



Makrogazdasági monitor és konjunktúraelemzés

2014. március

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.
© Strategopolis Kft.
© Századvég Alapítvány

A jelentést Virovác Péter kutat sicsoport-vezető szerkesztette.
A jelentős egyes részeit k sz tett k:  d m János, Ball r Kata, Cseh András, Is py Tamás  s Virov c Péter.
A felhasznált adatbázis március 11- n zárult le. A kiadványban megjelenő előrejelzés módszertana megtalálható a Statisztikai Szemle 89.  vfolyam nak decemberi számában (Balatoni András – Mellár Tamás [2011]; Rövid távú előrejelzésre használt makroökonometriai modell. 1213–1241. oldal).

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló.....	1
Nemzetközi kitekintés	5
A globális konjunktúra alakulása	5
Munkaerőpiac	8
Pénzügyi folyamatok.....	10
Az infláció alakulása	13
Monetáris kondíciók alakulása	15
Fiskális politika	16
A hazai gazdaság jelenlegi helyzete és várható pályája	18
<i>Az újonnan beérkező adatok elemzése</i>	<i>20</i>
A növekedés alakulása	20
Munkaerő-piaci folyamatok.....	25
Infláció és monetáris kondíciók	27
<i>A várható makrogazdasági pálya</i>	<i>35</i>
Feltevéseink alakulása	35
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés.....	37
Az egyensúlyi helyzet elemzése és várható alakulása.....	43
<i>Fiskális politika</i>	<i>44</i>
A 2013-as költségvetés	44
A 2014-es költségvetés	46
Adósságfinanszírozás	49
<i>Külső egyensúly</i>	<i>51</i>
Táblázatok.....	55

Vezetői összefoglaló

Az Európai Unió gazdasága gyorsuló ütemben növekedett 2013 utolsó negyedében, az év egészét tekintve azonban mindössze 0,1 százalékos növekedést mutatott. Az USA bővülését a kormányzati leállás hátráltatta október és december között, aminek következtében az éves átlagos növekedés kisebb mint 2 százalék volt a tavalyi év során. Az unió munkaerőpiacán némileg csillapodott a munkaerő-piaci válság, jelentős fordulat azonban csak idén várható. Az infláció eközben hároméves mélypontja körül ragadt. A nemzetközi likviditásszűkülés hatására valamelyest csökkent a befektetők kockázatvállalási hajlandósága az elmúlt időszakban. Az EKB változatlanul hagyta az irányadó rátát, de kész további lazításra a gazdaság élénkítése céljából. Eközben az Egyesült Államok jegybankja márciusban ismét csökkentette eszközvásárlási programjának méretét, ami jelenleg 65 milliárd dolláron áll. Az idei évtől lassuló fiskális kiigazítás veszi kezdetét az unióban, a legfrissebb kalkulációk szerint idén a tagországok több mint felében 3 százalék alatti hiány várható. Mivel az USA-ban a döntéshozók egyetértésre jutottak mind a rövid távú költségvetési számokat, mind az adóssághatár megemelését illetően, a közeljövőben már nem várható a költségvetéssel kapcsolatos piacbefolyásoló politikai intézkedés a tengerentúlról.

A magyar gazdaság növekedése éves bázison tovább gyorsult a negyedik negyedévben: a várakozásokat felülmúló, 2,7 százalékos bővüléssel hazánk az EU élmezőnyébe tartozik. A növekedés kiegyensúlyozott pályán ment végbe, a külső és belső forrásokra közel azonos mértékben támaszkodott. Az export és az import volumenének növekedése erősödött: előbbit a javuló külső konjunktúra, utóbbit a dinamikusan bővülő belső felhasználás vezérelte. A külkereskedelmi aktívum így tovább nőtt, a nettó export 1,5 százalékponttal járult hozzá az év/év GDP-növekedéshez. A belföldi felhasználás fokozódása a bruttó állóeszköz-felhalmozás 10 százalékot is meghaladó éves bővüléséhez köthető, amit elsősorban az állami nagyberuházások vezérelnek. Ezzel szemben negyedéves bázison a beruházások már két negyedéve szűkülnek, melynek oka a Növekedési Hitelprogram második szakaszának elnyújtott hatása. A háztartások fogyasztását az adósságállomány leépítése és az óvatossági megtakarítások továbbra is fékezik, de a rendelkezésre álló jövedelem bővülése, a munkaerő-piaci helyzet javulása miatt a IV. negyedévben már 1 százalékkal bővült a fogyasztási volumen az előző év azonos időszakának bázisán. A belföldi felhasználás együttesen 1,2 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. Termelői oldalról minden eddiginél kiegyensúlyozottabb növekedés tapasztalható a IV. negyedévben: az összes meghatározó nemzetgazdasági ág emelte a GDP-növekedés rátáját. Éves összevetésben a mezőgazdaság teljesítménye az alacsony bázis és a kiugróan jó terméseredmény miatt 22 százalékkal bővült. Az építőipart – a bázishatás mellett – főként az állami beruházások pörgetik, a növekedési ráta 10 százalék feletti. Az ipar 3 százalékot meghaladó bővülését továbbra is a járműipar és a kapcsolódó ágazatok exportértékesítése

vezérli. A szolgáltatások növekedésének beindulása (1,3 százalék) a fogyasztási fordulathoz köthető.

Az aktivitás és a foglalkoztatottság bővülése folytatódott a közmunkaprogramok felfutásának köszönhetően, miközben a munkanélküliség négyéves minimumon volt tavaly az utolsó negyedévben. A munkakereslet a versenyszférában enyhén erősödött. A keresetek dinamikája az előző évhez képest jelentős elmaradást mutat, ami összefüggésben van az alacsonyabb inflációs környezettel és a továbbra is laza munkaerőpiaccal.

A magyar éves bázisú fogyasztóiár-index tovább csökkent, januárban és februárban lényegében megszűnt az infláció. Az alacsonyan ragadó pénzromlási ütemet továbbra is a szabályozott árak csökkentése határozza meg, miközben a keresleti korlátokkal szembesülő hazai gazdaságban a dezinflációs hatások is érvényesülnek. A kormányzati költségsokkok összességében tartósan lezorítják az átlagos árnövekedés ütemét, amelyhez a mezőgazdasági termelői árak és az élelmiszerárak csökkenése is hozzájárul. Az elmúlt negyedév folyamán összességében romlott a hazai kockázati környezet, amit leginkább az befolyásolt, hogy a Fed két lépésben, 65 milliárd dollárra csökkentette likviditásbővítő csomagját. Télen is folytatódott a magyar jegybank kamatvágási ciklusa, amit a feltörekvő országokat érintő, turbulens nemzetközi környezet kevésbé, de a potenciálistól elmaradó gazdasági teljesítmény és az alacsony infláció indokol. A kamatvágásokkal összhangban folytatódott a forinthitelek kamatainak mérséklődése. A vállalatok hitelezésében az őszi kedvező fordulat átmeneti volt, a Növekedési Hitelprogram második szakasza iránt egyelőre kisebb az érdeklődés. Az első szakaszban nyújtott több mint 700 milliárdos hitelhez képest a kisebb keretösszeg is nagyobb hatást gyakorolhat a gazdasági növekedésre, mivel a keretösszegnek csak maximum 10 százaléka fordítható korábbi hitel kiváltására, így magasabb lesz a beruházásokra felvett kölcsönök aránya.

Legfrissebb prognózisunk szerint a gazdasági növekedés 2014–2015-ben kiegyensúlyozott lesz, mivel a nettó export és a belső felhasználás is pozitívan járul hozzá a GDP bővüléséhez. A külkereskedelmi többlet fennmaradását az erőre kapó külső konjunktúra vezérli, míg a belső motor már a fogyasztás lesz. A Növekedési Hitelprogram második szakasza iránti jelenlegi lanyha érdeklődés 2014 második felében erősödhet, segítve a versenyszféra beruházásainak bővülését, így a szektor jövőre átveszi az állami nagyberuházások vezérlő szerepét. A fogyasztás bővülését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése hajtja, míg a bizalom erősödése csökkenti a mérlegalkalmazkodás és az óvatossági motívum fogyasztást visszafogó szerepét, mely negatív hatás 2015-ben megszűnik. Jövőre a hazai gazdaság eléri kapacitási korlátait, így a reálgazdaság bővülése visszafogottabb lehet. Összességében idén 2,5 százalékos, míg 2015-ben 2 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

Az előrejelzési horizonton a munkaerő-piaci aktivitás lassuló ütemben, de tovább nőhet. A foglalkoztatottság a versenyszférában folyamatosan emelkedhet, de kisebb mértékben, mint a gazdaság. Összességében idén magasabb, jövőre visszafogottabb növekedésre számítunk.

Előző előrejelzésünkhöz képest az idei évben enyhén alacsonyabb bérdinamika várható, amely jövőre jobban nőhet, köszönhetően a versenyszféra dinamikusabb bérfolyamatainak.

A maginfláció pályáját elsősorban a záródó kibocsátási rés határozza meg: idén még érvényesül a negatív rés dezinflációs hatása, amit tovább erősít a korábbi költségsokkok bázisba épülése. Jövőre azonban már kereslet oldali inflációs nyomás keletkezik, ami felfelé hajtja a magrátát. A maginfláción kívüli tételek közül a közműdíjcsökkentések a meghatározóak: a korábbiak bázisból történő fokozatos kikerülése, valamint az újabb rezsicsökkentések 2014-ben összességében még visszafogják a pénzromlás ütemét, de 2015-ben már az infláció felpörgésére számítunk. A jövő év végére a keresleti és bázishatások nyomán a jegybanki célra emelkedhet a mutató. Összességében 2014-ben az infláció 0,7, jövő évben 2,5 százalékos lehet.

A rövid távon kedvező inflációs környezet – ha támogató lesz a piaci hangulat – további teret engedhet az óvatos kamatcsökkentésnek, melynek mélypontját 2,5 százalékra tesszük. A monetáris politika 3 százalékos inflációs célját szem előtt tartva, valamint figyelembe véve a Fed laza monetáris politikájának fokozatos visszavonását és a 2015 közepére várható szigorítást, a jegybank az idei év végén megkezdi a kamatemelési ciklust. Meglátásunk szerint ez visszafogott ütemű lesz: 2014 végén 2,8, jövő év végén 3,5 százalékon állhat az irányadó ráta.

Tavaly 929,2 milliárd forint volt a központi alrendszer pénzforgalmi hiánya. Az adóbevételek a GDP 36,8 százalékát tették ki. A gazdálkodói adók alulteljesültek, de a fogyasztási típusú adóbevételek nőttek. A járulékok esetén is több lett a bevétel az előirányzathoz képest, melynek fő oka az új kisvállalati adók iránti kisebb érdeklődés. A kiadási oldalon jelentősen meghaladták a tervezettet a költségvetési szervek kiadásai, míg a szociálpolitikai és lakástámogatási kiadásoknál megtakarítás keletkezett. Az önkormányzati alrendszerről még nincsenek végleges adatok, de az adósságkonszolidáció miatt többlettel zárhat a szektor, ahogy az eredményszemléletű és pénzforgalmi egyenleg közti átjárást biztosító tétel is többletet mutathat. Véleményünk szerint GDP-arányosan 2,4–2,7 százalék között lehetett a tavalyi hiány.

Az idei költségvetésben a bevételek oldalán a gazdálkodói befizetéseknél némi kockázatot látunk, de a fő veszély az áfabevételeknél jelentkezik. A lakossági befizetéseknél a tervek megalapozottak, a járulékbefizetéseknél a tervezettnél jobb lehet a teljesülés. A kiadási oldalon minimális lehet az eltérés: a lakásépítési támogatásoknál megtakarítás keletkezhet, de ezt erodálhatják a szociálpolitikai kiadások és a gyengébb árfolyam miatti magasabb kamatkidadások. A költségvetési szerveknél nem látunk kockázatokat. Összességében egy 100 milliárd forint feletti elmaradás látszik, de ezt nagyjából képes fedezni a 100 milliárd forintos tartalék, így reális a 2,9 százalékos hiánycél teljesülése. Ugyanakkor váratlan események esetén nem áll a Kormány rendelkezésére több fedezet, ami miatt a kiigazítás lehetősége sem kizárt. Az államadósság-szabálynak megfelel az idei költségvetés.

Magyarország befektetői megítélése összességében romlott a téli hónapokban. Ennek legfőbb hajtóereje, hogy a Fed szűkítette eszközvásárlási programját. A másodpiaci hozamgörbe decemberhez képest emelkedett. Az összesen 50 bázispontos kamatvágás ellenére a másodpiaci hozamgörbe hosszú végén kismértékben, míg a 36 hónapos futamidő estében jelentősen felfelé tolódott. A piac feltehetően számít a monetáris lazítás befejezésére és egy későbbi kamatemelésre. A jegybanki devizatartalékok szintje a 2 milliárd dolláros devizakötvény-kibocsátás miatt nőtt októberhez képest.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2013 III. negyedévében jelentős növekedést mutatott az előző negyedévhez képest a reálgazdasági többlet bővülése miatt, a jövedelemkiáramlás mértéke nem változott. Az EU-transzferek beáramlásában enyhe csökkenést regisztráltak, bár historikusan továbbra is magas. Összességében az ország nettó finanszírozási képessége enyhén javult az előző negyedévhez képest. A pénzügyi mérleg nagymértékű forráskiáramlást mutatott, amely döntően az IMF-hitel visszafizetése révén alakult ki. Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben a reálgazdasági aktívum enyhe csökkenését várjuk az exportnál dinamikusabban bővülő import miatt. Szintén negatív irányba hat a jövedelmi hiány romlása, amit ellensúlyoz az EU-transzferek beáramlása. Mindezek eredőjeként idén és jövőre enyhén csökkenhet a jelenleg magas nettó finanszírozási képesség: idén 5,5, míg 2015-ben 5,2 százalékos GDP-arányos külső egyensúlyi pozíciót várunk.

1. TÁBLÁZAT: A FŐBB MAKROGAZDASÁGI VÁLTOZÓK VÁRHATÓ ALAKULÁSA

	2013	2014	2015
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	1,1	2,5	2,0
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	0,2	2,2	2,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,9	5,8	4,2
Kivitel (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	5,3	5,7	6,1
Behozatal (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	5,3	6,1	6,6
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	7,0	6,8	6,9
Éves fogyasztóiár-index (%)*	1,7	0,7	2,5
A jegybanki alapkamat az év végén (%)	3,00	2,80	3,50
Munkanélküliségi ráta éves átlaga (%)*	10,2	9,3	9,8
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,4	2,9	3,9
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	3,1	2,7	2,5
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	5,9	5,5	5,2
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,7**	-2,9	-2,9
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	0,9	2,0	2,4

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. ** Becslés; a takarékszövetkezeti integrációval. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Nemzetközi kitekintés

Az Európai Unió gazdasága gyorsuló ütemben növekedett 2013 utolsó negyedében, az év egészét tekintve azonban mindössze 0,1 százalékos növekedést mutatott. Az USA bővülését a kormányzati leállás hátráltatta október és december között, aminek következtében az éves átlagos növekedés kisebb mint 2 százalék volt a tavalyi év során. Az unió munkaerőpiacán némileg csillapodott a munkaerő-piaci válság, jelentős fordulat azonban csak idén várható. Az infláció eközben hároméves mélypontja körül ragadt. A nemzetközi likviditásszűkülés hatására valamelyest csökkent a befektetők kockázatvállalási hajlandósága az elmúlt időszakban. Az EKB változatlanul hagyta az irányadó rátát, de kész további lazításra a gazdaság élénkítésére. Eközben az Egyesült Államok jegybankja márciusban ismét csökkentette az eszközvásárlási programjának méretét, ami jelenleg 65 milliárd dolláron áll. Az idei évtől lassuló fiskális kiigazítás veszi kezdetét az unióban, a legfrissebb kalkulációk szerint idén a tagországok több mint felében 3 százalék alatti hiány várható. Mivel az USA-ban a döntéshozók egyetértésre jutottak mind a rövid távú költségvetési számokat, mind az adóssághatár megemelését illetően, a közeljövőben már nem várható a költségvetéssel kapcsolatos piacbefolyásoló politikai intézkedés a tengerentúlról.

A globális konjunktúra alakulása

Az USA gazdasági bővülése 2013 utolsó negyedében az előző időszakban mért 4,1 százalékos negyedéves bázisú évesített mutatóról 2,4 százalékra mérséklődött. A GDP-növekedés 1,9 százalék volt 2013-ban, ami az azt megelőző csaknem 3 százalék után erőteljes lassulásnak mondható. Az utolsó három hónapban látott lassuló gazdasági növekedés elsősorban az alacsonyabb beruházási ütem, valamint a kormányzati szektor visszaesése következtében alakult ki. A 16 napos kormányzati leállás több mint 1 százalékponttal csorbította a GDP bővülését. A IV. negyedévben a fogyasztás és az export maradt a legfőbb növekedésserkentő tényező, a háztartások fogyasztási kiadása a korábbi negyedéveket meghaladó mértékű, 2,6 százalékos bővülést mutatott az október–decemberi időszakban.

A japán gazdasági adatok vegyes képet mutatnak 2013 IV. negyedében: a várakozásokat alulmúlva, a negyedéves bázisú mutató az előző negyedévhez hasonlóan 0,3 százalékot tett ki. Az év/év index 2,7 százalékos bővülést jelzett, ami jelentős javulás az előző negyedévi 2,3 százalékhoz képest. A fogyasztás és a bruttó állóeszköz-felhalmozás az előző negyedévnél nagyobb mértékben növekedett. A leértékelődő valuta ellenére sem tudott a kivitel érdemben növekedni negyedéves alapon. Az élénkülő belföldi keresletnek köszönhetően a behozatal volumene azonban gyorsuló ütemben emelkedett, így a nettó export visszafogta a gazdaság bővülését az év utolsó három hónapjában. A tavalyi év egészében a japán gazdaság 1,6 százalékkal növekedett, kissé meghaladva az azt megelőző 1,4 százalékot.

Az Európai Unió gazdasági teljesítményét tükröző negyedik negyedéves adatok gyorsuló gazdasági növekedésről tettek tanúbizonyságot. A III. negyedévben látott 0,2 százalékos bővülés után az év/év alapú uniós GDP-mutató 1,1 százalékra ugrott a tavalyi év utolsó három hónapjában (2. táblázat). Továbbá kedvező hír, hogy a negyedéves bázisú ráta alapján az övezet is végleg elrugaszkodott a recessziótól: az unió és az övezet rendre 0,4 és 0,3 százalékos bővülést jelez. A 2013-as év egészét nézve azt mondhatjuk, hogy az eurózónában 0,5 százalékos recesszió volt, míg az Európai Unió már éppen pozitív, 0,1 százalékos növekedést tudhatott magáénak.

2. TÁBLÁZAT: AZ ELMÚLT NEGYEDÉVEK GDP-NÖVEKEDÉSE (ÉV/ÉV INDEX, SZÁZALÉK)

Ország(csoport)	2013. I.	2013. II.	2013. III.	2013. IV.
Euróövezet ¹	-1,2	-0,6	-0,3	0,5
Európai Unió	-0,7	-0,1	0,2	1,1
Ausztria	0,5	0,3	0,4	0,5
Csehország	-2,3	-1,7	-1,2	0,8
Egyesült Királyság	0,6	1,8	1,9	2,7
Franciaország	-0,4	0,5	0,3	0,8
Hollandia	-1,4	-1,7	-0,6	0,7
Lengyelország	0,8	1,3	1,8	2,2
Németország	-0,3	0,5	0,6	1,4
Olaszország	-2,6	-2,3	-1,9	-0,8
Románia	2,2	1,5	4,2	5,1
Spanyolország	-1,9	-1,6	-1,1	-0,2
Szlovákia	0,7	0,8	0,9	1,3
Japán	-0,1	1,3	2,3	2,7
Egyesült Államok	1,3	1,6	2,0	2,5

Forrás: Eurostat

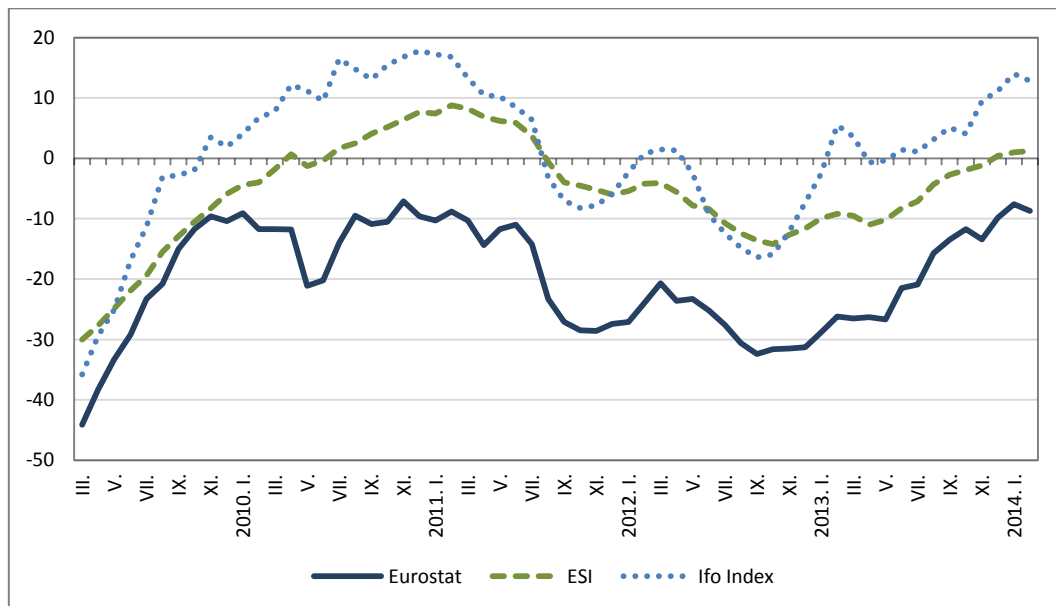
Az előző negyedévtől eltérően, amikor az uniós bővülés leginkább a készletfelhalmozásnak volt köszönhető, az október–decemberi időszakban a készletváltozáson kívül a GDP összes komponense támogatta a bővülést. A legnagyobb mértékben a végső fogyasztási tételek, de a nettó export és a beruházás is pozitívan járult hozzá a gazdaság év/év növekedéséhez. A szektorokat vizsgálva az ipar már éves bázison is növekedést mutatott, miközben a tercier szektor folytatta visszafogott ütemű bővülését 2013 utolsó három hónapjában.

Az év/év indexek az uniós tagországok többségében javuló gazdasági növekedést jeleznek. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország csaknem 1,5 százalékos GDP-adata nyolc negyedéve nem látott gazdasági bővülést tükröz, de Franciaország gazdasága is erőteljesen gyorsult az utolsó negyedévben. Az adósságproblémákkal küzdő déli országokban mindenhol enyhült a visszaesés üteme, sőt Portugáliában véget ért a több mint két éven át tartó

¹ Miután Lettország 2014. január 1-jén csatlakozott az euróövezetbe, a mutató 18 eurót használó tagország GDP-adatait foglalja magába.

recesszió. Romániában uniós szinten is kimagasló, 5,1 százalékos növekedést regisztráltak, így a régióban továbbra is keleti szomszédunk maradt a legjobban teljesítő ország. Szintén kellemes meglepetést okozott a cseh gazdaság, amely a hét negyedéven át tartott zsugorodás után éves szinten is kilépett a recesszióból.

1. ÁBRA: A KÖVETKEZŐ 12 HÓNAP ÁLTALÁNOS GAZDASÁGI HELYZETÉRE ÉS A GAZDASÁGI HANGULATRA VONATKOZÓ BIZALMI MÉRLEGEK



Megjegyzés: az Eurostat- és az ESI-indikátorok az eurózónára, az Ifo mutatója a német gazdaságra vonatkozik. Forrás: Eurostat, Ifo

Az Eurostat euróövezeti bizalmi mérlege, mely az általános gazdasági kilátások várható alakulását jelzi, az év vége felé ismét emelkedésnek indult. Az euróövezeti gazdasági hangulatindex (ESI) tavaly április óta tartó pozitív trendje továbbra is fennmaradt az elmúlt hónapokban. Ez azzal lehet összefüggésben, hogy a legnagyobb, eurót használó tagországok IV. negyedévi gazdasági teljesítménye összességében kielégítő volt. Ezt alátámasztja a német üzleti hangulat alakulását jelző Ifo Index mozgása is, mely januárban több mint hároméves csúcsra emelkedett.

Az Európai Bizottság februárban közzétett előrejelzése érdemben nem változott a novemberihez képest. Kedvező fejlemény ugyanakkor, hogy a jelentés szerint a legtöbb tagállamban és az EU egészében további gazdasági fellendülés várható. Az idei év folyamán az unióban a belső keresleti korlátok lassan oldódhatnak, így a növekedés hangsúlya a külkereskedelemtől a fogyasztásra és a beruházásra helyeződik. A megerősödő üzleti bizalom, a folyamatosan enyhülő hitelezési feltételek, valamint az erősödő bel- és külföldi kereslet egyaránt hozzájárulnak a beruházások élénküléséhez. A növekvő fogyasztói bizalom, a rendelkezésre álló reáljövedelem fellendülése és a munkaerő-piaci helyzet stabilizálódása pedig a fogyasztás növekedését segíti. Tavaly a közösségi fogyasztásban is bővülés volt megfigyelhető, ami a fiskális konszolidáció enyhülésének következtében minden bizonnyal az

előrejelzési periódusban is folytatódik. Ennek megfelelően a bizottság számításai szerint 2014 egészében az EU GDP-je 1,5 százalékkal, az euróövezet mutatója pedig 1,2 százalékkal növekedhet. A tagországok között idén már szűkül a növekedési különbség, mivel az adósságproblémával küzdő déli országokban tapasztalt GDP-zsugorodás üteme várhatóan tovább csökken, sőt van, ahol enyhe növekedés várható. Az Egyesült Államok esetében felfelé módosították a 2014-es kilátásokat, ami többek között a költségvetéssel és az államadósság-plafonnal kapcsolatos kormányzati megállapodásokkal magyarázható, amelyek érdemben csökkentik a fiskális politika felől érkező bizonytalanságot. Összességében 2014-ben az USA kibocsátásának 2,9 százalékos növekedésére számít a bizottság.

