

***Hazai és globális gazdasági és
pénzügyi trendek***

2014. január hó

Bankonzult

Pénzügyi és Gazdasági Tanácsadó Kft.

1016 Budapest, Piroska utca 5.

Tartalom

1. A magyar államkötvények kamatai magasak európai viszonylatban a kedvező adósság mutatók ellenére is.....	3
2. Magyarország élen jár Európában a munkanélküliség csökkentésében	4
3. Lényegesen jobban alakult az államadósság a jelenlegi kormányzati ciklusban az előzőhöz képest.....	6
4. Egyre nagyobb terhet ró az energiahordozók importja a magyar gazdaságra	8
5. A nem teljesítő hitelek állománya nem emelkedik tovább a magyar gazdaságban.....	9
6. Újabb foglalkoztatási csúcsok dőltek meg Magyarországon	11
7. A kéthetes MNB-s kötvények magas szintje fölösleges külföldi források jelenlétére utal a magyar gazdaságban.....	13
8. Az új lakásépítések Magyarországon estek vissza az egyik legnagyobb mértékben Európában.....	15
9. Fordulat kezdete látható a lakossági fogyasztásnál.....	17
10. A hitelintézetek 2013-as mérlegei jelentős változásokon mentek át.....	18
11. Államadósság finanszírozási igénye Magyarországnak a legnagyobb a régióban	20
12. Vásárlóerő paritás elméleten alapuló összehasonlítás szerint továbbra is túlértékelt a forint.....	22

2014. január hónap legfőbb hazai és globális gazdasági és pénzügyi trendjei

- Magyarország fizeti a negyedik legmagasabb kamatot hosszú lejáratú államadóssága után az Európai Unió 28 tagállama közül. 2013 decemberében a 10 éves magyar államkötvény kamata - 5,78%-kal - majdnem kétszer magasabb volt, mint az európai uniós 3,02%-os átlag. Európai összehasonlításban magas a magyar kamatszint, annak ellenére, hogy a fő adósság mutatók terén - mint például a GDP arányos államadósság, vagy a költségvetési hiány - a magyar eredmény jobb, mint az uniós átlag.
- Az Európai Unióban a magyar munkanélküliségi ráta csökkent az egyik legnagyobb mértékben az Eurostat 2013 novemberi statisztikai adatai szerint. Amíg az európai gazdaságban enyhén - 0,1 százalékponttal - növekedett a munkanélküliségi ráta az elmúlt egy évben, addig a magyar adat 1,5 százalékpontos csökkenést produkált. A munkanélküliség csökkenésével párhuzamosan javult a foglalkoztatás, így a magyar gazdaság azon a területen javította jelentősen pozícióját, ahol a rendszerváltás óta leginkább elmaradásban volt európai versenytársaihoz képest.
- Jelentős fordulatot ért el a jelenlegi kormány az államadósság területén az elődjéhez képest: míg 2006 és 2010 második negyedéve között a bruttó államadósság GDP arányosan 17,1 százalékponttal emelkedett, addig 2010 második, és az elérhető legfrissebb adat - 2013 harmadik negyedéve között ez a mutató 5,7 százalékponttal csökkent. A következő időszakban a gazdasági növekedés várható felfutásával és a továbbra is alacsony költségvetési hiánynak köszönhetően már csökkenésnek indulhat Magyarország államadóssága.
- 2012-ben Magyarország külkereskedelmi hiánya az energiahordozók árucélcsoportban elérte a GDP 6,5%-át, ami új negatív rekordot jelentett. Ez a kereskedelmi hiány 2013-ban tovább nőtt: az első 10 hónapban 5.365 millió euró volt, ami 235 millió euróval több, mint amennyi a 2012-es év első 10 hónapjában volt. Az energiahordozók importja jelentős terhet ró a gazdaságra, főleg amióta az olaj világpiaci ára jelentősen megnőtt: a 2000-es évek közepétől. Országos

szinten érdemes energia hatékonysági beruházásokba fektetni, hiszen az import költségek csökkentése az egész gazdaságra pozitívan hathatna.

- A régióban Magyarországon az egyik legmagasabb a nem teljesítő hitelek aránya: 2013 során 20% körül alakult a 90 napnál régebben lejárt hitelek aránya. Ez az utóbbi másfél-két évben már kevésbé volt a bedőlő hitelek növekedésének köszönhető, mint inkább a teljes banki hitelállomány gyors csökkenésének. Nominálisan a nem teljesítő hitelek összege a bankszektorban szinte stagnált 2011 vége óta, így a növekvő nem teljesítő hitelek aránya a teljes hitelállományhoz képest nem a gazdasági környezet romlását tükrözte, hanem a hitelleépítési folyamat következménye volt. Ha újra fellendül a hitelezési aktivitás, akkor a nem teljesítő hitelek aránya akár gyors mértékben csökkenhet is.
- 2013 utolsó negyedében 4 millió 15 ezer fő volt a foglalkoztatottak száma a magyar gazdaságban. A foglalkoztatási ráta is kedvezően alakult, és 59,7%-kal már majdnem elérte a 60%-os szintet (a 15-64 évesek körében), ez 2001 óta új csúcshoz számíthat. Éves szinten a foglalkoztatás bővülése is rekord magasságba emelkedett: egy év alatt 106,7 ezerrel nőtt a foglalkoztatottak száma a KSH adatai szerint, aminek következtében a munkanélküliségi ráta 9,1%-ra esett 2013 év végére. A nem túl erős 2013-as GDP növekedés ellenére is rendkívül gyorsan bővült az új munkahelyek száma Magyarországon, és ez a gazdaság további növekedésével akár gyorsulhat is.
- 2014 januárjában átlagosan 5500 milliárd forint körüli szintre emelkedett a kétéves MNB kötvények állománya, ami történelmi csúcshoz felel meg. 2013 során a jelentős kamatcsökkentések javították a jegybank eredményén, de a növekvő jegybanki kötvényállomány ezzel ellentétes hatású volt. Ráadásul a kétéves kötvényekbe fektetett források összege olyan mértékű, ami a pénzügyi közvetítő rendszer gyenge működésére utal. A kétéves kötvények állománya már kezdi megközelíteni a bankok vállalati hitelállományát is, ami 6785 milliárd forint volt 2013. december végén, míg a 2014. január 15-i héten 5776 milliárd forint állt kétéves kötvényekben.

1. A magyar államkötvények kamatai magasak európai viszonylatban a kedvező adósság mutatók ellenére is

Jelenség

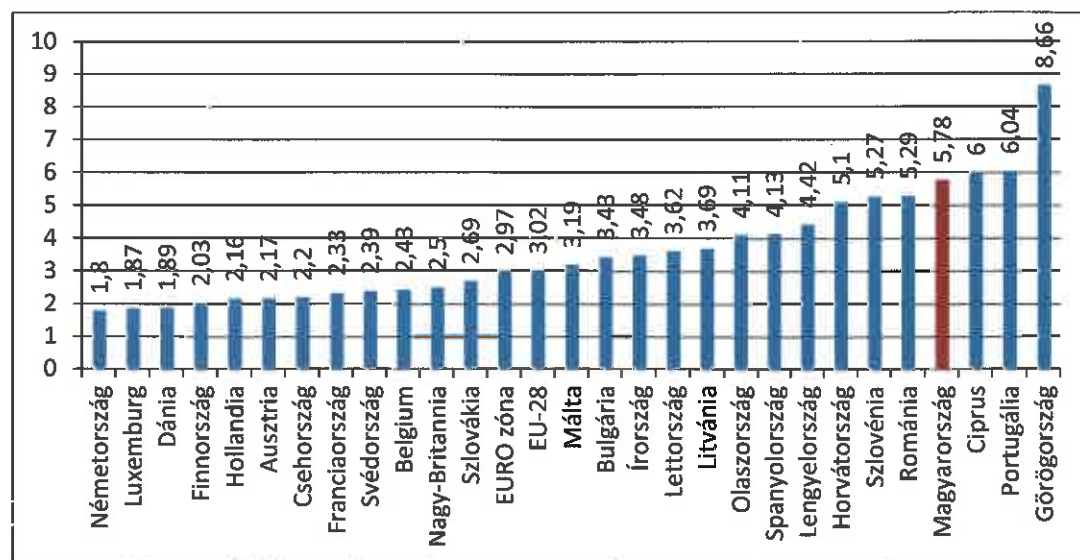
Magyarország fizeti a negyedik legmagasabb kamatot hosszú lejáratú államadóssága után az Európai Unió 28 tagállama közül. 2013 decemberében a 10 éves magyar államkötvény kamata - 5,78%-kal - majdnem kétszer magasabb volt, mint az európai uniós 3,02%-os átlag. Európai összehasonlításban magas a magyar kamatszint, annak ellenére, hogy a fő adósság mutatók terén - mint például a GDP arányos államadósság, vagy a költségvetési hiány - a magyar eredmény jobb, mint az uniós átlag.

