



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2021
JANUÁR

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2021
JANUÁR

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 igazgatóságán készült. A jelentés készítésében részt vettek: Boldizsár Anna, Csávás Csaba, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter, Sisak Balázs, Tóth Daniella és Varga Márton. A publikációt Virág Barnabás alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2020. december 21-éig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

Összefoglaló

Magyarország külső egyensúlyi mutatói **jelentősen javultak a harmadik negyedévben**. A folyó fizetési mérleg egyenlege az **utóbbi három év legnagyobb negyedéves többletét** mutatta, aminek hatására a **külső finanszírozási képesség** négy negyedéves értéke – jelentősen meghaladva a 2019-es szintet – a **GDP 2,4 százalékára emelkedett**. A növekedés megerősítette **hazánk kedvező külső egyensúlyi helyzetét a régióban**, míg több országban továbbra is jelentős a külső finanszírozási igény.

A járvány által leginkább sújtott második negyedév átmeneti visszaesését követően a gazdaság **külső egyensúlyi mutatói jelentősen javultak a harmadik negyedévben, amihez a reálgazdasági oldal mindhárom tényezője hozzájárult**. Az előző negyedévben nagyobb mértékű csökkenést elszenvedő **külkereskedelmi többlet 2016 óta először emelkedett**. A turizmus és szállítási szolgáltatások visszaesése tovább mérsékelte a nettó exportot, azonban a külső kereslet és az ipari termelés felfutása mellett **az export növekedési üteme emelkedett, miközben a belső kereslet további mérséklődése és a cserearányok további javulása fékezte az import növekedését**. A külföldi tulajdonú vállalatok alacsonyabb nyereségének hatására folytatódott a jövedelemegyenleg hiányának csökkenése. Az **EU-transzferek felhasználásának növekedése** a transzferegyenlegen keresztül javította a gazdaság külső egyensúlyát.

A finanszírozási adatok alapján számított négy negyedéves külső finanszírozási képesség is enyhén emelkedett a harmadik negyedévben. **Folytatódott az FDI-források nettó beáramlása**, illetve – a belföldi szereplők külföldi befektetésekének emelkedése miatt – a nettó portfóliórészesvény-források mérséklődése. Az **adósságjellegű források csökkenése elsősorban a bankrendszerhez kötődött**, amelynek hátterében döntően a jegybank által a negyedév végén átmenetileg biztosított devizalikviditás állt, ami a bankoknál a nettó külső adósság kiáramlásához, míg az MNB-vel konszolidált államnál az adósság beáramlásához vezetett.

A **nettó külső adósság** az előző negyedévi átmeneti emelkedést követően **szeptember végére a GDP 7,4 százalékára mérséklődött**. Az adósságmutató javulása – a negyedév végi jegybanki devizalikviditás nyújtásához kapcsolódóan – elsősorban a bankrendszer adósságjellegű forrásainak nettó kiáramlásához kötődött, amit részben ellensúlyozott az MNB-vel konszolidált államháztartás és a vállalati szektor adósságbeáramlása. A **bruttó külső adósság enyhén, a GDP 56 százaléka fölé emelkedett**, amiben az állami devizakötvény kibocsátás, a külföldiek forint állampapírjainak emelkedése és a jegybanki devizalikviditást biztosító swapeszköz egyaránt szerepet játszott – utóbbi finanszírozásához ugyanis az MNB a nemzetközi szervezetekkel fennálló repo-megállapodásait is használhatja. A devizatartalék a rövid külső adósságnál enyhén nagyobb mértékben emelkedett, így a **devizatartalék továbbra is jelentősen (10 milliárd eurónál nagyobb mértékben) meghaladja a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet**.

A szektorok megtakarítása szerinti egyensúlyi pozíciókat vizsgálva **folytatódott az államháztartás hiányának növekedése**, amelynek hatását **ellensúlyozta a magánszektor tovább emelkedő nettó pénzügyi megtakarítása**. A hiány megugrását alapvetően a járvány elleni védekezés, a gazdaságvédelmi intézkedések és a csökkenő adóbevételek okozták. A **lakosság nettó pénzügyi megtakarítása** a csökkenő bruttó száraz ellenére **továbbra is magas**, miközben a **vállalatok finanszírozási igénye nullára csökkent**. A harmadik negyedévben – a MÁP+ papírok vásárlásához kötődően – **gyorsult a lakosság állam-papír-állományának növekedése**.

Kiemelt témaként a **lakossági megtakarítás alakulását** vizsgáljuk meg részletesebben. A járvány hatására **visszaeső fogyasztás** a jövedelembővülés mérséklődése ellenére növelte a szektor GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítását. A fogyasztáson belül az elmúlt hónapokban **megtorpant a tartós cikkek iránti kereslet növekedése, ami magas importtar-talma miatt javította a folyó fizetési mérleg egyenlegét**. A lakosság **pénzügyi megtakarítása az uniós országok tapasztalatai alapján is jellemzően emelkedett** a második negyedévben, ami különösen fontos a járványhelyzet miatt megugró költségvetési hiány ellensúlyozására. A megtakarítás növekedéséhez az **óvatossági motívum** mellett **nagyban hozzájárult a járványügyi korlátozások miatti „kényszermegtakarítás”, vagyis a fogyasztási lehetőségek szűkülésével növekvő megtakarítás**. A jövőbe tekintve, a harmadik negyedév normalizálódási folyamatait követően **2020. év végén az újra bevezetett korlátozó intézkedések** miatt a reálgazdasági folyamatok **ismét a lakossági megtakarítás emelkedéséhez vezethetnek**.

Tartalom

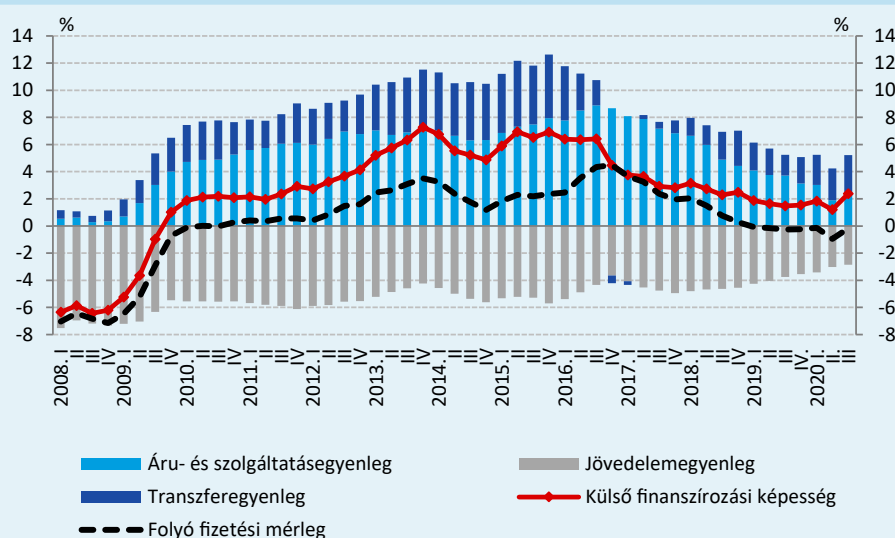
Összefoglaló	3
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg	7
1.2. Jövedelemegyenleg	10
1.3. Transzferegyleg.....	10
1.4. Régiós kitekintés.....	11
2. Finanszírozási megközelítés	12
2.1. Nem adósság jellegű források	13
2.2. Adósságjellegű források	14
3. Állományi mutatók alakulása.....	16
3.1. Az adósságműtatók alakulása	16
3.2. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása	17
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés.....	19
5. Lakossági megtakarítás járvány idején	21
5.1. Reálgazdasági folyamatok	21
5.2. Megtakarítási folyamatok	23
5.3. Nemzetközi folyamatok.....	24
5.4. Régiós tapasztalatok	25
Ábrák és táblázatok jegyzéke	27

1. Reálgazdasági megközelítés

A reálgazdasági megközelítés szerint 2020 harmadik negyedévében Magyarország négy negyedéves külső finanszírozási képessége a GDP 2,4 százalékára emelkedett, míg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 0,2 százalékára mérséklődött. A külső egyensúlyi mutatók növekedése mögött elsősorban a transzferegyenleg, valamint a külkereskedelmi többlet – áruegyenleghez köthető – emelkedése áll, amelyet támogatott a jövedelemegyenleg enyhe javulása is. A nettó export az előző negyedévektől eltérően már nem fékezte a növekedést, miközben a cserearányok kedvező alakulása továbbra is jelentős szerepet játszott az egyenleg növekedésében. A fenti folyamatok eredőjeként a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége régiós összevetésben továbbra is magasnak számít.

2020 harmadik negyedévében Magyarország reálgazdasági megközelítés szerinti négy negyedéves külső finanszírozási képessége a GDP 2,4 százalékára nőtt, míg a folyó fizetési mérleg hiánya az előző negyedévhez képest jelentősen mérséklődött, a GDP 0,2 százalékán alakult (1. ábra). Az *igazítatlan negyedéves adatok* szerint a harmadik negyedévi külső finanszírozási képesség közel 1,7 milliárd euro volt, amely úgy alakult ki, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege az előző negyedévi hiány után a harmadik negyedévben 752 millió eurós többletet mutatott, míg a tőkemérleg egyenlege 932 millió eurót tett ki. A négy negyedéves külső finanszírozási képesség növekedésében elsősorban a transzferegyenleg, valamint az áru- és szolgáltatasegyenleg növekedése játszott szerepet, de hozzájárult a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése is.

1. ábra: A külső finanszírozási képesség tényezőinek* alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)

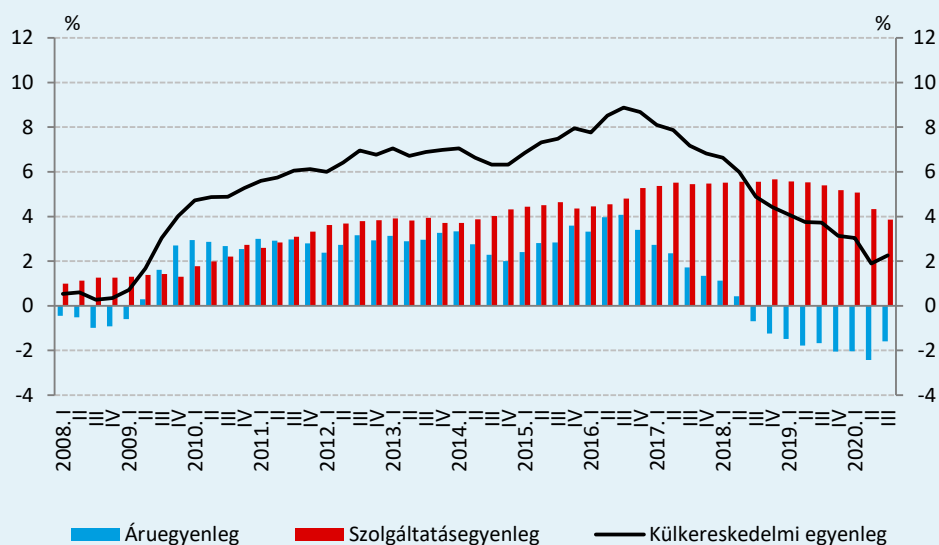


* Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem. Transzferegyenleg: tőkemérleg, egyéb elsődleges és másodlagos jövedelem.
A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

1.1. Külkereskedelmi egyenleg

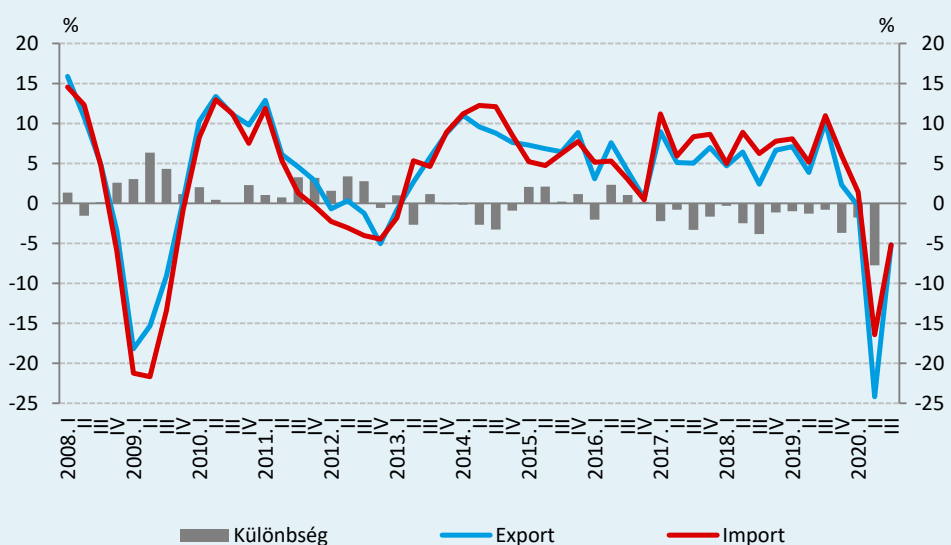
2020 harmadik negyedévében a négy negyedéves külkereskedelmi többlet 2016 óta először emelkedett – az áruegyenleg alakulásában bekövetkezett fordulat mellett folytatódott a szolgáltatasegyenleg többletének járvány miatti mérséklődése (2. ábra). A külkereskedelmi egyenleg közel négy éve tartó trendszerű csökkenése 2020 második negyedévében a járvány hatására felgyorsult, a harmadik negyedévben azonban a csökkenés megállt, és az egyenleg kismértékben újra növekedni tudott. A GDP-arányos *áruegyenleg* ugyanis az előző negyedévekben tapasztaltnál jóval kisebb mértékben csökkentette a külkereskedelmi egyenleget. A külkereskedelmi többletben továbbra is kiemelt szerepet játszik a *szolgáltatasegyenleg*, amelynek többlete azonban a korábbi negyedévek 6 százalék közeli szintjéről 2020 harmadik negyedévére 3,9 százalékra mérséklődött. A szolgáltatasegyenlegen belül jelentős súlyú turizmus, illetve szállítási szolgáltatás a második negyedévben visszaesett, ám a harmadik negyedévben mindkét ágazatban enyhe javulás mutatkozott. A turizmus egyenlege szezonális okok miatt meghaladta ugyan az első, illetve a második negyedévi értékét, azonban továbbra is jelentősen elmaradt az egy évvel korábbi szintjétől – a járvánnyal, illetve annak második hullámával összefüggésben felerősödő óvatosság a bevétel és kiadás szárazakat is jelentősen mérsékelte.