Előrébb tekintve, 2015-ben a folyamatosan javuló munkaerő-piaci, valamint a kedvezőbb pénzügyi helyzet hatására erősödő gazdasági fellendülés várható: az unió 2, az euróövezet 1,8 százalékkal bővíthet. Az amerikai gazdaság továbbra is a belső keresletnek köszönhetően 3,2 százalékos bővülést regisztrálhat az előrejelzési horizont végén, ami 2005 óta a legerősebb növekedés. Az európai gazdasági növekedésre ható legfőbb negatív kockázat továbbra is a globális gazdasági környezet alakulása, mely elsősorban a feltörekvő országok romló növekedési kilátásai miatt áll fenn: a Fed eszközvásárlási programjának tavaly decemberben kezdődött fokozatos mérséklése és az így generált tőke kivonás jelenleg is nyomás alatt tartja és sebezhetővé teszi az EU számára kulcsfontosságú feltörekvő piacok növekedési lehetőségeit.

Munkaerőpiac

Az Egyesült Államokban a munkaerő iránt megnyilvánuló kereslet a tavalyi év eleje óta emelkedik: a szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatottság 2013 utolsó negyedében 0,3 százalékkal bővült, az egész éves növekedés 1,6 százalék volt, ami 2005 óta a legmagasabb 12 havi bővülés. A legfrissebb adatok szerint az idei első hónapban az év/év foglalkoztatásbővülés 1,7 százalékra gyorsult. A pozitív folyamat a versenyszférának köszönhető, hiszen 2013 és 2014 januárja között 2 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak száma, miközben az állami szférában 0,2 százalékkal csökkent. A magán-szférában továbbra is elsősorban a szolgáltató szektornak köszönhető a bővülés. A munkanélküliségi ráta az idei év januárjában öt és fél éves mélypontra, 6,6 százalékra esett, ami tavaly januárhoz képest 1,3 százalékpontos javulást jelent.

Az euróövezetben 2013 IV. negyedében valamelyest csillapodott a munkaerő-piaci válság, fordulat azonban csak idén várható. A foglalkoztatottság az év harmadik negyedében mérséklődő zsugorodást jelzett: az előző év azonos időszakához képest 0,8 százalékos csökkenést regisztráltak. Szektorális bontásban nézve az ipari foglalkoztatottság csökkenése tovább enyhült, a szolgáltató szektorban pedig már enyhén növekedő munkaerő iránti keresletet regisztráltak negyedéves bázison. A ledolgozott munkaórák száma az előző év azonos időszakához viszonyítva 0,9 százalékkal zsugorodott a szeptemberben végződő negyedében.

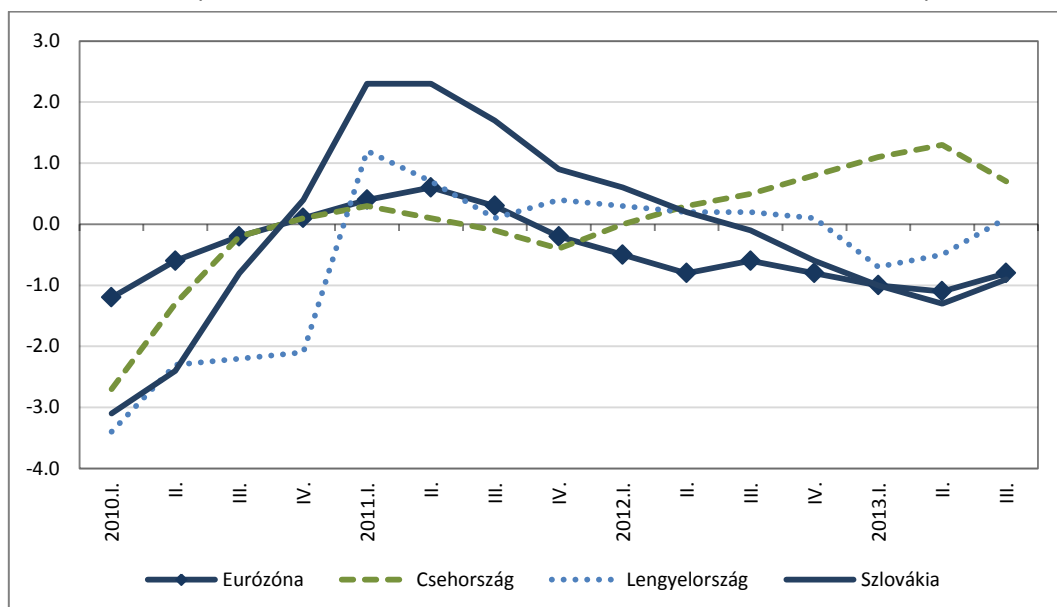
A valutaövezet munkanélküliségi rátája 12 százalékra mérséklődött 2013 utolsó negyedében. Az előző év azonos időszakához képest így mindössze 0,2 százalékponttal nőtt az állástalanok aránya. Az EU egészében is enyhén csökkenő rátát regisztráltak: a IV. negyedévben 10,8 százalékon állt a munkanélküliség, ami megegyezik az egy évvel ezelőtt mért adattal. A januári mutatók azonban már a munkaerő-piaci helyzet stabilizálódását jelzik: az euróövezetben 12, az unióban 10,8 százalékon maradt a munkanélküliségi ráta.

Az egyes tagországok munkaerőpiacának állapota továbbra is rendkívül eltérő. A magas aggregált mutató elsősorban néhány perifériális euróövezeti országhoz köthető. A legfrissebb, januárra vonatkozó statisztikák szerint éves bázison 12 tagállamban emelkedett a munkanélküliségi arány. Az egyes országok közötti szórást jól jelzi, hogy míg Ausztriában 4,9 százalékon áll az index, addig Spanyolország esetében már 28 százalékos értéket regisztráltak.

Az Európai Bizottság februári prognózisa szerint idén a gazdasági növekedés lassú helyreállása már segíthet stabilizálni a munkaerőpiacokat. Ennek fényében a bizottság a legutóbbi előrejelzését kissé megnövelve, 2014-ben az unióban és a valutaövezetben rendre 0,5 és 0,3 százalékos foglalkoztatottságbővülést valószínűsít, amire 2011 óta nem volt példa. A munkanélküliségi ráta az övezetben és az EU-ban 12 és 10,7 százalékra mérséklődhet idén.

Az erősödő gazdasági fellendülés hatására ezt 2015-ben egy látványosabb, 0,7 százalékos foglalkoztatásemelkedés követheti mindkét régióban, amikor a munkanélküliségi ráta az övezetben 11,7, az EU-ban pedig 10,4 százalékra csökkenhet, az országok közötti eltérések azonban jelentősek maradnak.

2. ÁBRA: A FOGLALKOZTATÁS VÁLTOZÁSA A VISEGRÁDI ORSZÁGOKBAN ÉS AZ EURÓZÓNÁBAN (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)²



Forrás: Eurostat

² Lengyelország esetében a lengyel statisztikai hivatal adatait használtuk fel.

A visegrádi három munkaerőpiaca egymástól eltérő képet festett 2013 harmadik negyedében. A foglalkoztatás éves növekedési üteme a július–szeptember időszakban egyedül Csehországban lassult. Itt a több mint egy éven át tartó pozitív tendencia a harmadik negyedévben ugyan megtört, de a továbbra is csökkenő számú ledolgozott munkaóráknak köszönhetően a mérséklődés visszafogott volt. Ezzel szemben Lengyelországban és Szlovákiában kissé emelkedő számú ledolgozott munkaórát, valamint stabilizálódó foglalkoztatást regisztráltak a harmadik negyedévben. A tavalyi IV. negyedévben a szlovák munkanélküliségi arány mérséklődött a legnagyobb mértékben: a 0,3 százalékpontos csökkenés után 14 százalékon zárta az évet. Ennek legfőbb oka a növekvő új álláshelyek száma, valamint módszertani változások voltak. Csehországban és Lengyelországban az előző negyedévhez képest 0,1 százalékpontos csökkenést követően 6,8 és 10,2 százalék volt az állástalanok aránya.

A legfrissebb prognózisok szerint idén Szlovákiában javuló munkaerő-piaci helyzet várható: a foglalkoztatottság visszafogott ütemű növekedése, valamint a munkanélküliségi ráta süllyedése. Lengyelországban 2014-ben a munkaerő-piaci körülmények stabilizálódása után jelentősebb javulás csak 2015-ben várható, míg Csehországban többek között az öregségi nyugdíjkorhatár kitolása miatt fennálló problémákat (pl.: magas munkanélküliségi ráta a bővülő aktivitás, de nem elégséges számú munkahely következtében) a növekvő külső kereslet, valamint a laza monetáris politika által gerjesztett javuló gazdasági kilátások szintén csak 2015-ben tudják érdemben ellensúlyozni.

Pénzügyi folyamatok

A Fed mennyiségi lazításának visszafogásával a korábban tartósnak gondolt pénzügyi likviditás kora véget érni látszik, ami miatt az idei év elején jelentős tőkekivonás indult meg a kockázatosabbnak ítélt feltörekvő gazdaságokból. Mindezek hatására a befektetők figyelme az öreg kontinensen az EKB döntéseire szegeződött. A visszafogott amerikai monetáris lazítás után a piaci szereplők várakozása szerint az EKB rövidesen felhagyhat a kötvénvásárlási programja (Securities Markets Programme, SMP) keretében vásárolt államkötvények sterilizációjával, amellyel egy több mint 175 milliárd eurós likviditásnövelést hajtana végre. Azonban egy következő hosszú távú finanszírozási eszköz (Long-Term Refinancing Operations, LTRO) bevezetése is jelentősen javítana a piac likviditási helyzetén.

A likviditás szűkülése a bankközi piaci kondíciókon is éreztette hatását. A három hónapos Euribor-kamat tavaly december óta 0,3 százalék közelében tartózkodik, ami azok után, hogy a kamat 2013 elejétől fogva stabilan a historikusan alacsonynak számító 0,2 százalékon állt, meglehetősen erős kiugrásnak számít. Az euróvezeti bankrendszer likviditási mutatója, az egynapos euróindex (EONIA) is 2012 nyara óta nem látott magas szinten, átlagosan 0,2 százalék közelében ragadt az elmúlt három hónapban.

A negyedik negyedévben a likviditással való ellátottság ellenére a hitelezési helyzetben jelentős változás nem tapasztalható az EKB legfrissebb adatai alapján. Az erre az időre vonatkozó felmérése szerint a háztartások esetében a valutaövezeti bankok lakásvásárlással kapcsolatos hitelfeltételek szigorítása megállt, míg a fogyasztási hiteleket illetően az előző negyedévhez hasonlóan enyhe szigorítás maradt érvényben. A lakosság számára kihelyezett hitel összes mennyisége a negyedik negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva mindössze 0,3 százalékkal bővült, így a növekedés üteme változatlanul visszafogott maradt. A nem pénzügyi vállalatok esetében a 3 százalékos zsugorodás azonban már egy erőteljesebb romlást jelent az előző negyedévi 2,8 százalékos csökkenéshez képest, annak ellenére, hogy a hitelnyújtási kondíciók szigorítása már második negyedéve enyhült.³ A visszafogott hiteldinamika továbbra is főként a konjunktúraciklus aktuális szakaszát, a megemelkedett hitelkockázatot, valamint a pénzügyi és az azon kívüli szektorokban zajló mérlegkiigazítást tükrözi.

A tavalyi év vége fele jelentős események, köztük a Fed mennyiségi lazításának kivezetése, valamint az amerikai költségvetési megállapodás körüli aggodalmak befolyásolták a befektetői döntéseket. Idén pedig a feltörekvő piaci feszültségekre és az amerikai adóssághatár-emeléssel kapcsolatos hírekre figyeltek kiemelten a befektetők.

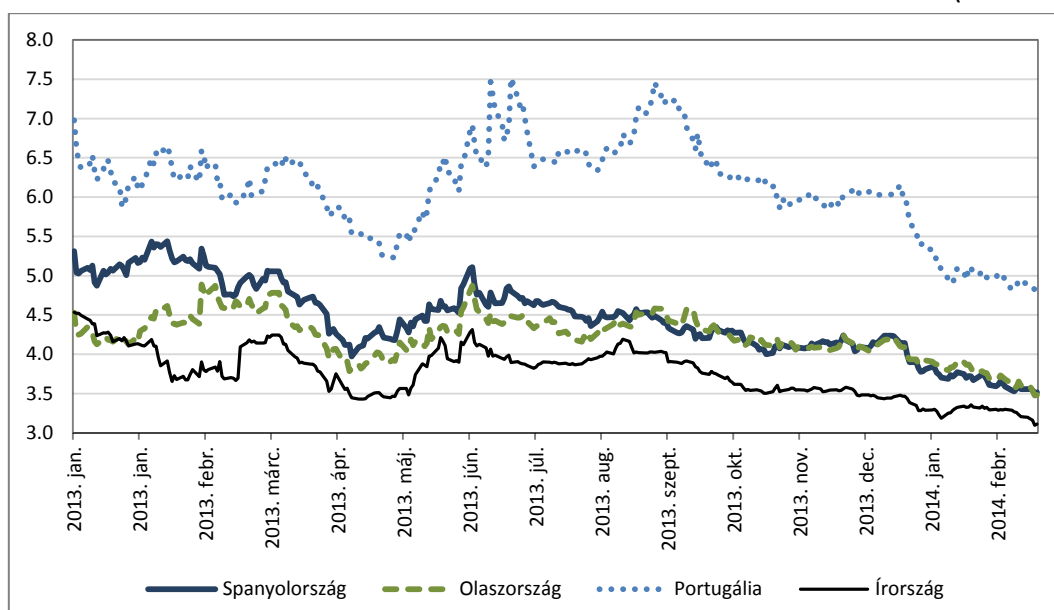
A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak december eleje és február vége között összességében csökkentek. A piaci figyelem középpontjában lévő országok esetében ezen időszak alatt átlagosan 25 százalékos javulás volt tapasztalható. A legnagyobb mértékben Portugália csőd-kockázati felára csökkent, többek között az egyre kedvezőbb gazdasági kilátásoknak köszönhetően. Hosszabb távra visszatekintve is jól látható a piaci megítélés javulása: a tavalyi év azonos időszakához képest átlagosan 40 százalékkal alacsonyabban állnak a periféria CDS-felárai.

A téli hónapokban a csökkenő trend vált általánossá az állampapírpiacon hozamaiban (3. ábra). A decemberi nyitóértékekhez képest így lényegesen alacsonyabb kamatokon sikerült forrást bevonni a perifériális euróövezeti államoknak: a görög állam 10 éves lejáratra már 7 százalékon tudott forrást bevonni februárban, ami az egy évvel ezelőtti sinthez képest csaknem 400 bázispontos csökkenést jelez. A portugál 10 éves államkötvény hozama 5 százalék alá süllyedt, míg a spanyol államkötvény hozama az olasz papírokhoz hasonlóan 3,5 százalékon stabilizálódott február végén. Az utóbbi két perifériális ország esetében a kedvező hitelminősítési reakciók is hozzájárulhattak az állampapírok csökkenő hozamaihoz. A Moody's februárban megemelte Spanyolország államadós-besorolását, melyet a spanyol gazdaság növekedési szerkezetének javulásával, a szerkezeti reformokban elért haladással és a javuló közfinanszírozási kondíciókkal magyarázott. Szintén a Moody's volt az, amely a korábbi negatívról stabilra változtatta Olaszország közepes befektetési ajánlású

³ A fejezetben közölt hitelezési statisztikák a speciális célú vállalatok (special purpose vehicle, SPV) nélkül számított adatokra vonatkoznak.

államkötvény-besorolását. A hitelminősítő az olasz államadósság-dinamika stabilizálódásával indokolta a lépést. Ez egy napon történt azzal, hogy Enrico Letta miniszterelnök benyújtotta lemondását, miután pártja, a Demokrata Párt megvonta támogatását tőle. A miniszterelnöki székbe Matteo Renzi, a kormánypárt főtitkára került, akinek személyét kedvezően fogadták a piacok, mivel az új kormányfő erősen elkötelezett a munkapiacot, az adórendszert és a közigazgatást is érintő reformok mellett, amelyekre az olasz gazdaságnak jelenleg nagy szüksége van. Szintén fontos megemlíteni, hogy a Moody's befektetésre ajánlott kategóriába emelte vissza Írország államadósságának besorolását is az eddigi spekulatív sávból, az új besorolásra pedig további felminősítést valószínűsítő pozitív kilátást állapított meg. A kedvező hitelminősítés kiváltó oka, hogy december közepén a menetrendnek megfelelően befejeződött az ír kormányának összeállított hároméves EU–IMF-segélyprogram, amelyből Írország megerősödött fizetőképességgel és visszaserzett tőkepiaci hozzáféréssel került ki. A hitelminősítő szerint az ír államháztartás elsődleges egyenlege idén pozitív tartományba fordul, valamint az államadósság-ráta is csökkenésnek indul. 2011 óta először mindhárom hitelminősítőnél befektetésre ajánlott szinten van az ír államadósság. Az ír 10 éves államkötvény hozama a válság kitörése óta először került 3 százalék közelébe.

3. ÁBRA: A 10 ÉVES ÁLLAMPAPÍR-PIACI HOZAMOK ALAKULÁSA 2013-TÓL (SZÁZALÉK)



Forrás: Thomson Reuters

Miután a Fed decemberben megkezdte kötvényvásárlási programjának szűkítését, ismét felerősödött a menedékeszközök iránti kereslet, aminek hatására Németország, az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok hosszú papírjainak hozamai is csökkenő pályára léptek az elmúlt hónapokban, és átlagosan 5 százalékkal mérséklődtek december óta.

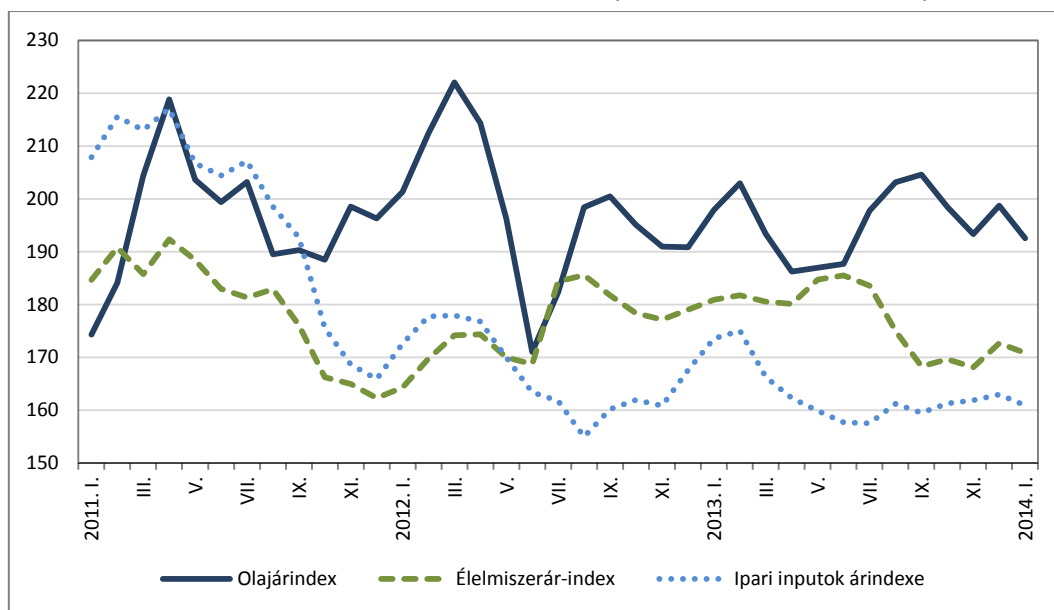
Meglepően jól reagáltak a tőkepiacok a Fed decemberi lépésére. A felfelé irányuló tendencia azonban, amit a kétpárti amerikai költségvetési bizottság egyezsége is támogatott, csak átmenetinek bizonyult, miután a feltörekvő piacok felől érkező eladási hullám, valamint az

amerikai adósságplafon megemelésével kapcsolatos viták hatására fokozatosan estek a részvényindexek. Ez a folyamat február elején érte el mélypontját, ami után az adósságplafon újbóli megemelésének hatására a főbb tőzsdeindexek pozitív korrekcióba kezdtek. Az USA egyik legfőbb tőzsdeindexe, a Dow Jones mindössze 2 százalékos emelkedést mutatott az elmúlt három hónapban. A meghatározó európai mutatók közül a londoni (FTSE) és a frankfurti (DAX) 3-3 százalékkal növekedett a téli hónapok folyamán, míg a japán Nikkei értéke a vártnál jóval gyengébb növekedési adatok következtében az elmúlt három hónapban 5 százalékos csökkenést mutatott. A régiós varsói és prágai indikátorok pedig 1-1 százalékos emelkedést estek.

Az infláció alakulása

Az átlagosnál gyengébb kereslet, valamint a növekvő készletek miatt az olaj dollárban mért ára december végétől ismét csökkenő pályára lépett. Bár az Egyesült Államok egy részén uralkodó rendkívül hideg időjárás miatt az üzemanyag és a fűtőolaj keresletének emelkedése átmenetileg felfelé húzta az olaj jegyzését február elején, a Brent hordónkénti ára 109 dolláron, a decemberi nyitóértékénél 2 százalékkal alacsonyabban zárta a második hónapot.⁴

4. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100 SZÁZALÉK)



Forrás: IMF Primary Commodity Prices

Az olajárhoz hasonlóan a nyers élelmiszerek árában is csak átmeneti emelkedés volt tapasztalható a tavalyi év utolsó hónapjában. Decemberben az erős szezonális kereslet hatására ugyan jelentősen megemelkedett a nyers élelmiszerek árszínvonala, de a bőséges készletek miatt csökkenő árakat lehetett látni az év első hónapjaiban. Az ipari inputok, vagyis a mezőgazdasági nyersanyagok és fémek árindexe enyhén emelkedő tendenciája szintén

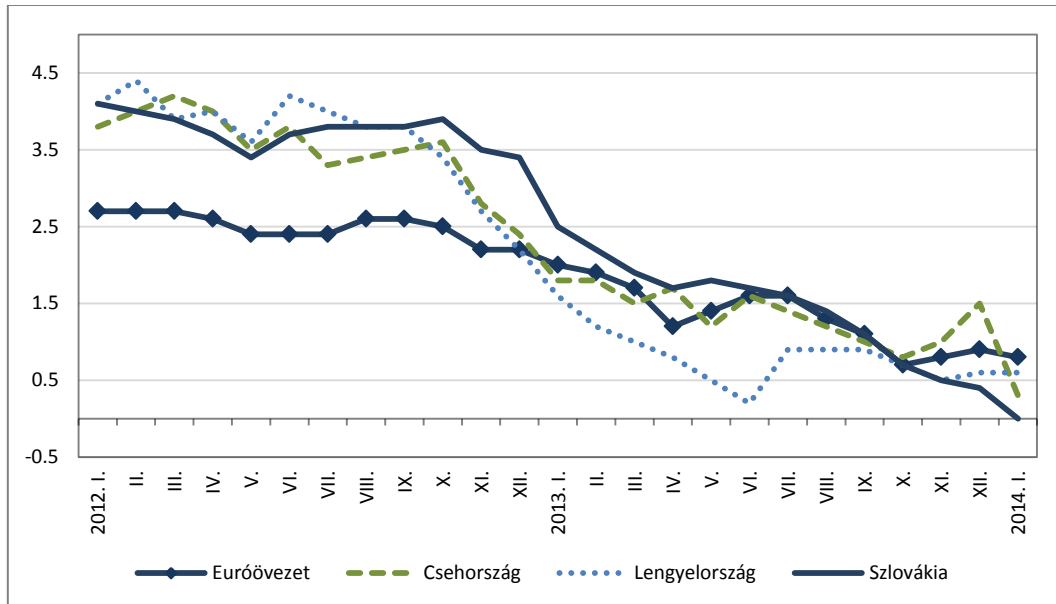
⁴ Az orosz–ukrán konfliktus okozta olajár-emelkedés csak márciusban jelent meg a Brent árjegyzésében.

decemberben ért véget, elsősorban a fejlődő piacok felől érkező csökkenő kereslet következtében.

Az Egyesült Államokban az éves bázisú inflációs ráta az októberben látott négyéves mélypont óta trendszerűen emelkedik, ám januárban is mindössze 1,6 százalékot regisztráltak. Az áremelkedés éves ütemének növekedése az energiaárak 2,1 százalékos emelkedésére vezethető vissza. Januárban az élelmiszerek és az energia árának kiszűrésével számított maginfláció változatlanul 1,6 százalékon maradt, így már csaknem egy éve a Fed 2 százalékos inflációs célja alatt tartózkodik.

Az Európai Unióban és az eurózónában az éves pénzromlás ütemének nyár óta csökkenő trendje az év utolsó hónapjaiban megszakadt. Januárban azonban mindkét régióban ismét mérséklődő év/év inflációs rátát mértek: az unióban 0,9, az euróövezetben 0,8 százalékot.⁵ Az infláció elsősorban a csökkenő energiaárak miatt tudott enyhülni: a negyedik negyedévben és januárban is rendre 1 és 1,3 százalékos esés volt látható a termékcsoportban. A nyers élelmiszerárak esetében is mérséklődés volt megfigyelhető, az őszi hónapokhoz hasonlóan január folyamán is mindössze 1,3 százalékos növekedést regisztráltak. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó maginfláció 1,1–1,0 százalékon állt az év első hónapjában.

