

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

***2014. március hó***

**BanKonzult**

Pénzügyi és Gazdasági Tanácsadó Kft.

1016 Budapest, Piroska utca 5.

## Tartalom

1. Továbbra is magas az állami kiadások mértéke a magyar gazdaságban .....	3
2. Az egész gazdaságra jelentős hatással lesz a lakossági fogyasztásnál bekövetkezett fordulat .....	5
3. Jelentősen csökkent a külföldiek forint államkötvény állománya 2014 elején .....	7
4. Közel lehet a növekedési fordulat a magyar lakáspiacon .....	8
5. Többéves csúcson az üzleti és fogyasztói bizalom Magyarországon.....	10
6. Enyhén javult Magyarország jövedelem mérleg hiánya 2013-ban .....	12
7. A pénzügyi vállalatok járultak hozzá legnagyobb mértékben Magyarország finanszírozási képességének növekedéséhez 2013-ban .....	13
8. Egyre gyorsabban csökken Magyarország nettó külföldi adóssága.....	15
9. Továbbra is nagy kihívás a demográfia trend megfordítása Magyarországon.....	17
10. A rövid lejáratú külső adósság alapján jelentős többlet devizatartalékkal rendelkezik Magyarország .....	19
11. Jelentős átalakulás történt a lakossági megtakarításoknál .....	21
12. Magyarországon csökkent legjobban a munkanélküliség ráta az Európai Unióban .....	22

#### **2014. március hónap legfőbb hazai és globális gazdasági és pénzügyi trendjei**

- 2013-ban az Európai Bizottság adatai szerint Magyarországon az állami kiadások mértéke meghaladta a GDP felét: összesen a gazdaság 50,3%-át tette ki az állami kiadások mértéke, ami magasabb az EU-28 átlagánál, és kiemelkedően magas régiós összehasonlításban. 2009 óta ugyan a GDP 1,3 százalékpontjával csökkentek a kiadások Magyarországon, de ez idő alatt az uniós átlag még gyorsabban, 1,6 százalékponttal mérséklődött. 2012-ben még lényegesen alacsonyabb, a GDP 48,7%-a volt a kiadások mértéke hazánkban, ami 2001 óta nem látott alacsony szintet jelentett, és az Európai Unió átlaga alatt volt, de ez a szint nem bizonyult tartósnak, és 2013-ra újra emelkedni kezdtek az állam kiadásai.
- Új lendületet kapott a kiskereskedelmi forgalom 2014 év kezdetén: januárban 6,2%-kal volt magasabb a lakossági fogyasztás, mint egy évvel korábban. Már 2013 második felétől fokozatosan erősödött a kiskereskedelem, és az egyre erősödő forgalomnövekedés azt mutatja, hogy többéves visszaesés után megtörtént a fordulat ezen a téren is a magyar gazdaságban. A háztartási fogyasztás jelentős súlya miatt ez a fordulat az egész gazdaságra erőteljes hatással lehet, és elsősorban a gazdasági növekedés további gyorsulását eredményezheti.
- A külföldi befektetők állampapír állománya 2014 első negyedév végére 4600 milliárd forintra esett, ami közel 500 milliárd forinttal kevesebb, mint amennyi 2013 utolsó negyedévében volt, és 150-200 milliárd forintos csökkenést jelent az egy évvel korábbi sinthez képest. Ez a folyamat elsősorban annak köszönhető, hogy az amerikai jegybank elkezdte fokozatosan visszavágni kötvény vásárlási programját, és ez a feltörekvő piacokra jelentős hatással volt. Az átmeneti államkötvény hozam emelkedést leszámítva hosszabb távon ez kedvező folyamat lehet a magyar gazdaság számára.
- 2014 februárjában a becslések szerint 12%-kal több adásvétel történt a magyar ingatlanpiacon, mint egy évvel korábban. Ennek következtében már az év első két hónapjában a tranzakciók számának növekedése elérte a 10,5%-ot. A 2008-as pénzügyi válság óta évi 90 ezer körül alakult az ingatlanpiaci adásvételek száma Magyarországon, ez 2014 folyamán - több év stagnálás után - újra növekedésnek indulhat. Lakáspiaci fordulat veheti kezdetét a magyar gazdaságban 2014 során, ami

a már kibontakozó lakossági fogyasztásnál megjelenő fordulathoz hasonlóan szintén hozzájárulna a GDP növekedés gyorsulásához.

- 2002 óta nem látott magasságba emelkedett a GKI-Erste konjunktúra index 2014 márciusára, ami elsősorban az optimista üzleti várakozásoknak köszönhető, amivel párhuzamosan a fogyasztói bizalmi index is 8 éves csúcsra emelkedett. Ez a belföldi gazdaság további erősödését vetíti előre, és mivel a külső környezet is javulóban van Európában, ezért a vártnál is jobban alakulhat a magyar gazdasági növekedés 2014-ben. Ez egyben azt is jelenti, hogy az utóbbi négy év gazdaságpolitikai fordulatának kedvező hatását a társadalom egyre szélesebb rétege kezdi érzékeli.
- 2013-ban Magyarország folyófizetési mérlegének egyik fő összetevője, a jövedelem mérleg hiánya enyhén javult az előző évhez képest: 475 millió eurós csökkenés után a hiány 5,93 milliárd euróra csökkent. A méréselt javulás mellett továbbra is a GDP-hez képest 6% körül alakult a jövedelem mérleg hiánya, hasonlóan, ahogy az elmúlt több mint egy évtized nagy részében. A jövedelem mérleg hiánya kamatjellegű kiadásra és tulajdonosi jövedelem kiáramlására osztható, amelyek közül a kamatjellegű kiadások a jövőben jelentősen csökkenhetnek, ahogy csökken az ország külfölddel szembeni adóssága. A jövedelem mérlegének hiánya így fokozatosan csökkenhet a jövőben is, és egy pozitív fordulat elején állhatunk ezen a téren is.
- 2013 során a pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége járult hozzá a legnagyobb mértékben a külfölddel szembeni finanszírozási képesség javulásához a GDP 1,4 százalékpontos növekedésével: 2012-ben a GDP -0,7%-a volt az ágazat finanszírozó képessége, de 2013-ra ez már +0,7%-ra emelkedett. Ennek a növekedésnek a segítségével lett 2013-ban a magyar gazdaság külfölddel szembeni finanszírozási képessége a GDP 7,4%-a. Ez 2012-ben még 5,4% volt, ezért a 2 százalékpontos növekedés nagyrészt a pénzügyi vállalatok hozzájárulásának köszönhető. Kedvező Magyarország számára, hogy a pénzügyi intézmények is csökkentik a korábban felhalmozott adósságukat, főleg a külföldiek felé fennálló adósságot.

## 1. Továbbra is magas az állami kiadások mértéke a magyar gazdaságban

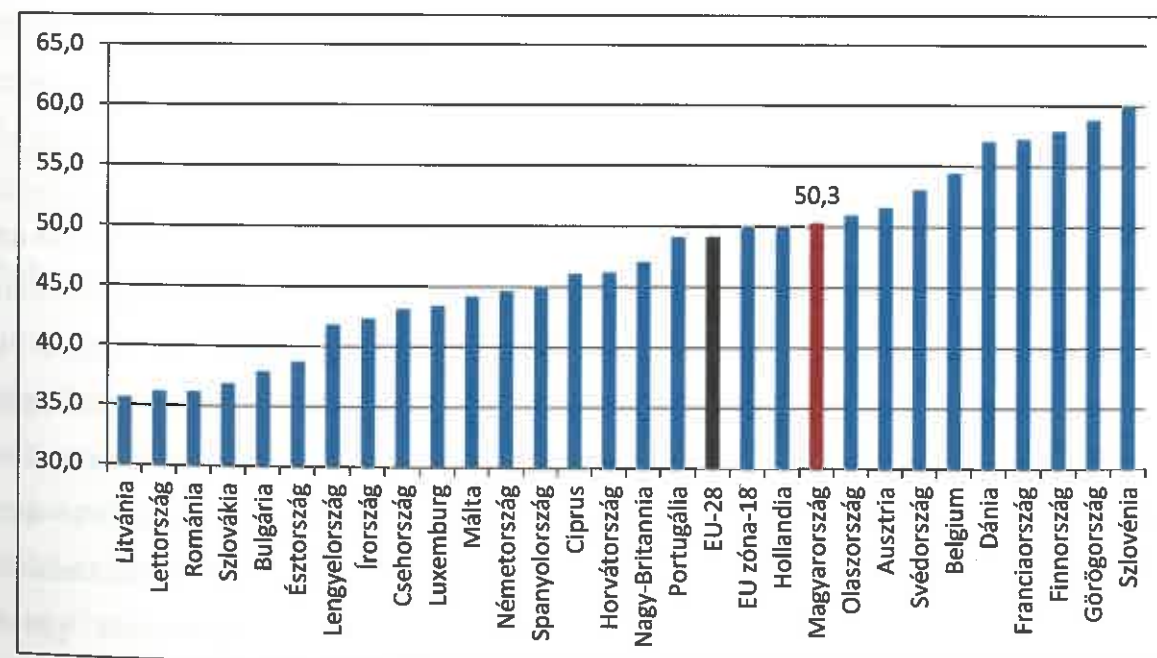
### Jelenség

2013-ban az Európai Bizottság adatai szerint Magyarországon az állami kiadások mértéke meghaladta a GDP felét: összesen a gazdaság 50,3%-át tette ki az állami kiadások mértéke, ami magasabb az EU-28 átlagánál, és kiemelkedően magas régiós összehasonlításban. 2009 óta ugyan a GDP 1,3 százalékpontjával csökkentek a kiadások Magyarországon, de ez idő alatt az uniós átlag még gyorsabban, 1,6 százalékponttal mérséklődött. 2012-ben még lényegesen alacsonyabb, a GDP 48,7%-a volt a kiadások mértéke hazánkban, ami 2001 óta nem látott alacsony szintet jelentett, és az Európai Unió átlaga alatt volt, de ez a szint nem bizonyult tartósnak, és 2013-ra újra emelkedni kezdtek az állam kiadásai.