Folyamat

Az utóbbi években csökkent a magyar GDP arányos államadósság, míg Európában folyamatosan emelkedett ez a mutató, aminek hatására 5,5 százalékponttal alacsonyabb volt a magyar államadósság az uniós átlagánál 2013 első félévének végén. 2011 óta folyamatosan 3% alatt alakult a GDP arányos államháztartási hiány hazánkban, és emellett már a magyar gazdaság növekedése is emelkedni kezdett, így szinte minden államadósság mutatóban jobban teljesít a magyar gazdaság európai társaihoz képest. Magyarországnak ennek ellenére a legkockázatosabb európai államokhoz hasonló kamatokot kell fizetnie adóssága után.

Az egyik fő ok, amiért relatíve magas a magyar állampapírok kamata, hogy Magyarországon a jegybank korlátlan mértékben bocsát ki kétéves kötvényeket, így az állami és jegybanki értékpapírok kínálata nem valós finanszírozási igényeket tükröz. Ez a túlkínálat az állampapírok kereslet-kínálat egyensúlyát borítja meg: túl magas a kínálat a magyar állam által garantált kötvényeknél, ezért a kötvények értéke alacsony, hozama pedig magas. Ez jelentős versenyhátrányt jelent a magyar gazdaság számára, hiszen emiatt nem csak az állam, hanem a gazdaság többi szereplője is magasabb kamatok mellett juthat hosszú lejáratú forrásokhoz. Az európai uniós országok 10 éves államkötvény hozamait az 1. sz. ábra mutatja be:

**A hosszú lejáratú államkötvények éves hozamai, 2013. december
(10 éves állampapírok esetében)**



Forrás: Eurostat

1. sz. ábra

Eredmény

Valós viszonyokat tükröző kereslet-kínálatot kell teremteni a magyar állampapírok és MNB kötvények esetében, hiszen a gazdaság fundamentumai nem indokolják az uniós szinten kiugróan magas hozamokat. Amennyiben ezzel sikerülne csökkenteni a magyar államkötvények kamatfelárát, akkor ez növelné az államháztartás mozgásterét a csökkenő kamatkidadások következtében, amit adócsökkentésre lehetne használni. Egy ilyen fordulat egyben javítaná a folyófizetési mérlegen belül a jövedelem mérleg hiányát is, mert kevesebb kamatjövedelem áramlana ki az országból a külföldi befektetőknek.

2. Magyarország élen jár Európában a munkanélküliség csökkentésében

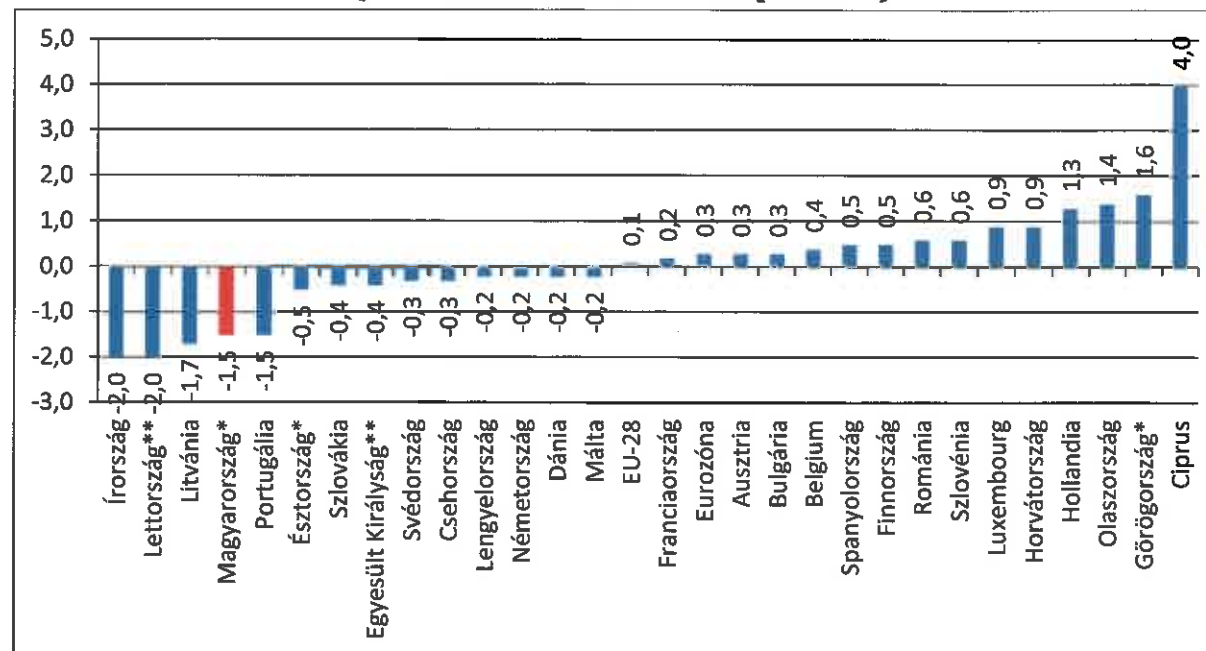
Jelenség

Az Európai Unióban a magyar munkanélküliségi ráta csökkent az egyik legnagyobb mértékben az Eurostat 2013 novemberi statisztikai adatai szerint. Amíg az európai gazdaságban enyhén - 0,1 százalékponttal - növekedett a munkanélküliségi ráta az elmúlt egy évben, addig a magyar adat 1,5 százalékpontos csökkenést produkált. A munkanélküliség csökkenésével párhuzamosan javult a foglalkoztatás, így a magyar gazdaság azon a területen javította jelentősen pozícióját, ahol a rendszerváltás óta leginkább elmaradásban volt európai versenytársaihoz képest.

Folyamat

Magyarországon és Portugáliában 1,5 százalékponttal csökkent a munkanélküliségi ráta, így az Európai Unióban az elmúlt egy év során ebben a két országban, holtversenyben a harmadik legnagyobb mértékben javult ez a mutató. A pénzügyi válság által korábban leginkább sújtott országok azok, amelyek jelentős eredményeket tudtak elérni a munkanélküliség csökkentésében. A magyar gazdaságban is számos strukturális reformot hajtottak végre az utóbbi években, így a gazdasági növekedés visszatérével Magyarország az európai élvonalba került a munkahelyteremtés területén. A munkanélküliségi ráta éves változását az Európai Unió egyes tagállamaiban a 2. sz. ábra mutatja be:

**A munkanélküliségi ráta változása az utolsó 12 hónapban
(2013 novembere, százalékpontban)**



* 2013 október

** 2013 november

Forrás: Eurostat

2. sz. ábra

Magyarország a 25 év alattiak esetében a harmadik legnagyobb munkanélküliség csökkenést érte el: ebben a korcsoportban a görög (-4%) és ír (-3,9%) ráta után a magyar (-3,6%) munkanélküliségi ráta csökkent a legnagyobb mértékben egy év alatt. A foglalkoztatás is folyamatosan bővül Magyarországon: a 2013 szeptember-novemberi időszakában átlépte a 4 milliós határt (4,012 millió fővel) a foglalkoztatottak száma. A jelentős sikerek után is van még tér javulásra, ezért a jövőben főleg a versenyszféra foglalkoztatásának növelésére érdemes összpontosítani.

Eredmény

A munkanélküliségi ráta rohamos csökkenése is mutatja, milyen sikeres volt a foglalkoztatási fordulat Magyarországon. Ehhez nagyban hozzájárult a közfoglalkoztatás, de a jövőben inkább a versenyszféra foglalkoztatásának erősítése válhat fontossá. Leginkább a kis- és közepes méretű vállalatok lehetnek képesek nagyszámú új munkahelyet teremteni, amiben a Növekedési Hitelprogram és az alacsonyabb munkabérekre rakódó adók nyújthatnak támogatást.