5. ÁBRA: AZ EURÓÖVEZET ÉS A V3 HARMONIZÁLT FOGYASZTÓIÁR-INDEXE (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: Eurostat

Az uniós folyamatokhoz hasonlóan a visegrádi régióban is csökkenő pénzromlást jelentettek az elmúlt hónapokban, csak a cseh infláció ugrott meg decemberben a jegybank mesterséges

⁵ Az euróövezetre vonatkozó gyorsbecslés szerint az év/év infláció februárban 0,8 százalékot tett ki, a továbbra is alacsony pénzromlási ütem a csökkenő energiaáraknak tudható be.

devizagyengítő intézkedései miatt. A nyersanyagok esetében ebben a térségben is jelentős árcsökkenés volt megfigyelhető: november–január között átlagosan 1,4–1,8 százalékos árváltozást regisztráltak. A maginflációs ráták alapján az inflációs alapfolyamatok stabilak a régióban, jelenleg a historikusan alacsony 0,7 százalék körül alakulnak.

Az előrejelzési horizonton sem az EU, sem pedig az övezet pénzromlásában nem várható érdemi felfelé irányuló nyomás. Idén a továbbra is csökkenő nyersanyagárak, a visszafogott gazdasági fellendülés, valamint a horgonyzott várakozások egyaránt gátolják az infláció felpörgését, aminek eredményeként az unióban 1,2, az eurózónában 1 százalékos infláció várható. Jövőre a lendületesebb gazdasági növekedés, továbbá a szűkülő kibocsátási rés hatására mindkét régióban negyed százalékponttal emelkedhet az éves pénzromlás üteme.

Monetáris kondíciók alakulása

Az EKB márciusi kamatdöntő ülésén a historikusan alacsony 0,25 százalékon hagyta az irányadó rátát. A kamatpályára vonatkozó iránymutatáson (forward guidance) a tanács nem változtatott, ami azt jelzi, hogy a bank irányadó kamatai hosszabb ideig a jelenlegi vagy ennél alacsonyabb szinten maradnak. Mivel a legfrissebb piaci adatok (pl.: beszerzésimenedzser-indexek [BMI] és egyéb konjunkturális mutatók) messze a vártnál jobban alakultak, a jegybank elnöke nem tért ki új, nem konvencionális likviditásnövelő eszközök alkalmazására. Az elnök azonban többször hangsúlyozta, hogy egyelőre csak visszafogott kockázatokat látnak az inflációs folyamatokra nézve. Ráadásul a pénzromlásra ható tényezők is kiegyensúlyozottnak tűnnek. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint idén 1 százalékos, de még 2016-ban is jóval az EKB 2 százalékos, középtávú célja alatti, 1,5 százalékos infláció várható az övezetben, 1,2 és 1,8 százalékos GDP-növekedés mellett. A három hónappal ezelőtti becslésekhez képest ez 0,1–0,1 százalékpontos emelést, valamint csökkentést jelent a pénzromlás idei ütemét és a 2014-es gazdasági bővülést illetően.

Az Egyesült Államok jegybanki funkcióját betöltő Fed kamatdöntő szerve januári ülésén nem módosította az irányadó rátát, amely így továbbra is a 0–0,25 százalékos sávban mozog. A Nyílt Piaci Bizottság azonban második alkalommal is 10 milliárd dollárral csökkentette eszközvásárlási programjának méretét, ami jelenleg havi 65 milliárd dollárral növeli a monetáris bázist. A jelenlegi keretösszegeen belül 35 milliárd dollárt államkötvények, 30 milliárd dollárt jelzálog-fedezetű értékpapírok vételére fordítanak. Az amerikai jegybank szerint a munkaerő-piaci jelzőszámok alapján az amerikai gazdaság élénkül. A mennyiségi lazítás további mérséklése ezt követően is a gazdasági teljesítményt tükröző indikátorok függvénye. A tavaly decemberben megkezdett monetáris lazítás kivezetése szakértők szerint idén októberben fejeződhet be. A következő, márciusban tartandó kamatdöntő ülésen már Janet Yellen váltja Bernankét az elnöki székben. Yellen első hivatalos beszédében februárban nyílt jelzést adott a befektetőknek, hogy a feltörekvő piaci felfordulás nem hat ki érdemlegesen az Egyesült Államokra, valamint az elmúlt hónapokban látott munkaerő-piaci

gyengélkedés csak átmenetinek tekinthető, ami miatt az eszközvásárlási program kivezetésének folytatása várható.

A Cseh Központi Bank legutóbbi kamatdöntő ülésén a gyakorlatilag zérónak tekintett 0,05 százalékos szinten tartotta az irányadó rátát. A kormányzó megerősítette, hogy a laza monetáris politika tartósabb ideig fennmaradhat, de legalább addig, amíg érdemi inflációs nyomás nem keletkezik a gazdaságban. A konjunktúra további élénkítésével kapcsolatban a döntéshozók a hazai fizetőeszköz gyengítését célzó intervenciókat továbbra is fenntartják, legalább 2015 elejéig. A jegybanki intervenció akkor léphet életbe, ha a korona euróval szembeni árfolyama távol kerül a 27-es szinttől.

A Lengyel Nemzeti Bank februári kamatdöntésén 2,5 százalékon hagyta az alapkamatot, amely már hetedik hónapja változatlan. A jegybankelnök szerint a kamat legalább 2014 közepéig ezen a szinten maradhat. Az inflációs alapfolyamatok jelenleg is mélyen a 2,5 százalékos célszint alatti pénzromlási ütemet vetítenek előre, és a jövőben sem várható érdemi inflációs nyomás.

Fiskális politika

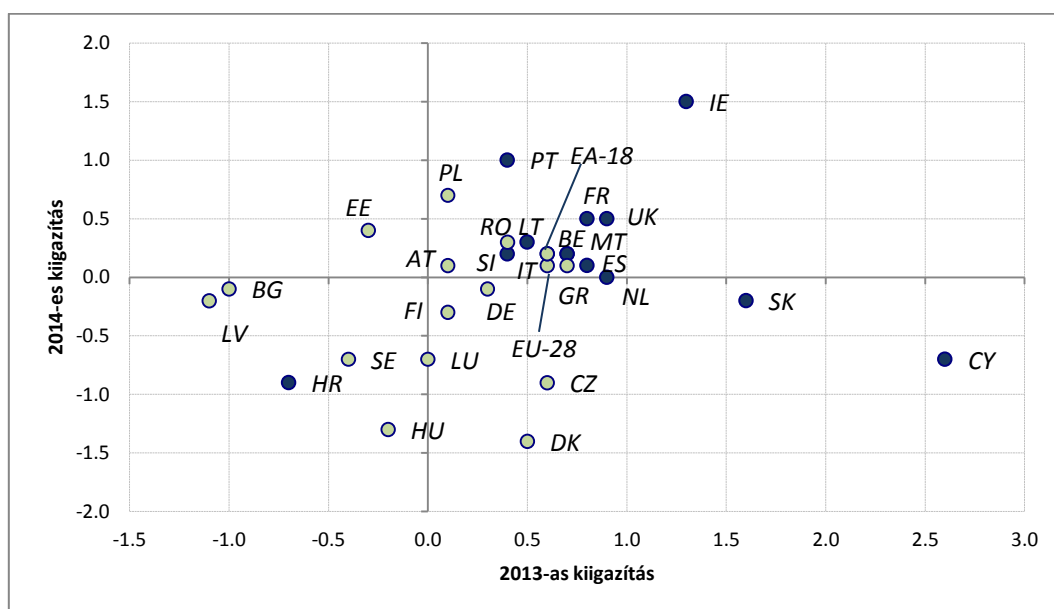
Az elmúlt években látott jelentős fiskális kiigazításnak köszönhetően az idei évtől már lassuló és leginkább költségoldali konszolidáció veheti kezdetét az Európai Unióban. A konszolidáció első felében, tehát 2010 és 2013 között átlagosan 3 százalékponttal javultak az uniós és övezeti GDP-arányos hivatalos fiskális egyenlegek. Az Európai Bizottság legfrissebb jelentése szerint az unióban és az övezetben rendre 3,1 és 3,5 százalékos költségvetési deficitet valószínűsítenek a tavalyi évre. Mivel a gazdasági fellendülés csak halványan jelent meg 2013-ban, a fiskális egyenlegek tavalyi javulása – 0,6 és 0,4 százalékpont az övezet és az unió esetében – leginkább a költségvetési intézkedések hatása miatt következett be. Az idei évben a dinamikusabb gazdasági növekedésnek is köszönhetően a GDP-arányos hivatalos költségvetési hiány már 2,7 százalékra csökkenhet az unióban és 2,6 százalékra az eurózónában. Tehát 2014-ben az uniónak és az övezetnek is sikerül 3 százalék alá csökkentenie hiányát, ami utoljára 2008-ban volt ezen a szinten.

Az uniós adat csaknem kétszeresét, 5,4 százalékos deficitet jósolnak az EU szakemberei 2014-re Horvátország számára, amelynek 2009 óta nem sikerült 5 százalék alá mérsékelnie fiskális hiányát. A 2013-as 6 százalékról történő enyhe egyenlegjavulás egyik oka, hogy idén január 1-jétől a korai nyugdíjazásban részesülők második nyugdíjpillérében lévő pénzeszközeit az állami pillérbe utalják át. A jelenlegi módszertan alapján ez ugyan javítja a hivatalos egyenleg alakulását, de az ősszel életbe lépő ESA2010 uniós szabályozás szerint az ilyen átcsoportosítás már nem számít majd bevételnövelő intézkedésnek. A jelenlegi hivatalos előrejelzés azonban nagymértékben változhat, mivel az EU idén januárban túlzottdeficit-eljárást indított Horvátország ellen. Az EU végrehajtó testületének javaslata szerint Horvátországnak idén 4,6 százalékos államháztartáshiány-célt kellene elérnie,

amelyet 3,5 és 2,7 százalékos deficit követne jövőre és 2016-ban. A horvát kormánynek április végéig kell deficitcsökkentő intézkedéseket lefektetnie az EU által fenntarthatatlannak ítélt rendszerben.

A perifériális államok fiskális mérlegében is kedvező irányú változások láthatók. A strukturális egyenlegek⁶ alapján a legnagyobb pozitív változást a tagországok közül tavaly Ciprus, idén pedig Írország és Portugália jegyzik. Az utóbbi esetében a tervezett konszolidáció nagyrészt a közkiadások felülvizsgálatán alapul, ami többek között a közsféra bérköltségeinek csökkentését is tartalmazza. Bár Portugália május közepén zárja le az EU–IMF által 2011-ben nyújtott 78 milliárd eurós mentőprogramját, a megszorító intézkedéseknek jövőre is fenn kell maradniuk, hogy a kormány 3 százalék alá tudja csökkenteni hivatalos hiánymutatóját.

6. ÁBRA: A 2013-AS ÉS A 2014-ES KONSZOLIDÁCIÓ MÉRTÉKE A STRUKTURÁLIS HIÁNY ALAPJÁN AZ UNIÓS ÁLLAMOKBAN



Megjegyzés: A negatív érték lazítást mutat. A zölddel jelölt országokban 3 százalék vagy az alatti hivatalos hiányt várnak 2014-ben. Forrás: European Economic Forecast Winter 2014, Európai Bizottság

A 2015-ös előrejelzések körül nagy a bizonytalanság, mivel kevés érdemi intézkedést hoztak arra az évre. A jövő évre tervezett kiigazítás már csak az övezet esetében mutat némi hiánycsökkenést, miután 2015-ben a költségvetési pozíció stabilan tartása a legfontosabb cél a tagországok számára. Az előrejelzési horizont végén már a tagállamok több mint kétharmadában teljesül a hiánymutatóra vonatkozó maastrichti kritérium.

Mivel az USA-ban a döntéshozók egyetértésre jutottak mind a rövid távú költségvetési számokat, mind az adósságplafon 2015 márciusáig tartó megemelését illetően, a közeljövőben már nem várható a költségvetéssel kapcsolatos piacbefolyásoló politikai intézkedés a tengerentúlról.

⁶ Ciklikusan kiigazított, egyszeri és egyéb átmeneti intézkedések nélkül (pl.: banki feltőkésítés) számított hiány.

A hazai gazdaság jelenlegi helyzete és várható pályája

A magyar gazdaság növekedése éves bázison tovább gyorsult a negyedik negyedévben: a várakozásokat felülmúló, 2,7 százalékos bővüléssel hazánk az EU élmezőnyébe tartozik. A növekedés kiegyensúlyozott pályán ment végbe, a külső és belső forrásokra közel azonos mértékben támaszkodott. Az export és az import volumenének növekedése erősödött: előbbit a javuló külső konjunktúra, utóbbit a dinamikus bővülő belső felhasználás vezérelte. A külkereskedelmi aktívum így tovább nőtt, a nettó export 1,5 százalékponttal járult hozzá az év/év GDP-növekedéshez. A belföldi felhasználás fokozódása a bruttó állóeszköz-felhalmozás 10 százalékot is meghaladó éves bővüléséhez köthető, amit elsősorban az állami nagyberuházások vezérelnek. Ezzel szemben negyedéves bázison a beruházások már két negyedéve szűkülnek, melynek oka a Növekedési Hitelprogram második szakaszának elnyújtott hatása. A háztartások fogyasztását az adósságállomány leépítése és az óvatossági megtakarítások továbbra is fékezik, de a rendelkezésre álló jövedelem bővülése, a munkaerőpiaci helyzet javulása miatt a IV. negyedévben már 1 százalékkal bővült a fogyasztási volumen az előző év azonos időszakának bázisán. A belföldi felhasználás együttesen 1,2 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. Termelői oldalról minden eddiginél kiegyensúlyozottabb növekedés tapasztalható a IV. negyedévben: az összes meghatározó nemzetgazdasági ág emelte a GDP-növekedés rátáját. Éves összevetésben a mezőgazdaság teljesítménye az alacsony bázis és a kiugróan jó terméseredmény miatt 22 százalékkal bővült. Az építőipart – a bázishatás mellett – főként az állami beruházások pörgetik, a növekedési ráta 10 százalék feletti. Az ipar 3 százalékot meghaladó bővülését továbbra is a járműipar és a kapcsolódó ágazatok exportértékesítése vezérli. A szolgáltatások növekedésének beindulása (1,3 százalék) a fogyasztási fordulathoz köthető.

Az aktivitás és a foglalkoztatottság bővülése folytatódott a közmunkaprogramok felfutásának köszönhetően, miközben a munkanélküliség négyéves minimumon volt tavaly az utolsó negyedévben. A munkakereslet a versenyszférában enyhén erősödött. A keresetek dinamikája az előző évhez képest jelentős elmaradást mutat, ami összefüggésben van az alacsonyabb inflációs környezettel és a továbbra is laza munkaerőpiaccal.

A magyar éves bázisú fogyasztóiár-index tovább csökkent, januárban és februárban lényegében megszűnt az infláció. Az alacsonyan ragadó pénzromlási ütemet továbbra is a szabályozott árak csökkentése határozza meg, miközben a keresleti korlátokkal szembesülő hazai gazdaságban a dezinflációs hatások is érvényesülnek. A kormányzati költségcsökkentés összességében tartósan lecsorítják az átlagos árnövekedés ütemét, amelyhez a mezőgazdasági termelői árak és az élelmiszerárak csökkenése is hozzájárul. Az elmúlt negyedév folyamán összességében romlott a hazai kockázati környezet, amit leginkább az befolyásolt, hogy a Fed két lépésben, 65 milliárd dollárra csökkentette likviditásbővítő csomagját. Télen is folytatódott a magyar jegybank kamatvágási ciklusa, amit a feltörekvő

országokat érintő, turbulens nemzetközi környezet kevésbé, de a potenciálistól elmaradó gazdasági teljesítmény és az alacsony infláció indokol. A kamatvágásokkal összhangban folytatódott a forinthitelek kamatainak mérséklődése. A vállalatok hitelezésében az őszi kedvező fordulat átmeneti volt, a Növekedési Hitelprogram második szakasza iránt egyelőre kisebb az érdeklődés. Az első szakaszban nyújtott több mint 700 milliárdos hitelhez képest a kisebb keretösszeg is nagyobb hatást gyakorolhat a gazdasági növekedésre, mivel a keretösszegnek csak maximum 10 százaléka fordítható korábbi hitel kiváltására, így magasabb lesz a beruházásokra felvett kölcsönök aránya.

Legfrissebb prognózisunk szerint a gazdasági növekedés 2014–2015-ben kiegyensúlyozott lesz, mivel a nettó export és a belső felhasználás is pozitívan járul hozzá a GDP bővüléséhez. A külkereskedelmi többlet fennmaradását az erőre kapó külső konjunktúra vezérli, míg a belső motor már a fogyasztás lesz. A Növekedési Hitelprogram második szakasza iránti jelenlegi lanyha érdeklődés 2014 második felében erősödhet, segítve a versenyszféra beruházásainak bővülését, így a szektor jövőre átveszi az állami nagyberuházások vezérlő szerepét. A fogyasztás bővülését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése hajtja, míg a bizalom erősödése csökkenti a mérlegalkalmazkodás és az óvatossági motívum fogyasztást visszafogó szerepét, mely negatív hatás 2015-ben megszűnik. Jövőre a hazai gazdaság eléri kapacitási korlátait, így a reálgazdaság bővülése visszafogottabb lehet. Összességében idén 2,5 százalékos, míg 2015-ben 2 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

Az előrejelzési horizonton a munkaerő-piaci aktivitás lassuló ütemben, de tovább nőhet. A foglalkoztatottság a versenyszférában folyamatosan emelkedhet, de kisebb mértékben, mint a gazdaság. Összességében idén magasabb, jövőre visszafogottabb növekedésre számítunk. Előző előrejelzésünkhöz képest az idei évben enyhén alacsonyabb bérdinamika várható, amely jövőre jobban nőhet, köszönhetően a versenyszféra dinamikusabb bérfolyamatainak.

A maginfláció pályáját elsősorban a záródó kibocsátási rés határozza meg: idén még érvényesül a negatív rés dezinflációs hatása, amit tovább erősít a korábbi költségsokkok bázisba épülése. Jövőre azonban már kereslet oldali inflációs nyomás keletkezik, ami felfelé hajtja a magrátát. A maginfláción kívüli tételek közül a közműdíjcsökkentések a meghatározóak: a korábbiak bázisból történő fokozatos kikerülése, valamint az újabb rezsicsökkentések 2014-ben összességében még visszafogják a pénzromlás ütemét, de 2015-ben már az infláció felpörgésére számítunk. A jövő év végére a keresleti és bázishatások nyomán a jegybanki célra emelkedhet a mutató. Összességében 2014-ben az infláció 0,7, jövő évben 2,5 százalékos lehet.

A rövid távon kedvező inflációs környezet – ha támogató lesz a piaci hangulat – további teret engedhet az óvatos kamatcsökkentésnek, melynek mélypontját 2,5 százalékra tesszük. A monetáris politika 3 százalékos inflációs célját szem előtt tartva, valamint figyelembe véve a Fed laza monetáris politikájának fokozatos visszavonását és a 2015 közepére várható szigorítást, a jegybank az idei év végén megkezdheti a kamatemelési ciklust. Meglátásunk

szerint ez visszafogott ütemű lesz: 2014 végén 2,8, jövő év végén 3,5 százalékon állhat az irányadó ráta.

Az újonnan beérkező adatok elemzése

A növekedés alakulása

A magyar GDP az előző negyedévek trendjének megfelelően továbbra is növekedési pályán halad. A gazdaság teljesítménye 2013 utolsó negyedévében a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján, negyedéves bázison 0,5 százalékkal nőtt, ami 0,3 százalékponttal elmarad a július–szeptember időszakban mért rátától. Az év/év növekedés azonban a gazdaság dinamikus gyorsulását jelzi: 2,7 százalékos GDP-növekedést regisztrált a KSH. A GDP decemberi várakozásunkhoz képest gyorsabb ütemben bővült, a növekedési folyamatok a korábbinál kedvezőbb képet festenek. A jó év végi teljesítmény hatására 2013 egészében 1,1 százalékkal bővült a magyar GDP, szemben az általunk prognosztizált 1 százalékkal.

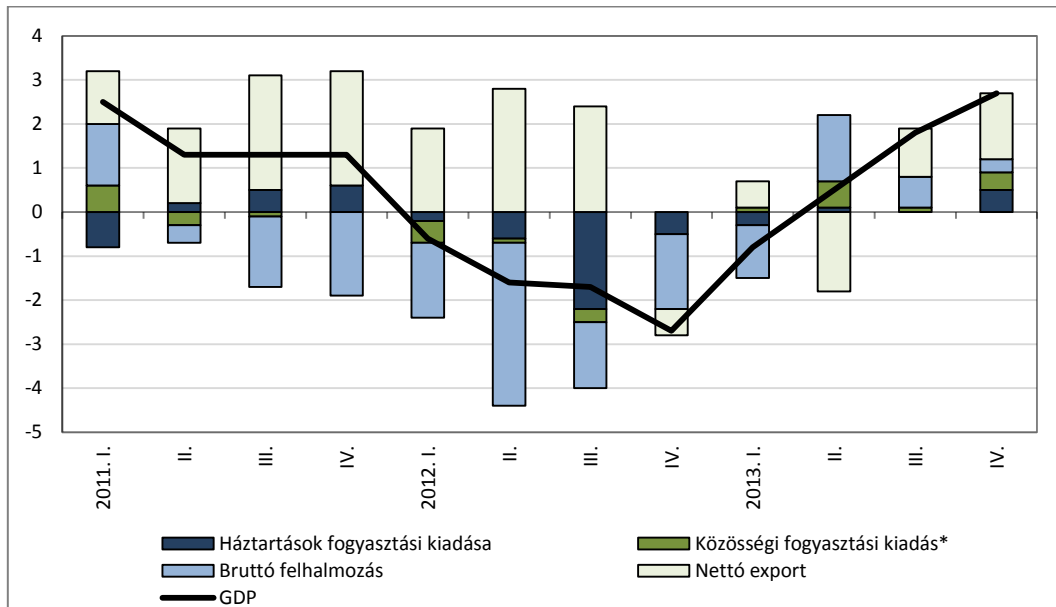
A GDP felhasználási oldalán a külső tételek kedvezőbben alakultak a decemberi prognózisunknál. A magyar gazdaság külkereskedelmi aktívuma tovább bővült 2013 utolsó negyedévében. Várakozásunkhoz képest több mint 1 százalékponttal dinamikusabb exportbővülést regisztrált a KSH, amely így megközelítette a 9 százalékos éves növekedést. A kivitel volumenének gyorsulása a 2012. év végén tapasztalt mélypont bázishatásának, illetve a javuló külső konjunktúrának tudható be. Az export bővülését továbbra is a járműiparhoz kapcsolódó árucsoportok biztosították, főként a gépek és szállítóeszközök. Ugyanakkor a feldolgozott termékek kivitelének emelkedése is a jármű-, valamint a vegyipar élénkülő külpiaci keresletéhez köthető. Az élelmiszerek, italok, dohány termékcsoporthoz is dinamikus bővülés történt a IV. negyedévben (sorozatban három negyedéve), összhangban a kedvező mezőgazdasági teljesítménnyel. 2013 egészét tekintve is ezek a termékcsoporthoz generálták az 5,3 százalékos kitevő exportvolumen-bővülést.

A hazai import növekedési üteme 2013 IV. negyedévében is elmaradt a kivitelétől, ami így hozzájárult a külkereskedelmi olló tágulásához. Decemberi előrejelzésünket 0,5 százalékponttal meghaladó, 7,6 százalékos éves importvolumen-növekedést regisztrált a KSH október–decemberben, ami jelentős gyorsulás az előző negyedévhez képest. Ez a folyamat elsősorban a fellendülő fogyasztással hozható összefüggésbe. A IV. negyedévben éves bázison a feldolgozott termékek, a gépek és szállítóeszközök, valamint az energiahordozók behozatala mutatott dinamikus növekedést. Az export és az import között fennmaradó pozitív növekedési különbözet és az export magasabb szintje miatt a nettó export 1,5 százalékponttal járult hozzá az év/év GDP-növekedéshez a IV. negyedévben, míg 0,4 százalékponttal az év egészében.

A belföldi felhasználás már az egymást követő harmadik negyedévben tudta érdemben növelni a gazdaság teljesítményét: a IV. negyedévben 1,2 százalékponttal járult hozzá a

bruttó hazai termék éves bázisú növekedési üteméhez. Ez a mutató 2013 egészében 0,7 százalékpontot tett ki, vagyis 2008 óta először fordult elő, hogy a belföldi felhasználás a külkereskedelmi egyenlegnél nagyobb arányban járult hozzá a növekedéshez.

7. ÁBRA: A FELHASZNÁLÁSI TÉTELEK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP NÖVEKEDÉSÉHEZ (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



* Tartalmazza a természetbeni társadalmi juttatást, függetlenül annak forrásától. Forrás: KSH

A háztartások fogyasztási kiadásának növekedése 2013. október–decemberében felgyorsult: éves összevetésben 1 százalékkal, negyedéves bázison szezonálisan és naptárhatással kiigazítva 0,4 százalékkal bővült. Ezzel 2013 egészében 0,2 százalékponttal nőtt a fogyasztási volumen. Ez nagyjából összhangban van a decemberi alappályánkon felrajzolt várakozással. A fogyasztás felgyorsulásában szerepet játszott, hogy a lakosság rendelkezésre álló jövedelme bővült. Ez a növekvő foglalkoztatottságnak, valamint a családi adókedvezmények nélkül számított nettó reálbér 3,7 százalékos bővülésének tudható be. Ugyanakkor a fogyasztásnak továbbra is gátat szab a folytatódó mérlegalkalmazkodás (az adósságállomány leépítése) és a magas óvatossági megtakarítások.

