

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

***2014. február hó***

**Bankonzult**  
Pénzügyi és Gazdasági Tanácsadó Kft.

1016 Budapest, Piroska utca 5.

## TARTALOM

1. A magyar gazdasági növekedés újra az európai élvonalba került .....	3
2. A magas devizaadósság miatt a devizaárfolyam változások negatív hatással voltak az államadósságra az utóbbi években .....	4
3. A magyar gazdaságnak az euró-zónához hasonló reálkamatokra van szüksége, hogy hosszútávon versenyképes legyen.....	6
4. A növekvő devizatartalék lehetőséget teremt az állam devizaadósságának jelentős csökkentésére .....	7
5. Továbbra is gyorsan nő a lakosság nettó pénzügyi vagyona .....	9
6. Tovább csökkent Magyarország államadóssága 2013-ban .....	10
7. A magyar bankok külföldi forrás állománya csökkenésből stagnálásra váltott 2014 elején .....	12
8. A 2013-as év a beruházási fordulat éve volt Magyarországon.....	14
9. A háztartások folyamatos devizahitel törlesztései a forint erősödése ellen hatnak.....	15
10. Mélyponton az infláció Magyarországon.....	17
11. Egy év alatt 2,3 százalékponttal esett a munkanélküliségi ráta Magyarországon.....	18
12. A magyar gazdaság devizaadóssága kiugróan magas a fejlődő gazdaságok között .....	20

## 2014. február hónap legfőbb hazai és globális gazdasági és pénzügyi trendjei

- 2013 utolsó negyedében a GDP 2,8%-kal volt magasabb az egy évvel korábbi szintnél Magyarországon. Ez hét év óta a leggyorsabb növekedési ütemet jelentette, ráadásul nem csak a korábbi növekedési ütemhez képest volt kiemelkedő ez az adat, hanem európai összehasonlításban is a legjobbak között volt: a negyedik legmagasabb növekedést érte el Magyarország az Európai Unióban 2013 utolsó negyedében. Ezzel elindulhatott egy növekedési fordulat a magyar gazdaságban, és a korábbi lemaradó státuszról újra élvonalba került az ország a gazdasági növekedés terén Európában.
- Az elmúlt években az államadósság elleni küzdelem jóval sikeresebb lett volna, ha nem adósodott volna el hazánk devizában ilyen mértékben. 2010 óta változatlan forint árfolyam mellett a GDP közel 3%-ával lett volna alacsonyabb az államadósság 2013 végén. Hosszabb időtávra visszatekintve is jelentősen emelte az államadósságot a forint gyengülése: 2005 és 2013 között átlagosan 0,67 százalékponttal emelte az államadósság/GDP arányt a devizaárfolyamok változása. A magyar gazdaságnak érdemes leépítenie a devizaadósságát, mert a nominális kamatokon felül a forint árfolyam változása olyan rejtett terhet jelent, ami miatt versenyképtelen a forint adóssággal szemben.
- Az egyik fő ok, amiért a pénzügyi válság előtt elterjedtek a devizahitelek a magyar gazdaságban, hogy jelentős volt a különbség a forint és a nyugat-európai devizáknál tapasztalt reálkamatok között. Emiatt a gazdasági szereplők úgy döntöttek, hogy az árfolyamkockázatok ellenére is inkább devizában, mint forintban adósodnak el. Ez visszatekintve hibás döntésnek bizonyult, de hosszútávon mindenképp szükség lesz a régiós versenytársakhoz hasonló kamatú hitelekre, hogy a magyar vállalkozások ezen a téren ne kerüljenek hátrányba, ezért a forint reálkamatnak az euró reálkamathoz kellene közelítenie.
- 2014 és 2015 során jelentősen emelkedhet Magyarország devizatartaléka a magyar gazdaság magas külfölddel szembeni finanszírozási képességének köszönhetően. Ez egyben azt is jelenti, hogy az elvárt devizatartalék szinthez képest jelentős többlet tartaléka lesz Magyarországnak: 2013 decemberében 5,4

milliárd euróval volt magasabb a devizatartalék a Guidotti-szabály alapján számolt elvárt értékhez képest. A devizatartalék fenntartási költségei miatt érdemes a többlet tartalékokat leépíteni, de ezt érdemes úgy megvalósítani, hogy ne erősítse túl a forintot, mert az az export ágazatoknak okozhat károkat.

- 2013-ban egy év alatt 2250 milliárd forinttal nőtt a magyar lakosság nettó pénzügyi vagyona. Ez az alacsony infláció mellett különösen jó eredmény, így a vagyongyarapodás reálértéke is kiugró lehetett. A csökkenő kamatkörnyezet ellenére továbbra is erős a magyarok megtakarítási kedve, ami alapvető fontosságú a folyófizetési mérleg többletének fenntarthatósága szempontjából. A lakossági megtakarításoknak köszönhetően a külföldi forrásokat az állam és a bankrendszer folyamatosan belföldi forrásokra cserélheti.
- 2013-ban is sikerült csökkennie az államadósság/GDP mutatónak 0,8%-kal Magyarországon, így év végére 79%-ra esett ez az arány. Ez rendkívül jó eredménynek számít az Európai Unióban, hiszen az Unió egészében az államadósság az Európai Bizottság becslése szerint 2013-ban 2,8 százalékpont növekedéssel 89,4%-ra emelkedett. Ráadásul Magyarország nem csak az Unióhoz képest tudott javítani, de a korábbi politikai ciklusokhoz kötött eladósodási hullámai is megtörni látszanak: 2014-re nem készült választási költségvetés, a tervezett hiány mindössze a GDP 2,9%-a.
- Leállt 2014 elején a magyar bankrendszer külföldi forrás leépítő folyamata, és 2013 decembere és 2014 februárja között 4700 milliárd forint körül stagnált a külföldi források állománya. A forrás kivonás leállása kedvező a magyar gazdaság növekedési kilátásai szempontjából, hiszen korábban a jelentős külföldi tőke kivonás visszafogta a gazdasági aktivitást, de ez az ellenszél most eltűnt. Kedvezőtlen viszont, hogy ez egyben azt is jelentheti, hogy lassul a magyar gazdaság külső egyensúlyának javulása.

## 1. A magyar gazdasági növekedés újra az európai élvonalba került

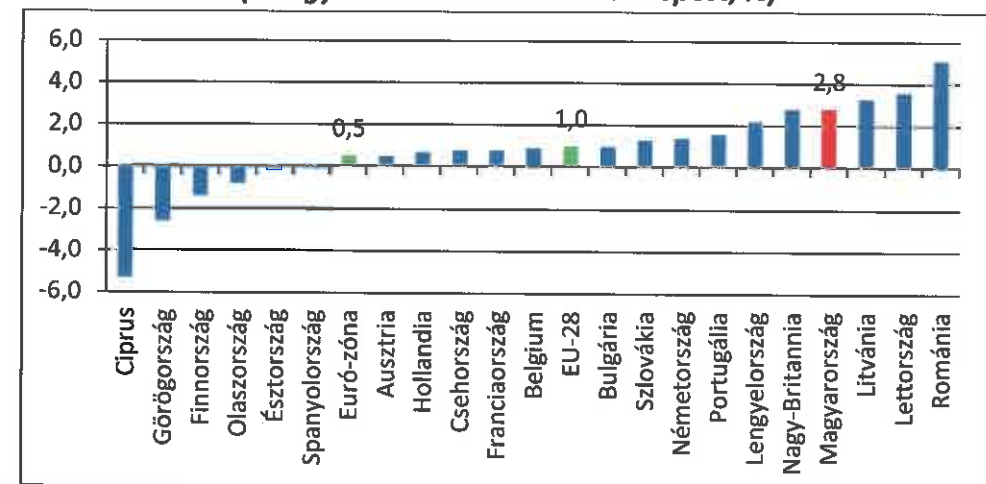
### Jelenség

2013 utolsó negyedében a GDP 2,8%-kal volt magasabb az egy évvel korábbi szintnél Magyarországon. Ez hét év óta a leggyorsabb növekedési ütemet jelentette, ráadásul nem csak a korábbi növekedési ütemhez képest volt kiemelkedő ez az adat, hanem európai összehasonlításban is a legjobbak között volt: a negyedik legmagasabb növekedést érte el Magyarország az Európai Unióban 2013 utolsó negyedében. Ezzel elindulhatott egy növekedési fordulat a magyar gazdaságban, és a korábbi lemaradó státuszából újra élvonalba került az ország a gazdasági növekedés terén Európában.

