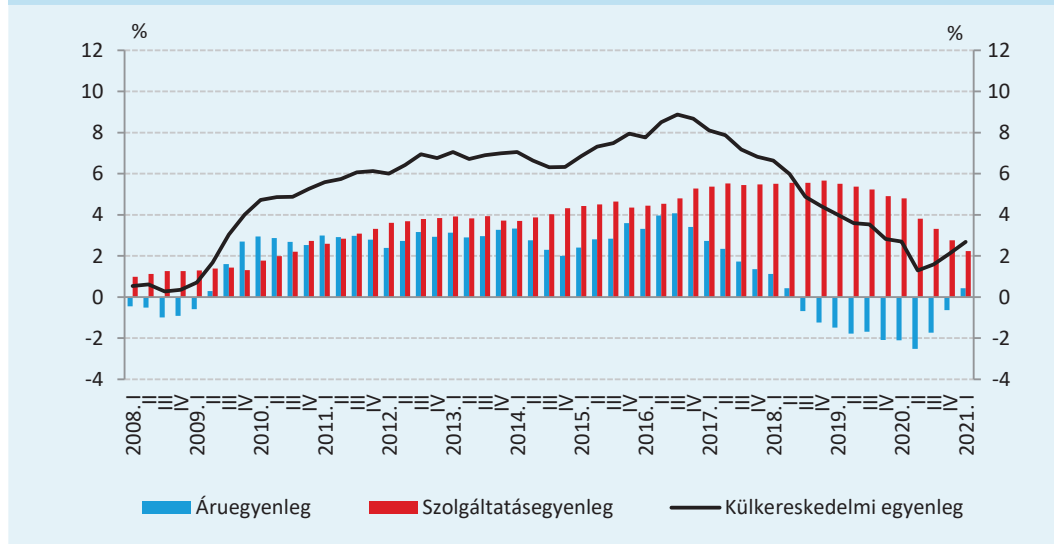


1.1. Külkereskedelmi egyenleg

2021 első negyedében a külkereskedelmi többlet emelkedése úgy alakult ki, hogy az áruegyenleg növekedése mellett folytatódott a szolgáltatasegyenleg többletének mérséklődése (2. ábra). A külkereskedelmi egyenleg közel négy éve tartó – az áruegyenleg dinamikájában tapasztalt változáshoz köthető – trendszerű csökkenése 2020 második negyedében megállt, és azóta – az egyenleg az áruegyenlegben történt fordulatnak köszönhetően – újra növekedni tudott, így az első negyedében a GDP-arányos mutató visszatért a járvány előtti szintjére. A GDP-arányos áruegyenleg a korábbi évek csökkenése után többletbe fordult, így ismét pozitívan járult hozzá a külkereskedelmi egyenleg szintjéhez. A külkereskedelmi többletben továbbra is fontos szerepet játszik a szolgáltatasegyenleg, amelynek többlete azonban a korábbi évek 5-6 százalék közeli szintjéről 2021 első negyedévére 2 százalék közelébe mérséklődött. A szolgáltatasegyen-

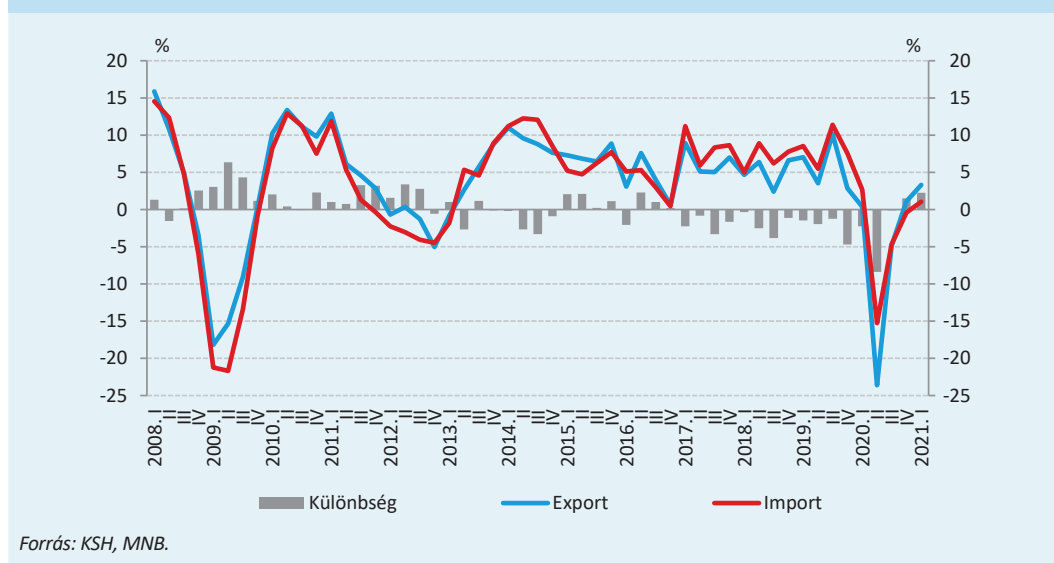
legen belül jelentős súlyú turizmus, illetve szállítási szolgáltatás a járvány hatására jelentősen visszaesett, és az ágazatok helyreállása lassan zajlik. Az első negyedévben a korábbinál szigorúbb korlátozások miatt egyik szolgáltatástípus esetében sem mutatkozott érdemi javulás az előző negyedévhez képest: a járvány harmadik hullámával kapcsolatos lezárások az ágazatok bevételi és kiadási oldalát is csökkentették az előző negyedévhez képest.

2. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



2021 első negyedévében folytatódott az export dinamikus bővülése, miközben az import teljesítménye is emelkedett (3. ábra). Az export éves alapú reálnövekedése – az ipari termelés folytatódó bővülésével összhangban – 3,3 százalékos volt, ami 2 százalékponttal haladta meg az előző negyedévit. Ugyanakkor az ipari termelés bővülése részben az előző évi alacsony bázisnak tudható be. Az export erősödése mellett az import emelkedése is folytatódott, amely az első negyedévben 1 százalékponttal meghaladta az egy évvel korábbi szintet, ugyanakkor a járvány harmadik hulláma miatti visszafogott lakossági fogyasztás továbbra is fékezte az import bővülési ütemét a vizsgált időszakban. Az export és import bővülése közötti különbség 2021 elején is fennmaradt, ami az egyenleg növekedésében is tükröződött.

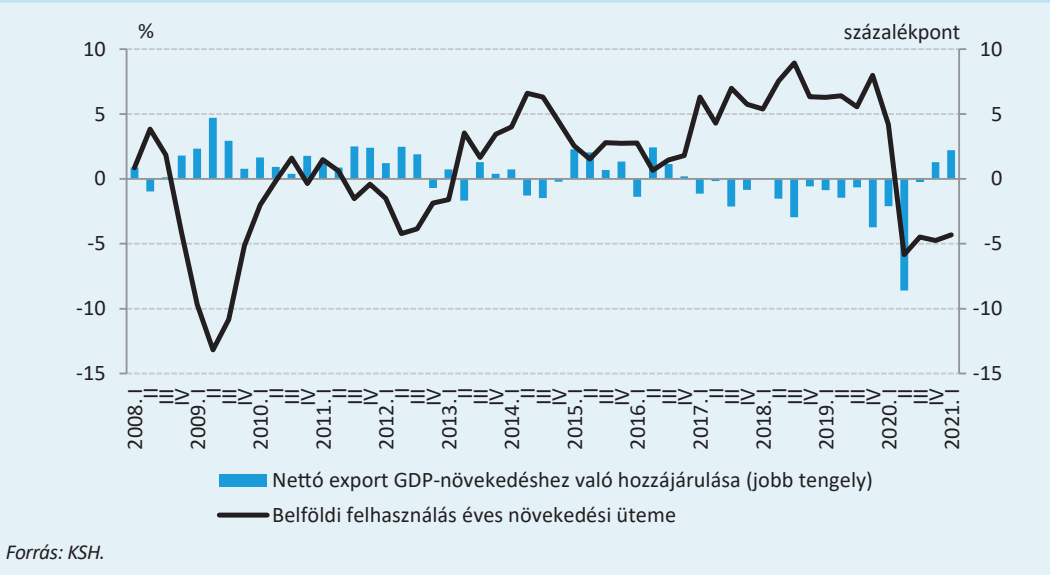
3. ábra: Az export és import éves reálnövekedése



A belföldi felhasználás éves növekedési üteme 2021 elején is a 2020 második felében tapasztalt alacsony szinten alakult, miközben a nettó export növekedési hozzájárulása az első negyedévben érdemben magasabb volt az elmúlt évekhez viszonyítva (4. ábra). A belföldi felhasználási tételeken belül a lakossági fogyasztás csökkenése az előző negyedévvel azonos szinten maradt, ugyanakkor a közösségi fogyasztás emelkedése tompította a lakossági fogyasztás csökke-

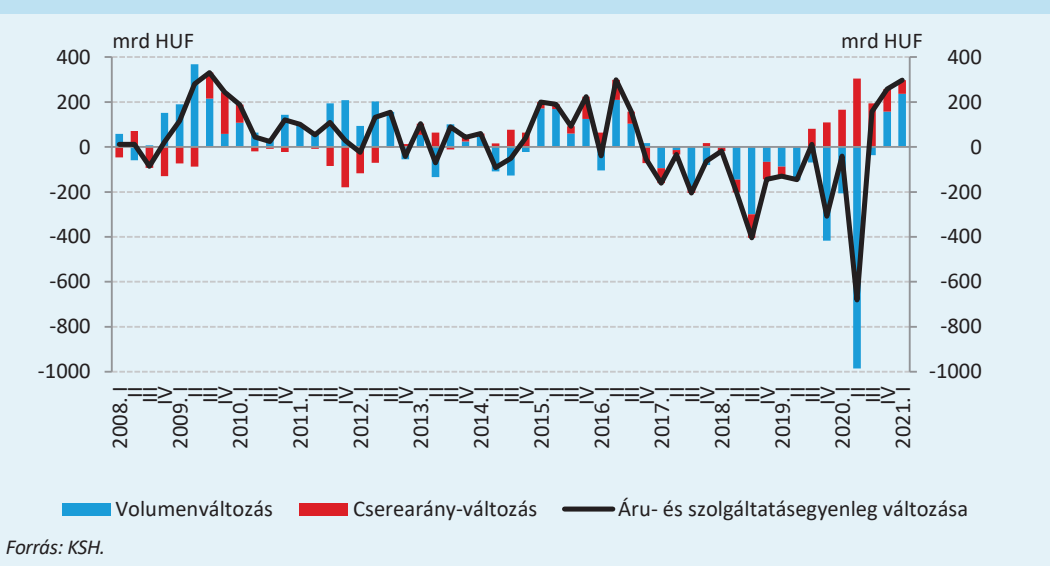
nését. Ezenkívül a beruházás éves alapú csökkenése az előző negyedévekhez hasonlóan visszafogta a növekedést. A belföldi felhasználási tételek éves alapú csökkenésével szemben 2021 első negyedévében a nettó export növekedési hozzájárulása a legmagasabb volt az elmúlt évek viszonylatában, így érdemben támogatta a GDP növekedését.

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



A külkereskedelmi egyenleg 2021 első negyedévi kedvező alakulása elsősorban a volumenváltozásra vezethető vissza, azonban kismértékben a cserearány javulása is hozzájárult. Az exportvolumen növekedése az első negyedévben érdemben támogatta a külkereskedelmi egyenleg javulását, míg az importoldali növekedést fékezte az első negyedévben a járvány újabb hulláma miatt szigorodó korlátozások hatása. A cserearány előző negyedévekhez mért jóval kisebb mértékű hozzájárulása az egyenleghez a 2021 során fokozatosan emelkedő olajárnak tudható be (5. ábra).