3. Lényegesen jobban alakult az államadósság a jelenlegi kormányzati ciklusban az előzőhöz képest

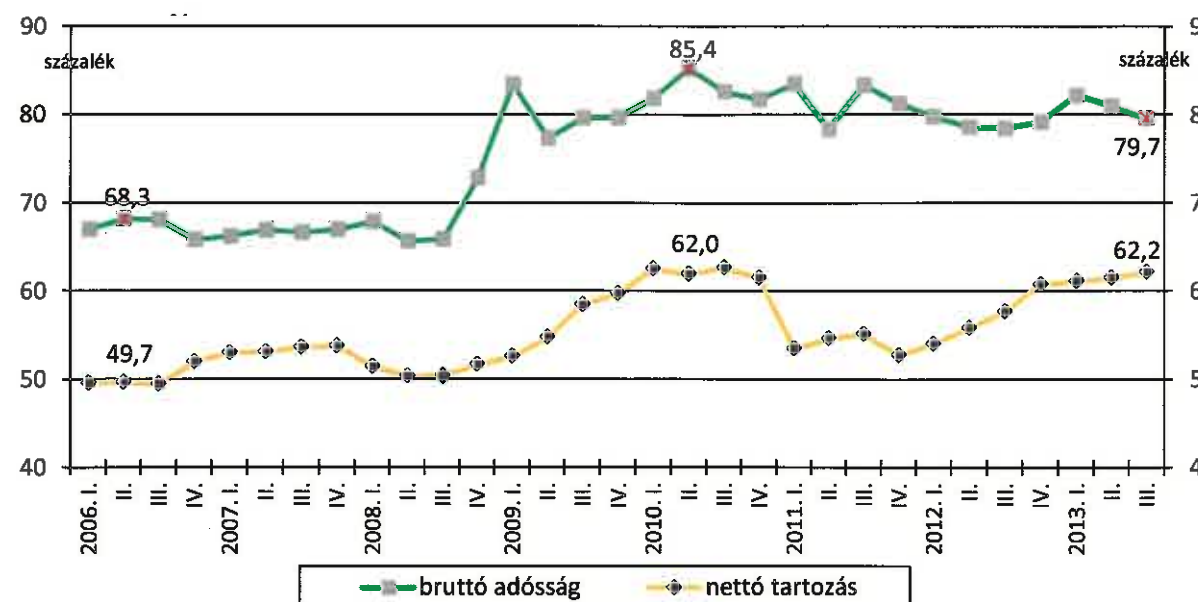
Jelenség

Jelentős fordulatot ért el a jelenlegi kormány az államadósság területén az elődjéhez képest: míg 2006 és 2010 második negyedéve között a bruttó államadósság GDP arányosan 17,1 százalékponttal emelkedett, addig 2010 második, és az elérhető legfrissebb adat - 2013 harmadik negyedéve között ez a mutató 5,7 százalékponttal csökkent. A következő időszakban a gazdasági növekedés várható felfutásával és a továbbra is alacsony költségvetési hiánynak köszönhetően már csökkenésnek indulhat Magyarország államadóssága.

Folyamat

A 2006-2010-es kormányzati ciklus alatt jelentősen nőtt az államadósság, ráadásul már az ezt megelőző ciklusban, a 2002-2006-os szocialista kormányzás alatt is hasonló mértékben nőtt az eladósodás. Ez a negatív trend megtört 2010 után, és olyan időszakban sikerült csökkenteni az államadósságot, amikor az európai államok többségében ez a mutató jelentősen emelkedett. A magyar államadósság alakulását a GDP százalékában a 3. sz. ábra mutatja:

Az államháztartás "maastrichti" adóssága és nettó tartozása a GDP százalékában



Forrás: MNB

3. sz. ábra

2013 során az infláció alacsony szintje és a mérsékelt gazdasági növekedés nehezebbé tette a GDP arányos államadósság csökkentését, viszont a vártnál jobb költségvetési deficit és a folyamatosan csökkenő kamatok segítettek mérsékelni az adósságot. 2010 után nem csak az állam esetében javult az adósság mutató, hanem a magánszféra esetében is jelentősen csökkent az eladósodottság, így ez is fordulatot jelent a korábbi kormányzati ciklushoz képest.

Eredmény

A sikeres költségvetési konszolidáció és az államadósság csökkenése következtében 2013 során Magyarország 8 év után az EDP eljárás alól is kikerült. Ez a konszolidáció nem csak az állam finanszírozása szempontjából kedvező. Alacsony költségvetési deficittel és csökkenő államadóssággal az állam nem szívja el a gazdaságban keletkező pénzügyi megtakarításokat a vállalati beruházások elől. A felfutó magán beruházások cserébe új munkahelyeket teremthetnek, ami a bővülő gazdasági növekedés és adóbevételeken keresztül az államadósság csökkentéséhez is hozzájárulhat.

4. Egyre nagyobb terhet ró az energiahordozók importja a magyar gazdaságra

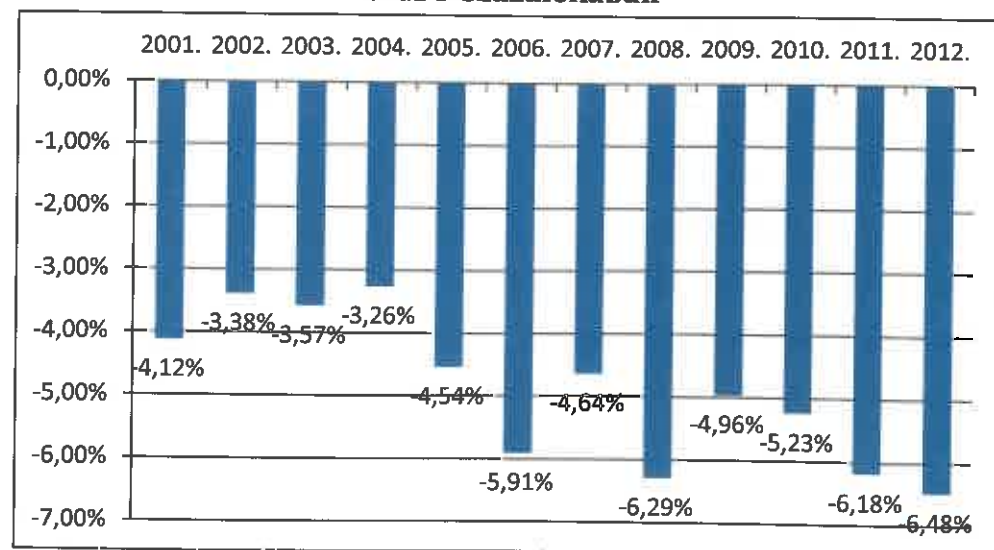
Jelenség

2012-ben Magyarország külkereskedelmi hiánya az energiahordozók árucsoportban elérte a GDP 6,5%-át, ami új negatív rekordot jelentett. Ez a kereskedelmi hiány 2013-ban tovább nőtt: az első 10 hónapban 5.365 millió euró volt, ami 235 millió euróval több, mint amennyi a 2012-es év első 10 hónapjában volt. Az energiahordozók importja jelentős terhet ró a gazdaságra, főleg amióta az olaj világpiaci ára jelentősen megnőtt: a 2000-es évek közepétől. Országos szinten érdemes energia hatékonysági beruházásokba fektetni, hiszen az import költségek csökkentése az egész gazdaságra pozitívan hathatna.

Folyamat

Magyarország egyértelmű vesztese a kőolajár világpiaci emelkedésének, mely jelentősen növelte az import kiadásokat. Az ebből a szempontból kedvező 2002-2004-es időszakhoz képest a GDP 3%-ával emelkedett hazánk energia számlája. Ez jelentős fékezőerőként hat a gazdaságra, hiszen az energiára szánt pénzügyi források egyre nagyobb mértékben áramlanak ki a gazdaságból. Európai szinten a lakosság méretéhez képest inkább átlag alatti a magyar fogyasztás, de a gazdaság méretéhez képest ez arányaiban nagyobb terhet jelent a magyar gazdaságnak. Az energiahordozók árucsoportjában elért külkereskedelmi mérleg alakulását a 4. sz. ábra mutatja be:

Külkereskedelmi forgalom az energiahordozók árucsoportban, a GDP százalékában



Forrás: KSH

4. sz. ábra

Az energiahordozók legnagyobb részét Oroszországból importálja Magyarország, aminek következtében 2012-ben 1100 milliárd forint felett volt a kereskedelmi deficit a két ország között. Ez a legnagyobb deficit Magyarország és egy másik ország között, ami jól mutatja, hogy mennyire jelentős hatása van az energiahordozók importjának a magyar külkereskedelmi mérlegre.

A magas energiaárak csak abból a szempontból kedvezőek, hogy világszerte drágultak a szállítási költségek, ezért a magyar áruk az európai piacon versenyképesebbek lettek a távol-keleti versenytársakhoz képest az alacsonyabb szállítási igény miatt. Így könnyebben megőrizhették piaci részesedésüket a magyar áruk az európai piacokon.

Eredmény

GDP arányosan nagyobb terhet jelent a gazdaság számára az energiahordozók külkereskedelmi hatása, mint a jövedelem egyenleg hiánya, ezért is érdemes lépéseket tenni hazánk energiafüggetlensége felé. Magyarország számára az egyik legkedvezőbb befektetési lehetőség az, ha saját energiahatékonyságát növeli, hiszen ez az alacsonyabb energia importon keresztül hozzájárul ahhoz, hogy több pénz maradjon a gazdaságban.