### Folyamat

Negyedéves alapon a növekedés 0,6%-os volt, ami ugyan lassulást jelent a harmadik negyedéves növekedéshez képest, de továbbra is lényegesen magasabb, mint ami az elmúlt években volt Magyarországon. A korábbi szocialista kormányok gazdaságpolitikai hibái miatt Magyarország a lassan növekvő gazdaságok között volt az utóbbi években Európában, ez azonban a 2010 után bekövetkezett gazdaságpolitikai fordulatnak köszönhetően változóban van. A GDP változását az Európai Unió tagállamaiban 2013 utolsó negyedében az 1. sz. ábra mutatja be:

**A GDP változása a 2013 év negyedik negyedében  
(az egy évvel korábbi szinthez képest, %)**



Forrás: Eurostat

1. sz. ábra

Az eddigi sereghajtóból a magyar gazdaságnak sikerült visszatérnie a legjobbak közé a gazdasági növekedés terén (oda, ahol a 2000-es évek elején állt), és így újra megindulhat a felzárkózás a fejlett gazdasággal rendelkező európai országokhoz. A régiós országok

GDP növekedési üteme is gyorsult, és így egyre inkább a közép-kelet-európai gazdaságok válnak az Unió növekedési motorjaivá, amelyekhez már a magyar gazdaság is csatlakozni tudott.

### Eredmény

2014-ben, ahogy az Európai Unióban is erősödik a gazdasági növekedés, a bővülő exportértékesítésen keresztül a magyar gazdaság állapota is tovább javulhat. Ezzel párhuzamosan a már végbement beruházási fordulatnak és a várható belföldi fogyasztás emelkedésének köszönhetően tartós maradhat a növekedési fordulat. A gyorsabb gazdasági növekedés könnyíti majd az eladósodottság elleni küzdelmet, növeli a költségvetés mozgásterét, és hozzájárulhat az emelkedő magyar életszínvonalhoz.

## 2. A magas devizaadósság miatt a devizaárfolyam változások negatív hatással voltak az államadósságra az utóbbi években

### Jelenség

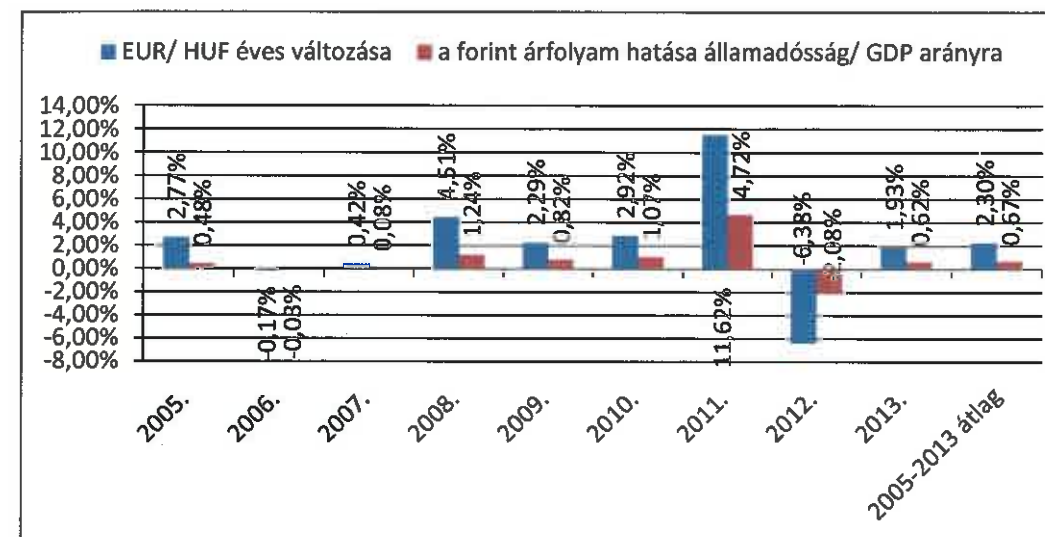
Az elmúlt években az államadósság elleni küzdelem jóval sikeresebb lett volna, ha nem adósodott volna el hazánk devizában ilyen mértékben. 2010 óta változatlan forint árfolyam mellett a GDP közel 3%-ával lett volna alacsonyabb az államadósság 2013 végén. Hosszabb időtávra visszatekintve is jelentősen emelte az államadósságot a forint gyengülése: 2005 és 2013 között átlagosan 0,67 százalékponttal emelte az államadósság/GDP arányt a devizaárfolyamok változása. A magyar gazdaságnak érdemes leépítenie a devizaadósságát, mert a nominális kamatokon felül a forint árfolyam változása olyan rejtett terhet jelent, ami miatt versenyképtelen a forintadóssággal szemben.

### Folyamat

2005 és 2013 között a devizaárfolyam változások hatására átlagosan évente 2,3%-kal emelkedtek a devizaterhek, ahogy a forint gyengült. A nominális kamatokon felül ennyivel nagyobb terhet jelentett a devizaadósságok törlesztése a magyar államnak, és ennek figyelembevételével már az alacsonyabb kamatok ellenére sem olcsóbb számára a devizahitel, mint a forinthitel. Ez a rejtett, kamatokban nem kifejezett terhet jelentősen emelte az államadósságot is, és csak 2010 óta 2,8 százalékponttal növelte a GDP arányos

államadósság mutatót. A forint euróhoz képesti változását, és ennek hatását az államadósság/GDP mutatóra a 2. sz. ábra mutatja be:

**Az Euró/Forint árfolyam alakulása és az államadósságra való hatása, %**



Forrás: MNB, ÁKK

2. sz. ábra

A devizaadósság valójában jóval drágább, mint a forintadósság, de a kamat és árfolyamváltozásokból fakadó költségeken kívül más kedvezőtlen hatása is van. A magas devizaadósság gazdaságpolitikai korlátozásokkal jár az árfolyam-politika terén, kockázatosabbá válik a forint gyengítésével a versenyképesség növelése. Emellett kiszolgáltatottabb lesz az állam finanszírozása a valuta-spekulációs támadások ellen is, ami egyben növeli az államkötvények kockázati prémiumát. A magas magyar külső finanszírozási pozíció azt jelenti, hogy megnyílt a lehetőség Magyarország előtt, hogy egyre inkább a forint alapú finanszírozás felé forduljon, és ezt a lehetőséget érdemes is lesz kihasználnia a jövőben.

### Eredmény

A devizaárfolyam változásokból eredő negatív hatásokat figyelembe véve kedvezőtlen a magyar államnak devizában eladósodnia. Egyre inkább érdemes leépítenie a deviza államadósságot, és ezeket belföldi forint forrásokra cserélnie. Egy ilyen folyamat forint gyengítő hatású lenne (az államnak folyamatosan devizát kellene vásárolnia forintforrásokból a korábbi devizahitelek törlesztéséhez), de ezt ellensúlyozhatja a magas külfölddel szembeni finanszírozó képesség forint erősítő hatása. A magánszektor már megkezdte a devizaadósságainak leépítését, és ehhez az államnak is csatlakoznia kellene.