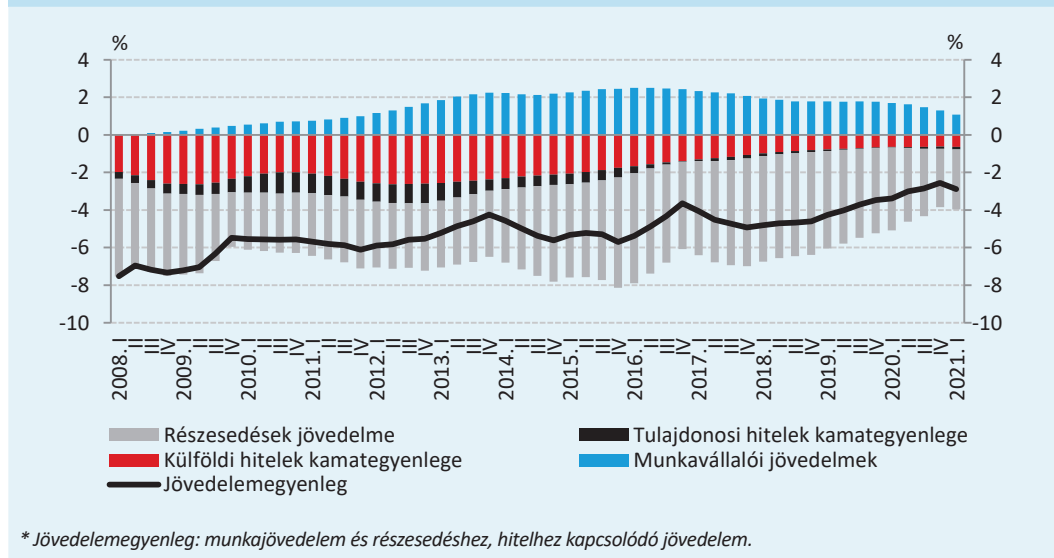
5. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)



1.2. Jövedelemegyenleg

A jövedelemegyenleg hiánya 2021 első negyedében a korábbi negyedévek mérséklődése után ismét nőtt, ami elsősorban a külföldi vállalatok részesedésjellegű jövedelmeivel és a hazai munkavállalók külföldi jövedelmeinek csökkenésével állt összefüggésben (6. ábra). A jövedelemegyenleg négy negyedéves hiánya a 2018 óta tapasztalt csökkenést követően 2021 első negyedében a GDP 2,9 százalékára emelkedett, amihez alapvetően két tényező járult hozzá. Egyrészt a jövedelemegyenlegen belül legnagyobb súlyt képviselő külföldi tulajdonban lévő vállalatok részesedéshez kapcsolódó jövedelme¹ – az emelkedő ipari termeléssel és exporttal párhuzamosan – emelkedett. Másrészt a munkavállalók külföldi jövedelme – feltehetően a járvány harmadik hullámával kapcsolatos szigorúbb lezárások nyomán – a korábbinál is nagyobb ütemben csökkent, és már csak a GDP 1,1 százalékát tette ki a járvány előtti 1,7-1,8 százalékkal szemben, hozzájárulva a jövedelemegyenleg hiányának növekedéséhez.

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

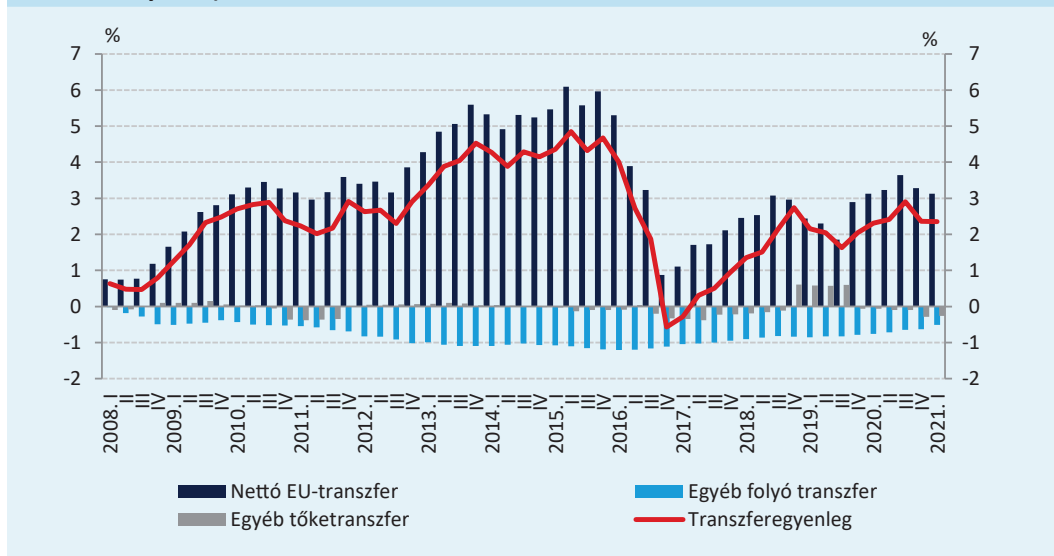


1.3. Transzferegnyenleg

A transzferegnyenleg GDP-arányos többlete 2021 első negyedében a GDP 2,4 százalékát tette ki, amely megegyezett a 2020 negyedik negyedében megfigyelt szinttel – a transzferegnyenleg többlete tehát továbbra is jelentősen hozzájárult Magyarország kedvező külső egyensúlyi pozíciójának fennmaradásához (7. ábra). A négy negyedéves adat alapján 2021 első negyedében a nettó EU-forrásbeáramlás a GDP 3,1 százalékát tette ki, amely némileg elmarad az előző két negyedévi értéktől, azonban ezzel párhuzamosan az egyéb folyó és tőketranszfer is a korábbinál kisebb mértékben rontotta a transzferegnyenlet. A járvány miatt ugyanis csökkent a rövid távon külföldön munkát vállalók munkavállalói jövedelme, ezzel együtt pedig az egyéb folyó transzfer soron is mérséklődött a külföldön befizetett adók és járulékok összege is, ami kismértékben hozzájárult a transzferegnyenleg javulásához. A fenti tényezők eredőjeként alakult ki az előző negyedévével megegyező többlet.

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

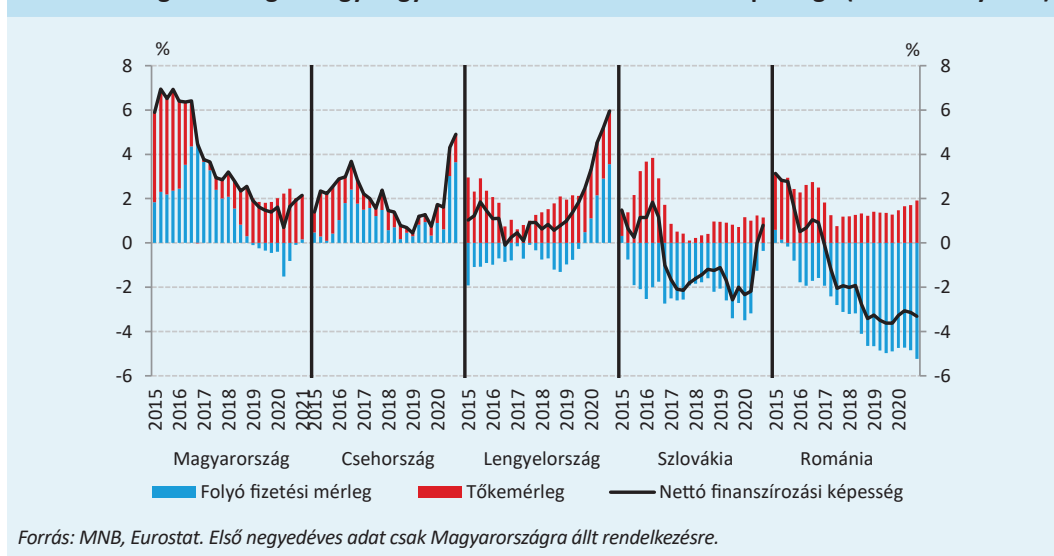
7. ábra: A transferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



1.4. Régiós kitekintés

A járvány hatására a régiós országokban továbbra is jellemzően emelkednek a külső egyensúlyi mutatók – míg a finanszírozási képesség egyedül Romániában jelez hiányt (8. ábra). A régiós országokkal való összevethetőséget korlátozza, hogy a szomszédos országok esetében csak 2020 végéig állnak rendelkezésre adatok. A koronavírus hatására 2020 második felében jellemzően jelentős mértékben nőtt a régiós országok külső egyensúlyi pozíciója, aminek háttérében elsősorban a folyó fizetési mérleg javulása húzódott meg. A mérséklődő belső felhasználás ugyanis az import mérséklődésén keresztül növelte az áru- és szolgáltatásegyenleg egyenlegét. A tökemérleg többlete a régió legtöbb országában – az EU-transzferek felhasználása mellett – stabilan alakult. Érdekes kiemelni a lengyel és cseh külső egyensúlyi folyamatokat, ahol a folyó fizetési mérleg emelkedése jelentős mértéket mutatott. Ez Lengyelországban elsősorban – a vélhetően a zártabb gazdasági szerkezet miatt – a külkereskedelmi egyenleg javulásának köszönhető, míg Csehországban a külföldi vállalatok nyereségének csökkenése miatt a jövedelemegyenleg hiánya is számottevően mérséklődött.

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



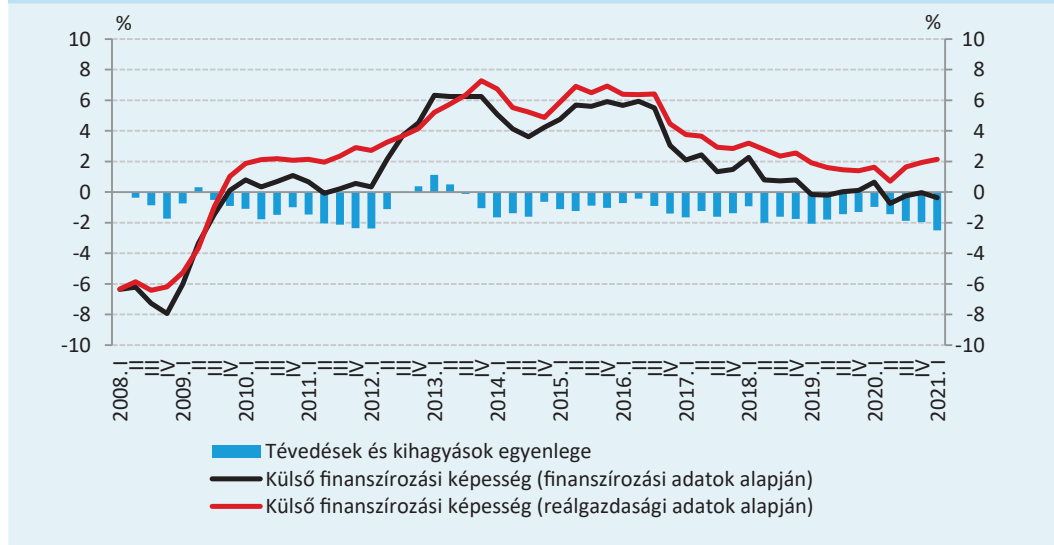
Forrás: MNB, Eurostat. Első negyedéves adat csak Magyarországra állt rendelkezésre.

2. Finanszírozási megközelítés

Az első negyedévben a pénzügyi mérleg, vagyis a finanszírozási oldali külső egyensúlyi pozíció enyhe finanszírozási igénybe váltott az adósságjellegű források beáramlása és a nem adósságjellegű források kiáramlásának eredményeként. A tranzakciókat tekintve a nettó FDI-források a tőkebefektetések bővülésének köszönhetően csökkentek, illetve – szintén a belföldi szereplők befektetéseinek emelkedése miatt – a nettó portfóliórészesítési források esetén is kiáramlás volt tapasztalható. Az adósság típusú források beáramlása végső soron a bankrendszer adósságmutatójának emelkedésében tükröződött, ugyanakkor ennek háttérében elsősorban a nemzetközi tartalékokat csökkentő – részben járvány elleni védekezés és beszerzések miatt – állami devizakiadások álltak. A bankrendszer és az állam adósságmutatója közötti átrendeződést az eredményezte, hogy a jegybanksi eurolikviditást nyújtó swapeszköz igénybevétele 2021 első negyedévének végén alacsonyabb volt az előző év végénél. Mindez az államnál ellensúlyozta az említett kiadások tartalékcsonkító hatását, és növelte a bankrendszer adósságmutatóját.