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



2020 harmadik negyedévében ugyan éves összehasonlításban az export és az import is csökkent, azonban jelentős javulás mutatkozott a második negyedéves, mindkét szektort érintő – járvánnyal kapcsolatos – érdemi visszaeséshez képest (3. ábra). Az export éves alapú reálnövekedése a második negyedévi 25 százalékos zuhanás után a harmadik negyedévben csak 5 százalékkal mérséklődött. Ez azt jelenti, hogy a második negyedévhez köthető visszaesés nagy részét le tudta dolgozni a szektor, ami összhangban van az ipari termelés harmadik negyedévi felfutásával. A hazai termelésben legnagyobb súlyt kitevő járműgyártás exportértékesítései szeptemberben már a tavalyi szint felett alakultak. Az export erősödése az import emelkedésében is tükröződött, de a behozatal előző negyedévhez mért növekedési üteme ennek ellenére elmaradt az exportétól. Ennek hátterében vélhetően a visszafogottabb lakossági fogyasztás importot fékező hatása állt: a kiskereskedelmi értékesítések a nyári hónapok enyhe emelkedése után augusztus-szeptemberben – feltételezhetően a járvány második hulláma miatt – éves összevetésben már kisebb csökkenést mutattak.

3. ábra: Az export és import éves reálnövekedése

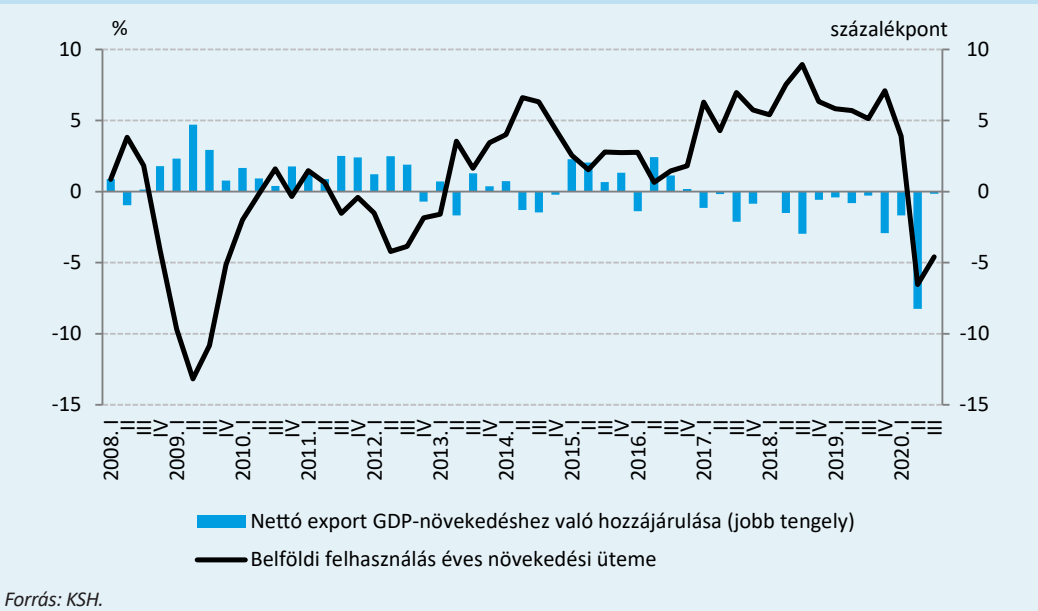


Forrás: KSH, MNB.

A belföldi felhasználás éves növekedési ütemének csökkenése visszafordult a harmadik negyedévben: a második negyedévhez képest a csökkenés kisebb mértékű volt, a nettó export pedig az előző negyedévektől eltérően nem fékezte a növekedést (4. ábra). A belföldi felhasználási tételeken belül a lakossági fogyasztás csökkenése a harmadik negyedévben már

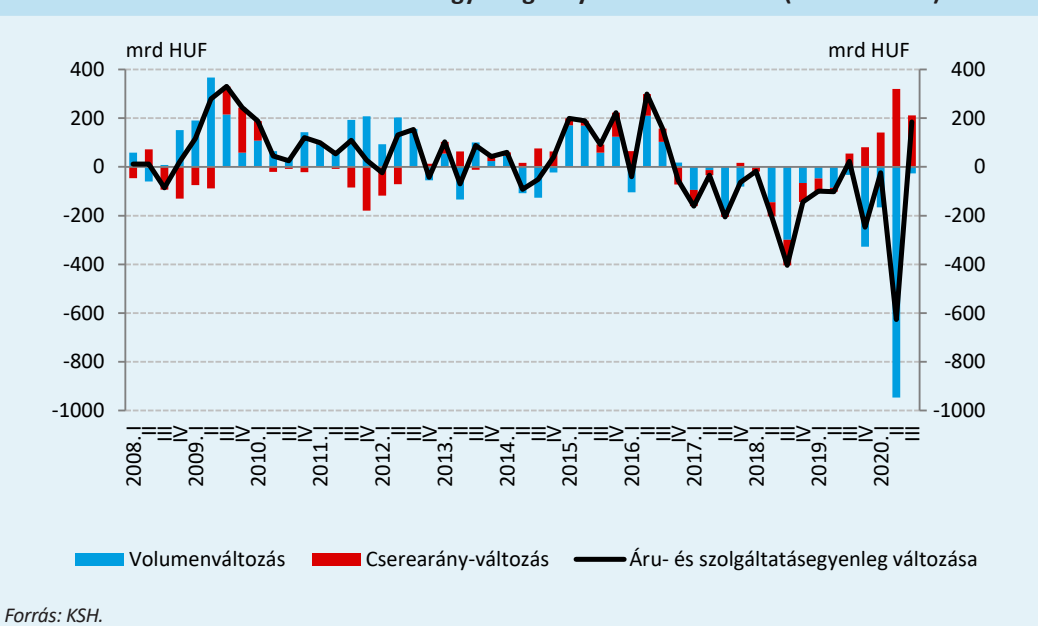
nem volt olyan nagyarányú, mint az előző negyedévben, ugyanakkor a közösségi fogyasztás ezúttal negatívan járult hozzá a növekedéshez. Ezenkívül a járvány második hulláma miatt még erőteljesebben visszaeső beruházás is visszafogta a növekedést. A belföldi felhasználási tételek éves alapú csökkenésével szemben 2020 harmadik negyedévében a nettó export növekedési hozzájárulása már nem fogta vissza a gazdasági növekedést, az hozzávetőleg semleges volt a növekedésre.

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



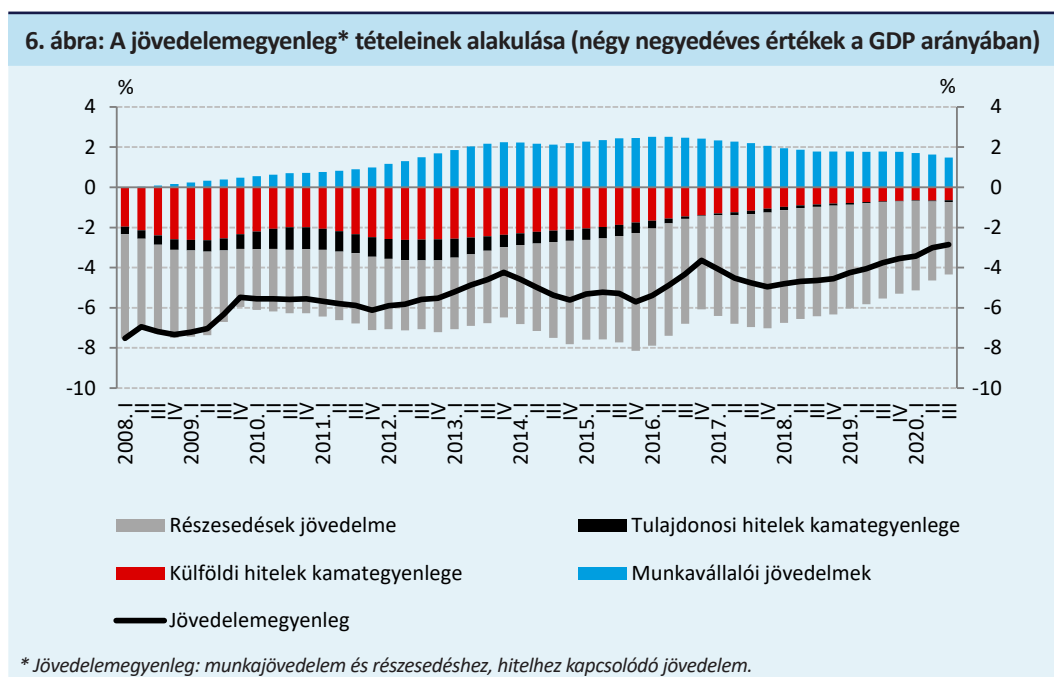
A külkereskedelmi egyenleg 2020 harmadik negyedévi kedvező alakulásához elsősorban a cserearányok javulása járult hozzá, míg a volumenváltozás az előző negyedévi érdemi esést követően a harmadik negyedévben már csak kismértékben rontotta az egyenleget. A második negyedévben bekövetkező meredek olajárcsökkenés után a nyári hónapokban az olaj ára enyhén magasabb, azonban a 2019. évi átlagos értéktől jelentősen elmaradó szinten stabilizálódott. Így a cserearány javulása – bár az előző negyedévinél kisebb mértékben – továbbra is támogatta a külkereskedelmi egyenleg alakulását. Ezzel szemben az exportvolumen előző negyedévhez képesti emelkedésének eredményeként éves összevetésben a mennyiségekhez köthető változás alig rontotta külkereskedelmi egyenleget (5. ábra).

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



1.2. Jövedelemegyenleg

A jövedelemegyenleg hiánya 2020 harmadik negyedévében tovább mérséklődött, ami elsősorban a külföldi vállalatok profitjának visszaesésével állt összefüggésben (6. ábra). A jövedelemegyenleg négy negyedéves hiánya a GDP 2,9 százaléka csökkent a harmadik negyedévben, ami a jövedelemegyenlegen belül legnagyobb súlyt képviselő külföldi tulajdonban lévő vállalatok részesedéshez kapcsolódó jövedelmének¹ további csökkenéséhez kötődött: a 2018 óta tartó trendszerű mérséklődést idén a járvány hatásai is erősíthették. A külföldi hitelekhez és a tulajdonosi hitelekhez kapcsolódó nettó kamatkiadás alacsony (a GDP 0,6 százaléka körüli) szintre csökkent. A munkavállalók külföldi jövedelme – feltehetően a járvány, illetve a turizmus globális visszaesése miatti elbocsátások nyomán – enyhén csökkent az előző negyedévhez képest.

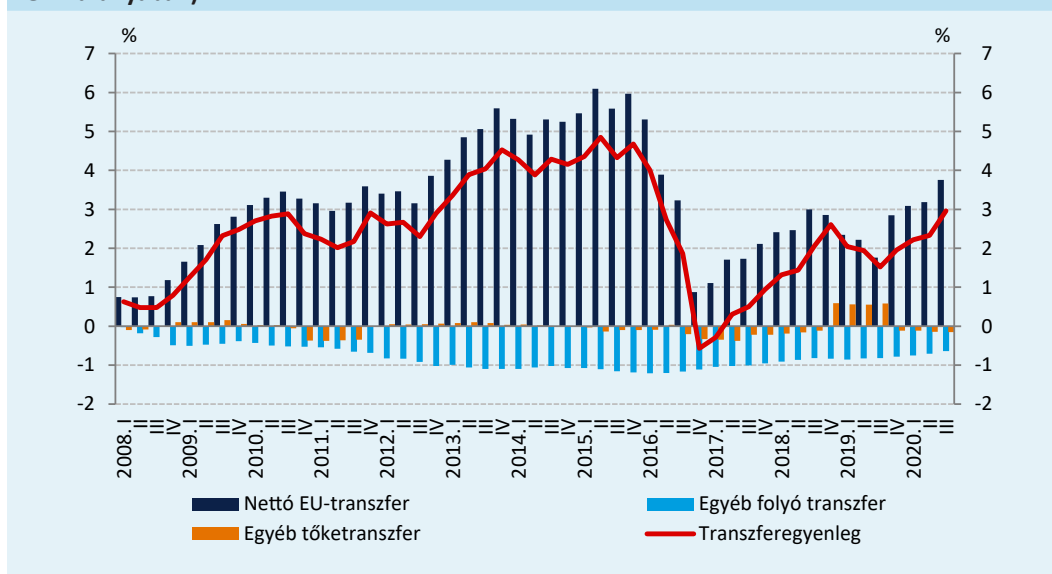


1.3. Transzferegnyenleg

A transzferegnyenleg GDP-arányos többlete a harmadik negyedévben a korábbinál nagyobb mértékben emelkedett. A transzferegnyenleg többlete 2020 harmadik negyedévében a GDP 3 százalékát tette ki, ami jelentősen hozzájárult Magyarország kedvező külső egyensúlyi pozíciójának fennmaradásához (7. ábra). A négy negyedéves adat alapján 2020 harmadik negyedévében a nettó EU-forrásbeáramlás a GDP 3,8 százalékát tette ki, míg az egyéb folyó transzfer a korábbinál kisebb mértékben rontotta a transzferegnyenleget, e kettő eredőjeként alakult ki a nagyobb arányú többlet. 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.