A javuló gazdasági kilátások következtében a háztartások bizalma fokozatosan emelkedik. A különböző fogyasztói bizalmi indexek már egy éve trendszerűen javulnak, sőt hosszú évek óta nem látott csúcsokra emelkedtek 2013 utolsó negyedévében és idén januárban. Mind az általános gazdasági helyzetre, mind a pénzügyi helyzet megítélésére vonatkozó szezonálisan kiigazított indikátor 2014 első hónapjában pozitívba fordult, vagyis már inkább optimisták a háztartások, amire 2006 óta nem volt példa. Mindezek azt jelzik, hogy a fogyasztásbővülés fennmaradására lehet számítani rövid távon. A megtakarításra vonatkozó bizalmi indikátorok is javulnak, de továbbra is mélyen tartózkodnak, ami tovább erősíti az óvatossági motívum és a mérlegalkalmazkodás hatásáról feltételezett képet.

A belső felhasználási tételek közül a II–III. negyedévekhez hasonlóan az október–decemberi időszakban is a bruttó állóeszköz-felhalmozás volt a gazdaság legfőbb hajtóereje. Éves összevetésben 10,4 százalékkal nőtt a beruházás a IV. negyedévben, szemben a korábbi negyedév 8,3 százalékaival. A növekedés azonban jelentős részben a tavalyi mélypontnak tudható be. A szezonálisan kiigazított adatok szerint ugyanis negyedéves bázison a III. negyedév után a IV. negyedévben is zsugorodott a volumen, rendre 0,6 és 0,8 százalékkal. A decemberi alappályánkhöz képesti jelentős eltérés főbb okai egyrészt az MNB által életre hívott Növekedési Hitelprogram (NHP) első szakasza jelentősebb áthúzó hatását tudható be, másrészt az erőteljesebb állami beruházásoknak. A negyedéves bázison lassuló bruttó állóeszköz-felhalmozás egyik oka az lehet, hogy az NHP második szakaszának októberi megnyitása még nem érezte hatását: a rendelkezésre álló 500 milliárd forintos keret csupán 10 százalékát kötötték le a kis- és középvállalkozások, vagyis az érdeklődés jelentősen elmarad az első programéhoz képest. Mivel a második programban főként beruházásokra nyújtanak alacsony kamatozású hiteleket (a keretösszeg csupán 10 százaléka lehet hitelkiváltás), és a határidő is hosszabb (2014. december 31.), így ez a korábbinál elnyújtottabb döntési és beruházási folyamattal jár. A bruttó állóeszköz-felhalmozás összességében 2,2 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez a IV. negyedévben, amelyet azonban ellensúlyozott a készletek csökkenéséből fakadó 1,9 százalékpontos negatív kontribúció. A 2013. évben a beruházási volumen 5,9 százalékos emelkedése önmagában 1 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedést, ezzel pedig az év egészében is a gazdaság legfőbb motorja volt.

A versenyszféra beruházási volumene 2013 utolsó negyedévében az egy évvel korábbihoz képest 4,8 százalékos növekményt mutat, ez azonban elmarad a III. negyedévben regisztrált közel 10 százalékos növekedéstől. Ez a Növekedési Hitelprogram első szakaszának kifizetésével és a második szakaszra jellemző visszafogott érdeklődéssel hozható összefüggésbe. A költségvetési szférában ezzel szemben közel 51 százalékos növekedést mértek, ami messze felülmúlja az előző negyedév 31,5 százalékos növekedési rátáját. A nemzetgazdaság beruházási tevékenysége így 14,9 százalékkal nőtt a IV. negyedévben, ezen belül a gép- és berendezésberuházások 16, az építési beruházások 14,1 százalékkal emelkedtek.

Az év utolsó negyedévében 48,2 százalékos beruházásbővülést regisztráltak a közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás ágban, amit az árvízvédekezéssel kapcsolatos nagyprojektek, középületek és közterületek felújítása, valamint a katasztrófavédelmi és rendvédelmi fejlesztések vezéreltek. Emellett 46,5 százalékkal nőtt a vízellátás ág beruházási volumene, főként a víztisztítási és csatornázási projekteknek köszönhetően. A nagy súlyt képviselő szállítás, raktározás nemzetgazdasági ágban mért 36,3 százalékos növekmény a járműbeszerzéseknek, továbbá az út- és vasútépítéseknek tudható be. Átlag felett bővült a beruházási teljesítmény az energetika ágban, ami egy többéves csökkenési trendet tört meg. A feldolgozóipari beruházások 11,5 százalékos év/év bővülése elsősorban a járműiparhoz és a kötődő beszállító ágazatokhoz köthető.

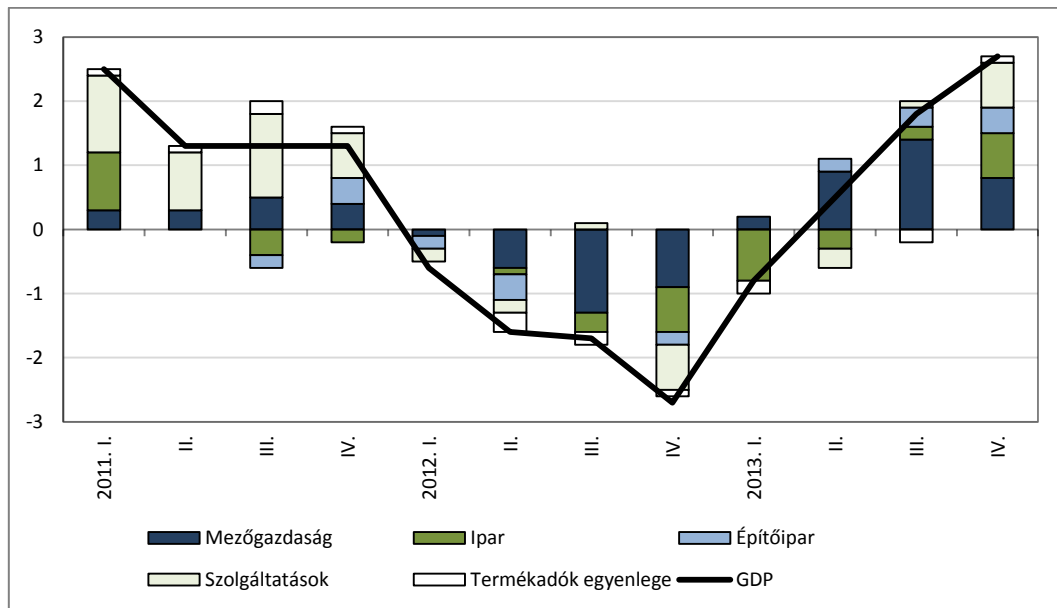
A 2013. év egészében a nemzetgazdasági beruházások volumene 7,2 százalékkal emelkedett. A versenyszférában 3,1 százalékos bővülést regisztrált a KSH, míg az állami beruházások 34 százalékkal bővültek. A tavalyi évben tapasztalt beruházási fordulat tehát elsősorban az állami tevékenységhez köthető. A gépberuházások és az építési beruházások 2013-ban rendre 8,5 és 5,9 százalékkal emelkedtek.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás bővülése a IV. negyedévben is jelentősen meghaladta a GDP növekedési rátáját, amelynek következtében tovább nőtt a szezonálisan és naptárhatással kiigazított beruházási ráta: az előző negyedévi 17,8-ről 18,1 százalékra. Ezzel megelőzzük az EU28-at (17,4 százalék) és utolértük Lengyelországot (18,2 százalék), ám a többi visegrádi országtól továbbra is 2,3 (Szlovákia) és 4,2 (Csehország) százalékponttal maradunk el. A hazai beruházási arány így az év eleje óta 1 százalékponttal nőtt.

A GDP-növekedést termelői oldalról vizsgálva fontos változás az előző negyedévekhez képest, hogy az utolsó három hónapban minden főbb ágazat teljesítménye javult éves bázison. Bár továbbra is a mezőgazdaság az elsődleges húzóágazat, az ipar, az építőipar mellett immáron a szolgáltatás is érdemben hozzájárult a GDP bővüléséhez. Ilyen kiegyensúlyozott növekedési szerkezetre a válság kitörése óta nem volt példa. A mezőgazdaság teljesítménye 2013 IV. negyedévében az előző évi alacsony bázist követően és a kiváló termésnek köszönhetően 22,2 százalékkal növekedett. Ezzel 0,8 százalékponttal járult hozzá az év/év GDP mutatóhoz. A mezőgazdasági bruttó hozzáadott érték 2013. évi 22 százalékos bővülése pedig 0,9 százalékponttal emelte a GDP-növekedést.

Az építőipar növekedése éves bázison számítva az év eleje óta gyorsul: a tavalyi év utolsó negyedévében 10,4 százalékos növekedést regisztrált a KSH. Negyedéves összevetésben a III. negyedévihez képest valamelyest lassult a növekedési ütem, de így is 2,2 százalékot tett ki. A teljesítmény fokozódásához továbbra is hozzájárul az egy évvel korábbi rendkívül alacsony bázis, továbbá a növekvő beruházási volumen. Az épületek, valamint az egyéb építmények építése egyaránt segítette a jó teljesítményt. Előbbi építménycsoportban az ipari építkezések hajtják a növekedést, míg a lakásépítések továbbra is csökkenő tendenciát mutatnak. Az egyéb építmények főcsoportban főként az állam által végzett infrastruktúra-fejlesztések (út- és vasútfelújítások, közműfejlesztések, árvízvédelem stb.) emelik az ágazat hozzáadott értékét. Az ágazat 0,4 százalékponttal segítette a negyedik negyedéves GDP-növekedést. 2013 egészében 0,2 százalékpont volt a hozzájárulása, ami a 7,4 százalékos volumennövekedés eredménye. Hasonló léptékű bővülésre utoljára 2005-ben volt példa az ágazatban. Az építőipar kilátásai is javultak az elmúlt negyedévben, amit az új építőipari szerződések volumenének folyamatos emelkedése jelez: a IV. negyedév végén már közel 60 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. Ezt főként a vasútfejlesztésre, a gyorsforgalmi úthálózat bővítésére és a közműfejlesztési munkákra kötött szerződések segítették. Az építőipari bizalmi indikátorok folytatták emelkedő tendenciájukat az elmúlt hónapokban, vagyis az ágazati teljesítmény rövid távon tovább fokozódhat.

8. ÁBRA: AZ EGYES ÁGAZATOK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP NÖVEKEDÉSÉHEZ (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: KSH

Az ipar folytatta a III. negyedévben megkezdett bővülését, és 2013 utolsó negyedévében az előző év azonos időszakához képest 3,3 százalékkal növekedett a hozzáadott érték. Az ipari teljesítmény dinamizálódását jól jelzi, hogy az előző negyedévhez képest 2,5 százalékkal nőtt az ágazat. A kedvező tendencia az utolsó negyedévben is főleg az exportteljesítménynek köszönhető, ami éves bázison dinamikusán, 9,2 százalékkal emelkedett az október–decemberi időszakban. A belföldi értékesítés a III. negyedévben tapasztalt stagnálást követően a IV. negyedévben – éves összevetésben – már 0,7 százalékkal növekedni tudott. A feldolgozóipar negyedéves bázisú növekedési rátája már négy negyedéve gyorsul, az október–decemberi időszakban 2,2 százalékot. Éves bázison az alág hozzáadott értékének növekedése 5,1 százalékot tett ki. A gyorsuló bővülés a közúti járműgyártás kedvező alakulásának köszönhető, ezen belül pedig egyértelműen az exportértékesítés volt a növekedés motorja, azonban már a belföldi értékesítés is nőtt éves bázison. A meghatározó súlyú ágazatok közül a gyógyszergyártásban, a számítógép, elektronikai, optikai termék gyártásában és a gép, gépi berendezések gyártása ágazatban regisztráltak jelentősebb csökkenést a negyedik negyedévben. Az utóbbi ágazatot kivéve ez az exportkereslet jelentős visszaesésének tulajdonítható. Az ipar egésze a IV. negyedévben 0,2 százalékponttal járult hozzá a bruttó hazai termék bővüléséhez.

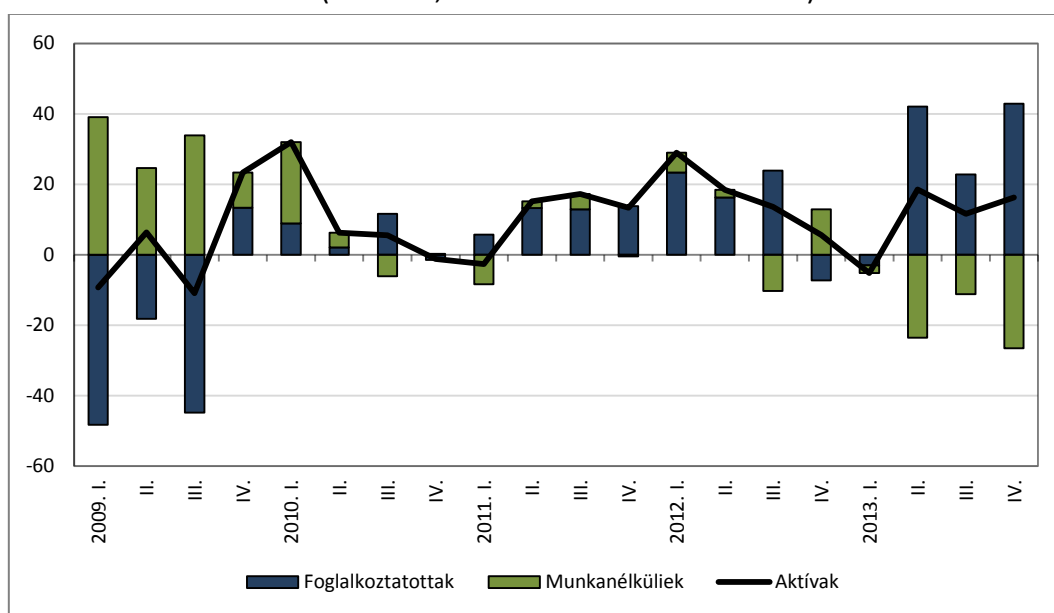
A szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke együttesen 1,3 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakának bázisán a IV. negyedévben, ami jelentős súlya miatt a GDP-növekedés rátáját 0,7 százalékponttal emelte. A tercier szektor javuló teljesítménye a belső kereslet bővülésével hozható párhuzamba. A legnagyobb súlyú ágazatok közül a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás hozzáadott értéke 2 százalékkal nőtt, főleg az utóbbi

nyomán. A szállítás, raktározás ág teljesítménye – összhangban az ipar növekedésével – 4,3 százalékkal emelkedett. Két további ág kivételével mindenhol a bruttó hozzáadott érték növekedését regisztrálták a IV. negyedévben: a pénzügyi, biztosítási tevékenység teljesítménye 1,7 százalékkal esett, amelyben továbbra is a lakosság és a vállalatok adósságleépítési folyamata játszik főszerepet. Az ingatlanpiaci feszültségek sem oldódnak, melyet jól jelez, hogy az ingatlanügyletek ágának hozzáadott értéke újabb 2,7 százalékkal zsugorodott.

Munkaerő-piaci folyamatok

A gazdasági aktivitás 2013 végén újra bővült, azaz már harmadik negyedéve folyamatos a növekedés. Az aktivitási ráta szezonálisan kiigazított értéke 57,9 százalékra emelkedett. A munkakínálatot az aktivitást ösztönző kormányzati intézkedések mellett (nyugdíjkorhatár emelése, rokkantsági feltételek és munkanélküli-ellátások szigorítása) továbbra is a közmunkaprogramok felfutása növelte. Emellett a Munkahelyvédelmi Akcióterv intézkedései is növelhették a munkaerő-piaci részvételt. A foglalkoztatottság a tavalyi év végén elsősorban a téli közfoglalkoztatási programok felfutásának köszönhetően bővülhetett, a versenyszféra munkaerő-kereslete visszafogott maradt.

9. ÁBRA: AZ AKTIVITÁS, FOGLALKOZTATÁS ÉS MUNKANÉLKÜLISÉG NEGYEDÉVES VÁLTOZÁSA
(EZER FŐ, SEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT)

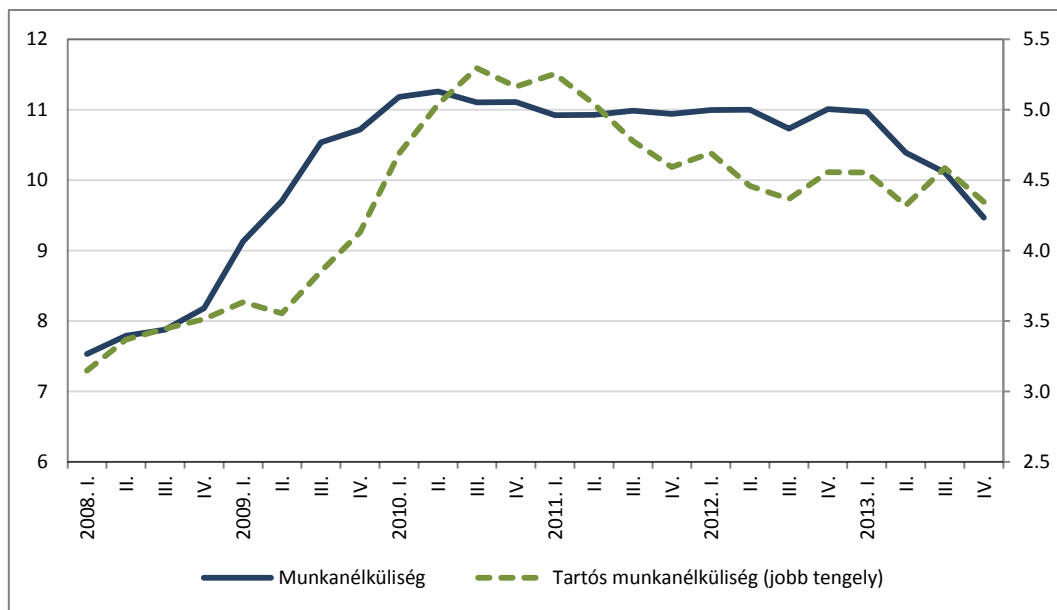


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A négy fő feletti vállalatok esetében az alkalmazásban állók száma 2013 IV. negyedévében szintén jelentősen bővült az előző negyedévhez képest. Az intézményi statisztikák alapján pedig már harmadik negyedéve nő a munkakereslet a versenyszférában is, azaz már mindkét munkaerő-piaci statisztikában lecsapódott a javuló gazdasági teljesítmény hatása. A bővülő kereslet mögött azonban jelentős óvatosság figyelhető meg. A ledolgozott munkaórák száma

csökken a túlórák visszafogásán keresztül, valamint a részmunkaidős foglalkoztatottság növekszik, azaz a vállalatok még bizonytalanok lehetnek a tartós fellendülésben, ami a teljes munkaidős foglalkoztatottak felvételével járhatna együtt. A költségvetési szektor foglalkoztatottságán már nem érezhető a Kormány költségcsökkentő intézkedéseinek a hatása, mivel éves szinten a közfoglalkoztatás nélkül számított alkalmazotti létszám stagnált a szférában. A közfoglalkoztatottak létszáma historikus csúcson volt 2013 IV. negyedében, amely az idei év elején is fennmaradhat. Hosszú távon azonban a közfoglalkoztatás ilyen nagy volumene a magas költségvetési kiadások miatt nem tartható fenn.

10. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLIEK ÉS A TARTÓS MUNKANÉLKÜLIEK ARÁNYA
(SZÁZALÉK, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



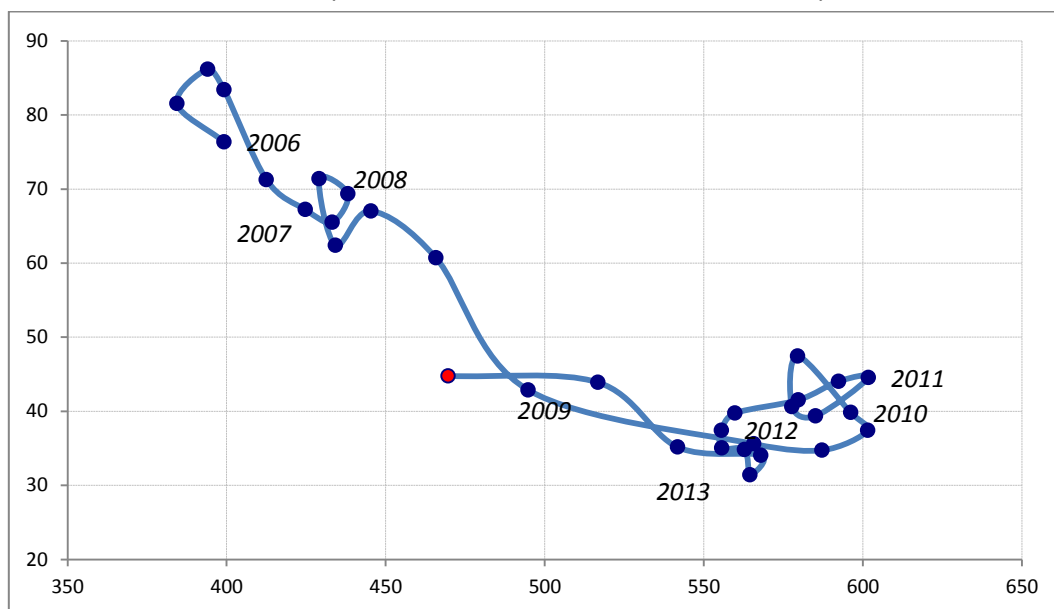
Forrás: KSH

A munkanélküliség szezonálisan kiigazított rátája 9,5 százalékra csökkent 2013 utolsó negyedében, vagyis az állástalanok aránya négyéves minimumon tartózkodott. Nemcsak az inaktívok száma zsugorodott a közfoglalkoztatásnak köszönhetően, hanem számos, rövid ideje munka nélkül lévő, gazdaságilag aktív ember is belépett az állami programokba. Hasonló ütemben csökkent a regisztrált álláskeresők száma is. Az idei év elején majdnem 200 ezerrel kevesebb álláskereső volt regisztrálva, mint tavaly januárban. Ez elsősorban a közfoglalkoztatáshoz köthető. A tartós munkanélküliek száma jelentősen csökkent az elmúlt negyedévben, amely akkor értékelhető pozitívként, ha az állami programokban huzamosabb ideig benn tudnának maradni.

A munkaerőpiac feszességét jellemző Beveridge-görbe alapján a munkaerőpiac egyre feszesebb, mivel a kiírt új, nem támogatott álláshelyek száma több mint 13 ezerrel nőtt egy év alatt. Ez alapján úgy látjuk, hogy a vállalatok erősödő munkakereslete a jövőben is fennmaradhat. A növekvő munkaerőigény még nem mutatkozott meg rögtön a bérek dinamikájában: a versenyszférában a bruttó átlagkeresetek 3,6 százalékkal nőttek az év

utolsó negyedében, ami az előző évek átlagához képest alacsonyabb ütemű. A visszafogottabb bérdinamikát a rekordalacsony infláció is befolyásolta. Összességében a bruttó bérek mindössze 2,8 százalékkal növekedtek.

11. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLIEK ÉS A TARTÓS MUNKANÉLKÜLIEK ARÁNYA
(SZÁZALÉK, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: NMH, Századvég-számítás

A bruttó átlagkeresetek legjobban az építőipar ágában nőttek. A feldolgozóiparban, a vendéglátásban és a kereskedelemben szintén átlag feletti volt a keresetek dinamikája. A közsféra bruttó bérei tavaly az utolsó negyedévben 2,4 százalékkal bővültek. A közfoglalkoztatás kiszűrését követően a költségvetési intézmények alkalmazottainak átlagkeresetei, bérkompenzáció nélkül, 7,8 százalékkal emelkedtek, ami a pedagógusok és az egészségügyi dolgozók béremelésének a következménye. A családi adókedvezmény figyelembevételével számított nemzetgazdasági nettó keresetek növekedési üteme 4,4 százalékos volt 2013 egészében, ami 2,6 százalékos reálbérbővülésnek felelt meg.

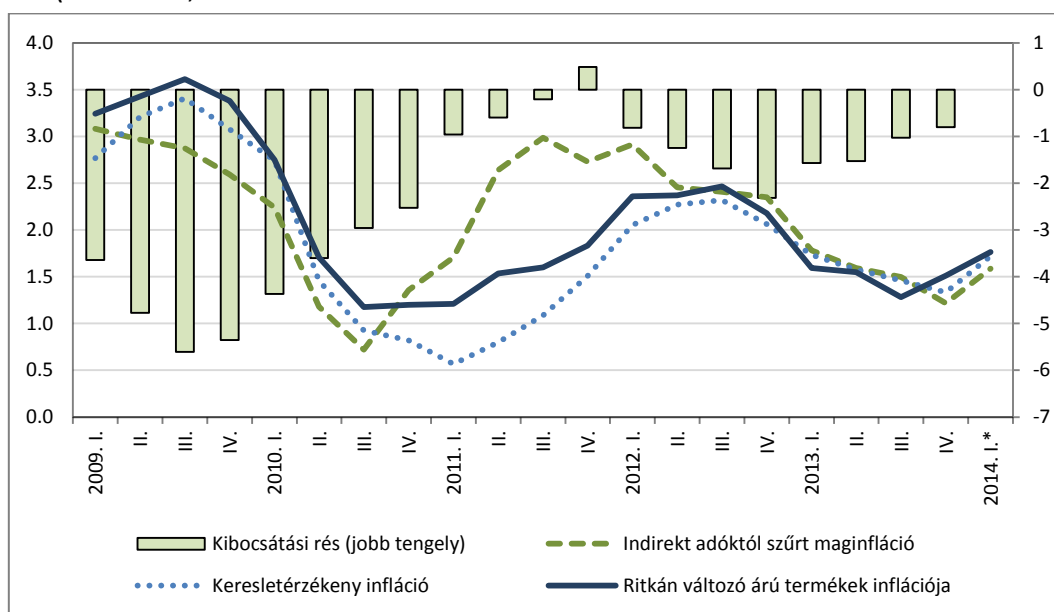
Infláció és monetáris kondíciók

A fogyasztóiár-index trendszerű csökkenése 2013 utolsó negyedében is fennmaradt. A IV. negyedévi 0,7 százalékos pénzromlási ütem megegyezik a decemberi prognózisunkkal. 2014 januárjában a mutató példátlan mélységbe süllyedt: éves összevetésben a fogyasztóiár-színvonal változatlan maradt, míg februárban emelkedett, de csupán 0,1 százalékot tett ki az infláció. A 2012 szeptembere óta tartó csökkenő trend megtörése az első rezsicsökkentés (villamos energia, gáz és távhő árának csökkentése) bázisból való kikerülésének tudható be. Az inflációs folyamatok továbbra is elmaradnak az MNB 3 százalékos inflációscél-szintjétől. A tartósan alacsony ütemű általános árszínvonal-emelkedés döntően még mindig a szabályozott árakhoz köthető: a 2013 júliusában (víz, csatorna, hulladékiszállítás díjának

csökkentése) és novemberében (villamos energia, gáz és távhő árának második körös csökkentése) életbe lépett közműdíjcsökkentések még éreztetik hatásukat.