A finanszírozási adatok szerint 2021 első negyedévében a gazdaság négy negyedéves külső egyensúlyi pozíciója kismértékű hiányba fordult (9. ábra). Ezzel szemben a reálgazdasági megközelítés alapján számított négy negyedéves finanszírozási képesség enyhén bővült. Mindez azt jelenti, hogy a finanszírozási tételek szerint forrásbeáramlás alakult ki, míg a reálgazdasági oldal szerint tovább javult a nettó pozíciónk. A két négy negyedéves külső egyensúlyi mutató közötti eltérés (a „Tévedések és kihagyások egyenlege” ²) értéke így az első negyedévben emelkedett, és enyhén meghaladja a korábbi évek átlagát.

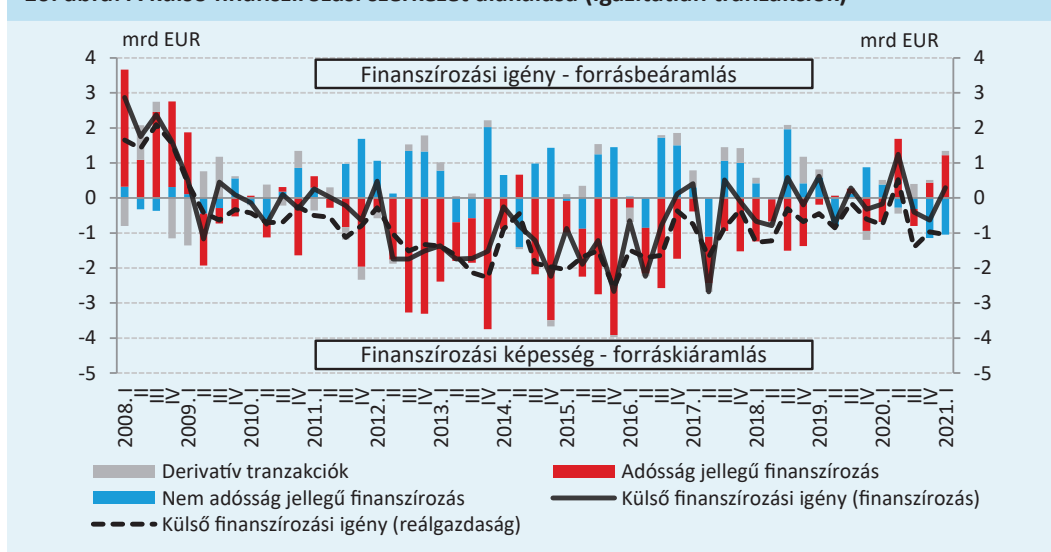
9. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



A negyedéves adatok szerint az első negyedévben a gazdaság nettó külső tartozása enyhén emelkedett, mivel az előző negyedévekkel szemben finanszírozási igény alakult ki (10. ábra). Az első negyedévben tapasztalt nettó forrásbeáramlás döntően az adósságjellegű forrásokhoz kötődött: a nettó adósságállomány a tranzakciókból eredően mintegy 1,2 milliárd euróval emelkedett, ami az előző negyedévhez képest gyorsulást jelent. A nem adósságjellegű források kiáramlása a befektetések számottevő emelkedése mellett valósult meg, ami a közvetlentőke-befektetéseket és a portfólió befektetéseket egyaránt érintette. Mindezek eredményeként az első negyedévben a pénzügyi mérleg alapján számított külső egyensúly – az előző két negyedévi finanszírozási képességből – kismértékű finanszírozási igénybe váltott.

² A fizetési mérleg alakulása a reálgazdasági tranzakciók finanszírozása felől is szemléltethető. A pénzügyi mérleg ugyanis azt mutatja meg, hogy a rezidens gazdasági szereplők milyen, a nettó pénzügyi vagyont érintő ügyletekkel finanszírozták a reálgazdasági tranzakciókat. A reálgazdasági és finanszírozási megközelítés szerinti adatnak elméletben egyezőnek kellene lennie, de a nem integrált adatforrások, a nem teljes körű megfigyelés, illetve az árfolyamok eltérő kezelése eltéréseket okozhat, amit a „Tévedések és kihagyások egyenlege” mutat.

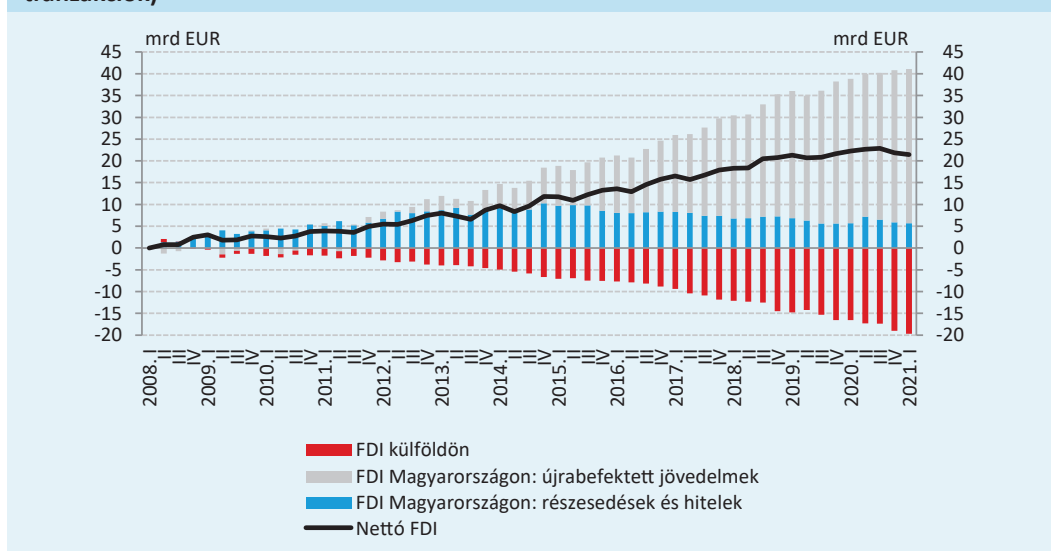
10. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)



2.1. Nem adósság jellegű források

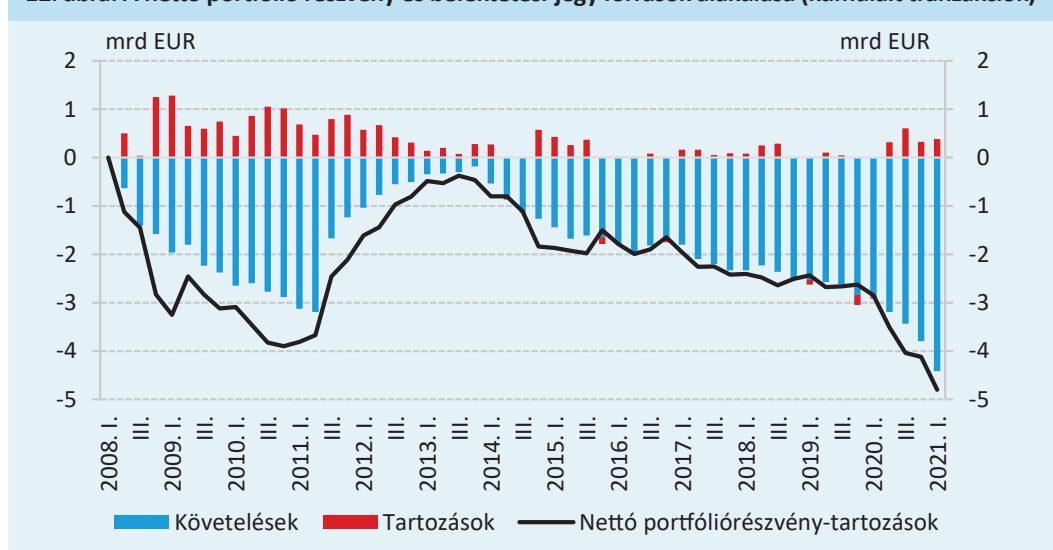
Az év első három hónapjában ismét csökkent a nettó közvetlentőke-befektetések állománya, ami az előző negyedévhez hasonlóan elsősorban a kifizetésekhez kötődött (11. ábra). Az átfolyótőke-tranzakcióktól és az eszközportfólió-átrendeződéstől szűrt adatok alapján a nettó FDI-kiáramlás az első negyedévben 0,4 milliárd eurót tett ki. A nettó FDI növekedésének irányába hatott a külföldi vállalatok újrabefektetett jövedelme, ugyanakkor a közvetlentőke-kifizetések ezt meghaladó mértékű bővülése csökkentette a mutatót. Ez utóbbi több magyarországi nagyvállalat külföldi részesedés vásárlásához, illetve külföldi leányvállalatban történt tőkeemeléséhez kötődött.

11. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)



A nettó portfóliórészesvény-befektetések közel 700 millió euróval mérséklődtek az első negyedévben a hazai kifizetések bővülésének következtében (12. ábra). A nem adósságjellegű források kiáramlásához a közvetlentőke kifizetések mellett a nettó portfólió befektetések csökkenése is érdemben hozzájárult. Ez utóbbi döntő részben a hazai szereplők külföldi kifizetéseikhez kötődött, de a külföldiek hazai részesvény- és befektetési jegy állományának csökkenése is támogatta, mintegy 60 millió euróval. A rezidensek az első negyedévben érdemben növelték a külföldi részesvény és befektetési jegy állományukat, amelynek bővülése együttesen csaknem 620 millió eurót tett ki. Ennek hátterében az állhatott, hogy a koronavírus-járvány harmadik hulláma következtében visszaeső tőzsdei árfolyamokat kedvező beszállási pontnak ítélték meg a hazai befektetők.

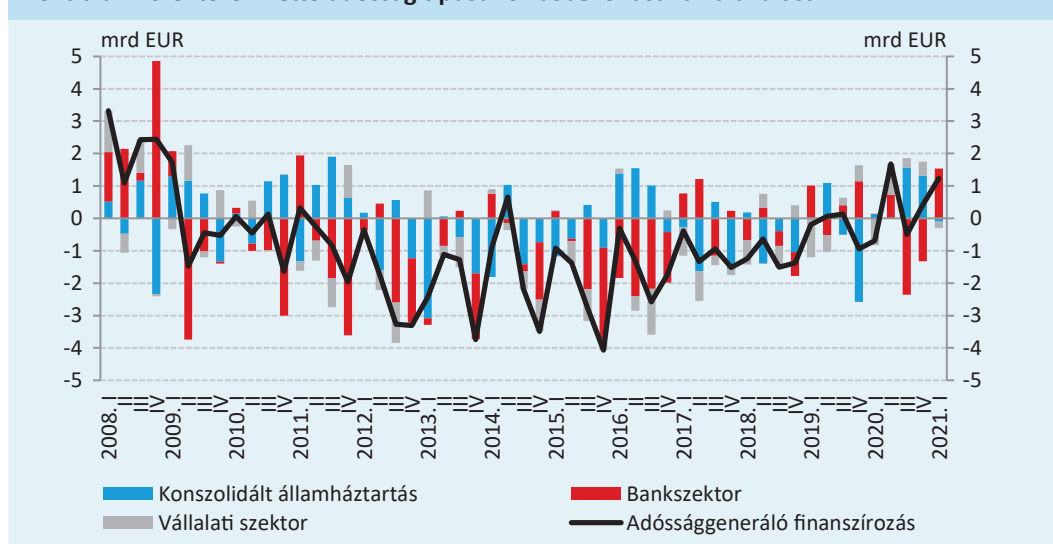
12. ábra: A nettó portfólió részvény és befektetési-jegy források alakulása (kumulált tranzakciók)