### 3. A magyar gazdaságnak az euró-zónához hasonló reálkamatokra van szüksége, hogy hosszútávon versenyképes legyen

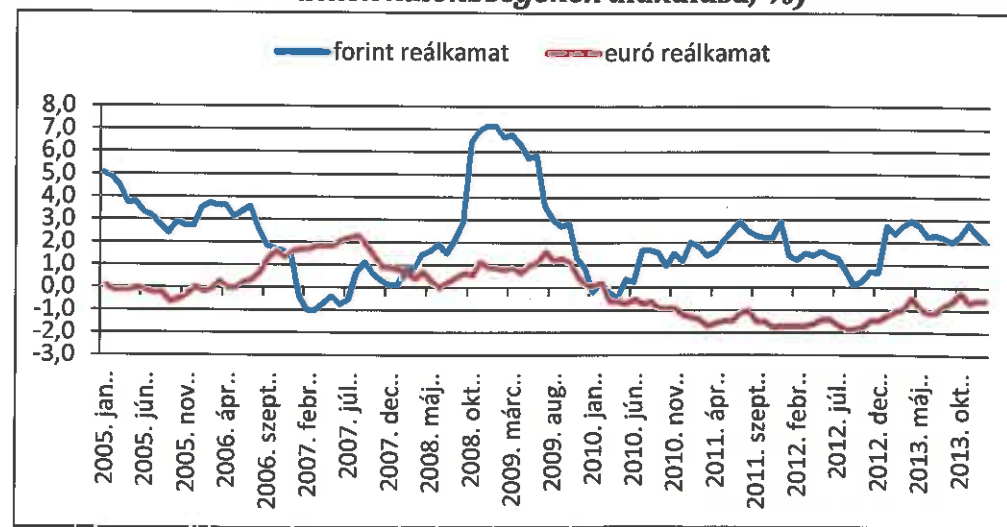
#### Jelenség

Az egyik fő ok, amiért a pénzügyi válság előtt elterjedtek a devizahitelek a magyar gazdaságban, hogy jelentős volt a különbség a forint és a nyugat-európai devizáknál tapasztalt reálkamatok között. Emiatt a gazdasági szereplők úgy döntöttek, hogy az árfolyamkockázatok ellenére is inkább devizában, mint forintban adósodnak el. Ez visszatekintve hibás döntésnek bizonyult, és hosszútávon mindenképp szükség lesz a régiós versenytársakhoz hasonló kamatú hitelekre, hogy a magyar vállalkozások ezen a téren ne kerüljenek hátrányba, ezért a forint reálkamatnak az euró reálkamatához kellene közelítenie.

#### Folyamat

Amennyiben az euró-zóna és a magyar gazdaság harmonizált fogyasztói árindexeit és az alapkamatok alapján számított reálkamatokat vesszük figyelembe, akkor 2014 januárjában 2,7 százalékponttal volt magasabb a reálkamat Magyarországon, mint az euró-zónában. A magyar infláció viszont jelentős részben egyszeri tényezők miatt volt rendkívül alacsony (rezsicsökkentés), ezért valójában alacsonyabb lehet a magyar reálkamat: ha a maginflációból indulnánk ki, akkor közel azonos lenne a magyar és euró-zónás reálkamat. Az euró-zónás és magyar reálkamatok alakulását a 3. sz. ábra mutatja be:

**Forint és Euró reálkamatok alakulása (alapkamatok és harmonizált fogyasztói árindexek különbségének alakulása, %)**



Forrás: MNB, ECB

3. sz. ábra

Fontos, hogy a magyar reálkamatok ne legyenek tartósan magasabbak, mint az európai versenytársaké, különben vagy versenyképességi hátrányba kerül a magyar versenyszféra, vagy újra a devizaadósság felé fordulhatnak a gazdasági szereplők. A forint kamatok akkor közelíthetik meg az euró kamatokat, ha szinte teljesen mértékben belföldi forrásokra támaszkodhat a magyar pénzügyi rendszer. Ehhez alacsonynak kell maradnia az állam nettó finanszírozási igényének, és a magánszektor megtakarításainak a fogyasztás helyett a beruházásokat kell finanszíroznia.

#### Eredmény

Ahhoz, hogy az egy főre jutó termelékenység megközelítse a nyugat-európai Magyarországon, több tőke intenzív beruházásra van szükség a magyar vállalatok részéről. Ezek a beruházások csak az európai versenytársakhoz hasonló mértékű kamatok mellett lehetnek uniós szinten is versenyképesek. Az utóbbi években a magyar vállalatok a devizahitelekhez fordultak, de ez jelentős többlet kockázattal járt, ami a válság alatt komoly károkat is okozott. Ahhoz, hogy hosszútávon is versenyképesek legyenek a magyar vállalatok, az szükséges, hogy a forint és euró reálkamatok közel azonosak legyenek, így a forint alapú befektetési finanszírozást vállaló vállalkozások nem kerülnének versenyhátrányba az euró-zónás társaikhoz képest.

### 4. A növekvő devizatartalék lehetőséget teremt az állam devizaadósságának jelentős csökkentésére

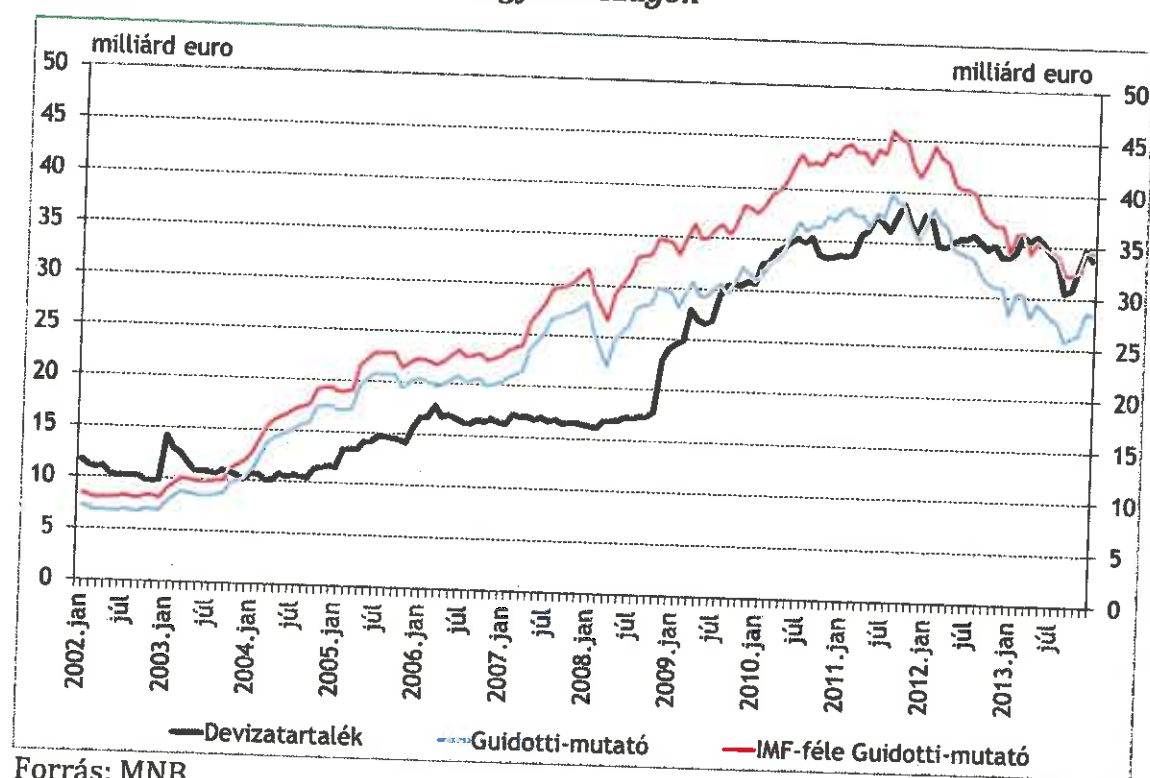
#### Jelenség

2014 és 2015 során jelentősen emelkedhet Magyarország devizatartaléka a magyar gazdaság magas külfölddel szembeni finanszírozási képességének köszönhetően. Ez egyben azt is jelenti, hogy az elvárt devizatartalék szinthez képest jelentős többlet tartaléka lesz Magyarországnak: 2013 decemberében 5,4 milliárd euróval volt magasabb a devizatartalék a Guidotti-szabály alapján számolt elvárt értékhez képest. A devizatartalék fenntartási költségei miatt érdemes a többlet tartalékot leépíteni, de ezt érdemes úgy megvalósítani, hogy ne erősítse túl a forintot, mert az az export ágazatoknak okozhat károkat.