Az idei év első két hónapjában a rezsicsökkentés mellett a ruházkodási és tartós fogyasztási cikkek árának éves bázison regisztrált csökkenése is árleszorító hatással bírt. Továbbá az üzemanyagok esetén is áresést regisztráltak a tavalyi magas bázis miatt. Mivel a gazdaság tényleges teljesítménye továbbra is elmaradt a potenciális szintjétől, így érvényesült a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása. Továbbra is érdemi árfelhajtó hatást gyakorolt a tranzakciós illeték megemlése és annak áthárítása: éves bázison a pénzügyi szolgáltatások 30–50 százalékos drágulást mutattak az elmúlt negyedévben. Februárban azonban jelentősen mérséklődött az áremelkedés üteme, amit a tavalyi évi magas bázis mellett a készpénzfelvétel ingyenessé tételének árleszorító hatása is segíthetett. Az inflációt ugyanakkor még mindig felfelé hajtja a dohányárak drágulása, főként a dohányárres megemlése miatt.

12. ÁBRA: A KIBOCSÁTÁSI RÉSRRE VONATKOZÓ BECSLÉSÜNK ÉS AZ INFLÁCIÓS TRENDMUTATÓK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK ÉS A POTENCIÁLIS GDP BÁZISÁN)



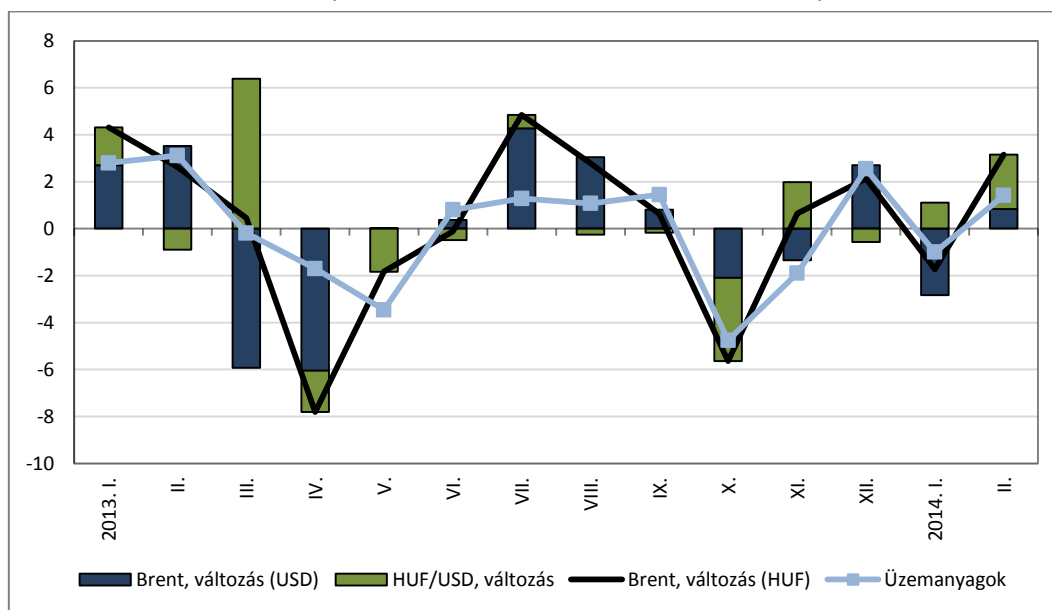
* Csak a januári és a februári adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB által kalkulált inflációs trendmutatók a IV. negyedévben mélypontra tartózkodtak, ám azóta egy emelkedő tendencia látszik kibontakozni. Jelenleg 1,7 százalék közelében alakulnak az indikátorok értékei. Az, hogy mindhárom mutató emelkedésnek indult, intő jel lehet a monetáris politika számára. A ritkán változó árú termékek inflációja már 2013. III. negyedéve óta gyorsul. Ez egy olyan lassú átárazódású termékkör árváltozását mutatja, ami a középtávú inflációs folyamatokat jól képes előre jelezni. Ennek folyamatos emelkedése tehát arra utal, hogy középtávon inflációs nyomás keletkezhet a gazdaságban. Ez is alátámasztja a kibocsátási rés alakulására vonatkozó legfrissebb becslésünket, amely alapján az output gap tovább szűkült, és kalkulációnk szerint 2013 utolsó negyedévében –

0,8 százalékon állt. A gazdaság ciklikus helyzete várhatóan rövid távon tovább javul, mivel a potenciális növekedést jelentősen meghaladó GDP-bővülést prognosztizálunk. Ennek hatására már akár 2014 végére bezárulhat a kibocsátási rés. A magyar gazdaságban így megszűnnek a keresleti korlátok, vagyis megjelenik a kereslet oldali inflációs nyomás.

A maginflációs kosáron kívüli termékek és szolgáltatások együttes éves áremelkedési üteme a korábbi hónapokhoz hasonlóan az infláció csökkenésének irányába mutat. A járműüzemanyagok ára a tavalyi év vége óta meglehetősen volatilis alakult. A 2014. januári 1 százalékos hó/hó visszaesést februárban 1,4 százalékos árnövekedés követte. Az elmúlt három hónapban így összességében drágult a termékkör ára, ami önmagában 0,1 százalékponttal emelte a februári egyhavi inflációs rátát. Az idei évben a forint dollárral szembeni kurzusának gyengülése vezérelte elsősorban az áremelkedést. A Brent típusú olaj egységára – jelentős ingadozások mellett – összességében csekély mértékben változott. Az energiahordozó hordónkénti ára a novemberi 108 után februárra 109 dollárra nőtt.

13. ÁBRA: AZ ÜZEMANYAGOK ÁRÁNAK VÁLTOZÁSA ÉS AZ AZT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ HÓNAP BÁZISÁN)

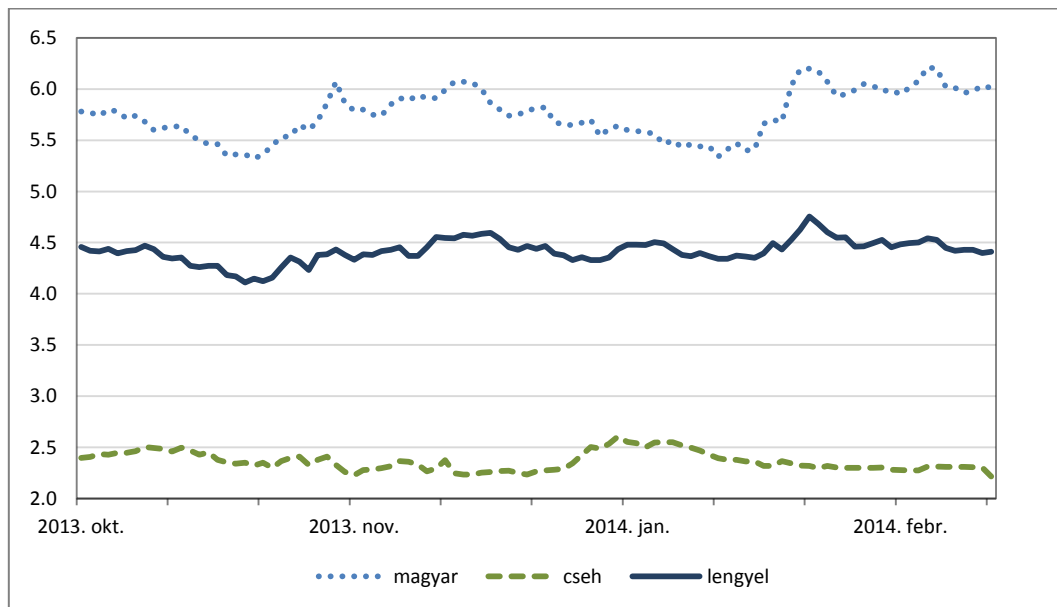


Forrás: Thomson Reuters, MNB, Századvég-számítás

Az élelmiszerek ára az előző év azonos időszakának bázisán mérve az előző negyedévben átlagosan csökkenést mutat. Begyűrűzött tehát a mezőgazdasági termelői árak drasztikus zuhanása: október és december között átlagosan 15 százalékkal esett a termékkör ára az egy évvel korábbihoz képest. A kedvező hazai mezőgazdasági termést és a jelenleg tapasztalható jelentős áresést figyelembe véve az elkövetkező hónapokban az élelmiszerek árának további csökkenésére számítunk éves összevetésben. Mindezek alapján az elmúlt hónapokban ezek a költségoldali inflációs hatások kioltották egymást. Ugyanakkor szintén költségoldalon, a szabályozott árak csökkentése (rezsicsökkentés) továbbra is érezteti hatását, és lefelé nyomja a pénzromlási ütemet, míg a banki költségek emelkedése felfelé hajtja az inflációt.

Télen is folytatódott a jegybank kamatvágási ciklusa, így február végére 2,7 százalékos szintre csökkent az irányadó ráta, azaz a jegybank összességében 2013. november 27-től kezdődően három lépésben 50 bázisponttal csökkentette azt. A Monetáris Tanács (MT) indoklása szerint idén és jövőre is folytatódhat a magyar gazdaság bővülése. Az erősödő gazdasági aktivitás mellett a kibocsátás elmarad potenciális szintjétől. Az inflációs nyomás középtávon mérsékelt maradhat. A nemzetközi befektetői hangulat változékonyan alakult az elmúlt időszakban, hazánk kockázati megítélése a régió más országaival együtt romlott. Hazánk helyzetét az MT ugyanakkor más feltörekvő országokkal összehasonlítva fundamentálisan erősnek tartja, sérülékenységét csökkenti a tartósan magas külső finanszírozási képesség, és az ennek nyomán csökkenő külső adósságállomány. Jelen helyzetben talán a CDS-felárak nem is annyira tükrözik a kockázatosabb piac kialakulását, mint a magasabb hozamok (10 éves állampapírok hozama) és legfőképpen a gyengülő és volatilisabb forintárfolyam.

14. ÁBRA: A 10 ÉVES ÁLLAMKÖTVÉNYEK HOZAMA A RÉGIÓBAN (SZÁZALÉK)



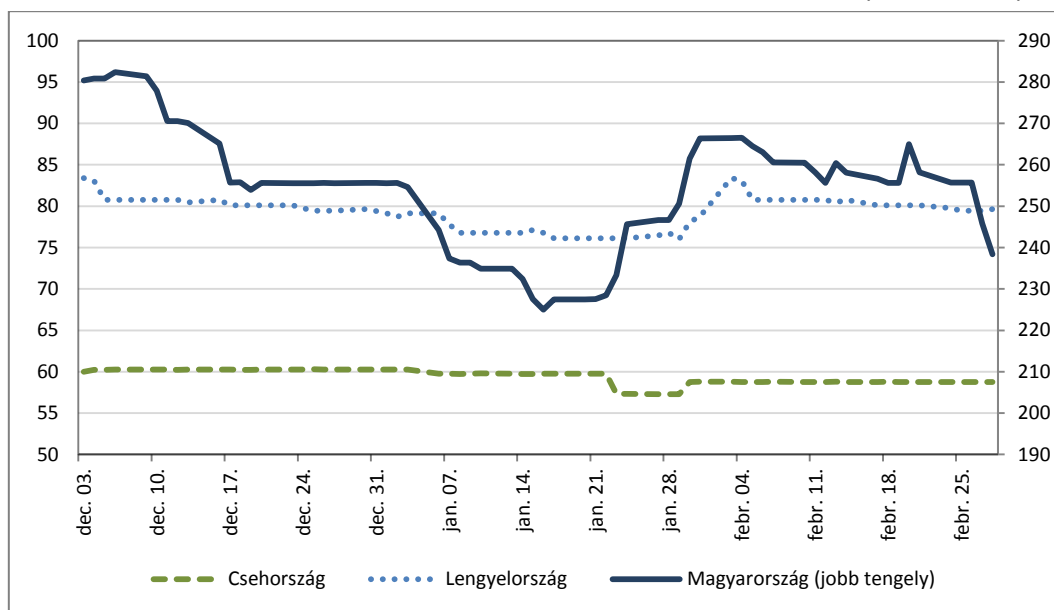
Forrás: Thomson Reuters

Az MNB Monetáris Tanácsának megítélése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság óvatos monetáris politikát indokol. Elismerik egyfelől, hogy a nemzetközi befektetői hangulat a Fed eszközvásárlási programjának folytatódó lassítása (jelenleg 65 milliárd dollárra csökkent ez az összeg) és a feltörekvő gazdaságok romló kockázati megítélése következtében változékonyan alakult, számos feltörekvő piaci deviza jelentős nyomás alá került. Másfelől azonban a Monetáris Tanács a kamatcsökkentési ciklus folytatásának szükségességéről és lehetőségéről a makrogazdasági kilátások és a kockázati megítélés alakulásának átfogó értékelése alapján, a márciusi előrejelzés alappályájának és kockázati forgatókönyveinek ismeretében dönt. Tekintettel arra, hogy az alacsony inflációs ráta csak rövid távon marad fenn, felmerül a kérdés, hogy a

folyamatos kamatcsökkentés leértékelődést és árfolyam-volatilitást indukáló hatása vajon kisebb-e, mint annak pozitív hozadéka.

A forint árfolyama az euróval szemben a december eleji 302-ről február végére 310 forintra gyengült. Ez a folyamat két részből tevődött össze. Egyrészt a nemzetközi környezet következménye, ahol a feltörekvő országokat hasonlóan kezelték, azaz pl. a törökországi árfolyamgyengülés és az ukrán konfliktus a hazai piacon is érezte hatását. Másrészt a jegybank elsősorban az alacsony hazai inflációs környezettel indokolva további kamatvágásokat eszközölt. A hazai jegybank a piacokat meglepve nem interveniált verbálisan sem, amit a piac úgy értelmezett, hogy az MNB alacsonyabb árfolyamot sem tart kedvezőtlennek. Egy gyengébb árfolyam kialakulásánál az egyik aspektus lehet a devizahitelek szerződéseiben alkalmazott legmagasabb árfolyam, amely felett az állam viseli a kockázatot, azaz a további árfolyamgyengülésből származó költségek az államot terhelik. Ez a küszöb az euróárfolyamnál 340, a svájci franknál 270, míg a japán jennél 3,3 forint. Az országkockázatot kifejező ötéves magyar CDS értéke 41 bázisponttal csökkent az elmúlt három hónap folyamán. Mindeközben a régióban sem változott érdemben a kockázati megítélés e mutatója.

15. ÁBRA: AZ 5 ÉVES CDS-FELÁRAK VÁLTOZÁSA A RÉGIÓBAN (BÁZISPONT)

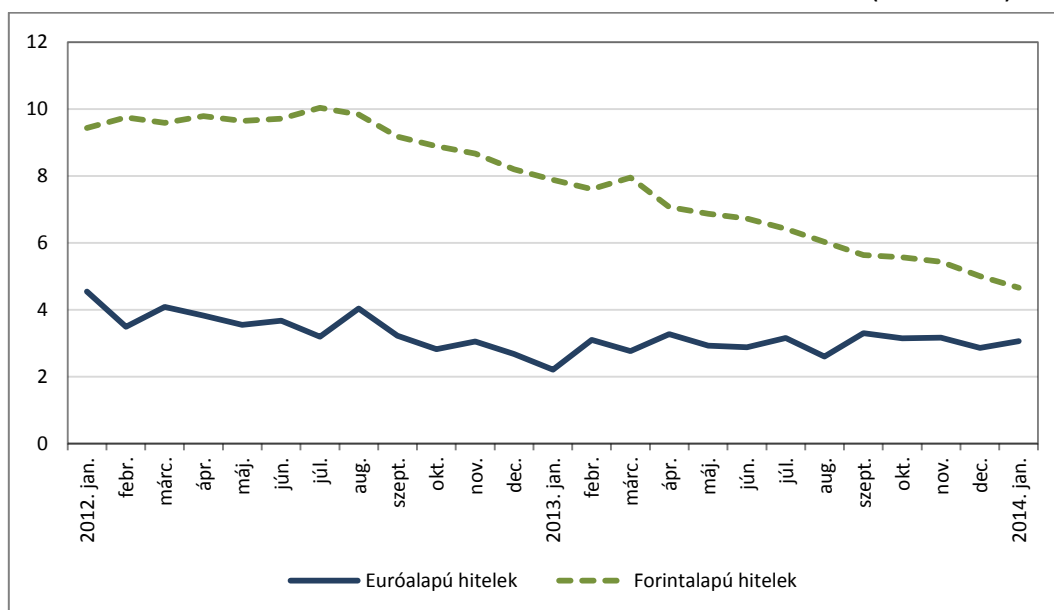


Forrás: Thomson Reuters

A jegybanki kamatvágással összhangban az október–januári időszakban összességében 91 bázisponttal mérséklődtek a vállalatok számára nyújtott forinthitelek kamatai, miközben az euróhiteleké 9 bázisponttal csökkent. Ezzel a 2012 augusztusa óta tartó kamatvágási ciklus alatt összesen 517 bázisponttal mérséklődött a cégek által felvett forinthitelkamatok szintje, míg az euróalapú kamatoké átlagosan 97 bázisponttal csökkent. A korábban kihelyezett forintkölcsonök kamatterhének változása vegyesen alakult. A lakossági szegmensben a fogyasztásihitel-piacon az elmúlt hónapokban magasabb kamatokat regisztráltak: közel 100 bázisponttal magasabb kamattal lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni

2014 januárjában, mint három hónapja. A lakáscélú kölcsönök esetén ezzel szemben 84 bázispontra tehető a kamatesés.

16. ÁBRA: A VÁLLALATI ÚJ HITELEK KAMATAINAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)

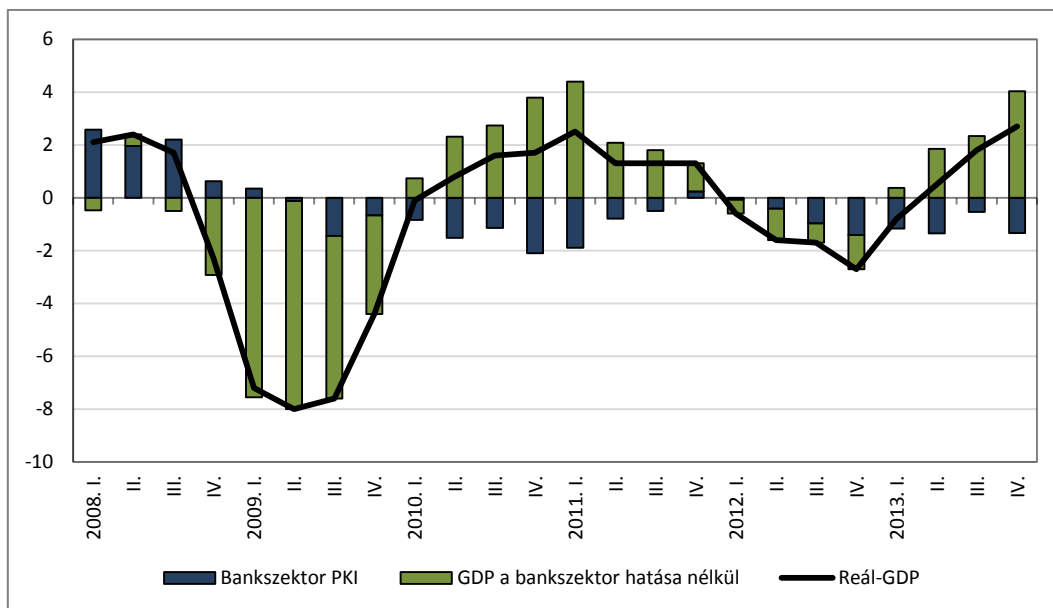


Forrás: MNB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, mely a bankszektor és a monetáris kondíciók éves GDP-növekedésre gyakorolt hatását számszerűsíti. Ezen belül a bankszektorra számított index éves növekedési üteme azt mutatja meg, hogy mennyi a bankrendszer hozzájárulása a reál-GDP növekedési üteméhez. A jegybank számításai szerint 2013 IV. negyedévében a kedvezőbb kamatkörnyezet ellenére a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása nőtt. A bankszektor teljes hatása $-1,34$ százaléknak felelt meg, vagyis amennyiben nem esett volna vissza a hitelezés, úgy ennyivel magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna 2013 negyedik negyedévére vonatkozóan (17. ábra).

A lakossági hitelezést tekintve elsősorban továbbra is kereslet oldali problémáról beszélhetünk, habár a gazdaság élénkül és a fogyasztói bizalmi indexek is emelkednek, ugyanakkor az óvatossági motívum továbbra is erős. Ezzel szemben a vállalati hitelezés visszaesésében keresleti és kínálati tényezők egyaránt szerepet játszanak. A gyorsuló, de törékeny gazdasági növekedés miatt a cégek kívánnak beruházási döntéseikkel, a bizonytalanságot pedig növeli a közelgő parlamenti választás is, amely mellett a bankok kockázatkerülése szigorú hitelfeltételeket, vagyis alacsony kínálatot eredményez.

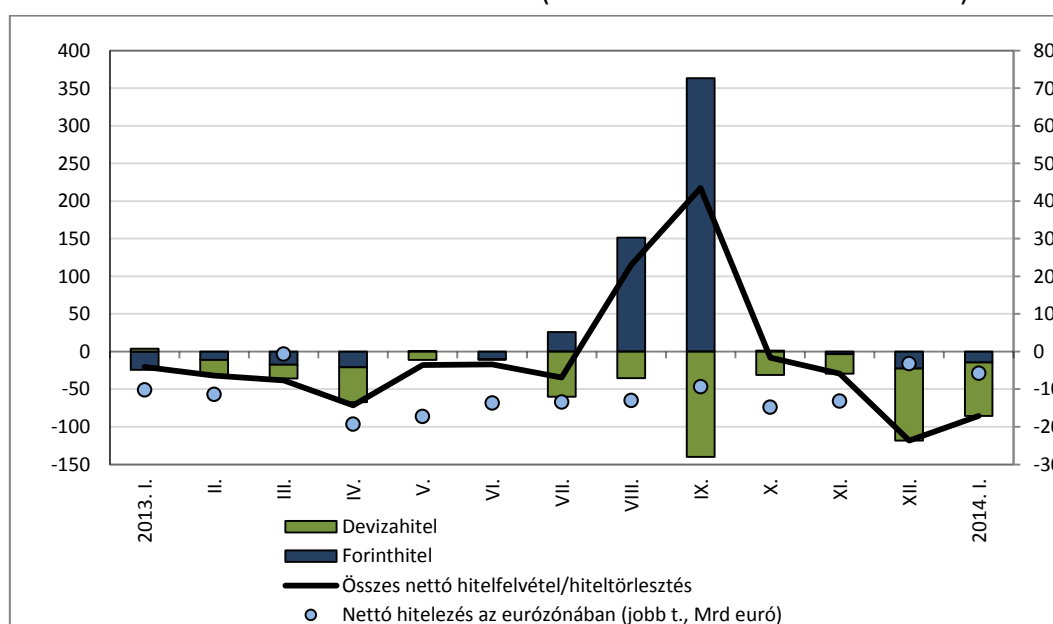
17. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A hitelezési korlátok enyhítését célozta az MNB Növekedési Hitelprogramja, amelynek korábbi kiugró pozitív eredményeit a negyedik negyedévben már nem sikerült elérni. A szezonálisan szűrt számok alapján a január végi nettó forint hitel-törlesztés 14,3 milliárd forintnak felelt meg. Mindez azt jelenti, hogy ismét a kölcsönök törlesztése volt a dominánsabb folyamat a forintban denominált ügyleteknél. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke összesen -71,2 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódó januári teljes nettó hitelezés így -85,5 milliárd forintnak felelt meg.