2.2. Adósságjellegű források

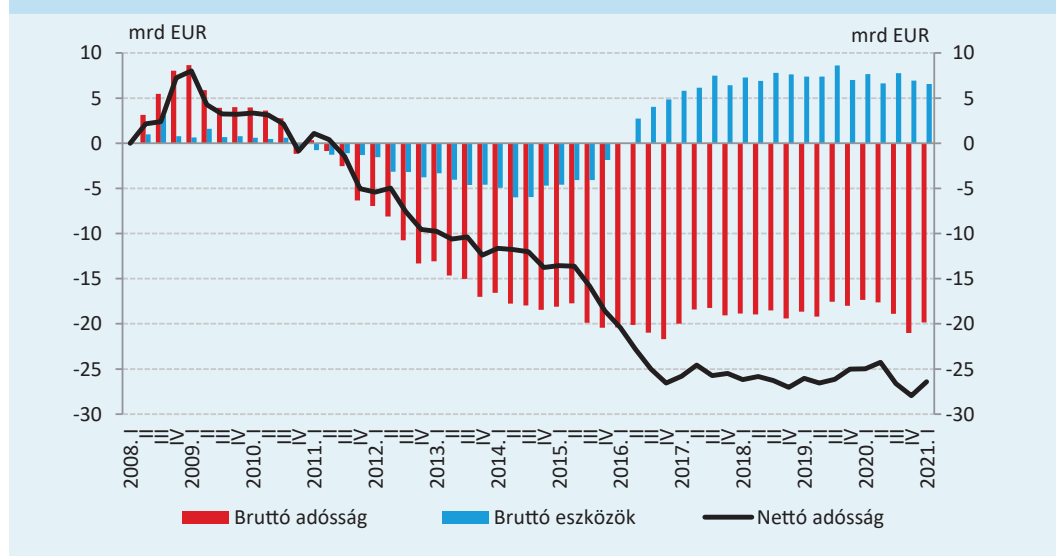
Az első negyedévben a gazdaság nettó külső adóssága a tranzakciókból eredően emelkedett, ami végső soron a bankszektornál csapódott le (13. ábra). Az első negyedévben a bankok nettó külső adóssága tranzakciókból eredően mintegy 1,5 milliárd euróval emelkedett, míg az MNB-vel együtt vett államháztartás mutatója kis mértékben, 0,1 milliárd euróval csökkent. A bankok növekvő nettó külső tartozása döntően ahhoz volt köthető, hogy kevesebb jegybanki eurolikviditást nyújtó swapot vettek igénybe az előző negyedévhez képest, ami az év végéhez képest növelte nettó külső adósságukat. A jegybanki devizalikviditást nyújtó swapállomány ugyanakkor a gazdaság nettó külső adósság szintjére semleges volt, mivel a devizatartalékokat is kisebb mértékben csökkentette az év végénél. A vállalatok nettó külső adóssága a külföldi eszközök növekedéséhez kötődően mintegy 200 millió euróval csökkent.

13. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása



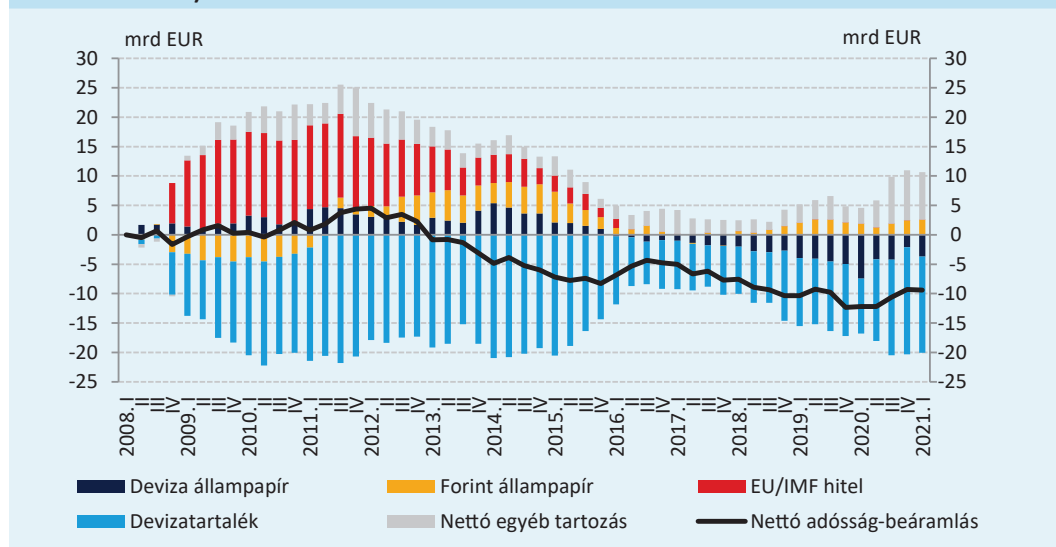
A bankrendszer külföldi tartozásai – az év végi jelentős adósságleépítéshez képest – bővültek, míg a követelései csökkentek, ami együttesen a szektor nettó külső adósságának 1,5 milliárd eurós emelkedéséhez vezetett (14. ábra). A nettó mutató emelkedéséhez a banki tartozások 1,2 milliárd eurós emelkedése és a külföldi eszközök 300 millió eurót kitevő csökkenése egyaránt hozzájárult. A banki nettó külső források jelentős növekedése döntően ahhoz volt köthető, hogy a bankok által igénybe vett jegybanki eurolikviditást nyújtó swapállomány értéke 1 milliárd euróval kevesebb volt az előző negyedévhez képest, ami mindkét bruttó szárat érinthette.

14. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának és követelésének alakulása (kumulált tranzakciók)



Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó adósságjellegű külső forrásai kismértékben, mintegy 0,1 milliárd euróval csökkentek a negyedév során (15. ábra). A konszolidált állam nettó külső adósságát mérsékelte, hogy a bankok kevesebb jegybanki eurolikviditást nyújtó swapot vettek igénybe az előző negyedévhez képest, ami a devizatartalék növekedésének irányába hatott. A devizatartalékot mérsékeltek viszont az állam járvánnyal kapcsolatos eszközbeszerzései és egyéb kifizetései. Ezen felül a külföldiek kismértékben növelték a forint állampapír állományukat a negyedévben, ami mintegy 150 millió euróval növelte az állam tartozását. A negyedévben lejáró devizakötvények, elsősorban egy márciusban lejáró dollárkötvény érdemben mérsékelte a külföldiek állampapír állományát, viszont a devizatartalékot is csökkentette, ezért a nettó külső adósságot nem érintette. A fenti tényezők egymással ellentétes hatásának eredménye az állam nettó külső adósságának kismértékű csökkenése irányába hatott.

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



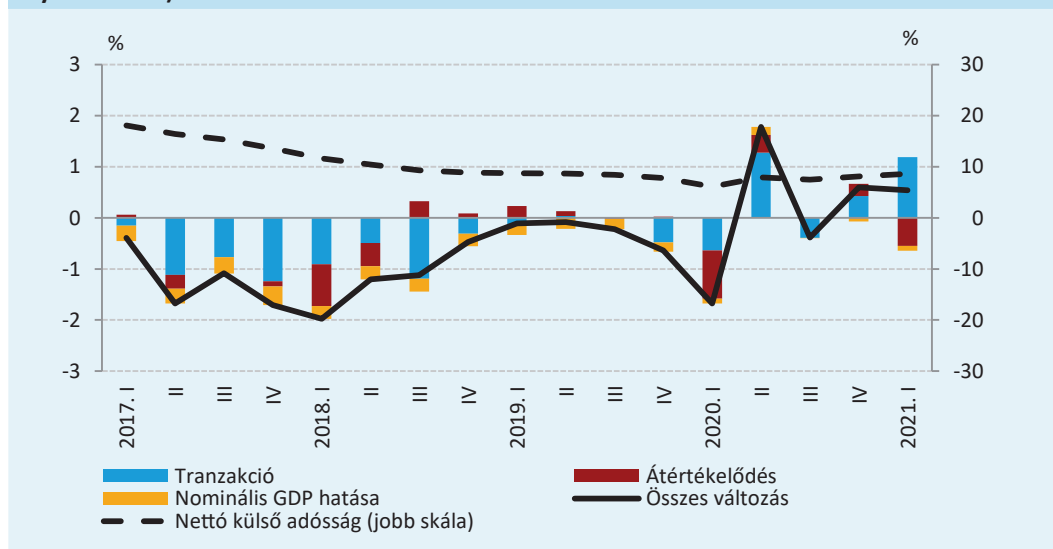
3. Állományi mutatók alakulása

A nettó külső adósság az első negyedév végén a GDP 8,6 százaléka közelében alakult. Az adósságműtató emelkedése a bankokhoz kötődött, amelyet az állam és a vállalatok adósságműtatójának mérséklődése ellensúlyozott. A bankok és az állam adósságműtatójának alakulásában a jegybanki eurolikviditást nyújtó swapeszköz év végihez képest kisebb kihasználtságának szektorok közötti átrendező hatása is szerepet játszott. A GDP-arányos műtatót tekintve a nettó adósságbeáramlás hatását a negyedév során tapasztalt hozamemelkedés hatására megvalósult ártértékelődési hatások, és a gazdasági növekedés újraindulása tompították. A bruttó külső adósság a GDP 58,3 százalékát tette ki, a magánszektor emelkedő tartozásainak és az állam csökkenő külső adósságának eredőjeként relatíve stabilan alakult. A nemzetközi tartalék 32 milliárd eurót tett ki a negyedév végén, a rövid külső adósság feletti mozgástér 10 milliárd euro volt, így a tartalék szintje továbbra is jelentősen meghaladja a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet.

3.1. Az adósságműtatók alakulása

A nettó külső adósság az első negyedév végén a GDP 8,6 százalékát tette ki. A műtatót a nettó adósságbeáramlás hatása növelte, amelyet részben ellensúlyozott az állományok ártértékelődése és a GDP-bővülése. A nettó külső adósság csökkenésének irányába műtató ártértékelődés döntően az árhatháshoz kötődött: a hozamok emelkedése miatt a külföldiek kezében lévő állampapírok árfolyama csökkent, csökkentve ezzel az adósságállományt. Emellett a gazdaság újraindulásával párhuzamosan bővülő nominális GDP szintén lassította az adósságműtató tranzakciókból eredő bővülését (16. ábra).

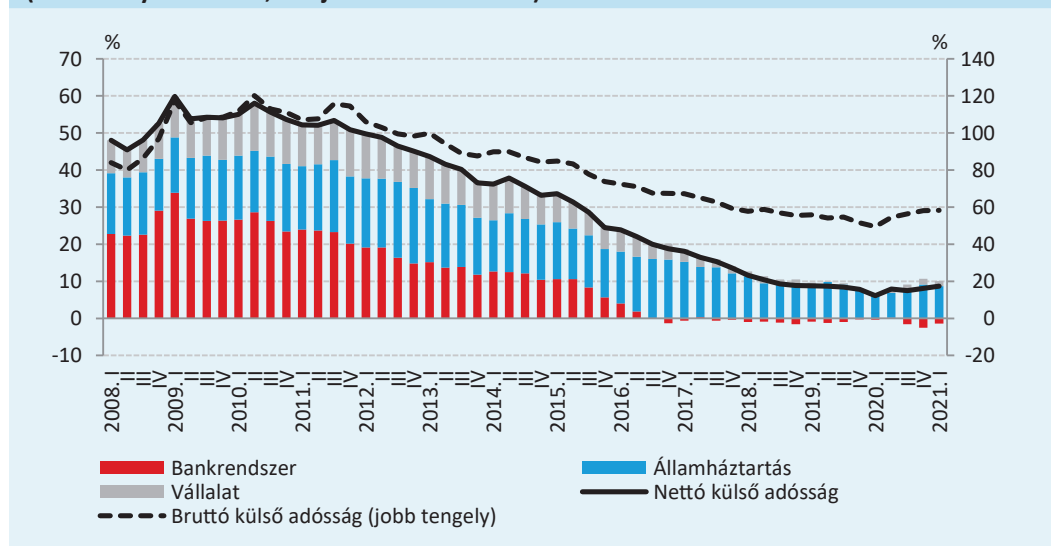
16. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői (tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos értékek)



A GDP-arányos nettó külső adósság 0,5 százalékpontos emelkedése a bankok nettó adósságbeáramlásához kötődött, amelyet az állam és a vállalatok adósságműtatójának mérséklődése ellensúlyozott (17. ábra). A bankrendszer nettó adósságműtatója a GDP 1,1 százalékával emelkedett, ám továbbra is negatív maradt, azaz a bankok külföldi eszközeinek állománya meghaladja a külföldi tartozásait. A műtató emelkedéséhez a bankok külföldi eszközeinek csökkenése és a tartozásaik emelkedése egyaránt hozzájárult, amelyben szerepe lehetett annak, hogy a jegybank negyedév végi eurolikviditást nyújtó swapállománya mintegy 1 milliárd euróval alacsonyabb volt az előző negyedévinél, így a korábban tapasztaltnál kisebb mértékben támogatta a bankrendszer külső adósságműtatójának javulását. Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a GDP 0,5 százalékával csökkent, amely az enyhe adósságkiáramlás mellett a külföldiek kezében lévő állampapírok árfolyamának csökkenése miatti ártértékelődési hatással is összefüggésben állt. A jegybanki eurolikviditást nyújtó swapeszköz az állam nettó külső adósságára a bankokéval ellentétesen hatott: az év végéhez képest kisebb devizanyújtás fékezte a devizataralék – több, egyéb tényezőhöz kapcsolódó – mérséklődését, így javította a műtatót. A nemzetközi tartalékok csökkenése döntően az állami devizafinanszírozáshoz és – részben a járvány elleni védekezés miatti – állami devizakiadásokhoz kötődött. A negyedév során lejáró devizakötvények ugyanakkor az

állam külföldi tartozásait is csökkentették, így a nettó mutató alakulását nem befolyásolták. A külföldiek forint állampapír-állományának tranzakciókból eredő emelkedése enyhén a nettó külső adósság emelkedése irányába hatott. A vállalatok GDP-arányos nettó külső adóssága kis mértékben, a GDP 0,1 százalékaival csökkent: a külföldi eszközök kereskedelmi hitelkövetelésekhez és EU-forrás beáramláshoz kapcsolódó bővülése meghaladta a tartozások – kereskedelmi hitelekhez köthető – bővülését.

17. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)



Az ország GDP-arányos bruttó külső adóssága az első negyedév végén a GDP 58,3 százalékát tette ki. Az adósságmutató a magánszektor adósságnövekedése és az állam bruttó külső adósságának mérséklődése eredményeként relatíve stabilan alakult. A magánszektor bruttó tartozásainak emelkedése egyrészt a **bankrendszer** rövid adósságállományának növekedéséhez kötődött, amiben szerepe lehetett, hogy a jegybanki eurolikviditást nyújtó swapokon keresztül megszerzett deviza az év végéhez képest kisebb mértékű volt, amelyből így az év végi alkalmazkodásnál kisebb mértékű adósságépítést tudtak végrehajtani. Emellett a **vállalatok** külső adósságállományának emelkedése is növelte a bruttó mutatót, ami elsősorban a – gazdaság újraindulásával párhuzamosan – bővülő kereskedelmi hiteltartozásokkal állt összefüggésben.

Az **MNB-vel konszolidált állam** bruttó külső adósságának csökkenése elsősorban a negyedév során lejáró devizakötvények törlesztéséhez kötődött. Emellett az adósságmutató csökkenésének irányába hatott a jegybanki eurolikviditást nyújtó swapeszköz 2020 végéhez képest kisebb mértékű igénybevétele is. E tényezők hatását részben ellensúlyozta a külföldiek állampapír-állományának emelkedése és a negyedév során megvalósult devizahitel-lehívások hatása. Az állam bruttó külső adósságának mérséklődéséhez a tranzakciókon túl az állományok – hozamemelkedéshez kapcsolódó, árváltozás miatti – átértékelődése is hozzájárult.

3.2. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása

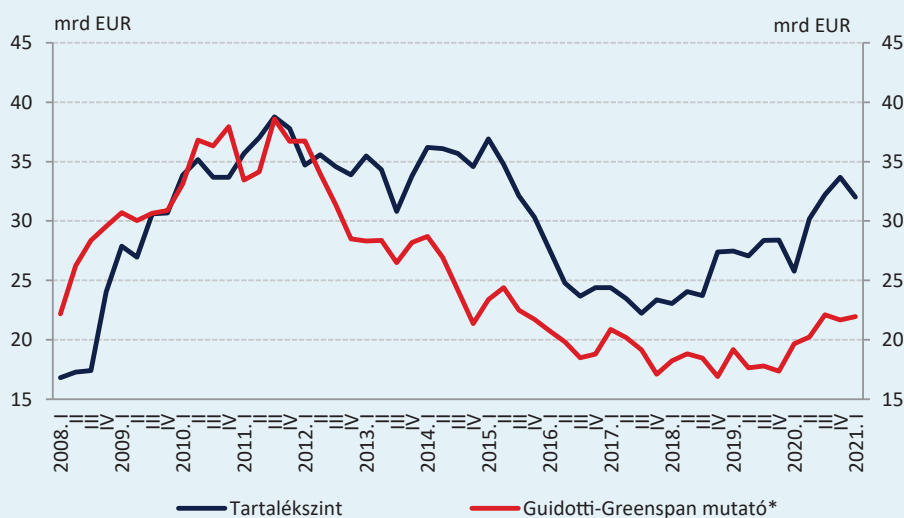
A devizatartalék szintje 2021 első negyedévében 1,7 milliárd euróval csökkent a 2020. decemberi szinthez képest, így az első negyedév végén 32 milliárd eurót tett ki. A tartalékok alakulását több tényező befolyásolta, amelyek közül a legjelentősebbek az alábbiak:

- Az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) nettó devizafinanszírozása összesen 1,5 milliárd euróval csökkentette a tartalékot, amely egy nagyobb állományú dollárkötvény márciusi lejáratát tükrözte.
- A MÁK devizatranzakcióinak tartalékcsökkentő hatása közel 0,7 milliárd eurót tett ki.
- A forintlikviditást nyújtó FX-swap eszköz állományváltozása közel 0,2 milliárd euróval csökkentette a tartalékszintet. A forintban kifejezett swapállomány 1606 milliárd forintról 1553 milliárd forintra csökkent, a 2021. március végi állomány 4,3 milliárd eurónak felelt meg.

- Az európai uniós források tartaléknövelő hatása mintegy 0,7 milliárd euro volt, amely döntően agrártámogatási programokból adódott.
- Az egyéb devizák euróval szembeni árfolyamváltozása, illetve az arany euróban kifejezett átértékelődése közel 0,2 milliárd euróval növelte a devizatartalékokat.
- A negyedév végi eurolikviditást nyújtó swapeszköz év végéhez képest alacsonyabb kihasználtsága és az igénybe vett nemzetközi repolehívások egyenlege enyhén növelte a tartalékokat.

Az MNB nemzetközi tartalékainak állománya 2021 első negyedévének végén 10,1 milliárd euróval haladta meg a befektetők által kiemelten figyelt rövid lejáratú külső adósság szintjét. A nemzetközi tartalékok 2021. március végén 32,0 milliárd eurót tettek ki, a rövid külső adósság pedig 21,9 milliárd eurót. A rövid külső adósság első negyedévben tapasztalt kismértékű növekedése a magánszektor rövid külső adósságának emelkedése, valamint az MNB-vel konszolidált államháztartás rövid lejáratú adósságának csökkenése mellett következett be. A jegybank és a befektetők által is kiemelten követett Guidotti-Greenspan mutató feletti mozgástér így továbbra is meghaladja a 10 milliárd eurót, ami kiemelten biztonságos tartalékmegfelelést jelent (18. ábra).

18. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya



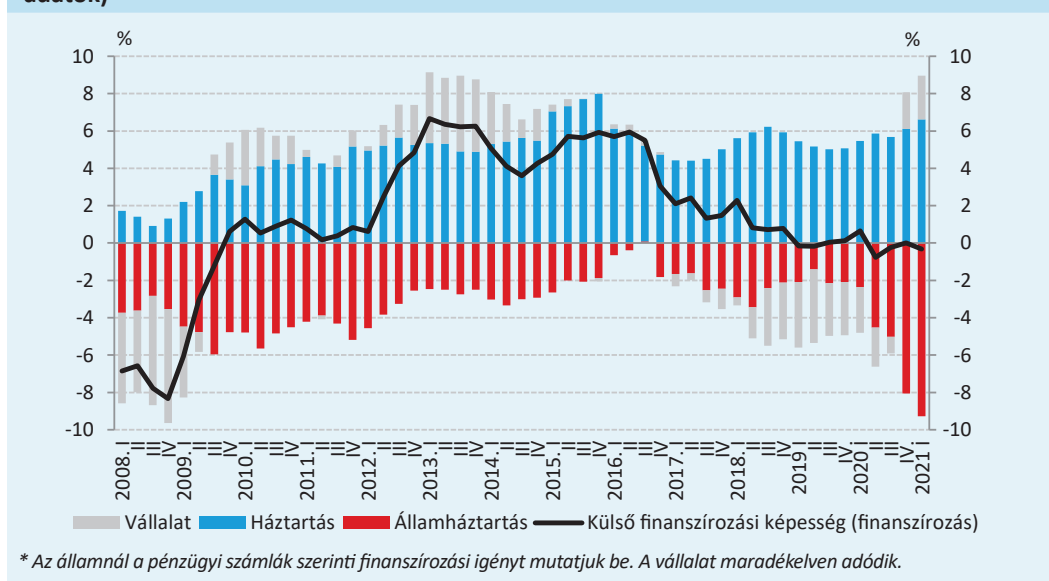
* Guidotti-Greenspan-mutató: a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság.

4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés

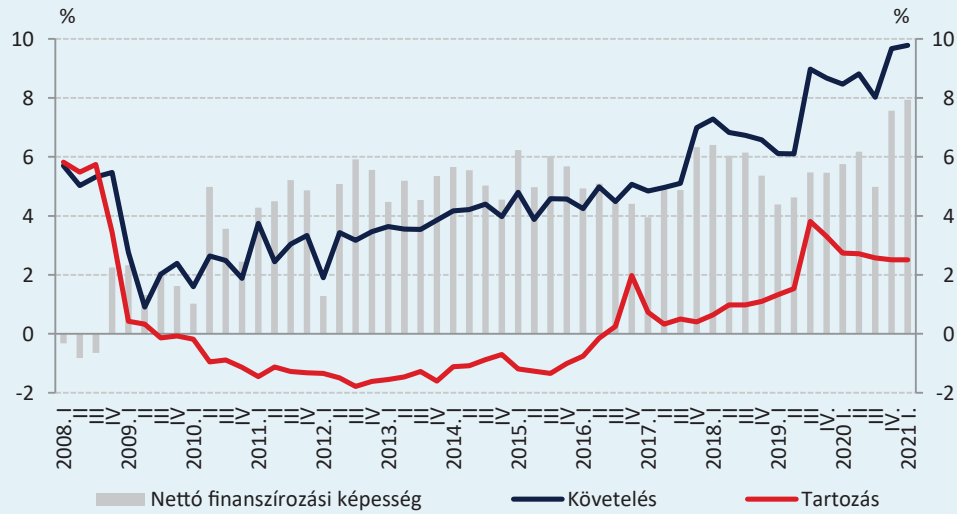
A szektorok megtakarítása szerinti egyensúlyi pozíciókat vizsgálva tovább emelkedett az államháztartás finanszírozási igénye. A magasabb költségvetési hiány a járvány miatt egyaránt mérséklődő adóbevételekre és emelkedő kiadásra vezethető vissza – ezzel párhuzamosan ugyanakkor (részben a magasabb állami kiadásoknak is köszönhetően) a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása is emelkedett. A lakosság magas nettó megtakarítása elsősorban az emelkedő pénzügyi követelésekhez köthető, ami a pénzügyi eszközök széles körét érintette, de továbbra is erős volt a lakosság állampapír-állományának bővülése.

A szektorok megtakarítási folyamatai szerint az állam finanszírozási igényének emelkedését 2021 elején is nagyjából ellensúlyozta a magánszektor tovább javuló pozíciója, így a külső finanszírozási képesség nem változott jelentősen (19. ábra). A gazdaság összehúzódása miatt mérséklődő bevételek, a koronavírus-járvány elleni védekezés költségei, illetve a gazdaságvédelmi intézkedésekhez köthető kiadások hatására a költségvetési hiány négy negyedéves értéke a GDP 9 százaléka körül alakult. Ennek hatását nagyjából ellensúlyozta a magánszektor nettó pénzügyi megtakarításának emelkedése: a belső felhasználás csökkenésével és a magas állami kiadásokkal összefüggésben a háztartások négy negyedéves nettó megtakarítása tovább, a GDP 6 százaléka fölé emelkedett, miközben a vállalatok finanszírozási képessége is meghaladta a GDP 2 százalékát.