### Folyamat

Európai uniós viszonylatban átlag feletti hazánk állami kiadásainak mértéke a GDP-hez képest. A régiós versenytársakhoz képest viszont kiemelkedő a magyar adat (50,3%), hiszen Csehországban 43,1%, Lengyelországban 41,8% és Szlovákiában 36,9% az állam kiadási szintje a gazdaság méretéhez képest. Az állami kiadások GDP-hez viszonyított arányát az EU-28-ak körében 2013-ban az 1. sz. ábra mutatja be:

Az állam kiadásai a GDP százalékában



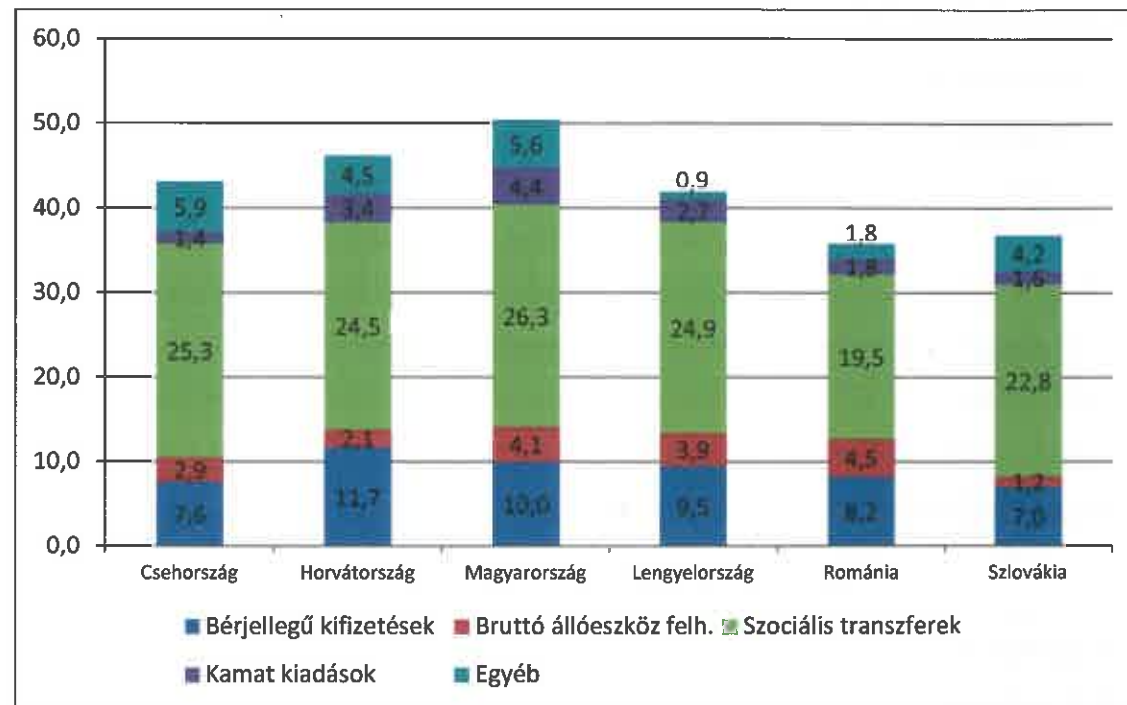
Forrás: Európai Bizottság

1. sz. ábra



Részben azért is lehet arányaiban magas a magyar állami kiadások mértéke a gazdaság egészéhez képest, mert az országban relatíve kicsi a magánszektor mérete, és más országokhoz képest alacsony a versenyszféra foglalkoztatottsági rátája. Emellett más egyedi tényezők is megemelik a magyar állam kiadásait: 2013-ban a GDP 4,4%-át fizette az állam kamatkiadásokra, ami az egyik legmagasabb az Unióban a magas államadósság és az indokolatlanul magas állampapír hozamoknak köszönhetően. A régiós államok kiadásainak szerkezetét a 2. sz. ábra mutatja be:

**Az állam kiadásai a GDP százalékában, 2013**



Forrás: Ameco

2. sz. ábra

Magyarországon régiós összehasonlításban magas az állam állóeszköz felhalmozása az eddig beérkező magasabb uniós transzfereknek köszönhető, de ez valószínűleg csökken majd a 2014-2020-as uniós költségvetési időszakban. A szociális transzferek is különösen magasak a GDP 26,3%-val Magyarországon, de várhatóan ez is csökkenni kezd majd a 2016-tól elinduló nyugdíjkorhatár emeléssel együtt. Bérjellegű kifizetésekre a GDP 10%-át költötte a magyar állam, ez 1,5 százalékpontos csökkenés 2009-hez képest, de a régiós versenytársakhoz képest még mindig magas. Érdeemes fokozatosan a régiós kiadási szinthez közelítenie Magyarországnak, ami a magánszféra gyors növekedésével és az állami kiadások fokozatos csökkentésével érhető el.

## Eredmény

Magyarországon egyre kisebb állami szektorra és egyre nagyobb és erősebb magánszektorra lenne szükség a gyors gazdasági növekedéshez, de az államnak továbbra is meg kell őriznie erős szabályozói szerepét. Az Európai Unióban az adóztatás terén verseny alakult ki a tagállamok között az utóbbi években, ami szorosan kötődik az állami kiadások mértékéhez is, hiszen az adózás mértéke fenntartható módon csak a kiadások mértékéig csökkenthető. Ahogy csökken az állami kiadások mértéke, csökkenhet az adózás összesített szintje, ami segítheti a vállalkozások versenyképességét és a középosztály növekedéséhez is hozzájárulhat. A magyar gazdaság akkor lehet hosszútávon is sikeres, ha ebben az adó- és állami kiadásokat csökkentő versenyben jól szerepel a jövőben.

## 2. Az egész gazdaságra jelentős hatással lesz a lakossági fogyasztásnál bekövetkezett fordulat

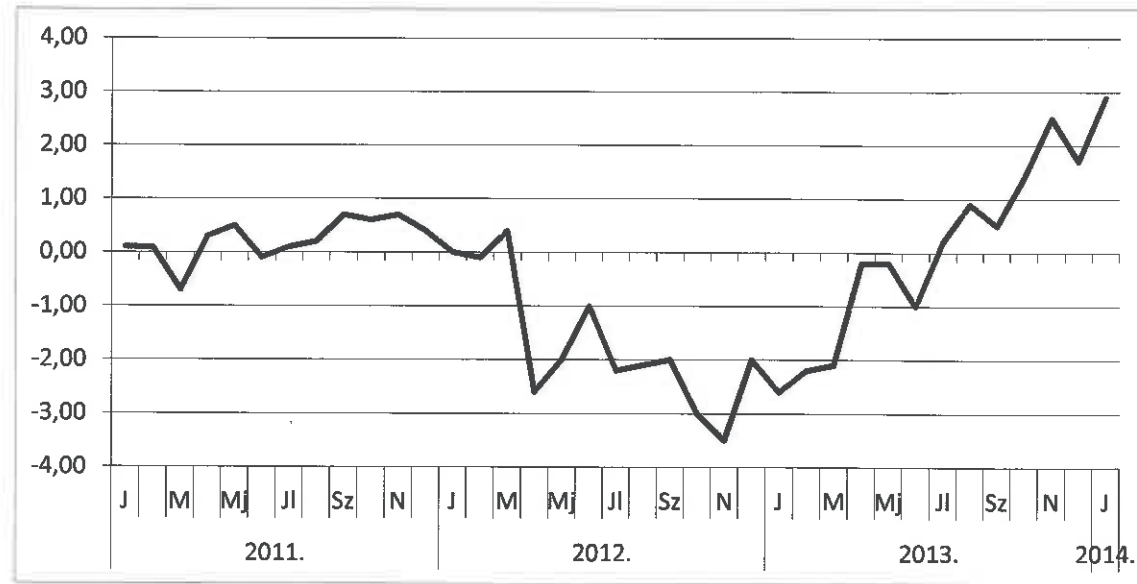
### Jelenség

Új lendületet kapott a kiskereskedelmi forgalom 2014 év kezdetén: januárban 6,2%-kal volt magasabb a lakossági fogyasztás, mint egy évvel korábban. Már 2013 második felétől fokozatosan erősödött a kiskereskedelem, és az egyre erősödő forgalomnövekedés azt mutatja, hogy többéves visszaesés után megtörtént a fordulat ezen a téren is a magyar gazdaságban. A háztartási fogyasztás jelentős súlya miatt ez a fordulat az egész gazdaságra erőteljes hatással lehet, és elsősorban a gazdasági növekedés további gyorsulását eredményezheti.