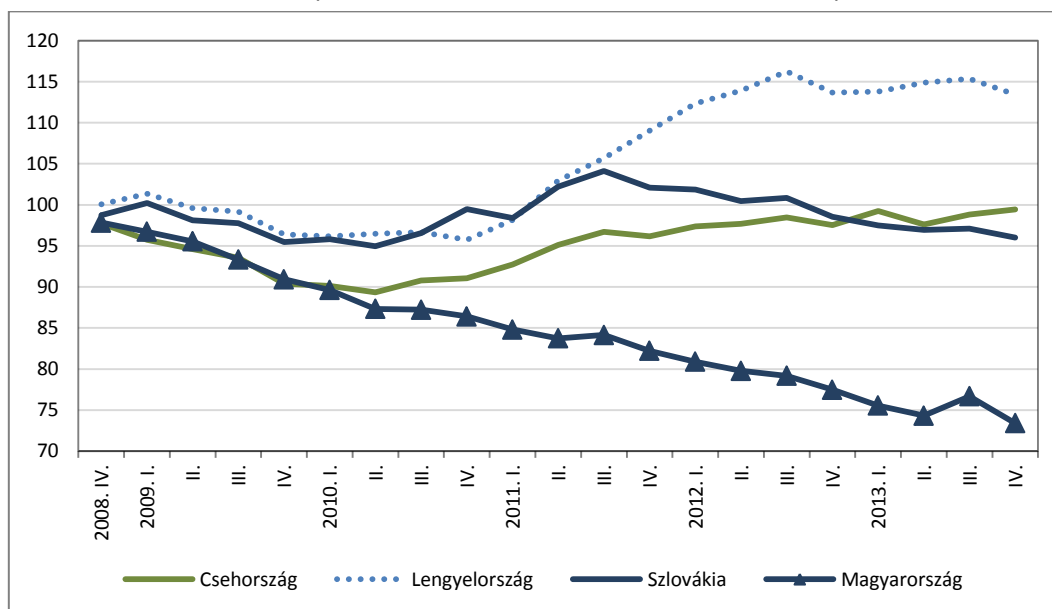
18. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Régiós összehasonlításban is jelentősen alacsony a vállalati hitelezés szintje Magyarországon. Az elmúlt év negyedik negyedévében az NHP-re csekély érdeklődés volt, ennek következtében nem folytatódott a harmadik negyedévben megindult kedvező hitelezési folyamat.

19. ÁBRA: A VÁLLALATIHITEL-ÁLLOMÁNYOK ALAKULÁSA NEMZETKÖZI ÖSSZEHASONLÍTÁSBAN (2008. OKT. = 100%, ÁRFOLYAMSZŪRT)



Forrás: MNB

Az MNB adatai szerint 2013 negyedik negyedévében a lakossági szegmensben tovább romlott a 90 napon túl késedelemben lévő (nemteljesítő) hitelek aránya: 18,8 százaléknak felelt meg a teljes állományhoz viszonyított ráta. A részletes adatokat vizsgálva kiderül: főleg a devizahiteleknél romlott tovább a helyzet. A korábbi időszakban is megfigyelhető volt, hogy újabb devizamentő csomag ígéretekor romlott a törlesztési morál. Ez történhetett a negyedik negyedévben is, amikor végül az árfolyamgát kiszélesítését vezették be. A devizalakáshiteleknél 17,4 százalékosra emelkedett a 90 napon túl nemteljesítő kölcsönök aránya, ami történelmi rekordnak számít, szintén maximumon, 28,4 százalékon van a szabad felhasználású deviza-jelzáloghiteleknél ez az arány. A forintkölcsönök piacán viszont valamivel jobban alakult a helyzet. A piaci alapú forintlakáshiteleknél a nem teljesítő kölcsönök állománya kismértékben csökkent 2013 utolsó három hónapjában, és aránya a teljes portfólión belül 15 százalék alá süllyedt, ami még mindig nagyon magasnak számít.

Az MNB adatai szerint 2013. október–december között 14 milliárd forintos nyereséget jelentett a bankszektor, így az elmúlt évben összesen 68 milliárd forintos adózás utáni eredményt ért el. Az előző negyedévhez képest javult a kamateredmény, továbbá jelentősen javult (megduplázódott) a hitelintézetek jutalékeredménye is. A jutalékeredmény az egy évvel korábbi értékhez képest 145 milliárd forinttal lett magasabb. A kedvezőbb kamateredmény továbbra is abból fakadt, hogy a bankok kamatráfordításait nagyobb

mértékben tudták csökkenteni, mint amilyen mértékben visszaestek kamatbevételeik. A jutalékeredmény növekedésében a tranzakciós illeték áthárítása is szerepet játszhatott. A hitelintézetek tőke megfelelési mutatója kismértékben javult, 17-ről 17,9 százalékra, ami jelentős mértékben meghaladja a minimálisan előírt tőke megfelelési szintet, és jelentős tőkepuffer a bankrendszer számára.

A Növekedési Hitelprogram második szakasza 2013 októberében indult 500 milliárdos keretösszeggel, amely 2000 milliárdos nagyságúra bővíthető. Az első szakaszban nyújtott több mint 700 milliárdos hitelhez képest a kisebb keretösszeg is nagyobb hatást gyakorolhat a gazdasági növekedésre, mivel a keretösszegnek csak maximum 10 százaléka fordítható korábbi hitel kiváltására, így magasabb lesz a beruházásokra felvett kölcsönök aránya. 2014. február 21-ig a programban részt vevő partnerek mintegy 50,2 milliárd forintnyi szerződésről nyújtottak be adatszolgáltatást az MNB-nek, ami 1292 vállalkozáshoz kapcsolódóan 1497 hitelügyletet jelent. A program igénybevétele tekintetében inkább 2014 második negyedévéől várható felívelés, így a hitelfelvételek nagyobb részére 2014 második felében kerülhet majd sor, ami az EU-s támogatásokból befolyó összegek hozzávetőlegesen nyárra várható megismerése mellett a beruházásokat általában jellemző szezonálisnak is tulajdonítható.

Az új hitelek esetében a beruházási célúak részesedése 55 százalék, az új forgóeszközhitelké 39 százalék, míg az EU-s támogatások előfinanszírozására nyújtott hitelek aránya 6 százalék. A jegybank arra számít, hogy a teljes 500 milliárdos keretösszeget lehívják az év végéig.

A várható makrogazdasági pálya

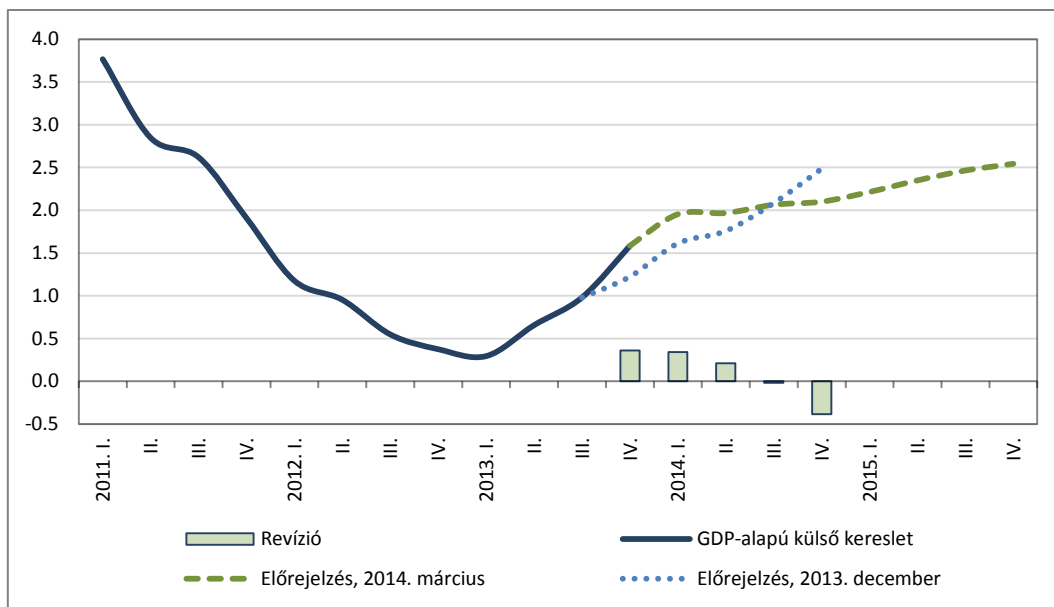
Feltevésünk alakulása

A magyar kivittel szemben megnyilvánuló, GDP-alapú külső kereslet a tavalyi év IV. negyedévében egyértelmű pozitív meglepetést okozott a decemberben felvázolt prognózisunkhoz képest. Hazánk legfontosabb külpiaci partnerei – döntően az EU28 tagállamai – gyorsuló növekedést regisztráltak, vagyis gazdasági teljesítményük tovább javult október–decemberben. A növekedés rátája azonban továbbra is elmarad a historikus átlagtól, melyért a fejlett piacokra jellemző adósságleépítési folyamat mellett a kedvezőtlen munkaerő-piaci helyzet is felelős. A fogyasztói bizalom folytatódó erősödése ugyanakkor már a külpiacok belső keresletét is élénkíti, ami ezen keresztül serkenti a magyar kivitel teljesítményét.

A piaci bizalom alakulását főként a monetáris politika mozgatta az előző negyedév folyamán. Bár a Fed megkezdte kötvényvásárlási programja volumenének csökkentését (a korábbi havi 85 helyett, kétlépcsős visszafogás után, jelenleg 65 milliárd dollár), továbbra is jelentős likviditás tapasztalható a piacokon. Az EKB is fenntartotta az alacsony kamatkörnyezetet, bár újabb ösztönző lépést továbbra sem vezetett be. Ahogyan azt várni lehetett, mindezek elsősorban a fejlődő piacokon okoztak pénzügyi turbulenciákat. Nem várt negatív esemény

volt ugyanakkor az Ukrajnával kapcsolatos feszültség, mely átmenetileg rontja a teljes fejlődő régió konjunkturális kilátásait a befektetői aggodalom felerősödése nyomán. Összességében azonban az előző negyedévhez képest érdemben nem változott a globális világképünk. A pénzügyi korlátok mérsékelt enyhülésére és fellendülő konjunktúrára számítunk, ami tovább erősítheti a belső keresletet a főbb partnereinknél. 2014 egészében a decemberivel megegyező, 2 százalékos aggregált növekedést prognosztizálunk a legfőbb külkereskedelmi partnereinknél, bár a korábbihoz képest egy kezdetben lendületesebb, majd a bázishatás miatt lanyhább lefutást valószínűsítünk.

20. ÁBRA: A GDP-ALAPÚ MAGYAR KÜLSŐ KERESLET NÖVEKEDÉSE
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: Századvég-számítás

A 2015-re vonatkozó prognózisunkat elsősorban a munkaerő-piaci helyzet javulása, a hitelezési helyzet lassú helyreállása, a belső felhasználás erősödése határozza meg külpiazi szempontból. Ez utóbbit segíti a fejlett régióban tartósan alacsonyán ragadó infláció és az ennek megfelelő laza monetáris politika. Ebből fakadóan a külső kereslet további, mérsékelt bővülésére számítunk a jövő évben. A külső konjunktúrát ugyanakkor továbbra is főként negatív kockázatok övezik: a fejlődő világ lassulása és a szűkülő likviditás. A legfőbb külkereskedelmi partnereinknél 2015-ben a súlyozott GDP-növekedés 2,4 százalékos bővülésére számítunk.

A mezőgazdasági termelőiár-indexre vonatkozó feltevésünket a decemberihez képest enyhén lefelé módosítottuk 2014-ben, melynek oka a IV. negyedév rendkívüli mértékű áresése. A magas bázis miatt az árcsökkenés az idei év első felében folytatódik, a második fél évtől emelkedésre számítunk. 2014 egészében 0,2 százalékos árcsökkenéssel kalkulálunk az alappályán, míg 2015-ben feltételezésünk szerint éves bázison 5 százalékkal nőnek az árak.

A Brent típusú olaj hordónkénti határidős jegyzésének árai a 2013 negyedik negyedévében tapasztalt 109,5 dolláros szinthez képest 2015 végéig csökkenést, 105 dollár alatti szinthez történő konvergenciát vetítenek előre. A következő két évben keresleti és kínálati oldalon is mutatkoznak az olajár csökkenését és erősödését indukáló tényezők. Az olaj keresletét növelheti az élénkülő világgazdasági konjunktúra, illetve a Fed monetáris lazító programjának folyamatos kivezetése is a nyersanyagárak emelkedése irányába hathat. Ugyanakkor az Iránnal szembeni szankciók részleges feloldása után világpiacon kerülő olaj, a líbiai export ismételt megindulása, valamint az USA olajkitermelésének felfutása lefelé irányuló nyomás alá helyezheti az energiahordozó árát. A határidős indexek azt mutatják, hogy a befektetők az árcsökkenés irányába ható tényezőket érzik erősebbnek. A hordónkénti 100 dollár körüli olajár a kitermelés döntő részét adó OPEC-országok számára is deklaráltan kedvező, ami erősíti az árak említett értékhez való közeledését. A 2013 vége óta tartó, 2014 februárjában kritikussá váló ukrán–orosz ellentét rövid távon feszültséget teremthet a nyersanyagpiacokon, ugyanakkor a határidős árak alapján a spot árakba beépülő sokkot kétéves időtávlatban nem árazták be. A fentiek alapján 2014-ben átlagosan 108, míg jövőre 105,5 dolláros hordónkénti átlaggárral számolunk az alappályánkon.

A hazai kockázati környezetet és a monetáris politika mozgásterét rövid távon elsősorban a fejlett régiók monetáris politikája befolyásolja. Az EKB jelzései szerint a korábbinál hosszabb ideig fennmaradhat a rendkívül laza állapot. Eközben a Fed megkezdte kötvényvásárlási programjának lassú kivezetését, amit felgyorsíthatnak az elmúlt időszakban beérkezett kedvező munkaerő-piaci adatok. A likviditásbőség szűkülése felerősítheti a fejlődő országokban a tőkekiáramlást, ami megemeli a kockázati prémiumokat. 2015 második felétől elképzelhető a monetáris politika szigorodása is. A fentiek nyomán a teljes előrejelzési horizonton ható, enyhe kockázatiprémiüm-sokkot építettünk be a modellünkbe.

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

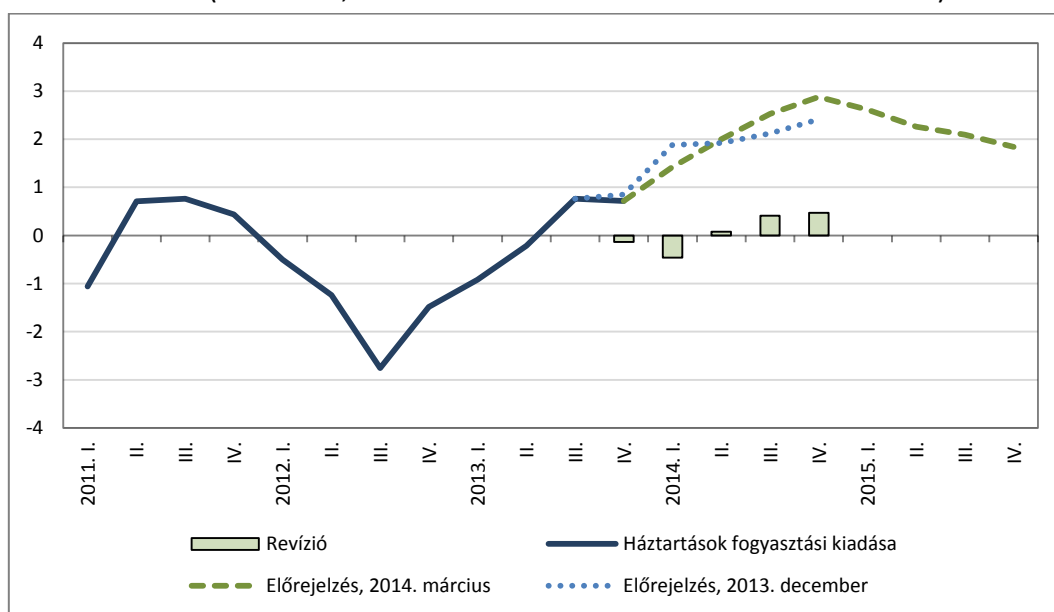
A magyar export teljesítménye a tavalyi IV. negyedévben pozitív meglepetést okozott. A főbb külkereskedelmi partnereink gyorsuló gazdasági kilábalása erőteljesen segítette az ipari exportot. A javuló növekedési kilátások hatására az export volumenének bővülése magasabb lehet, mint decemberben vártuk. 2014-ben 5,7 százalékos növekedést valószínűsítünk. Jövőre a külpiacon a pénzügyi és a munkaerő-piaci feszültségek oldódásával és a bizalom helyreállításával a belső keresletre helyeződik a hangsúly. Mindez lecsapódik a magyar export növekedési kilátásaiban is: 2015-ben 6,1 százalékos bővülést várunk.

Az import is dinamikusabban nőtt 2013 utolsó három hónapjában, mint decemberben számítottuk. A gyorsabb exportbővülés, a fellendülő belső felhasználás lecsapódott a hazai behozatal alakulásában. Ugyanezen hatások alakíthatják az import teljesítményét 2014–2015 folyamán. Az export, a fogyasztás és a beruházás növekedésének következtében megnő a hazai importigény is, sőt a teljes előrejelzési horizonton gyorsabb ütemben bővíülhet, mint a kivitel. 2014 egészében 6,1, jövőre 6,6 százalékos importnövekedésre számítunk.

A fentiek alapján a hazai külkereskedelem áruforgalmi egyenlege továbbra is pozitív marad, mivel az export szintje messze meghaladja a behozatalét. Ugyanakkor 2013-hoz képest idén némileg csökkenhet a külkereskedelmi aktívum, és a decemberi előrejelzésünkhöz képest is enyhe negatív revíziót hajtottunk végre. 2014-ben és 2015-ben 6,8–6,9 milliárd eurónak megfelelő áruforgalmi többletet várunk. A nettó export tehát a teljes előrejelzési horizonton pozitívan járul hozzá a gazdaság növekedéséhez.

A háztartások fogyasztási kiadásának bővülését tavaly még jelentősen visszafogta az adósságállomány leépítése és az óvatossági megtakarítás. Ezek a hatások 2014-ben már enyhülhetnek, amire a fogyasztói bizalmi indikátorok erősödése is utal. Az előző negyedév óta beérkezett új adatok és információk azonban nem írták át jelentősen a fogyasztás várható alakulásáról alkotott képünket: idén tartós fordulatra, a fogyasztási kiadások 2,2 százalékos növekedésére számítunk. Ez 0,1 százalékponttal magasabb, mint a decemberi prognózisunk. A dinamikus fogyasztásbővülést a munkaerő-piaci helyzet javulása, a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése (növekvő foglalkoztatottság, alacsonyabb infláció, emelkedő reálbérek, újabb rezsicsökkentés) és a növekvő bizalom együttes hatása indokolja. A legnagyobb belső felhasználási tétel prognózisunk alapján jövőre szintén 2,2 százalékkal emelkedik, amely ezzel már meghaladja a reálbérek növekedési ütemét is. Arra számítunk tehát, hogy 2015-ben a kedvező gazdasági kilátások hatására, a pénzügyi korlátok enyhülésének következtében a fogyasztói optimizmus erősödik, így a mérlegalkalmazkodás a szektorban megszűnik. A fogyasztás növekedési rátájának lefutását jövőre egyrészt a bázishatások, másrészt a hosszú távú trendhez történő visszaigazodás vezérlik.

21. ÁBRA: A HÁZTARTÁSOK FOGYASZTÁSI KIADÁSÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK*
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



* Szezonálisan kiigazított adatokból számított volumenindexek. Forrás: KSH, Századvég-számítás

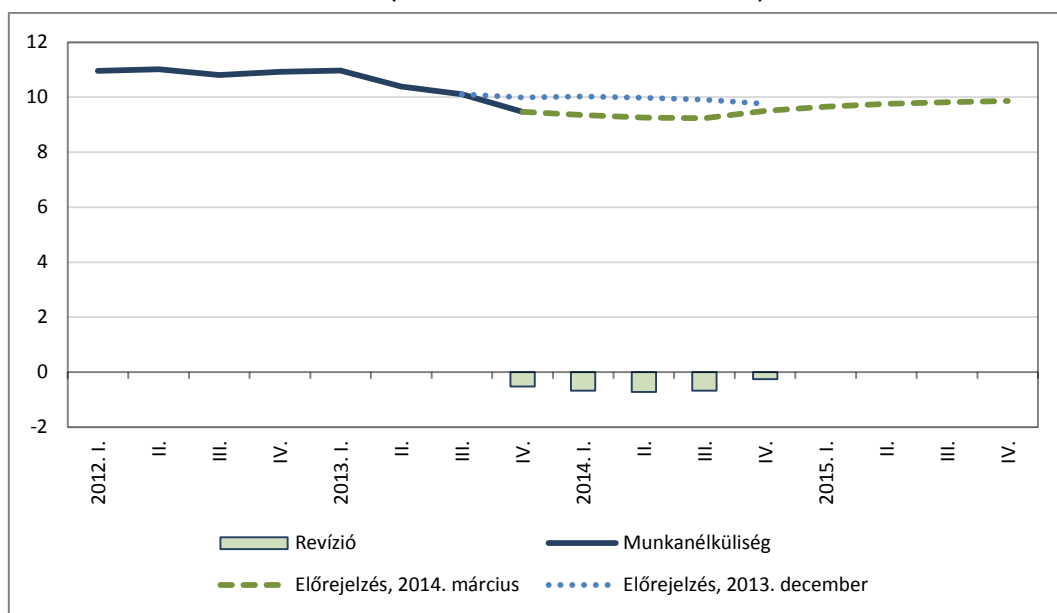
A közösségi fogyasztás esetében, ahogyan tavaly, úgy az idén is vegyes kép várható: 2014 egészében a kormányzati fogyasztás bővülését némileg ellensúlyozza a természetbeni társadalmi juttatások szűkülése, de összességében pozitív hatást gyakorolhat a végső fogyasztásra és a GDP-növekedésre. Jövőre a közösségi fogyasztás enyhe szűkülésére számítunk, ami visszafoghatja a gazdasági teljesítményt.

A beruházások területén a 2013. évben tapasztalt fordulat a hitelkínálati feltételek enyhülésének, a csökkenő kamatkörnyezetnek köszönhető. Ebben nagy szerepet játszott az MNB Növekedési Hitelprogramjának első szakasza. Emellett azonban erőteljesebb volt az állami beruházások bővülése, mint azt vártuk. Mindezek hatására decemberben jelentősen alulbecsültük a 2013. évi bruttó állóeszköz-felhalmozást. A 2014. évre vonatkozó előrejelzésünk negatív irányú revíziója tehát egyrészt a magasabb tavalyi évi bázisból fakad. Továbbá a második, jelenleg 500 milliárd forintos keretösszegű MNB-program népszerűsége jelentősen alulmúlja korábbi várakozásunkat. Ebben szerepet játszhat egyrészt a beruházások szezonalitása, valamint az is, hogy a vállalatok kivárnak beruházási döntéseikkel a második fél évig, amikorra már ismertté válnak a 2014–2020-as európai uniós pályázatok részletei. Az is közrejátszhat az NHP második szakasza iránti lanyha érdeklődésben, hogy az új feltételek szerint a rendelkezésre bocsátott keretösszeg csupán 10 százaléka lehet kiváltó hitel, míg a fennmaradó összeg beruházásokra fordítandó. A program tehát elsősorban már a beruházásokat ösztönözné, amelyek azonban hosszabb tervezést igényelnek. Mindezek alapján úgy látjuk, hogy a program hatásai csak az idei év végén jelentkezhetnek, és a korábbinál kisebb mértékű és elnyújtottabb beruházásbővülést generálnak. Összességében a beruházások bővülési rátája 5,8 százalékos lehet 2014 egészében. Ennél alacsonyabb, 4,2 százalékos kitevő beruházásnövekedést várunk 2015-ben, melynek okai a magas bázis, az NHP kifutása (2014. december 31-ig él a program), az állami beruházások visszafogása és az emelkedő kamatkörnyezet. A beruházások a teljes előrejelzési horizonton a GDP-nél dinamikusabban bővülnek, így a beruházási ráta 2015-re megközelítheti a 19 százalékos.

A GDP 2013. IV. negyedévi növekedése – döntően a nettó exportnak és a beruházásoknak köszönhetően – felülmúlta a várakozásunkat, így 2013 egészében is enyhén magasabb, 1,1 százalékos növekedést mutatott. A magyar gazdaság 2014. évi teljesítményéről decemberben alkotott képünk érdemben nem változott. Meglátásunk szerint idén a belső felhasználás további erősödését támogatja a külkereskedelmi egyenleg fennmaradó aktívuma, így egy belső és külső forrásokra egyaránt támaszkodó, kiegyensúlyozott gazdaságszerkezet jön létre, amelynek keretében a bruttó hazai termék 2,5 százalékos növekedését prognosztizáljuk. A kibocsátási rés ugyanakkor 2014 végére bezárulhat, a hazai gazdaság eléri jelenlegi kapacitási korlátait. A reálgazdaság növekedési üteme így némileg lassulhat, és megkezdődik egy lassú visszaigazodás a potenciális növekedési pályához. A GDP-bővülést mindezek alapján 2015-ben 2 százalékra becsüljük, amely azonban továbbra is kiegyensúlyozott marad.

A kormányzat munkakínálatot növelő intézkedéseinek köszönhetően az aktivitás bár visszafogottan, de tovább bővíthet az előrejelzési horizonton. A növekvő munkakínálatot az állami közfoglalkoztatási programok mellett a versenyszféra emelkedő munkakereslete is felszívhatja. Emiatt az idei évben 9,3 százalékos lehet a munkanélküliek aránya, amely jövőre 9,8 százalékra emelkedhet. 2015-ben arra számítunk, hogy a közfoglalkoztatási programok volumene visszatér az előző évek átlagához, mivel hosszú távon a közfoglalkoztatás jelenleg tapasztalt nagy volumene a magas költségvetési kiadások miatt nem tartható fenn. Az állástalanok száma így újra növekedhet, mivel a versenyszféra egyelőre nem képes felszívni a megnövekedett munkaerő állományt.

22. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLISÉG VÁLTOZÁSÁNAK ELŐREJELZÉSE
(SZÁZALÉKPONTOS VÁLTOZÁS)



Forrás: Századvég-számítás

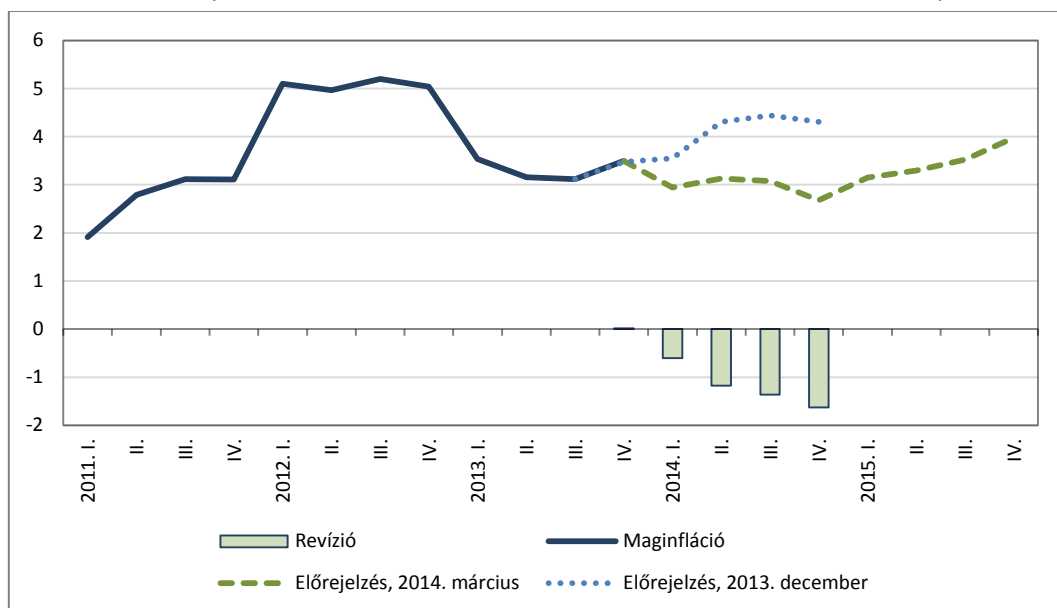
Előző negyedéves prognózisunkhoz képest enyhén magasabb lett a foglalkoztatottság, köszönhetően a vártnál jobban bővülő közfoglalkoztatásnak. Az idei évben tovább nőhet a versenyszférában a foglalkoztatottak száma, miközben a közszférában a közfoglalkoztatottak száma nem bővül tovább, sőt év végén a magas bázis miatt csökkenhet a létszám. Az előző negyedéves előrejelzésünkhöz képest több foglalkoztatott lehet idén, számuk elérheti a 4 millió 10 ezer főt. Jövőre a foglalkoztatottság várakozásunk szerint már nem emelkedik tovább, melynek legfőbb oka a közfoglalkoztatás visszaesése. A versenyszférában ugyanakkor a foglalkoztatottság további 20 ezer fővel bővíthet jövőre, összhangban a gazdaság növekedésével.

Tavaly az utolsó negyedévben várakozásainknak megfelelően bővültek a versenyszféra keresetei. Az alacsonyabb inflációs folyamatokkal összhangban a bruttó átlagkeresetek indexét lefelé korrigáltuk a versenyszférában, így összességében idén 3,4 százalékos emelkedésre számítunk a szektorban. A közszféra béreinek előrejelzése során figyelembe

vettük a pedagógusi életpályamodell, valamint az egészségügyi dolgozók idei évi béremelésének a hatását. Idén a teljes nemzetgazdaságban 2,9 százalékos lehet a bruttó keresetek növekedési rátája, így a bruttó reálbérek emelkednek. Jövőre, bár némileg alacsonyabb gazdasági növekedést várunk, a magasabb inflációs pálya mellett gyorsabban növekedhetnek a keresetek: a bérnövekedési ráta így várakozásunk szerint akár a 3,9 százalékot is elérheti a nemzetgazdaságban.

A maginflációra vonatkozó decemberi előrejelzésünknek megfelelően alakult a negyedik negyedéves tényadat. Az idei év esetében azonban jelentős revíziót hajtottunk végre, amit döntően a 2014. januári és februári adatok indokolnak. A kibocsátási rés korábbi előrejelzésünkhöz képest valamivel később, 2014 végén záródhat be, így az idei évben is fennmarad ennek dezinflációs hatása. Az egyedi hatások, vagyis a korábbi költségek (pl. e-útdíj, dohánytermékárás növelése, pénzügyi szolgáltatások drágulása) sem gyűrűznek be olyan mértékben, mint arra korábban számítottunk, valamint ezek az év második felében bekerülnek a bázisba, ami lenyomja a maginflációt. Emellett a korábbi előrejelzésünknel visszafogottabb béremelkedés másodkörös hatásai is lefelé irányuló revíziót hoztak. A jövő évben a bővülő belső kereslet hatására kialakuló pozitív kibocsátási rés miatt már kereslet oldali inflációs nyomás keletkezik, ami felfelé hajtja a magrátát.

23. ÁBRA: A MAGINFLÁCIÓRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: MNB, Száadvég-számítás

Az éves inflációs ráta a márciusi előrejelzési alappályánkon végig a maginflációnál alacsonyabban alakul, továbbá a jegybanki célszint alatt marad. A 2014-es inflációs folyamatokat továbbra is a szabályozott árak csökkentése határozza meg. Egyrészt két korábbi közműdíjcsökkentés két lépcsőben (I. és III. negyedév) kikerül a bázisból. Emellett a 2013 novemberében bevezetett rezsicsökkentés lényegében egész 2014 folyamán érdemben

visszafogja a fogyasztóiár-indexet. A kormányzat továbbá februárban elfogadott egy újabb, háromlépcsős rezsicsökkentést,⁷ melyek a II. és IV. negyedévtől kezdődően éreztetik majd árleszorító hatásukat. Ez utóbbi intézkedés éves hatása 0,5–0,6 százalékpont, melynek fele idén, fele 2015-ben jelentkezik a fogyasztóiár-indexben. Az infláció így 2014 egészében tartósan alacsony marad: 0,7 százalékos éves pénzromlási ütemet prognosztizálunk. A decemberi alappályához képest végrehajtott jelentős revízió az újabb rezsicsökkentés és a friss adatok együttes hatását tükrözi. Előrébb tekintve, 2015-ben a korábbi közműdíjcsökkentések kikerülnek a bázisból (az I., II. és IV. negyedévben), így az infláció felpörgésére számítunk: az infláció 2015 végére a jegybanki inflációs célnak megfelelő 3 százalékra gyorsulhat, míg az év egészében 2,5 százalékos éves pénzromlási ütemet prognosztizálunk.

Várakozásunk szerint a rövid távon kedvező inflációs folyamatok további teret engedhetnek az óvatos kamatcsökkentésre, amennyiben azt a piaci hangulat alakulása is megengedi. Ennek megfelelően két lépcsőben, 2,5 százalékra csökkenhet a jegybanki irányadó ráta, amely szinten megáll a kamatvágási ciklus. A monetáris politika számára releváns időhorizonton azonban már jelentős inflációs nyomás keletkezik a gazdaságban. Emellett a Fed likviditásösztönző intézkedéseinek kivezetése és a 2015 közepére várható monetáris szigorítás is a hozamkörnyezet tartós emelkedését vonja maga után. Ezek alapján az idei év végén a jegybanknak meg kell kezdenie a kamatemelési ciklust. Meglátásunk szerint egy visszafogott ütemű kamatemelés várható, amelynek hatására 2014 végére 2,8 százalékon, 2015 végére 3,5 százalékon állhat az irányadó ráta.

⁷ Az elfogadott jogszabály szerint a gáz ára 2014. áprilistól 6,5, a villany ára szeptembertől 5,7 és a távhő ára októbertől 3,3 százalékkal csökken.

Az egyensúlyi helyzet elemzése és várható alakulása

Tavaly 929,2 milliárd forint volt a központi alrendszer pénzforgalmi hiánya. Az adóbevételek a GDP 36,8 százalékát tették ki. A gazdálkodói adók alulteljesültek, de a fogyasztási típusú adóbevételek nőttek. A járulékok esetén is több lett a bevétel az előirányzathoz képest. A kiadási oldalon jelentősen meghaladták a tervezettet a költségvetési szervek kiadásai, míg a szociálpolitikai és lakástámogatási kiadásoknál megtakarítás keletkezett. Az önkormányzati alrendszerről még nincsenek végleges adatok, de az adósságkonszolidáció miatt többlettel zárhat a szektor, ahogy az eredményszemléletű és pénzforgalmi egyenleg közti átjárást biztosító tétel is többletet mutathat. Véleményünk szerint GDP-arányosan 2,4–2,7 százalék között lehetett a tavalyi hiány.

Az idei költségvetésben a bevételek oldalán a gazdálkodói befizetéseknél némi kockázatot látunk, de a fő veszély az áfabevételeknél jelentkezhet. A lakossági befizetéseknél a tervek megalapozottak, a járulékbefizetéseknél a tervezettnél jobb lehet a teljesülés. A kiadási oldalon minimális lehet az eltérés: a lakásépítési támogatásoknál megtakarítás keletkezhet, de ezt erodálhatják a szociálpolitikai kiadások és a gyengébb árfolyam miatti magasabb kamatkidadások. A költségvetési szerveknél nem látunk kockázatokat. Összességében egy 100 milliárd forint feletti elmaradás látszik, de ezt nagyjából képes fedezni a 100 milliárd forintos tartalék, így reális a 2,9 százalékos hiánycél teljesülése. Ugyanakkor váratlan események esetén nem áll a Kormány rendelkezésére több fedezet, ami miatt a kiigazítás lehetősége sem kizárt. Az államadósság-szabálynak megfelel az idei költségvetés.

Magyarország befektetői megítélése romlott a téli hónapokban. Ennek legfőbb hajtóereje, hogy a Fed szűkítette eszközvásárlási programját. A másodpiaci hozamgörbe decemberhez képest emelkedett. Az összesen 50 bázispontos kamatvágás ellenére a másodpiaci hozamgörbe hosszú végén kismértékben, míg a 36 hónapos futamidő esetében jelentősen felfelé tolódott. A piac feltehetően számít a monetáris lazítás befejezésére és egy későbbi kamatemelésre. A jegybanki devizatartalékok szintje a 2 milliárd dolláros devizakötvény-kibocsátás miatt nőtt októberhez képest.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2013 III. negyedévében jelentős növekedést mutatott az előző negyedévhez képest a reálgazdasági többlet bővülése miatt, a jövedelemkiáramlás mértéke nem változott. Az EU-transzferek beáramlásában enyhe csökkenést regisztráltak, bár historikusan továbbra is magas. Összességében az ország nettó finanszírozási képessége enyhén javult az előző negyedévhez képest. A pénzügyi mérleg nagymértékű forráskiáramlást mutatott, amely döntően az IMF-hitel visszafizetése révén alakult ki. Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben a reálgazdasági aktívum enyhe csökkenését várjuk az exportnál dinamikusabban bővülő import miatt. Szintén negatív irányba hat a jövedelmi hiány romlása, amit ellensúlyoz az EU-transzferek beáramlása. Mindezek eredőjeként enyhén csökkenhet a

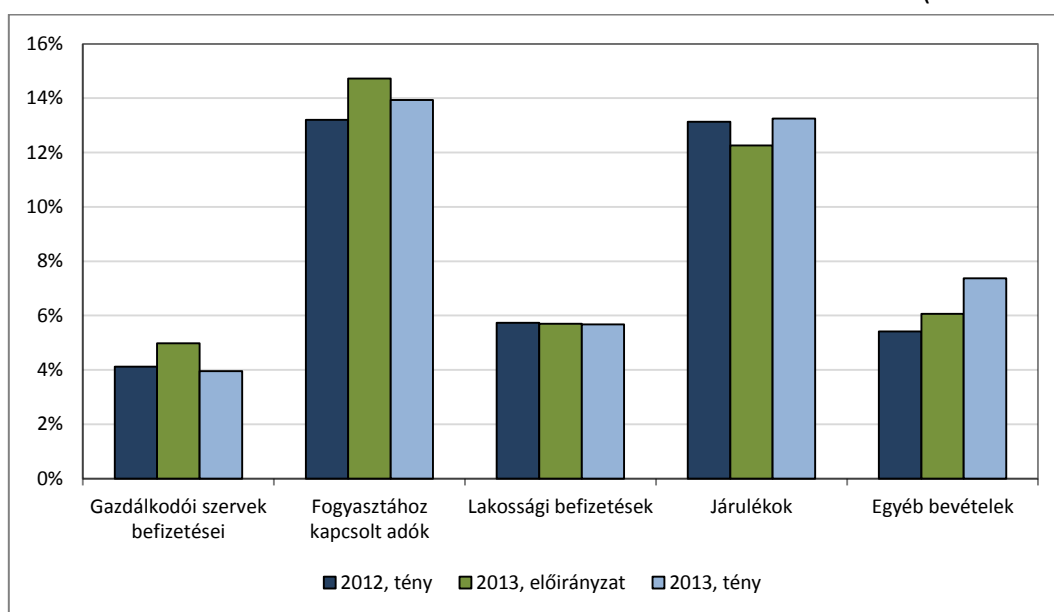
jelenleg magas nettó finanszírozási képesség: idén 5,5, 2015-ben 5,2 százalékos GDP-arányos külső egyensúlyi pozíciót várunk.

Fiskális politika

A 2013-as költségvetés

Januárban a Nemzetgazdasági Minisztérium publikálta a 2013-as költségvetésről szóló pénzforgalmi, nem konszolidált statisztikákat. Tavaly az összes, nem konszolidált bevétel 16 441 milliárd forintot tett ki. Az előirányzat 15 314 milliárd forinttal számolt, ami 7,4 százalékos emelkedés.

24. ÁBRA: AZ EGYES ADÓBEVÉTELEK ALAKULÁSA A GDP ARÁNYÁBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MÁK

A központi alrendszer összes adó- és járulékbevétele 2013-ban 10 718 milliárd forintot tett ki, ami a GDP 36,8 százaléka. Ez az előirányzathoz képest 2,3 százalékos elmaradás, ugyanakkor 2012-höz képest, változatlan áron 3,8 százalékos emelkedést jelent. Az egyes adótípusokat megvizsgálva szembetűnő, hogy a gazdálkodói szervezetek befizetéseinél jelentős elmaradás mutatkozott, aminek következtében a GDP 5 százaléka helyett 4 százalékra rúgtak a vállalati adónemek bevételei tavaly. Ennek fő oka a 2013-ban bevezetett kisvállalati adókban keresendő: a kiva és a kata iránti, a becsültnél jóval kisebb érdeklődés következtében az ebből a két adónemből tervezett helyett sokkal kevesebb érkezett be az államkasszába. Ezenfelül még az energiaellátók jövedelemadójánál és a bányajáradéknál jelentkezett elmaradás, főként a rezscsökkentés következtében. A legnagyobb vállalati adónem, a társasági adó esetén a tervekkel nagyjából megegyező összeg folyt be az államkasszába. A fogyasztáshoz kapcsolódó adóknál – amelyek a GDP közel 14 százalékát adják – 5 százalékos volt az elmaradás az előirányzathoz képest, változatlan áron viszont

közel 8 százalékos a növekedés 2012-höz képest. Az áfabevételek 150 milliárd forinttal múltak alul a tervet, míg a 2013-ban bevezetett pénzügyi tranzakciós illeték esetén közel 40 milliárd forint volt az alulteljesítés – utóbbi esetén a kulcsok év közbeni emelésére és egyszeri befizetés kivetésére is szükség volt a nagyobb elmaradás elkerülése érdekében. Az előzőekhez képest a lakossági befizetések esetén nem voltak jelentős eltérések: 1653 milliárd forint folyt be ezen adókból – ennek túlnyomó részét a személyi jövedelemadó teszi ki –, ami nagyjából megegyezik az előirányzattal. A járulékok esetén ugyanakkor jelentős felülteljesülés történt: 3857 milliárd forint bevétel keletkezett, ami 8 százalékos többlet az előirányzathoz képest. Változatlan áron ez 3 százalékos növekedés 2012-höz viszonyítva. Ennek fő oka az új kisvállalati adók iránti kisebb érdeklődéssel magyarázható: az adónemet nem váltók végeredményben nagyobb adóteherrel szembesülnek, mint a kisadókra áttérők, azaz a társasági jellegű adónemekből való kiesést kompenzálja a járulékoknál tapasztalt magasabb bevétel.

2013-ban 17 371 milliárd forintot költött a központi alrendszer, míg az előirányzat 16 155 milliárd forinttal számolt, ami 7,5 százalékos növekedést jelent. A kiadási oldal egyik legnagyobb tétele, a költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai 3227 milliárd forintot tettek ki 2013-ban, ami komoly növekedés az előirányzott 2910 milliárd forinthez képest, és 28,5 százalékos reálemelkedés 2012-höz képest. A kiadások ugyanakkor 10 százalékkal csökkentek az előirányzathoz képest a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap esetén – itt főként a korhatár alatti ellátások kisebb kiutalásai okozták az alacsonyabb kiadási szintet. A lakásépítési támogatások esetén is nagyobb teljesüléssel számolt a minisztérium a tervezés során: itt az árfolyamgát-konstrukció kisebb igénybevétele miatt keletkezett megtakarítás. A nyugdíjra fordított kiadások megfeleltek a tervezettnek, míg az egészségügyi kiadások 2,5 százalékkal haladták meg az előirányzattal. Nettó kamatkiadásokra 2013-ban 1145 milliárd forintot költött az állam, ami szinte megegyezik az előirányzattal. Reáláron ugyanakkor 6,6 százalékkal nőttek az adósságtörlesztésre fordított kiadások.

A fentiek eredőjeként a központi alrendszer pénzforgalmi hiánya 929,2 milliárd forintot tett ki 2013-ban, ami a GDP 3,2 százaléka. Annak ellenére, hogy a hiány a GDP 3 százaléka felett alakult, az eredményszemléletű egyenleg minden bizonnyal 3 százalék alatt lesz, ami a több egyszeri tételnek, illetve az önkormányzati alrendszernek köszönhető. A 3 százalék feletti hiány egyik magyarázata, hogy a korábban önkormányzati tulajdonban lévő intézmények költségei immár a központi alrendszert terhelik. Ezzel párhuzamosan viszont javul az önkormányzati alrendszer egyenlege. Tavaly jelentős vagyoni átrendeződés zajlott le az önkormányzati szektorban az adósságkonszolidáció jegyében: a nettó pénzügyi vagyon a 2012. évi 336 milliárd forint után jelentősen, 2900 milliárd forintra nőtt. Az adósságátvállalás folyamata már 2012-ben megkezdődött, de a jelentős változások 2013 második negyedében zajlottak le. Ezt követően már csak kisebb mértékben javult az önkormányzatok egyenlege, de további, kisebb mértékű adósságátvállalás még 2014-ben is várható. Ezek alapján minden bizonnyal pozitív lesz az önkormányzatok 2013. évi egyenlege.

A Nemzetgazdasági Minisztérium szerint a GDP 0,3 százaléka, 90 milliárd forint körül lehet a szektor egyenlege, előrejelzésünkben erre a becslésre támaszkodunk. Az ESA-híd, azaz a pénzforgalmi és az eredményszemléletű egyenlegek közötti korrekciót jelentő sor a GDP 0,2–0,3 százalékaival javíthatja az egyenleget.

Az önkormányzatok egyenlegével és az ESA-híddal korrigált pénzforgalmi egyenleg a GDP 2,7 százaléka körül alakulhat, azaz becslésünk szerint nincs veszélyben a 3 százalék alatti deficitcél. Ugyanakkor továbbra is kérdéses a takarékszövetkezeti integrációra elköltött 135 milliárd forint sorsa. Az EU továbbra is vizsgálja, hogy ez milyen kiadási tételnek minősül, és részét képezi-e az eredményszemléletű egyenlegnek vagy sem – az ezzel kapcsolatos döntés az április elején publikálandó ESA-egyenlegből derül ki. Mindenesetre amennyiben ez nem képezi részét az ESA-egyenlegnek, akkor még ennél is kedvezőbb, a GDP arányában 2,3 százalék körül lehet a 2013. évi eredményszemléletű egyenleg.

3. TÁBLÁZAT: A 2013. ÉVI ÁLLAMHÁZTARTÁSI EGYENLEG LEVEZETÉSE

	Összeg (Mrd Ft)	A GDP százalékában (%)
Pénzforgalmi egyenleg	–929	–3,2
ESA-híd	46	0,2
Önkormányzatok	90	0,3
Várható ESA-egyenleg (1)	–793	–2,7
Takarékszövetkezeti integráció	135	0,5
Várható ESA-egyenleg (2)	–658	–2,3

Forrás: MNB, MKOGY, Századvég-becslés

A 2014-es költségvetés

Az év első két hónapjában a központi alrendszerben 483,3 milliárd forint hiány keletkezett, ami az egész éves előirányzat 49,4 százaléka. Tavaly február végén 339,5 milliárd forintos hiány halmozódott fel, ami az eredeti éves előirányzat 40,3 százalékát tette ki. Az elmúlt néhány évre visszatekintve az első két hónap után ilyen magas hiányra utoljára 2011-ben volt példa. Ugyanakkor a kiadások és a bevételek éven belüli eltérő lefutása miatt az első két hónap adatai alapján az éves teljesülésre következtetni csakis jelentős bizonytalanságok mellett lehet.

Részletes adatok csak januárra vonatkozóan állnak rendelkezésre, így a 2014. évi költségvetésre vonatkozóan a 2013. évi tényadatokból mint bázisból kiindulva készítünk kivetítést a makrogazdasági előrejelzésünkre alapozva. Az egyes bevételi és kiadási tételeknél az előirányzattól való differenciákra fókuszálunk, és ezek alapján adunk becslést a 2014. évi hiánycéltól való esetleges eltérésre.

A gazdálkodói szervek adóbevételeinél előrejelzésünk szerint elképzelhető egy 55–60 milliárd forintos kiesés. A társaságiadó-bevételeknél előrejelzésünk nagyjából megegyezik

a törvényi előirányzattal, elcsúszás a tavaly bevezetett kisvállalati adóknál látszik. A 2013-ban bevezetett kiva és kata adónemek iránt a tervezettnél jóval kisebb volt az érdeklődés a vállalkozások részéről, ugyanakkor ez a vártnál nagyobb járulékbévételeket is jelentett. Idén a Kormány korrigálta elképzeléseit, lejjebb hozta a bevételi előirányzatot a kisvállalati adónál (kiva), a kisadózók tételes adójánál (kata) ugyanakkor nem történt jelentős változtatás az előirányzatban. Előbbi esetén nem tartjuk reálisnak, hogy idén tömegesen térnének át a vállalkozások az új adónemre, így a lecsökkentett előirányzatnál is kisebbek lehetnek a realizált bevételek. Utóbbi esetén ugyan történt adóváltoztatás, de véleményünk szerint ez sem okozza azt, hogy jelentős számban térnek át a vállalkozások az új adónemre. Ezzel párhuzamosan a Kormány úgy számolt, hogy az evát választók köre tovább szűkül, elképzelésünk szerint itt ugyanakkor nem várható jelentős csökkenés. A gazdálkodói szervezetek adóbefizetései esetén néhány egyéb adónem esetén is látunk némi felültervezést (energiaellátók jövedelemadója, bányajáradék), de ezek nem jelentősek.

A fogyasztáshoz kapcsolt adóknál 150 milliárd forintos elmaradással számolunk. Ennek fő okai az áfa és a jövedéki adó. Tavaly az áfabevételek esetén közel 150 milliárd forintos felültervezés történt, részben amiatt, hogy az online kasszák bevezetése a vártnál lassabban valósult meg, így a gazdaság fehéredésétől várt bevételek elmaradtak. Idén a kormányzat korrigálta az előirányzatot, bár megítélésünk szerint idén is várható némi elcsúszás: egyrészt az online kasszák csúszása az idei évre is kihat, másrészt a historikusan alacsony infláció erodálja az áfából befolyó bevételeket. Tavaly az év során jelentős elmaradást mutattak a pénzügyi tranzakciós illetékből származó bevételek, ami miatt a Kormány a kulcsok megemelésére és egyszeri befizetés előírására kényszerült. Úgy véljük, idén reális a 270 milliárd forintos bevételi előirányzat. A jövedéki adó esetén szintén felültervezték a tavalyi bevételeket, aminek idén megtörtént a korrekciója, de előrejelzésünk szerint elképzelhető egy kisebb felültervezés. A lakossági befizetések esetén némi felülteljesüléssel számolunk: figyelembe véve a 2013-ban befolyó személyijövedelemadó-bevételeket és a bértömeg idei alakulását, elképzelhető egy kisebb, pár tízmilliárd forintnyi többlet az előirányzathoz képest. A járulékok esetén szintén úgy látjuk, hogy a bevételek a tervezettnél magasabbak lehetnek. Tavaly majdnem 300 milliárd forinttal több folyt be a járulékokból, mint a tervezett, ami a fent leírt kisvállalati adónemekkel hozható összefüggésbe. Mivel feltételezésünk szerint idén sem lesz jelentős érdeklődés a kisadók iránt, ezért szintén számolunk egy felülteljesüléssel a járulékok esetén, amik így végeredményben túlkompenzálják a kisadóknál jelentkező kiesést. Az idén bevezetett járulékkedvezmények hozzávetőlegesen 45–50 milliárd forinttal csökkentik a járulékokból származó többletbevételeket, ennek ellenére továbbra is többletet várunk.

A kiadások oldalán alapvetően a törvényi előirányzatokat vesszük alapul, ugyanakkor néhány tétel esetében eltérünk ettől. A Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alapban némi többletkiadás keletkezhet: véleményünk szerint korhatár alatti ellátásokra több forrás mehet el, amit csak részben tudnak kompenzálni a családi támogatásokra fordított kisebb összegek.