## Folyamat

Mivel a devizatartalék veszteségeket okoz a magyar gazdaságnak azon keresztül, hogy a devizatartalékokon elért kamat alacsonyabb, mint a kéthetes MNB kötvények kamata, ezért nem érdemes a szükségesnél magasabb tartalékot képezni. Bár az IMF-féle szigorú devizatartalékolási számításhoz képest nincs jelentős mozgástér a devizatartalék csökkentésére, de a Guidotti-szabály alapján erre lehetőség nyílna, és mivel Magyarország folyófizetési mérlege többletes, ezért elégségesnek tűnik az enyhébb szabályt figyelembe venni. Magyarország devizatartalékának és a devizatartalék elvárt szintjének alakulását a 4. sz. ábra mutatja be:

**A devizatartalék és Guidotti-mutató alapján szükséges tartalék szint alakulása Magyarországon**



Forrás: MNB

4. sz. ábra

A devizatartalék devizapiacra történő forintra váltása elméletileg megoldás lehetne a többlet tartalék csökkentésére, de ez túl erős forintot eredményezhet. Az egyik módszer, ami lehetővé tenné a többlet devizatartalék csökkentését úgy, hogy közben a forint ne erősödjön, az lehetne, hogy az állam a devizaadósságát folyamatosan forintadósságra cseréli. Ehhez az államnak többlet forint forrást kellene bevonnia, majd ezt devizára váltva visszafizethetné lejárt devizaadósságát. A forintra történő devizára váltás történhetne a devizapiacra, vagy az MNB-n keresztül is. Amennyiben piacon váltaná az állam, akkor a forinteladások árfolyam gyengítő hatását az MNB devizaintervenciával

ellensúlyozhatná, ami csökkentené a devizatartalék szintjét, ha azonban eleve a jegybankon keresztül vált az állam devizát, akkor a fölösleges devizatartalék csökkenne, míg a forint árfolyama változatlan maradhatna. Egy ilyen folyamat az államadósságot nem csökkentené, de az adósság devizaarányát igen, és ez egyben csökkentené Magyarország pénzügyi sérülékenységét is.

## Eredmény

A devizatartaléknál tapasztalható mozgástér több területen is lehetőséget teremt, hogy csökkenjen hazánk pénzügyi sérülékenysége. Az egyik ilyen módszer, ha az állam fokozatosan forintadósságra váltja át devizaadósságát. Ha csökken a gazdaság összesített devizaadóssága, akkor rugalmasabb forint árfolyampolitika követhető. Ráadásul az államadósság elleni küzdelem is kiszámíthatóbb lehet, ha kisebb befolyással lesznek a devizaárfolyamok az adósság szintre.

## 5. Továbbra is gyorsan nő a lakosság nettó pénzügyi vagyona

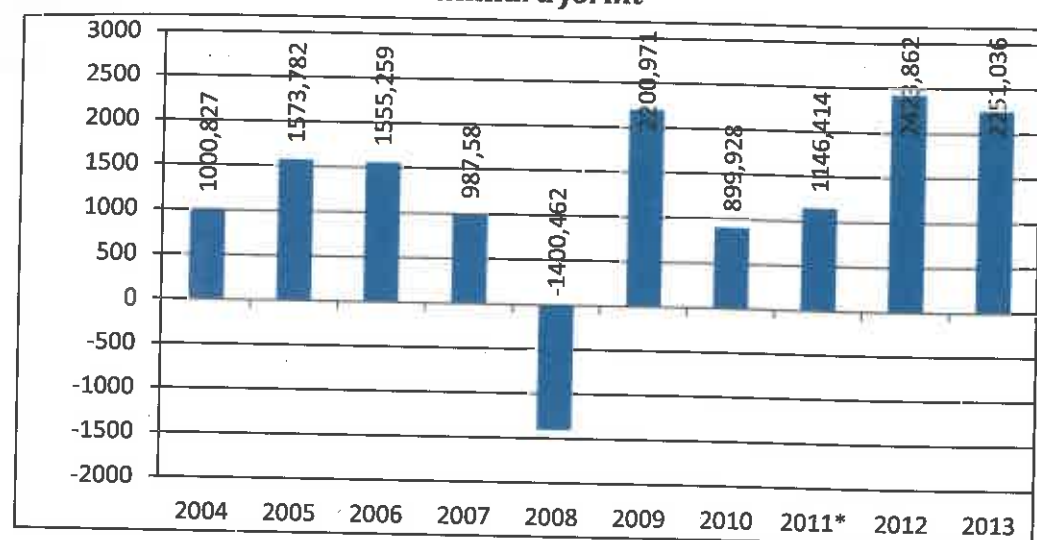
### Jelenség

2013-ban egy év alatt 2250 milliárd forinttal nőtt a magyar lakosság nettó pénzügyi vagyona. Ez az alacsony infláció mellett különösen jó eredmény, így a vagyongyarapodás reálértéke is kiugró lehetett. A csökkenő kamatkörnyezet ellenére továbbra is erős a magyarok megtakarítási kedve, ami alapvető fontosságú a folyófizetési mérleg többletének fenntarthatósága szempontjából. A lakossági megtakarításoknak köszönhetően a külföldi forrásokat az állam és a bankrendszer folyamatosan belföldi forrásokra cserélheti.

### Folyamat

2013 utolsó negyedében a háztartások finanszírozó képessége elérte a GDP 6,9%-át, ami 2013 egészére nézve a GDP 5,3%-a körül alakult: ez magasabb, mint az egyszeri hatásoktól tisztított 2012-es 4,6%-os adat. A csökkenő alapkamat ellenére nem hogy gyengült, de 2012-höz képest kissé erősödött is a háztartások GDP arányos finanszírozási képessége. Ennek következtében 2013-ban emelkedett a második legnagyobb mértékben a háztartások nettó pénzügyi vagyona, nem sokkal elmaradva a 2012-es csúcstól, ahogy ezt az 5. sz. ábra is mutatja:

**A háztartások nettó pénzügyi vagyonának alakulása, az előző évhez képest, milliárd forint**



\*magánnyugdíj rendszer átalakítás hatása nélkül

Forrás: MNB

5. sz. ábra

A lakosság kötelezettségei körülbelül 600 milliárd forinttal csökkentek, a pénzügyi eszközök pedig több mint 1600 milliárd forinttal emelkedtek 2013 során. A hitelleépítési folyamatnál fontosabb lett a pénzügyi eszköz felhalmozása, ami idővel a vállalkozások beruházásaihoz biztosíthat majd forrásokat.

**Eredmény**

A pénzügyi megtakarítások növekedése a középosztály erősödését is jelzi, hiszen ez az a társadalmi réteg, amelyik már képes megtakarítani, és pénzügyi vagyonát leginkább hazai értékpapírokba helyezi el. Egy erős középosztály kulcsfontosságú lehet hosszútávon is a fenntartható gazdasági növekedés szempontjából, hiszen tőke felhalmozása révén a magyar gazdaság egyre inkább tőke és tudás intenzívebbé válhat, és ennek a folyamatnak köszönhetően csökkenhet a magyar gazdaság duális szerkezete is.