5. A nem teljesítő hitelek állománya nem emelkedik tovább a magyar gazdaságban

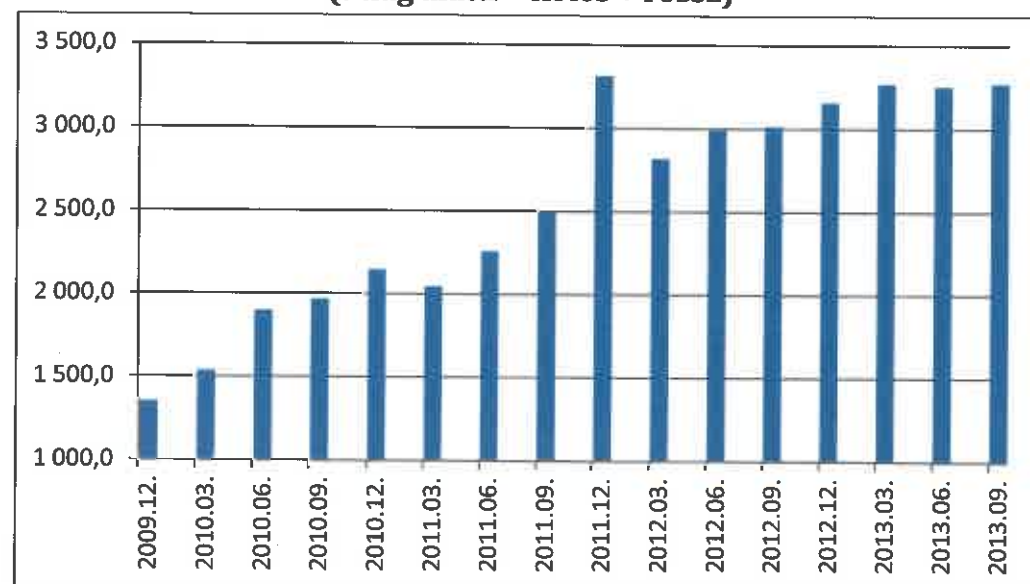
Jelenség

A régióban Magyarországon az egyik legmagasabb a nem teljesítő hitelek aránya: 2013 során 20% körül alakult a 90 napnál régebben lejárt hitelek aránya. Ez az utóbbi másfél-két évben már kevésbé volt a bedőlő hitelek növekedésének köszönhető, mint inkább a teljes banki hitelállomány gyors csökkenésének. Nominálisan a nem teljesítő hitelek összege a bankszektorban szinte stagnált 2011 vége óta, így a növekvő nem teljesítő hitelek aránya a teljes hitelállományhoz képest nem a gazdasági környezet romlását tükrözte, hanem a hitelleépítési folyamat következménye volt. Ha újra fellendül a hitelezési aktivitás, akkor a nem teljesítő hitelek aránya akár gyors mértékben csökkenhet is.

Folyamat

Míg régiós szinten növekedett a hitelezés, addig a magyar gazdaságban nagymértékben visszaesett ez a tevékenység az utóbbi években, és ez a folyamat is nagyban hozzájárult ahhoz, hogy Magyarországon a nem teljesítő hitelek aránya jelentősen a régiós átlag felett alakult. 2010 eleje és 2013 első félév vége között a vállalati hiteleknél a nem teljesítő hitelek aránya 10,2%-ról 19,9%-ra, míg a háztartásoknál 7,6%-ról 20,5%-ra emelkedett. 2011 év vége óta viszont közel stagnált az átlag alatti minősítésű hitelek állománya a magyar gazdaságban, és a nem teljesítő hitelek arányának emelkedése főleg a teljes hitelállomány csökkenésnek volt köszönhető. Az átlag alatti minősítésű hitelek alakulását a részvénytársasági hitelintézeteknél az 5. sz. ábra mutatja be:

Az átlag alatti minősítésű hitelek alakulása, milliárd forint,
(átlag alatti + kétes + rossz)



Forrás: MNB Felügyelet

5. sz. ábra

A bankszektort leginkább a nem teljesítő hitelekből származó veszteségek sújtották eddig, így ennek a nyomásnak a csökkenésével - a bankokra rakódó adóterhek ellenére - javulhat a szektor jövedelmezősége. A folyamatosan csökkenő problémamentes hitelállomány növelheti a hitelezési kényszert a bankoknál, ez hozzájárulhat egy fordulathoz a hitelezési aktivitásban. A hitelezés újraindulása segíthet a legnagyobb mértékben a nem teljesítő hitelek arányának csökkentésében (a növekvő teljes hitelállományon keresztül). Emellett a gazdasági növekedés erősödése is javíthatja a hitelportfólió minőségét, és az alacsony kamatok is segítik a hitelesek abban, hogy időben törlesszék adósságaikat.

Eredmény

A bankok bedőlt hiteleinek leépítését nemzetgazdasági szinten is érdemes lenne ösztönözni, főleg a rossz vállalati hiteleknél, mert e nélkül továbbra is jelentős pénzügyi források állnak majd gazdaságilag már nem produktív eszközökben ahelyett, hogy a korábban fedezetként szolgáló eszközök újra a gazdasági növekedéshez járulnának hozzá. Ezt a folyamatot jelentősen gyorsíthatja, ha a gazdasági növekedés is beindul Magyarországon. Gazdasági fellendülés esetén a rossz hitelek leépítése is könnyebb lesz, mert több vevő lesz a korábban fedezetként kínált eszközökre.

6. Újabb foglalkoztatási csúcsok dőltek meg Magyarországon

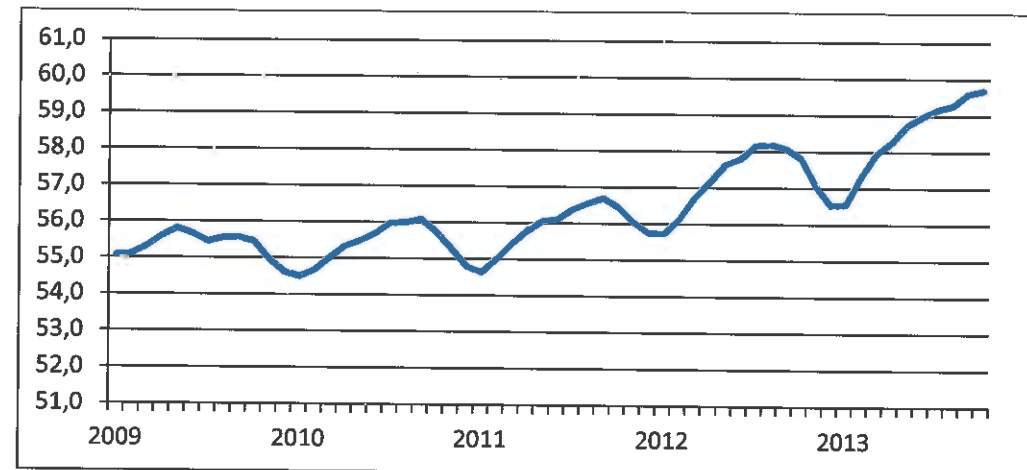
Jelenség

2013 utolsó negyedében 4 millió 15 ezer fő volt a foglalkoztatottak száma a magyar gazdaságban. A foglalkoztatási ráta is kedvezően alakult, és 59,7%-kal már majdnem elérte a 60%-os szintet (a 15-64 évesek körében), ez 2001 óta új csúcsnak számít. Éves szinten a foglalkoztatás bővülése is rekord magasságba emelkedett: egy év alatt 106,7 ezerrel nőtt a foglalkoztatottak száma a KSH adatai szerint, aminek következtében a munkanélküliségi ráta 9,1%-ra esett 2013 év végére. A nem túl erős 2013-as GDP növekedés ellenére is rendkívül gyorsan bővült az új munkahelyek száma Magyarországon, és ez a gazdaság további növekedésével akár gyorsulhat is.