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.

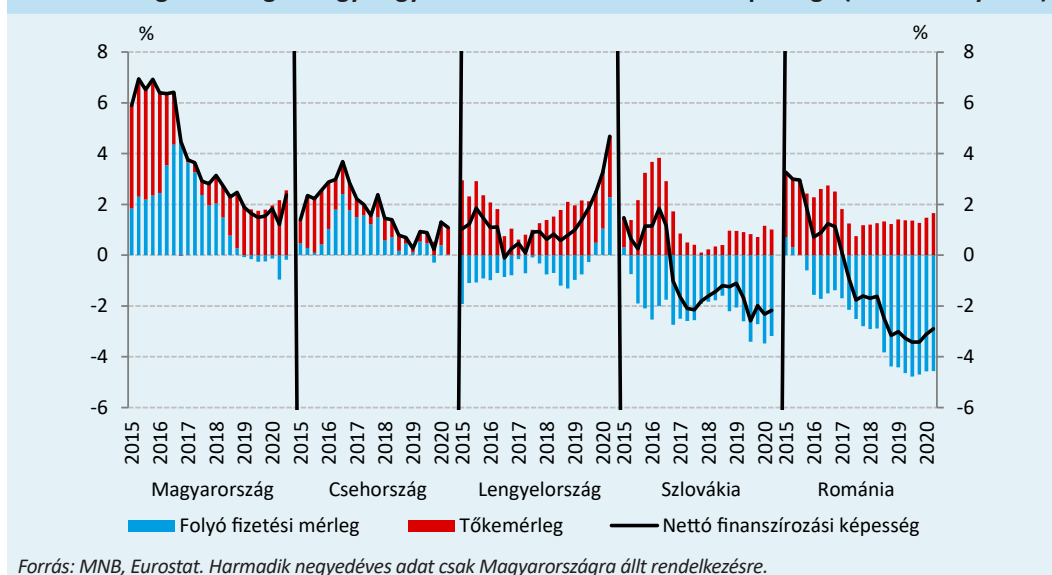
7. ábra: A transzferegnyleg tételeinek négy negyedéves alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



1.4. Régiós kitekintés

A járvány hatására a régiós országokban jellemzően emelkedett a külső finanszírozási képesség – a szinteket tekintve a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciója régiós összevetésben továbbra is kedvező helyen áll (8. ábra). A külső egyensúlyi pozíciót továbbra is a tőkemérleg többi régiós országhoz képest jelentős többlete támogatja, miközben hazánk folyó fizetési mérleg egyenlege – a cseh gazdaságéval együtt – elmarad ugyan a lengyel szinttől, azonban jelentősen meghaladja a román és szlovák értéket. A régiós országokkal való összevethetőséget korlátozza, hogy a szomszédos országok esetében csak 2020 második negyedévi adatok állnak rendelkezésre, így a járvány őszi felfutásának gazdasági hatása még nem érzékelhető a régiós adatokban. 2016 óta a régiós országokban jellemzően csökkentek a külső egyensúlyi mutatók, ami mögött egyrészt a két EU-költségvetési ciklus határán csökkenő tőkemérlegek, másrészt az országok folyó fizetési mérleg egyenlegének – gazdasági növekedéssel összefüggésben álló – mérséklődése állt. A járvány hatására szinte az összes országban emelkedett a külső finanszírozási képesség – a magyar érték a régiós országok között a második legmagasabb. Érdekes kiemelni a lengyel külső egyensúlyi folyamatokat, ahol több negyedéve tartó javulás figyelhető meg a külső egyensúlyi mutatókban: vélhetően a zártabb gazdasági szerkezet miatt az áruegyenleg – a többi régiós országgal ellentétben – 2019 óta jelentősen növekedett, miközben a jövedelemegyenleg hiánya is számottevően mérséklődött.

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



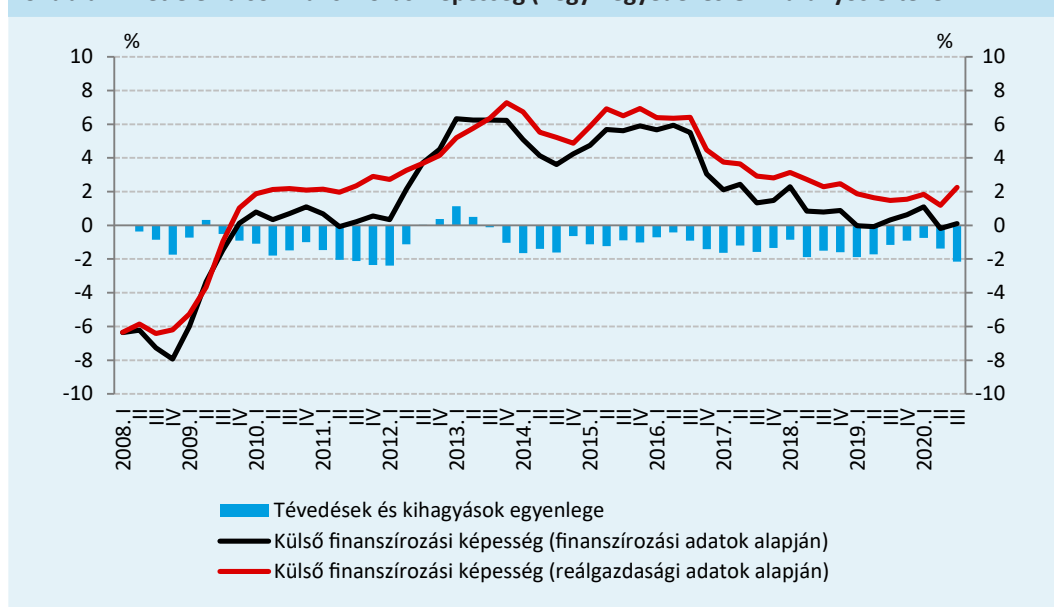
Forrás: MNB, Eurostat. Harmadik negyedéves adat csak Magyarországra állt rendelkezésre.

2. Finanszírozási megközelítés

A harmadik negyedévben a pénzügyi mérleg, vagyis a finanszírozási oldal szerint is nőtt a külső finanszírozási képesség. A tranzakciókat tekintve folytatódott az FDI-források nettó beáramlása, illetve – a belföldi szereplők kifizetéseinek emelkedése miatt – a nettó portfóliórészvény-források mérséklődése. Az adósságjellegű források csökkenése elsősorban a bankrendszerhez kötődött, amelynek háttérében döntően a jegybank által a negyedév végén átmenetileg biztosított devizalikviditás állt.

A finanszírozási adatok szerint 2020 harmadik negyedévében a gazdaság négy negyedéves külső egyensúlyi pozíciója nulla körül alakult (9. ábra). A reálgazdasági megközelítéshez hasonlóan a finanszírozási oldal alapján számított négy negyedéves finanszírozási képesség is bővült. A két külső egyensúlyi mutató négy negyedéves gördülő értéke közötti eltérés – a felülről számított mutató gyorsabb emelkedésének köszönhetően – enyhén nőtt.² A „Tévedések és kihagyások egyenlege” tétel négy negyedéves értéke így a harmadik negyedévben a GDP 2,2 százalékára nőtt, ami azt jelenti, hogy a gazdaság külső forrásai a reálgazdaság által jelzetténél kisebb mértékben csökkennek.

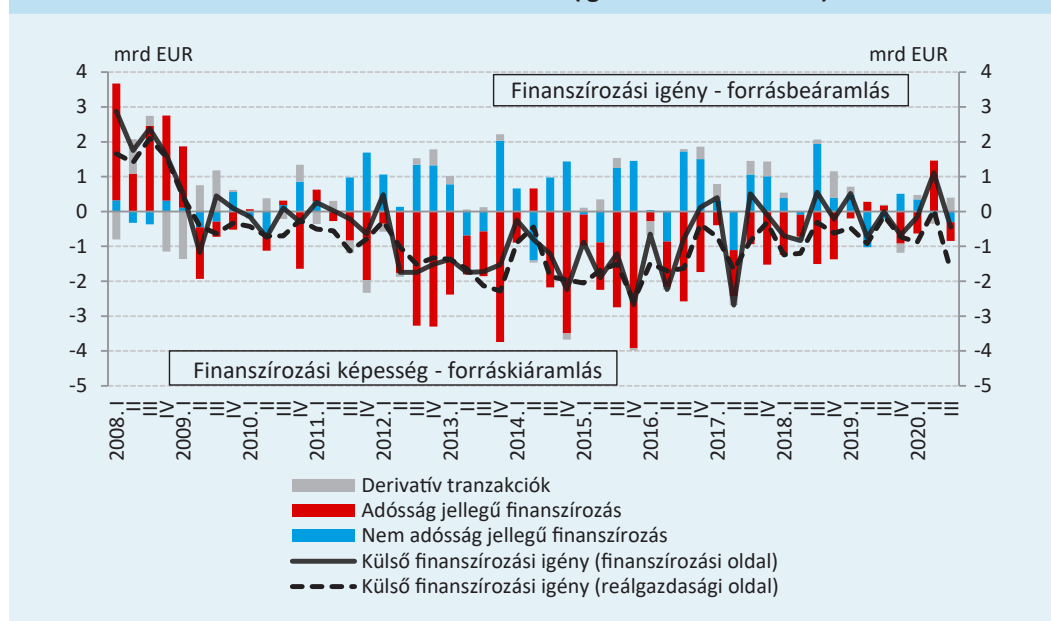
9. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



A negyedéves adatokat tekintve a harmadik negyedévben a gazdaság nettó külső tartozása csökkent, mivel az előző negyedévi finanszírozási igénnyel szemben finanszírozási képesség alakult ki (10. ábra). A külső egyensúlyi mutató előjelváltása alapvetően az adósságjellegű források kiáramlásához kötődött: míg a második negyedévben több mint 1,5 milliárd euróval nőttek a nettó adósságjellegű források, addig a harmadik negyedévben 0,5 milliárd euróval mérséklődtek. A nem adósságjellegű források a közvetlentőke-befektetések enyhe beáramlást meghaladó nettó portfólió-kifizetések mellett közel 0,3 milliárd euróval mérséklődtek. Mindezek eredőjeként a pénzügyi mérleg alapján számított külső egyensúly – az előző negyedévi finanszírozási igényből – több mint 0,4 milliárd eurós finanszírozási képességbe váltott a harmadik negyedévben.

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.

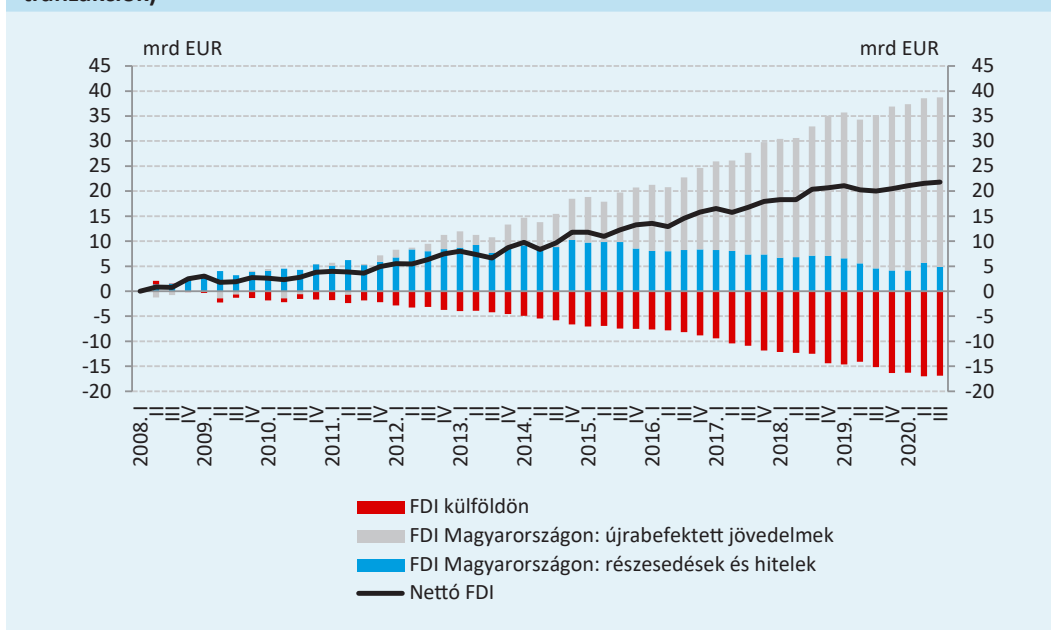
10. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)



2.1. Nem adósság jellegű források

Tovább folytatódott a nettó közvetlentőke-befektetések bővülése, ami elsősorban a jövedelmek újrabefektetésének volt köszönhető, míg az osztalékfizetések enyhén mérsékeltek a részesedéseket (11. ábra). Az átfolyótőke-tranzakcióktól és az eszközportfólió-átrendeződéstől szűrt adatok alapján a nettó FDI-beáramlás a harmadik negyedévben 0,2 milliárd eurót tett ki. Az FDI növekedésének irányába elsősorban ismét az újrabefektetett jövedelmek hatottak, míg a részesedések és a tulajdonosi hitelek is enyhe mérséklődést mutattak.