### Folyamat

2013 második felében elindult a fordulat a kiskereskedelmi forgalom terén, és ennek következtében az egész tavalyi évet tekintve már 1,7%-kal bővült az értékesítések volumenindexe. Többéves stagnálás és visszaesés után 2014 elejére tovább gyorsult a kiskereskedelmi forgalom emelkedése, és ez erős lökést adhat a magyar gazdaságnak. A 2010-es szinthez képest a kiskereskedelmi forgalom alakulását a magyar gazdaságban a 3. sz. ábra mutatja be:

**A kiskereskedelmi forgalom szezonális és naptárhatástól megtisztított volumenindexei (változás a 2010. év havi átlagához képest, %)**



Forrás: KSH

3. sz. ábra

A javuló kiskereskedelmi forgalom a bővülő belföldi keresletet jelzi, ami a vállalatokat új befektetésekre ösztönözheti, hiszen a növekvő fogyasztói igényeket csak nagyobb kapacitással lehet majd kielégíteni. Ez a folyamat újabb munkahelyeket teremthet, így a kiskereskedelmi forgalom terén elért fordulat tovább erősítheti a foglalkoztatási és beruházási fordulatot is. Nem csak előnyökkel, de növekvő kockázatokkal is jár a magasabb lakossági fogyasztás, főleg az ország külső pénzügyi egyensúlyára. Érdemes figyelemmel kísérni a növekvő fogyasztás külkereskedelemre gyakorolt hatását: egyelőre a gyors fogyasztásbővülés ellenére az import továbbra is lassabban emelkedett januárban, mint az export. A 2014 során eddig tapasztalt gyengébb forint a belső piacra termelő magyar vállalatoknak kedvezhetett leginkább a belső fogyasztás bővülése által.

**Eredmény**

Megtörtént a lakossági fogyasztásnál is fordulat a magyar gazdaságban, aminek jelentős hatása lesz az egész gazdaságra. Emelkedhet a beruházási ráta, a foglalkoztatás és a gazdasági növekedés is. Viszont kockázatot is jelent, hogy a fogyasztás újra erősödik, mert az ország külső pénzügyi egyensúlya romolhat ennek következtében. Érdemes olyan gazdaságpolitikai lépéseket tenni, ami a növekvő fogyasztást egyre inkább a belföldi termékek felé tereli. A korábbinál gyengébb forint ebben segíthet.

**3. Jelentősen csökkent a külföldiek forint államkötvény állománya 2014 elején**

**Jelenség**

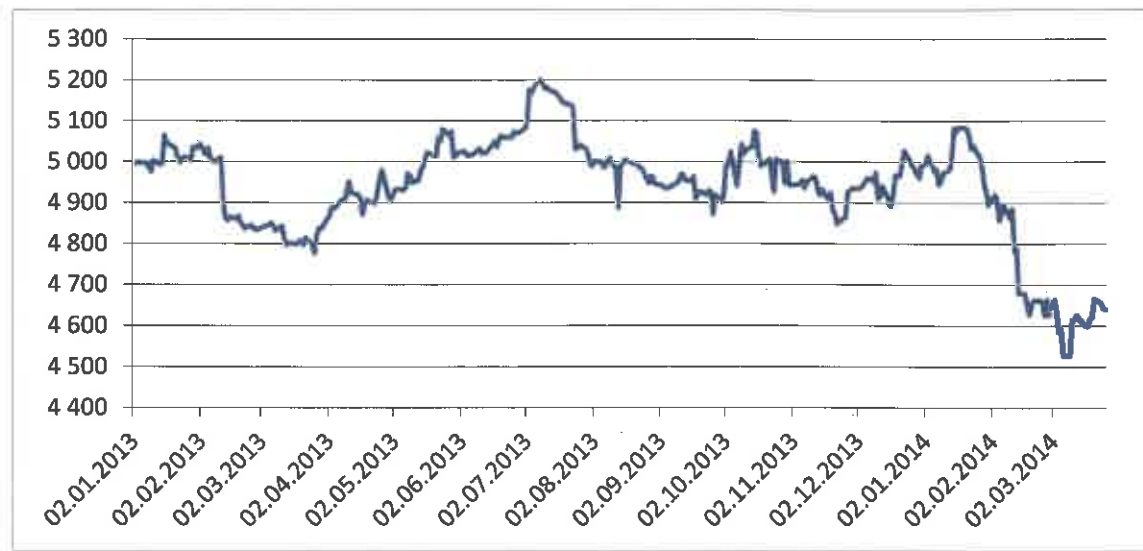
A külföldi befektetők állampapír állománya 2014 első negyedév végére 4600 milliárd forintra esett, ami közel 500 milliárd forinttal kevesebb, mint amennyi 2013 utolsó negyedévében volt, és 150-200 milliárd forintos csökkenést jelent az egy évvel korábbi szinthez képest. Ez a folyamat elsősorban annak köszönhető, hogy az amerikai jegybank elkezdte fokozatosan visszavágni kötvény vásárlási programját, és ez a feltörekvő piacokra jelentős hatással volt. Az átmeneti államkötvény hozam emelkedést leszámítva hosszabb távon ez kedvező folyamat lehet a magyar gazdaság számára.

**Folyamat**

A külföldi befektetők magyar értékpapír kitétségének alakulásáról még csak az első hónapból érhetőek el részletes adatok. 2014 januárban összesen 205 milliárd forinttal csökkent a külföldiek állampapír állománya, ami leginkább a forint alapú államkötvényeket érintette. Az adatok viszont azt mutatják, hogy a pénz nagy része nem hagyta el az országot, hanem jelentős részben MNB által kibocsátott kötvényekbe vándorolt. Egy hónap alatt 120 milliárd forinttal nőtt a külföldiek jegybanki kötvény állománya, és összesen csak 73 milliárd forint volt a tőkekivonás az országból. Összehasonlításként: ez az összeg elmarad a lakosság 120 milliárdos nettó pénzügyi vagyon felhalmozásától az adott hónapban.

Kedvező lenne, ha fokozatosan leépülne a külföldiek pénzügyi befektetése Magyarországon, hiszen a befektetésekre fizetett hozam negatív Magyarország jövedelem mérlege szempontjából. Ráadásul amiatt, hogy a forint likviditás a pénzügyi rendszerben történelmi csúcson van, egyre kevesebb külföldi forrásra van szüksége a gazdaságnak. A külföldiek forint alapú magyar államkötvény állományának alakulását a 4. sz. ábra mutatja be:

**Külföldi befektetők forintban denominált állampapír állománya, milliárd forint**



Forrás: ÁKK

4. sz. ábra

A forint kötvény piacról kiáramló külföldi források kedvező hatását ellensúlyozhatja a márciusban történt dollár kötvény kibocsátás. Kedvezőtlen fejlemény, hogy az állam további devizaforrást vont be, ez mind drágább (az árfolyamváltozásokat is figyelembe véve), mind kockázatosabb, mint a forint kötvény kibocsátás, és a külföldi tulajdonarányt a magyar államkötvények esetében újra megemelheti.

**Eredmény**

Érdeemes ösztönözni azt a folyamatot, hogy egyre inkább belföldi szereplők kezébe kerüljenek a magyar államkötvények. Emellett további tér van arra is, hogy a jegybanki kötvényeknél is csökkenjen a külföldi kitettség, így csökkenhet a külföld felé fennálló adóssága az országnak, csökkenhet a kamatjövedelem kiáramlása a gazdaságból. A fejlett gazdaságok monetáris szigorítási lépései egy ilyen folyamatot segíthetnek középtávon, de érdemes lehet ezt további lépésekkel erősíteni.

**4. Közel lehet a növekedési fordulat a magyar lakáspiacon**

**Jelenség**

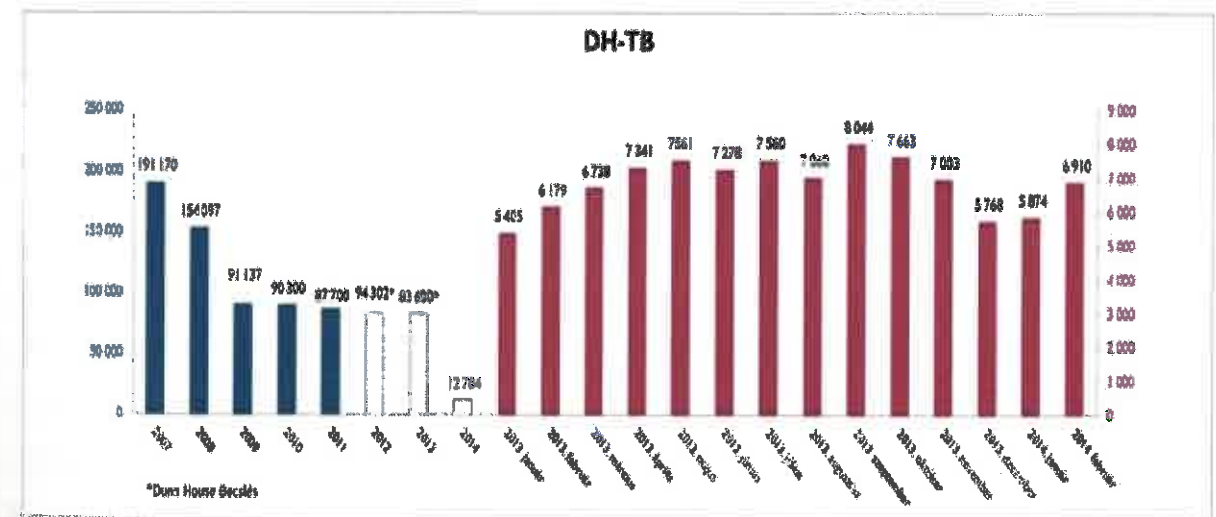
2014 februárjában a becslések szerint 12%-kal több adásvétel történt a magyar ingatlanpiacon, mint egy évvel korábban. Ennek következtében már az év első két hónapjában a tranzakciók számának növekedése elérte a 10,5%-ot. A 2008-as pénzügyi válság óta évi 90 ezer körül alakult az ingatlanpiaci adásvételek száma Magyarországon,

ez 2014 folyamán - több év stagnálás után - újra növekedésnek indulhat. Lakásiaci fordulat veheti kezdetét a magyar gazdaságban 2014 során, ami a már kibontakozó lakossági fogyasztásnál megjelenő fordulathoz hasonlóan szintén hozzájárulna a GDP növekedés gyorsulásához.

**Folyamat**

A magyar gazdaságban végbemenő több folyamat is megalapozhat egy fordulatot a lakáspiacon. Az alacsony forint kamatok kedveznek a lakások iránti keresletnek, egyrészt olcsóbbá, megfizethetőbbé válnak ennek következtében a lakáshitelek, másrészt pedig befektetés szempontjából is vonzóbbá válik a lakásvásárlás. Más pénzügyi befektetés hozamaihoz képest az ingatlan bérbeadása kedvező megtérülést biztosíthat. A több éven keresztül visszaeső árak megfizethetővé tették az ingatlanokat, és a felgyülemlett kereslet is segíthet a lakásiac gyors talpra állásában. A lakosság gazdaságba vetett bizalma is többéves csúcsra emelkedett, ami a fogyasztás mellett a lakossági befektetésekre (mint amilyen a lakásvásárlás) is jótékony hatással lehet. A lakásiaci tranzakciók számának alakulása az 5. sz. ábrán látható:

**Ingatlan adás-vételek száma Magyarországon (becsült adat)**



Forrás: Duna House

5. sz. ábra

Amennyiben valóban bekövetkezik egy kedvező fordulat az ingatlanpiacon a tranzakciók terén, akkor a lakásárak esése is megállhat a növekvő keresletnek köszönhetően. Később a már növekvő lakásárak következtében a lakásépítések is új lendületet kaphatnak. Egy ilyen fordulat már új munkahelyeket is teremtene, és a beruházási rátának is új erőt adhatna, ami tovább növelné a gazdasági növekedést Magyarországon.



## Eredmény

Az eddigi kedvező jelek ellenére még korai volna kijelenti, hogy fordulat következett be a lakáseladások területén Magyarországon, de ha ez megvalósulna, akkor az a pénzügyi rendszerre is pozitívan hatna. A magasabb számú lakásértékesítés, a növekvő kereslet segíthet áttételesen a még meglévő devizahitelek kivezetésében is. Ilyen hitelek egy adásvétel esetén vagy forinthitelre cserélődnének, vagy teljes mértékben visszafizetésre kerülnének. A bedőlt lakáshitelek fedezeteként biztosított ingatlanokat is könnyebben értékesíthetnék a pénzügyi intézmények egy fellendülés esetén, ami segíthet a bankrendszer rossz hitel portfóliójának kitisztulásában, és így javítaná az ágazat hitelnyújtási képességét.

### 5. Többéves csúcson az üzleti és fogyasztói bizalom Magyarországon

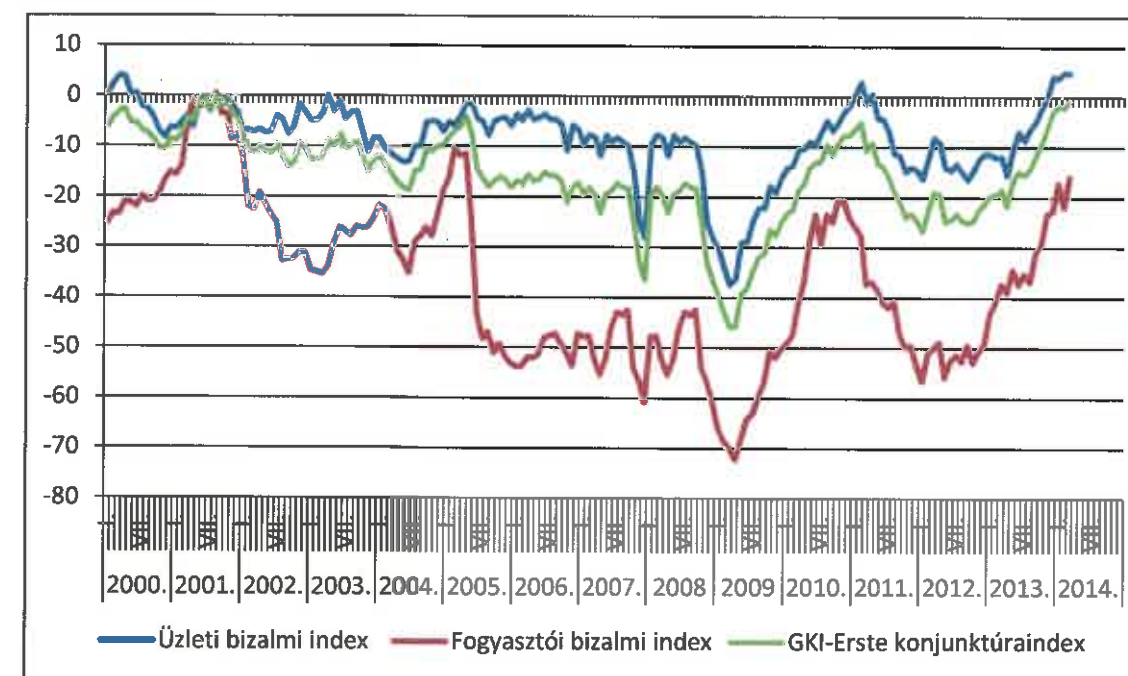
#### Jelenség

2002 óta nem látott magasságba emelkedett a GKI-Erste konjunktúra index 2014 márciusára, ami elsősorban az optimista üzleti várakozásoknak köszönhető, amivel párhuzamosan a fogyasztói bizalmi index is 8 éves csúcsra emelkedett. Ez a belföldi gazdaság további erősödését vetíti előre, és mivel a külső környezet is javulóban van Európában, ezért a vártnál is jobban alakulhat a magyar gazdasági növekedés 2014-ben. Ez egyben azt is jelenti, hogy az utóbbi négy év gazdaságpolitikai fordulatának kedvező hatását a társadalom egyre szélesebb rétege kezdi érzékeli.

#### Folyamat

A fordulat az üzleti és fogyasztói bizalom terén viszonylag gyorsan ment végbe: 2012-ben még nem látszódott a javulás, és csak a 2013-as év során kezdett el folyamatosan és jelentősen javulni a konjunktúra index. Mind a vállalatok, mind a fogyasztók optimistábbá váltak. A vállalatok növekvő bizalma a gazdasági környezetben, a beruházásokra és a munkahelyteremtésre lehet kedvező hatással. A fogyasztói bizalom emelkedése a belföldi fogyasztásra, az autóértékesítésekre és lakás eladásokra lehet kedvező hatással. 2014 elején ugyan már a bizalmi index lassabb ütemben kezdett el javulni, de így is sikerült a 2000-es évek eleje óta nem látott csúcsokra emelkednie. A GKI-Erste konjunktúraindex és összetevőinek alakulását a 6. sz. ábra mutatja be:

GKI-Erste konjunktúraindex és összetevői, 2000-2014



Forrás: GKI-Erste

6. sz. ábra

Ha a javuló gazdasági környezet hatására ténylegesen elkezd emelkedni mind a beruházás aktivitás, mind a fogyasztás, akkor az egyben növelheti a gazdaság import igényét is. Ennek hatására csökkenhet a magyar gazdaság külkereskedelmi mérleg többlete. Érdemes ezért olyan lépéseket tenni, ami az exportot tovább erősítheti, hogy a növekvő kivitel részben ellensúlyozni tudjon egy ilyen folyamatot.

## Eredmény

A javuló fogyasztói bizalom hatására növekvő lakossági fogyasztás várható, de emellett is érdemes lehet fenntartani a lakosság élénk megtakarítási kedvét azért, hogy továbbra is fennmaradjon Magyarország kedvező folyófizetési mérleg egyenlege. Ehhez a középosztály, főleg a felsőbb középosztály jövedelmi helyzetét érdemes tovább javítani, hiszen ez az a társadalmi réteg, amely képes és hajlandó pénzügyi megtakarítást felhalmozni. Amennyiben fennmarad a háztartások megtakarítási kedve, akkor a vállalkozások belföldi forrásokra támaszkodva kezdenek bele új beruházásokba, és ilyen esetben a gazdaság külső pénzügyi sérülékenysége nem kezdene el újra növekedni.