Folyamat

Szezonális hatások alapján 2013 negyedik negyedében már csökkennie kellett volna a foglalkoztatásnak az előző negyedévhez képest, de a téli közmunka és a javuló gazdasági növekedés következtében év végére tovább emelkedett a munkahelyek száma. Érdekes fejlemény, hogy míg a teljes munkaidős munkahelyek száma egy év alatt 131 ezerrel bővült, addig a részmunkaidősöké 25 ezerrel esett: a teljes munkaidős munkahelyek térnyerése szintén a munkaerőpiac további erősödésére utal. Ezeknek a folyamatoknak az eredményeképpen új csúcsra emelkedett a foglalkoztatási ráta Magyarországon, ahogy azt a 6. sz. ábra is mutatja:

Foglalkoztatási ráta alakulása, százalék (15–64 éves korosztályban)



Forrás: KSH

6. sz. ábra

Az éves bővülés legnagyobb részben a közfoglalkoztatásnak, majd a versenyszférának, és kismértékben a külföldön dolgozóknak köszönhető. A jövőben a vállalkozások munkahelyteremtésének kell tovább erősödnie, hogy ez a terület vegye át a fő munkahelyteremtő szerepet. Ebben a beruházási ráta emelkedése segíthet, amit az alacsony kamatok és az MNB Növekedési Hitelprogramja támogathat. Emellett a munkát terhelő adók csökkentése is segíthet a munkahelyteremtésben. A foglalkoztatás munkaerő-piaci jellemzőinek alakulását a 7. sz. tábla mutatja be:

A 15–74 éves foglalkoztatottak száma (ezer fő) és változása, munka-erőpiaci jellemzők

	Foglalkoztatottak száma ezer fő		
	2012	2013	Változás
Nemzetgazdasági ág szerint	október- december		
Mezőgazdaság	203	185,2	-17,8
Ipar	1157,5	1227,2	69,7
<i>ebből:</i> Feldolgozóipar	799,3	866	66,7
Építőipar	247,6	257,1	9,4
Szolgáltatás	2548	2602,8	54,8
<i>ebből:</i> Piaci szolgáltatások	1464,9	1476,8	11,9
Közszolgáltatás	1083,1	1126	42,9
Telephely szerint			
belföldi telephelyen dolgozik	3 817,1	3 915,8	98,7
külföldi telephelyen dolgozik	91,4	99,4	8,0
Közfoglalkoztatásban részvétel			
közfoglalkoztatás keretében dolgozik	96,9	167,2	70,3
nem közfoglalkoztatás keretében dolgozik	1811,6	3 848,0	36,5

Forrás: KSH

7. sz. tábla

A gazdasági ágazatok közül a feldolgozóipar járult hozzá a legnagyobb mértékben az éves növekedéshez. A szolgáltató szektorban viszont több mint kétszer annyian dolgoznak, mint az iparban, így itt az azonos mértékű növekedés még gyorsabb foglalkoztatás bővüléshez vezethet. Érdeemes az ipar mellett a szolgáltató szektort is gazdaságpolitikai eszközökkel támogatni, mert ez a legnagyobb foglalkoztatói ágazat, és itt azonos arányú növekedés abszolút mértékben több munkahelyet teremthet. Ilyen támogatott szolgáltatói terület lehet a turizmus és az egészségügy, de más szolgáltató szektorok is nagyban hozzájárulhatnak a munkahelyteremtéshez.

Eredmény

A foglalkoztatás bővülése 2013-ban tovább erősödött Magyarországon, és ennek köszönhetően 16 ezer fő híján már most, egy évvel korábban, teljesült a jelenlegi kormány kampányígérete, miszerint 2014 végére 300 ezer új munkahelyet teremt (a 2010 február-április időszakhoz képest). 2010-2013 között az euró válság időszakában is sikerült a kormánynak tartani azt a menetrendet, amit 10 év alatt 1 millió munkahely létrehozása érdekében tűzött ki célul. Amennyiben javul a magyar és az európai gazdaság növekedési üteme a következő időszakban, akkor továbbra is reális marad ennek a hosszútávú foglalkoztatási célnak az elérése.

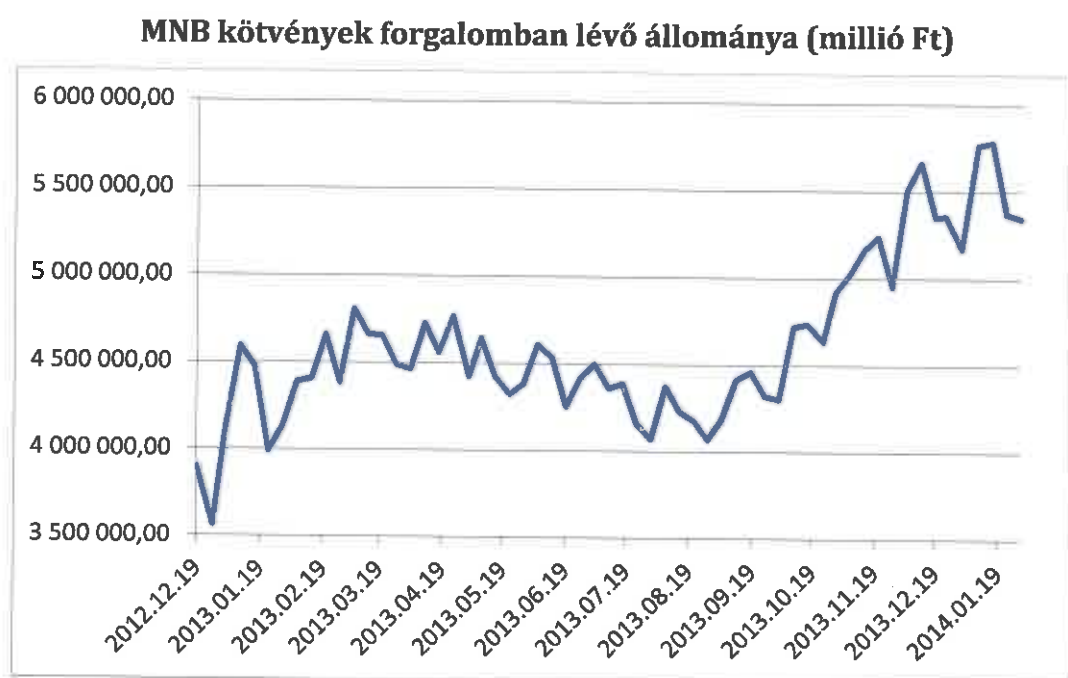
7. A kéthetes MNB-s kötvények magas szintje fölösleges külföldi források jelenlétére utal a magyar gazdaságban

Jelenség

2014 januárjában átlagosan 5500 milliárd forint körüli szintre emelkedett a kéthetes MNB kötvények állománya, ami történelmi csúcsnak felel meg. 2013 során a jelentős kamatcsökkentések javítottak a jegybank eredményén, de a növekvő jegybanki kötvényállomány ezzel ellentétes hatású volt. Ráadásul a kéthetes kötvényekbe fektetett források összege olyan mértékű, ami a pénzügyi közvetítő rendszer gyenge működésére utal. A kéthetes kötvények állománya már kezdi megközelíteni a bankok vállalati hitelállományát is, ami 6785 milliárd forint volt 2013. december végén, míg a 2014. január 15-i héten 5776 milliárd forint állt kéthetes kötvényekben.

Folyamat

2013 októberében indult meg egy újabb emelkedési hullám a kéthetes MNB kötvények állományánál: 5500 milliárd forint körüli összegre emelkedve, 2,85%-os alapkamat mellett 157 milliárd forintos éves kamatkidrást eredményezne ez a központi banknak. Ez lényegesen kisebb kamatkidrást, mint amekkora 2012 augusztusában volt, amikor elkezdődött a kamatvágási ciklus, de továbbra is jelentős összeg. A kéthetes MNB-s kötvény állományának alakulását a 8. sz. ábra mutatja be:



Forrás: MNB

8. sz. ábra

Ez a jelentős kamatkidrást nem kedvező a magyar pénzügyi rendszer szempontjából, mert lassan több pénzt hiteleznek a bankok az MNB-nek, mint például a vállalati szektornak. A jegybanknál elhelyezett források ugyanis nem támogatják a belföldi gazdaságot, hanem a devizatartalékon keresztül, áttételesen a fejlett országok államadósságát finanszírozza ezzel a magyar bankrendszer. Ráadásul ez a folyamat állandó veszteséget generál a Magyar Nemzeti Banknak. Lényegében a magyar bankrendszer jelentős mennyiségű külföldi forrást importál azért, hogy az MNB-n keresztül ezt külföldre vissza is exportálja.

Eredmény

A jelentős külföldi forrás leépítés ellenére még mindig több forrást von be a magyar bankrendszer, mint amennyire a gazdaságnak szüksége lenne. Ennek negatív hatásait kétféleképpen is ellensúlyozhatja a jegybank: vagy az alapkamatnál magasabb hozamú államkötvényekbe alokálja Magyarország devizatartalékát, vagy a kibocsátott kéthetes kötvények mennyiségét adminisztratív módon korlátozza. Ezekkel a lépésekkel a bankok túlzó külföldi forrás bevonása miatt keletkező veszteségeket mérsékelhetné a hazai jegybank.