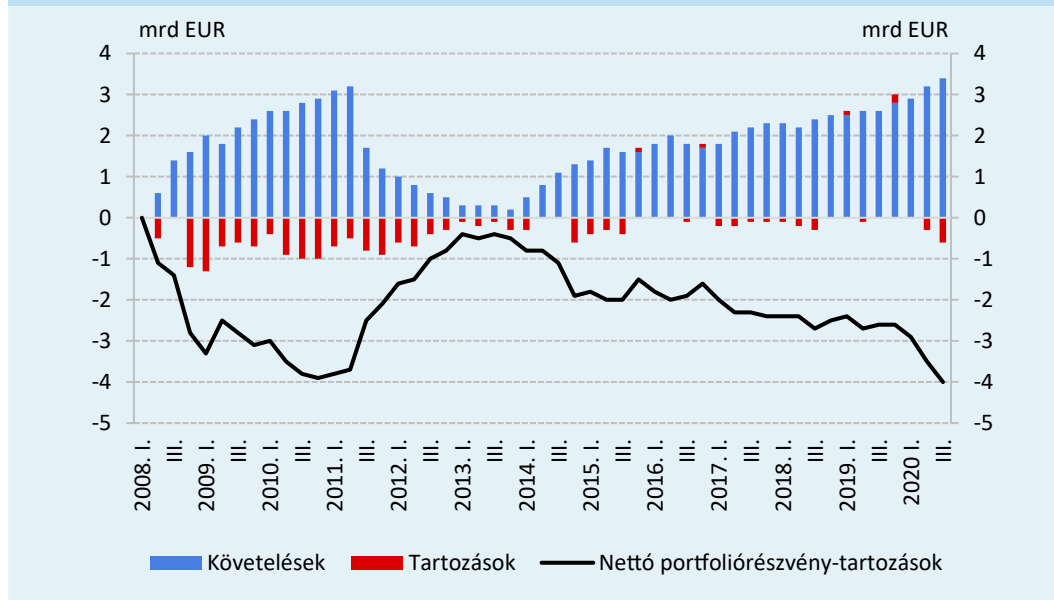
11. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)



A nettó portfóliórészcím-befektetések 520 millió euróval mérséklődtek tovább a harmadik negyedévben a hazai kifizetések bővülése és a portfólió-tartozások csökkenése mellett. A nettó FDI-beáramlás ellenére a nem adósságjellegű források esetében továbbra is kiáramlás figyelhető meg, aminek hátterében a portfólióbefektetések két tényező által is erősített folytatódó nettó kiáramlása áll. Egyrészt csökken a külföldi szereplők magyarországi részvénybefektetése, amely

a III. negyedévben közel 280 millió euróval mérséklődött. Másrészt mintegy 240 millió euróval nőttek a rezidensek külföldi befektetései, ami nagyobb részt a részvény, kisebb részt a befektetési-jegy növekményében tükröződött. Ennek háttérében az állhatott, hogy a koronavírus hatására visszaeső tőzsdei árfolyamokat kedvező beszállási pontnak ítélték meg a hazai befektetők, akik így már második negyedéve növelik külföldi befektetéseik értékét.

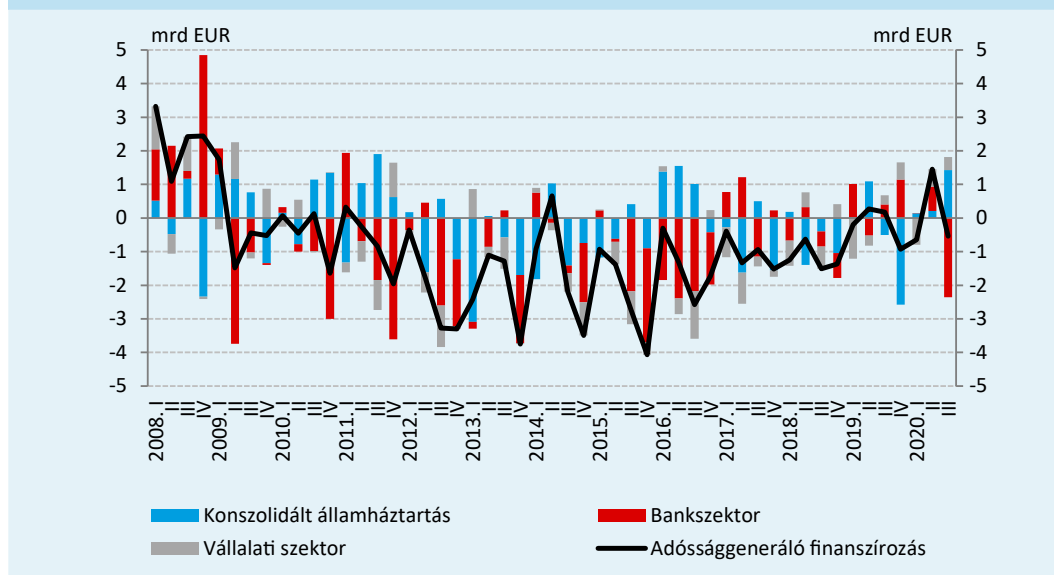
12. ábra: A nettó portfolió részvény és befektetési-jegy források alakulása (kumulált tranzakciók)



2.2. Adósságjellegű források

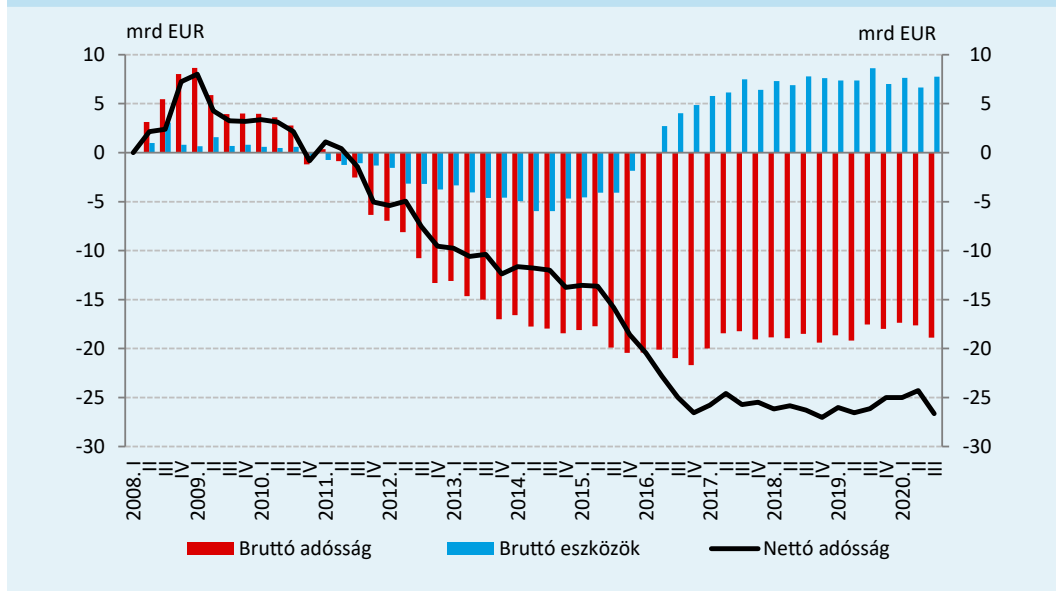
A harmadik negyedévben külső adósságait tekintve ismét nettó törlesztővé vált a hazai gazdaság, ami részben a jegybanktól származó likviditás hatására elsősorban a bankszektornál valósult meg (13. ábra). A harmadik negyedévben a bankok nettó külső adóssága tranzakciókból eredően mintegy 2,4 milliárd euróval mérséklődött, míg az MNB-vel együtt vett államháztartás mutatója 1,4 milliárd euróval emelkedett. A két szektor ellentétesen alakuló mutatójában jelentős szerepet játszott a negyedév végén a bankrendszer számára átmenetileg nyújtott devizalikviditás, amely a konszolidált állam mutatóját növelte, a bankokét pedig 1,1 milliárd euróval csökkentette. A vállalatok nettó külső adóssága a külföldi követelések mérséklődése mellett enyhén emelkedett a negyedév során.

13. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása)



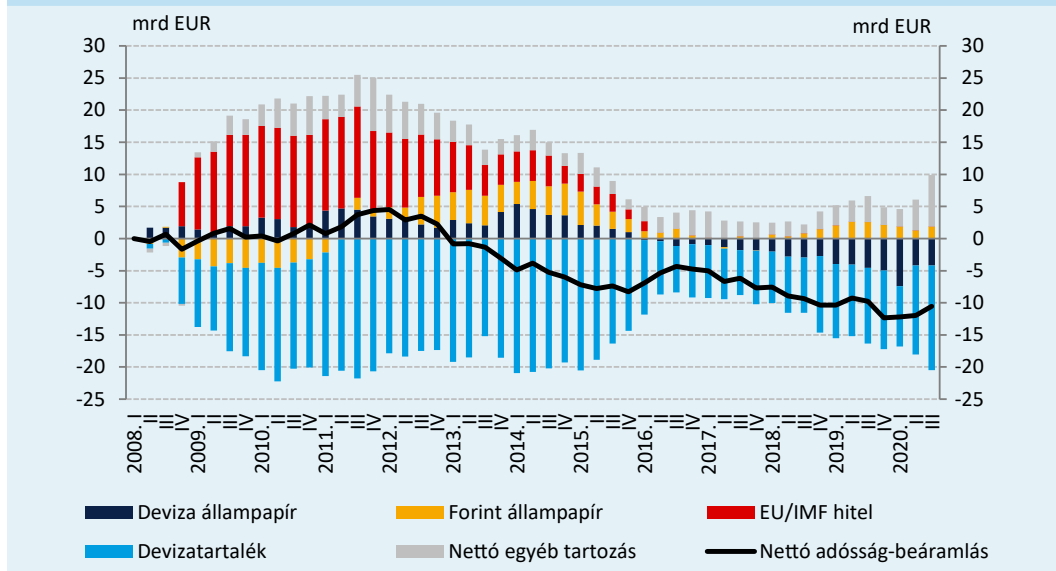
A bankrendszer külföldi tartozásai csökkentek míg a követeléseik emelkedtek, így mindkét oldal támogatta a szektor nettó külső adósságának 2,4 milliárd eurós csökkenését (14. ábra). A banki nettó források jelentős csökkenéséhez a jegybanki devizalikviditás bővülésén túl a járvány hatására emelkedő lakossági betételhelyezés is hozzájárulhatott. A nettó források mérséklődése az eszközök bővülése mellett a banki külső adósság csökkenésében is tükröződött, amely hasonló mértékben érintette a szektor rövid és hosszú futamidejű forrásait is.

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



Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó adósságjellegű külső forrásai 1,4 milliárd euróval emelkedtek a negyedév során, amelyben jelentős szerepe volt a bankoknak a negyedév végén nyújtott devizalikviditásnak (15. ábra). A nettó mutató növekedése felé mutatott, hogy a negyedév során növelték szerepüket a külföldi befektetők a forint állampapírok piacán, akik közel 600 millió euro értékben vásároltak kötvényeket. A negyedév végén átmenetileg 1,1 milliárd euróval növelte az MNB-vel együtt vett állam nettó külső adósságát a bankrendszernek nyújtott devizalikviditás. Az eszköz használata nélkül a konszolidált állam nettó külső adóssága mindössze 300 millió euróval emelkedett volna. A harmadik negyedévben 62 milliárd yen értékben bocsátott ki devizakötvényeket az állam, ami mintegy 500 millió euróval növelte a külső tartozásokat, valamint a devizatartalékokat is, így a nettó mutatót nem befolyásolta. A negyedév során az EU-transzferek felhasználása csökkentette a gazdaság nettó külső adósságát.