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

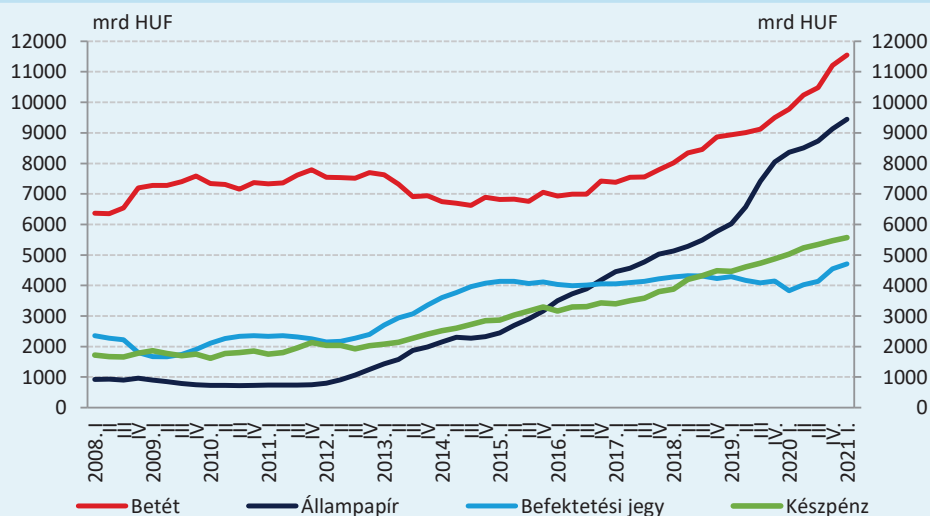


A háztartások 2021 elején is jelentős mértékű nettó pénzügyi megtakarítása elsősorban a pénzügyi követelésbővülés magas értékének köszönhető, a nettó hitelfelvétel nagyjából stabilan alakult (20. ábra). A háztartások magas pénzügyi eszközfelhalmozásában több tényező együttes hatása tükröződött: egyrészt a járvány következtében bizonytalanabbá váló jövedelmi kilátások miatti óvatosság, másrészt a járvány elleni korlátozó intézkedések fogyasztást visszafogó hatása, illetve a hitelmoratórium miatt mérséklődő törlesztőrészletek egy részének megtakarításra kerülése. A lakosság GDP-arányos nettó hitelfelvétele az előző negyedévekben tapasztalt szint körül alakult, és elsősorban a babaváró és lakáscélú hitelek felvétele határozta meg. Fontos ugyanakkor, hogy ezen hitelek felvétele is hozzájárulhatott a pénzügyi eszközök magas növekedéséhez: a babaváró hitelek vélhetően átmenetileg pénzügyi eszközökben csapódhattak le, míg a használt lakás megvásárlására felvett hitel egy másik háztartás pénzügyi vagyonát gyarapítja.

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

* Alapfolyamatokat bemutató, a nyugdíjpénztári megtakarításokkal, végtörlesztéssel és a reálhozam-kifizetéssel, a felszámolt takarékszövetkezetek betéteseinek kártalanításával, valamint a forintosítás és elszámolás hatásával korrigált értékek. Az idősorok külön igazítva.

A lakosság pénzügyi követeléseinek jelentős növekedése az eszközök széles körét érintette, azonban továbbra is jelentős volt az állampapírok növekedése (21. ábra). A lakosság eszközallokációs döntéseire vélhetően 2021 elején is hatással volt a koronavírus-járvány, ami a likvid megtakarítási formák iránt továbbra is élénk keresletben tükröződött: a folyószámla betétek növekedése meghaladta a 300 milliárd forintot, ami közel kétszerese az előző év azonos időszaki értékének, miközben a készpénz iránti kereslet is élénk maradt. A korábbi negyedévekhez hasonlóan emelkedett a lakosság befektetési alapokban tartott pénzügyi vagyona, de az első negyedévben a háztartások a részvényt piacon is nettó vásárlást hajtottak végre. 2021 elején is jelentős 300 milliárd forintot meghaladó mértékű lakossági megtakarítás áramlott az állampapír-piacra, amin belül továbbra is a MÁP+ konstrukció a legnépszerűbb: állományának első negyedévi bővülése meghaladta a 300 milliárd forintot. A rövidebb futamidejű, 1MÁP papírok csökkenése némileg lassult, miközben 180 milliárd forinttal a PMÁP papírok is mérséklődtek. Összességében a háztartások állampapír-állományának növekedése továbbra is támogatja az állam belső forrásokból történő finanszírozását.

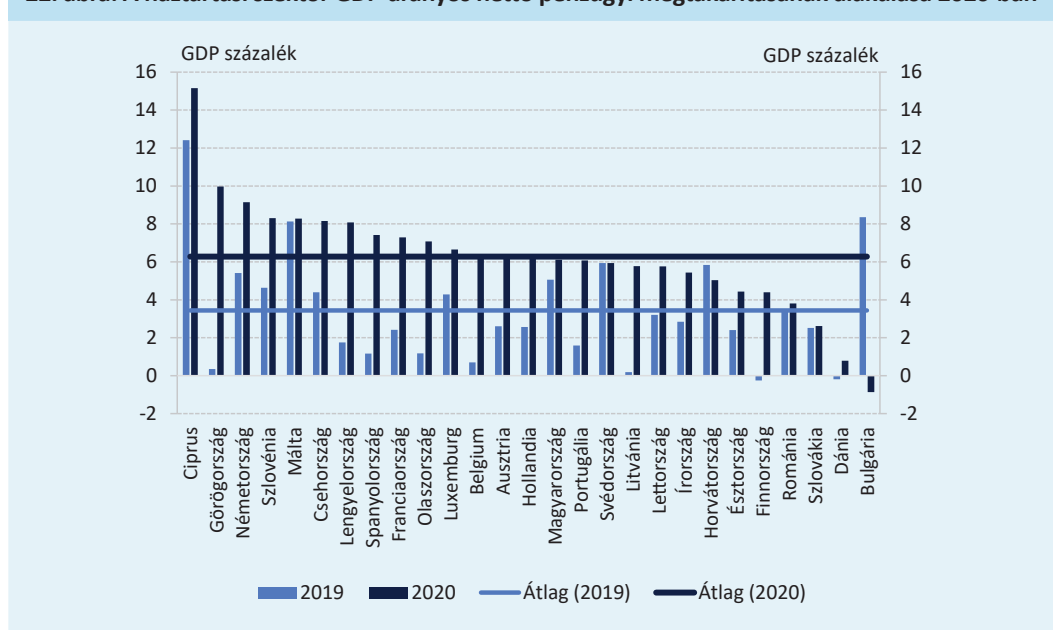
21. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása

5. Hogyan alakulhat a lakosság pénzügyi megtakarítása a nyitás után?

Kiemelt témánkban azt vizsgáltuk meg, hogy hogyan alakulhat a lakosság pénzügyi megtakarítása a járvány elmúltával. A koronavírus hatására 2020-ban az uniós országokban jelentősen emelkedett a lakosság pénzügyi megtakarítása. A gazdasági egyensúly szempontjából kiemelt fontosságú, hogy a gyors gazdasági helyreállást követően milyen megtakarítási folyamatok várhatóak, milyen mértékben eshetnek vissza a válság időszakában megemelkedett megtakarítások. A megtakarítások nagyobb mértékű csökkenése az uniós országokban viszonylag ritka esemény, és jellemzően inkább a 2008 előtti gyors növekedési időszakhoz volt köthető – Magyarországon is a GDP-arányos megtakarítás nagyobb mérséklődése a 2000-es évek eleji, gyors hitelbővüléséhez volt köthető. 2020-ban a járvány gazdasági hatásaként az uniós országokhoz hasonlóan Magyarországon is emelkedett a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása, ugyanakkor annak mértéke – a nemzetközi szinten kismértékű visszaesést mutató fogyasztás és relatíve stabil munkapiac mellett – visszafogott volt. Az európai országokban a megtakarítás a fogyasztás nagyobb bővülésével, illetve a munkanélküliség – vagyis az óvatossági motívumok – mérséklődésével párhuzamosan csökken; a 2008-as válság tapasztalatai alapján várhatóan több év alatt, fokozatosan. Magyarországon a gazdaság újranyitásával párhuzamosan megugró fogyasztás átmeneti hatásai mellett a megtakarítások visszafogott csökkenésére lehet számítani a következő években. Ezt támasztja alá, hogy a fogyasztás visszaesése 2020-ban uniós összehasonlításban mérsékelt volt, ezért várhatóan a visszarendeződés megtakarításokat csökkentő hatása is visszafogott maradhat. Hosszabb távon pedig a fundamentális folyamatok – az alacsony munkanélküliség, a lakossági jövedelmek jövőben várható emelkedése, illetve a hitelfelvétel dinamikájának várt csökkenése – is a magas megtakarítási ráta tartós fennmaradása irányába mutatnak, amelyet több hazai intézkedés (például a 2022-re bejelentett adókedvezmény és -visszatérítés, illetve a hitelezési moratórium fokozatos kivezetése) is támogat.

A Fizetési mérleg jelentés kiemelt témájának középpontjába a lakossági megtakarítások alakulása került, hiszen az alapfolyamatokra vonatkozóan a járvány jelentős bizonytalanságot hozott. A járvány kitörésekor nem volt egyértelmű, hogy a válság következtében a lakosság pénzügyi megtakarítása a 2008-as válságban tapasztaltakhoz hasonlóan emelkedni fog, vagy a külső kereslet és foglalkoztatás hirtelen beesése miatt a jövedelmek visszaesése ezt nem teszi lehetővé. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítását az előző válságban az is növelte, hogy a korábban jelentős hitelfelvétel törlesztésbe fordult – az elmúlt években ugyanakkor a lakosság hitelfelvétele visszafogott maradt. Így az előző válság után a hitelekhez köthető „kényszermegtakarítás” most nem növelhette a nettó pénzügyi megtakarítást – sőt, a kedvező feltételű babaváró hitelek inkább ellentétes irányú hatással lehettek (ami ugyanakkor segíti a válság gazdaságra gyakorolt negatív hatásának a tompításában). **Ugyanakkor az egyes szolgáltatások korlátozása (például szórakozóhelyeket, valamint éttermeket, szálláshelyeket érintő szabályok), valamint a kijárási korlátozások számos más tekintetben a korábbi példánál jelentősebb megtakarításokkal járhattak a háztartásoknál.** A következőkben a hazai reálgazdasági folyamatok ismertetése után részletesebben is bemutatjuk a pénzügyi megtakarítás alakulását és összetételének változását, majd az uniós országok lakosságának megtakarításait is megvizsgáljuk annak érdekében, hogy a hazai folyamatokat nemzetközi, illetve régiós kontextusba helyezzük.

A járvány gazdasági hatásaként az uniós országokban 2020 során jellemzően nagymértékben növekedett a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása, ami jelentősen tompította a járvány külső egyensúlyra gyakorolt negatív hatását. Az Európai Unióban a járvány hatására több tényező is visszafogta a lakosság fogyasztásának növekedését, így a jövedelmbővülés mérséklődése ellenére a szektor GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítása jellemzően nagymértékben emelkedett (22. ábra). A munkanélküliség növekedése miatt felerősödő óvatossági motívumok mellett a növekedéshez a lezárások miatti „kényszermegtakarítás” is jelentősen hozzájárulhatott. A lakossági megtakarítás növekedése különösen fontos volt a költségvetési hiányok megugrásának időszakában, hiszen így fékezte a fiskális egyensúlytalanság külső egyensúlyba történő átglyűzését – ugyanakkor azt is fontos látni, hogy a hiányok kialakulásában részben szerepet játszó lakossági és vállalati transzferek is hozzájárulhattak a háztartási szektor pénzügyi megtakarításának emelkedéséhez.