8. Az új lakásépítések Magyarországon estek vissza az egyik legnagyobb mértékben Európában

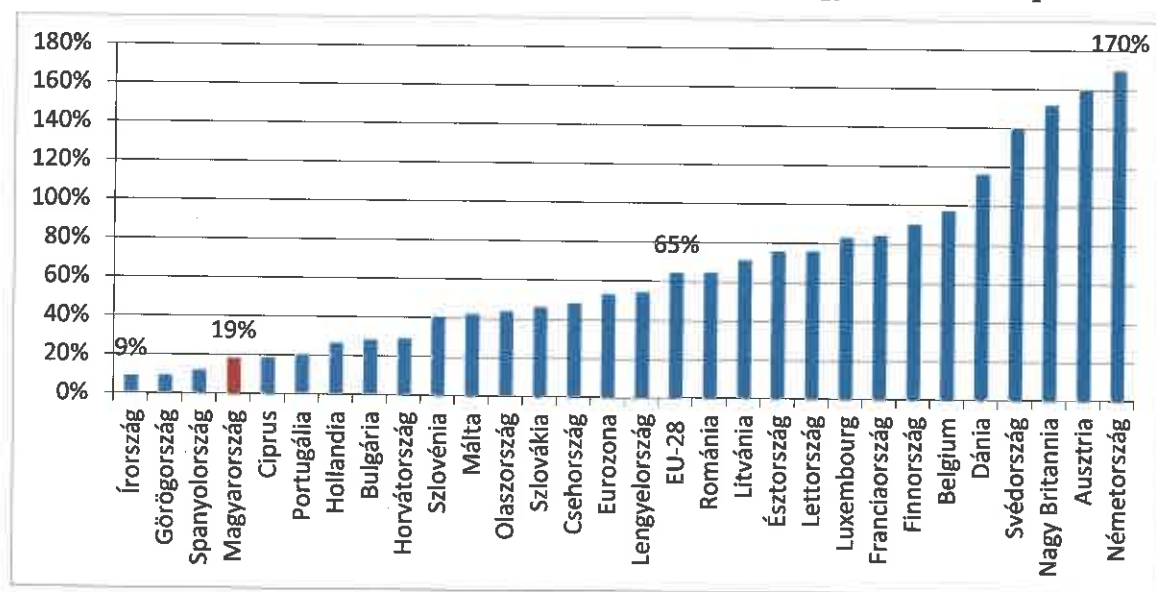
Jelenség

A kiadott építési engedélyek számának alakulása jól mutatja az új lakás építések alakulását, és ezen a téren Magyarország azok közé az uniós országok közé tartozik, ahol a pénzügyi válság óta a legnagyobb volt a visszaesés. 2013 harmadik negyedében a kiadott építési engedélyek száma mindössze 19%-a volt a 2008 harmadik negyedében kiadottakénak. Ez a negyedik legnagyobb visszaesés az Európai Unióban Írország, Görögország és Spanyolország után. Az új lakáspiac erősen összefügg a használt lakás értékesítésekkel is, így fellendülés a lakásépítéseknel várhatóan akkor kezdődhet el, amikor már a teljes lakáspiac növekedni tud.

Folyamat

A válság által leginkább sújtott gazdaságokban esett vissza legnagyobb mértékben az építési engedélyek száma, ott ahol a lakáspiacon az értékesítések szintén a jelentősen visszaestek. Ezen a téren Magyarország az euró-zóna válságövezetéhez tartozik, de nem csak ezek az országok szenvedtek el visszaesést: az Európai Unió egészében is 5 év alatt 35%-kal esett az építési engedélyek száma, ahogy ez a 9. sz. ábrán is látható:

A kiadott építési engedélyek számának alakulása az Európai Unióban, 2013 harmadik negyedévében 2008 harmadik negyedévéhez képest



Forrás: Eurostat

9. sz. ábra

A lakásépítések továbbra is történelmi mélypontra kerültek Magyarországon, és ez a lakáspiac fellendüléséig és a lakásárak növekedésnek elindulásáig alacsony is maradhat. Az új lakáshitelek folyósítása a mélypontról elkezdett ugyan lassan emelkedni, de ez még mindig rendkívül alacsony szintnek felel meg. A hitelezési fordulatban segíthet, hogy jelentősen csökkentek a kamatok a magyar gazdaságban az elmúlt másfél évben, és olcsóbbak lettek a lakáshitelek is. A foglalkoztatás javulása is hozzájárulhat a lakáspiac erősödéséhez. Ahogy a lakásárak elkezdnek emelkedni, a lakásépítések száma is növekedhet, ami új beruházásokat és új munkahelyeket jelentene a magyar gazdaság számára.

Eredmény

A lakosságnak az ingatlanvagyonra a legnagyobb vagyoneértéke, ezért a lakáspiac és a lakásárak fontos tényezők a családok teljes vagyonának meghatározásánál. Az alacsony kamatok, a növekvő foglalkoztatás, és az erősödő gazdasági növekedés a lakáspiacra is jótékony hatással lehet. Erre szükség is lenne Magyarországon, mert uniós összehasonlításban az egyik legnagyobb visszaesés - főleg az új lakásépítésekénél - a magyar gazdaságban történt az elmúlt 5 évben.

9. Fordulat kezdete látható a lakossági fogyasztásnál

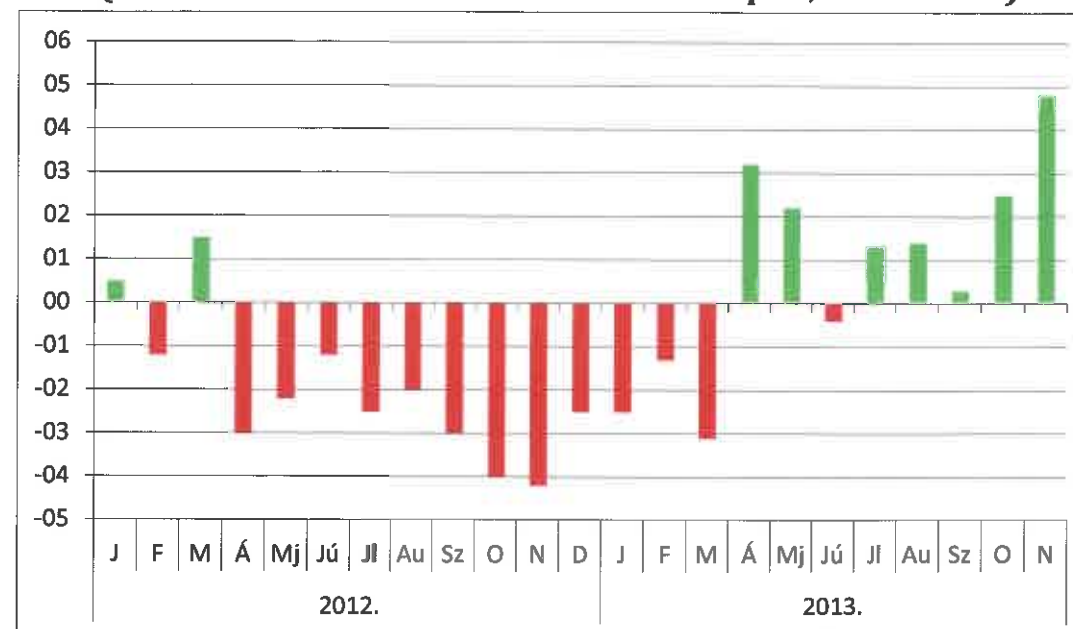
Jelenség

2013 novemberében 4,8%-kal nőtt a kiskereskedelmi forgalom naptárhatástól megtisztított volumen indexe Magyarországon. A kiskereskedelmi forgalom gyors fordulatot ment keresztül a november előtti félévben, és ezzel újra fellendülésnek indult a belső fogyasztás a magyar gazdaságban. A lakossági fogyasztás talpra állásával a belföldi gazdaság is magára találhat, a GDP növekedés tovább erősödhet, viszont a külkereskedelmi mérlegre ez negatívan hathat az emelkedő import igények következtében.

Folyamat

Az évek óta gyengén teljesítő kiskereskedelmi forgalomnál most már széleskörű bővülés tapasztalható, hiszen mindhárom főbb termékcsoporthoz (élelmiszerek, nem élelmiszerek, üzemanyagok) 4-5% körül nőtték az értékesítések. A fordulathoz nagyban hozzájárult a foglalkoztatás bővülése és a reálbérek gyors emelkedése 2013 során. Az alacsonyabb kamatok is a fogyasztást ösztönözték a megtakarítás helyett. A kiskereskedelmi forgalom éves változását a 10. sz. ábra mutatja be:

A kiskereskedelmi forgalom naptárhatástól megtisztított volumenindexe (változás az előző év azonos időszakához képest, százalékban)



Forrás: KSH

10. sz. ábra

A fordulat a kiskereskedelmi forgalomnál kedvezően hathat a magyar családok életszínvonalára, és a belföldi kereslet erősödése a magyar vállalatoknak is kedvezhet. Ez a vállalatokat újabb beruházásokra és új munkahelyek létrehozására sarkallhatja. Emellett magasabb adóbevételek várhatóak a forgalmi típusú adókból, így a költségvetés szempontjából is pozitív a fordulat. Hátrányos lehet, hogy a lakosság import igénye emelkedhet a növekvő fogyasztás következtében, és így csökkenhet a külkereskedelmi mérleg többlete, ezért az eddigieknél lassabb lehet a külső adósság visszafizetése.