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



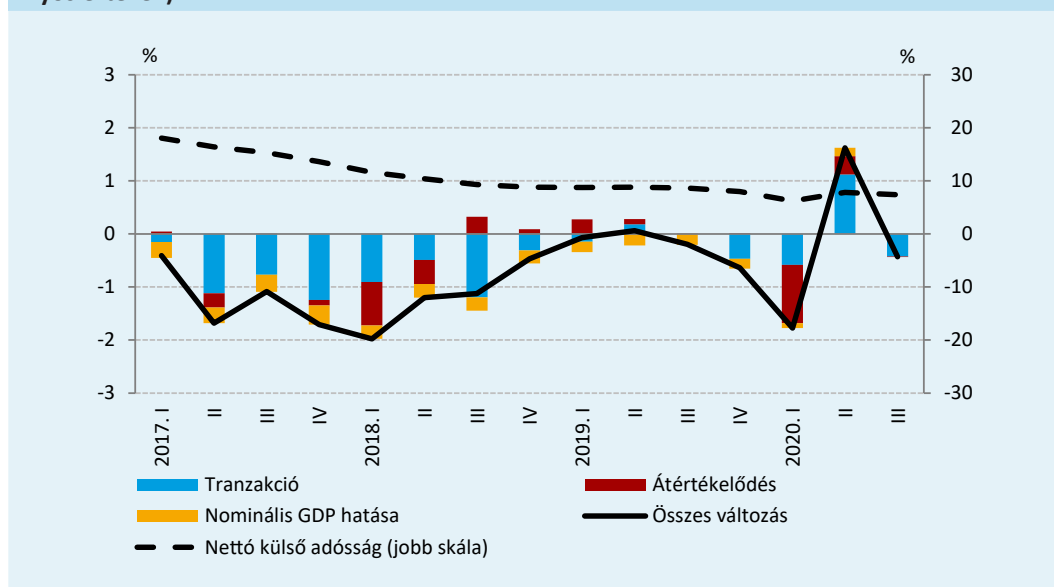
3. Állományi mutatók alakulása

A nettó külső adósság az előző negyedévi átmeneti emelkedést követően szeptember végére a GDP 7,4 százalékára mérséklődött. Az adósságmutató 0,4 százalékpontos javulása elsősorban a bankrendszer adósságjellegű forrásainak nettó kiáramlásához kötődött, amit ellensúlyozott az MNB-vel konszolidált államháztartás és a vállalati szektor adósságbeáramlása. A bankok adósságmutatójának csökkenését a negyedév végi jegybanki eurolikviditást nyújtó swapeszköz is támogatta, ami – az MNB devizatartalékát csökkentve – az állam nettó külső adósságának emelkedése irányába hatott. A bruttó külső adósság a GDP 56,2 százalékára emelkedett, amiben az állami devizakötvény kibocsátás, a külföldiek forint állampapírjainak emelkedése és a jegybanki devizalikviditást nyújtó swapeszköz egyaránt szerepet játszott. A devizatartalék a rövid külső adósságnál enyhén nagyobb mértékben emelkedett, így a devizatartalék szintje továbbra is jelentősen meghaladja a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet.

3.1. Az adósságmutatók alakulása

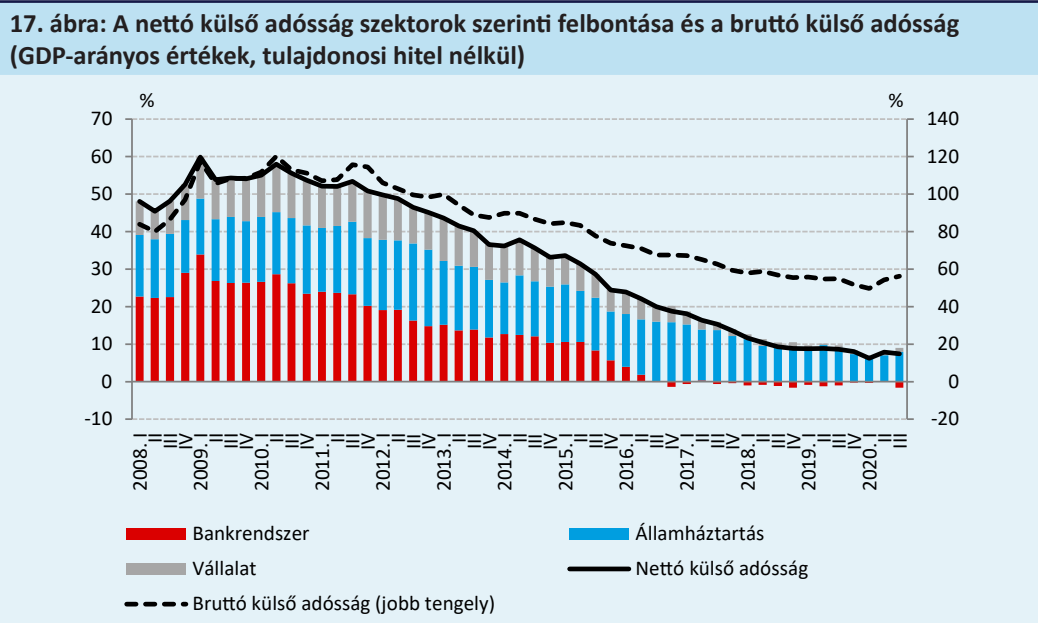
A második negyedévi átmeneti emelkedést követően a harmadik negyedévi adósságkiáramlással összhangban mérséklődött a nettó külső adósság. A GDP-arányos nettó külső adósság június vége óta 0,4 százalékponttal javult, szeptember végén 7,4 százalékot tett ki. Az adósságcsökkenés a tranzakciókhoz kötődött, míg a nominálisan stabilizálódó GDP nem változtatta érdemben a mutatót, az árfolyam- és hozamváltozásból adódó átértékelődés pedig ellensúlyozta egymás hatását. Utóbbi háttérben két tényező áll: az előző negyedévinél gyengébb szeptember végi forintárfolyam (a devizatartozásokat meghaladó devizakövetelések nagyobb átértékelődése miatt) a nettó külső adósság csökkenése irányába hatott. Ennek hatását ellensúlyozta, hogy a hozamok mérséklődése miatt a külföldiek kezében lévő állampapírok magasabb árfolyamot értek el, növelve az adósságállományt (16. ábra).

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



A GDP-arányos adósságmutató javulása úgy valósult meg, hogy az államháztartás és a vállalatok növekvő nettó külső adósságát több mint ellensúlyozta a bankrendszer adósságrátájának csökkenése (17. ábra). Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a GDP 1 százalékával emelkedett, ami elsősorban a negyedév végi jegybanki eurolikviditást nyújtó swapeszköz igénybevételének átmeneti devizatartalék-csökkentő hatásához kapcsolódott. Emellett a külföldiek forint állampapír-állományának emelkedése is a nettó külső adósság emelkedése irányába hatott. Az állam 0,5 milliárd euró értékű japán jen kötvény kibocsátása egyaránt növelte a devizatartalékot és a külföldi tartozásokat, így a nettó külső adósság szintjét nem változtatta. A jegybank negyedév végi swapügylete támogatta a bankrendszer külső adósságmutatójának javulását: a bankoknak nyújtott rövid lejáratú devizalikviditás hozzájárult ahhoz, hogy a szektor adósságjellegű külföldi tartozásai csökkentek, követeléseik pedig emelkedtek a harmadik negyedév végén. A vállalatok

GDP-arányos nettó külső adósságának 0,3 százalékpontos emelkedése elsősorban a külföldi eszközök mérséklődéséhez kötődött, míg a szektor külső tartozásai – a kereskedelmi hitelek emelkedése és az éven túli hitelek csökkenése eredményeként – enyhén emelkedtek.



A harmadik negyedévben az ország GDP-arányos bruttó külső adóssága a GDP 56,2 százalékára emelkedett. A mutató emelkedése nagyrészt az MNB-vel konszolidált államháztartáshoz, kisebb mértékben a vállalati szektorhoz kötődött, míg a bankrendszer adósságmutatója javult. Az állam bruttó külföldi tartozásainak emelkedése háttérben egyrészt a szeptemberben megvalósult japán jen kötvénykibocsátás és a külföldiek forint állampapírjainak emelkedése állt. Másrészt az adósságmutató emelkedésének irányába hatott a jegybanksi eurolikviditást nyújtó swapeszköz is, amelynek finanszírozásához az MNB a nemzetközi szervezetekkel fennálló repo keretmegállapodásait is használhatja. A magánszektor bruttó tartozásainak csökkenése a bankrendszer adósságállományának – részben az swapokon keresztül megszerzett deviza átmeneti hatásának köszönhető – leépüléséhez kötődött, amelyet enyhén ellensúlyozott a vállalatok külföldi tartozásainak emelkedése. A bruttó külső adósság emelkedéséhez a tranzakciókon túl az állományok – árfolyamgyengülés, illetve hozamcsökkenéshez kapcsolódó árváltozás miatti – átértékelődése is hozzájárult.

3.2. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása

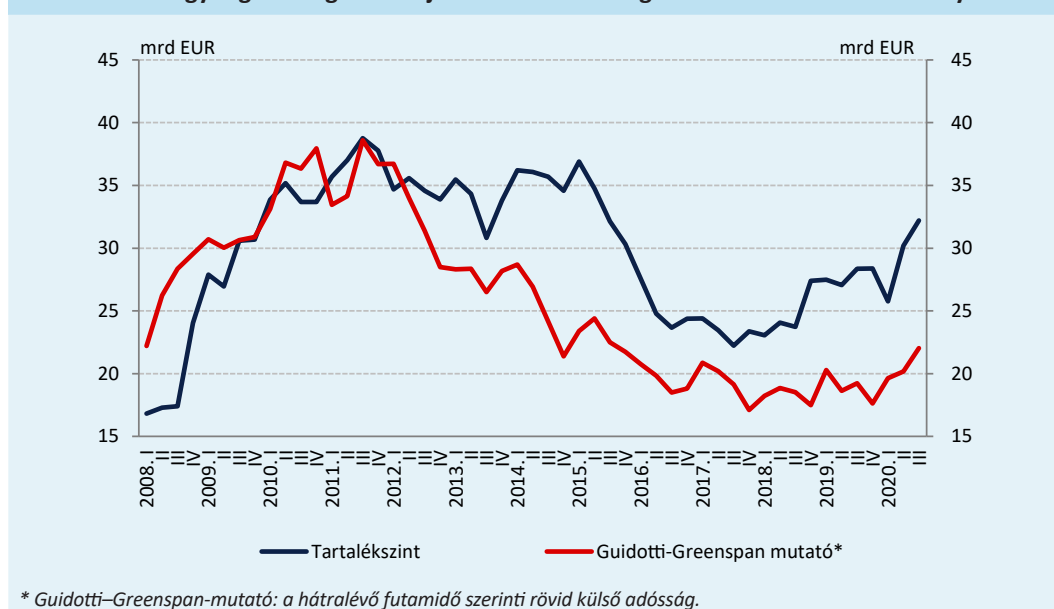
A devizatartalék szintje 2020. szeptember végére 32,2 milliárd euróra emelkedett. A tartalékok alakulását több tényező befolyásolta, amelyek közül a legjelentősebb tényezők a következők voltak:

- Az európai uniós források tartaléknövelő hatása közel 1,2 milliárd euro volt, amely döntően a 2014–2020-as uniós költségvetési ciklus teljesítés alapú számláinak kifizetéseiből, kisebb részben agrártámogatási programokból adódott.
- Az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) négy új japán jen állampapír-sorozatot bocsátott ki összesen 0,5 milliárd euro névértékben, amit részben ellentételezett a júliusi lejáratú renminbi állampapír törlesztése, valamint az időszak során végrehajtott kötvényvisszavásárlások hatása.
- A harmadik negyedév folyamán a forintlikviditást nyújtó FX-swap eszköz és az időszak végén eurolikviditást nyújtó swaptenderek is a tartalék csökkenésének irányába hatottak – utóbbi összesen 1,1 milliárd euro értékének finanszírozásához ugyanakkor az MNB a nemzetközi szervezetekkel fennálló repo keretmegállapodásait is felhasználhatta.
- A devizatartalékot emellett enyhén mérsékelte a MÁK szokásos devizatranzakciói.

Az MNB nemzetközi tartalékainak állománya 2020 III. negyedév végén 10,2 milliárd euróval meghaladta a befektetők által kiemelten figyelt rövid lejáratú külső adósság szintjét. A nemzetközi tartalékok 2020. szeptember végén 32,2 milliárd

eurót tettek ki, a rövid külső adósság pedig 22 milliárd eurót. A rövid külső adósság emelkedése az eredeti futamidő szerinti adósság növekedéséhez kötődött, míg a berövidülő adósság mérséklődött. A rövid külső adóssághoz viszonyított tartalékmegfelelés a június végi szinthez hasonlóan kimagasló maradt: a jegybank és a befektetők által is kiemelten követett **Guidotti–Greenspan mutató feletti mozgástér 10,2 milliárd euro volt szeptember végén (18. ábra).**

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

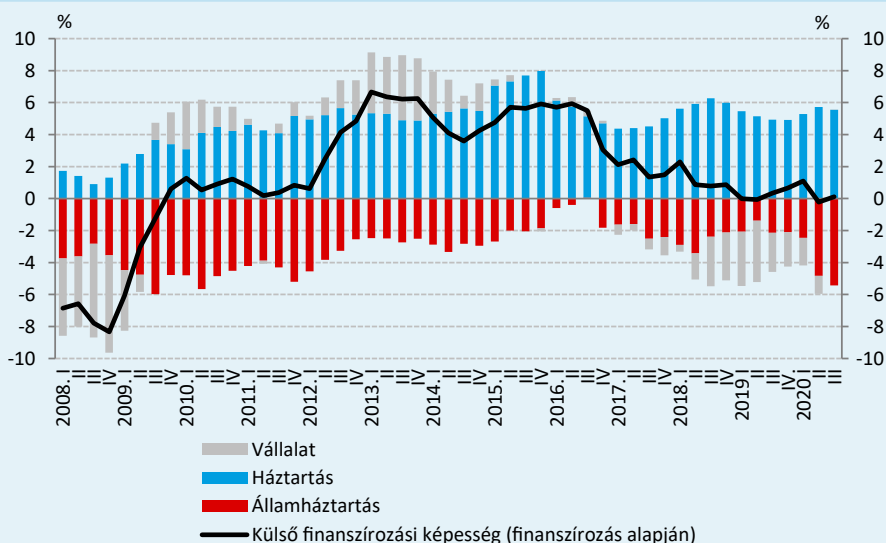


4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés

A szektorok megtakarítása szerinti egyensúlyi pozíciókat vizsgálva folytatódott az államháztartás hiányának növekedése, amelynek hatását ellensúlyozta a magánszektor tovább emelkedő nettó pénzügyi megtakarítása. A hiány megugrását alapvetően a járvány elleni védekezés, a gazdaságvédelmi intézkedések és a csökkenő adóbevételek okozták. A lakosság nettó megtakarítása a csökkenő bruttó száraz ellenére továbbra is magasnak mondható, miközben a vállalatok finanszírozási igénye nullára csökkent. A járványhelyzet miatt fokozódó bizonytalanságban továbbra is a likvid eszközökbe áramlott lakossági megtakarítások döntő része, de emellett az árfolyamok év eleji zuhanása után folytatódott a tőzsdei részvények és befektetési jegyek állományának emelkedése is. A harmadik negyedévben gyorsult a lakossági állampapírok állományának növekedése a MÁP+ papírok vásárlásához kötődően.