22. ábra: A háztartási szektor GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarításának alakulása 2020-ban

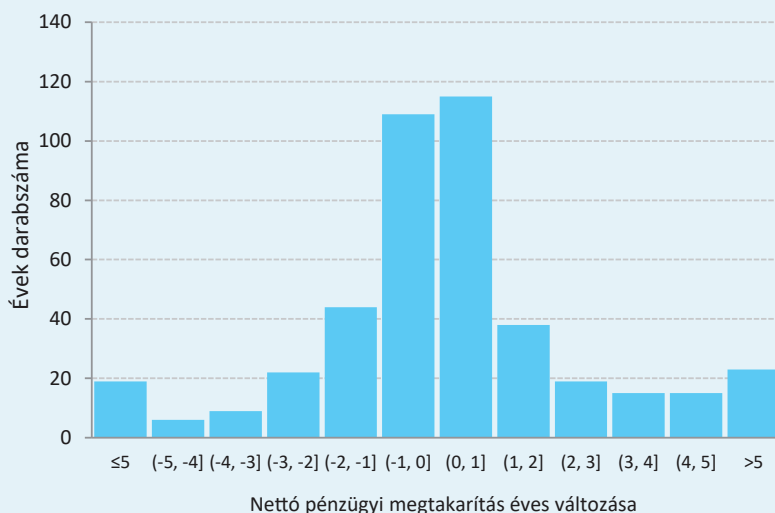
Jelentős bizonytalanság övezi azt a kérdést, hogy a tavalyi év során felhalmozódott pénzügyi megtakarítás milyen mértékben csökkenhet 2021-ben. Az uniós országok gazdaságai az átoltottság növekedésével párhuzamosan folyamatosan nyitnak, és a fogyasztási lehetőségek újbóli kitérülésével a korábban felhalmozott, részben „kényszerből” képződött megtakarítások egy része is elköltésre kerülhet. Így 2021 egyik központi kérdése – növekedési és egyensúlyi szempontból egyaránt –, hogy milyen mértékben csökkenhet a lakosság megtakarítási rátája. Kiemelt témánkban ezért a múltbeli folyamatok alapján ezt a kérdéskört járjuk körbe: először a háztartások pénzügyi megtakarításában bekövetkezett változások nagyságát vizsgálva, majd annak reagálását a fontosabb makrogazdasági változókra, végül kitérve a hazai folyamatokat árnyaló egyedi tényezőkre.

5.1. A megtakarítás múltbeli változásának nagysága

Az uniós országokban a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása jellemzően stabilan alakul és éves szinten kismértékben változik – ugyanakkor a megtakarítás előző válságban tapasztalt növekedését néhány országban nagyobb mértékű csökkenés követte. A 2000-től (néhány országokban csak későbbi évektől) elérhető megtakarítási adatok szerint a háztartási szektor GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítása az esetek több mint kétharmadában csupán a GDP legfeljebb 2 százalékaival változott (23. ábra). A több mint 430 darab éves változást vizsgálva ugyanakkor előfordult 19 olyan év is, amikor egy országban 5 százalékpontot meghaladó mértékben csökkent a megtakarítási ráta. Az egyedi esetektől³ eltekintve a nagyobb csökkenések jellemzően két időszakhoz voltak köthetőek: egyrészt a 2008 előtti prosperitáshoz és likviditásbőséghez, ami a lakosság szempontjából tartósan kedvező jövedelmi viszonyokat és jelentős hitelfelvételt jelentett; másrészt a válság utáni megtakarítási korrekcióhoz kötődtek (például Görögországban, Bulgáriában, Lettorszában vagy Litvániában). Ezzel szemben a nagymértékű (5 százalékpontot meghaladó) növekedések erősen kötődnek a válságeseeményeket követő nagyobb óvatossághoz, hiszen az esetek többnyire a 2009-ben és 2020-ban tapasztalt megtakarítási ugrásokat tükrözik.

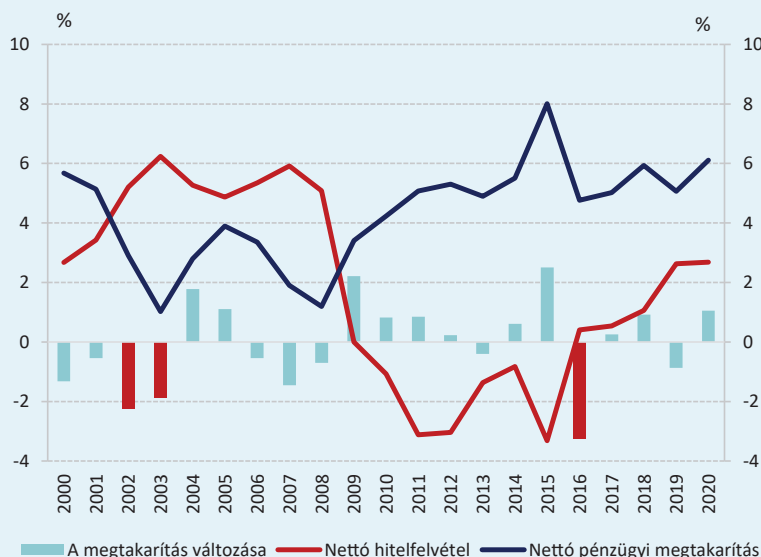
3 A nagyobb mértékű visszaesések közel negyede Romániához kötődik, ahol az elmúlt években a járulékfizetés vállalatok és magánszemélyek közti átrendezése járult hozzá a megtakarítási rátában tapasztalt visszaeséshez, de Litvániában is vélhetően a lakosság megtakarítási szándékaitól független tényező vezetett a nem tőzsdéi részvényekben megtestesült megtakarítások GDP arányosan vett 15 százalékpontos csökkenéséhez, ami bizonyos években a pénzügyi eszközeinek jelentős mérséklődésével járt együtt.

23. ábra: A GDP-arányos nettó háztartási pénzügyi megtakarítás éves változásának megoszlása (EU-országok 2000-től elérhető éves adatain, Málta és Ciprus nélkül)



Magyarországon a többi országgal összevetve különösen stabilnak tűnik a lakosság pénzügyi megtakarításának alakulása, ami a múltban csak a hitelfelvételben történt jelentős változás hatására csökkent 2 százalékpontot enyhén meghaladó mértékben. A hazai megtakarítási hányad az elmúlt két évtizedben viszonylag szűk, a GDP 1-8 százalékos sávjában alakult, miközben a régiós országokban nem ritka, hogy a lakosság GDP-arányos pénzügyi megtakarítása 18-20 százalékos tartományt is bejárt. Ebből adódóan a hazai megtakarítási ráta csak három évben csökkent 2 százalék körüli, vagy azt meghaladó mértékben, amelyek mindegyikében a hitelfelvételben bekövetkezett jelentős változás tükröződött (24. ábra). 2002-2003 során a korábbi likviditási korlátok oldódása, illetve a lakáshiteleket támogató rendszer miatt korábban nem tapasztalt szintre ugró hitelfelvétel okozta a nettó pénzügyi megtakarítás csökkenését. 2015-ben pedig a devizahitelek forintosítása és elszámolása miatt ugrott meg a pénzügyi megtakarítási ráta, majd a következő évben történt korrekció során csökkent a lakosság finanszírozási képessége.

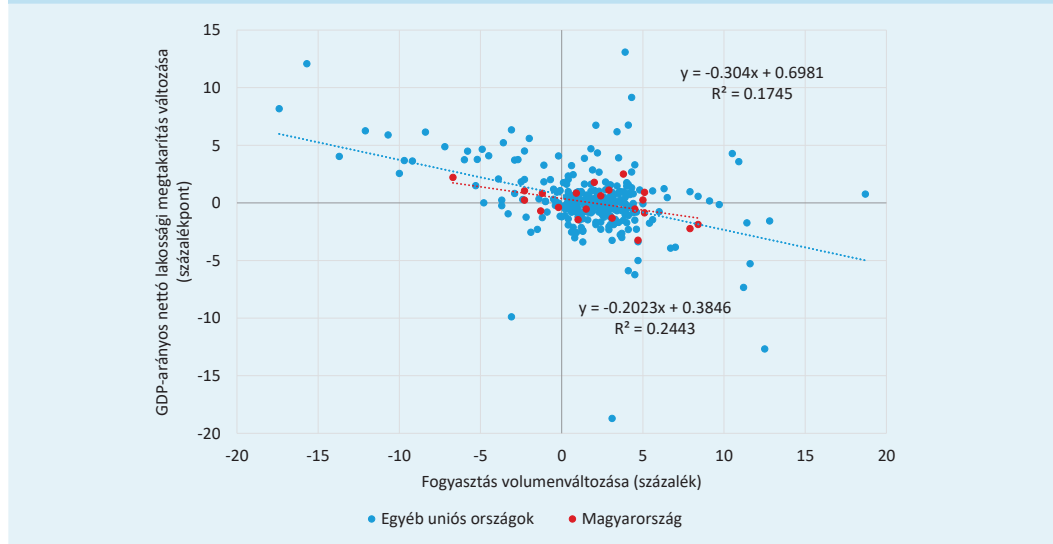
24. ábra: A magyar háztartások GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítása és változása



5.2. A főbb makrogazdasági változók hatása

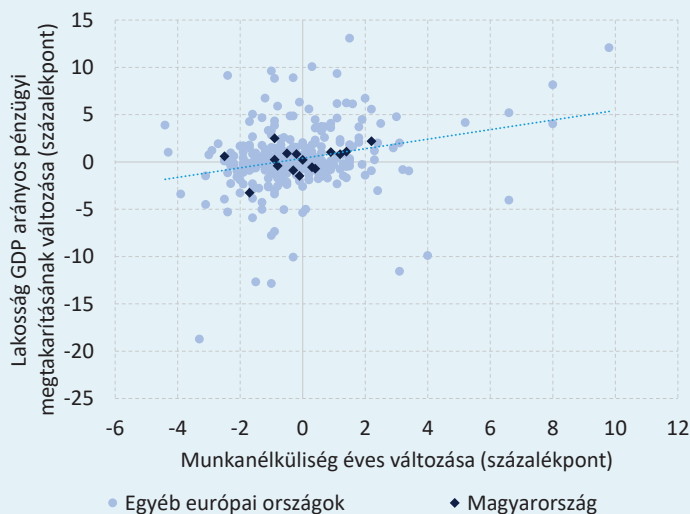
A fogyasztás és megtakarítás közötti negatív összefüggés mellett a két változó egyidejű növekedése is számos alkalommal előfordul (25. ábra). Sok makrováltozó befolyásolhatja a megtakarítások alakulását, vagy tükröződhet benne a lakosság pénzügyi megtakarításának változása. Az egyik legerősebb összefüggés az uniós országok körében a lakossági fogyasztás változásával figyelhető meg, aminek (jellemzően válságok alatt tapasztalható) csökkenése általában a lakosság GDP-arányos megtakarításának növekedésével jár együtt. Nem ilyen egyértelmű ugyanakkor a fogyasztás növekedésekor tapasztalható változás, hiszen amellett, hogy a fogyasztásbővüléssel párhuzamosan a megtakarítás is csökkent, számos olyan eset is megfigyelhető, amikor a fogyasztás növekedése mellett is érdemben emelkedett a lakosság pénzügyi megtakarítása. Ennek hátterében vélhetően az áll, hogy a stabil GDP növekedés mellett emelkedő bértömeg megfelelő mértékű forrást biztosíthat a fogyasztás és a megtakarítás egyidejű emelkedésének is. Az ábrán az is szembetűnő, hogy mennyivel kisebb a hazai megtakarítási ráta változékonysága, illetve, hogy a lakosság finanszírozási képessége gyengébben reagál a fogyasztásbővülésre, mint az európai országokban jellemző (kisebb a trendvonal meredeksége): a fogyasztás viszonylag nagy, 7-8 százalékos reálnövekedése sem járt a pénzügyi megtakarítás nagy növekedésével.