Eredmény

A kiskereskedelmi forgalomnál bekövetkezett fordulat összességében kedvező fejlemény a magyar gazdaság számára. Emellett kihívásokat is jelent a pozitív külső finanszírozási pozíció megőrzésénél, így a növekvő import igényeket idővel célszerű lesz majd importkiváltás ösztönzésével mérsékelni. Hosszútávon a káros hitelből történő fogyasztás visszatérése is kockázatot jelent a gazdaság számára, ezért erre a területre is állandóan figyelniük kell majd a gazdaságpolitikai döntéshozóknak.

10. A hitelintézetek 2013-as mérlegei jelentős változásokon mentek át

Jelenség

Jelentős változások történtek a hitelintézetek összevont mérlegében 2013 során. A hitelintézetek mérlegfőösszege ugyan csak 1% körüli mértékben csökkent az év folyamán, de közben jelentős átrendeződések mentek végbe mind eszköz, mind forrás oldalon. A hitelintézetek külföldi forrásai például 1000 milliárd forint feletti összegben csökkentek (ami 15%-os esésnek felel meg), közben a nem pénzügyi vállalatok és a háztartások hitelállománya 640 milliárd forinttal csökkent. Míg a külföldi források csökkenése kedvező fejlemény, a vállalati hitelek csökkenése hátrányos a gazdaság számára.

Folyamat

2013 során a bankrendszer mérlegében történt változások két fő okra vezethetőek vissza: nemzetgazdasági szinten folytatódott a hitelleépítési folyamat, aminek következtében csökkentek a hitelállományok és csökkent a külföldi források összege is. A másik folyamat, ami hatással volt a hitelintézetekre, az alapkamat fokozatos

csökkenése volt: a lakosság elfordult a betétektől, viszont a vállalatok az alacsony kamatok ellenére is növelték pénzügyi tartalékaikat. A lakosság a bankbetétektől az állampapírok és befektetési alapok irányába fordult, de összesítve a forrás oldalon a lakossági betétkivonást kiegyenlítette a nem pénzügyi vállalatok, az egyéb pénzügyi vállalatok és önkormányzatok betétnövekedése. A hitelintézetek összevont mérlegének alakulása a 11. sz. táblán látható:

A hitelintézetek összevont mérlege – szezonálisan nem igazított adatok, 2013-as év (milliárd Ft)

Eszközök	Nyitó állomány	Változás	Záró állomány	Források	Nyitó állomány	Változás	Záró állomány
Nem pénzügyi vállalatok (S.11)	7 033,0	-247,9	6 785,1	Nem pénzügyi vállalatok (S.11)	4 407,2	624,9	5 032,1
Forinthitel	3 103,9	258,2	3 362,1	Forintbetét	3 016,5	387,3	3 403,8
Devizahitel	3 816,3	-492,7	3 323,6	Devizabetét	1 390,7	237,7	1 628,4
Kötvény	112,8	-13,4	99,4				
Egyéb pénzügyi vállalatok (S.123+S.124+S.125)	1 225,7	-191,2	1 034,5	Egyéb pénzügyi vállalatok (S.123+S.124+S.125)	1 115,6	390,4	1 506,0
Forinthitel	390,3	-77,0	313,3	Forintbetét	905,2	254,6	1 159,8
Devizahitel	801,2	-119,1	682,1	Devizabetét	210,4	35,8	246,2
Kötvény	34,2	4,9	39,1				
Központi kormányzat (S.131)	3 757,8	648,7	4 406,5	Központi kormányzat (S.131)	163,0	0,7	163,7
Forinthitel	119,4	118,6	238,0	Forintbetét	140,5	6,8	147,3
Devizahitel	124,0	250,7	374,7	Devizabetét	22,5	-6,1	16,4
Kötvény	3 514,4	279,3	3 793,7				
Helyi önkormányzatok (S.132)	849,3	-509,3	340,0	Helyi önkormányzatok (S.132)	394,9	87,0	481,9
Forinthitel	300,6	-149,3	151,3	Forintbetét	368,4	103,3	471,7
Devizahitel	111,2	-73,8	37,4	Devizabetét	26,5	-16,3	10,2
Kötvény	437,5	-286,2	151,3				
Háztartások (S.14)	7 233,4	-392,2	6 841,2	Háztartások (S.14)	7 697,8	-751,4	6 946,4
Forinthitel	3 179,3	-29,9	3 149,4	Forintbetét	6 640,6	-594,6	6 046,0
Devizahitel	4 054,0	-362,2	3 691,8	Devizabetét	1 057,2	-156,8	900,4
				Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok (belföldieknél)	2 393,8	-373,0	2 020,8
Külföld (S.2)	2 831,7	-251,8	2 579,9	Külföld (S.2)	6 777,0	-1 039,1	5 737,9
Egyéb eszköz	8 499,0	597,8	9 096,8	Egyéb forrás	8 480,7	714,2	9 194,9
Összes eszköz	31 429,9	-346,1	31 083,8	Összes forrás	31 429,9	-346,1	31 083,8

Forrás: MNB

11. sz. tábla

A folyamatos hitelleépítési folyamat mellett az MNB Növekedés Hitelprogramja is jelentős hatással volt a szektor mérlegére, hiszen belföldi forrásokat biztosított a bankoknak, melyek így csökkenteni tudták külföldi forrásaikat. 2013-ban a jegybank

lépései azért is voltak jelentős hatással a bankokra, mert segített részben ellensúlyozni a korábbi pénzügyi egyensúlytalanságokat.

Eredmény

Kedvező, hogy 2013-ban csökkent a hitelintézetek külföldi forrás állománya és javult a háztartások eladósodottsága. Kedvezőtlen viszont, hogy a vállalati hitelállomány még a Növekedési Hitelprogram ellenére is csökkent, és a bankok továbbra is nagymértékben az MNB kéthetes kötvényeibe fektették forrásaikat. Az alapkamat csökkentési ciklus vége után érdemes lehet olyan lépéseket tenni, amik a külföldi forrásokat tovább csökkentik, és a vállalati hitelezést még jobban ösztönzik.

11. Államadósság finanszírozási igénye Magyarországnak a legnagyobb a régióban

Jelenség

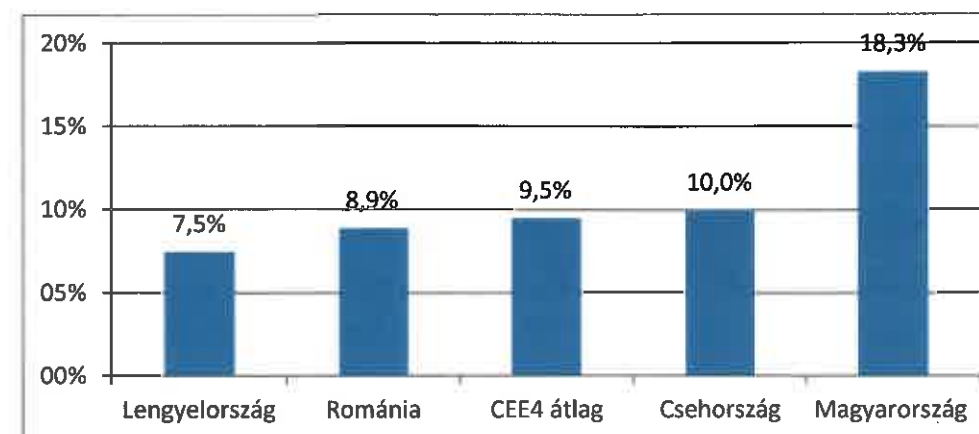
A Fitch Rating hitelminősítő felmérése szerint a magyar államadósság bruttó finanszírozási igénye eléri a GDP 18,3%-át 2014-ben, ami több mint kétszerese a 9,5%-os régiós átlagnak. A magyar adósság finanszírozási igény leginkább azért magasabb a régiós átlagnál, mert eleve magasabb a magyar államadósság. Az euró-zónában az államadósságok átlagos éves finanszírozási igénye a GDP 15,1%-a, amihez képest a magyar adat már nem kirívóan magas. Ennek ellenére továbbra is pénzügyi kockázatot jelent a finanszírozási igény magas szintje Magyarországon, ezért érdemes ezt a rövidlejáratú adósság és devizaadósság csökkentésével mérsékelni.