**6. Tovább csökkent Magyarország államadóssága 2013-ban**

**Jelenség**

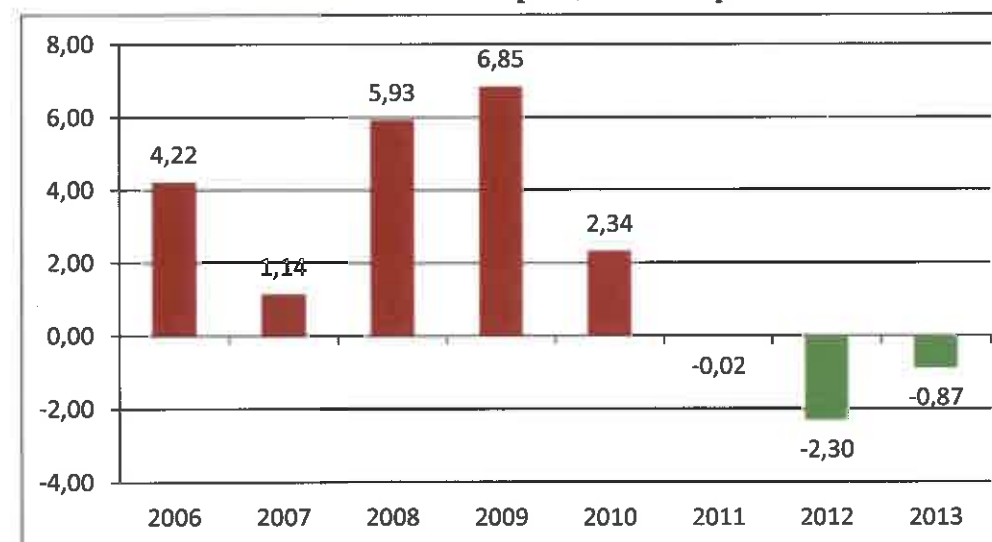
2013-ban is sikerült csökkennie az államadósság/GDP mutatónak 0,8%-kal Magyarországon, így év végére 79%-ra esett ez az arány. Ez rendkívül jó eredménynek számít az Európai Unióban, hiszen az Unió egészében az államadósság az Európai Bizottság becslése szerint 2013-ban 2,8 százalékpont növekedéssel 89,4%-ra

emelkedett. Ráadásul Magyarország nem csak az Unióhoz képest tudott javítani, de a korábbi politikai ciklusokhoz kötött eladósodási hullámai is megtörni látszanak: 2014-re nem készült választási költségvetés, a tervezett hiány mindössze a GDP 2,9%-a.

**Folyamat**

Magyarországon 2010-ben indult el a fordulat az államadósság téren, és ebben az évben már jelentősen csökkent az államadósság növekedési üteme az előző évhez képest. A 2011 évi magánnyugdíj rendszer átalakítása adott egyszeri nagy lökést ennek a folyamatnak, de az abban az évben bekövetkezett forint gyengülés ezt a hatást kioltotta. 2012-ben és 2013-ban viszont már egyszeri hatások nélkül is csökkenésnek indult a magyar államadósság, így a korábban elkezdődő fordulat tartós folyamattá vált. Az államadósság GDP arányos változását az előző évi szinthez képest a 6. sz. ábra mutatja be:

**Az államadósság GDP arányos változása az előző évhez képest, százalékpont**



Forrás: MNB

6. sz. ábra

A régióban még mindig Magyarországon a legmagasabb az államadósság szintje, így továbbra is szükséges az adósság szint csökkentése. Ebben segíthet az alacsonyabb jegybanki alapkamat, mert ennek következtében csökken az adósság törlesztésére szánt költségvetési kiadás, ami arányosan az egyik legmagasabb Európában annak ellenére is, hogy az államadósság jóval az uniós átlag van Magyarországon. Emellett a gazdasági növekedés gyorsulása is újabb lendületet adhat az államadósság csökkentési folyamatnak, így a jövőben is fokozatosan csökkenhet a magyar államadósság.



Kockázatot jelent viszont, hogy nagymértékben devizában van eladósodva az állam, így a forint árfolyamváltozása gyorsan meglökheti az adósság szintet: átmenetileg emelkedhet emiatt az államadósság, de a trend továbbra is csökkenő maradhat.

### Eredmény

Sikeres volt a magyar gazdaságpolitika az elmúlt négy évben, mert megállította az államadósság növekedést, majd csökkenő pályára állította azt. Ehhez az államadósság csökkentési folyamathoz továbbra is szükség van az alacsony költségvetési hiány fenntartására, továbbá arra is, hogy tartósan és gyorsan növekedni tudjon a magyar gazdaság, és a magyar államkötvények kamatai konvergáljanak az európai átlaghoz. Ezek a tényezők várhatóan teljesülnek is a jövőben, így folytatódhat az államadósság csökkenése Magyarországon.

## 7. A magyar bankok külföldi forrás állománya csökkenésből stagnálásra váltott 2014 elején

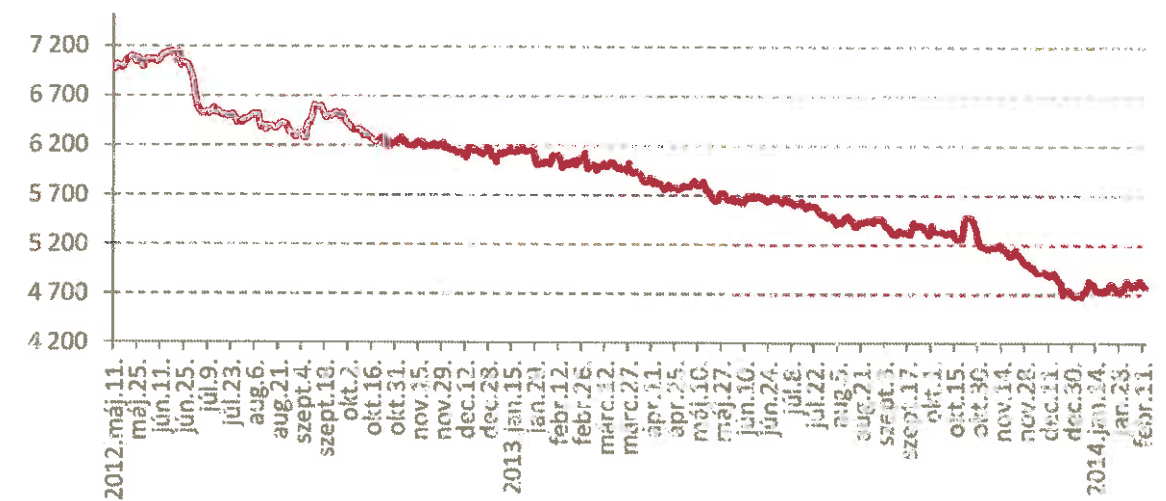
### Jelenség

Leállt 2014 elején a magyar bankrendszer külföldi forrás leépítő folyamata, és 2013 decembere és 2014 februárja között 4700 milliárd forint körül stagnált a külföldi források állománya. A forrás kivonás leállása kedvező a magyar gazdaság növekedési kilátásai szempontjából, hiszen korábban a jelentős külföldi tőke kivonás visszafogta a gazdasági aktivitást, de ez az ellenszél most eltűnt. Kedvezőtlen viszont, hogy ez egyben azt is jelentheti, hogy lassul a magyar gazdaság külső egyensúlyának javulása.

### Folyamat

A pénzügyi válság kitörése óta már több mint 50%-kal esett vissza a külföldi források állománya a magyar bankrendszerben. Ez a folyamat 2014 elején megtorpant, ami részben azért lehetett, mert a lakosság bankbetéteiből vonja ki megtakarításait, és államkötvényeket és befektetési jegyeket vásárol. Ezeket a forrásokat a bankok kénytelenek külföldi forrásokkal helyettesíteni. Megállhatott a bankrendszer külföldi forrás csökkentése azért is, mert év elején gyengült a forint, így bár a tranzakciók miatt csökkenne a külföldről bevont források összege, de ezt az árfolyammozgások ellensúlyozzák. A bankok külföldi forrásainak alakulását a 7. sz. ábra mutatja be:

A bankok külföldi forrásainak változása (milliárd forint)



Forrás: MNB

7. sz. ábra

Magyarországon az egyik legmagasabb a jövedelem mérleg hiánya az Európai Unióban, és ez nagymértékben annak is köszönhető, hogy a bankrendszeren keresztül a magánszféra jelentős külföldi adósságot halmozott fel a válság előtt. Így, ha csökken ennek az állománya, akkor a külföld felé történő adósságtörlesztésre fordított összeg is csökkenhet. Ez az állomány csökkenési folyamat 2014 elején megtorpant, de mivel a folyófizetési mérleg továbbra is többletes, ezért ez azt jelentheti, hogy a magyar gazdaságban keletkező többletforrások már nem a bankrendszerben csapódnak le, hanem azon kívül.