25. ábra: A lakossági fogyasztás volumennövekedése, és a lakosság GDP-arányos pénzügyi megtakarításának változása



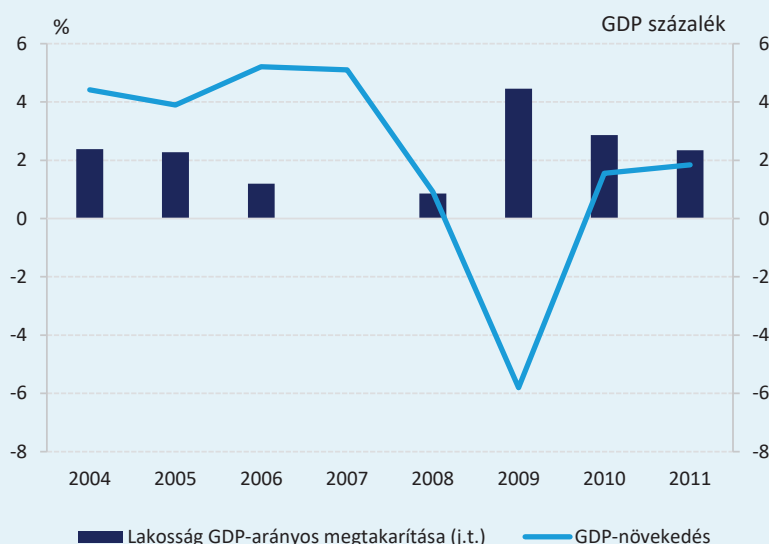
A munkanélküliségből fakadó bizonytalanság emelkedésére jellemzően a pénzügyi megtakarítások növelésével reagálnak a háztartások, aminek hatását csak mérsékli a kisebb lakossági jövedelem (26. ábra). Egy másik viszonylag könnyen belátható összefüggés, hogy a munkanélküliség emelkedése mellett általában nő a lakosság pénzügyi megtakarítása. Ezt az magyarázza, hogy a munkanélküliség emelkedése általában a bizonytalanság növekedésével is együtt jár, amikor a háztartási szektor jellemzően igyekszik megnövelni pénzügyi tartalékainak értékét. A megnövekvő munkanélküliséget ugyanis a munkanélküliség várható bekövetkezésének magasabb valószínűségeként értékelhetik a háztartások, ami magasabb megtakarításhoz vezet. Természetesen ennek hatását mérsékli, hogy a háztartások által kapott összes jövedelem – a magasabb munkanélküliség miatt mérséklődő foglalkoztatásból adódóan – csökken, így kisebb az az összeg, amiből a háztartások félretehetnek.

26. ábra: A munkanélküliség és a GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítás változása az Európai Unió országaiiban



Az uniós országokban a 2009-es válság előtti likviditásbőségen is alapuló gyors növekedés a megtakarítások csökkenésével, a válság miatti gazdasági visszaesés a nettó pénzügyi megtakarítás emelkedésével járt együtt – míg a következő évek GDP növekedése mellett a megtakarítások fokozatosan korábbi szintjükre korrigálódtak (27. ábra). A lakosság GDP-arányos pénzügyi megtakarítása a válság előtti években megfigyelhető likviditásbőség melletti gyors növekedést mutató periódusban fokozatosan mérséklődött az unió országainak átlagában. A GDP második félévi visszaesésével összhangban a lakosság megtakarítása már 2008-ban emelkedett, ami 2009-ben a nagyobb gazdasági visszaesés hatására tovább fokozódott. A GDP növekedési pályára állásával 2010-11 folyamán aztán fokozatosan mérséklődött a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása. Az uniós országok tapasztalata alapján tehát a gazdaság zsugorodásakor átlagosan érdemben emelkedett a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása, ami mintegy 2 év alatt tért vissza korábbi „normál” szintjére.

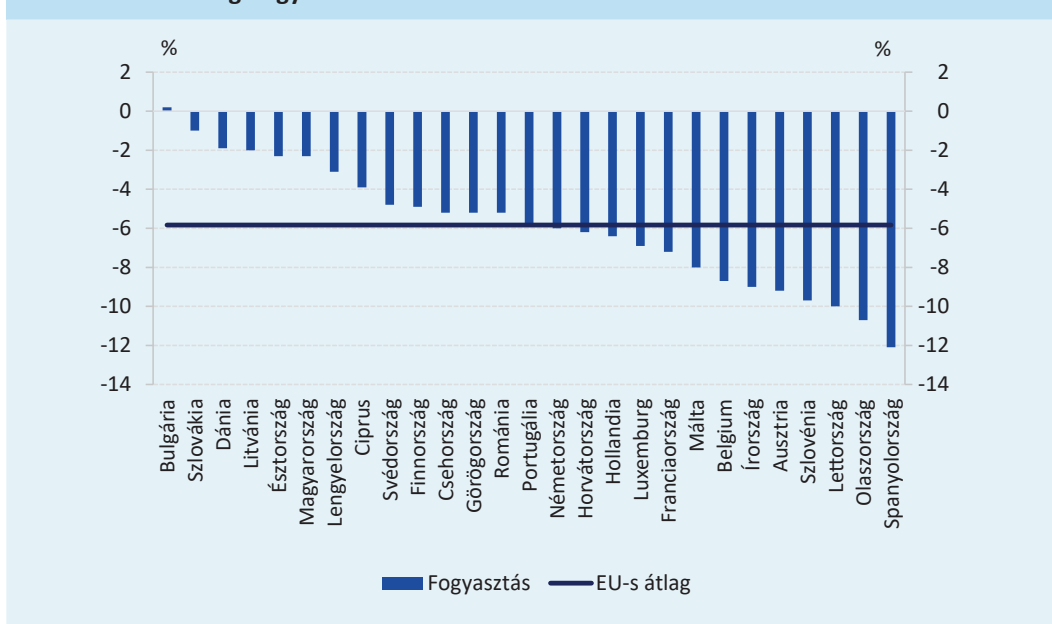
27. ábra: A GDP-növekedés és a GDP-arányos megtakarítás változása



5.3. Mi várható a következő időszakban?

A lakossági fogyasztás egyik legkisebb visszaesése volt megfigyelhető Magyarországon, ami a nemzetközi összehasonlításban, és idősorosan is alacsony munkanélküliséggel együtt a megtakarítások mérsékelt csökkenését jelezheti előre 2021-ben. A korábban bemutatottak alapján a lakossági fogyasztás 2021-es növekedése meghatározhatja a megtakarítás alakulását 2021-ben. Ugyanakkor az uniós országok mezőnyében a magyar lakossági fogyasztás visszaesése 2020-ban az egyik legalacsonyabb volt, érdemben elmaradva az uniós átlagtól (28. ábra). Ennek hatására várhatóan a fogyasztás növekedése – a viszonylag magas bázis miatt – is viszonylag alacsony maradhat 2021-ben, ami az Uniós országokhoz képest a megtakarítások visszafogott mérséklődéséhez vezethet. Erre utal a jegybank friss – júniusi inflációs jelentésben publikált – előrejelzése is, amely szerint a lakossági fogyasztás bővülése 2021-ben várhatóan a 2019-es 5 százalék közelében alakulhat. A megtakarítások mérsékelt csökkenését támogatja az is, hogy a munkanélküliség is kifejezetten alacsony volt – mindössze 4,3 százalék, szemben az Uniós átlag 6,8 százalékkal – Magyarországon, így ennek várható mérséklődése is csak visszafogott hatással lehet a megtakarításokra.

28. ábra: A lakossági fogyasztás volumenváltozása 2020-ban



A megtakarítások visszafogott mérséklődését számos hazai intézkedés is támogatja. A többi országhoz képest visszafogottabb fogyasztás- és munkanélküliség változás mellett a fundamentális tényezők, illetve a hazai gazdaságpolitikai lépések is mérsékeltebb megtakarítás-csökkenés irányába hatnak:

- A járvány harmadik hullámának lecsengésével újra jelentősebb mértékben növekedhet a **lakosság jövedelme**, így még a fogyasztás akár jelentősebb növekedése mellett sem feltétlen fog nagyobb mértékben csökkeni a pénzügyi megtakarítás.
- A járvány alatt számos háztartás megtapasztalhatta pénzügyi helyzetük törékenységet, így a válságot követően normalizálódó jövedelemviszonyok között vélhetően többen lesznek, akik egy esetlegesen következő vészhelyzetre felkészülve növelik a megtakarítási rátájukat annak érdekében, hogy megfelelő **biztonsági tartalékkal** rendelkezzenek.
- A pénzügyi megtakarítás múltbeli csökkenésében jelentős szerepet játszó **hitelfelvétel** dinamikájában a következő években nem várható érdemi növekedés.
- Ezen felül a **törlesztési moratórium fokozatos kivezetése** növelheti a megtakarításokat, mivel a hiteltartozások csökkenése önmagában a nettó pénzügyi megtakarítások emelkedését jelenti. Ez azért lehetséges, mert a moratórium alatt a felszabaduló jövedelmek kisebb részét takaríthatták meg a háztartások, nagyobb részét pedig elfogyaszthatták. A vírushelyzet elmúltával és a lakossági jövedelmek újra várható emelkedésével összhangban beinduló törlesztések – a hiteltartozások csökkentésén keresztül – növelik a háztartások nettó finanszírozási képességét.

- Végül két olyan további, nagyobb horderejű intézkedés is ismert, amik 2022-ben a nagyobb mértékű jövedelembővülésen keresztül hatnak a lakossági megtakarítások növekedésének irányába. Egyrészt ide sorolható a gyermekes háztartások **SZIA visszatérítése**, de kisebb részben a **25 éven aluliak adókedvezménye** is növelheti a háztartások nettó pénzügyi megtakarítását.

A következő években a magas megtakarítási rátának köszönhetően a lakossági források továbbra is fontos szerepet töltenek be a magyar gazdaság növekedésének finanszírozásában. A koronavírus hatására a múltbeli tapasztalatoknak megfelelően az uniós országokban jellemzően megnőtt a háztartások nettó megtakarítása 2020 során. Ennek hátterében elsősorban a koronavírushoz kötődő átmenetileg megemelkedő bizonytalanság és a lezárások fogyasztást csökkentő hatása állt, amelynek hatására a háztartások megnövelték megtakarításaikat. Ez a magasabb megtakarítás a múltbeli tapasztalatok alapján azonban viszonylag rövid időn belül korrigálódhat, amellyel összhangban a megtakarítások csökkenése várható nemzetközi szinten. Fontos kérdés azonban e csökkenés mértéke: hogy a gazdaságok újranyitása milyen hatást gyakorol a megtakarítási folyamatok fenntarthatóságára. Összességében – bár a kényszermegtakarítások szintje EU-s összehasonlításban Magyarországon relatíve alacsony, így erről az oldalról kisebb visszarendeződés történhet – a gazdaság újraindulásával párhuzamosan fogyasztási oldalon (különösen a szolgáltatások terén) a kereslet megugrása együtt járhat a megtakarítások átmenetileg gyorsabb csökkenésével. A fundamentális folyamatok – a jövedelmek növekedése, a járvány tapasztalatai miatti óvatossági megtakarítás, a lakosság pénzügyi pozícióját javító gazdaságpolitikai lépések – ugyanakkor abba az irányba mutatnak, hogy hosszabb távon a megtakarítások csökkenése európai összehasonlításban mérsékelt lehet. A fennmaradó tartósan magas megtakarítási ráta támogatja a magyar gazdaság növekedésének belső forrásokból történő finanszírozását.

Ábrák és táblázatok jegyzéke

1. ábra: A külső finanszírozási képesség tényezőinek* alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	7
2. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	8
3. ábra: Az export és import éves reálnövekedése	8
4. ábra: A belföldi felhasználás éves növekedési üteme és a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása	9
5. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)	9
6. ábra: A jövedelemegyenleg* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	10
7. ábra: A transzferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	11
8. ábra: A régiós országok négy negyedéves külső finanszírozási képessége (a GDP arányában)	11
9. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	12
10. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)	13
11. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)	13
12. ábra: A nettó portfólió részvény és befektetési-jegy források alakulása (kumulált tranzakciók)	14
13. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása	14
14. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának és követelésének alakulása (kumulált tranzakciók)	15
15. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásának felbontása (kumulált tranzakciók)	15
16. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői (tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos értékek)	16
17. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)	17
18. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya	18
19. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége* (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	19
20. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)	20
21. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása	20
22. ábra: A háztartási szektor GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarításának alakulása 2020-ban	22
23. ábra: A GDP-arányos nettó háztartási pénzügyi megtakarítás éves változásának megoszlása (EU-országok 2000-től elérhető éves adatain, Málta és Ciprus nélkül)	23
24. ábra: A magyar háztartások GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítása és változása	23
25. ábra: A lakossági fogyasztás volumennövekedése, és a lakosság GDP-arányos pénzügyi megtakarításának változása ...	24
26. ábra: A munkanélküliség és a GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítás változása az Európai Unió országaiban	25
27. ábra: A GDP-növekedés és a GDP-arányos megtakarítás változása	25
28. ábra: A lakossági fogyasztás volumenváltozása 2020-ban	26

Bethlen Gábor

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

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

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

2021. július

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.