## 6. Enyhén javult Magyarország jövedelem mérleg hiánya 2013-ban

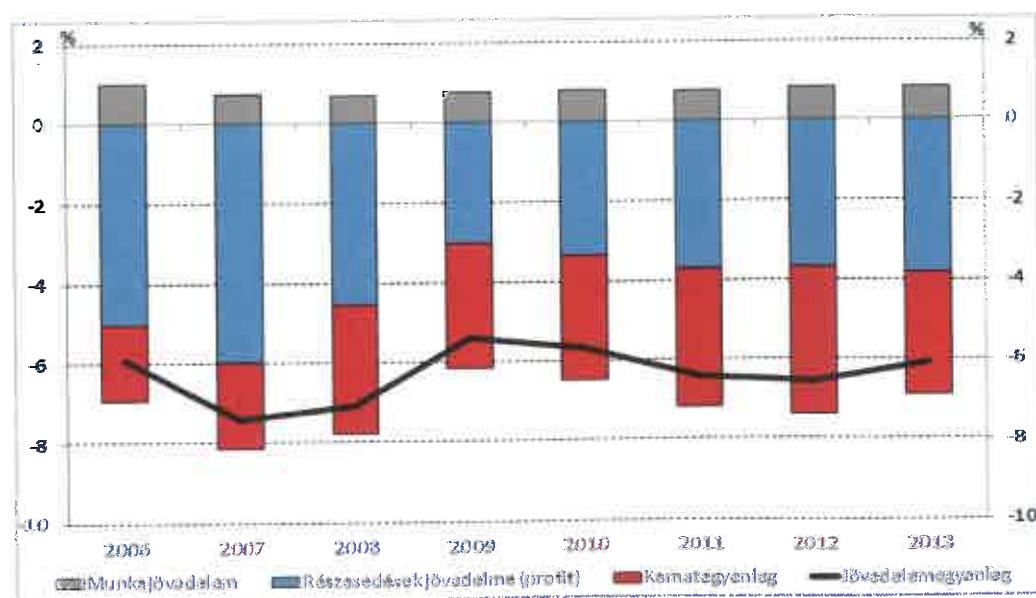
### Jelenség

2013-ban Magyarország folyófizetési mérlegének egyik fő összetevője, a jövedelem mérleg hiánya enyhén javult az előző évhez képest: 475 millió eurós csökkenés után a hiány 5,93 milliárd euróra csökkent. A méréselt javulás mellett továbbra is a GDP-hez képest 6% körül alakult a jövedelem mérleg hiánya, hasonlóan, ahogy az elmúlt több mint egy évtized nagy részében. A jövedelem mérleg hiánya kamattjellegű kiadásra és tulajdonosi jövedelem kiáramlására osztható, amelyek közül a kamattjellegű kiadások a jövőben jelentősen csökkenhetnek, ahogy csökken az ország külfölddel szembeni adóssága. A jövedelem mérlegének hiánya így fokozatosan csökkenhet a jövőben is, és egy pozitív fordulat elején állhatunk ezen a téren is.

### Folyamat

A jövedelem mérleg hiányának mértéke alig változott az utóbbi években, a szerkezete viszont átalakult. Míg a 2008-as pénzügyi válság előtt főleg a tulajdonosi jövedelem kiáramlása volt a jellemzőbb (profit kivitele), addig az ezt követő időszakban a külföldieknek járó kamattjellegű kiadások emelkedtek meg. A 7. sz. ábra a jövedelem mérleg elmúlt években látott szerkezetét mutatja be:

Magyarország jövedelem mérlegének alakulása a GDP arányában



Forrás: MNB

7. sz. ábra

Ahhoz, hogy tovább javuljon Magyarország folyófizetési mérlege, egyrészt a tulajdonosi jövedelmeken elért hiányt érdemes csökkenteni a magyar vállalatok külföldi terjeszkedésének erősítésével. A magyar vállalatok által külföldön megtermelt magasabb profit részben ellensúlyozhatná a külföldi vállalatok által Magyarországon termelt nyersség kivitelét. Emellett továbbra is célszerű a szinte monopolhelyzetben lévő, főleg külföldi tulajdonú ágazatoknál növelni a magyar tulajdoni részarányt.

A pénzügyi válság során jelentősen drágult az állam számára az adóssága finanszírozása, ahogy a magánszektor finanszírozási költségei is megnöttek, aminek következtében emelkedett a külföldiek részére kifizetett kamatok összege. A kamatok a válság után ugyan újra csökkentek, de még a korábbi, drágán kibocsátott hitelek évekig magasan tarthatják a jövedelem mérleg hiányát. 2013 során viszont már érezhető volt, hogy a csökkenő kamatkörnyezet következtében, és főleg az alacsonyabb külfölddel szembeni adósság állománynak köszönhetően, mérséklődni kezdett a jövedelem mérleg hiánya. Ez a folyamat a következő években is folytatódhat.

### Eredmény

Érdemes törekedni arra, hogy tovább csökkenjen Magyarország jövedelem mérleg hiánya. Ebből a szempontból kedvezőtlen lenne, ha a jövőben a gazdaság növekedési forrása külföldi tőkére alapulna, hiszen így a befektetéseken elért nyersség tovább növelné a jövedelem mérleget. A belföldi tőkére épülő termelő beruházások lennének a leginkább kedvező hatásúak. A másik fontos szempont, ami csökkenheti a jövedelem mérleg hiányát az, ha fennmarad a hitelleépítő folyamat Magyarországon, és továbbra is alacsony marad a kamatkörnyezet, mivel így a kamattjellegű kiadások jelentősen csökkenhetnének.

## 7. A pénzügyi vállalatok járultak hozzá legnagyobb mértékben Magyarország finanszírozási képességének növekedéséhez 2013-ban

### Jelenség

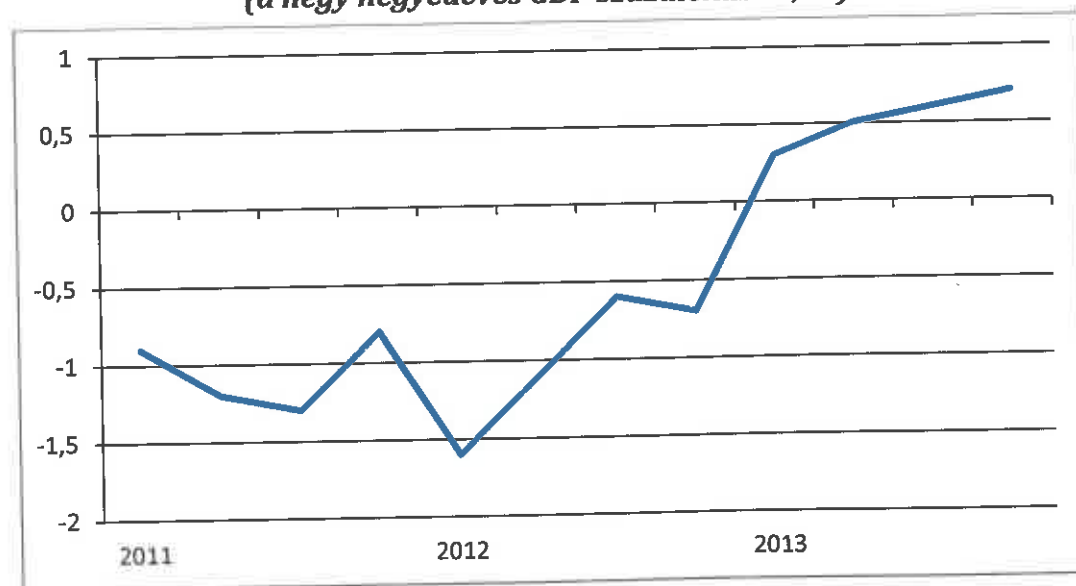
2013 során a pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége járult hozzá a legnagyobb mértékben a külfölddel szembeni finanszírozási képesség javulásához a GDP 1,4 százalékpontos növekedésével: 2012-ben a GDP -0,7%-a volt az ágazat finanszírozó képessége, de 2013-ra ez már +0,7%-ra emelkedett. Ennek a növekedésnek a

segítségével lett 2013-ban a magyar gazdaság külfölddel szembeni finanszírozási képessége a GDP 7,4%-a. Ez 2012-ben még 5,4% volt, ezért a 2 százalékpontos növekedés nagyrészt a pénzügyi vállalatok hozzájárulásának köszönhető. Kedvező Magyarország számára, hogy a pénzügyi intézmények is csökkentik a korábban felhalmozott adósságukat, főleg a külföldiek felé fennálló adósságot.

### Folyamat

A pénzügyi vállalatok külfölddel szembeni finanszírozó képessége 2012 közepétől kezdett pozitív tartományba kerülni, ami a gyakorlatban azt jelentette, hogy a pénzügyi rendszer is elkezdte visszafizetni hiteleit. 2013-ra a háztartásoknak, és a nem pénzügyi vállalatok mellett a pénzügyi vállalatoknak is pozitívvá vált a finanszírozó képessége a magyar gazdaságban. Ehhez hozzájárulhatott a 2012 augusztusától elinduló jegybanki kamatcsökkentési ciklus is. A forint lassan finanszírozó devizává válik a „carry trade”-ek célpontja helyett, és ez segíthet csökkenteni az ország jövedelem mérleg hiányát is. A pénzügyi vállalatok finanszírozási képességének alakulását a 8. sz. ábra mutatja be:

**A pénzügyi vállalatok negyedéves nettó finanszírozási képessége  
(a négy negyedéves GDP százalékában, %)**



Forrás: MNB

8. sz. ábra

Tovább fokozódhatna a hitelleépítési folyamat a pénzügyi intézményeknél, ha a vállalatok a kéthetes MNB-s kötvények vásárlása helyett inkább visszafizetnék külföldről felvett hiteleiket. Ez azért lenne kedvező, mert ugyan csökkenne a devizatartalék (amit részben a kéthetes kötvényekből vásárol az MNB), de a bankok jellemzően rövid lejáratú

hiteleket vettek fel külföldről, így ezek csökkenése a devizatartalék elvárt szintjét is azonos mértékben csökkentené. Egy ilyen folyamat következtében jelentősen esne az ország bruttó külföldi adóssága, ami a jövedelem mérleg hiányát is mérsékelné.