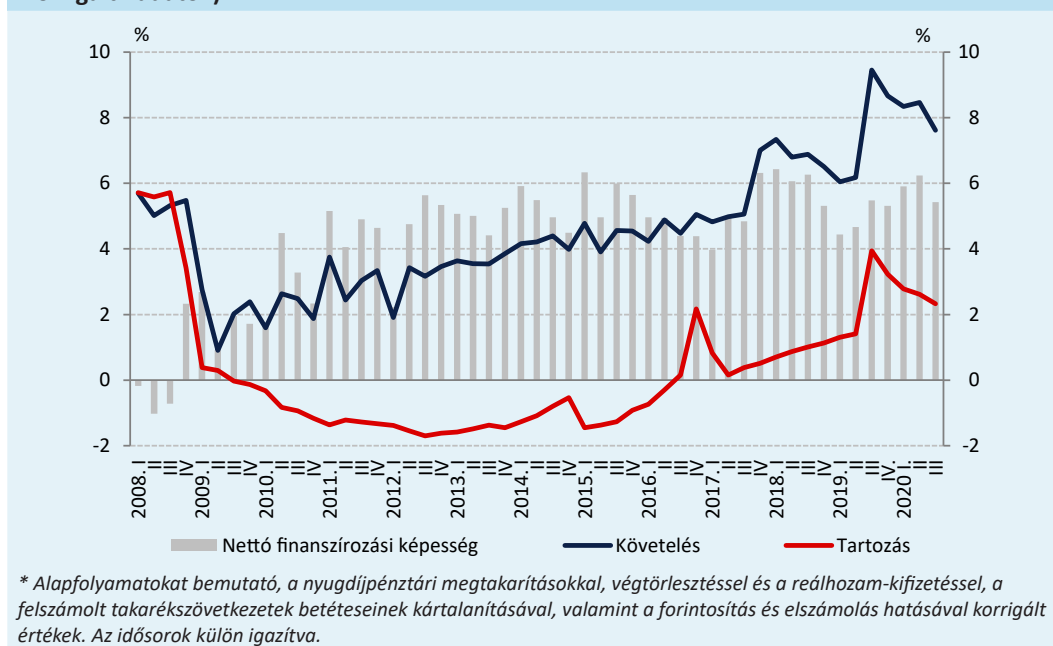
A szektorok megtakarítási folyamatai szerint az államháztartás magas hiányát ellensúlyozta a magánszektor tovább javuló pozíciója, így a finanszírozási képesség nem változott jelentősen (19. ábra). A gazdaság visszaesésével mérséklődő adóbevételek, a koronavírus járvány elleni védekezés költségei, a gazdaságvédelmi kiadások hatására a költségvetési hiány négy negyedéves értéke a GDP 5 százaléka fölé emelkedett. A belső felhasználás csökkenésével összefüggésben a háztartások négy negyedéves nettó megtakarítása magasán szinten alakult, miközben a vállalatok finanszírozási igénye jelentősen mérséklődött, ami összességében a magánszektor nettó pénzügyi megtakarításának emelkedését eredményezte.

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



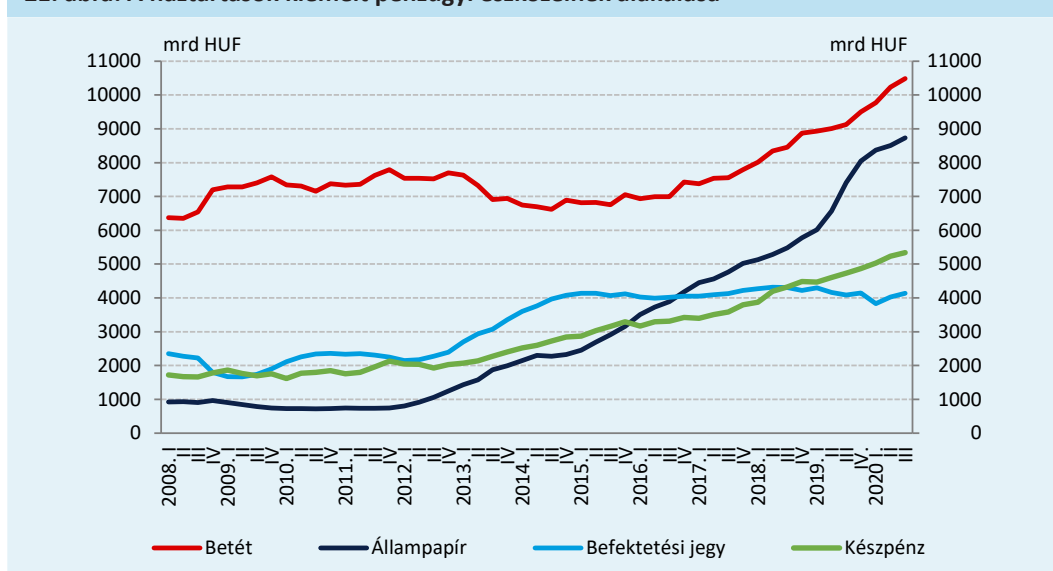
* Az államnál a pénzügyi számlák szerinti finanszírozási igényt mutatjuk be. A vállalat maradékelven adódik.

A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása – a bruttó száraz csökkenése mellett – mérséklődött a harmadik negyedévben, de továbbra is magasnak mondható (20. ábra). A háztartások pénzügyi eszközfelhalmozásának dinamikáját, az elmúlt negyedévekhez hasonlóan, döntően a hitelezési folyamatok határozzák meg: a babaváró hitel bevezetésének következtében növekvő hitelfelvétel jelentős hányada ugyanis – vélhetően átmenetileg – pénzügyi eszközökben jelenik meg. A nettó hitelfelvétel dinamikájának csökkenése így a pénzügyi eszközök bővülését is lassította az elmúlt negyedévekben. A lakossági hitelezés visszafogottabb bővülésére hatással lehetett a járvány miatt növekvő óvatosság. A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása – a harmadik negyedévben bekövetkezett csökkenés ellenére – továbbra is magasnak mondható, összhangban a járvány következtében bizonytalanabbá váló jövedelmi kilátásokkal, illetve a járvány elleni korlátozó intézkedések fogyasztást visszafogó hatásával (részletesebben lásd a jelentés kiemelt témáját).

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

A járványhelyzet teremtette bizonytalanságban tovább bővült a likvid pénzügyi eszközökben tartott megtakarítás, de az állampapírok növekedése is gyorsult (21. ábra). A lakosság eszközallokációs döntéseire a harmadik negyedévben is jelentős hatással volt a koronavírus járvány. A likvid megtakarítási formák iránt továbbra is élénk kereslet mutatkozik: a folyószámla betétek növekedése meghaladta a 200 milliárd forintot, ami közel kétszerese az előző év azonos időszaki értékének. A készpénz iránti kereslet annak ellenére alakult az előző év harmadik negyedévéhez hasonló szinten, hogy az előző hónapokban kiugró volt a készpénzfelhalmozás. A hosszabb távú elköteleződést igénylő befektetési formák iránti keresletet az árfolyamok alakulása határozta meg: a járvány hatására komoly árfolyamvesztést szenvedő tőzsdei részvények és befektetési jegyek állományának emelkedése a harmadik negyedévben is folytatódott, mivel a tőzsdei részvényekbe és a befektetési jegyekbe is jelentős lakossági megtakarítás áramlott.

Az elmúlt negyedévhez képest enyhén gyorsult a lakosság állampapír-vásárlása. A tavaly nyáron bevezetett állampapír konstrukció, a MÁP+ népszerűsége töretlen volt: az állomány harmadik negyedévi bővülése megközelítette a 600 milliárd forintot. A rövidebb futamidejű, 1MÁP papírok csökkenése némileg lassult, miközben 180 milliárd forinttal a PMÁP papírok is mérséklődtek. Összességében a háztartások állampapír-állománya mintegy 220 milliárd forinttal emelkedett, így továbbra is támogatta az állam belső forrásokból történő finanszírozását.

21. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása

5. Lakossági megtakarítás járvány idején

Kiemelt témánkban a lakossági megtakarítás alakulását vizsgáljuk meg részletesebben. A járvány hatására több tényező is visszafogta a hazai lakosság fogyasztásának növekedését, így a jövedelembővülés mérséklődése ellenére a szektor GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítása emelkedett a második negyedévben. A fogyasztáson belül az elmúlt hónapokban megtorpant a tartós cikkek iránti kereslet növekedése, így a folyó fizetési mérleg egyenleget rontó hatása lassult. A lakosság pénzügyi megtakarítása az uniós országok tapasztalatai alapján is jellemzően emelkedett a második negyedévben – az eurozónában ez a növekedés elsősorban a járványügyi korlátozások miatti „kényszermegtakarításra” vezethető vissza, míg a munkanélküliség magasabb kockázata miatti óvatossági motívum csak kisebb mértékben járul hozzá. A régiós országokban is kiemelkedő jelentősége van annak a folyamatnak, hogy a járványhelyzet miatt a megugró költségvetési hiányt részben ellensúlyozta a háztartások pénzügyi megtakarításának emelkedése. A megtakarítások szerkezetét tekintve a likvidebb megtakarítások preferálása volt jellemző a régió országaiban. A jövőbe tekintve, a harmadik negyedév normalizálódási folyamatait követően 2020. év végén az újra bevezetett korlátozó intézkedések miatt a reálgazdasági folyamatok ismét a lakossági megtakarítás emelkedéséhez vezethetnek.

A Fizetési mérleg jelentés kiemelt témájának középpontjába azért került a lakossági megtakarítások alakulása, mert 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

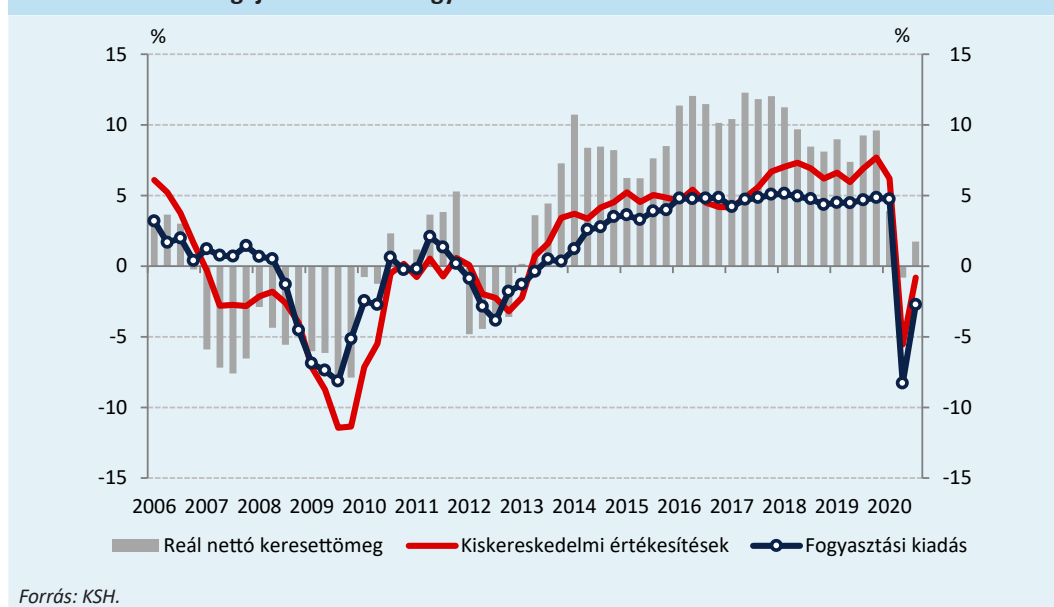
5.1. Reálgazdasági folyamatok

A járvány hatására több tényező is visszafogta a lakossági jövedelem és fogyasztás növekedését. A koronavírus-járvány tavaszi első hullámának idején a betegség terjedése érdekében hozott korlátozások nagymértékben szűkítették a lakosság költési lehetőségeit, ami a lakossági fogyasztást kínálati oldalról vetette vissza. Emellett ugyanakkor az alacsonyabb kereslet miatt (amit a külföldi turisták elmaradása is súlyosbított) a vállalatok megváltak alkalmazottaik egy részétől, miközben a bérnövekedés dinamikája is visszaesett – a két tényező eredőjeként mérséklődő nettó keresettömeg pedig a keresleti oldalról fogta vissza a lakossági fogyasztást (22. ábra). A fenti folyamatok eredőjeként a második negyedévben visszaesett a kiskereskedelmi forgalom – mivel a korlátozások a természetüknél fogva erőteljesebben érintették az emberi kapcsolatokra épülő szolgáltatásokat (például vendéglátás, turizmus, szórakozás), a fogyasztás visszaesése még ennél is nagyobb mértékű volt, ami jelentős változást jelent az előző válsághoz képest. 2008–2009 során ugyanis a fogyasztásbővülés üteme kevésbé esett vissza, mint a kiskereskedelmi forgalom, amiben annak is lehetett szerepe, hogy a két mutató közötti különbség nagy részéért felelős szolgáltatások iránti keresletet – vélhetően az azokat igénybe vevők relatíve jobb helyzete miatt – kisebb mérséklődés sújtotta.