Folyamat

A magyar állam régiós társaihoz képest sokkal erősebben támaszkodik rövidlejáratú kötvényekre: Magyarországnak az ilyen típusú finanszírozási igénye a hitelminősítő becslése szerint 6,4 milliárd euró lehet 2014-ben. Ez majdnem ugyanannyi, mint Románia, Csehország és Lengyelország teljes egy éven belül lejáratú államkötvény kibocsátása: ezek az országok összesen 6,7 milliárd euró értékben vonnak be rövidlejáratú forrásokat. A rövidlejáratú adóssággal történő finanszírozás kedvezőtlen lehet, mert ugyan alacsonyabbak ezeken a papírokon a kamatok, de a folyamatos

újrafinanszírozási igény pénzügyi kockázatot jelent. Emellett a rövidlejáratú adósság, ha külföldi forrásból van finanszírozva, akkor a devizatartalék elvárt szintjét is megemeli. A régiós országok államadósságának 2014-es bruttó finanszírozási igényét a 12. sz. ábra mutatja be:

Az államadósság bruttó finanszírozási igénye (a GDP százalékában, 2014)



Forrás: FitchRatings

12. sz. ábra

A forint kötvényeknek a 40%-a volt külföldi kézben 2013 végén, ami a legmagasabb arány a régióban, ami szintén az újrafinanszírozási kockázatot növeli. Az államháztartási deficit viszont kedvező régiós összehasonlításban is. Ráadásul a magyar állam 2013-ban a többlet kötvénykibocsátásnak és lakossági államkötvény értékesítéseknek köszönhetően a GDP 30%-át tudta forrásként bevonni, ami segítette az IMF hitel előtörlesztésében és az önkormányzati hitelek kiváltásában is. Ez azt jelentheti, hogy 2014-ben könnyen elérhető a 18,3%-os bruttó finanszírozás teljesítése.

Eredmény

Az államadósság magas bruttó finanszírozási igényén kívül még az állam magas devizaadósság aránya jelent hátrányt a magyar állam számára. Ez is jelentős részben felelős a forint likviditás bőségért (ami kéthetes MNB kötvényekbe csapódik le), hiszen a devizakötvény kibocsátásból származó forrásokat az állam ennek elköltésekor forintra váltotta a jegybanknál, ezzel növelve a forintbőséget. Előnyös lenne a jegybank szempontjából is, ha az állam devizaadósságát gyors ütemben forintadósságra cserélné, míg a hosszabb lejáratú adósság növelése segítene az MNB-nek csökkentenie a devizatartalék elvárt szintjét. Ezek a lépések csökkentenék az államadósság finanszírozásához kapcsolódó kockázatokat is.

12. Vásárlóerő paritás elméleten alapuló összehasonlítás szerint továbbra is túlértékelt a forint

Jelenség

A Big Mac Index mára egy nemzetközileg elismert, vásárlóerő paritás elméleten alapuló valuta értékeltség mutató lett, ami egy nemzetközi termék, egy McDonald's-ban kapható Big Mac árán keresztül hasonlítja össze a fizetőeszközök egymáshoz képesti értékét. Bár a modell jelentős egyszerűsítéseket tartalmaz, mégis szemléletes és jó kiinduló alapként szolgál a valuták nemzetközi összehasonlítására. A pontosabb eredményt tükröző GDP-hez igazított mutató alapján a forint a 323 EUR/HUF árfolyam mellett lenne semleges szinten: se nem alul, se nem felülértékelve. Ez alapján a jelenleg 305-315 EUR/HUF sávban mozgó forint a jelentős gyengülés után is még túlértékelt lehet.

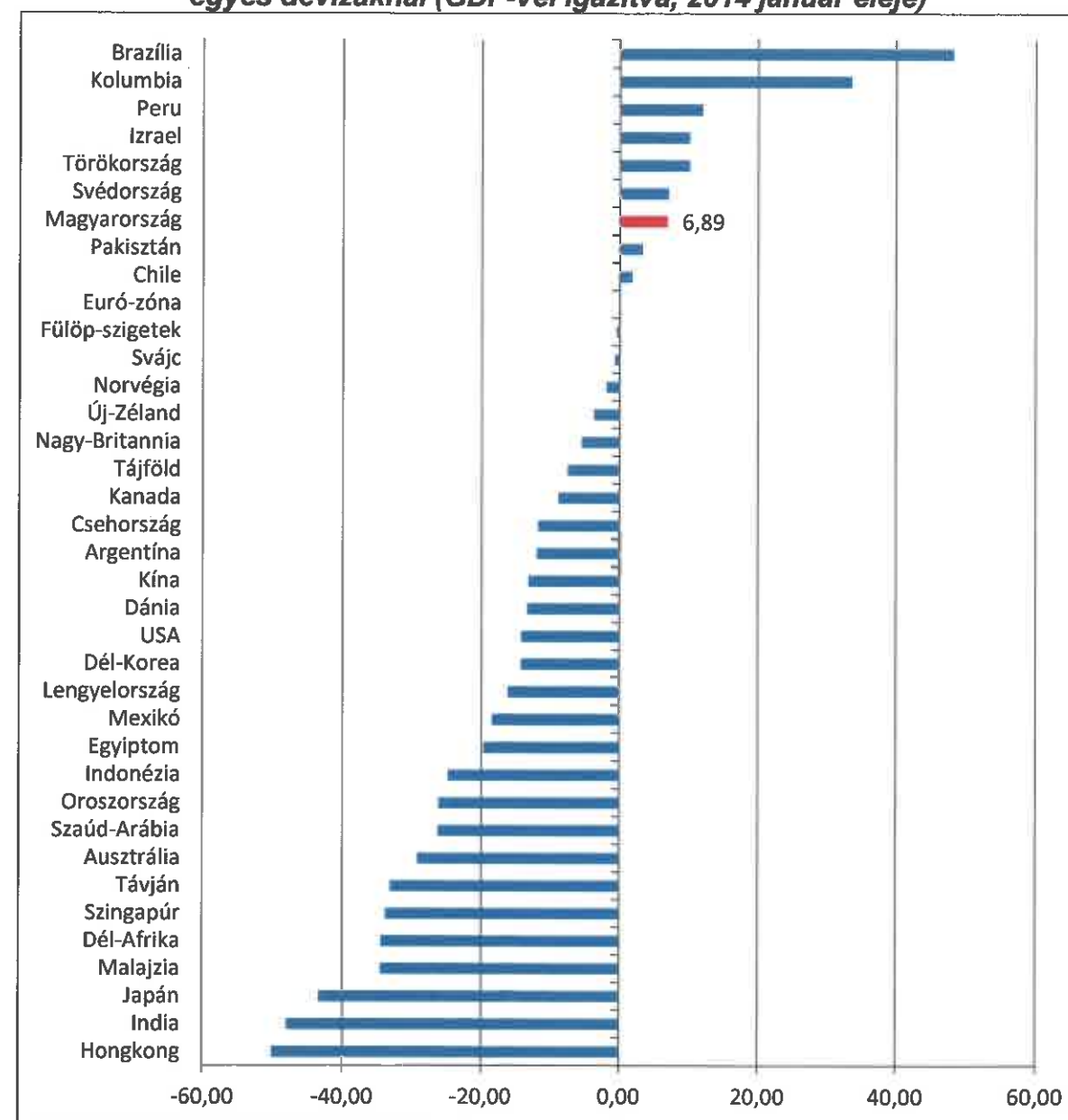
Folyamat

A kiigazított index a Big Mac árak mellett az országok közötti GDP/fő különbségeket is figyelembe veszi, így az alacsonyabb bérek, bérleti díjak hatását is részben méri a valuták vásárlóerejének meghatározásánál. A 36 vizsgált valutából a forint a hatodik legerősebb volt (302 EUR/HUF árfolyam mellett) a GDP kiigazítással, de a kiigazítatlan adatok esetében is a drágább valuták között szerepel a hazai fizetőeszköz.

Magyarország esetében a nemzetközi összehasonlításban magas ÁFA kulcs torzíthatja az eredményt, és részben túlértékeltnek mutathatja a forintot, de ezt is figyelembe véve elmondható, hogy a forint inkább erős, mint gyenge a többi fizetőeszközhöz képest. Az euró értékeltsége is magas, így, ha ehhez képest is drága a forint, akkor az káros lehet a versenyképesség szempontjából. A jelenleginél gyengébb forint ugyan a devizaadósok terheit megemelné, de előnyös lenne az exportnak, a turizmusnak, és belföldi piacra termelő vállalatoknak.

A főbb nemzetközi valuták Big Mac Index szerint számolt értékeltségét az euróhoz képest, GDP adatokkal kiigazítva, a 13. sz. ábra mutatja be:

A Big Mac Index alapján az euróhoz képesti alul/felül értékeltség egyes devizáknál (GDP-vel igazítva, 2014 január eleje)



*302,6 EUR/ HUF mellett

Forrás: The Economist

13. sz. ábra

Eredmény

A vásárlóerő paritás elméleten alapuló index azt mutatja, hogy a 300 Ft feletti euró, sőt még a 320 Ft körüli euró is reális árfolyam lehet a forint számára, hiszen a többi ország jóval gyengébb valutával rendelkezik. A gazdasági szereplők magas devizaadóssága viszont azt jelenti, hogy egy gyengébb forint növelné az adósságterheket, így csak a devizaadósság leépítése után lenne érdemes a forint leértékelésével csökkenteni a forint túlértékelttségét.