### Eredmény

Az eddigi folyamatosan csökkenő külföldi forrásállomány a bankszektorban stagnálásra váltott, ami a gazdasági növekedés szempontjából ugyan pozitív, de egyben azt is jelenti, hogy lassul a külső egyenleg alkalmazkodása Magyarországon. Az is kedvező a magyar gazdaság számára, ha a külföldi forrás leépítés helyett a lakossági megtakarítások új reálgazdasági beruházásokat finanszíroznak, hiszen ez új munkahelyeket és többlet jövedelmet jelent a gazdaság számára. Ezért hosszútávon nem feltétlenül negatív, ha lassul az adósság leépítési folyamat Magyarországon.

## 8. A 2013-as év a beruházási fordulat éve volt Magyarországon

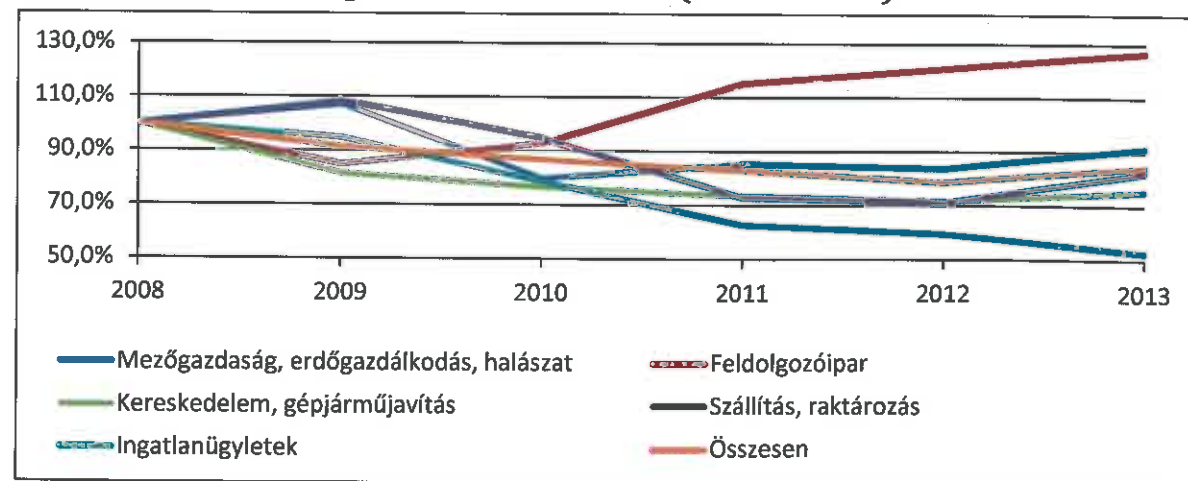
### Jelenség

2013 utolsó negyedében 14,9%-kal emelkedett hazánkban a beruházások volumene 2012 utolsó negyedéhez képest. 2013 egészében 7,2%-kal emelkedtek a beruházások az előző évihez képest, ami 2004 óta nem látott beruházási bővülést jelentett. A hét év csökkenés után bekövetkezett beruházási fordulatban a lehívott európai uniós források magas összege, az alacsony forint kamatok, és az MNB Növekedési Hitelprogramja segítettek leginkább. Az új beruházások egyben új munkahelyeket is teremtenek, és növelik a gazdaság jövedelemtermelő képességét, így nagyban hozzájárulnak a hosszútávú gazdasági növekedés erősítéséhez.

### Folyamat

A beruházások volumene még a 2013-as emelkedés ellenére is több mint 15%-kal a 2008-as szint alatt van. A beruházási ráta 17,9% lett 2013 utolsó negyedében, ez 2008-ban még 21,9% volt, így továbbra is jelentős növekedési tartalék van a beruházások terén, amíg a beruházások volumene vissza nem tér a válság előtti szintre. A többéves visszaesés viszont eltérően érintette a gazdasági ágazatokat: a feldolgozóipar termelő beruházásai emelkedtek, míg a nem termelő típusú lakásépítések estek vissza a legjobban. A beruházások szempontjából az 5 legfontosabb gazdasági ágazat közül csak a feldolgozóipar volt képes növekedni a pénzügyi válság kitörése óta, ahogy ezt a 8. sz. ábra is mutatja:

**A beruházások volumenének alakulása az öt legnagyobb beruházó gazdasági ágazatban, százalékban (2008 = 100%)**



Forrás: KSH

8. sz. ábra

A feldolgozóipari beruházások 2013-ban is tovább emelkedtek 4,9%-kal a tavalyi azonos mértékű növekedés után, tehát ezen a területen már korábban megtörtént a fordulat, és így az összes beruházásnak már majdnem egyharmadát biztosítja az ágazat. Míg 2009-ben még az ingatlanügyletek gazdasági ágazat volt a legnagyobb befektetői ágazat, addig 2013-ban már csak a harmadik volt 573 milliárd forinttal, ezzel mérete kisebb, mint fele volt a legnagyobb beruházó, a feldolgozó iparágénak, ahol 1384 milliárd forint beruházás történt 2013 során.

### Eredmény

Jelentős fordulat következett be hazánkban a beruházások terén 2013-ban, de a volumenindex még mindig 12 évvel korábbi szinten van: továbbra is jelentős növekedési tartalék van ezen a téren. Nagy ártrendeződés is történt a beruházásokon belül: a korábban legnagyobb befektetési terület - a lakásépítések - továbbra is visszaesőben van, viszont a feldolgozóipari beruházások tovább emelkedtek. Pozitív, hogy a feldolgozóipari beruházások már messze a válság előtti szint felett vannak, és továbbra is bővülnek, mert ez nagyban hozzájárulhat ahhoz, hogy a gazdasági növekedés tovább erősödjön a következő években.

## 9. A háztartások folyamatos devizahitel törlesztései a forint erősödése ellen hatnak

### Jelenség

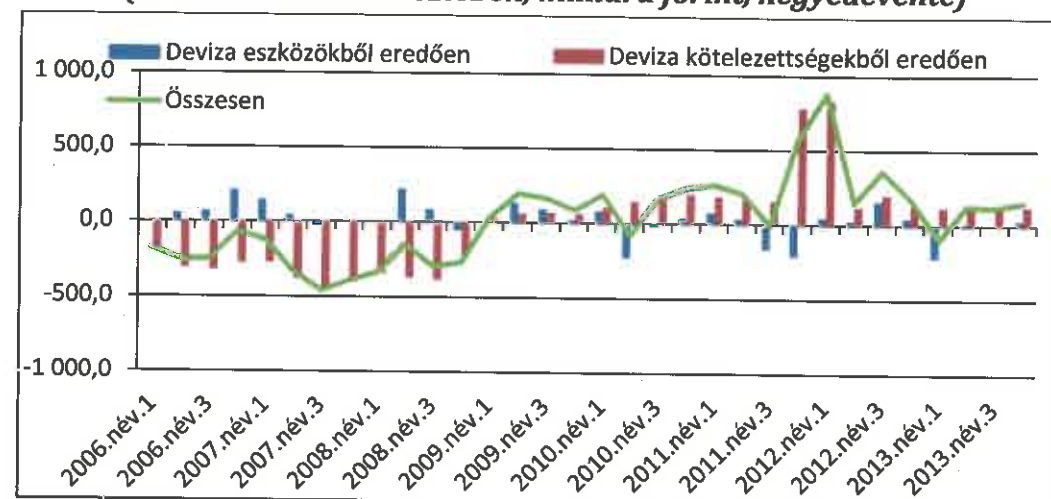
A magyar lakosság 2013-ban a deviza kötelezettségeit összesen 314 milliárd forinttal többel csökkentette, mint amennyivel deviza eszközei mérséklődtek. Ez a devizában denominált nettó pénzügyi vagyon lassabb javulást jelent az előző évekhez képest, de a folyamat továbbra is jelentős hatással van a forint árfolyamára. Azzal, hogy a magyar lakosság forint forrásaiból folyamatosan törleszti devizahiteleit, folyamatosan gyengíti a forintot. Ez a forint gyengítő hatás részben ellensúlyozza a folyófizetési mérleg többletből származó forinterősödési hatást, így a forint árfolyama kiegyensúlyozottabb lehet.