### Eredmény

Jelenleg túl magas a külföldi források összege a magyar pénzügyi rendszerben, ami eddig a kelleténél is magasabb kéthetes jegybanki kötvényekbe csapódott le. 2012 közepétől elindult egy hitelleépítési folyamat a pénzügyi vállalatoknál, ami az MNB kötvény állományában még nem, csak az ágazatok pénzügyi számla adatainál látható. A javulás az ágazat finanszírozási képességénél összefüggésben lehet a jegybank kamatcsökkentési ciklusával. Így az alacsony forint kamatok mellett ez a folyamat a továbbiakban is fennmaradhat.

## 8. Egyre gyorsabban csökken Magyarország nettó külföldi adóssága

### Jelenség

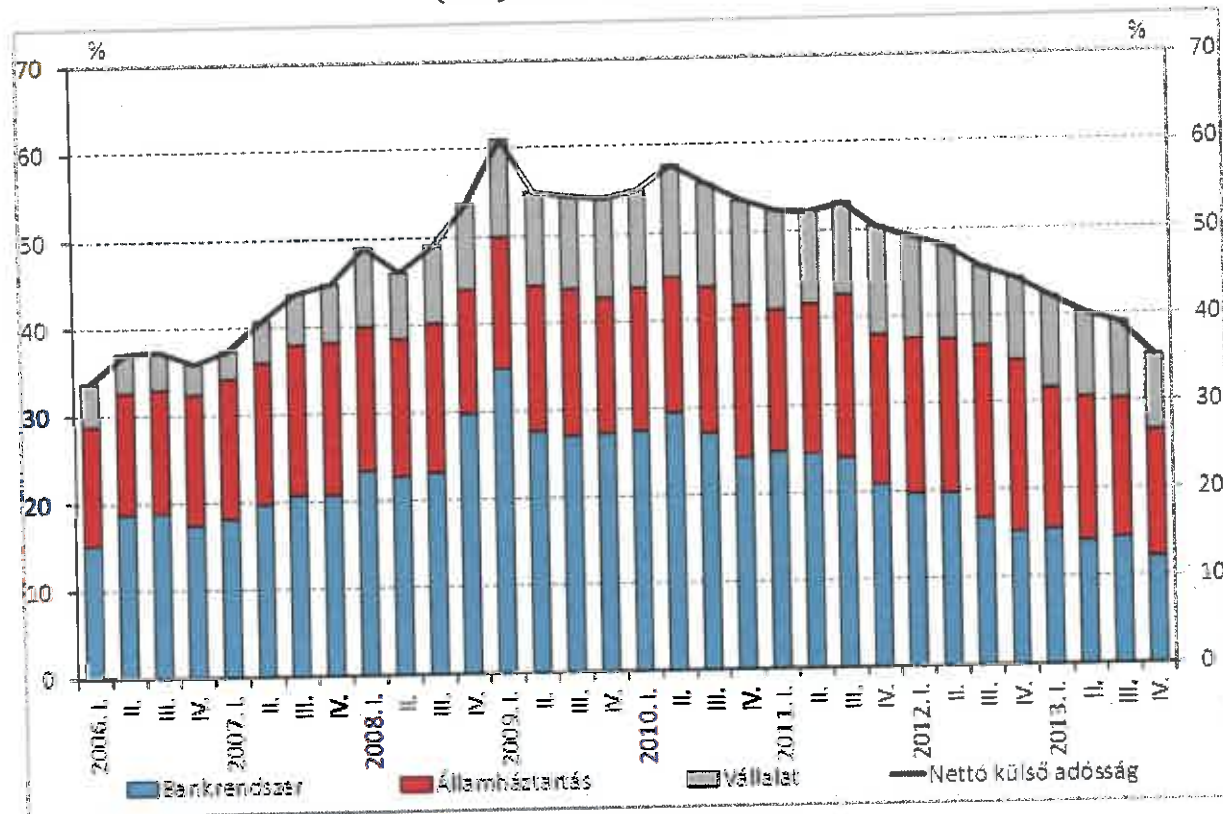
2013-ban is folytatódott a külfölddel szembeni nettó adósság csökkenése Magyarországon: egy év alatt közel 8 milliárd euróval csökkent, és ennek köszönhetően év végére 34,5 milliárd euróra esett. Ez azt jelenti, hogy egyre gyorsabb a külföldi hitelleépítés üteme. Ez a folyamat átmenetileg a gazdasági növekedés ellen hathat, de hosszútávon - az adósság visszafizetése után -, ha a többletforrások termelő beruházásokba folynak, akkor meglapozódhat a magyar gazdaság felzárkózása Nyugat-Európához.

### Folyamat

Magyarország külfölddel szembeni nettó adóssága GDP arányosan 2006 óta nem látott szintre csökkent. Ennek következtében a 2010-zel kezdődő négy évben sikerült az előző négy év számottevő hitelfelvételét visszafizetni. Régiós szinten még így is hazánk az egyik leginkább eladósodott ország, de a gyors adósság csökkenés fennmaradása esetén ez is megváltozhat a következő években. Magyarország külfölddel szembeni nettó adósságát a 9. sz. ábra mutatja be:



**Magyarország nettó külső adóssága, a GDP százalékában**  
(tulajdonosi hitelek nélkül)



Forrás: MNB

9. sz. ábra

Az adósság leépítési folyamat miatt alacsonyabb lehet a gazdasági növekedés Magyarországon, hiszen a befektetésre és fogyasztásra felhasználható jövedelem inkább az adósság csökkentésre fordítódik. Ha a gyors adósság visszafizetési ütem negatív hatását is figyelembe vesszük, akkor különösen kedvező volt a magyar növekedési adat, és az adósság törlesztését követően gyorsabb fokozatra válhat a növekedés.

Amint egyre közelebb kerül az ország a nettó adósságának teljes visszafizetéséhez, érdemes lesz majd átállnia a gazdaságnak a hitelleépítésről a termelő beruházások növelésére. Ehhez egy hatékony pénzügyi közvetítő rendszerre lesz majd szüksége: jelenleg ezt a feladatot a bankrendszer látja el, de a hatékonyság növelése érdekében érdemes fokozni a versenyt. Ennek érdekében olyan alternatív pénzügyi közvetítő módok erősödésére lehet szükség a jövőben, mint pl.: a vállalati kötvény és a tőzsdei részvény kibocsátások térnyerésére.

**Eredmény**

Kedvező, hogy Magyarország gyorsan csökkenti a külfölddel szembeni adósságát még akkor is, ha eközben ez átmenetileg a növekedés kárára történik. A jelenlegi finanszírozási képesség mellett akár a következő 3-5 évben teljes egészében visszafizetheti a külfölddel szembeni adósságát az ország. Ezután választás elé kerülhet a gazdaság: vagy növeli a fogyasztását, vagy elkezd a külföldi eszközöket felhalmozni, vagy inkább termelő beruházásokba fekteti a folyamatosan keletkező forrásokat. A hosszú távú növekedés szempontjából az utóbbi lehetőség lenne a legkedvezőbb.

**9. Továbbra is nagy kihívás a demográfia trend megfordítása Magyarországon**

**Jelenség**

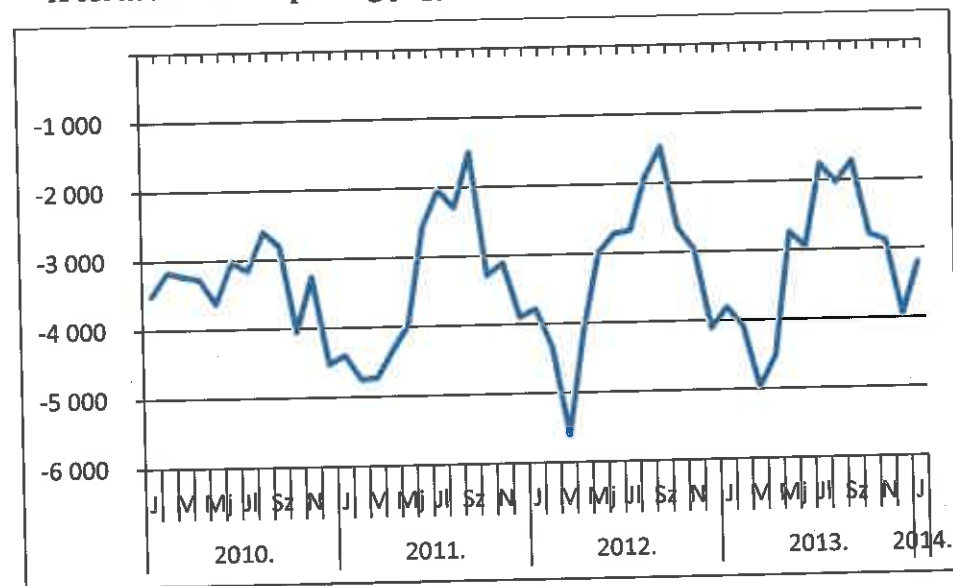
2014 januárjában 16%-kal volt alacsonyabb a természetes népesség fogyás Magyarországon, mint egy évvel korábban. Ez 0,7%-os születésszám emelkedés és 4,9%-os halálozás csökkenés mellett következett be. Az kedvező évkedvet ellenére is alig javultak a demográfiai kilátások Magyarországon, ami továbbra is az egyik legrosszabb a világon. Ennek a trendnek a megfordítása talán a legnagyobb kihívás hazánk számára, amihez több célnak kell egyszerre megvalósulnia: egyre több gyermek szülessen, hosszabb ideig éljenek a magyarok, és csökkenjen a kivándorlás az országból.

**Folyamat**

Az utóbbi években alig javult a népesség csökkenési üteme, és a kismértékű javulás is elsősorban a halálozások számának csökkenéséből következett. Európai viszonylatban továbbra is alacsony a magyarok várható életkora, de az utóbbi években ez valamelyest javult. Ehhez valószínűleg a dohányzás visszaszorítására tett lépések is kedvező hatással lehettek, ezért enyhén csökkent a magyar népesség természetes fogyása, aminek alakulását mutatja be a 10. sz. ábra:



**A természetes népesség fogyás havi alakulása hazánkban, fő**



Forrás: KSH

10. sz. ábra

A születés számban nem hozta meg a fordulatot a családi adózás bevezetése, a kedvező első jelek ellenére még nem sikerült annak bevezetése óta a 2009-es születésszámot újra elérni. A gyermekvállalási kedvet segítheti a jövőben, ha emelkedik a bölcsődei és óvodai férőhelyek száma. Emellett fontos szempont lehet az is, hogy a családok első lakásának megvásárlása milyen könnyen elérhető, és ezt átlagosan hány évesen tudják megvalósítani a magyar fiatalok. Ezért demográfiai megfontolásokból is érdemes lehet további állami támogatásokkal segíteni az első lakást vásárlókat.

### **Eredmény**

Mind a születési szám növelésére, mind a halálozási szám csökkenésére szükség van ahhoz, hogy stabilizálódjon a demográfiai helyzet Magyarországon. Emellett a nagyfokú kivándorlás is gondot okoz, aminek megfékezésére a javuló gazdasági kilátások, a gyorsuló gazdasági növekedés adhatna esélyt. Magyarország előtt az egyik legnagyobb kihívás a demográfiai folyamatok megfordítása, amihez sok egymástól különböző területen, hosszú időn keresztül kellene javulást elérnie.

## **10.A rövid lejáratú külső adósság alapján jelentős többlet devizatartalékkal rendelkezik Magyarország**

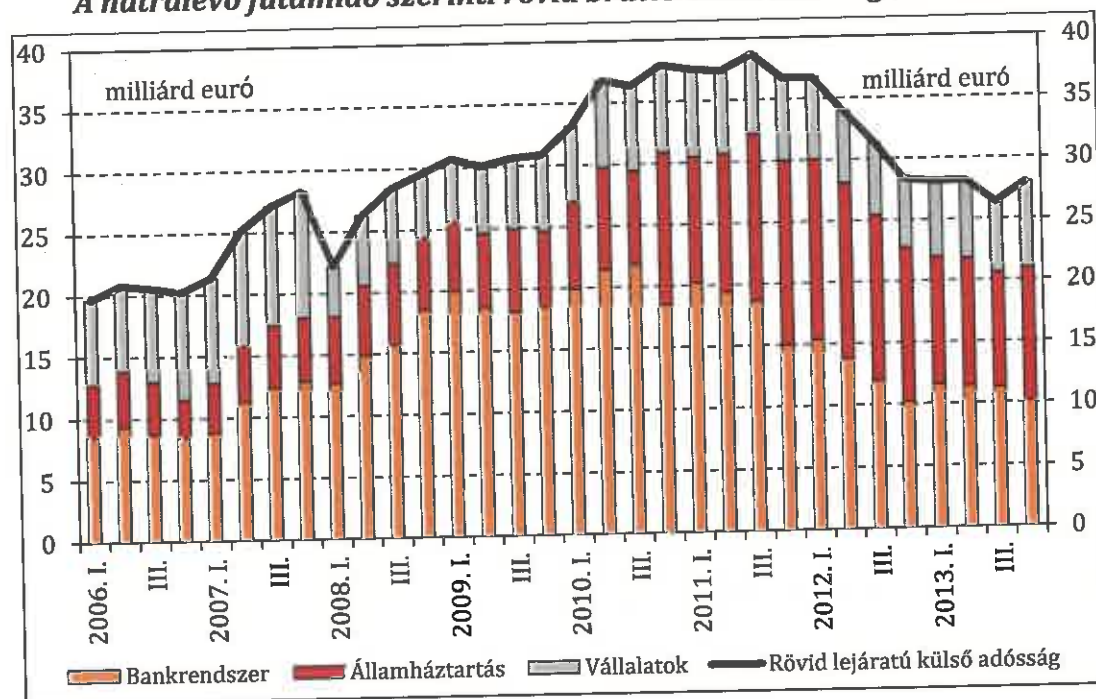
### **Jelenség**

2014 elején Magyarország rövid lejáratú külső adóssága 28 milliárd euró volt, és ez éppen megegyezett a devizatartalék elvárt szintjével is - egy nemzetközileg használt szabály szerint. Ekkor a devizatartalék 33,8 milliárd eurón állt, ami azt jelentette, hogy a tényleges tartalék közel 6 milliárd euróval (20%-kal) meghaladta a szükséges szintet. A jövőben érdemes csökkenteni a devizatartalék mértékét úgy, hogy közben tovább csökkenjen a rövid lejáratú külföldi adósság is. Ezzel közelebb kerülne a bruttó külső adósság a nettó külső adósság szintjéhez, és mivel a magyarok magasabb kamatot fizetnek a külföldieknek az adósságuk után, mint amennyit a külföldiek fizetnek a magyaroknak, ezért egy ilyen folyamat nettó kamatköltség megtakarítást jelentene a gazdaság számára.

### **Folyamat**

A jelentős alapkamat csökkenés ellenére is még költséggel jár a devizatartalék fenntartása Magyarország számára, ezért ezt nem érdemes túl magas szinten tartani. A fő gond viszont nem is az MNB-nél keletkező többlet költségekkel van, hanem azzal, hogy ha az MNB korlátlan mennyiségben bocsát ki kétéves kötvényeket, befogad forrásokat (amit felhasználva deviza eszközöket vásárol), azzal felboríthatja a kereslet-kínálat egyensúlyt a forint alapú értékpapírok iránt, a kínálatnak nincs így felső korlátja. Ez azt is jelenti, hogy a többi forint alapú kötvényre magasabb hozamokat kell fizetni, mintha a valós kereslet-kínálat folyamat működne. Ez a külföldi hitelezőknek kedvez a magyar hitelfelvevőkkel szemben. A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság szektoronkénti alakulását a 11. sz. ábra mutatja be:

### A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása



Forrás: MNB

11. sz. ábra

A többlet devizatartalékot a bruttó és nettó külső adósság közötti különbség csökkentésére lehetne felhasználni. Amennyiben, a többlet devizatartalékból olyan külföldi hitelek sikerülne törleszteni, amik rövid lejáratúak, akkor a folyamat következtében nem is csökkenne az ország devizatartalék megfelelési mutatója. A bankrendszerben a GDP több mint 10%-ának megfelelő ilyen jellegű forrás található, ezért céltartozást lehetne valamilyen módon csökkenteni. Az államháztartás esetén ez a típusú adósság a GDP közel 11%-a, így az államnak érdemes lenne hosszabb lejáratú adósság kibocsátás felé elmozdulnia, és ez is csökkenthetné a rövid lejáratú külső adósságot. A mindkét területen tett lépések mérsékelnék a gazdaság külső sérülékenységét és növelnék a magyar gazdaságpolitika mozgásterét.

#### Eredmény

Magyarország jól járhat azzal, ha csökkenti devizatartaléka nagyságát, ha ezzel a rövid lejáratú külföldi források is csökkennek a gazdaságban. Egy ilyen fejlemény következtében csökkenhetne a gazdaság bruttó külső adóssága, és a kereslet-kínálati folyamatnak köszönhetően tovább mérséklődhetnének a kamatok Magyarországon, akár a hosszúlejáratú adósságok esetében is. Az alacsonyabb kamatú, hosszú futamidejű hitelek különösen kedveznének a vállalati befektetéseknek, amikre továbbra is szüksége van az országnak.

### 11. Jelentős átalakulás történt a lakossági megtakarításoknál

#### Jelenség

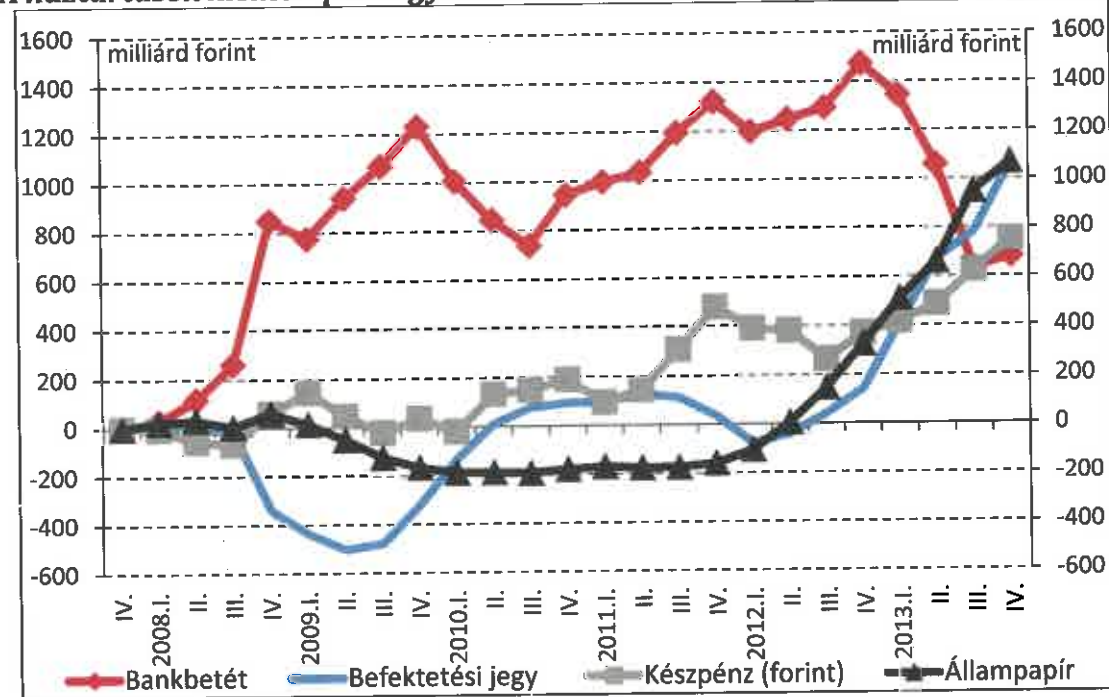
A magyar lakosság 2012 eleje óta több mint 1100 milliárd forinttal növelte mind államkötvényekben, mind pedig befektetési jegyekben tartott megtakarításait, miközben a bankbetétekből több mint 500 milliárd forintot vont ki. Korábban a bankbetétek szerepe kiemelkedő volt a lakossági pénzügyi befektetéseknél, de jelentős átalakulás ment végbe a megtakarítások piacán. Ez azt mutatja, hogy a lakossági megtakarításokért sikeresen beindult a verseny Magyarországon.

#### Folyamat

A lakosság finanszírozási képessége továbbra is meghaladja a GDP 5%-át, ezért különösen fontos, hogy a továbbiakban milyen befektetéseket választanak. Az államkötvények és a befektetési jegyek szerepe jelentősen nőtt az elmúlt 2 évben, míg a bankbetétek vesztek népszerűségükből. A pénzügyi eszközök közötti átrendeződés kezdete egybeesett a jegybanki kamatcsökkentési ciklus kezdetével, ezt megelőzően inkább a bankbetétekbe elhelyezett összegek növekedése volt meghatározó, de ezek azóta veszítettek vonzerejükből. A bankbetétek népszerűsége főként a kínált hozamok jelentős csökkenése miatt esett. Ez elsősorban az alacsonyabb alapkamatnak köszönhető, és másodsorban annak, hogy a bankszektorban a hitel/betét mutató közelíti a 100%-ot, így a bankok kevésbé vannak rászorulva a betétesek forrásaira, kevésbé éri meg nekik magasabb kamatokot fizetni a betétekre. 2013 utolsó negyedében viszont megállt a betétek csökkenése, és minden főbb eszköz típus (készpénzt is beleértve) növekedett. A megtakarításoknál fokozódott a verseny, de nem csak ezen a téren, hanem a hitelezésnél is erősebb versenyre lenne szükség. Ehhez több és erősebb kis- és közepes bankra és alternatív finanszírozási csatornák térnyerésére lenne szükség. A lakossági pénzügyi megtakarítások szerkezetének változását a 12. sz. ábra mutatja be:



### A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)



Forrás: MNB

12. sz. ábra

Amennyiben a hitelezés terén is erősödne a verseny, akkor a vállalatok olcsóbban, vagy jobb feltételekkel juthatnának forrásokhoz. Ez kedvezne az új beruházásoknak és a munkahelyteremtésnek is.

### Eredmény

Felértékelődött a befektetési jegyek szerepe a magyar gazdaságban, és az állam finanszírozásánál is erősödött a lakosság szerepe. A fokozódó verseny kedvezhet a megtakarítóknak, magasabb hozamot érhetnek el, mint korábban. A relatíve kedvezőbb hozamok az alapkamat csökkenése ellenére segíthetnek fenntartani a lakosság megtakarítási kedvét, aminek következtében hosszabb távon is fennmaradhat Magyarország kedvező folyófizetési mérleg egyenlege.

### 12. Magyarországon csökkent legjobban a munkanélküliség ráta az Európai Unióban

#### Jelenség

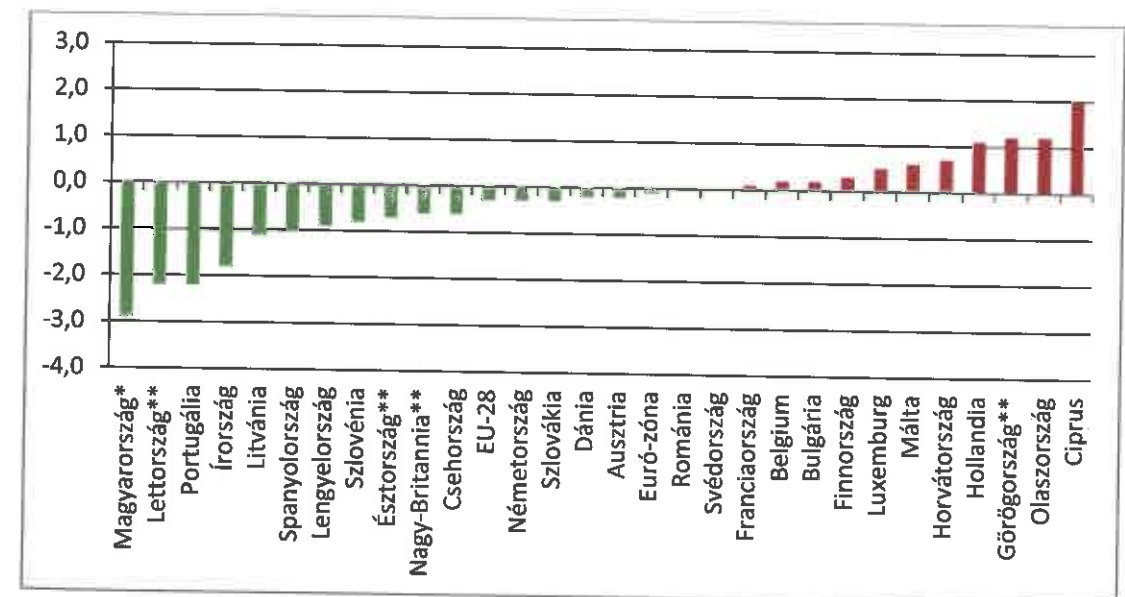
Magyarország 2013 második felétől azok között az országok között volt az Európai Unióban, ahol a munkanélküliség ráta leginkább csökkent az egy évvel korábbi időszakhoz képest. Az Eurostat 2014 februárjában közzétett adatai szerint viszont már

Magyarországon csökkent a legnagyobb mértékben a munkanélküliség ráta az Európai Unióban: 2013 és 2014 januárja között az uniós módszertan szerint 2,9 százalékponttal csökkent-(11,2%-ról 8,3%-ra). Ez jelentős részben a téli közmunkának köszönhető, de ezek nélkül is több tízezer új munkahely keletkezett volna Magyarországon.

### Folyamat

A pénzügyi válság kitörését követően a munkanélküliség ráta növekedése Magyarországot érintette leginkább Európában. Ez 2013-ban megfordult, és éllavas lett az országból a munkanélküliség csökkentésében. Az Európai Unió egészében 0,3 százalékponttal, az euró-zónában pedig 0,1 százalékponttal csökkent a munkanélküliség ráta az elmúlt egy évben, ami messze elmarad a magyar 2,9 százalékpontos csökkenéstől. A munkanélküliség ráta éves változását az Európai Unió tagállamaiban a 13. sz. ábra mutatja be:

### Harmonizált munkanélküliség ráta változása egy év alatt, százalékpont



\*2013 jan. és 2014 között

\*\*2012 dec. és 2013 dec. között

Forrás: Eurostat

13. sz. ábra

A közmunkaprogram jelentős eredményeket hozott a foglalkoztatás területén, de a következő időszakban a versenyszféra foglalkoztatásánál kellene további eredményeket elérni. Ehhez további adó- és járulékcsökkentésre lehet szükség, akár ahhoz hasonló lépésekre, mint amilyeneket a Munkahelyvédelmi Akcióterv is tartalmazott. Emellett a vállalatok beruházási rátájának emelkedése is pozitívan hatna a versenyszférában keletkező új munkahelyekre.



## Eredmény

Jelentős siker a munkanélküliségi ráta csökkenése és a foglalkoztatási ráta emelkedése, ami 2014 elején átlépte a 60%-os határt a 15 és 64 éves korosztály körében, és 60,4%-on állt 2014 februárjában. A jelentős sikerek ellenére a magyar foglalkoztatási ráta még mindig az uniós átlag alatt van, ezért továbbra is fent kell tartani a jelenlegi folyamatokat. Ehhez azoknak az ágazatoknak is új munkahelyeket kell teremteniük, amelyek eddig nem tudtak részt venni a fordulatban.