A jövedelem mérséklődésénél nagyobb volt a fogyasztás visszaesésének mértéke, ami a lakossági megtakarítás növekedésének irányába hatott. A járvány hatása a második negyedévi adatokban jelentkezett, amikor a reál nettó keresettömeg éves összevetésben (a 2019-es mintegy 9 százalékos bővülést követően) közel 1 százalékkal mérséklődött. Ezzel párhuzamosan ugyanakkor a lakosság fogyasztási kiadásának volumene a második negyedévben nagymértékben, több mint 8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A jövedelemtől számottevő mértékben elmaradó fogyasztásbővülés tehát a lakosság pénzügyi megtakarításának növekedésében csapódott le.

A harmadik negyedév normalizálódási folyamatait követően 2020. év végén a reálgazdasági folyamatok újra a lakossági megtakarítás emelkedésével járhatnak. A járvány első hullámának megfékezését követően a korlátozások lazításával a kiskereskedelmi értékesítések és a fogyasztásbővülés is jelentős felpattanást mutatott (ami, mint látni fogjuk, a pénzügyi megtakarítás mérséklődésében is éreztette hatását). A járvány második hulláma miatt újra bevezetett korlátozások (például kijárási tilalom) azonban ismét jelentősen visszavethetik a lakosság fogyasztását, a negyedik negyedévben újra emelkedő lakossági megtakarítást eredményezve.

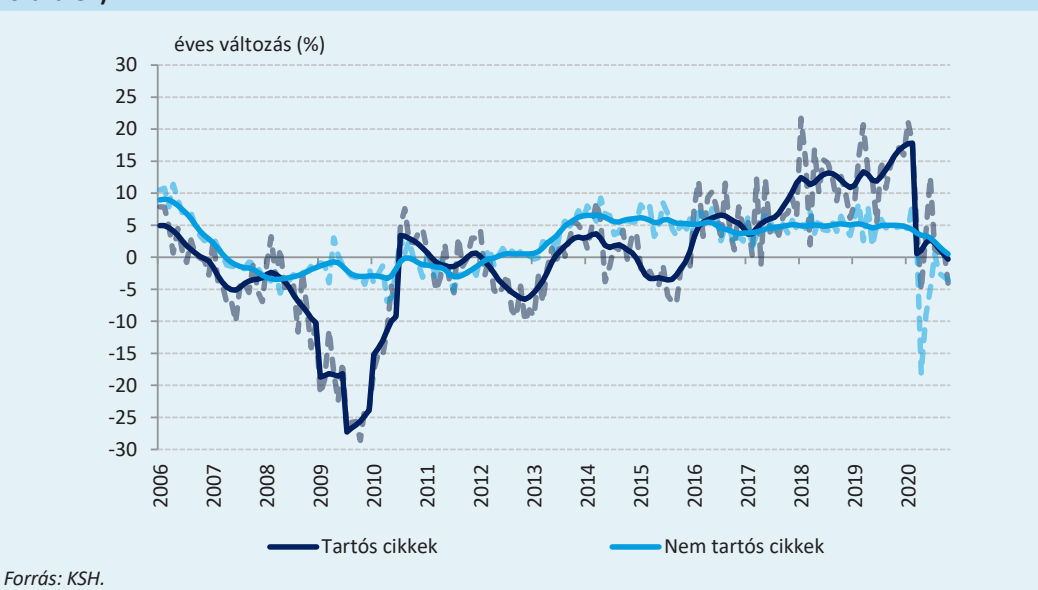
22. ábra: A lakossági jövedelem és fogyasztás fontosabb indikátorainak éves reálnövekedése



A kiskereskedelmi forgalom alakulását részletesebben vizsgálva, a járvány hatásainak tavaszi begyűrűzése a tartós és nem tartós cikkek iránti keresletet egyaránt visszavetette. A tartós cikk fogyasztás 2016 óta tartó gyorsuló növekedésének, és a nem tartós cikkek stabilan bővülő forgalmának egyaránt a járványügyi veszélyhelyzet, és a kiskereskedelmet is érintő lezárások vetettek véget. A járványügyi korlátozások átmenetileg – de eltérő mértékben – az összes üzlettípusra hatással voltak. A tavaszi mélypontot követően a korlátozások feloldásával a tartós és nem tartós cikkek termékcsoportjában is elindult a forgalom élénkülése, amelyet a járvány őszi, második hullámának érkezése lassít.

A tartós cikkek iránti kereslet növekedése az elmúlt hónapokban megtorpant, így a folyó fizetési mérleg egyenleget rontó hatása lassult. A tartós cikkek éves növekedésének 2020 tavaszán tapasztalt visszaesésének mértéke a 2008-as válsághoz hasonló mértékű volt, ám az előző válsággal ellentétben mindez nem a forgalom csökkenését eredményezte, hanem a növekedés megtorpanását jelentette. Ennek hátterében az áll, hogy a csökkenés ezúttal magasabb bázisról történt: míg a 2008-at megelőző – a megszorító intézkedésekkel, a jövedelmi kilátások romlásával terhelt – időszakban a kiskereskedelmi forgalom bővülése lassuló pályán volt, addig a járvány 2020. tavaszi begyűrűzését megelőzően a lakosság kedvező jövedelmi helyzete jelentős forgalombővülést tett lehetővé. Mivel a tartós cikkek közé tartozó termékek – mint gépjármű, alkatrész, bútor, műszaki cikk – fogyasztásának magas az importtartalma, a forgalom lassulása javítja a folyó fizetési mérleg egyenlegét. A nem tartós termékek forgalmának volumenében tapasztalt tavaszi – kevésbé drasztikus – visszaesés szintén a lezárások hatása. E termékcsoportban a fogyasztás volumenének csökkenése elsősorban az alacsony üzemanyag-kereslethez és a ruházati termékek forgalmának csökkenéséhez kötődött, amit némiképp ellensúlyozott az élelmiszerek és gyógyszerek iránti relatíve stabil kereslet. A nem tartós cikkek forgalmának volumene összességében az előző válsághoz hasonlóan a tartós termékekhez képes visszafogottabb csökkenést mutat.

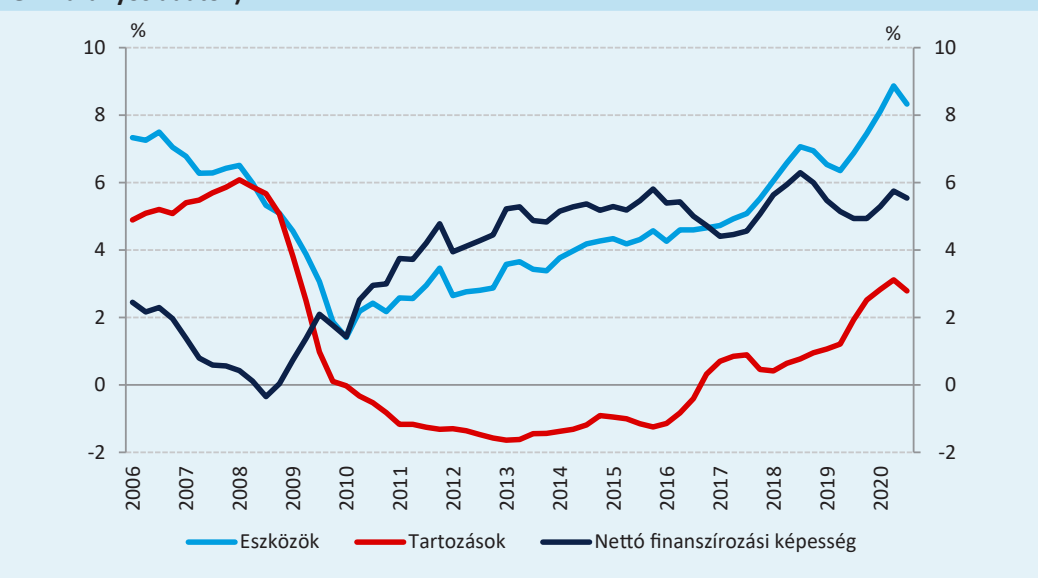
23. ábra: A kiskereskedelmi forgalom főbb termékcsoportokra bontva (éves volumenindex, százalék)



5.2. Megtakarítási folyamatok

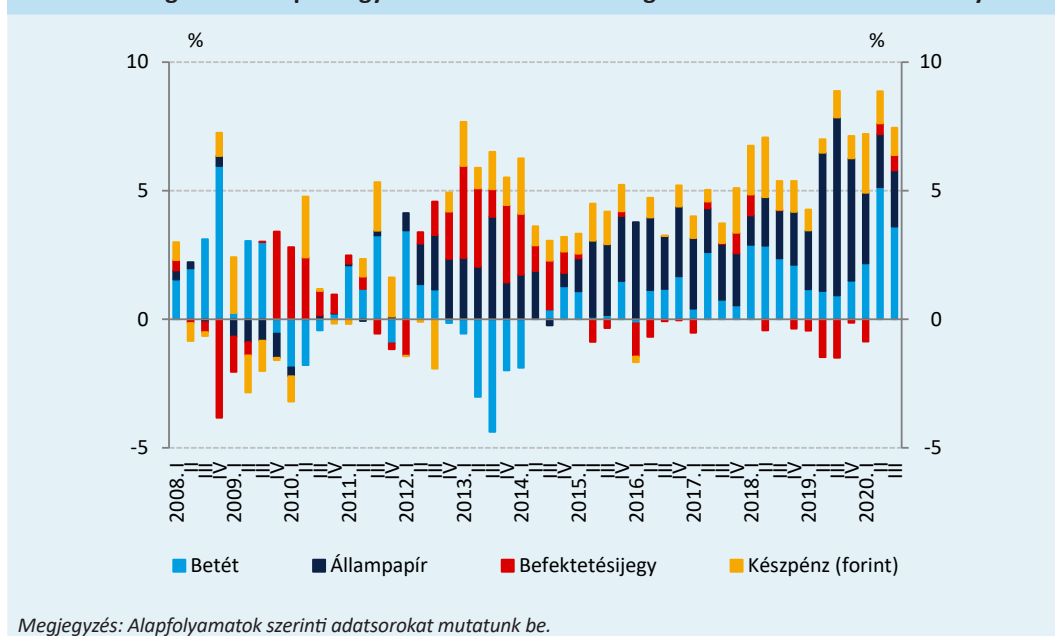
A koronavírus által nagymértékben sújtott második negyedévben tovább emelkedett a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása – ezt a harmadik negyedévben enyhe mérséklődés követte, míg a negyedik negyedévben újra növekedés várható. A korábban említett tényezők (a gazdaságot érintő korlátozó intézkedések, óvatossági motívumok stb.), valamint a nominális GDP mérséklődésének hatására 2020 második negyedévében megugrott a lakosság négy negyedéves GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítása. A megtakarítás bruttó szárait tekintve a nettó hitelfelvétel elsősorban a babaváró hiteleknek köszönhetően emelkedett tovább, aminek ugyanakkor nagy hányada átmenetileg a pénzügyi eszközök bővülésében is tükröződhetett, így a nettó pénzügyi megtakarításra vélhetően nem volt lényeges hatása. A harmadik negyedéves folyamatokkal kapcsolatban fontos kiemelni, hogy a gazdaság működésének nyári hónapok alatti normalizálódása enyhén mérsékelte a lakosság finanszírozási képességét, ami ugyanakkor továbbra is az elmúlt évek átlagának megfelelő finanszírozási képességhez vezetett. Érdeemes megjegyezni, hogy a vírus második hulláma által érintett negyedik negyedévben – az első hullám tapasztalatai alapján – újra a szektor pénzügyi megtakarításainak emelkedése várható.

24. ábra: A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása és tényezői (négy negyedéves GDP-arányos adatok)



A járvány hatására a lakosság a hosszabb távú megtakarítások felől a rövid távúak felé fordult. A járvány kitörése előtt az alacsony betéti kamatok és az állampapírok jelentős hozamelőnye határozta meg a háztartások portfólió döntéseit. A magas likviditás, és az alacsony alternatívaköltség a látra szóló betétek és a készpénz keresletét növelték a rövid távú megtakarításoknál. Az állampapírok hozamelőnye viszont a hosszabb távú megtakarítások esetén eredményezte a befektetési jegyek visszaszorulását és az állampapírok térnyerését. A járvány kitörése után némileg megváltozott a kép. Bár tavasszal a készpénz-kereslet hirtelen megugrott, az év a hátralévő részében a készpénzállomány bővülése a korábbi évnél megfelelően alakult. A rövid távú megtakarítások emelkedése elsősorban a látra szóló betéteket érintette, az év közepén az elmúlt év azonos időszakának többszörösét helyezték el a háztartások látra szóló betétekben. Az állampapírok kereslete bár egész évben stabilan alakult, a relatív súlya a teljes pénzügyi megtakarításokon belül csökkent – ugyanakkor a lassulás ellenére a lakosság kereslete stabil volt, ami újabb igazolást jelent a lakossági állampapír-stratégiának. Ezen túl fontos a lakosság vélhetően a válság következtében végbement árfolyammozgások hatására mintegy 250 milliárd forinttal növelte tőzsdei részvényekben tartott megtakarítását 2020 első három negyedévében. Ez közel háromszorosát teszi ki a lakosság 2017 és 2019 hasonló eszközökben végrehajtott megtakarításainak. Ennek hátterében vélhetően az áll, hogy a lakosság a válság tőzsdei árfolyamokra kifejtett mérséklő hatását átmenetinek gondolhatta, így jó beszállási pontnak tarthatta részvények vásárlására.

25. ábra: A legfontosabb pénzügyi eszközök szezonálisan igazított tranzakciói a GDP arányában

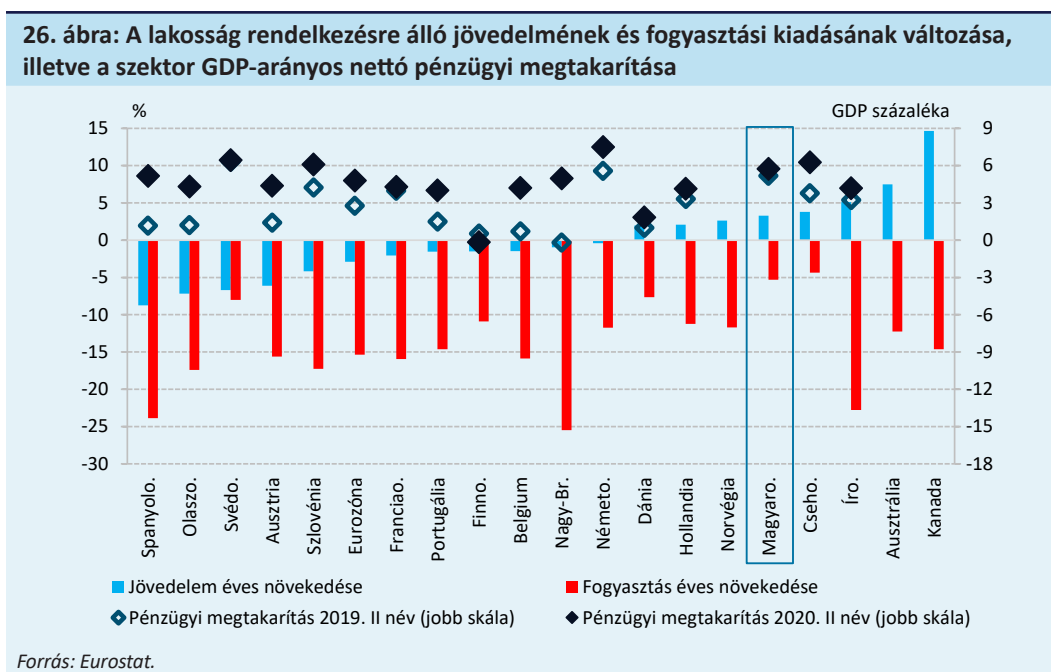


A járvány a 2008-as pénzügyi válsággal összehasonlítva rövid távon hasonló, hosszabb távon viszont érdemben eltérő hatással volt a lakosság pénzügyi megtakarításának szerkezetére. A pénzügyi válság 2008 negyedik negyedévében érte el hazánkat, amire a lakosság – hasonlóan a jelenlegi krízishez – a likvid eszközök felhalmozásával reagált. 2009-ben viszont a jövedelmi kilátások drasztikus csökkenése, a hitelfelvétel leállása a pénzügyi eszközfelhalmozás visszaesését eredményezte. Az alkalmazkodás az árfolyamok összeomlásával összefüggésben, első körben a befektetési jegyeket érintette, majd a háztartási szektor állampapír-állománya is mérséklődni kezdett. Ezek a folyamatok arra utaltak, hogy a lakosság a jövedelmek visszaesése miatt elkezdte felhasználni tartalékait, ami 2009 második felétől a készpénz és betétállomány csökkenésében tükröződött, de ebbe az irányba hatott a befektetési jegyek iránti kereslet korrekciója is. **Ezzel szemben a 2020-as járvány idején a pénzügyi megtakarítások szintje magas maradt, a likvid pénzeszközök előtérbe kerülése mellett a hosszabb távú elköteleződést jelentő állampapírok kereslete is fenn tudott maradni** nagyrészt a MÁP Plusznak tulajdoníthatóan, ami a gazdaság külső sérülékenységének szempontjából is kedvező folyamatnak nevezhető.

5.3. Nemzetközi folyamatok

Az uniós országok lakosságának nettó pénzügyi megtakarítása – a fogyasztás csökkenésével párhuzamosan – jellemzően emelkedett a második negyedévben. A koronavírus-járvány következtében visszaeső gazdasági növekedés minden uniós országban jelentősen fékezte a háztartási szektor rendelkezésre álló jövedelmének bővülését – míg a második negyed-

évben hazánkban még fennmaradt a növekedés, addig több országban csökkentek a jövedelmek. A megtakarítások szempontjából fontos ugyanakkor kiemelni azt is, hogy az Európai Unió országaiban ezt meghaladó (éves összevetésben 15 százaléknál is nagyobb) mértékben csökkent a szektor fogyasztási kiadása is (a legnagyobb mértékben a járvány által leginkább sújtott országokban, mint például Olaszország, Spanyolország vagy Nagy-Britannia). A két folyamat eredőjeként a lakosság négy negyedéves nettó pénzügyi megtakarításának GDP-arányos értéke jelentősen emelkedett (26. ábra). **Európai összevetésben a magyar lakosság megtakarítási rátája csak kisebb mértékben emelkedett, de ez részben annak korábban is magas szintjével áll összefüggésben.** A nettó mutató növekedéséhez több országban jelentősen hozzájárult a hitelek törlesztése is – Nagy-Britanniában például a lakosság a lezárás 3 hónapja alatt nagyjából annyi fogyasztási hitelt törlesztett, mint amennyit az előtte levő 12 hónap alatt összesen felvettek³.



Az eurozónában a pénzügyi megtakarítás növekedése elsősorban „kényszermegtakarításra” vezethető vissza, az óvatosságnak és a fogyasztást általában befolyásoló tényezőknek csak kisebb a szerepe. A lakossági megtakarítás 2020. év közepi megugrását két fő tényező is okozhatta: a válságidőszakokban jellemzően megugró munkanélküliség miatt növekedhetett a jövőbeli jövedelmek körüli bizonytalanság, ami az óvatossági motívumok erősítésével hozzájárulhatott a megtakarítások növekedéséhez. Emellett ugyanakkor a korlátozó intézkedések erősen beszűkítették a lakosság fogyasztási lehetőségeit is, ami nem szándékolt, kényszermegtakarításhoz is vezethetett – a 2008-as válságban hasonló folyamat volt megfigyelhető hazánkban, amikor a banki hitellehetőségek beszűkülése és a törlesztőrészek fizetési kötelezettsége nyomán emelkedő hiteltörlesztés a nettó pénzügyi megtakarítás részben kényszerű emelkedéséhez vezetett. Az Európai Központi Bank elemzése szerint⁴ a gazdasági folyamatokról rendelkezésre álló szokásos változók (például a jövedelem alakulása, illetve az óvatossági motívum beazonosítására legalkalmasabb mutatóként a háztartások által várt jövőbeli munkanélküliség nagysága) ugyanakkor csak a pénzügyi megtakarítás megugrásának kisebb részét tudták megmagyarázni az eurozónában, így az emelkedésben vélhetően a fent említett kényszermegtakarítás játszott a legnagyobb szerepet. Az ugyanakkor csak hosszabb távon derülhet ki, hogy a vakcina megjelenésével párhuzamosan várhatóan megszűnő lezárásokat követően a pénzügyi megtakarítás szintje visszatér-e a korábban jellemző szintre.

5.4. Régiós tapasztalatok

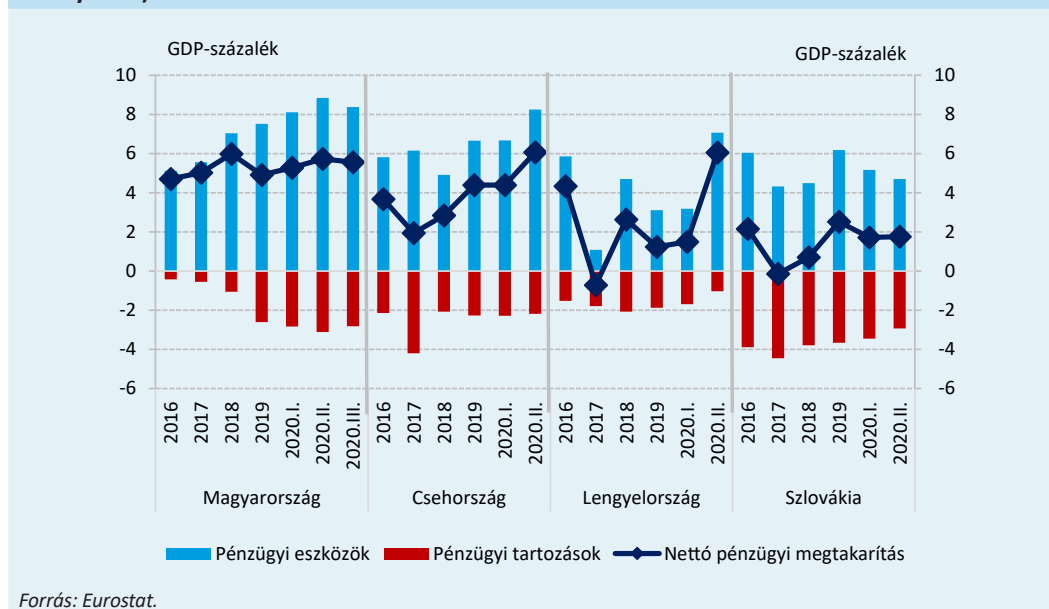
Áttérve a régiós országok tapasztalataira, a járványhelyzet miatt minden országban megugró költségvetési hiány mellett kiemelt jelentősége van annak, hogy a régiós országokban a hiány érdemi növekedését részben ellensúlyozta a háztartások pénzügyi megtakarításának emelkedése. A régiós háztartások nettó pénzügyi megtakarításának alakulására érezhető hatással voltak a koronavírussal kapcsolatos gazdasági korlátozások, óvatossági megfontolások, azonban ezek

³ <https://www.thisismoney.co.uk/money/saving/article-8790533/Household-saving-hit-time-high-coronavirus-lockdown.html>

⁴ Részletesebben lásd: ECB Economic Bulletin, 6/2020.

iránya és erőssége országoként eltérő volt. A háztartási szektor négy negyedéves GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítási rátája Magyarországon 2020 második és harmadik negyedévében az év elejénél enyhén magasabban és továbbra is meglehetősen stabilan alakult (a GDP 5,7, illetve 5,5 százalékán), de a – régióban legfrissebb adatot jelentő – második negyedévben a cseh és különösen a lengyel ráta is érdemben emelkedett (rendre a GDP 6,1, illetve 6,0 százalékára). Ezzel szemben a szlovák megtakarítási ráta a 2019-es értékhez képest mind az első, mind a második negyedévben mérsékeltebben (a GDP 2 százaléka alatt) alakult (27. ábra).

27. ábra: A régiós országok nettó pénzügyi megtakarításának és tényezőinek alakulása (GDP arányában)



A megtakarítások szerkezetét tekintve a likvidebb megtakarítások preferálása volt jellemző a régió országaiban, míg a hitelfelvétel mérséklődése csak Lengyelországban és Szlovákiában járult hozzá nagyobb mértékben a nettó pénzügyi megtakarítás növekedéséhez. A négy negyedéves tranzakciós adatok szerint a visegrádi országok többségében jellemző volt, hogy a likvidebb megtakarítási formák (bankbetétek, illetve készpénz) felé mozdultak el a járvány hatására (míg Szlovákiában a betétállomány növekedése nem gyorsult, a készpénz bővülési üteme pedig megtorpant a második negyedévben). Az értékpapírok bővülési üteme Magyarországon az év első felében stabilan magas volt, majd a harmadik negyedévben lelassult, de GDP-arányosan, így is jóval meghaladta a többi visegrádi országban tapasztalt stagnálást vagy minimális bővülést. A tartozások bővülése (elsősorban hitelek felvétele) Magyarországon és Csehországban az év során stabilan, míg Szlovákiában a második negyedévben már a korábbinál kissé enyhébb ütemben folytatódott. Lengyelországban viszont erőteljesebb volt a hitelbővülés ütemének lassulása, ami hozzájárult a lengyel finanszírozási képesség régiót meghaladó emelkedéséhez.

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 transzferegyleg 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 (szézonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)	20
21. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása	20
22. ábra: A lakossági jövedelem és fogyasztás fontosabb indikátorainak éves reálnövekedése	22
23. ábra: A kiskereskedelmi forgalom főbb termékcsoporthoz bontva (éves volumenindex, százalék)	23
24. ábra: A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása és tényezői (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	23
25. ábra: A legfontosabb pénzügyi eszközök szézonálisan igazított tranzakciói a GDP arányában	24
26. ábra: A lakosság rendelkezésre álló jövedelmének és fogyasztási kiadásának változása, illetve a szektor GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarítása	25
27. ábra: A régiós országok nettó pénzügyi megtakarításának és tényezőinek alakulása (GDP arányában)	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. január

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

© MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.