### Folyamat

Tranzakciók révén 2013-ban 491 milliárd forinttal csökkent a háztartások devizaadóssága, amit részben ellensúlyozott, hogy 177 milliárd forinttal csökkent a deviza eszközök állománya is. Kissé lassult a devizahitelek visszafizetési üteme, ami a

csökkenő devizahitel állománynak is köszönhető: kisebb hitelállomány kisebb törlesztő részleteket is jelent. A háztartások devizában denominált nettó pénzügyi vagyonának változását a 9. sz. ábra mutatja be:

**A háztartások devizában denominált nettó pénzügyi vagyonának változása (tranzakciók következtében, milliárd forint, negyedévente)**



Forrás: MNB

9. sz. ábra

A lakosság tranzakcióiból következő pénzáramlás jelentős méretű a magyar folyófizetési mérleghez képest is. A válság előtt a devizahitelezés erősítette a forintot, mivel jelentős mennyiségű devizát váltottak a bankok forintra a devizahitelek folyósításakor, de ez a folyamat a válság után megfordult. A devizahitelek kétszeresen is rosszul jártak, hiszen hitelfelvételkor kénytelenek voltak drágábban devizát vásárolni, visszafizetéskor pedig kénytelenek olcsóbban forintot eladni. A Magyarországon termelő vállalatok számára viszont a jelenlegi forint gyengítő folyamat jóval kedvezőbb, mint a korábbi forint erősítő folyamat, mert jelenleg így versenyképességük folyamatosan javul, és ez egy kicsi és nyitott gazdaság esetén, mint amilyen a magyar, fontos tényező.

### Eredmény

A 2010 előtt történt lakossági devizahitelezésnek a mai napig jelentős hatása van a forint árfolyamára: ez a folyamat a válság előtt túlerősítette a forintot, most azonban inkább gyengítő hatású. Kedvező viszont, hogy most folyófizetési mérleg többlete van a gazdaságnak, ami a forintot erősítené, így a két hatás részben kioltja egymást. Ha a magyar gazdaság nem lenne devizában eladósodva, akkor viszont kifejezetten kedvező lenne a gyenge forint, mert javítaná az export ágazatok versenyképességét.

## 10. Mélyponton az infláció Magyarországon

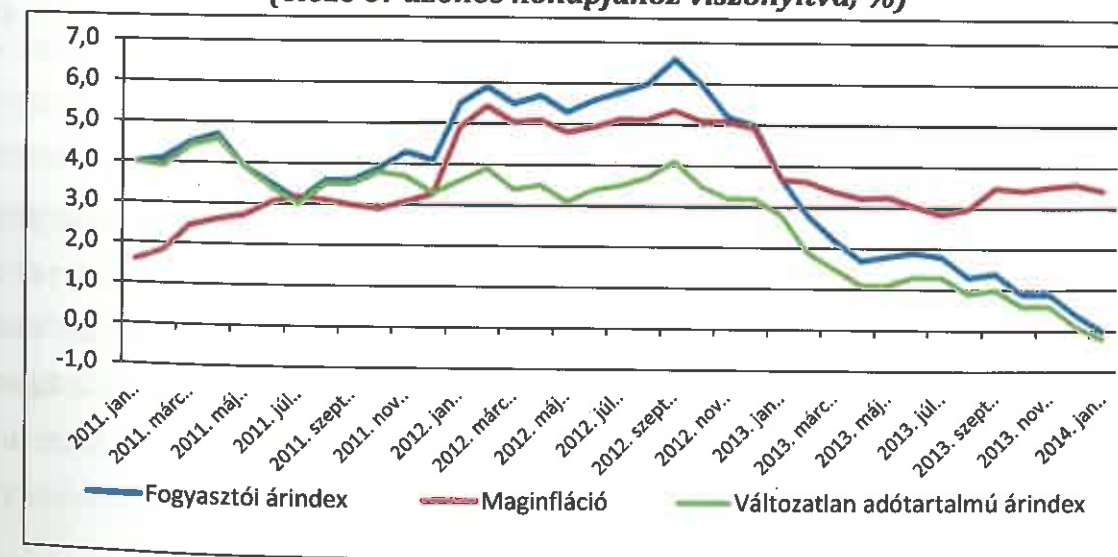
### Jelenség

2014 januárjában a fogyasztói árindex 12 havi változása 0% volt Magyarországon, az árak stagnáltak az elmúlt egy évben, ami rekord alacsony inflációt eredményezett. Jelentős részben ez a korábbi rezsicsökkentéseknek az eredménye, de az egyszerű hatásokat leszámítva is az MNB célja körül alakulna az infláció. Az infláció terén is fordulat következett be a magyar gazdaságban: korábban a költségvetési kiigazítási kényszer miatt az adóemlések tartották magasan a magyar inflációt, de ez a költségvetés rendbetétele után szükségtelenné vált. Az árstabilitás lehetőséget teremt arra, hogy a magyar kamatok az európai kamatokhoz konvergáljanak.

### Folyamat

A fogyasztói árindex éves változása 2012 vége óta folyamatosan csökkent a magyar gazdaságban. Ebben a rezsicsökkentés mellett fontos tényező volt, hogy az alacsony költségvetési deficit miatt már nincs szükség kiigazító lépésekre. A korábbi években a kiigazítási kényszer adóemlésekhez és a hatósági árak növeléséhez vezetett, ami jelentősen növelte a fogyasztói árakat. A költségvetés rendbetételével azonban ez megváltozott, és a rezsicsökkentés hatásainak kifutása után más inflációs környezet lehet Magyarországon, mint amilyen volt korábban. Ennek hatására az adóhatásoktól szűrt infláció is megközelítette a fogyasztói árindexet, ahogy ezt a 10. sz. ábra is mutatja:

**A fogyasztói árindex, a maginfláció, és a változatlan adótartalmú árindex alakulása (előző év azonos hónapjához viszonyítva, %)**



Forrás: MNB, KSH

10. sz. ábra

A mélyponton lévő infláció már túl alacsony, és ez már a költségvetésre is negatív hatással van, mert a forgalmi típusú adóbevételek alacsonyabban alakulhatnak a vártnál. A februári hónaptól elkezd a bázisból kifutni a 2013-as rezsicsökkentés első körének hatása, így fokozatosan közeledhet egymáshoz a maginfláció és a teljes inflációs kosár. A 2014-es év elején gyengülő forint is segíthet normalizálni a fogyasztói áremelkedést, de érdemes lehet további monetáris politikai lépéseket is tenni azért, hogy a fogyasztói árak a jegybank célsávjába kerüljenek.

### Eredmény

2013 második felére és 2014 elejére az uniós átlag alatt alakult a magyar inflációs mutató, pedig évekig az egyik legmagasabb volt az Európai Unióban. Ez segíthet lejjebb szorítani a magyar kamatokat, de a túl alacsony infláció az adósság leépítés ellen hathat azzal, hogy a reálkamatok magasán maradnak. Ezért érdemes olyan intézkedéseket hozni, amikkel középtávon az inflációs célsávba kerül a fogyasztói árindex.

## 11. Egy év alatt 2,3 százalékponttal esett a munkanélküliségi ráta

### Magyarországon

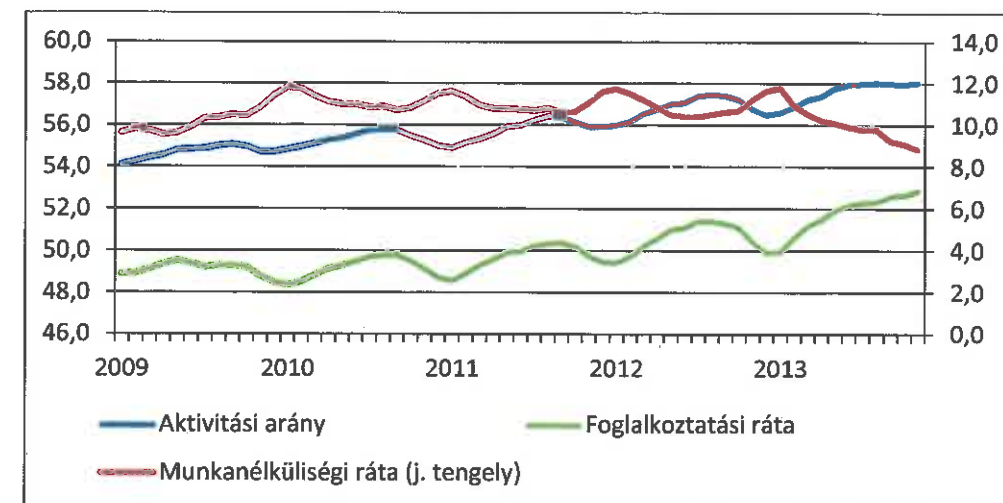
#### Jelenség

A gazdasági fordulat keretében szinte minden makrogazdasági mutató jelentősen javult Magyarországon az elmúlt néhány évben, amelyek közül 2013-ban az egyik legnagyobb javulás a munkanélküliségi rátánál figyelhető meg. 2013 november és 2014 január között a munkanélküliségi ráta átlagosan 8,9% volt, ami 2,3 százalékponttal alacsonyabb, mint az egy évvel korábbi időszakban. Ez rendkívül gyors javulás, és az Európai Unióban a második legjobb eredmény ez időszak alatt Lettország után.

#### Folyamat

2014 januárjára nem csak a munkanélküliség javult, de a gazdasági aktivitás aránya is 58%-os csúcsra emelkedett a 15-74 éves korosztályban, valamint a foglalkoztatási ráta is rekord magasan, 52,9%-on állt ebben a csoportban. 2008 óta most először 400 ezer alatt alakult a munkanélküliek száma, és már 4 millió 30 ezer foglalkoztatott van a magyar gazdaságban. 2013 augusztusa óta a kétszámjegyű munkanélküliség a 9%-os határ alá került, messze az euró-zóna átlag 12%-os munkanélküliségi rátája alá. A folyamatosan javuló magyar munkaerő-piaci mutatókat a 11. sz. ábra mutatja be:

A 15-74 éves népesség gazdasági aktivitása, %



Forrás: KSH

11. sz. ábra

Az egy év alatt bekövetkezett magyar munkanélküliségi ráta csökkenés a második legjobb eredmény volt az Európai Unióban. Ehhez jelentősen hozzájárult a téli közmunka program bevezetése, ami segített ellensúlyozni a gazdaság szezonális miatti, korábban télen mindig megjelenő munkanélküliség növekedését. A fokozatosan növekvő foglalkoztatás és csökkenő munkanélküliség kedvező hatással van a költségvetésre is: ennek következtében mérséklődnek a szociális kiadások, emelkednek az adóbevételek, és a lakosság jövedelmhelyzetét is javítja a magasabb munkajövedelmeken keresztül, ami a fogyasztásra és megtakarításokra lehet jótékony hatással. Az új munkahelyek is jelentősen hozzájárulnak a gazdasági növekedéshez.

### Eredmény

A legnagyobb lemaradása a magyar gazdaságnak a foglalkoztatás terén volt az Európai Unióban: 2010 első negyedévében, az előző kormány alatt, még utolsó volt az EU-28-ak között a magyar foglalkoztatási ráta az Eurostat adatai szerint. 2013 harmadik negyedévére már négy másik országot megelőzött a magyar gazdaság ezen a téren, és a gyors foglalkoztatási bővülés fennmaradása esetén gyorsan elérheti az uniós átlagot is a mutató. 2010 óta a munkahelyteremtésben és a munkanélküliség csökkentésben egyértelmű a magyar gazdaságpolitika sikere.

## 12. A magyar gazdaság devizaadóssága kiugróan magas a fejlődő gazdaságok között

### Jelenség

2013 harmadik negyedében Magyarország bruttó külfölddel szembeni devizaadóssága 81 milliárd euró volt az MNB adatai szerint, ami nemzetközi összehasonlításban a gazdaság méreteihez képest az egyik legmagasabb. GDP arányosan 83%-os volt a devizaadósság 2013 szeptemberében, ami 2007 óta 16 százalékpontos esést jelentett: ez a nagymértékű csökkenés kiugróan jó eredmény volt nemzetközi összehasonlításban is. A devizaadósság továbbra is magas aránya azt jelenti, hogy pénzügyileg rendkívül sérülékeny a gazdaság, ezért érdemes további lépéseket tenni ennek leépítésére.

### Folyamat

A régió országaihoz képest rendkívül magas a magyar devizaadósság szintje, hiszen a cseh és lengyel gazdaság esetében is 40%-on áll ez a mutató, ami kevesebb, mint fele a magyar szintnek (83%). Több más feltörekvő gazdasághoz képest is rosszul áll a magyar gazdaság ezen a téren, hiszen náluk a GDP-hez képest átlag 33% körüli a devizaadósság mértéke. A feltörekvő gazdaságok GDP arányos devizaadósságát a 12. sz. tábla mutatja be:

**Devizaadósság a GDP százalékban**

	2007		13.szept	
Brazília	15%	↓	17%	↓
India	16%	↑	14%	↑
Oroszország	19%	↑	13%	↓
Dél Afrika	20%	↑	16%	↑
Törökország	28%	↑	30%	↑
Chile	35%		45%	
Kína	7%	↓	10%	↑
Kolumbia	16%	↓	17%	↓
Csehország	29%	↑	40%	↑
Magyarország	97%	↑	83%	↑
Indonézia	16%	↓	20%	↓
Izrael	61%	↑	20%	↑
Dél Korea	32%	↑	31%	↑
Malajzia	43%	↑	39%	↑
Mexikó	20%	↓	30%	↓
Fülöp szigetek	41%	↑	29%	↓
Lengyelország	37%	↑	40%	↑
Tájföld	13%	↓	19%	↓
<b>Átlag</b>	<b>34%</b>	<b>↑</b>	<b>33%</b>	<b>↑</b>

Forrás:

12. sz. tábla

Magyarországon az állam, a lakosság, és a vállalatok is nagy részben devizában adósdtak el 2010 előtt. Az akkori devizaadósság növekedés jelentős részben a korábbi monetáris politika hibája volt: a túl magasan tartott alapkamat a gazdasági szereplőket devizahitel felvételére kényszerítette.

### Eredmény

A gazdaság deviza eladósodási szakaszában az volt a feltételezés, hogy gyorsan belép Magyarország az euró-zónába, és ezzel devizaadóssága belföldi valutában fennálló adóssággá válik. Az euró-zóna válsága viszont megmutatta, hogy rendkívüli veszélyeket jelent egy gazdaságra nézve, ha felkészületlenül csatlakozik a monetáris unióhoz, ahogy ez történt a déli tagállamokban. A gyors euró-zónás csatlakozás helyett a magyar gazdaságban ezért inkább a devizaadósságok fokozatos leépítésére, és forintadósságra való váltására kellene koncentrálni.