A lakásépítési támogatások esetén úgy véljük, hogy nem várható idén sem jelentős változás az árfolyamgát iránti érdeklődéssel kapcsolatban, ezért némi megtakarítás nem kizárt. A költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai idén 8–9 százalékkal magasabbak, mint a tavalyi tényadat, ezért itt kockázattal nem számolunk. Az uniós források itt megjelenő önrésze jelentősen befolyásolhatja a tételt: amennyiben a tervezettnél kevesebb uniós forrás jelenik meg a költségvetésben 2014-ben, akkor az a kisebb önrészvonzat miatt megtakarítást jelenthet. A többi tétel esetén nem számolunk az előirányzattól való szignifikáns eltéréssel: a nagy társadalombiztosítási alapok esetén időarányos a teljesítés, így a januári adatok fényében sem a nyugdíjalapnál, sem az egészségügyi alapnál nem látszódnak feszültségek. A nettó kamatkidadások előirányzatának csökkenése mögött a piaci hozamok csökkenése áll, de a gyengébb forintárfolyam némileg erodálja a kiadási oldal fent említett megtakarításait. A központi költségvetésen felül, az önkormányzati alrendszer esetén nem látunk feszültséget, mivel a tavalyi radikális pozíciójavulás után idén is tartalmaz adósságkonszolidációt a költségvetés.

4. TÁBLÁZAT: A 2014. ÉVI KÖLTSÉGVETÉST ÖVEZŐ KOCKÁZATOK LEVEZETÉSE

	Összeg (Mrd Ft)	GDP százalékában (%)
<i>Bevételi oldal összesen</i>	-110	-0,4
Gazdálkodói szervek befizetései	-60	-0,2
Fogyasztáshoz kapcsolt adók	-150	-0,5
Lakossági befizetések	20	0,1
Járulékok	80	0,3
<i>Kiadási oldal összesen</i>	-5	0,0
Országvédelmi Alap	100	0,3
Összesen	-15	0,0

Forrás: Századvég-számítás

Mindezek alapján úgy véljük, hogy közel 115 milliárd forintos eltérés látszik a törvényi előirányzatokhoz képest a bevételi és kiadási oldali tételek összegzését követően, ami 3,3 százalékos GDP-arányos hiányt eredményezne. A 100 milliárd forintos Országvédelmi Alap viszont képes fedezni a kockázatokat, így teljesülhet a 2,9 százalékos hiánycél. Ugyanakkor hangsúlyozzuk, hogy még a tartalék el nem költése mellett is nagyon közel állhat a hiány a 3 százalékos küszöbhez, ami miatt egy esetleges váratlan esemény következtében elképzelhető, hogy a Kormánynak kiigazítást kell végrehajtania.

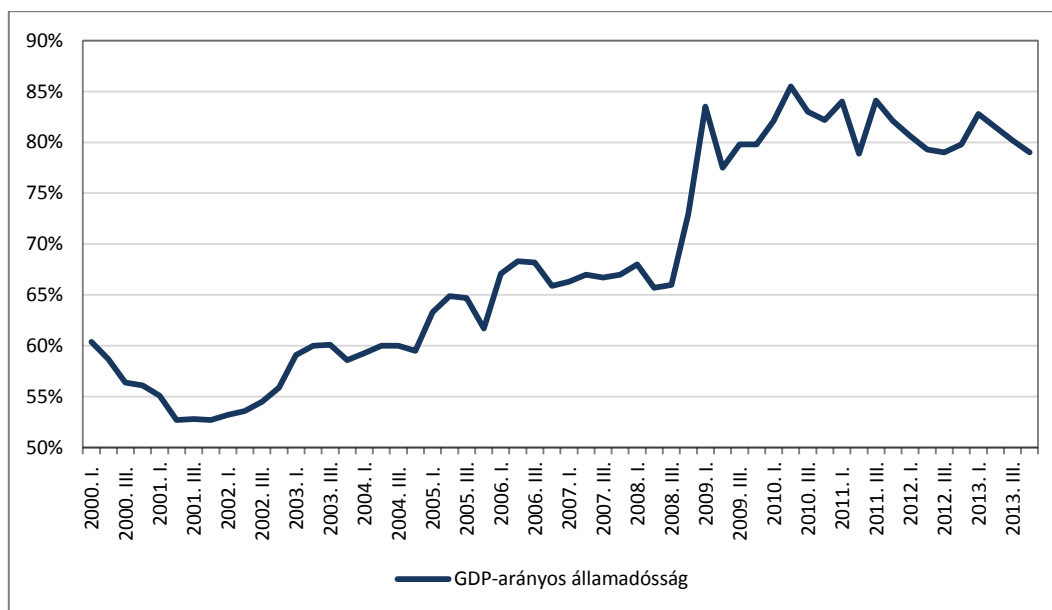
Kiindulva a 2013. évi államadósság mértékéből, előrejelzés készíthető a 2014. évre vonatkozóan. Az államadósság-szabály rendelkezéseit figyelembe véve – az államadósság, az árfolyamváltozás hatásait kiszűrve, nem növekedhet egyik évről a másikra – a 2014-es előrejelzésünk eleget tesz a követelményeknek: várakozásunk szerint 2014 végére 78,5 százalékra csökkenhet a ráta a 2013. év végi 79,2 százalékhoz képest. Amennyiben

figyelembe vesszük az árfolyam változásait is,⁸ becslésünk szerint 79,5 százalékra emelkedhet a mutató.

Adósságfinanszírozás

Tavaly az utolsó negyedévben az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága a GDP 79,0 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 79,8 százalék és a szeptember végi 80,2 százalék után. A központi költségvetés bruttó adóssága 2014 januárjában 845 milliárd forinttal nőtt. A január végi adósságot tekintve a növekmény több mint fele a devizában denominált papírok állományának növekedéséből származik. Ennek jelentős részét teszi ki az árfolyam gyengüléséből származó növekedés. A forint decembertől 4–6 százalékot gyengült a vezető devizákhoz viszonyítva. Véleményünk szerint 2014 első negyedéve folyamán számottevően változhat az adósságmutató a forint további árfolyamgyengülése esetén. A csökkenő hozamkörnyezet mellett, valamint a nemzetközi környezet hatására (elsősorban a Fed döntései a meghatározók) a forint árfolyama tartósan gyenge maradhat.

25. ÁBRA: BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Decemberben a kockázatvállalási hajlandóság érdemi romlását okozta, hogy a Fed a várakozásokkal ellentétben változtatott eszközvásárlási programjának volumenén, azaz 85 milliárdollárról 75 milliárd dollárra mérsékelte azt. Január végén folytatódott a lazítás csökkentése, hiszen a FED 65 milliárd dollárra mérsékelte az összeget. Az 5 éves magyar CDS értéke 279 bázispontos kezdő, december eleji értékéről 238 bázisponton zárta 2014 februárját. Lengyelországban és Csehországban mérsékelt ütemben csökkent a CDS értéke az elmúlt három hónapban, rendre 4 és 1 bázisponttal. A forint árfolyama jelentősen

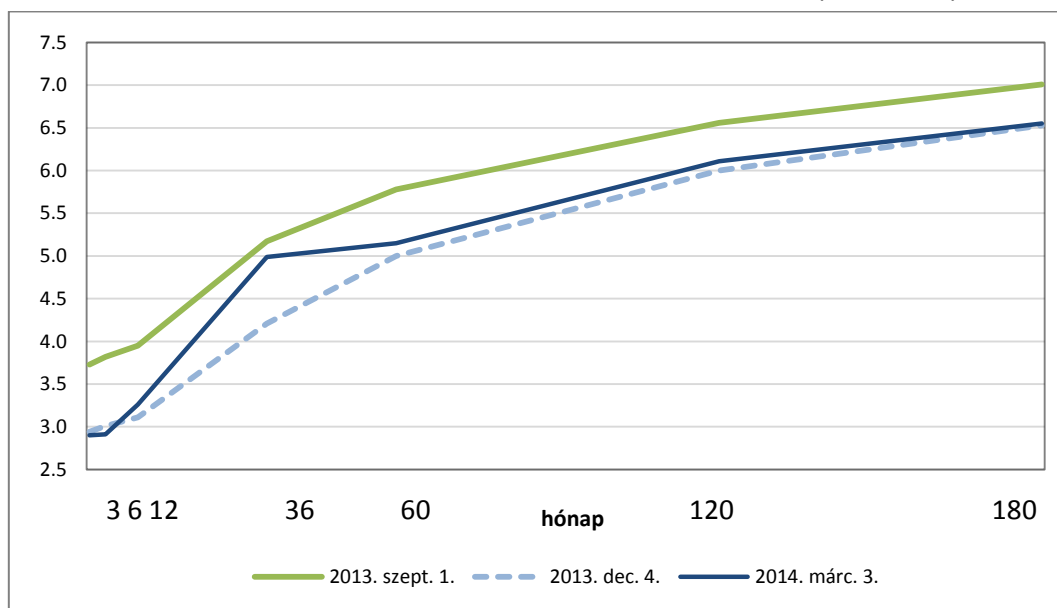
⁸ Intézetünk 2014. negyedik negyedévi árfolyam-előrejelzését feltételezve.

gyengült az elmúlt időszakban: egy euró 310, egy svájci frank 256, míg egy dollár 226 forintba került február végén. Kitekintve a régióra, a cseh korona és a lengyel zloty estében gyakorlatilag változatlanok maradtak az árfolyamok (0–1 százalékot erősödtek) az euróval szemben a vizsgált időszakban. A következő hónapokban várhatóan továbbra is a Fed monetáris politikájára figyelnek majd a befektetők, emellett fontos azonban megjegyezni, hogy februárban Obama USA-elnök aláírta az adósságplafonról szóló törvényt, amelynek értelmében 2015-ig nem lesz kormányzati leállás.

Az állampapír-piaci aukciókon elért hozamok is követték a globális piacok mozgásait. Elsősorban a diszkontkincstárjegyeknél volt megfigyelhető, hogy a január végi kamatvágásig csökkentek a hozamok, majd utána nőttek, majd ismét csökkentek. Összességében a rövid lejáratú papírok hozamai kismértékben változtak (2 bázispontos csökkenés és 5 bázispontos növekedés között), míg a hosszú lejáratúak hozamai emelkedtek a megfigyelési időszakban. A hosszabb lejáratú értékpapírok (3–10 év) esetében 38–97 bázispont közötti emelkedés volt megfigyelhető. Mind a diszkontkincstárjegyek, mind az állampapírok kibocsátása során előfordult olyan eset, amikor az ÁKK a tervezettnél kisebb vagy nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, összességében azonban mindkét értékpapírcsoportban többletkibocsátás mutatkozott a december–februári időszakban.

A másodpiaci hozamgörbe decemberhez képest emelkedett. Az összesen 50 bázispontos kamatvágás ellenére a hozamgörbe hosszú végén kismértékben, míg a 36 hónapos futamidő esetében jelentősen (78 bázisponttal) felfelé toldott. Az, hogy a 3 hónapos lejáratú diszkontkincstárjegy másodpiaci hozama március elején az alapkamat szintje, 2,7 százalék felett volt 20 bázisponttal, azt jelenti, hogy a piac feltehetően számít a monetáris lazítás befejezésére és egy későbbi kamatemelésre.

26. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

Az elmúlt három hónap alatt jelentősen csökkent a külföldi befektetők szerepe a magyar állampapírok piacán. Bár január végén még a külföldi tulajdonban lévő forintállampapírok állománya meghaladta az 5000 milliárd forintot, a kamatcsökkentést követően és a nemzetközi piaci turbulenciák miatt a tőke kivonásé volt a főszerep, melynek eredményeként február végére 4627 milliárd forintra süllyedt az állomány szintje. A 2014. január végi adatok alapján a teljes, forintban denominált állampapír-állomány 41 százaléka tartozott külföldiekhez, ami továbbra is magas kitettséget jelez. A külső sérülékenységek csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. 2014 februárjának végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 1755 milliárd forintra emelkedett. Az államadósság devizaaránya csökkent, január végén 41 százaléknak felelt meg, és továbbra is eleget tesz a finanszírozási tervben meghatározott 45 százalékos maximumnak.

Az ország stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2013 októbere óta az MNB devizatartalékai jelentősen növekedtek, 32 757 millióról 34 112 millió euróra. E növekmény javarészt a novemberben lebonyolított 2 milliárd dolláros nemzetközi kötvénykibocsátásnak köszönhető. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz jegybanki tartalékai magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei devizában: 2013 decemberében a Greenspan–Guidotti-hányados 1,29-os értéken állt.

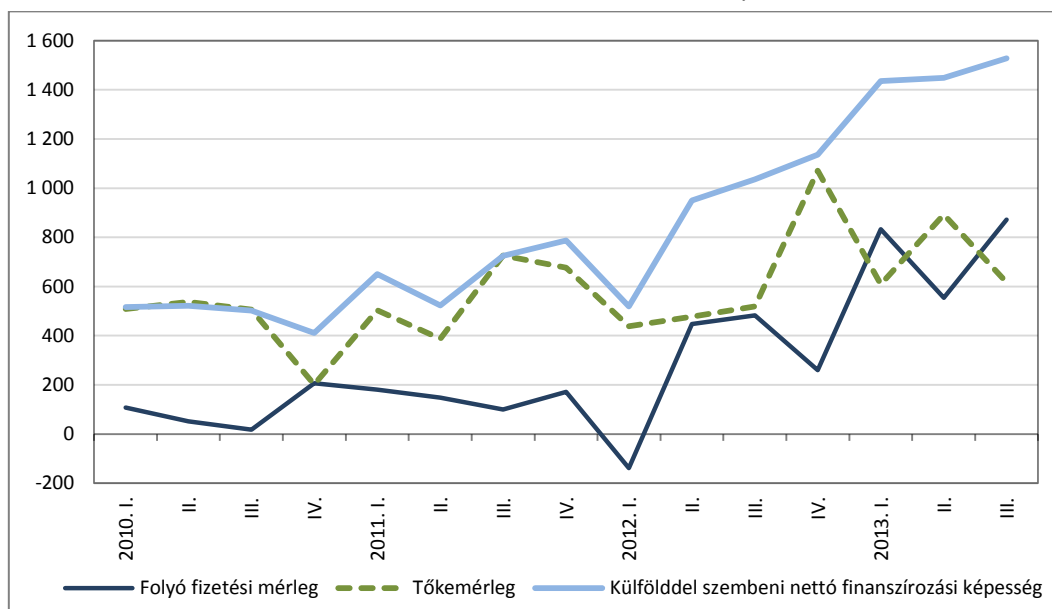
Külső egyensúly

A külső egyensúly a fizetési mérleg egyes tételeinek (folyó fizetési mérleg, tőkémérleg, pénzügyi mérleg) alakulásától függ. A téma azért rendkívül fontos, mert a fizetési mérleg sorainak változása rendkívüli befolyással bír a gazdasági növekedés fenntarthatóságának, a makrogazdasági egyensúly alakulásának folyamatára. Korábbi elemzéseinkben csupán folyó fizetési mérlegre vonatkozó prognózist közöltünk, ám jelen negyedévtől kezdve már a folyó fizetési mérleg és a tőkémérleg együttes egyenlegére, vagyis a – felülről számított – külfölddel szembeni nettó finanszírozási képességre is adunk előrejelzést.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2013 III. negyedévében emelkedést mutatott, a szezonális hatásoktól megtisztított statisztika szerint az aktívum 872 millió eurónak felelt meg, ami bő 300 millió eurós emelkedést jelent az előző negyedévhez képest. A növekedésben szerepet játszott az áruforgalom többletének növekedése (1224 millió euró), amely az importnál dinamikusabban emelkedő export és az export eleve magasabb szintjének következménye. Emellett a szolgáltatások egyenlege (878 millió euró) is kismértékben magasabb lett. A szolgáltatásokon belül kismértékben romlott az idegenforgalom egyenlege, ugyanakkor javult az idegenforgalmon kívüli szolgáltatások egyenlege. A szállítási szolgáltatások egyenlegéhez, továbbá az egyéb szolgáltatásokhoz köthető a többlet. Itt elsősorban a gyengülő forint, valamint az ipari export bővülésének szállítással összefüggő hatása volt a

meghatározó. A szezonális hatásoktól megtisztított jövedelmek egyenlege –1536 millió euró volt, a hiány mértéke megegyezik az előző negyedévi értékkel. Ennek döntő részét a Magyarországon létrehozott külföldi közvetlentőke-befektetések után a külföldi tulajdonosoknak járó tulajdonosi jövedelem képezi.

27. ÁBRA: A KÜLFÖLDDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG (MILLIÓ EURÓ, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: MNB

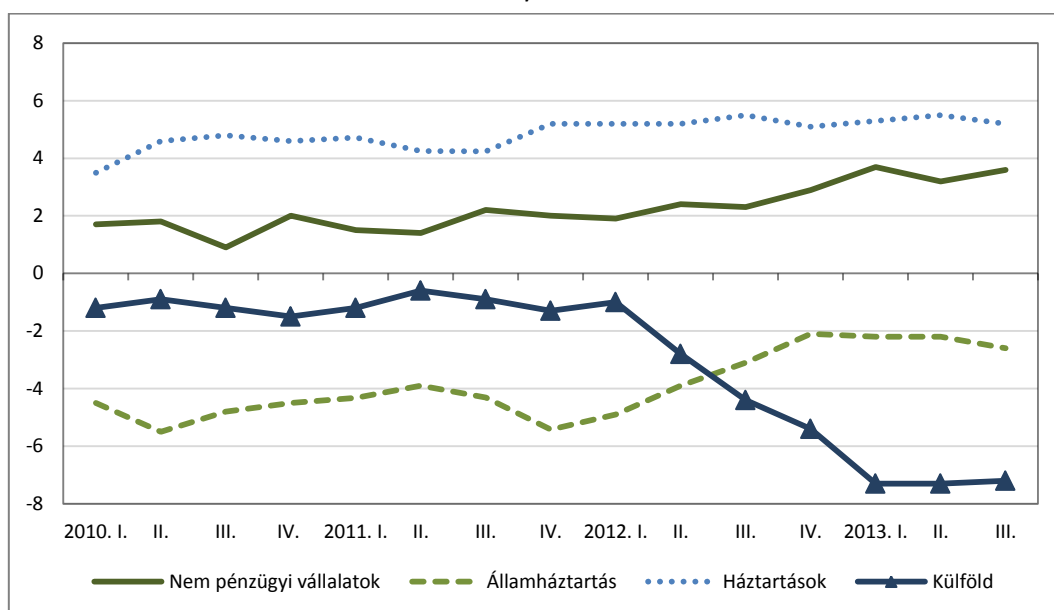
A tőkemérleg egyenlege (617 millió euró) az előző negyedévi emelkedést követően visszaesett a III. negyedévben. Az EU-transzferek beáramlása 1238 millió eurónak felelt meg, ami kismértékben alacsonyabb, mint az előző havi 1247 millió eurós összeg. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség kismértékben javult, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 1528 millió euró, a GDP 6,3 százaléka.

A pénzügyi mérleg egyenlege 4851 millió euró értékű forráskiáramlást mutatott, amely bő 2 milliárd euróval több, mint az elmúlt negyedéves adat. A közvetlen tőkebefektetések során 713 millió euró összegű tőkekiáramlást regisztrált az MNB, amely immáron a második forráskiáramlást jelző negyedév az előző negyedévek forrásbeáramlást jelző adatait követően. A negatívum elsősorban az egyéb befektetések, tartozások egyenlegénél jelentkezett, míg ennél kisebb pozitívum a részvény és egyéb részesedések egyenlegben mutatkozott. A tartozásokon belül a rövid tartozások csökkenése 432 millió euró, a hosszú lejáratú tartozások csökkenése pedig 3405 millió euró volt, amelyből 2867 millió eurót tett ki az államháztartás és az MNB IMF-hitelének törlesztése (ebből az előtörlesztés 1765 millió euró volt). Portfólióbefektetések formájában jelentős mértékű tőke áramlott ki (756 millió euró), amely tőkemozgás ellentétesen alakult az előző negyedév adataival. Ez a csökkenés három részből tevődött össze: egyrészt a tulajdont megtestesítő értékpapírokon a

növekedés 125 millió euró volt, másrészt ugyanakkor a kötvényeknél 493 millió eurós csökkenés, harmadrészt pedig a pénzügyi eszközökön 462 millió eurós csökkenés következett be. Jelentős mértékű volt a bankok és az államháztartás hiteltörlesztése: az éven belüli lejáratú tartozások közel 0,5 milliárd euró értékben csökkentek, az éven túli lejáratú hitelek törlesztése több mint 3,5 milliárd eurónak felelt meg. A nemzetközi tartalékok 3318 millió euróval csökkentek 2013 III. negyedévében. Az előző negyedéves tendenciákhoz hasonlóan folytatódott a nemzetgazdaság bruttó adósságállományának csökkenése. 2013 III. negyedévének végére 86,4 milliárd eurónak felelt meg ez a mutató, ami majdnem 5 milliárd euróval marad el az előző negyedévi adattól.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 7,2 százalékát tette ki a 2013 harmadik negyedévével záruló elmúlt egy évben, ami 0,1 százalékpontos csökkenést jelent a második negyedévvél záruló időszakhoz képest. E mögött a nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képességének javulása áll, miközben a háztartások és az államháztartás pozíciója romlott. A vállalatok finanszírozási képessége a GDP 3,6 százalékának felelt meg, ami 0,4 százalékpontos növekedést jelent az előző negyedév bázisán. Az MNB adatai szerint 2013 III. negyedévében az államháztartás finanszírozási igénye a GDP 2,6 százalékát tette ki, miközben a háztartási szektor nettó finanszírozási képessége a GDP 5,2 százalékára változott. Az államháztartás adósságát az állampapír-kibocsátás és a forint árfolyamának gyengülése növelte. Az alacsony kamatkörnyezetben a lakosság vagyonát növelte a befektetési jegyek, valamint az államkötvények vásárlása, miközben csökkentek a banki betétek. A háztartások kötelezettségét csökkentette a devizahitelek törlesztése.

28. ÁBRA: A NETTÓ FINANSZÍROZÁSI IGÉNY/KÉPESSÉG VÁLTOZÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN*



Megjegyzés: 2011 első negyedéves adata nem veszi figyelembe a magán-nyugdíjpénztári kilépések miatti tőketranszfer hatását. Forrás: MNB

Legfrissebb előrejelzésünk szerint a főbb külkereskedelmi partnereink gazdasági teljesítménye további javulást mutat, miközben a hazai belső kereslet is élénkül. Növekedést várunk mind az export, mind az import volumenét tekintve, a behozatal bővülési üteme azonban számításaink szerint 2014-ben és 2015-ben is meghaladja majd a kivitelét, ami a reálgazdasági aktívum enyhe szűkülését eredményezheti. A jövedelemkiáramlás a javuló gazdasági kilátásokkal és a külföldi vállalatok profitabilitásának javulásával összhangban tovább erősödik az előrejelzési horizonton. A transzferegyenleg (a viszonzatlan folyó átutalások és a tőkémérleg egyenlegének összege) prognózisunk szerint idén enyhén csökkenhet: bár az uniós források felgyorsult lehívása még jövőre is érezteti hatását, de a 2014-ben kezdődő új költségvetési időszak forráslehívásai az első évben lanyhábbak lehetnek. A transferek mértéke ugyanakkor a pályázati kiírások idei megtörténtével jövőre újból emelkedhet. Mindezen hatások eredőjeként idén és jövőre enyhén csökken a jelenleg is magas külső finanszírozási képesség. A 2013. évre becsült GDP-arányos 5,9 százalék után idén 5,5, míg 2015-ben 5,2 százalékot kitevő külső egyensúlyi pozíciót várunk.

Táblázatok

5. TÁBLÁZAT: ELŐREJELZÉS NEGYEDÉVES BONTÁSBAN

	2013.	2014.					2015.				
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	1,1	1,8	2,7	2,6	3,1	2,5	3,1	2,1	1,7	1,3	2,0
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	0,2	1,4	2,0	2,5	2,9	2,2	2,6	2,3	2,1	1,8	2,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,9	10,6	1,3	4,1	7,4	5,8	7,0	4,9	3,3	1,6	4,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,3	6,6	5,9	5,0	5,3	5,7	5,1	5,8	6,5	7,0	6,1
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,3	6,3	5,2	6,5	6,5	6,1	5,2	6,2	7,2	7,8	6,6
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	7,0	1,7	1,8	1,6	1,6	6,8	1,8	1,9	1,6	1,6	6,9
Fogyasztóiár-index (%)	1,7	0,2	0,6	0,8	1,0	0,7	2,2	2,4	2,4	2,9	2,5
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	3,00	2,60	2,50	2,50	2,80	2,80	3,00	3,20	3,40	3,50	3,50
Munkanélküliségi ráta (%)*	10,2	9,4	9,3	9,3	9,5	9,3	9,7	9,8	9,9	9,9	9,8
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,4	2,9	2,7	3,0	2,9	2,9	3,8	3,7	3,8	4,4	3,9
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	3,1	–	–	–	–	2,7	–	–	–	–	2,5
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	5,9	–	–	–	–	5,5	–	–	–	–	5,2
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,7**	–	–	–	–	-2,9	–	–	–	–	-2,9
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	0,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,0	2,2	2,3	2,5	2,5	2,4

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. ** Becslés; takarékszövetkezeti integrációval. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

6. TÁBLÁZAT: AZ ELŐREJELZÉS VÁLTOZÁSA AZ ELŐZŐ NEGYEDÉVHEZ KÉPEST

	2014.		
	december	március	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,5	2,5	0,0
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	2,1	2,2	+0,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	7,4	5,8	-1,6
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,4	5,7	+0,3
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,9	6,1	+0,2
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,9	6,8	-0,1
Fogyasztóiár-index (%)	2,2	0,7	-1,5
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	3,40	2,80	-0,60
Munkanélküliségi ráta (%)*	9,9	9,3	-0,6
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,8	2,9	-1,9
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	1,8	2,7	0,9
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	-	5,5	-
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,8	-2,9	-0,1
GDP-alapon számított külső kereslet*	2,0	2,0	0,0

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás