

**Makrogazdasági  
monitor és  
konjunktúraelemzés**

*2014. szeptember*



© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Virováczy Péter kutatásicsoport-vezető szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Ádám János, Ballér Kata, Isépy Tamás, Quittner Péter és Virováczy Péter.

A felhasznált adatbázis szeptember 11-én zárult le. A kiadványban megjelenő előrejelzés módszertana megtalálható a Statisztikai Szemle 89. évfolyamának decemberi számában (Balatoni András – Mellár Tamás [2011]: Rövid távú előrejelzésre használt makroökonometriai modell. 1213–1241. oldal).

# Tartalomjegyzék

<b>Vezetői összefoglaló .....</b>	<b>1</b>
<b>Nemzetközi kitekintés.....</b>	<b>5</b>
A globális konjunktúra alakulása .....	5
Munkaerőpiac .....	8
Pénzügyi folyamatok.....	11
Az infláció alakulása .....	13
Monetáris kondíciók alakulása .....	15
Fiskális politika .....	16
<b>A hazai gazdaság jelenlegi helyzete és várható pályája .....</b>	<b>19</b>
<i>Az újonnan beérkező adatok elemzése .....</i>	<i>21</i>
A növekedés alakulása.....	21
Munkaerő-piaci folyamatok.....	25
Infláció és monetáris kondíciók .....	28
<i>A várható makrogazdasági pálya .....</i>	<i>37</i>
Feltevéseink alakulása .....	37
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés.....	39
<b>Az egyensúlyi helyzet elemzése és várható alakulása .....</b>	<b>46</b>
<i>Fiskális politika .....</i>	<i>47</i>
Adósságfinanszírozás .....	51
<i>Külső egyensúly .....</i>	<i>54</i>
<b>Táblázatok.....</b>	<b>58</b>

## Vezetői összefoglaló

Az Európai Unió gazdasága lassuló növekedésről tett tanúbizonyságot 2014 második negyedévében. Az USA bővülését a megerősödő belső kereslet támogatta április és június között, aminek következtében a negyedéves mutató jelentős emelkedést tükrözött. Az unió munkaerőpiacáról egyre kedvezőbb adatok érkeznek, a foglalkoztatottság némileg bővült az első negyedévben. Az infláció eközben nem tudott érdemben elmozdulni többéves mélypontjáról. A felerősödő geopolitikai aggodalmak a kockázatkerülés felé terelték a befektetőket a nyári hónapok során. Az EKB szeptemberben 10 bázisponttal, 0,05 százalékra csökkentette az irányadó rátát, amikor az egynapos betéti ráta is  $-0,2$  százalékra módosult. Továbbá a bank bejelentette, hogy elkezdik az eszközfedezetű értékpapírok (ABS) és a fedezett kötvények vásárlását is. Ez likviditási szempontból ellensúlyozza, hogy eközben az Egyesült Államok jegybankja júliusban ismét csökkentette az eszközvásárlási programjának méretét, ami jelenleg 25 milliárd dolláron áll. A legfrissebb stabilitási és konvergenciariportok szerint 2017-re az összes uniós tagország költségvetési hiánya a GDP 3 százaléka alatt várható. A programidőszak végére várhatóan a tagországok kevesebb mint fele tudja teljesíteni a hivatalosan vállalt középtávú költségvetési célt.

A magyar gazdaság növekedése 2014 II. negyedévében tovább erősödött, ismét várakozáson felüli növekedést regisztrálva. Az éves bázison mért 3,9 százalékos kitevő növekedés felülmúlta az uniós országok növekedését, és egyben nyolc éve nem látott dinamikát jelent. A növekedés már egyértelműen a belső felhasználási tételek bővüléséhez köthető. Ennek oka, hogy az import növekedése jelentősen meghaladta az exportét. Ez a külső gazdasági feszültségek exportot visszafogó hatása mellett az erősödő belső felhasználásra vezethető vissza. A külkereskedelem aktívuma az export importnál magasabb szintje miatt így is emelkedni tudott, ugyanakkor a nettó export a II. negyedévben nem volt hatással a GDP növekedésére. A dinamikus gazdasági növekedés motorja a bruttó állóeszköz-felhalmozás volt, ami közel 19 százalékkal bővült éves bázison. Ebben nagy szerepet játszott a versenyszféra erősödő beruházási teljesítménye, melyet a Növekedési Hitelprogram is segített. Emellett folytatódtak az országszerte zajló, uniós forrásokból megvalósuló infrastrukturális fejlesztések, melyek az állami beruházások bővülését támogatták. A foglalkoztatás és a reálbérek növekedésének hatására a rendelkezésre álló jövedelem bővült, így a háztartások fogyasztási kiadása 2,4 százalékkal emelkedett a II. negyedévben. A növekedést ugyanakkor továbbra is korlátozzák az óvatossági megtakarítások és a folytatódó mérlegalkalmazkodás. A belföldi felhasználás együttesen 3,9 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. A termelési oldalon továbbra is kiegyensúlyozott a növekedés pályája: az összes meghatározó nemzetgazdasági ág hozzáadott értéke bővült. Az ipar 7,2 százalékos kitevő növekedését a járműgyártás és az egyéb kapcsolódó ágazatok exportteljesítménye vezérli. Az építőipari hozzáadott érték 19,1 százalékkal bővült, főként a

vasút-, út- és közműhálózat-fejlesztések következtében, de már a lakásépítés is lassú élénkülést mutatott. Az erősödő belső felhasználás következtében a szolgáltatások teljesítménye 2,1 százalékkal fokozódott.

Az aktivitás bővülése folytatódott a II. negyedévben, míg a foglalkoztatottság csökkenését a közmunkaprogram volumenének átmeneti visszaesése indukálta. Ennek hatására a munkanélküliség enyhe emelkedését regisztrálták, ami így is többéves mélypontján áll. A munkakereslet a versenyszférában tovább erősödött. A keresetek dinamikája a nyomott inflációs környezet ellenére viszonylag magas, mivel a munkaerőpiac egyre feszebb.

A magyar éves bázisú infláció a második negyedévben tovább csökkent,  $-0,3$  százalékra, de július óta ismét pozitív az áremelkedés üteme. A tartósan alacsony inflációs környezet a szabályozott árak és az inflációs várakozások folytatódó csökkenésének következménye. Emellett a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása is érvényesül. Mindezen folyamatok tartósan mérséklék a pénzromlási ütem emelkedését, amit az élelmiszerárak folyamatos csökkenése is tovább erősít. Az elmúlt negyedév folyamán összességében nem változott a hazai kockázati környezet. Egyrészt a Fed két lépésben, 25 milliárd dollárra csökkentette likviditásbővítő csomagját, ezt kompenzálták az EKB likviditásnövelő intézkedései. A régiós országok többségében mind a CDS-felárak, mind pedig a 10 éves állampapírok hozamai jelentősen csökkentek, ugyanakkor a forint nagymértékben gyengült (több mint 4 százalékkal) az euróval szemben. Ennek oka, hogy az ukrán válság elmélyült, amely negatívan érintette a hazai fizetőeszköz árfolyamát. Másrészt a nyár folyamán júniusban 10, majd júliusban 20 bázisponttal csökkentette a jegybank az alapkamatot, és bejelentette a kamatvágási ciklus végét. A vállalatok hitelezésében az NHP II. iránt nyáron jelentősen erősödött az érdeklődés. Az augusztusra vonatkozó adatok ismeretében, amely szerint a vállalatok összesen 337 milliárd forintot hívtak le, az MNB az 500 milliárd forintos keret 1000 milliárdra történő megemeléséről döntött.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint a magyar gazdaság növekedése 2014–2015-ben dinamikus lesz, melyet a belső felhasználás fokozatos erősödése vezérel. Az import növekedési üteme a teljes előrejelzési horizonton meghaladja az exportét, így a külkereskedelmi többlet szűkülése már nem segíti a GDP-növekedést. Az idei évben a gazdaság motorja a beruházás lesz, míg jövőre a fogyasztás veszi át a vezérlő szerepet. A Növekedési Hitelprogram második szakasza iránti érdeklődés erősödött, így a keret 1000 milliárd forintra bővült, ami jelentős forrást biztosít a versenyszféra beruházásaihoz. A fogyasztás növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése biztosítja. A tartósan alacsony kamat- és inflációs környezet következtében a háztartások fogyasztási hajlandósága emelkedik. A magyar gazdaság kibocsátása a teljes előrejelzési horizonton elmarad a potenciálistól, a ciklikus pozíció javulása mellett a kibocsátási rés 2015 után záródhat. Összességében idén 3,3, jövőre 2,4 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

Az előrejelzési horizonton a munkaerő-piaci aktivitás stabilizálódhat. A foglalkoztatottság a versenyszférában az idei évben erősebben, majd jövőre a kapacitások feltöltődése révén lassabban bővíthet. Előző előrejelzésünkhöz képest az idei évben magasabb bérdinamika várható, ami jövőre tovább nőhet a munkaerőpiac feszesebbé válása következtében.

A maginfláció pályáját elsősorban a hazai gazdaság ciklikus pozíciója befolyásolja. Legfrissebb becslésünk szerint 2015 után záródik a kibocsátási rés, így a deflációs hatás a teljes előrejelzési horizonton érvényesül. Ezt a folyamatot a korábbi költségsokkok bázisba kerülése és az inflációs várakozások mérséklődése erősítik. A maginfláción kívüli tételek közül a közműdíjcsökkentések árleszorító hatása jelentős marad, így az éves infláció tartósan elmaradhat a maginfláció ütemétől. A korábbi rezsicsökkentések hatása, az újabbak bevezetése és az orosz szankciók miatt várt élelmiszerár-csökkenés 2014-ben nyomott inflációs környezetet eredményez, míg 2015-ben az infláció felpörgésére számítunk. A jövő év végére a maginfláció és az infláció a jegybanki célszintre emelkedik. Összességében 2014-ben a fogyasztóiár-index 0,2, míg jövőre 2,4 százalékon állhat.

A nyomott inflációs környezet, a gazdaság ciklikus pozíciója és a globálisan laza monetáris politika indokolják a historikusan alacsony, 2,1 százalékos kamatszint hosszabb ideig történő fenntartását. Az irányadó ráta várakozásunk szerint a jövő év közepéig nem változik. Ekkor a jegybank – figyelembe véve az inflációs célt – megkezdi a kamatemelést. A fokozatos és lassú szigorítás hatására 2015 végén 3 százalékon állhat az irányadó ráta.

Augusztus végéig az államháztartás kumulált hiánya az egész évre tervezett deficit 87,8 százaléka volt – ez az arány az előző évekhez képest alacsonyabb, utoljára ennél kisebb 2011-ben volt. Az év egészére vonatkozóan a bevételi oldalon található közel 100 milliárd forintos többlet és a kiadásoknál látható hasonló méretű kiadási plusz nagyjából ellentételezik egymást. A zárolások és a tartalékok ugyanakkor egy 200 milliárd forintot meghaladó mozgásteret biztosítanak a kormányzat számára. Az uniós ESA-egyenleg ezek szerint a GDP 2,4 százaléka lehet, a pénzforgalmi egyenleg viszont 3 százalékra rúghat. Utóbbi miatt az államadósság ugyan csökken változatlan árfolyam mellett, de ha az árfolyam változását is figyelembe vesszük, akkor vélhetően a KESZ-állomány apasztására is szükség lesz a süllyedő államadósság érdekében. Jövőre a hiány a GDP 2,7 százaléka lehet, kiigazítási kényszert nem látunk.

Magyarország kedvező befektetői megítélése fennmaradt a nyári hónapokban. A Fed eszközvásárlási programjának újabb szűkítése nem éreztette hatását a feltörekvő piacokon. Az EKB szeptemberi döntése értelmében ugyanis a kereskedelmi bankokra érvényes negatív betéti kamatok miatt a bankok pótlólagos likviditással rendelkeznek majd, így globálisan fennmarad a kedvező likviditásbőség. A másodpiaci hozamgörbe – elsősorban a rövid vége – június elejéhez képest lefelé tolódott. Ez az összesen 30 bázispontos kamatvágás és a kedvező nemzetközi pénzügyi hangulat együttes hatásaként jelentkezett. A likviditásbőség hatására a hozamgörbe rövid végén a hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamat

mértékét, ugyanakkor a piaci szereplők nem választják az egy évnél hosszabb lejáratokat. A jegybanki devizatartalékok szintje 36 milliárd euró környékén stagnált.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege az előző negyedévhez képest kismértékben nőtt. A jövedelemkiáramlás mértéke alig haladja meg a 2013 IV. negyedévében regisztrált értéket. Az EU-transzferek beáramlása majdnem megegyezik az előző háromhavi időszakban regisztrált összeggel. Összességében az ország nettó finanszírozási képessége kismértékben változott az előző negyedévhez képest: 7,7-ről 7,6 százalékra csökkent a GDP-arányos mutató. Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben a reálgazdasági aktívum szerepének jelentősebb csökkenését várjuk a nettó finanszírozási képesség alakulásában. Negatív irányban hat a jövedelmi hiány romlása, amit ellensúlyoz egyrészt az államadósság növekvő belföldi finanszírozása miatt belföldön maradó kamat, másrészt az EU-transzferek beáramlása, amelynek volumene 2015-ben már csökken. A módszertani változásból eredő hatásokat is figyelembe véve a 2014. évre 6,8 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk, míg 2015-ben 6,0 százalékon állhat a mutató.

1. TÁBLÁZAT: A FŐBB MAKROGAZDASÁGI VÁLTOZÓK VÁRHATÓ ALAKULÁSA

	2013	2014	2015
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	1,1	3,3	2,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	0,2	2,4	2,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,8	13,3	4,9
Kivitel (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	5,3	5,6	6,2
Behozatal (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	5,3	7,2	7,0
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,6	5,7	5,4
Éves fogyasztóiár-index (%)*	1,7	0,2	2,4
A jegybanki alapkamat az év végén (%)	3,00	2,10	3,00
Munkanélküliségi ráta éves átlaga (%)*	10,2	7,9	8,2
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,4	3,3	4,8
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában**	3,1	3,1	2,8
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában**	6,8	6,8	6,0
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,2	-2,4	-2,7
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	0,9	1,7	2,2

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. \*\* Új MNB-módszertan szerint számítva.

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

## Nemzetközi kitekintés

*Az Európai Unió gazdasága lassuló növekedésről tett tanúbizonyságot 2014 második negyedévében. Az USA bővülését a megerősödő belső kereslet támogatta április és június között, aminek következtében a negyedéves mutató jelentős emelkedést tükrözött. Az unió munkaerőpiacáról egyre kedvezőbb adatok érkeznek, a foglalkoztatottság némileg bővült az első negyedévben. Az infláció eközben nem tudott érdemben elmozdulni többéves mélypontjáról. A felerősödő geopolitikai aggodalmak a kockázatkerülés felé terelték a befektetőket a nyári hónapok során. Az EKB szeptemberben 10 bázisponttal, 0,05 százalékra csökkentette az irányadó rátát, amikor az egynapos betéti ráta is -0,2 százalékra módosult. Továbbá a bank bejelentette, hogy elkezdi az eszközfedezetű értékpapírok (ABS) és a fedezett kötvények vásárlását is. Eközben az Egyesült Államok jegybankja júliusban ismét csökkentette az eszközvásárlási programjának méretét, ami jelenleg 25 milliárd dolláron áll. A legfrissebb stabilitási és konvergenciarportok szerint 2017-re az összes uniós tagország költségvetési hiánya a GDP 3 százaléka alatt várható. A programidőszak végére a tagországok kevesebb mint fele tudja teljesíteni a hivatalosan vállalt középtávú költségvetési célt. A 2015-re vonatkozó bizottsági és tagországi fiskális prognózisok közötti eltérések fő okát az intézkedési hatás adja.*

### *A globális konjunktúra alakulása*

Az USA gazdasága 2014 második negyedévében 4,2 százalékkal növekedett az előző időszakban mért 2,1 százalékos, évesített alapon mért zsugorodás után. Az első három hónapban látott csökkenés így valóban csak egy egyszeri sokkhatás (zord téli időjárás) következménye volt. A második negyedévben a nettó exporton kívül minden felhasználási tétel támogatta a gazdaság bővülését. A legnagyobb mértékű növekedés a beruházások felől érkezett (8,4 százalék), a fogyasztás és a kormányzati kiadások rendre 2,5 és 1,4 százalékkal emelkedtek, míg a külkereskedelem 0,4 százalékponttal csökkentette a GDP növekedését az április–júniusi időszakban. A nettó export így már második negyedéve negatívan járult hozzá a gazdaság bővüléséhez. Kedvező képet festhet a lakosság jövőbeli kiadásait tekintve, hogy a megtakarítási ráta 5,3 százalékra emelkedett a második negyedévben, ami 2012 vége óta a legmagasabb szintnek számít.

A japán gazdasági adatok meglehetősen borús képet mutatnak 2014 II. negyedévében: a várakozásokat alulmúlva, 2011 óta a leggyengébb dinamikával, 1,7 százalékkal zsugorodott a gazdaság negyedéves bázison. Az év/év index 0,1 százalékos csökkenést jelzett, jóval lemaradva az előző negyedévi 3 százalékos növekedés után. A visszaesés a háztartások fogyasztási kiadásának visszafogásával magyarázható, miután a japán kormány áprilisban 5-ről 8 százalékra emelte a termékek és szolgáltatások áfáját. A gyenge belföldi kereslet, valamint a leértékelődő valuta export-versenyképességre gyakorolt kedvező hatásának



köszönhetően a nettó export volt az egyetlen felhasználási tétel, ami segítette a gazdaság növekedését a második negyedévben.

Az Európai Unió gazdasági teljesítményét tükröző második negyedéves adatok szerint a kilábalási folyamat meglehetősen törékeny: az I. negyedévben látott 1,4 százalékos bővülés után az év/év alapú uniós GDP-mutató 1,2 százalékra mérséklődött az idei év második három hónapjában, amikor a negyedéves mutató is a várakozásoknál gyengébb dinamikát jelzett. Ez a megállapítás az euróövezet esetében is megállja a helyét: az unió és az övezet gazdasága rendre 0,2 százalékos bővülést, valamint stagnálást mutat az előző időszakban mért 0,3 és 0,2 százalékos növekedés után.

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

Ország	2013. III.	2013. IV.	2014. I.	2014. II.
Euróövezet	-0,3	0,5	0,9	0,7
Európai Unió	0,2	1,1	1,4	1,2
Ausztria	0,4	0,7	0,8	0,9
Csehország	-1,0	1,1	2,9	2,7
Egyesült Királyság	1,8	2,7	3,0	3,1
Franciaország	0,3	0,8	0,8	0,1
Hollandia	-0,9	1,0	0,0	0,9
Lengyelország	2,0	2,5	3,5	3,3
Németország	0,6	1,4	2,2	1,3
Olaszország	-1,9	-0,9	-0,4	-0,2
Románia	4,3	5,1	3,7	1,5
Spanyolország	-1,1	-0,2	0,5	1,2
Szlovákia	1,0	1,6	2,2	2,4
Japán	2,5	2,5	3,0	-0,1
Egyesült Államok	2,3	3,1	1,9	2,5

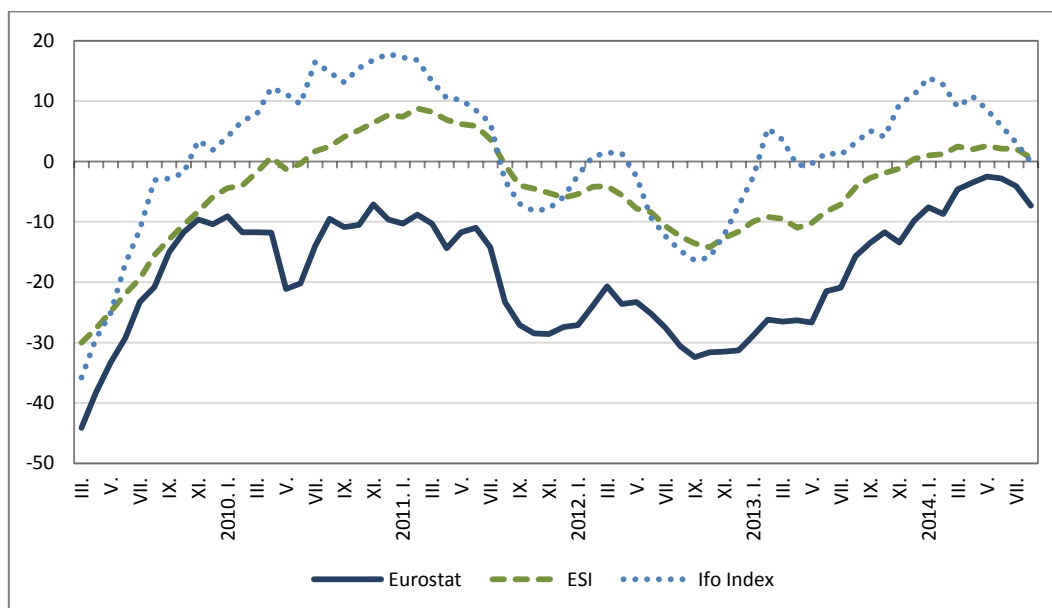
Forrás: Eurostat

Az április–júniusi időszakban a nettó exporton kívül a GDP összes komponense támogatta az unió gazdasági bővülését. A legnagyobb mértékben a végső fogyasztási tételek, valamint a bruttó állóeszköz-felhalmozás járult hozzá a gazdaság év/év növekedéséhez, míg a nettó export csaknem 0,3 százalékponttal fogta vissza a bővülést. A szektorokat vizsgálva az ipar növekedése mérséklődött éves bázison, miközben a tercier szektor továbbra is lassuló ütemű bővülést mutatott 2014 második három hónapjában.

Az év/év indexek az uniós tagországok többségében gyengülő gazdasági növekedést jeleznek. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország 1,3 százalékos GDP-adata jelentős lassulást tükröz az első negyedévben látott 2,2 százalékos bővülés után, míg Franciaország gazdasága továbbra is stagnált negyedéves alapon. Mivel az olasz GDP 0,2 százalékkal zsugorodott negyedéves alapon, a tagország a válság kitörése óta immár harmadszor csúszott technikai recesszióba. Az adósságproblémákkal küzdő többi déli

országban azonban GDP-növekedést regisztráltak, sőt Spanyolországban az 1,2 százalékos év/év bővülés 2008 azonos időszaka óta a legerőteljesebb gazdasági expanziónak számít. A cseh GDP a várakozásokat alulmúlóan 2,7 százalékkal, a román gazdaság a várt 3,3 százalék helyett mindössze 1,5 százalékkal nőtt. Utóbbi esetében a rendkívüli árvizek húzhatták lejjebb a gazdaság teljesítményét. Lengyelországban bár lassult a növekedés, a 3,3 százalékos bővülés uniós szinten is kimagasló.

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, május óta ismét csökkenésnek indult (1. ábra). Ezenkívül az euróövezeti gazdasági hangulatindex (ESI) értéke is az idei év legalacsonyabb szintjére süllyedt augusztusban. Miután Németország II. negyedévi gazdasági teljesítménye alulmúlta a várakozásokat, a német üzleti hangulat alakulását jelző Ifo Index mozgása a harmadik negyedévre se vetít előre kedvező fordulatot.

Júliusban felülvizsgálta korábbi (áprilisi) növekedési előrejelzéseit a Nemzetközi Valutaalap. Az IMF idénre lassabb gazdasági növekedést (3,4 százalék) prognosztizál globális szinten, melyet azzal magyaráz, hogy a fejlett, valamint a feltörekvő gazdaságok is lassabban növekedhetnek, továbbá jelentős kockázatokat hordoznak a geopolitikai feszültségek is. Látványosan rontotta az amerikai gazdaság növekedési kilátásait az IMF: az áprilisban közzétett 2,8-ről 1,7 százalékra csökkentette az előrejelzést, amiben különösen nagy szerepe van az első negyedévben látott 2,1 százalékos zsugorodásnak. A jövő évre vonatkozó prognózist csak némileg javították, 3 százalékra, ami 2005 óta a legerőteljesebb éves növekedésnek számítana. Az IMF szerint jelentős fölös termelői kapacitások vannak az

amerikai gazdaságban, ezért a hatóságoknak rövid távon többet kell tenniük a gazdaság élénkítéséért. Az euróövezet GDP-számaival illetően nem változtatott érdemben a valutaalap, azonban fenntartotta nézetét, miszerint az európai gazdaság továbbra is többsebességes marad, valamint hogy jövőre 1,5 százalékkal bővíthet a közös európai valutát használó országok gazdasága.

A feltörekvő gazdaságok növekedési kilátásait is általánosságban lefelé módosította a nemzetközi pénzügyi szervezet. Kínában a bővülés támogatása érdekében bevezetett stratégiai intézkedések – beleértve a kis- és középvállalatok részére nyújtott adókedvezményt, az infrastrukturális projektek kivitelezésének felgyorsítását, valamint a monetáris politikai lazítást (a kötelező tartalékráta csökkentésén keresztül) – nagyban hozzájárulnak az idénre jóslt 7,4 százalékos gazdasági növekedés eléréséhez, azonban ez is lassulást tükröz a tavalyi 7,7 százalék után. Jövőre a gazdaság fenntartható növekedési pályára állítása miatt a GDP bővülése egészen 7,1 százalékra lassulhat, azonban ez nagyban függ a kormány növekedési céljától. Mindkét évre vonatkozóan 0,2–0,2 százalékponttal mérsékelte korábbi prognózisait az IMF. Indiában a növekedés üteme az év elején érte el mélypontját. A parlamenti választások után kialakult fellendülő üzleti hangulat még a kedvezőtlen időjárás okozta rossz mezőgazdasági termést is érdemben ellensúlyozhatja. Idén és jövőre 5,4 és 6,4 százalékos GDP-növekedéssel számol a valutaalap, vagyis nem változtatott áprilisi előrejelzéseire képest.

A feltörekvő országok közül a legnagyobb növekedés-visszavágást Oroszország esetében vázolta fel az IMF. A friss prognózis szerint az orosz gazdaság idén már csak 0,2 százalékos növekedésre lesz képes, a korábban jelzett 1,3 százalék helyett. A gazdasági minisztérium augusztusi becslése szerint az orosz gazdaság mindössze 0,7 százalékkal bővült az első hét hónap során a múlt év azonos időszakához képest. Ezek a számok pedig még nem is tartalmazzák az amerikaiak által már meghozott büntetőintézkedések és a kilátásba helyezett uniós szankciók hatását, továbbá az orosz ellenszankciók gazdaság-visszafogó következményeit. Ennek ellenére az orosz kormány várakozásai valamivel optimistábbak a valutaalapénál: a gazdasági minisztérium 0,5 százalékos növekedéssel számol az idei évre, ami így is 2009 óta a leggyengébb gazdasági bővülésnek felelne meg. 2015-re vonatkozóan az IMF és az orosz gazdasági minisztérium is 1 százalékos növekedést prognosztizál, miután mindkét fél 1–1 százalékponttal mérsékelte korábbi előrejelzését.

### *Munkaerőpiac*

Az Egyesült Államokban a munkaerő iránt megnyilvánuló kereslet a tavalyi év eleje óta emelkedik: a szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatottság 2014 második negyedévében 0,4 százalékkal bővült. A legfrissebb adatok szerint júliusban az év/év foglalkoztatásbővülés 1,9 százalékra gyorsult. A pozitív folyamat a versenyszférának köszönhető, hiszen 2013 és 2014 júliusa között 2 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak száma,

miközben az állami szférában csak minimális bővülés látszott. A magánszférában elsősorban a szekunder szektornak (ipar, építőipar) köszönhető a bővülés. A munkanélküliségi ráta az idei év hetedik hónapjában ugyan kissé emelkedett, de továbbra is öt és fél éves mélypont közelében, 6,2 százalékon tartózkodik, ami tavaly júliushoz képest 1,1 százalékpontos javulást jelent.

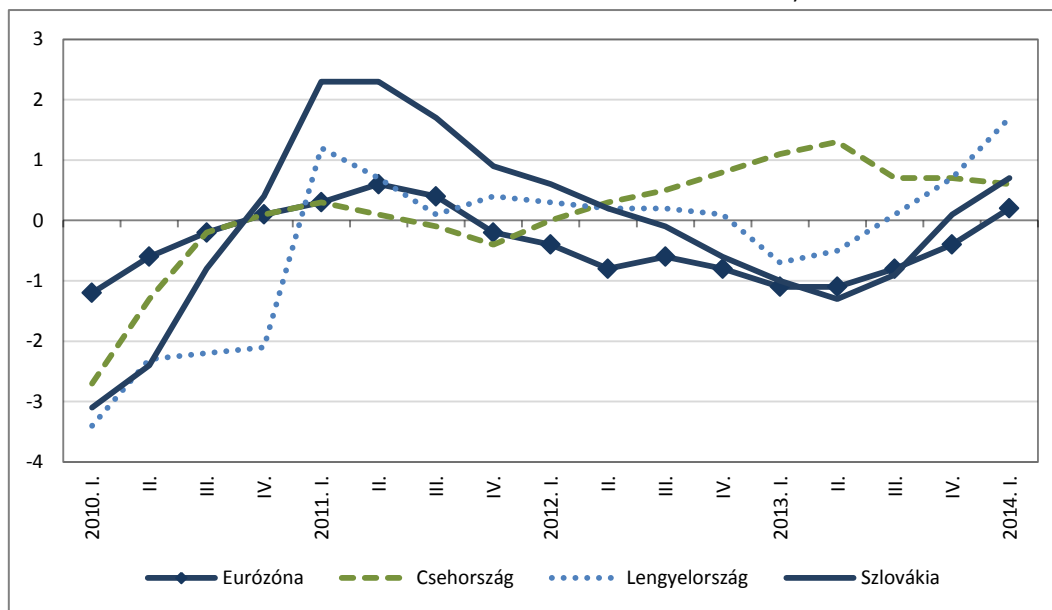
Az euróövezetben 2014 II. negyedévében a tavalyi év folyamán kezdődött munkaerő-piaci konszolidáció tovább folytatódott. A foglalkoztatottság 2014 első három hónapjában már némi növekedést jelzett, amire 2011 harmadik negyedéve óta nem volt példa: az előző év azonos időszakához képest 0,2 százalékos bővülést regisztráltak (2. ábra). Szektorális bontásban nézve az ipari foglalkoztatottság enyhe csökkenése továbbra is fennmaradt, a szolgáltató szektorban pedig már enyhén növekvő munkaerő iránti keresletet regisztráltak negyedéves bázison. A ledolgozott munkaórák száma az előző év azonos időszakához viszonyítva 0,5 százalékkal növekedett a márciusban végződő negyedévben.

A valutaövezet munkanélküliségi rátája 11,6 százalékra mérséklődött 2014 második negyedévében. Az előző év azonos időszakához képest így már 0,4 százalékponttal csökkent az állástalanok aránya. Az EU egészében is csökkenő rátát regisztráltak: a II. negyedévben 10,3 százalékon állt a munkanélküliség, ami 0,6 százalékponttal marad el az egy évvel ezelőtt mért adattól. A júliusi mutatók is javuló munkaerő-piaci helyzetet jeleznek: az euróövezetben 11,5, az unióban 10,2 százalékra csökkent a munkanélküliségi ráta.

Az egyes tagországok munkaerőpiacának állapota továbbra is rendkívül eltérő. A magas aggregált mutató elsősorban néhány perifériális euróövezeti országhoz köthető. A legfrissebb, júliusra vonatkozó statisztikák szerint mindössze hat tagállamban mértek enyhén emelkedő munkanélküliségi arányt, a többi országra vonatkozóan az előző hónappal megegyező vagy csökkenő adatot közöltek. Az egyes országok közötti szórást jól jelzi, hogy míg Ausztriában és Németországban 4,9 százalékon áll az index, addig Spanyolország esetében 24,5 százalékos értéket regisztráltak.

Az Európai Bizottság érvényben lévő prognózisa szerint idén a gazdasági növekedés lassú helyreállása már segíthet stabilizálni a munkaerőpiacokat. Ennek fényében a bizottság a legutóbbi előrejelzését kissé feljavítva, 2014-ben az unióban és a valutaövezetben rendre 0,6 és 0,4 százalékos foglalkoztatottság-bővülést valószínűsít, amire 2011 óta nem volt példa. A munkanélküliségi ráta éves szinten az övezetben és az EU-ban 11,8 és 10,5 százalékra mérséklődhet idén. Az erősödő gazdasági fellendülés hatására ezt jövőre egy látványosabb, 0,7 százalékos foglalkoztatás-emelkedés követheti mindkét régióban, amikor az átlagos munkanélküliségi ráta az övezetben 11,4, az EU-ban pedig 10,1 százalékra csökkenhet.

2. ÁBRA: A FOGLALKOZTATÁS VÁLTOZÁSA A VISEGRÁDI ORSZÁGOKBAN ÉS AZ EURÓZÓNÁBAN (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)<sup>1</sup>



Forrás: Eurostat

A visegrádi három munkaerőpiaca az euróövezethez hasonló képet festett 2014 első negyedében. A foglalkoztatás éves növekedési üteme a január–március közötti időszakban egyedül Csehországban csökkent némileg. Itt a több mint egy éven át tartó pozitív tendencia 2013 harmadik negyedében ugyan megtört, de a továbbra is csökkenő számú ledolgozott munkaóráknak köszönhetően a mérséklődés elhanyagolható volt. Ezzel szemben Lengyelországban és Szlovákiában már emelkedő számú ledolgozott munkaórát, valamint emelkedő foglalkoztatást regisztráltak az első negyedévben. Az idei II. negyedévben a cseh és a lengyel munkanélküliségi arány mérséklődött nagyobb mértékben: a 0,4–0,3 százalékpontos csökkenés után rendre 6,2 és 9,6 százalék volt az állástalanok aránya. Lengyelország esetében a növekvő foglalkoztatásra a szülési szabadság kiterjesztésének (6-ról 12 hónapra, akiknek gyermekei 2013. január 1. után születtek) statisztikai hatása is támogató lehet, míg ezt valamelyest visszafoghatja a kivándorlás, ami különösen a gazdaságilag aktív népesség körére jellemző. Szlovákiában az előző negyedévhez képest csaknem változatlanul, 13,8 százalék volt az állástalanok aránya.

A legfrissebb prognózisok szerint idén Szlovákiában javuló munkaerő-piaci helyzet várható: a foglalkoztatottság csökkenése megáll, emiatt két év óta először éves szinten is pozitív lesz a növekedés üteme, valamint a munkanélküliségi ráta is jelentősen süllyedhet. Lengyelországban 2014-ben a munkaerő-piaci körülmények stabilizálódása után jelentősebb javulás csak 2015-ben várható. Csehországban a munkanélküliség 2015 elejéig minden valószínűség szerint a jelenlegi szinten marad, mivel a munkaerő-piaci részvétel folytatódó növekedése ellensúlyozza a foglalkoztatás növekedését. Később azonban – az erősödő

<sup>1</sup> Lengyelország esetében a lengyel statisztikai hivatal adatait használtuk fel.

gazdasági növekedés következtében – a foglalkoztatás bővülése lesz az irányadó, és a munkanélküliek aránya csökkenő pályára áll.

### *Pénzügyi folyamatok*

Meglehetősen borús hangulat jellemezte a nemzetközi pénzpiaci környezetet az elmúlt negyedévben. Az EKB júniusi gazdaságélénkítő bejelentései után a befektetők egyre inkább az intézkedések kivitelezésével kapcsolatos hírekre figyeltek az európai térségben. Mivel a Fed mennyiségi lazításának teljes kivezetése előreláthatólag októberben következik be, egy európai monetáris „likviditásbomba” beindítása kulcsfontosságú lehet a pénzpiacok számára. A világ több pontján zajló geopolitikai feszültségek hatására inkább a kockázatkerülés jellemezte a befektetők döntéseit a nyári hónapok során.

Az EKB likviditásösztönző lépései a bankközi piaci kondíciókon is éreztetik hatásukat. A három hónapos Euribor-kamat június óta ismét a historikusan alacsonynak számító 0,2 százalék körül tartózkodik, ami azok után, hogy az első fél évben szinte végig 0,3 százalék felett mozgott, jelentős csökkenésnek számít. Az euróövezeti bankrendszer likviditási mutatója, az egynapos euróindex (EONIA) is visszatért a gyakorlatilag zérus kamatszintre.

Az EKB legfrissebb adatai alapján már némi pozitív változás volt tapasztalható a hitelezési helyzet terén a második negyedévben. Az erre az időre vonatkozó felmérés szerint a háztartások esetében a valutaövezeti bankok mind a lakásvásárlással kapcsolatos, mind a fogyasztási hitelekkel illetően továbbra is enyhülő feltételekről számoltak be. A lakosság számára kihelyezett hitel összes mennyisége a második negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva 0,5 százalékkal bővült, a növekedés üteme így változatlanul visszafogott maradt. A nem pénzügyi vállalatok esetében 2007 azonos időszaka óta először regisztráltak enyhülő hitelnyújtási kondíciókat a második negyedévben. A kihelyezett hitel összes mennyisége éves alapon azonban továbbra is negatív, 2,5 százalékos zsugorodás volt megfigyelhető. A még mindig meglehetősen visszafogott hiteldinamika főként a konjunktúraciklus aktuális szakaszát, a megemelkedett hitelkockázatot, valamint a pénzügyi és az azon kívüli szektorokban zajló mérlegkiigazítást tükrözi.

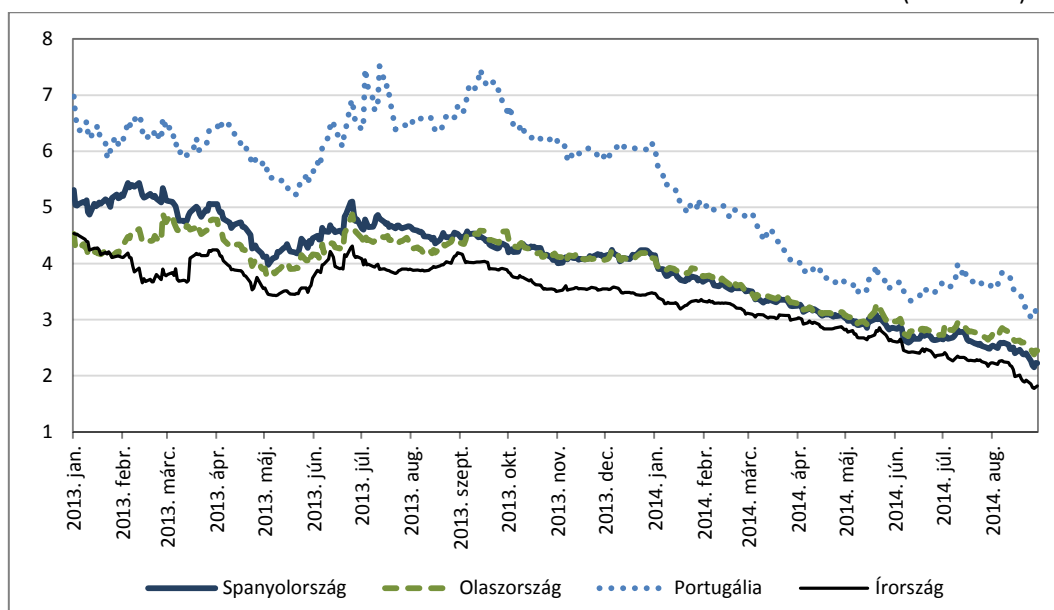
A Fed kötvényvásárlási programjának szűkítésén, valamint az EKB megkezdett monetáris lazításán kívül az orosz–ukrán válság kiteljesedése, továbbá feltörekvő piaci bizonytalanságok (gázai fegyveres konfliktus, iraki belpolitikai válság, újabb államcsőd Argentínában) befolyásolták leginkább a befektetői döntéseket a június–augusztus közötti időszak alatt. Az Oroszország ellen bevezetett harmadik körös szankciókkal, amelyek már széles körű gazdasági intézkedéseket jelentenek, valamint a válaszul kialakított ellenszankciókkal kapcsolatos hírekre is kiemelten figyeltek a piaci szereplők.

A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak június eleje és augusztus vége között általánosságban csökkentek. Ez alól egyedül Portugália a kivétel, ahol ezen időszak alatt 5 százalékos emelkedés volt

tapasztalható. Ennek egyik legfőbb oka, hogy az egyik legnagyobb portugál bank, a Banco Espirito Santo komoly finanszírozási nehézségbe került júliusban, majd augusztusban kiderült, hogy nagyobb részben az EU–IMF-mentőcsomagból megmaradt pénzből az állam megmenti a bankot. A kormány szerint ezzel a lépéssel elejét tudják venni egy esetleges tovagyrúzó hatásnak, ami megmérgezhetheti a portugál, valamint az európai pénzügyi szektor egészét is. A többi adósságválsággal küzdő ország esetében ezen időszak alatt átlagosan 12 százalékos javulás volt tapasztalható a CDS-árazás esetében, ami jóval alulmúlja az első negyedévben látott csaknem 30 százalékos mérséklődést. A legnagyobb mértékben Spanyolország csőd-kockázati felára csökkent, többek között az egyre kedvezőbb gazdasági kilátásoknak köszönhetően. Hosszabb távra visszatekintve jól látható a piaci megítélés javulása: a tavalyi év azonos időszakához képest átlagosan 60 százalékkal alacsonyabban állnak a periféria CDS-felárai.

A nyári hónapokban csökkentek a perifériális euróövezeti állampapírpiacok hozamai is (3. ábra). A júniusi nyitóértékekhez képest így alacsonyabb kamatokon sikerült a forrásbevonás: a görög állam 10 éves lejáratra már 5,8 százalékon tudott forrást bevonni augusztus végén, ami az egy évvel ezelőtti szinthez képest 400 bázispontos csökkenést jelez.

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



Forrás: Thomson Reuters

A portugál bankcsőd az állampapír-piaci hozamokban is éreztette hatását, a kisebbik ibériai ország hozamainak kilengése volt a legjelentősebb, aminek következtében a legcsekélyebb hozamsüllyedés is itt volt látható az időszak alatt. Összességében a portugál 10 éves államkötvény hozama 3,2 százalékra süllyedt, míg a spanyol államkötvény hozama az olasz papírokhoz hasonlóan 2,3 százalék körül stabilizálódott augusztus végén.

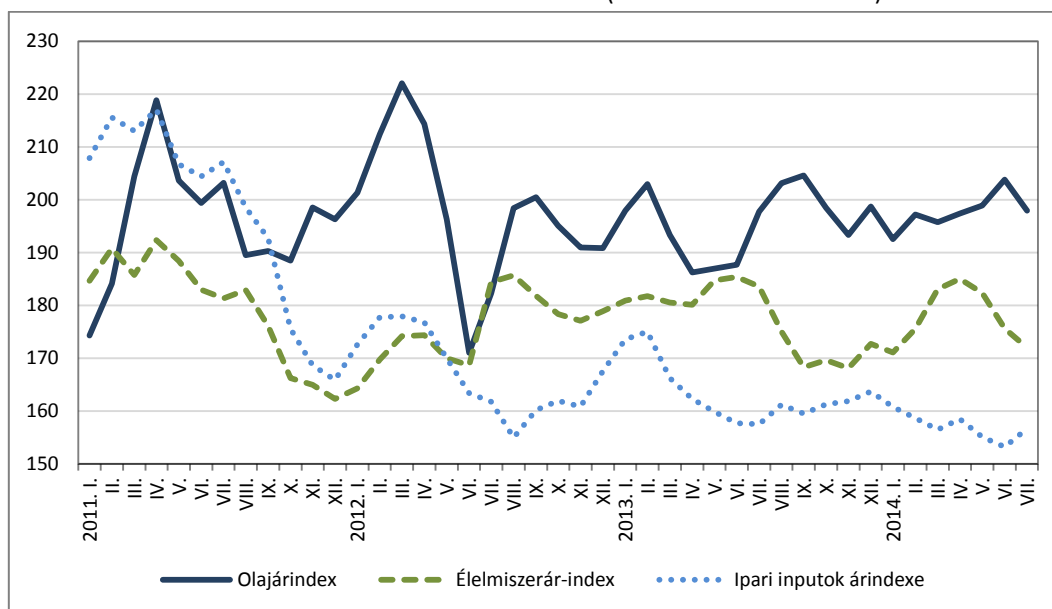
A Fed kötvénypasztrálás programja fokozatos szűkítése miatt, valamint a geopolitikai válsággócok hatására felerősödött a menedékeszközök iránti kereslet. Mindezek következtében Németország, az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok hosszú papírjainak hozamai is csökkenő pályán maradtak az elmúlt hónapokban, és átlagosan 17 százalékkal mérséklődtek június óta. A 10 éves német államkötvény hozama történelmi mélypontra, 1 százalék alá zuhant augusztusban.

A nyári hónapokban megszokott meglehetősen alacsony forgalmú kereskedés jellemezte a tőkepiacokat június és augusztus között. Az USA egyik legfőbb tőzsdeindexe, a Dow Jones mindössze 2 százalékot emelkedett az elmúlt három hónapban. A meghatározó európai mutatók közül a londoni (FTSE) és a frankfurti (DAX) 1–5 százalékkal csökkent a nyári hónapok folyamán, míg a japán Nikkei augusztusi záróértéke 3 százalékkal haladta meg a június eleji nyitó adatot. A régiós varsói és prágai indikátorok pedig 1–5 százalékot csökkentek a vizsgált időszak alatt.

### Az infláció alakulása

Annak ellenére, hogy az iraki konfliktus következtében a Brent hordónkénti ára kilenc hónapos csúcsra emelkedett júniusban, a gyenge kereslet és a bőséges világpiaci kínálat (már Líbiában is emelkedik az olajkitermelés) hatására az olaj dollárban mért ára csökkenő tendenciát mutatott az elmúlt időszakban. Az északi-tengeri olajfajta hordónkénti ára 101 dolláron, júniusi nyitóértékénél 8 százalékkal alacsonyabban zárta a VIII. hónapot.

4. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100 SZÁZALÉK)



Forrás: IMF Primary Commodity Prices

A nyers élelmiszerek árában is csökkenés volt tapasztalható az idei év második negyedében (4. ábra). A mérséklődést a kedvező termelési kilátások és a bőséges készletek váltották ki. Az ipari inputok, vagyis a mezőgazdasági nyersanyagok és fémek éves

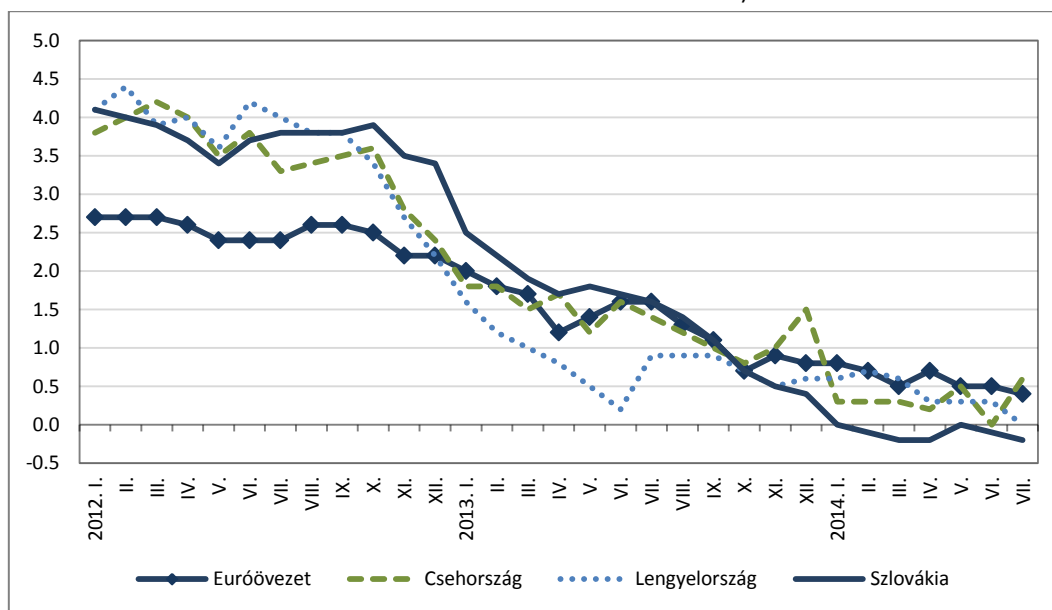


árindexe azonban három hónap után először mutatott emelkedést júliusban. Ennek fő oka a csökkenő készletek (réz és alumínium), valamint a bányabezárások (főleg a cink esetében) miatt várható kínálatcsökkenés volt.

Az Egyesült Államokban 2 százalékos éves bázisú inflációs rátát regisztráltak júliusban, a pénzromlás üteme így április óta változatlanok mondható. Az áremelkedés éves ütemének növekedése az energiaárak 2,6 százalékos emelkedésére vezethető vissza. Júliusban az élelmiszerek és az energia árának kiszűrésével számított maginfláció 1,9 százalékon állt, így továbbra is közel áll a Fed 2 százalékos inflációs céljához, amit a szűrt index májusban ért el utoljára.

Az Európai Unióban és az eurózónában is alacsony maradt az éves pénzromlás üteme. Júliusban mindkét régióban csökkenő év/év inflációs rátát mértek: az unióban 0,6, az euróövezetben 0,4 százalékot, ami 2009 októberére óta a legalacsonyabb szintnek számít.<sup>2</sup> Az infláció üteme elsősorban a nyers élelmiszerárak csökkenése miatt lassul: a második negyedéves 1,9 százalékos árcsökkenés után 2,6 százalékkal zsugorodott a termékcsoport ára júliusban. Emellett az energiaárak is csökkenő árszínvonalat tükröztek. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó maginfláció 1,0–0,8 százalékon állt a hetedik hónapban, ami érdeemben nem különbözik az előző havi adatoktól.

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



Forrás: Eurostat

Csehország kivételével a visegrádi régióban is csökkenő pénzromlást jelentettek az elmúlt hónapokban (5. ábra). Szlovákia február óta deflációval küzd, bár májusban átmenetileg

<sup>2</sup> Az euróövezetre vonatkozó gyorsbecslés szerint az év/év infláció augusztusban 0,3 százalékra, ötéves mélypontra süllyedt, a továbbra is alacsony pénzromlási ütem a csökkenő élelmiszer- és energiaáraknak tudható be.

0 százalékra kúszott az infláció. A lengyel infláció is „eltűnt”, ami több évtizedes mélypontnak számít. A csökkenő régiós árszínvonal fő oka a nyers élelmiszerek árváltozásában keresendő: a termékcsoport ára csaknem 4 százalékos esést mutatott júliusban, míg a második negyedévben 1,7 százalékos átlagos csökkenést regisztráltak. Lengyelország esetében rövid távon az árak további esésére lehet számítani az augusztustól életbe lépett, lengyel exportra kivetett orosz embargó miatt is. A maginflációs ráták alapján elmondható, hogy az inflációs alapfolyamatok stabilak a régióban, jelenleg a historikusan alacsony 0,7 százalékos körül alakulnak.

Az előrejelzési horizonton sem az Európai Unió, sem pedig az övezet pénzromlásában nem várható érdemi felfelé irányuló nyomás. Idén a csökkenő nyersanyagárak és a még visszafogott gazdasági fellendülés egyaránt gátolják az infláció felpörgését, aminek eredményeként az unióban 1, az eurózónában 0,8 százalékos infláció várható. Az unióval szembeni orosz embargók (mezőgazdasági termékekre kivetett tilalom) kibővítésének következményeként azonban ennél is alacsonyabb lehet az éves pénzromlás üteme. Jövőre a lendületesebb gazdasági növekedés hatására mindkét régióban 0,5 százalékponttal emelkedhet az éves árszínvonal-emelkedés változása.

### *Monetáris kondíciók alakulása*

Az EKB szeptemberi kamatdöntő ülésén 10 bázisponttal, 0,05 százalékra, vagyis gyakorlatilag zéró szintre csökkentette az irányadó rátáját. A jegybank a másik két meghatározó kamatinstrumentumát is megváltoztatta: a betéti ráta így -0,2, az egynapos hitelkamat 0,3 százalékot mutat, 0,1-0,1 százalékpontos csökkentést követően. Mivel a jegybankelnök júniusban még úgy fogalmazott, hogy a bank elérte a kamatok alsó határát, az újabb kamatcsökkentés meglehetősen váratlanul érte a piacokat. A további lazítással az EKB elsősorban a deflációs veszélyt próbálja elkerülni. A nem konvencionális eszközök tekintetében az EKB elmondta, hogy elkezdik a jobb minőségű eszközfedezetű értékpapírok (ABS) vásárlását, valamint októbertől fedezett kötvényeket is venni fog a jegybank. A szeptemberben és decemberben kezdődő, célzott hosszú finanszírozási (TLTRO) programok akár 1000 milliárd euróval is támogathatják a hitelezés aktivitását. A kamatokra vonatkozó iránymutatásában a jegybank elnöke kijelentette, hogy az EKB elérte a csökkentési ciklus alját. Ez alapján további kamatvágás tehát nem várható. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint idén 0,6 százalékos, de még 2016-ban is jóval az EKB 2 százalékos középtávú célja alatti, 1,4 százalékos infláció várható az övezetben, 0,9 és 1,9 százalékos GDP-növekedés mellett. A három hónappal ezelőtti becslésekhez képest ez 0,1-0,1 százalékpontos csökkentést jelent a pénzromlás idei ütemét és a 2014-es gazdasági bővülést illetően.

Az Egyesült Államok jegybanki funkcióját betöltő Fed kamatdöntő szerve júliusi ülésén nem módosította az irányadó rátát, amely így továbbra is a 0-0,25 százalékos sávban mozog. A Nyílt Piaci Bizottság azonban ismételt 10 milliárd dollárral csökkentette eszközvásárlási

programjának méretét, ami jelenleg havi 25 milliárd dollárral növeli a monetáris bázist. A jelenlegi keretösszegeken belül 15 milliárd dollárt államkötvények, 10 milliárd dollárt jelzálogfedezetű értékpapírok vételére fordítanak. A monetáris lazítás tavaly decemberben megkezdett kivezetése idén októberben fejeződhet be. A jegybanki közlemény alapján az irányadó kamat emeléséről az elért eredmények alapján döntenek majd, arra törekedve, hogy biztosítsák a teljes foglalkoztatottságot és a 2 százalékos inflációt. Ez utóbbiról azonban elmondták, hogy kevésbé tartják valószínűnek, hogy az infláció hosszan a célértéke alatt maradhat. A döntéshozók körében a kamatemelési várakozások emelkedtek az előző előrejelzéshez képest, így meredekebb lehet a jövőbeni kamatpálya: a jelenlegi 0,25 százalékos szintről 2016 végére már 2,5 százalékra emelkedhet a kamat.

A Cseh Központi Bank legutóbbi kamatdöntő ülésén a gyakorlatilag zérónak tekintett 0,05 százalékos szinten tartotta az irányadó rátát. A kormányzó júliusban is 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 elmondták, hogy a hazai fizetőeszköz gyengítését célzó intervenciókat legalább 2016-ig fenntartják. A jegybanki intervenció akkor léphet életbe, ha a korona euróval szembeni árfolyama távol kerül a 27-es szinttől.

A Lengyel Nemzeti Bank szeptemberi kamatdöntésén 2,5 százalékon hagyta az alapkamatot, amely tavaly július óta változatlan. A jegybanki közlemény szerint amennyiben a reálgazdasági indikátorok továbbra is lassuló gazdasági növekedést jeleznek, valamint a rendkívül alacsony inflációs környezet is fennmarad, a következő hónapokban kamatcsökkentéssel reagálhat a monetáris politika.

### *Fiskális politika*

Az Európai Unió Stabilitási és Növekedési Paktuma előírja a tagországok számára, hogy stabilitási, illetve konvergenciarportokat (SKP) készítsenek éves rendszerességgel. Előbbit az eurót már bevezető országok, utóbbit a közös valuta bevezetése előtt álló tagoknak kell benyújtani. A legfrissebb, tavasszal megjelent tagországi jelentések szerint, míg 2014-ben 18 tagállamban várható 3 százalék alatti GDP-arányos államháztartási hiány, 2017-re az összes tagország teljesíti a maastrichti konvergenciafeltételt. A programidőszak végére így minden uniós ország kikerül a túlzottdeficit-eljárás (EDP) alól. Idén júniusban az uniós pénzügyminiszterek tanácsa az Európai Bizottság javaslatára Ausztria, Belgium, Csehország, Dánia, Hollandia és Szlovákia ellen szüntette meg az eljárást, megállapítva, hogy mindegyik ország a 3 százalékos küszöbérték alá csökkentette költségvetési hiányát. A legutóbbi döntést követően így mindössze 11 ország maradt EDP alatt.

Amennyiben összevetjük, hogy a 2014 és 2017 közötti periódusban mekkora kiigazítás valószínűsíthető a „headline” és a strukturális hiányszámok<sup>3</sup> tekintetében az EU-ban, kitűnik, hogy az utóbbi esetben átlagosan 1 százalékpontnyi javulás várható, ami a hivatalos mutatónál tapasztalható csaknem 2 százalékos GDP-arányos pozitív korrekciónak mindössze a fele (3. táblázat).

3. TÁBLÁZAT: A FISKÁLIS EGYENLEG ALAKULÁSA A BIZOTTSÁGI ÉS TAGORSZÁGI ELŐREJELZÉSEK ALAPJÁN

	Európai Unió					Valutaövezet				
	Európai Bizottság		Stabilitási és konvergenciaprogram			Európai Bizottság		Stabilitási és konvergenciaprogram		
	2014	2015	2014	2015	2017	2014	2015	2014	2015	2017
<b>GDP-növekedés</b>	1,6	2,0	1,7	2,0	2,2	1,2	1,7	1,5	1,9	2,0
<b>Költségvetési hiány (GDP %-a)</b>	2,6	2,5	2,5	2,1	0,6	2,5	2,3	2,4	1,8	0,5
<b>Strukturális hiány (GDP %-a)</b>	1,7	1,7	1,6	1,2	0,4	1,1	1,2	1,0	0,7	0,2

*Forrás: Európai Bizottság*

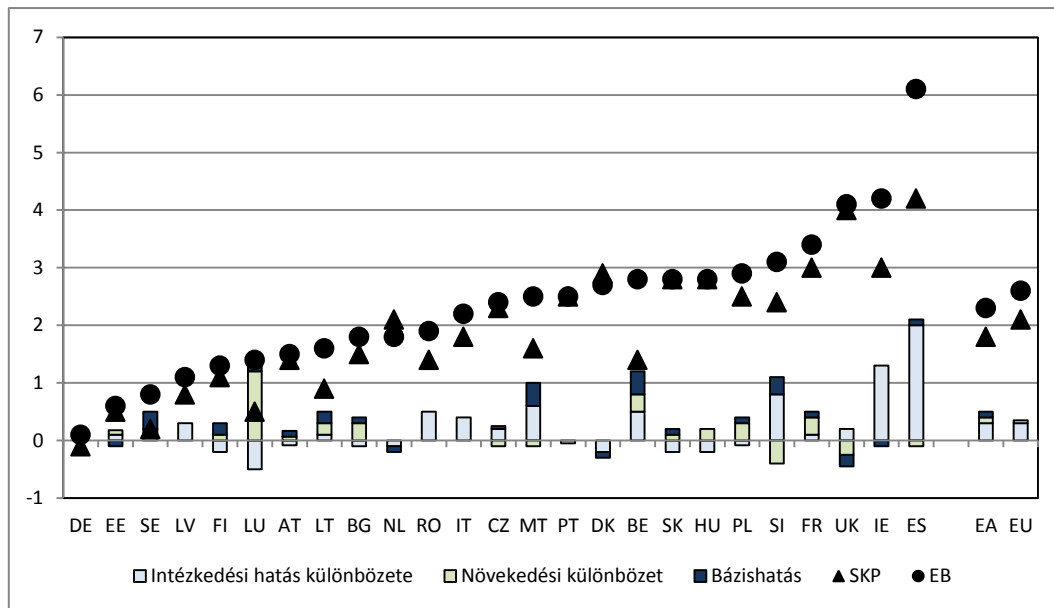
Ennek legfőbb oka, hogy a 2010-ben kezdődött konszolidáció első négy évében a strukturális hiánynál tervezett teljes kiigazítás (mintegy 4,1 százalékpont) körülbelül háromnegyede már teljesült. A hivatalos mutató esetében tehát kevésbé mondható „ornheznek” a kiigazítás, mivel 2014 és 2017 között még csaknem ugyanannyi hiánycsökkenés várható, mint az elmúlt négy évben. A kiigazítás összetétele azonban változik, ugyanis a programidőszak fennmaradó részében ezt kizárólag kiadás oldali intézkedésekkel tervezik elérni a tagállamok.

A legfrissebb adatok szerint a strukturális egyenlegre vonatkozó középtávú költségvetési cél mindössze két tagállam, Bulgária és Lettország esetében változott (csökkent) az elmúlt év során. Mindkét tagország a bizottsági ajánlásoknak megfelelően járt el az MTO módosítása során. Az uniós célszámok az 1,7 százalékos hiánytól egészen a 0,75 százalékos többletig sorakoznak fel. A két sarokérték továbbra is Magyarországhoz és Belgiumhoz kötődik. Míg tavaly kilenc országnak sikerült elérni a hivatalosan vállalt középtávú költségvetési célt, a legfrissebb számok alapján 2017-re ez a szám mindössze 11-re emelkedhet, amely az adatközlő országok<sup>4</sup> kevesebb mint fele. A fennmaradó államok (pl. Írország, Spanyolország, Lengyelország), amelyek még a kiigazítási periódus végére sem tervezik a célérték teljesítését, túlnyomó többségben azon országok körét bővítik, amelyek jelenleg túlzottdeficit-eljárás alatt állnak.

<sup>3</sup> A strukturális egyenleg a ciklikus komponenssel és az egyedi tételek hatásával korigált hivatalos hiánymutató. Ha a potenciálistól elmarad a gazdaság teljesítménye (negatív a kibocsátási rés), akkor a ciklikus komponens negatív. Ekkor a hivatalos egyenlegnél jobb a ciklikusan kiigazított egyenleg, ami azt jelzi, hogy ha a gazdaság a potenciális szintjén teljesítene, akkor az adóbevételek növekedése miatt az egyenleg automatikusan javulna.

<sup>4</sup> Mivel Görögország és Ciprus nem nyújtott be stabilitási jelentést 2013-ban, Horvátország csak tavaly csatlakozott az EU-hoz, valamint az Egyesült Királyság 2014-es konvergenciajelentésében nem közölték MTO-t, emiatt idén csak 24 ország adatait lehet összehasonlítani a középtávú költségvetési célt illetően.

6. ÁBRA: A 2015-RE VONATKOZÓ KÖLTSÉGVETÉSI HIÁNY KÜLÖNBSEGE AZ EB-JELENTÉS ÉS A TAGORSZÁGI RIPIORTOK KÖZÖTT (SZÁZALÉKPONT)



Forrás: Európai Bizottság

A tagországok tavasszal közzétett jelentéseiben megjelenő költségvetési előrejelzések kissé optimistább képet mutatnak az Európai Bizottság tavaszi (2015-öt bezáróan taglaló) prognózisához képest. Uniós szinten a bizottság 2,5 százalékos hivatalos hiánnyal számol jövőre a tagországi jelentések szerint felvázolható 2,1 százalékos negatív egyenleggel szemben. Az eltérésnek (ez esetben 0,4 százalékpont) általánosságban három fő oka lehet: az első a bázishatás, amikor a kiinduló év költségvetési mérlegében vannak eltérések a két jelentés között. A második a növekedési különbözet, miszerint a tagországok növekedési előrejelzése más – általában optimistább – képet fest a bizottság prognózisához képest. Végezetül az intézkedési hatás által okozott eltérést főleg az okozza, hogy mivel a bizottsági jelentés változatlan intézkedési alappal számol, így a tagországok tervezett konszolidációs intézkedései csak a stabilitási és konvergenciariportokban jelennek meg. A 2015-re vonatkozó fiskális előrejelzések közötti eltérés legfőbb oka – 0,3 százalékpontos eltérést adva – az intézkedési hatás az unióban (6. ábra). Az intézkedési hatás által okozott eltérésre többek között Luxemburg esete is jó példálul szolgálhat. Ott ugyanis bizonyos jövedelem oldali gazdaságpolitikai intézkedések a bizottsági jelentés készültekor még nem voltak kellőképpen részletezve. A luxemburgi pénzügyminiszter idén áprilisban az áfakulcsok 2 százalékpontos megemelését jelentette be 2015-től kezdődően, amikor a jelenlegi 6, 12, 15 százalékos kulcsok rendre 8, 14, 17 százalékra emelkednek. Minden valószínűséggel a tervezett áfaemelés is közrejátszik abban, hogy a bizottsági és stabilitási jelentésben található, 2015-re vonatkozó költségvetési prognózisok közötti 0,9 százalékpontos eltérésért jelentős részben az intézkedési hatás a felelős.

## A hazai gazdaság jelenlegi helyzete és várható pályája

A magyar gazdaság növekedése 2014 II. negyedévében tovább erősödött, ismét várakozáson felüli növekedést regisztrálva. Az éves bázison mért 3,9 százalékos kitevő növekedés felülmúlta az uniós országok növekedését, és egyben nyolc éve nem látott dinamikát jelent. A növekedés már egyértelműen a belső felhasználási tételek bővüléséhez köthető. Ennek oka, hogy az import növekedése jelentősen meghaladta az exportét. Ez a külső gazdasági feszültségek exportot visszafogó hatása mellett az erősödő belső felhasználásra vezethető vissza. A külkereskedelem aktívuma az export importnál magasabb szintje miatt így is emelkedni tudott, ugyanakkor a nettó export a II. negyedévben nem volt hatással a GDP növekedésére. A dinamikus gazdasági növekedés motorja a bruttó állóeszköz-felhalmozás volt, ami közel 19 százalékkal bővült éves bázison. Ebben nagy szerepet játszott a versenyszféra erősödő beruházási teljesítménye, melyet a Növekedési Hitelprogram (NHP) is segített. Emellett folytatódtak az országszerte zajló, uniós forrásokból megvalósuló infrastrukturális fejlesztések, melyek az állami beruházások bővülését támogatták. A foglalkoztatás és a reálbérek növekedésének hatására a rendelkezésre álló jövedelem bővült, így a háztartások fogyasztási kiadása 2,4 százalékkal emelkedett a II. negyedévben. A növekedést ugyanakkor továbbra is korlátozzák az óvatossági megtakarítások és a folytatódó mérlegalkalmazkodás. A belföldi felhasználás együttesen 3,9 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. A termelési oldalon továbbra is kiegyensúlyozott a növekedés pályája: az összes meghatározó nemzetgazdasági ág hozzáadott értéke bővült. Az ipar 7,2 százalékos kitevő növekedését a járműgyártás és az egyéb kapcsolódó ágazatok exportteljesítménye vezérli. Az építőipari hozzáadott érték 19,1 százalékkal bővült, főként a vasút-, út- és közműhálózat-fejlesztések következtében, de már a lakásépítés is lassú élénkülést mutatott. Az erősödő belső felhasználás következtében a szolgáltatások teljesítménye 2,1 százalékkal fokozódott.

Az aktivitás bővülése folytatódott a II. negyedévben, míg a foglalkoztatottság csökkenését a közmunkaprogram volumenének átmeneti visszaesése indukálta. Ennek hatására a munkanélküliség enyhe emelkedését regisztrálták, ami így is többéves mélypontján áll. A munkakereslet a versenyszférában tovább erősödött. A keresetek dinamikája a nyomott inflációs környezet ellenére viszonylag magas, mivel a munkaerőpiac egyre feszesebb.

A magyar éves bázisú infláció a második negyedévben tovább csökkent,  $-0,3$  százalékra, de július óta ismét pozitív az áremelkedés üteme. A tartósan alacsony inflációs környezet a szabályozott árak és az inflációs várakozások folytatódó csökkenésének következménye. Emellett a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása is érvényesül. Mindezen folyamatok tartósan mérséklék a pénzromlási ütem emelkedését, amit az élelmiszerárak folyamatos csökkenése is tovább erősít. Az elmúlt negyedév folyamán összességében nem változott a hazai kockázati környezet. Egyrészt a Fed két lépésben, 25 milliárd dollárra csökkentette

likviditásbővítő csomagját, ezt kompenzálták az EKB likviditásnövelő intézkedései. A régiós országok többségében mind a CDS-felárak, mind pedig a 10 éves állampapírok hozamai jelentősen csökkentek, ugyanakkor a forint nagymértékben gyengült (több mint 4 százalékkal) az euróval szemben. Ennek oka, hogy az ukrán válság elmélyült, amely negatívan érintette a hazai fizetőeszköz árfolyamát. Másrészt a nyár folyamán júniusban 10, majd júliusban 20 bázisponttal csökkentette a jegybank az alapkamatot, és bejelentette a kamatvágási ciklus végét. A vállalatok hitelezésében az NHP II. iránt nyáron jelentősen erősödött az érdeklődés. Az augusztusra vonatkozó adatok ismeretében, amely szerint a vállalatok összesen 337 milliárd forintot hívtak le, az MNB az 500 milliárd forintos keret 1000 milliárdra történő megemeléséről döntött.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint a magyar gazdaság növekedése 2014–2015-ben dinamikus lesz, melyet a belső felhasználás fokozatos erősödése vezérel. Az import növekedési üteme a teljes előrejelzési horizonton meghaladja az exportét, így a külkereskedelmi többlet szűkülése már nem segíti a GDP-növekedést. Az idei évben a gazdaság motorja a beruházás lesz, míg jövőre a fogyasztás veszi át a vezérlő szerepet. A Növekedési Hitelprogram második szakasza iránti érdeklődés erősödött, így a keret 1000 milliárd forintra bővült, ami jelentős forrást biztosít a versenyszféra beruházásaihoz. A fogyasztás növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése biztosítja. A tartósan alacsony kamat- és inflációs környezet következtében a háztartások fogyasztási hajlandósága emelkedik. A magyar gazdaság kibocsátása a teljes előrejelzési horizonton elmarad a potenciálistól, a ciklikus pozíció javulása mellett a kibocsátási rés 2015 után záródhat. Összességében idén 3,3, jövőre 2,4 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

Az előrejelzési horizonton a munkaerő-piaci aktivitás stabilizálódhat. A foglalkoztatottság a versenyszférában az idei évben erősebben, majd jövőre a kapacitások feltöltődése révén lassabban bővíthet. Előző előrejelzésünkhöz képest az idei évben magasabb bérdinamika várható, ami jövőre tovább nőhet a munkaerőpiac feszesebbé válása következtében.

A maginfláció pályáját elsősorban a hazai gazdaság ciklikus pozíciója befolyásolja. Legfrissebb becslésünk szerint 2015 után záródik a kibocsátási rés, így a deflációs hatás a teljes előrejelzési horizonton érvényesül. Ezt a folyamatot a korábbi költségsokkok bázisba kerülése és az inflációs várakozások mérséklődése erősítik. A maginfláción kívüli tényezők közül a közműdíjcsökkentések árleszorító hatása jelentős marad, így az éves infláció tartósan elmaradhat a maginfláció ütemétől. A korábbi rezsicsökkentések hatása, az újabbak bevezetése és az orosz szankciók miatt várt élelmiszerár-csökkenés 2014-ben nyomott inflációs környezetet eredményez, míg 2015-ben az infláció felpörgésére számítunk. A jövő év végére a maginfláció és az infláció a jegybanki célszintre emelkedik. Összességében 2014-ben a fogyasztóiár-index 0,2, míg jövőre 2,4 százalékon állhat.

A nyomott inflációs környezet, a gazdaság ciklikus pozíciója és a globálisan laza monetáris politika indokolják a historikusan alacsony, 2,1 százalékos kamatszint hosszabb ideig történő



*fenntartását. Az irányadó ráta várakozásunk szerint a jövő év közepéig nem változik. Ekkor a jegybank – figyelembe véve az inflációs célt – megkezdi a kamatemelést. A fokozatos és lassú szigorítás hatására 2015 végén 3 százalékon állhat az irányadó ráta.*

## **Az újonnan beérkező adatok elemzése**

### *A növekedés alakulása*

A magyar GDP-növekedés üteme tovább gyorsult az elmúlt negyedév folyamán, így már másfél éve folyamatosan emelkedik az év/év index, és javul a gazdaság teljesítménye. 2014 II. negyedévében a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint 0,8 százalékkal növekedett a bruttó hazai termék az előző negyedév bázisán. Ennek köszönhetően a GDP-bővülés 2014. április–júniusban 3,9 százalékot tett ki éves összevetésben. A magyar gazdaság így nyolc éve nem látott ütemben növekedett. Az idei második negyedévi teljesítmény felülmúlta a várakozásokat, azaz a gazdaság bővülése az idei év egészét tekintve is kedvezőbb képet festhet a korábban vázoltnál.

A GDP felhasználási oldalán a külső tételekben júniusi előrejelzésünkhöz képest nagyobb arányú növekedést regisztrált a KSH 2014 II. negyedévében. Az importvolumen bővülése – az előző negyedévhez hasonlóan – felülmúlta a kivitel növekedését, méghozzá 0,6 százalékponttal. Mindazonáltal az export magasabb szintje miatt a külkereskedelmi aktívum tovább bővült. Júniusi várakozásunkhoz képest az export 0,4 százalékponttal dinamikusabb növekedést mutatott, így éves összevetésben a kivitel volumene 6,7 százalékkal bővült. A növekedés üteme ugyanakkor már a tavalyi év utolsó negyedéve óta csökkenő. Az export jó teljesítménye mögötti egyik fő tényező a cserearány újabb javulása – az árfolyam leértékelődése nyomán. A lassuló exportdinamika ugyanakkor jelzi a globális konjunktúrára jellemző visszafogottabb tempót. Termékcsoportok szerint vizsgálva az export bővülése főként a gépek és szállítóeszközök kereskedelmére vezethető vissza: a járműipar kiviteli teljesítménye tovább erősödött a személygépkocsik iránti világpiaci kereslet emelkedésének következtében. Ennek hatására tudott jelentősen bővülni a feldolgozott termékek kivitele is. Az exportbővülés lassuló dinamikájában főszerepet játszott a vegyipar és az élelmiszeripar területén tapasztalt kedvezőtlen fordulat.

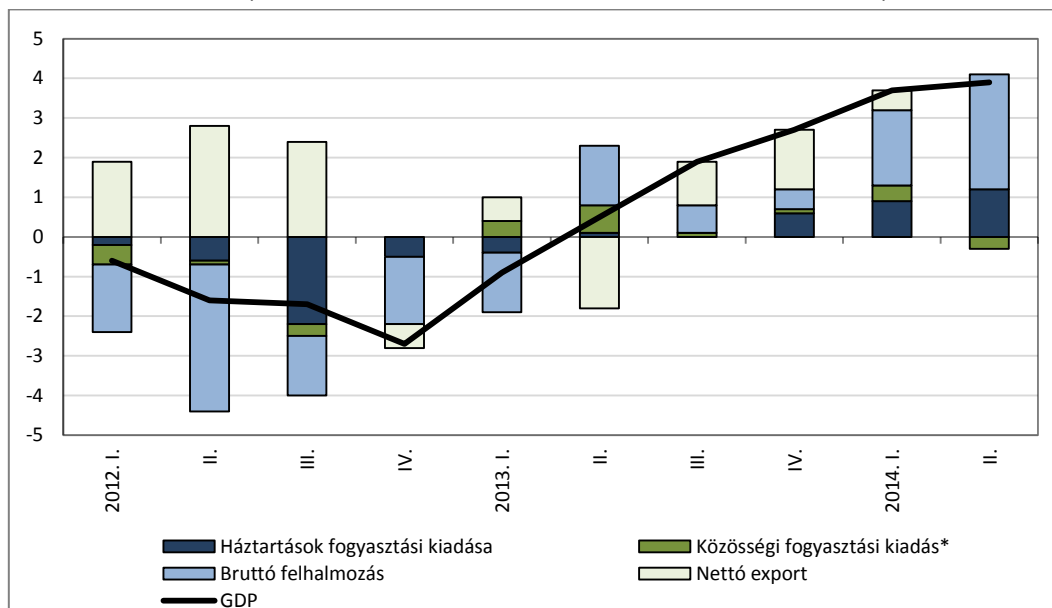
A hazai import volumenének növekedése több mint 1,5 százalékponttal múlta felül júniusi prognózisunkat. A KSH az idei második negyedévben 7,3 százalékos éves bővülést regisztrált, ami közel azonos az elmúlt két időszakban mért volumenindexszel. A behozatal bővülése továbbra is az erősödő belső felhasználáshoz (fogyasztás és beruházás) kapcsolható. A II. negyedévben éves összevetésben elsősorban a járműiparhoz kapcsolódó behozatal bővült dinamikusabban, mely növekmény főként a német relációban volt meghatározó. A járműalkatrészek és -tartozékok, gumigyártmányok behozatala mellett – a fogyasztás erősödésével összhangban – a textil- és bőripari termékek importja bővült jelentősen. Az



export magasabb szintje, illetve a magasabb importvolumen-index együttes hatására a nettó export nem tudta segíteni az éves GDP-növekedés ütemét.

A belföldi felhasználás az egymást követő ötödik negyedévben is érdemben növelte a gazdaság teljesítményét, súlya tovább növekedett. A II. negyedévben 4 százalékponttal járult hozzá a bruttó hazai termék éves bázisú bővüléséhez. Folytatódott az a tendencia, miszerint a nettó exportról egyértelműen a belső tételre helyeződött át a növekedés hangsúlya.

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 kiadása 2014 második három hónapjában tovább bővült, és a volumenindex elérte a 2,4 százalékot. Ilyen ütemű fogyasztásbővülésre legutóbb 2006 elején volt példa, ellenben jelenleg nem hitelből történik a fogyasztás. Negyedéves összevetésben a szezonálisan és naptárhatással kiigazított ráta 0,7 százalékos bővülést mutat. A bővülés enyhén felülmúlta júniusi várakozásunkat. A fogyasztás emelkedésének mozgatórugója a rendelkezésre álló jövedelem bővülése, amit a foglalkoztatás és a reálbérek együttes emelkedése hajt. A családi adókedvezmények nélkül számított nettó reálbér 4 százalékkal bővült a II. negyedév folyamán. Az ettől jóval elmaradó fogyasztásbővülés azt jelzi, hogy a háztartások adósságállományának leépítése folytatódott, és az óvatossági megtakarítások továbbra is korlátozzák a fogyasztási kiadások gyorsabb fellendülését.

A háztartások bizalmi indexei a II. negyedévben javulást mutattak az előző negyedévhez képest, összhangban a kedvező gazdasági kilátásokkal. Az elmúlt hónapokban ugyanakkor a trendszerű erősödés megtört, bár a mutatók továbbra is nyolcéves csúcspontjuk közelében maradtak. A várható általános gazdasági helyzet megítélésének szezonálisan kiigazított indikátora visszacsúszott a negatív tartományba. Ugyanez tapasztalható a pénzügyi helyzet jövőbeni megítélésére vonatkozó mutatóval is, vagyis a nyári hónapokban romlott a

fogyasztói bizalom. Ez elsősorban az erősödő, külső geopolitikai feszültségekre vezethető vissza, melyek a hazai kilátásokra is negatívan hatnak. Jelenleg meglehetősen vegyes a kép a rövid távú jövőt illetően, de vélhetően az átmeneti bizalomcsökkenés ellenére a fogyasztás további felfutására lehet számítani a következő hónapokban. A háztartások megtakarítási tevékenységének negatív bizalmi indexéből arra lehet következtetni, hogy a hazai gazdaságban még jelentős az óvatossági megtakarítás, miközben a mérlegalkalmazkodás folytatódik. Összességében azonban ezek fogyasztást visszafogó hatása egyre mérséklődő.

Ez év április–júniusában is a bruttó állóeszköz-felhalmozás volt a gazdasági növekedés motorja. A 3,2 százalékpontot kitevő GDP-hozzájárulásnál csak egyszer (1998-ban) mértek magasabb értéket. Ez főként a második negyedévben regisztrált 18,7 százalékos, rendkívüli éves volumennövekedés eredménye, ami messze meghaladja az előző negyedévekben mért ütemet. Negyedéves bázison a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján is gyorsult a beruházásnövekedés, a II. negyedévben 4,5 százalékot regisztrált a KSH. A júniusi előrejelzésünket messze meghaladó növekedést – az NHP felhasználásának erősödésével összefüggően – a versenyszféra várakozáson felüli beruházási teljesítménye alakította.

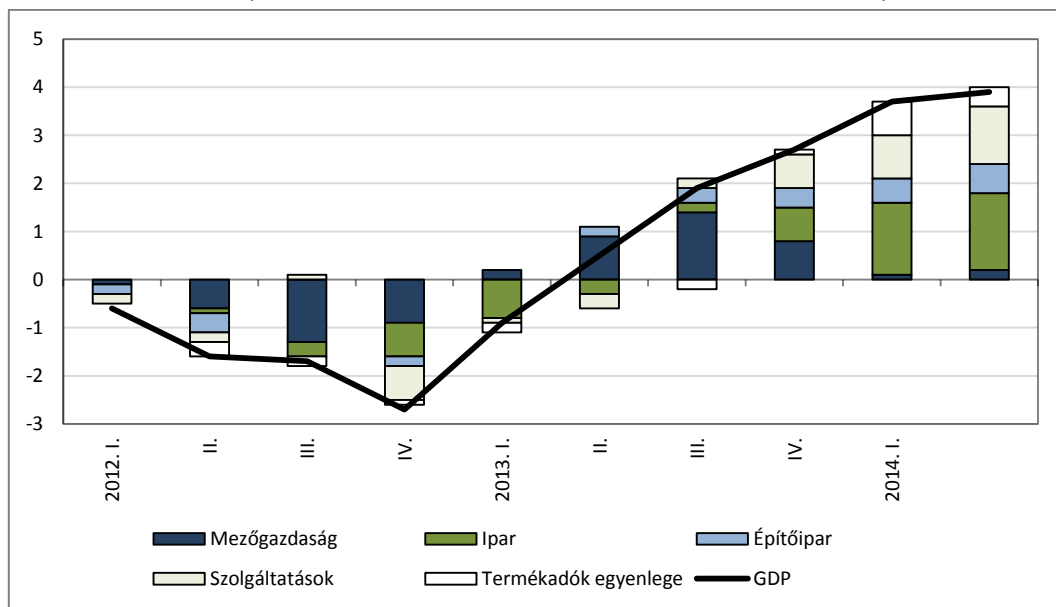
Az előző negyedévhez hasonlóan 2014. április–júniusban is meghaladta a versenyszféra beruházási volumenének éves bővülése a költségvetési szférában mértet. Míg előbbiben 21,7, utóbbiban 16,4 százalékot kitevő növekedést regisztráltak. A versenyszférában tapasztalt, két negyedéve tartó jelentős beruházási teljesítményt a technikai hatás (előző évi alacsony bázis) mellett a Növekedési Hitelprogram felhasználásának fokozódása segítette. A költségvetési szférában az előző negyedévvel közel megegyező beruházásnövekedés jócskán elmarad a korábbi negyedévek indexétől. Összességében a nemzetgazdaság beruházási tevékenysége 21,2 százalékkal növekedett a II. negyedévben az előző év azonos időszakának bázisán. Ezen belül a gép- és berendezésberuházások 32,8, míg az építési beruházások 12,2 százalékkal bővültek.

A beruházások iparági szerkezete is nagyfokú kiegyensúlyozottságot mutat, a nemzetgazdasági ágak döntő többségében a beruházási teljesítmény növekedni tudott. Az idei második negyedévben a nagy súlyú nemzetgazdasági ágak közül a szállítás, raktározás bővült leginkább (36,1 százalék). Ehhez főként az országszerte zajló, uniós forrásokból megvalósuló, állami és önkormányzati infrastrukturális fejlesztések, valamint a járműparkok korszerűsítése járult hozzá. A feldolgozóiparban mért bővülés (33,3 százalék) továbbra is a járműgyártáshoz kapcsolódó beszállítói iparágak fejlesztéseinek eredménye. A közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás ágban mért 30,3 százalékos növekmény a középületek felújítása, a katasztrófavédelmi és rendvédelmi fejlesztések következménye. Kiemelendő a mezőgazdaság (36,6 százalék) területén mért beruházási teljesítmény is (36,6 százalék), mely elsősorban a kis- és középvállalatok fejlesztéseire („NHP-hatás”) vezethető vissza. Továbbra is zsugorodtak a beruházások a pénzügyi, biztosítási tevékenység és ingatlanügyletek ágakban.

A szezonálisan és naptárhatással kiigazított beruházási ráta az előző év azonos időszakához képest jelentős emelkedést mutat. A 2014 II. negyedévében regisztrált 19,8 százalék 2 százalékponttal magasabb, mint egy évvel korábban, és már megközelíti a válság előtti szintet. Ezzel hazánk felülmúlja az EU28-at (17,2 százalék), valamint a lengyel és a szlovák mutatókat (rendre 18,6 és 19,6 százalék), de elmarad Csehország 22,5 százaléka mögött.

A magyar GDP második negyedévi növekedését termelői oldalról vizsgálva egy kiegyensúlyozott gazdaság képe rajzolódik ki. Két nemzetgazdasági ág kivételével (pénzügyi, biztosítási tevékenység és ingatlanügyletek) az összes ágban növekedett a bruttó hozzáadott érték. A mezőgazdaság teljesítménye a második negyedévben 5,6 százalékkal nőtt, amely több mint duplája a revideált első negyedévi indexnek.<sup>5</sup> Ezzel az ág 0,2 százalékponttal járult hozzá az április–júniusban mért év/év GDP-növekedéshez.

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



Forrás: KSH

Az építőipari hozzáadott érték tovább bővült a második negyedévben, bár az éves bázisú 19,1 százalékos növekedési ütem elmarad a január–márciusban regisztrálttól. Negyedéves összevetésben is jelentősen lassult a teljesítmény: az I. negyedévi 8,1 után csupán 1,7 százalékkal nőtt az építőipari volumen. A második negyedéves teljesítményt elsősorban a bázishatás húzta vissza, miközben az egész ország területére kiterjedő infrastrukturális fejlesztések segítették azt. Mindkét építményfőcsoportban bővülést regisztráltak a második negyedévben, ám az építőipar motorja egyértelműen az egyéb építmények építése volt, melyet a vasút-, út- és közműhálózat-fejlesztések vezéreltek. A lakásépítések is lassú élénkülést mutattak az első fél évben, mivel már 22 százalékkal több lakás épült, mint egy

<sup>5</sup> A KSH 2014 I. negyedévére vonatkozó revíziója során a mezőgazdaság teljesítménye a korábbi adathoz képest jelentősen javult. Ennek köszönhető a GDP-adat +0,2 százalékpontos változása is.

évvel korábban. Az építőipar összességében 0,6 százalékponttal járult hozzá az éves GDP-növekedés rátájához. A nemzetgazdasági ág rövid távú kilátásai vegyes képet mutatnak. Egyrészt 2014 júniusában az új szerződések volumene 14,3 százalékos visszaesést mutat az előző év azonos időszakához képest, másrészt a szerződésállomány volumene 57 százalékkal múlta felül az egy évvel korábbit. A visszaesés egyértelműen az épületek építése területén elmaradó új megrendelések következménye. Az építőipar bizalmi indexe ugyanakkor tovább javult az előző negyedévhez képest, sőt megközelítette a pozitív tartományt. Mindez arra utal, hogy rövid távon mindenképpen fennmaradhat az ágazat jó teljesítménye.

Az ipar hozzáadott értéke 2014 második negyedévében tovább bővült, a javuló tendencia így már egy éve folyamatos. Az előző év azonos időszakának bázisán 7,2 százalékkal bővült az ipar teljesítménye, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint a negyedév/negyedév volumennövekedés 2,1 százalékot tett ki. Az ipar bővülését az alacsony bázis mellett továbbra is az exportértékesítés segítette, ami a második negyedévben éves összevetésben ismét 12 százalékkal bővült. Emellett azonban már a belföldi értékesítés is emelkedő tendenciát mutatott: április–júniusban 5,6 százalékos volt az év/év index. Az ipari hozzáadott érték emelkedését továbbra is a feldolgozóipari teljesítmény vezérli. Éves bázison 9 százalékkal bővült a hozzáadott érték, míg negyedéves alapon 1,6 százalékot tett ki a növekedés. A feldolgozóiparon belül jelentős növekedést mértek a járműgyártás ágazatában, illetve a kapcsolódó beszállítói ágazatokban. Emellett átlag felett bővült az élelmiszer-, valamint a textilipar is. Mindent egybevetve az ipar a II. negyedévben 1,6 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét.

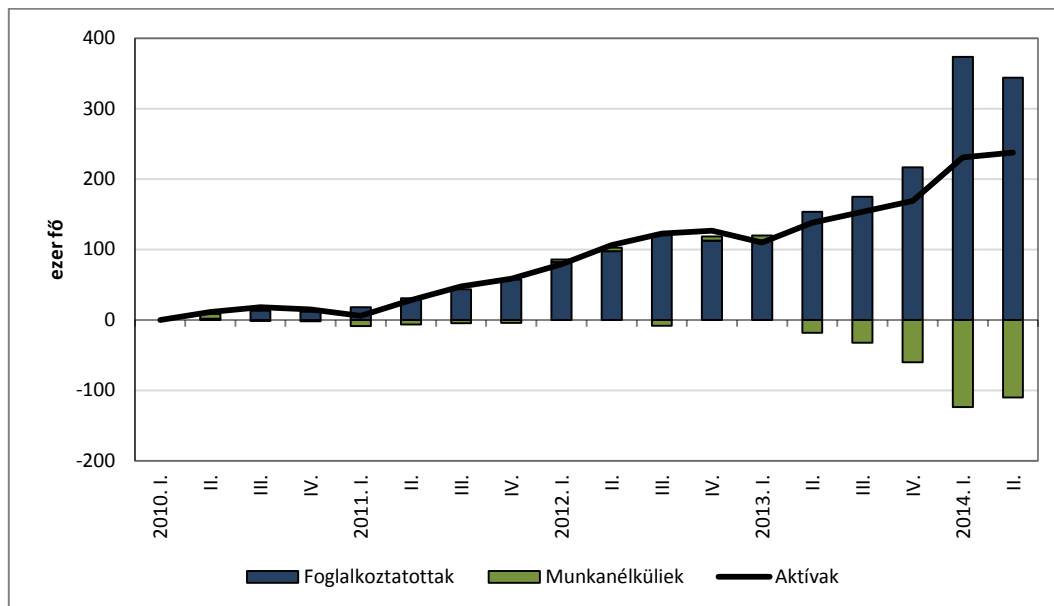
A szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke folytatta gyorsuló növekedését: a második három hónapban 2,1 százalékos volt az év/év volumenindex. Ennek hatására a tercier szektor egésze 1,2 százalékponttal járult hozzá a GDP második negyedévi növekedéséhez. A belső kereslet fellendülésével párhuzamosan bővülő teljesítmény széles bázisú: egyedül a pénzügyi, biztosítási tevékenység és az ingatlanügyletek ága zsugorodott éves alapon. Utóbbi folyamat a mérlegalkalmazkodás következménye, hiszen mind a lakosság, mind a pénzügyi, mind a vállalati szektor folytatta adósságállományának leépítését. Mindez – az élénkülés jeleit mutató ingatlanpiac ellenére – negatív kihatással van az ingatlanszektor növekedésére. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás mint a legnagyobb súlyú szolgáltatói ágak teljesítménye 2,7 százalékkal bővült. Az ipar fellendülésével párhuzamosan a szállítás, raktározás ág hozzáadott értéke is emelkedett, éves bázison 4,5 százalékkal.

### *Munkaerő-piaci folyamatok*

A gazdasági aktivitás 2014 második negyedévében tovább nőtt, a szezonálisan kiigazított aktivitási ráta megközelítette az 59 százalékot. A mutató éves növekedési üteme az előző negyedévhez hasonlóan 1,5 százalékpont körül alakult, azaz a munkaerő-piaci aktivitás növekedése továbbra is dinamikus, ami az aktivitást ösztönző kormányzati intézkedések

(nyugdíjkorhatár emelése, rokkantsági feltételek és munkanélküli-ellátások szigorítása, Munkahelyvédelmi Akcióterv, közmunkaprogramok) munkakínálatra gyakorolt pozitív hatásából fakad.

9. ÁBRA: AZ AKTIVITÁS, A FOGLALKOZTATOTTSÁG ÉS A MUNKANÉLKÜLISÉG NEGYEDÉVES ALAKULÁSA  
(EZER FŐ, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT ADATOK, 2010. I. = 0)

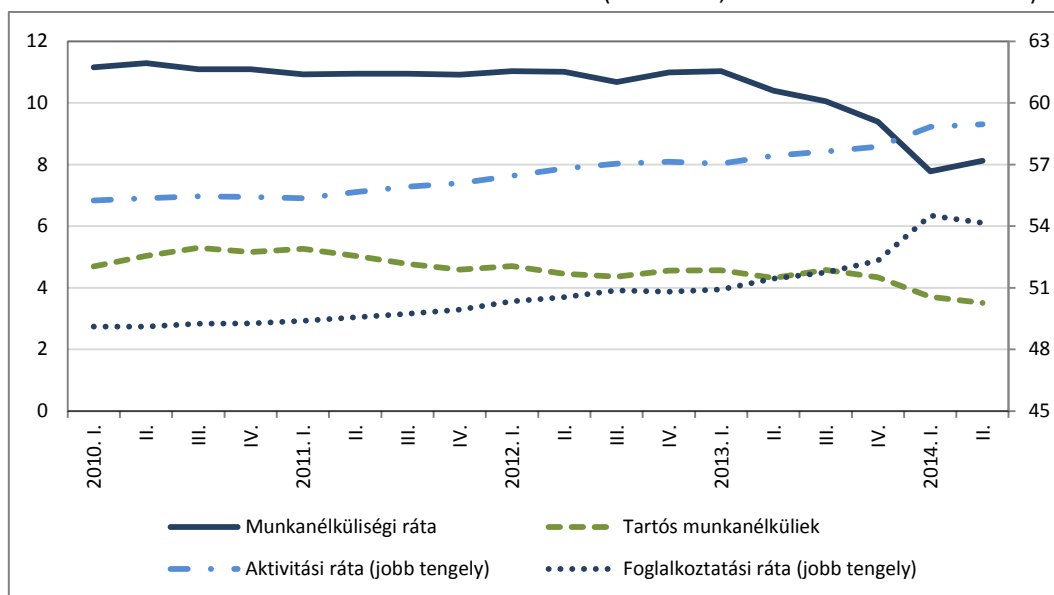


Forrás: KSH, Századvég-számítás

Ugyanez figyelhető meg a foglalkoztatási ráta alakulásában is, amely éves bázison csaknem 3 százalékponttal emelkedett a II. negyedévben, ami a javuló makrogazdasági helyzet és a nemzetgazdasági keresletet élénkítő gazdaságpolitika következménye. Ugyanakkor a foglalkoztatás bővülése megtorpant, tekintve, hogy a foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma az év első negyedévéhez képest csökkent, amivel véget ért egy egyéves folyamatos bővülés. A foglalkoztatás visszaesése mögött elsősorban a közfoglalkoztatottak számának január és június közötti 45 ezer fős visszaesése áll. Ennek következtében 2014 júniusában a közfoglalkoztatásban dolgozók száma 154 ezer főre csökkent.

A foglalkoztatottak alakulásával ellentétben a 4 fő feletti vállalkozások által alkalmazásban állók száma nemcsak éves, hanem negyedéves alapon is nőtt a szezonálisan kiigazított adatok alapján. 2014 második negyedévében 12 ezer fővel dolgoztak többen, mint az előző év azonos időszakában, míg az előző negyedévhez viszonyítva az alkalmazottak száma 2 ezer fővel emelkedett. A növekedés elsősorban a versenyszférának köszönhető, ahol a létszám 47, illetve 13 ezer fővel bővült a tavalyi második, valamint az idei első negyedévhez képest. A bővülő kereslet mögött azonban jelentős óvatosság figyelhető meg. Negyedéves összevetésben a ledolgozott munkaórák száma továbbra sem bővült, és a részmunkaidőben ledolgozott órák aránya is csökkent az elmúlt három hónapban.

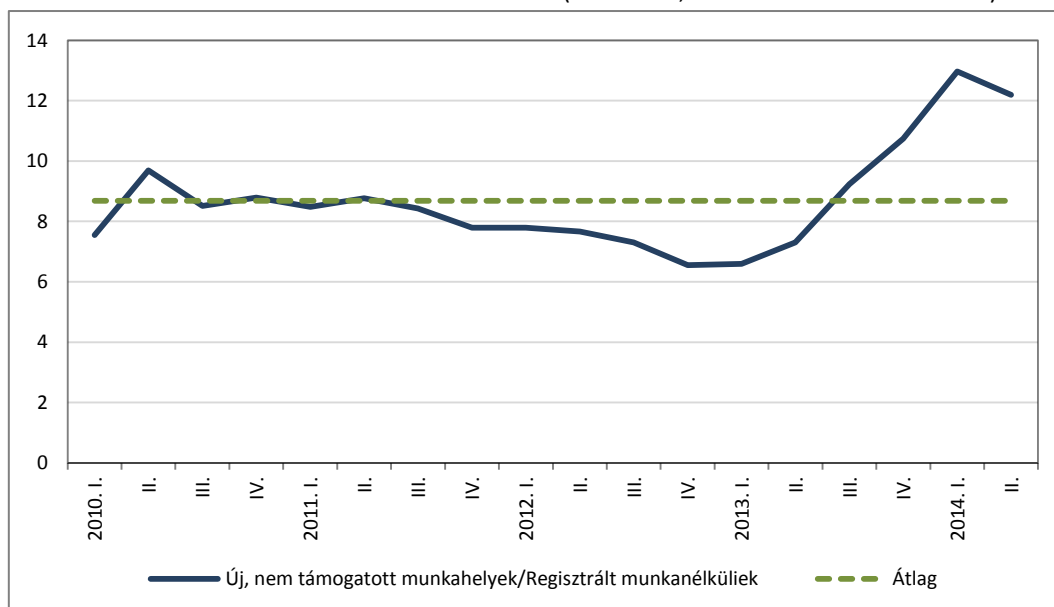
10. ÁBRA: A LEGFŐBB MUNKAERŐ-PIACI ADATOK (SZÁZALÉK, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A munkanélküliség esetében is megfigyelhető a foglalkoztatottságban megjelenő fordulat: egy év folyamatos csökkenés után a munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma nőtt 2014 második negyedében. Mivel emellett az aktívák száma is növekedett, ezért ebben az időszakban a munkanélküliségi ráta mérsékelten, 8,1 százalékig emelkedett. Pozitívum, hogy a tartós munkanélküliség csökkenő trendje továbbra is fennmaradt, így az 4 százalék alá esett vissza.

11. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZÁZALÉK, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

A munkaerőpiac feszességét jellemző Beveridge-görbe alapján a munkaerőpiac egyre feszesebb, és az egy munkanélküliire jutó új, nem támogatott munkahelyek számának 2013

áprilisától kezdődő növekvő trendje tapasztalható. Az új, nem támogatott munkahelyek száma egy év alatt 11 ezerrel nőtt. Az új munkahelyek és a munkanélküliek arányának előző negyedévhez viszonyított csökkenése nem tekinthető trendfordulónak, ugyanis a 2014 első negyedévi magas érték a korábbi időszakokhoz képest kiemelkedő új, nem támogatott munkahelyek számának, valamint a magas közfoglalkoztatás által visszaeső munkanélküliségnek köszönhető.

A feszesebb munkaerőpiacnak és a növekvő munkaerő-keresletnek köszönhetően a bruttó keresetek nőttek mind negyedéves, mind pedig éves viszonylatban. Mivel az éves bázison számított 4,2 százalékos bruttó-bér-növekedés alacsony inflációs környezettel párosult, ezért a reálkeresetek is jelentősen nőttek. A bérek növekedése mind a verseny-, mind pedig az állami szférában 4 százalék felett alakult, ez utóbbi esetében elsősorban az oktatásban és az egészségügyben dolgozók béremelése miatt. A versenyszférában az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység ágazatban nőttek leginkább a bérek, mintegy 11 százalékkal. Mivel az adózási környezet az elmúlt évben számottevően nem változott, ezért a családi adókedvezmény nélkül számított nettó bérek a nemzetgazdaságban, átlagosan 4,2 százalékkal nőttek 2013 második negyedévéhez képest.

### *Infláció és monetáris kondíciók*

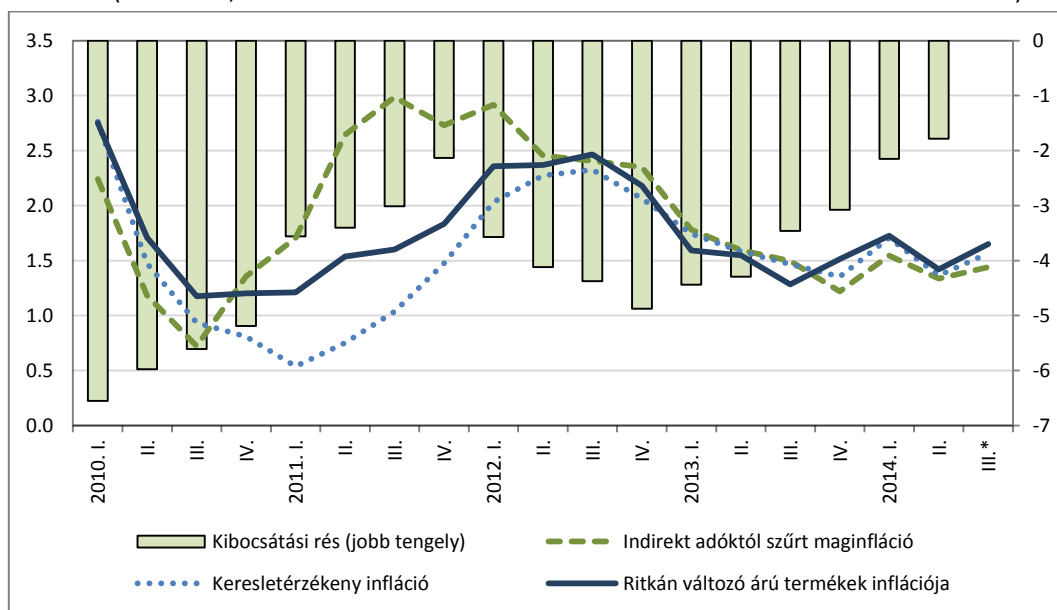
A fogyasztóiár-index 2014 második negyedévében folytatta trendszerű csökkenését, sőt a mutató a negatív tartományba süllyedt, ahogyan az előző előrejelzésünkben is vártuk. Ennek mértéke ugyanakkor abszolút értékben felülmúlta prognózisunkat: a tényadatok alapján az éves áremelkedés üteme  $-0,3$  százalékot tett ki, amire hazánkban még nem volt példa. A második negyedév minden hónapjában negatív inflációt (deflációt) regisztrált a KSH, melynek mélypontja júniusban volt. Ezt követően azonban júliusban és augusztusban már újból emelkedett az éves bázisú átlagos árszínvonal: rendre  $0,1$  és  $0,2$  százalék volt az infláció. A tartósan alacsony ütemű áremelkedés főként a közműdíjcsökkentések következménye. A 2013 júliusában és novemberében végrehajtott „rezsicsökkentés” mellett az idén áprilisi, újabb gázárscsökkentés is hozzájárult a második negyedévi deflációhoz. Mindennek hatására az inflációs folyamatok messze elmaradnak a jegybank  $3$  százalékos célszintjétől.

Július és augusztus folyamán a háztartási energia árcsökkenése (rezsicsökkentés) mellett árleszorító hatással bírt az élelmiszerek, a ruházkodási és a tartós fogyasztási cikkek termékcsoportokban mért árcsökkenés. Mindhárom termékcsoportban régóta tartó tendenciáról beszélhetünk, bár az ütem abszolút értékben csökkenő. Mindezekkel szemben jelenleg is árfelhajtó hatású a szolgáltatások áremelkedése, ugyanakkor változás, hogy a korábbi hónapokkal ellentétben már jelentősen emelkedett a termékcsoport inflációs mutatója, ami egyes közműdíj-csökkentési lépések bázishatásának következménye. A dohányárres megemlése következtében a KSH továbbra is a dohánytermékek folytatódó drágulását mérte, bár az árnövekedés üteme lassult.

Szintén a tartósan alacsony inflációs környezet kialakulását segítette, hogy az inflációs várakozások továbbra is csökkenő tendenciát mutatnak, sőt a várakozások sávja jelenleg is tartalmazza a 3 százalékos inflációs célt. Mindez a visszafogott árazási és bérezési viselkedésen keresztül az alacsony inflációs környezet középtávú fennmaradását is jelentheti. A kép teljességéhez hozzátartozik, hogy a második negyedévben árleszorító hatással bírt a negatív kibocsátási rés is. Mivel a gazdaság tényleges teljesítménye továbbra is elmaradt a potenciális szintjétől, így érvényesült ennek dezinflációs hatása.

A kibocsátási résre vonatkozó számításainkat enyhén pozitív irányban módosítottuk, de összességében továbbra is jelentős az eltérés a tényleges és a potenciális kibocsátás között. Az output gap a potenciálisnál gyorsabb tényleges növekedés miatt abszolút értékben csökkent, így becslésünk szerint  $-1,8$  százalékon állt a II. negyedévben. A gazdaság ciklikus helyzete tehát enyhén jobb, mint júniusban számítottuk. Ugyanakkor meglátásunk szerint a kibocsátási rés előrejelzési horizontunk, vagyis 2015 után záródhat csak be. Addig nem várható a keresleti korlátok megszűnése, és így érdemi kereslet oldali inflációs nyomás sem lesz a magyar gazdaságban.

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



\* Csak a júliusi és az augusztusi adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

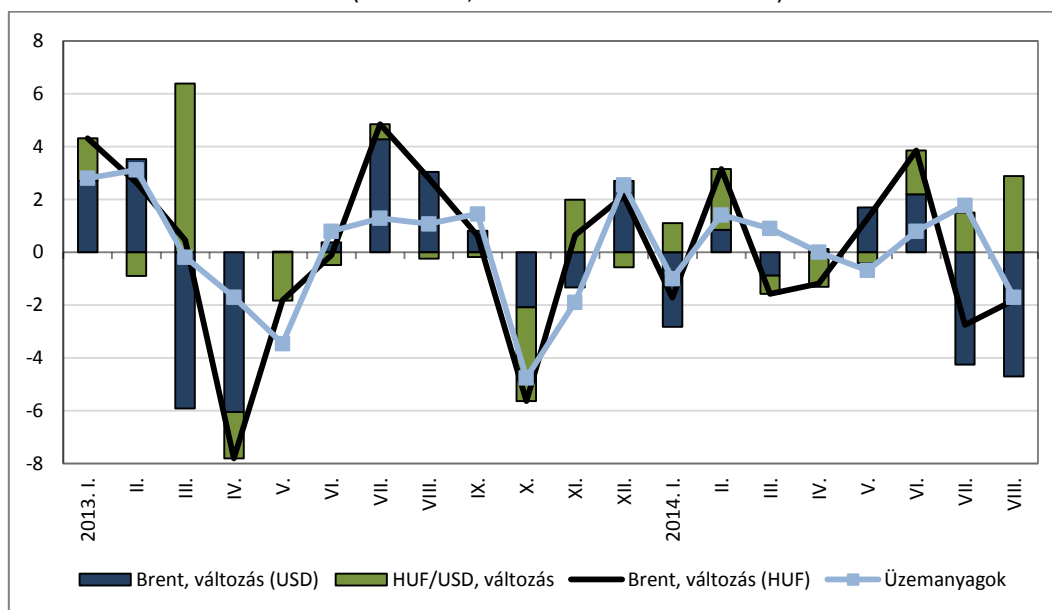
Az MNB által kalkulált inflációs trendmutatók a II. negyedévben ismételten csökkentek, ugyanakkor ez csak átmeneti jelenség lehet. A júliusi és az augusztusi adatok alapján folytatódni látszik a 2013 végétől kezdődő, lassan emelkedő tendencia. A ritkán változó árú termékek inflációjának trendszerű emelkedése azt jelentheti, hogy a lassú átárzódású termékkör által jelzett középtávú infláció enyhén emelkedésnek indult. A legfrissebb havi adatok alapján így középtávon az inflációs nyomás erősödésére lehetne számítani, ám ennek



mértéke egyelőre továbbra is alacsony a korábbiakhoz képest. Ez is azt jelzi, hogy érdemi keresleti nyomás az előrejelzési horizontunk után jelentkezhet.

A maginflációs kosáron kívüli termékek és szolgáltatások együttes éves áremelkedési üteme a korábbi időszakhoz hasonlóan az infláció csökkenésének irányába mutat. Ennek ellentmond, hogy a járműüzemanyagok ára éves összevetésben május óta emelkedik, kivétel augusztus. Így a második negyedévben 1 százalékos áremelkedést mutat az előző negyedévhez, míg stagnálást az előző év azonos időszakához képest. Július–augusztusban együttesen, éves szinten nem változott a termékkör ára, így semleges volt a hatása az inflációs rátára. A forint a dollárral szemben májustól kezdődően trendszerű gyengülést mutat – augusztusban többéves csúcsra ugrott –, vagyis ez az áremelkedés irányába hatott. Ugyanakkor a geopolitikai feszültségek ellenére a Brent típusú olaj hordónkénti ára májushoz képest augusztusra jelentősen csökkent, 110-ről 102 dollárra. Mindez azonban csak augusztusban jelentkezett az üzemanyagok árának csökkenésében.

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



Forrás: Thomson Reuters, KSH, MNB, Századvég-számítás

Az élelmiszerek ára az előző év azonos időszakának bázisán mérve az elmúlt három hónapban átlagosan visszaesést mutat. Ennek elsődleges oka a tavalyi magas árak mellett, hogy a mezőgazdasági termelői árak drasztikus zuhanása begyűrűzött. 2014. január–júniusában szűk 12 százalékkal csökkent a termékkör ára az előző év azonos időszakához viszonyítva. Tekintettel az orosz embargó miatt jelentkező túlkínálatra, a termelői árak csökkenése az elkövetkező hónapokban folytatódhat, így az élelmiszerek árának további zsugorodására lehet számítani. A fenti folyamatokat és a rezsicsökkentést figyelembe véve, a maginfláción kívüli költség oldali inflációs hatások együttesen lefelé irányuló nyomást helyeztek az inflációra az elmúlt hónapokban.

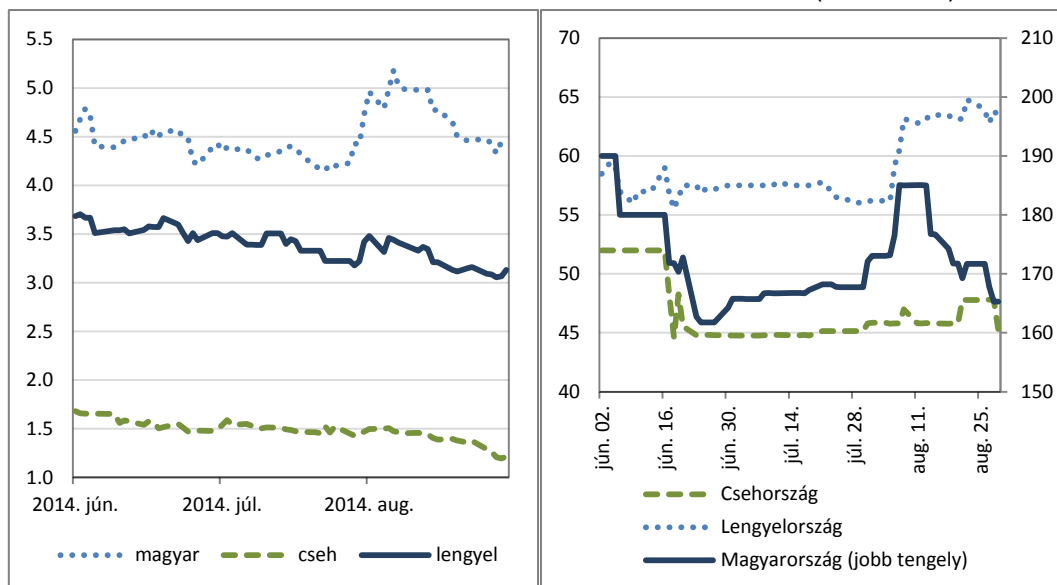
A 2014. júniustól augusztus végéig terjedő időszakban tovább folytatódott a jegybank kamatvágási ciklusa, 2,1 százalékra csökkent az irányadó ráta, azaz a jegybank összességében két lépésben 30 bázispontos vágást hajtott végre. Az MNB először június 24-én 10 bázisponttal, majd július 22-én újabb 20 bázisponttal csökkentette az alapkamatot. Továbbá bejelentette azt, hogy 2015 végéig nem változtat az irányadó rátán, így ennek megfelelően tett az augusztusi ülésén. A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaság 2013-ban növekedési pályára állt, előretekintve a gazdasági növekedés a korábbiaknál kiegyensúlyozottabb szerkezetben valósulhat meg, és nagyobb súlyt kaphat benne a belső kereslet erősödése. Az EU-források növekvő felhasználása, illetve a Növekedési Hitelprogram következtében is enyhülő hitelkorlátok elősegítik a beruházások élénkülését. A nemzetközi befektetői hangulat az elmúlt hónapban változékonyan alakult, főként a kiéleződő geopolitikai konfliktusok, illetve a vártnál gyengébb európai makrogazdasági adatok hatására. A jelenleg rendelkezésre álló információk alapján a Monetáris Tanács megítélése szerint az alapkamat elért arra a szintre, ami az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését biztosítja.

Elsősorban a jelentősen szufficitesebb fizetési mérleg miatt a forint nem célpontja spekulatív támadásnak. Ugyanakkor a hazai 2,1 százalékos jegybanki alapkamat alacsonyabb a lengyelnél (2,5 százalék), amely ország által kibocsátott kötvények a S&P-nél A, ill. A– besorolást kaptak. Ezek a hitelminősítések jelentősen jobbak a magyar kockázati minősítéseknél, melyek bővli kategóriában vannak jelenleg. Várható, hogy jelentősebb turbulencia esetén a forint a vezető devizákkal szemben a továbbiakban is jelentősebben gyengülhet, mint a régiós devizák.

A hazai fizetőeszköz árfolyama az euróval szemben a május végi 303 forintról augusztus végén 315 forintra, azaz több mint 4 százalékkal gyengült. Eközben a régió devizái csak 1–2 százalékkal értékelték le. A régiós gyengülésnek döntő részben az az oka, hogy az ukrán válság éreztette hatását a nemzetközi devizapiacra. Emellett a hazai erősebb leértékelődés a további 30 bázispontos kamatcsökkentés következtében kialakuló historikusan alacsony kamatszint következménye. A 10 éves állampapírok hozamának fejlődése kedvezőbb befektetői környezetet jelzett az elmúlt időszakban. Csehországban és Lengyelországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozamai csökkentek, míg Magyarországon 4,5 százalék körül ingadozva nem változtak.

A nemzetközi befektetői hangulat javult, dacára annak, hogy a Fed folytatta eszközvásárlási programjának lassítását (jelenleg 25 milliárd dollárra csökkent ez az összeg), hiszen globális szinten az EKB monetáris lazító lépéseinek köszönhetően tartósan fennmaradhat a likviditásbőség. Az országkockázatot kifejező ötéves magyar CDS értéke 30 bázisponttal, 165-re csökkent az elmúlt három hónap folyamán. Mindeközben a régióban vegyesen alakult a kockázati megítélés e mutatója, hiszen a korábbi alacsony szinten történő stagnálás után a cseh mutató 7 bázisponttal csökkent, míg a lengyel 4 bázisponttal nőtt.

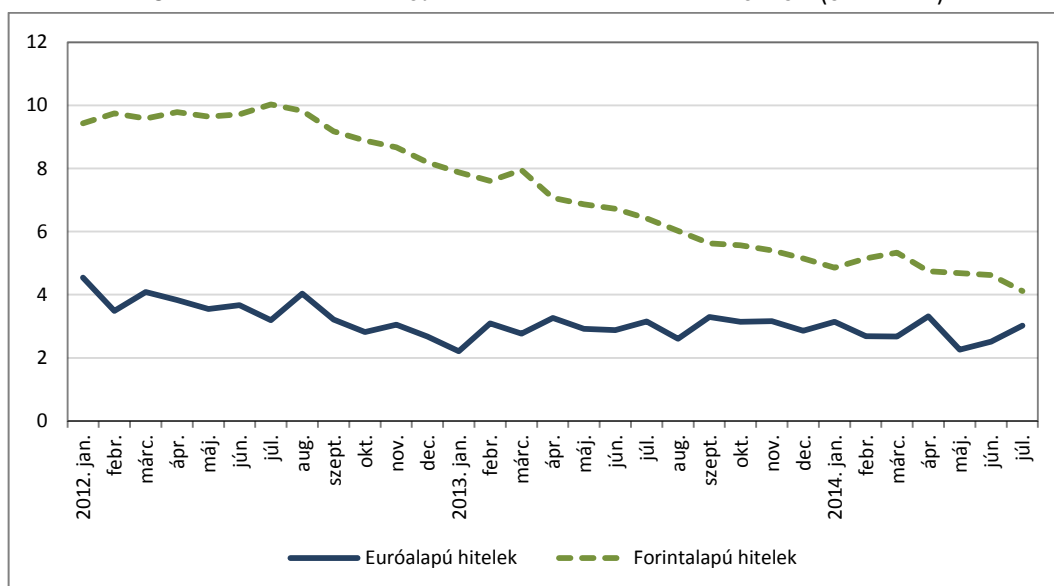
14. ÁBRA: BAL: A 10 ÉVES ÁLLAMKÖTVÉNYEK HOZAMA A RÉGIÓBAN (SZÁZALÉK)  
 JOBB: AZ 5 ÉVES CDS-FELÁRAK VÁLTOZÁSA A RÉGIÓBAN (BÁZISPONT)



Forrás: Thomson Reuters

A hazai jegybanksi kamatvágással összhangban ugyan, de annál nagyobb mértékben, összességében 64 bázisponttal mérséklődtek a május–júliusi időszakban a vállalatok számára nyújtott forinthitelek kamatai, miközben az euróhitelekéi 4 bázisponttal csökkentek. Ezzel a 2012 augusztusa óta lezajlott kamatvágási ciklus alatt összesen 571 bázisponttal mérséklődött a cégek által felvett forinthitelkamatok szintje, míg az euróalapú hitelek kamata átlagosan 91 bázisponttal csökkent. A lakossági szegmensben a fogyasztásihitel-piacon 53 bázisponttal alacsonyabb kamattal lehetett forintban fogyasztási hitelt igényelni 2014 júliusában, mint három hónapja. A lakáscélú hitelek esetén 36 bázisponttal tehető a kamatesés.

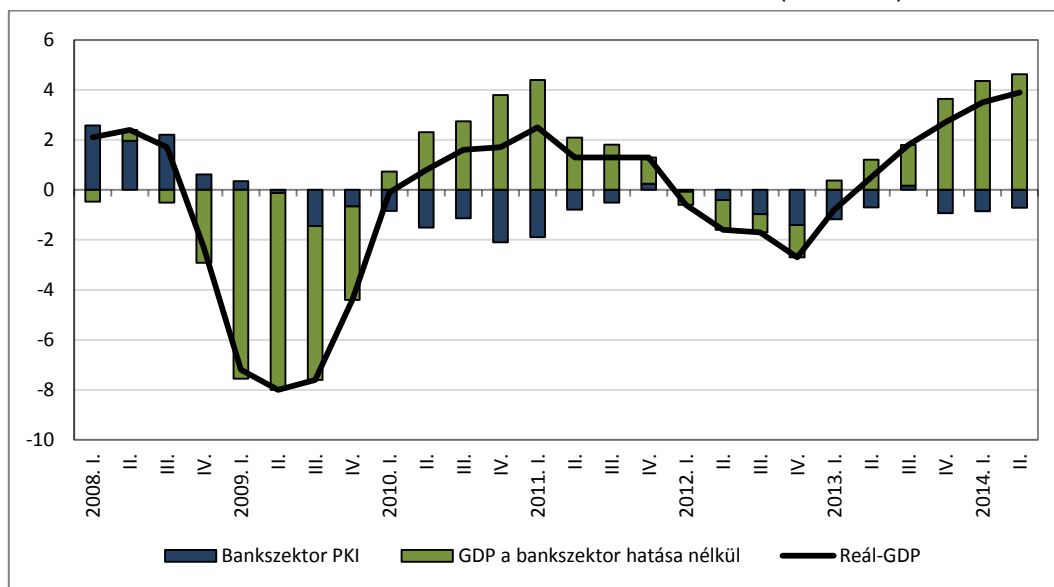
15. ÁBRA: A VÁLLALATI ÚJ HITELEK KAMATAINAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



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.

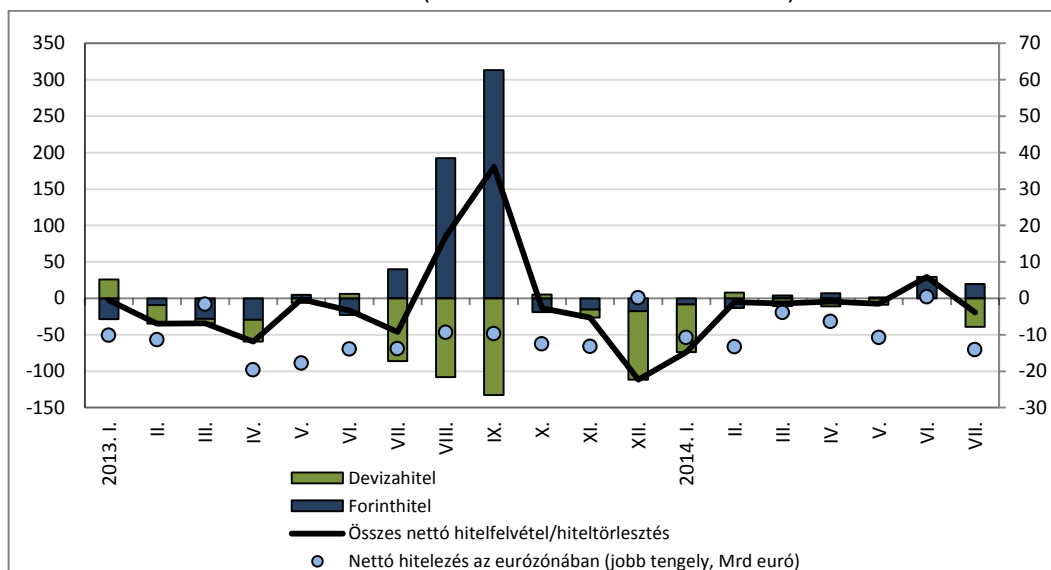
16. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A jegybank számításai szerint 2014 II. negyedévében a kedvezőbb kamatkörnyezet ellenére a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása jelentős maradt, bár az előző negyedévekhez képest csökkent. A bankszektor teljes hatása  $-0,7$  százalékpontnak felelt meg, vagyis egy egészséges banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna a 2014. év második negyedére vonatkozóan.

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

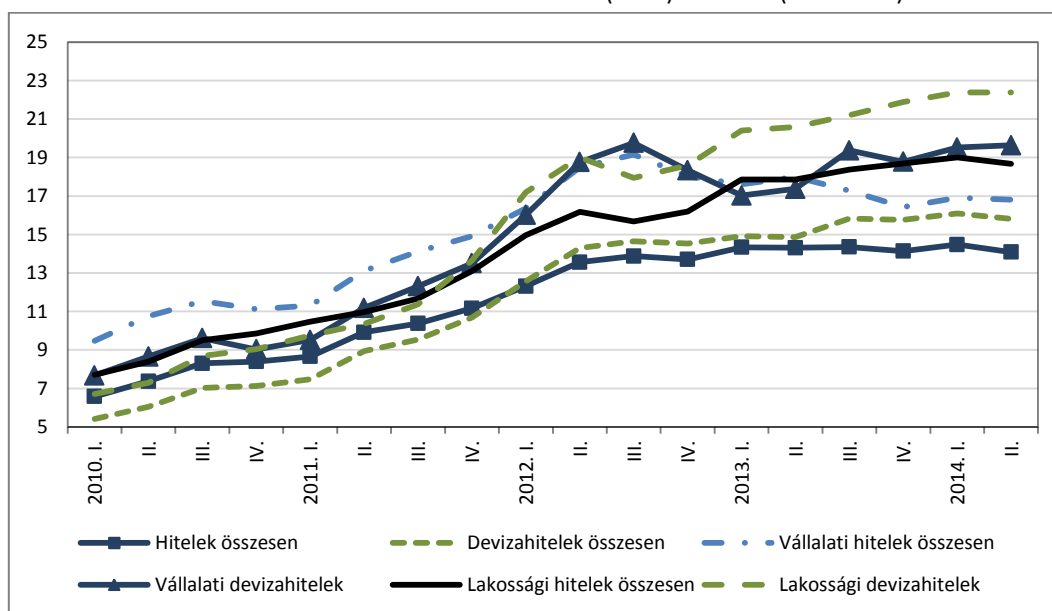


Forrás: MNB, EKB

A vállalati hitelezésben a szezonálisan szűrt számok alapján a július végi nettó forinthitel-kihelyezés 20 milliárd forintnak felelt meg. Mindez azt jelenti, hogy március után az ötödik hónapja a hitelek kihelyezése volt a dominánsabb folyamat a forintban denominált ügyleteknél. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke azonban –39,2 milliárd forintot tett ki. Az elmúlt időszakra alapvetően jellemző volt a devizahitelek visszafizetése, azaz a devizahitel-állomány zsugorodása. A kettő eredőjeként adódó júliusi teljes nettó hitelezés így összesen –19,2 milliárd forintnak felelt meg.

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2014 II. negyedévében a lakossági és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túl késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A teljes állományhoz viszonyított ráta a legmagasabb a lakossági devizahiteleknél volt (22,4 százalék), míg a legalacsonyabb a vállalati forinthiteleknél (13,9 százalék). Az összes hitelnél enyhén csökkent az NPL-ráta: 14,5-ről 14,1 százalékra.

18. ÁBRA: A NEM TELJESÍTŐ HITELEK (NPL) ARÁNYA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A forinthitelek mutatója jobban javult, mivel 12,3-ről 11,8 százalékra csökkent, míg az összes devizahitelnél 0,3 százalékponttal, 15,8 százalékra süllyedt. Látható, hogy kismértékben javult a nem teljesítő hitelek aránya az összes hiteltípuson belül. Ugyanakkor tartós megoldást és a jövőben az NPL-ráta jegybanki céljaként megjelölt 5 százalék körüli értéket az MNB által tervezett rossz bank (bad bank) alkalmazása hozhat, ahol a bankoktól leválasztott nem teljesítő hitelek menedzselése folyik.

A Kúria 2014 júniusában az Európai Bíróság véleményét is kikérve jogegységi határozatot hozott, amely szerint a bankok tisztességtelenül jártak el a devizahitelekkel kapcsolatban az árfolyamrés és az egyoldalú szerződésmódosítások (kamatemelések) miatt. Ezt követően (augusztusban) a parlament elfogadott egy törvényt, amelyben rögzítette, hogy a bankok

tisztességtelenül jártak el minden magánszemély által felvett hitel esetében az egyoldalú kamatemelések és az árfolyamrész esetében. Az MNB becslése szerint hozzávetőlegesen 900 milliárd forint terheli majd e két tétel miatt a bankrendszert. Az ősszel tervezi benyújtani a Kormány az elszámolási törvényt, amely rendezi azt a kérdést, hogy a bíróságok által megítélt elszámolások eredményét az egyes ügyfeleknél hogyan kell jóváírni. További kérdés a devizahitelek forintosítása és kivezetése, amelyről jövő tavasszal születhet döntés.

Az MNB adatai szerint 2014. január–június között 285 milliárd forintos adózás előtti veszteséget jelentett a bankszektor. E veszteséget meghaladja a bankszektor devizahitelek miatti céltartalékképzése (350 milliárd). A kedvezőbb és tovább emelkedő kamateredmény továbbra is abból fakadt, hogy a bankok kamatráfordításait nagyobb mértékben tudták csökkenteni, mint amilyen mértékben visszaestek kamatbevételeik. A csökkenő kamatmarzs ellenére tehát kismértékben emelkedett a kamatkülönbség. A lakossági hitelezésben érdekes annak megvizsgálása, hogy hogyan változott a kamatcsökkentések hatására a lakossági kamatok szintje. A referenciának tekinthető 1 hónapos BUBOR 2012 augusztusától 2014. július végéig 4,94 százalékponttal, a lakáscélú hitelek állományára vonatkozó átlagos kamatláb csak 2,30 százalékponttal csökkent. Figyelembe véve azt, hogy a forintalapú lakáscélú hitelek állománya 1564 milliárd forint, a bankszektor a kamatkülönbségen 41 milliárd forintot nyer évente. Két fontos megjegyzés tartozik még ehhez a megállapításhoz: az egyik, hogy a bankok nem feltétlenül a BUBOR-t alkalmazzák, hanem belső banki, ún. „prime rate”-et az ügyfél hitelkockázatát megjelenítő felárral. A másik, hogy az átárazódás, a kamatperiódus sok esetben öt év is lehet, így a kamatcsökkenés az állományban csak később jelenik meg.

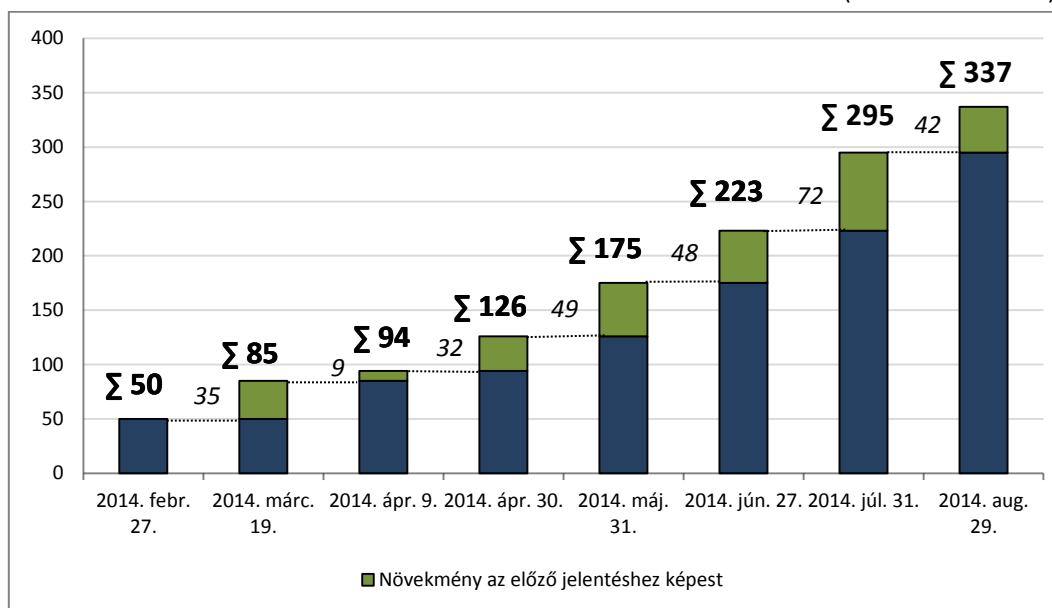
Minden hónap első keddjén teszi közzé a Magyar Nemzeti Bank az aktuális statisztikát az NHP keretében nyújtott hitelek alakulásáról. A legfrissebbet 2014. szeptember 2-án jelentette meg, amelyből néhány markáns folyamatot érdemes kiemelni.

A kezdeti alacsonyabb hiteligenylésű hónapok után az MNB kiszélesítette a termékpalettát, négy változtatást hajtott végre, amelyek 2014. május 1-jétől, illetve június 1-jétől léptek életbe. 2014. augusztus 29-ig a program második szakaszában a hitelintézetek 337,4 milliárd forint összegű szerződésről nyújtottak be adatszolgáltatást az MNB-nek, ami 11 189 ügylethez és 8295 vállalkozáshoz kapcsolható. A 2014. augusztusi növekmény 42 milliárd forintnak felelt meg, ami illeszkedik az előző hónapok trendjébe, kivétel a júliusi kiemelkedő, 72 milliárd forintot kitevő hitelezés.

Az eddig leszerződött hitelösszeg 98 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 60 százalék, az új forgóeszközhitelké 24 százalék, míg az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 16 százalék. Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság, a kereskedelem, javítás és a feldolgozóipari ágazatok részesedése kimagasló, a hitelek közel háromnegyede erre a három területre irányult. A január 1-jei változtatásoknak tudható be, hogy a mezőgazdaság részaránya

jelentősen javult az ágazatok között. Ekkortól ugyanis a mezőgazdasági őstermelők is igényelhettek hitelt az NHP II. keretében.

19. ÁBRA: AZ NHP II. KERETÉBEN IGÉNYELT HITELEK KUMULÁLT ÉRTÉKE (MILLIÁRD FORINT)



Forrás: MNB

Az MNB az elmúlt hónapokban tapasztalt folyamatokra reagálva 2014. szeptember elején újabb módosításokat hajtott végre a programon. Az eredeti tervek szerint az NHP II. pillérének keretében összességében 2000, első körben 500 milliárd forint hitelt kívánt nyújtani a kereskedelmi bankokon keresztül elsősorban kis- és középvállalkozások számára. A jegybank korábban azt hangsúlyozta, hogy a 2014. év végéig tartó programban már az 500 milliárdos szint elérése is kedvező lenne számukra, majd az egyre emelkedő keresletet figyelembe véve 1000 milliárd forintra emelte a lehívható keretet. Változást jelent a 2015. június 30-i határidő is, amely időpontig lehívhatóak az összegek a legkésőbb 2014. december 31-ig megkötött szerződések esetében.

Véleményünk szerint az 500 milliárd forintot kitevő (korábbi) hitelkeret elfogy, míg az 1000 milliárd forintos keret a jelenlegi tendenciákat figyelembe véve nem. Ugyanakkor a lehívhatóság idejének bővítése a keresletet tovább élénkítheti. Ha a bankok alapos hiteladós-minősítés után nyújtanak kölcsönt a vállalkozásoknak, akkor a megfelelő volumenű és struktúrájú, döntően tehát beruházásokat elősegítő hitelezés jelentősen ösztönözheti a gazdaság növekedését.

Magyarországon 2008. szeptembertől kezdődően a hitelezés zsugorodását figyelhettük meg a vállalati szegmensben. Ezen változtatott a Növekedési Hitelprogram, amely lassította, majd megállította ezt a folyamatot. A hitelezés jelenleg régiós összetételben is alacsony, a 2007. évi hitelállomány szintjének 95 százalékán áll. Az MKIK Gazdasági és Vállalkozáskutató Intézete felmérést készített, amelynek keretében arra volt kíváncsi, hogy milyen

nehézségekkel szembesülnek a beruházni kívánó cégek.<sup>6</sup> 2014 áprilisában a 2062 vállalattól kapott válaszokban a legfontosabb három nehézség között a bizonytalan szabályozási környezetet (46,3 százalék), a magas finanszírozási költséget (40,5 százalék) és a kereslet hiányát (39,4 százalék) említették. Érdekes azonban kiemelni, hogy a magas költségszintet megemlítő vállalatok vagy nem ismerhetik az NHP-t, vagy valamilyen korláttal szembesülnek a hiteligénylés során. Például túl alacsony hitelösszeget igényelnek vagy a banki kapcsolt termékek drágítják meg a hitelfelvételt.

## A várható makrogazdasági pálya

### *Feltevéseink alakulása*

A magyar kivitel iránt megnyilvánuló, GDP-alapú külső kereslet 2014 II. negyedévében elmaradt a júniusi feltevésünktől. Hazánk legfőbb külkereskedelmi partnerei, melyek döntő többsége továbbra is az Európai Unió 28 tagországából kerülnek ki, a vártnál gyengébb teljesítményt regisztráltak. A legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország növekedése alulmúlta várakozásunkat, döntően innen ered a rosszabb teljesítmény. A csupán 1,6 százalékot kitevő aggregált növekedés közel 0,5 százalékponttal alacsonyabb a megelőző negyedévinél, ami jól jelzi a kilábalás törékenységét, melyet az ukrán–orosz válság csak tovább súlyosbít. Annak ellenére lassult a növekedés, hogy a fogyasztói bizalom sokéves csúcán állt a második negyedévben, továbbá folytatódott a munkaerő-piaci konszolidáció és a belső kereslet az erősödés jeleit mutatta. Összességében tehát lanyhult a külső kereslet, ami kedvezőtlen hatást gyakorolt a magyar kivitelre is.

A kedvezőtlen második negyedévi tényadatok következtében az idei évre vonatkozó feltevésünket negatív irányba módosítottuk. A negatív revíziót tovább erősítette, hogy a legfrissebb gazdasági előrejelzések az előző negyedévihez képest romló kilátásokat jeleznek. Ennek forrása egyrészt a fejlődő gazdaságokban tapasztalt lassulás – elsősorban Kína lassuló bővülésének következtében. A második fő forrás a geopolitikai feszültségek kockázata. Az Európai Unió teljesítményét az ukrán–orosz válsághoz kapcsolódó szankciók és a bizonytalanság negatívan befolyásolja. Ennek hatása hazánk környezetében felerősödik, tekintettel arra, hogy legfőbb partnereink között számos kelet-európai ország található, és jelentős túlkínálat alakulhat ki a régióban, ami negatívan befolyásolja a külső kereslet alakulását. A globális likviditás várható alakulásának tekintetében ugyanakkor számottevő változás nem következett be, mivel a Fed kötvényvásárlási programjának további szűkítését ellensúlyozhatja az EKB által szeptemberben bejelentett jelentős monetáris lazítás. Mindezek hatására szeptemberi alappályánkon az aggregált külső kereslet korábbinál lassabb

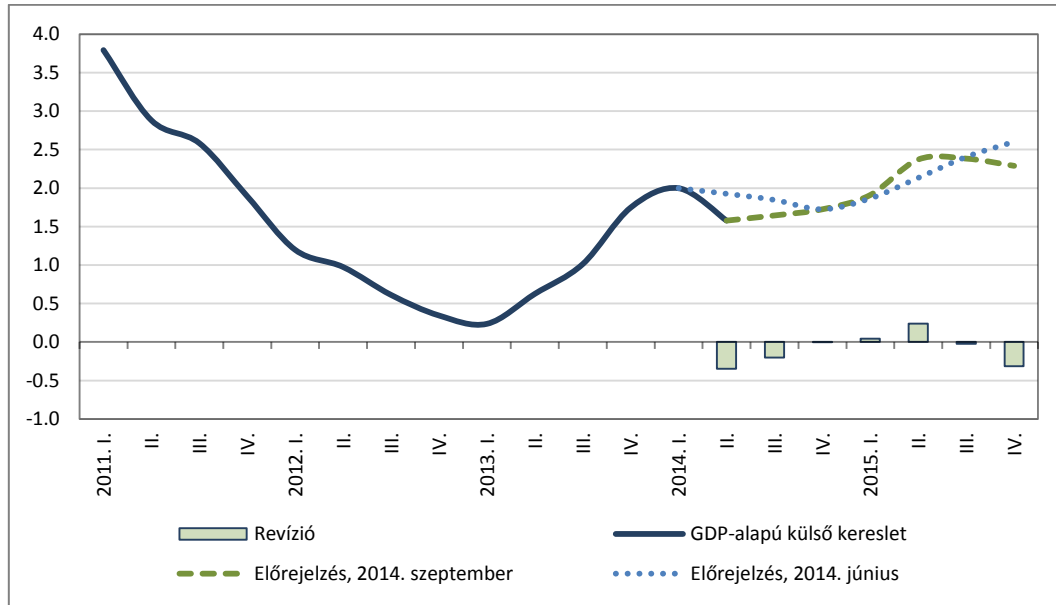
---

<sup>6</sup> MKIK Gazdasági és Vállalkozáskutató Intézet: A Növekedési Hitelprogram és a beruházásokat akadályozó tényezők. 2014. április.



növekedésére számítunk. 2014 egészében az előző negyedévinél 0,2 százalékponttal alacsonyabb, 1,7 százalékos, súlyozott GDP-növekedést prognosztizálunk.

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



Forrás: Századvég-számítás

A külső kereslet pályája feltevésünk szerint 2015-ben – a geopolitikai feszültségek oldódását feltételezve – felfelé ívelhet. Korábbi prognózisunkhoz hasonlóan a munkaerő-piaci helyzet lassú javulását valószínűsítjük, míg a rendkívüli európai monetáris lazítás miatti likviditásbőség nyomán a hitelezési feszültségek oldódhatnak, ami tovább erősíti a belső keresletet a főbb külpiacainkon. Ugyanakkor a fejlődő piacokon a gazdasági kilátások az előző negyedévhez képest a jövő évre vonatkozóan is romlottak, vagyis folytatódhat a gazdasági teljesítmények lassulása. Emellett feltevésünk szerint az ukrán–orosz válság jövő évig áthúzódó, ám enyhülő hatása mellett a magyar termékek iránt megnyilvánuló külső kereslet növekedhet, melynek dinamikáját a bázishatások jelentősen befolyásolják. A legfőbb külkereskedelmi partnereinknél 2015-ben a súlyozott GDP-növekedés korábbinál mérsékeltebb, 2,2 százalékos bővülésére számítunk.

A mezőgazdasági termelőiár-indexre vonatkozó feltevésünket a júniusig képest lefelé módosítottuk a teljes előrejelzési horizonton, melynek oka elsősorban az orosz embargó hazai hatása. A termelői árakat idén lenyomja a túlkínálat, így 2014-ben 2,9 százalékos árcsökkenéssel kalkulálunk az alappályán, míg 2015-ben feltételezésünk szerint éves bázison 2,9 százalékkal nőnek az árak. A növekedés oka a bázishatás mellett, hogy jövőre a termelők visszafogják termelésüket, ami így csökkenti a kínálatot, és árfelhajtó hatással bír.

A geopolitikai események az utóbbi hónapokban kevésbé mozgatták a kőolaj világpiaci árát, pedig a Közel-Keletről, Észak-Afrikából, valamint Ukrajnából egyaránt kedvezőtlen hírek érkeztek. A mérsékeltebb kilengések oka az lehet, hogy a kiéleződő konfliktusok mostanáig

érdemben nem okoztak fennakadást a kőolaj-kitermelésben és -szállításban, a befektetők pedig rezisztensebbé válhattak a politikai fejleményekre. A határidős Brent-jegyzések alapján, 2015 végéig készített olajár-előrejelzés jól belesimul a 2011 óta tartó tendenciába. A Brent típusú kőolaj árának 2011 második negyedéves lokális csúcsát követően kisebb kilengésekkel ugyan, de egy enyhén csökkenő trend mutatkozik. Az előrejelzések azt mutatják, hogy a csökkenés meredeksége folyamatosan mérséklődik, hozzávetőlegesen a 105 dollár/hordó határérték felé közelít. Az enyhén csökkenő trend három alapvető okra vezethető vissza. Az első, hogy az új technológiák megjelenésével megnőtt a gazdaságosan kitermelhető kőolajkészletek állománya. A kőolaj-kitermelés Észak-Amerikában folyamatosan növekszik, és a tartalékok szintje is magasan van. A másik, hogy az utóbbi időben politikailag instabillá vált térségekben a kitermelés nem esett vissza, ezért továbbra is fennmarad a világgazdasági válság kitörése óta jellemző túlkínálat a piacokon. A keresleti kilátások ezzel szemben egyre borúsabb képet festenek. Európa stagnálása, Kína lassulása, valamint az orosz gazdaság visszaesése a korábban feltételezethez képest alacsonyabb keresletet vetít előre, ami az árak csökkenésének irányába hat. Mindemellett azonban az olajárak mérsékelt csökkenésére lehet csak számítani. A legjelentősebb kőolaj-kitermelő országokat magába tömörítő OPEC ugyanis 100–110 dollár közötti hordónkénti árat tart kedvezőnek. Az OPEC részesedése a kőolajellátásban ugyan némileg csökken az elkövetkezendő években az amerikai termelés felfutása miatt, azonban ármeghatározó szerepe továbbra is megmarad.

Korábbi prognózisainkban a Fed kötvényvásárlási programjának kivezetése miatt a likviditásbőség szűkülését vártuk, ami a tőkekiáramlás felgyorsulásán keresztül megemeli a kockázati prémiumokat. Az EKB szeptemberi határozatai jelentős likviditásbővülést okoznak a globális piacon, ami a fentebbi hatást ellensúlyozza. Az előző negyedévhez hasonlóan így nem számolunk a kockázati prémiumok megemelkedésével.

### *A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés*

A magyar export várakozáson felül teljesített az idei II. negyedévben, annak ellenére is, hogy a főbb exportpartnereink gazdasági teljesítménye elmaradt a korábban feltételezettől. A folyamatot nagyban segíthette a tovább javuló cserearányunk. Az idei év egészére vonatkozó előrejelzésünket ez önmagában javítaná, ugyanakkor a fejlődő országoknál tapasztalt folytatódó lassulás, a fejlett országok növekedési dinamikájának megtörése, valamint az ukrán–orosz konfliktus eszkalálódása, a különböző szankciók (elsősorban az embargó) ennek hatását ellentételezik. Mindezek alapján 2014-ben a júniusi prognózistól enyhén elmaradó, 5,6 százalékos exportvolumen-bővülést várunk. A főbb gazdasági partnereink növekedése 2015-ben újból gyorsulhat, melynek egyrészt feltétele a keleti konfliktus oldódása. Másrészt ezt segítheti a munkaerőpiac és a hitelpiac fokozatos konszolidációja. A partnerországok belső keresletének emelkedése pedig begyűri a hazai kivitelbe: 2015-ben 6,2 százalékos exportnövekedést prognosztizálunk.

Az importvolumen növekedése a második három hónapban messze meghaladta legutóbbi várakozásunkat. A többletimport a dinamikusabb export és a folyamatosan erősödő belső kereslet együttes következménye. Mindez az egész előrejelzési horizontra jellemző folyamat lesz, főként a beruházások és a fogyasztás importigénye nyomán. Ennek hatására 2014-ben a korábbi előrejelzésünket 0,7 százalékponttal emelve, 7,2 százalékos importvolumenbővülésre számítunk. Jövőre ennél lanyhább növekedési rátával kalkulálunk: 7,0 százalékra rúghat a behozatal emelkedése. Ezzel az import mindkét évben felülmúlja a kivitel bővülését.

A fentiek alapján a hazai külkereskedelem áruforgalmi egyenlege a teljes előrejelzési horizonton többletet mutathat, tekintettel arra, hogy az export szintje továbbra is meghaladja a behozatalét. Ugyanakkor az import dinamikusabb növekedése miatt várakozásunk szerint a külkereskedelmi aktívum idén már csökkenhet, 5,7 milliárd euróra. 2015-ben a csökkenő trend folytatódására számítunk, prognózisunk szerint 5,4 milliárd euróra csökkent a többlet. A nettó export változása így várhatóan idén és jövőre is negatívan befolyásolja az éves GDP-növekedés rátáját.

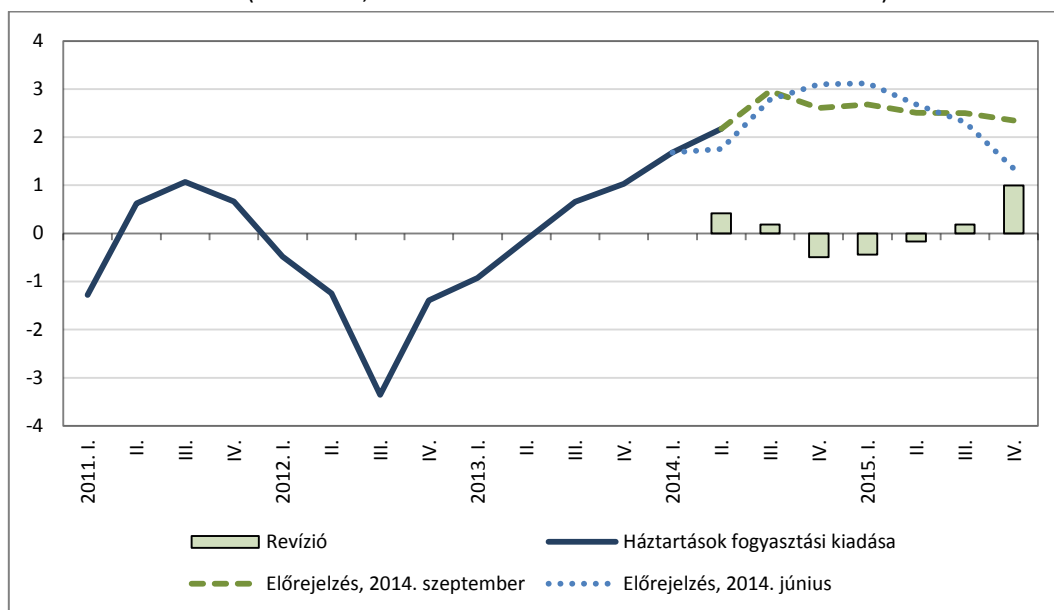
A háztartások fogyasztási kiadása a júniusi előrejelzésünkhöz képest erőteljesebb gyorsulást mutatott, és a növekedés tartós fennmaradására számítunk. Ugyanakkor a lakossági költést továbbra is hátráltatja a magas adósságállomány, vagyis idén még folytatódhat a mérlegalkalmazkodás. Emellett az óvatossági megtakarítások is korlátozzák a fogyasztás bővülési ütemét. Ezek a negatív hatások ugyanakkor a rendelkezésre álló jövedelem folyamatos emelkedésével és a lakossági bizalom helyreállításával egyre enyhébbek. A fogyasztási pályáról alkotott képünk az előző negyedévhez képest érdemben nem változott: tartós fordulatra, 2,4 százalékos növekedésre számítunk idén. Ez 0,1 százalékponttal magasabb, mint a júniusi előrejelzésünk, főként a mérsékeltebb infláció reáljövedelmet emelő hatása miatt. A 2015. évi, 2,5 százalékos fogyasztásbővülést is a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése támogatja a növekvő foglalkoztatottságon és az emelkedő reálbéreken keresztül. A fogyasztásbővülés rátája jövőre már megegyezik a reálbérek növekedési ütemével, vagyis azt várjuk, hogy a tartósan kedvező gazdasági és az alacsony kamatkörnyezet következtében a háztartások fogyasztási hajlandósága emelkedik: csökken az óvatossági megtakarítások mértéke, továbbá a mérlegalkalmazkodás folyamata is lezárul.

A fogyasztás pályáját ugyanakkor jelenleg számos – elsősorban pozitív – kockázat övezi. Az egyik ezek közül a meglévő devizahitelek forintosítása, melynek célja a devizahitelek végső kivezetése. Az ezzel kapcsolatos kormányzati döntés ősze várható, így jelenlegi alappályánkon nem számszerűsítettük ennek hatását, ugyanakkor a fogyasztás szempontjából ez pozitív kockázatot jelent.

A második fontos kérdés a tisztességtelen kamatemelések, illetve az ezáltal a lakosságnak visszajáró összeg fogyasztási hatása. Jelenleg két forgatókönyv létezik. Az egyik szerint egyösszegű visszafizetésre kötelezik a bankokat, amely számításaink szerint egy átlagos ügyfél esetében elérheti a 900 ezer, összességében a 710 milliárd forintot. Feltételezve, hogy

a fogyasztási ráta a rendelkezésre álló jövedelem arányában 80 százalék (2012. évi adat), így 570 milliárd jelenne meg fogyasztásként. Ennek vélhetően egy részét (30 százalék) előtörlesztésre fordítanák, így tételezzük fel, hogy 400 milliárd forinttal nő az elkölthető jövedelem. Ez önmagában, egyszeri hatásként, éves szinten 2,7 százalékponttal emelné meg a fogyasztás bővülésének ütemét.

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 másik – valószínűbb – forgatókönyv szerint a bankoknak az összeget nem visszafizetniük kellene, hanem a tőketartozást csökkenteni – melynek kiszámításához az MNB közölt egy képletet. Számításaink szerint, változatlan futamidőt feltételezve, ennek hatására közel 30 százalékkal csökkennének a törlesztőrészek. Így a lakosságnak nagyjából 115 milliárd forintot kitevő éves többletjövedelme keletkezne a jövőben, amely egy része a fogyasztást növelheti, másik részéből a lakosság megtakarít és előtörleszt. A korábbi arányokat feltételezve így adódik, hogy bő 64 milliárd forinttal nő a háztartások fogyasztási kiadása, ami önmagában éves szinten 0,4 százalékponttal emeli a fogyasztás növekedési rátáját.

A Kormány szeptemberre ígéri azt a törvényt, amely pontosan szabályozza majd a bankok és az adósok közötti elszámolást, továbbá rendezi a forintosítás kérdését és a devizahitelek kivezetését. Ennek hiányában egyik fentebbi forgatókönyvvel sem számoltunk még a szeptemberi alappályán.

A közösségi fogyasztás esetében a konvergenciaprogramban megadott pályától az idei évben eltérünk, melynek oka a júliusban bejelentett 110 milliárd forintos zárolás. Így 2014 egészében 0,6 százalékos növekedéssel számolunk. 2015-ben 0,6 százalékkal csökkenhet a közösségi fogyasztás a természetbeni társadalmi juttatások szinten maradása és a kormányzati fogyasztás zsugorodása következtében.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás idén április–júniusban komoly pozitív meglepetést okozott júniusi várakozásunkhoz képest. Ennek elsődleges forrása a versenyszféra beruházásainak vártnál dinamikusabb bővülése, melyben az NHP II. szakaszának beindulása is szerepet játszhatott. Többek között így a kiemelkedő I–II. negyedév hatására a 2014. évi beruházásnövekedés a korábbi előrejelzésünknél gyorsabb lehet: 13,3 százalékos bővülésre számítunk idén. Ennek forrása egyrészt az országszerte folytatódó infrastrukturális beruházások, melyek főként uniós támogatások segítségével valósulnak meg. Emellett a Növekedési Hitelprogram második szakasza is beindult, mivel júliusban és augusztusban együttesen 114 milliárd forinttal nőtt a hiteligénylés mértéke, megközelítve ezzel a 340 milliárd forintos kumulált értéket.

Tekintettel az élénkülő hitelkeresletre, a Monetáris Tanács a program második szakasza keretösszegének 500 milliárd forinttal, 1000 milliárd forintra történő megemlése mellett döntött. Emellett a pénzügyi lízing és az európai uniós támogatások előfinanszírozásának lehívására rendelkezésre álló határidőt 2015. június 30-ig meghosszabbították.<sup>7</sup> Mindezek szintén hozzájárultak ahhoz, hogy a beruházások idei évre vonatkozó növekedési ütemét jelentősen felfelé módosítottuk.

Az idei évinél alacsonyabb, 4,9 százalékos beruházásbővülést várunk jövőre, ami a legutóbbi előrejelzésünktől 0,2 százalékponttal elmarad. A revízió több hatás eredője: egyrészt az NHP kibővítése és a lehívás meghosszabbítása miatt az áthúzódó hatások a jövő évre vonatkozó bővülési rátát pozitív irányban befolyásolják. Emellett a tartósan alacsonyabb kamatkörnyezet is a beruházások ösztönzésének irányában hat. Mindezen pozitív hatásokat ellensúlyozza, és a 2014-ről 2015-re erőteljesen lassuló dinamikát is magyarázza a 2014. évi rendkívül magas bázis technikai hatása. Az ütem csökkenésében szerepet játszik továbbá az NHP kifutása és az állami beruházások visszafogottabb alakulása, összhangban a korábbi uniós tervezési időszak forrásainak apadásával, illetve az új uniós pályázatok kiírásának elmaradásával. A bruttó állóeszköz-felhalmozás a teljes előrejelzési horizonton a GDP-nél dinamikusabban bővül, így a beruházási ráta 2015-re meghaladhatja a 20 százalékot.

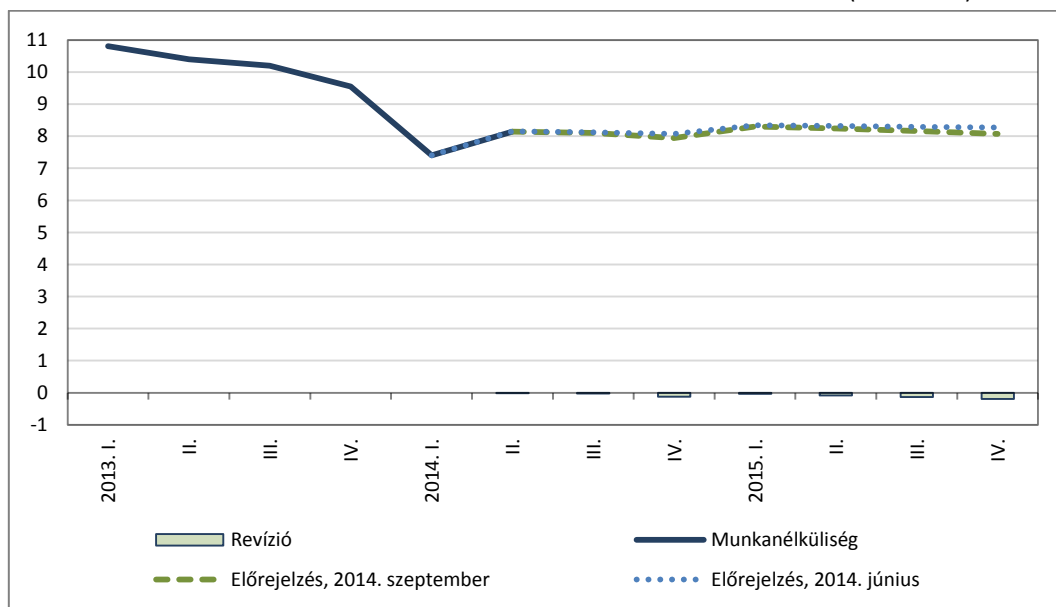
A GDP 2014 II. negyedévi kiemelkedő növekedése – döntően a beruházások vezérelte belső felhasználás dinamikusabb fellendülésének köszönhetően – felülmúlta várakozásunkat. Az első fél év kedvező tényadatait figyelembe véve az idei GDP-növekedést is pozitív irányban revideáltuk. Meglátásunk szerint a belső felhasználás további erősödését elsősorban a beruházások vezérlik 2014-ben, így ez lesz a gazdaság motorja. A felfutó belső és a lanyhább külső kereslet nyomán azonban a nettó export változása már várhatóan visszafogja a gazdaság növekedését. Ezzel egy belső forrásokra támaszkodó gazdaságszerkezet jön létre, amelynek keretében a bruttó hazai termék 3,3 százalékos növekedését várjuk. A jövő évi növekedési kilátások júniushoz képest enyhén romlottak, melynek oka elsősorban a bizonytalan külgazdasági folyamatokban, a geopolitikai feszültségekben keresendő. A

<sup>7</sup> Azonban a szerződéskötésre vonatkozó határidő továbbra is 2014. december 31.

növekedési ráta 2014-ről 2015-re történő csökkenése egyrészt technikai jellegű, másrészt az uniós források visszaesése, az NHP kifutása – vagyis az egyedi pozitív sokkok elmúlása – is ebbe az irányba hat. Meglátásunk szerint a gazdaság tényleges teljesítménye a teljes előrejelzési horizonton elmarad a potenciális kibocsátástól, ugyanakkor a dinamikus bővülés következtében a kibocsátási rés folyamatosan szűkül, bezáródására 2016-ban kerülhet sor. 2015-ben a belső felhasználásra támaszkodó magyar gazdaság növekedése 2,4 százalékos lehet.

A munkaerő-piaci folyamatokra vonatkozó előrejelzéseink érdemben nem változtak a június-hoz képest. A kormányzat munkakínálatot bővítő intézkedéseinek hatásai gyengülnek, így kevésbé növelik az aktivitást. Emellett a közfoglalkoztatási programok volumene is csökken, ahonnan a kiáramlóknak csak egy része marad aktív. Így az aktívak száma várakozásaink szerint 2015-ben is 4,5 millió fő körül marad, ami enyhén kevesebb, mint a korábbi prognózisunk. A stagnáló munkakínálat mellé erős munkakereslet társul, ami a kedvező gazdasági kilátások munkahelyteremtő hatásából fakad. A foglalkoztatottak számára vonatkozó előrejelzésünket az előző negyedévhez képest 7 ezer fővel csökkentettük. Ennek oka a közfoglalkoztatottak számának átmeneti visszaesése. Ezt némileg ellensúlyozza a versenyszféra erősödő munkaerő-kereslete, így az idei évre vonatkozóan 4 millió 148 ezer foglalkoztatottal számolunk. Ez 2015-ben várakozásunk szerint 35 ezer fővel csökken a közfoglalkoztatás visszaesése miatt, melynek jelenlegi szintje nem fenntartható. Emellett a versenyszféra munkakereslete továbbra is erős marad, így a jövő évre becsült 4 millió 113 ezer fős létszám 5 ezer fővel magasabb, mint az előző negyedévi előrejelzésünk.

22. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLISÉGRE VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)



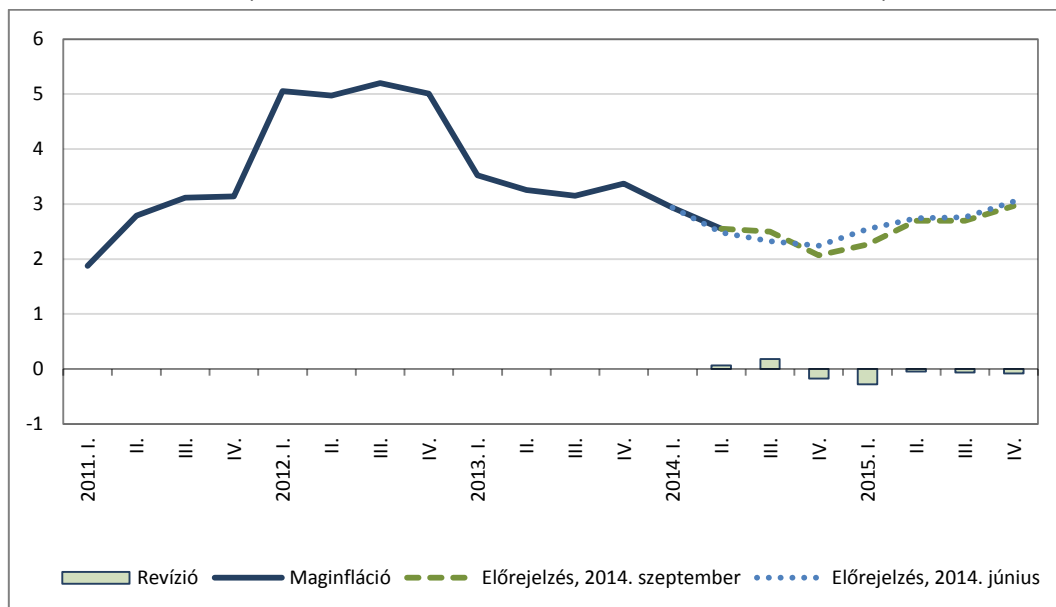
Forrás: Századvég-számítás

A korábbinál mérsékeltebb foglalkoztatással és még visszafogottabb aktivitással kalkulálunk az előző negyedévhez képest. E hatások eredőjeként 0,2 százalékponttal alacsonyabb,

7,9 százalékos munkanélküliségi rátát várunk 2014-ben. A jövő évi előrejelzésünket is enyhén lefelé, 8,2 százalékra módosítottuk a versenyszféra jobban erősödő munkakeresletének köszönhetően. A csökkenő közfoglalkoztatás miatt (az előző előrejelzésünkkel összhangban) továbbra is arra számítunk, hogy a munkanélküliek aránya emelkedik 2015-ben.

A tényadatok és a munkaerőpiac feszessége miatt a bérek alakulására vonatkozó előrejelzéseinket is pozitív irányba módosítottuk. A jelenlegi prognózisunk szerint 0,6 százalékponttal magasabb, 3,3 százalékos bruttó-bér-növekedéssel kalkulálunk 2014-ben. Mindez azt jelenti, hogy a jelenlegi nyomott inflációs környezet mellett a 3 százalékot is meghaladó reálbér-emelkedés várható. Jövőre bár némileg lanyhább gazdasági növekedést várunk, ennek hatását a bérezésben ellensúlyozza az emelkedő infláció és a versenyszféra erősödő munkaerő-kereslete. Ezzel összhangban a korábbi előrejelzéssel közel azonos, 4,8 százalékos nemzetgazdasági bruttó bérdinamikára számítunk.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A maginfláció rövid távú alakulására vonatkozó júniusi prognózisunknak megfelelt a II. negyedéves tényadat. Emellett az elmúlt három hónapban nem történt érdemi változás az inflációs alapfolyamatokban, így az év idejéig tekintve érdemben nem módosítottuk korábbi előrejelzésünket. A kibocsátási rés a legfrissebb becslésünk szerint továbbra is jelentős, és az általunk kalkulált növekedési pálya mentén csak 2015 után záródhat be. Mindez azt jelenti, hogy a teljes előrejelzési horizonton fennmarad a keresleti korlátok megléte miatt jelentkező dezinflációs hatás. Várakozásunk szerint a maginfláció az idei év hátralévő részében további mérsékelt csökkenést mutathat, mélypontját az utolsó negyedévben érheti el. Ekkorra már teljes mértékben begyűrűznek a negatív ársokk, például a mezőgazdasági termelők árak embargó miatt várt zsugorodása, illetve az importált



infláció csökkenése. Szintén ebbe az irányba hatnak a mérséklődő inflációs várakozások. Mindazonáltal 2015 elején a maginflációs mutató újból emelkedő pályára áll, majd az inflációs célszintre emelkedik. A növekvő inflációs nyomást a belső kereslet folyamatos erősödése mellett a tartós béremelkedés másodkörös hatása indokolja.

Az éves bázisú fogyasztóiár-index az őszi alappályánkon – hasonlóan a korábbi előrejelzésünkhöz – végig a maginflációs mutató alatt tartózkodik. A maginfláción kívüli termékek árai tehát a teljes előrejelzési horizonton visszafogottan alakulhatnak. A 2014. évi inflációs folyamatokat főként a közműdíjak csökkentése befolyásolja. Egyrészt a 2013 novemberében elkezdett fázis 2014 során lefelé nyomja az inflációt. Másrészt a kormányzat idén februárban elfogadott háromlépcsős rezsicsökkentése is árleszorító hatást generál (a II. és IV. negyedévektől kezdődően). Ezzel szemben idén a III. negyedévtől megszűnik a defláció, ekkor ugyanis bekerül a bázisba egy korábbi rezsicsökkentés, amely felfelé hajtja a 12 havi árindexet. Szintén az alacsony inflációs környezetet segíti az orosz embargó miatt várható túlkínálat és a feldolgozatlan élelmiszerek árscökkenése, ami az előző negyedévi előrejelzésünkhöz képest új jelenség. A fenti folyamatok együttesen, 2014 folyamán visszafogott inflációs környezetet, 0,2 százalékos kitévő éves pénzromlási ütemet implikálnak. A jövő évi inflációs előrejelzésünket 0,2 százalékponttal lejjebb vettük a júniusi várakozáshoz képest, melynek egyik oka az alacsonyabb maginflációs várakozás. Emellett szintén negatív hatást gyakorol a jövőre nézve a valamivel lanyhább gazdasági növekedés, továbbá az élelmiszerárak erősebb csökkenése, ami az orosz–ukrán válság miatt bevezetett szankciók következménye. Összességében 2015-ben az infláció felpörgésére számítunk, amely az év végére eléri a jegybanki inflációs célnak megfelelő 3 százalékos ütemet. A jövő év egészét tekintve 2,4 százalékos fogyasztóiár-indexet prognosztizálunk.

Meglátásunk szerint a fennmaradó, nyomott inflációs környezet és a gazdaság ciklikus pozíciója együttesen indokolja a jelenleg historikusan alacsony kamatszint hosszabb ideig történő fenntartását. Ezt a globális piaci hangulat is támogathatja, tekintettel a likviditásbőség fennmaradására, melyet az EKB szeptemberben bejelentett monetáris lazítása segít. Ennek megfelelően várakozásunk szerint 2014 végén is marad a 2,1 százalékos jegybanki alapkamat, ami egészen a jövő év második feléig nem változik, amennyiben a befektetői környezet is kedvezően alakul. Ugyanakkor 2015 nyarán a jegybank megkezdi a kamatemelést, mivel a monetáris politika számára releváns időhorizonton érdemi inflációs nyomás keletkezik a gazdaságban, amelyet a maginfláció emelkedése jelez. A visszafogott ütemű szigorítás hatására 2015 végére 3 százalékon állhat az irányadó ráta.



## Az egyensúlyi helyzet elemzése és várható alakulása

Augusztus végéig az államháztartás kumulált hiánya az egész évre tervezett deficit 87,8 százaléka volt – ez az arány az előző évekhez képest alacsonyabb, utoljára ennél kisebb 2011-ben volt. Az év egészére vonatkozóan a bevételi oldalon található közel 100 milliárd forintos többlet és a kiadásoknál látható hasonló méretű kiadási plusz nagyjából ellentételezik egymást. A zárolások és a tartalékok ugyanakkor egy 200 milliárd forintot meghaladó mozgásteret biztosítanak a kormányzat számára. Az uniós ESA-egyenleg ezek szerint a GDP 2,4 százaléka lehet, a pénzforgalmi egyenleg viszont 3 százalékra rúghat. Utóbbi miatt az államadósság ugyan csökken változatlan árfolyam mellett, de ha az árfolyam változását is figyelembe vesszük, akkor vélhetően a kincstári egységes számla (KESZ) állományának apasztására is szükség lesz a süllyedő államadósság érdekében. Jövőre a hiány a GDP 2,7 százaléka lehet, kiigazítási kényszert nem látunk.

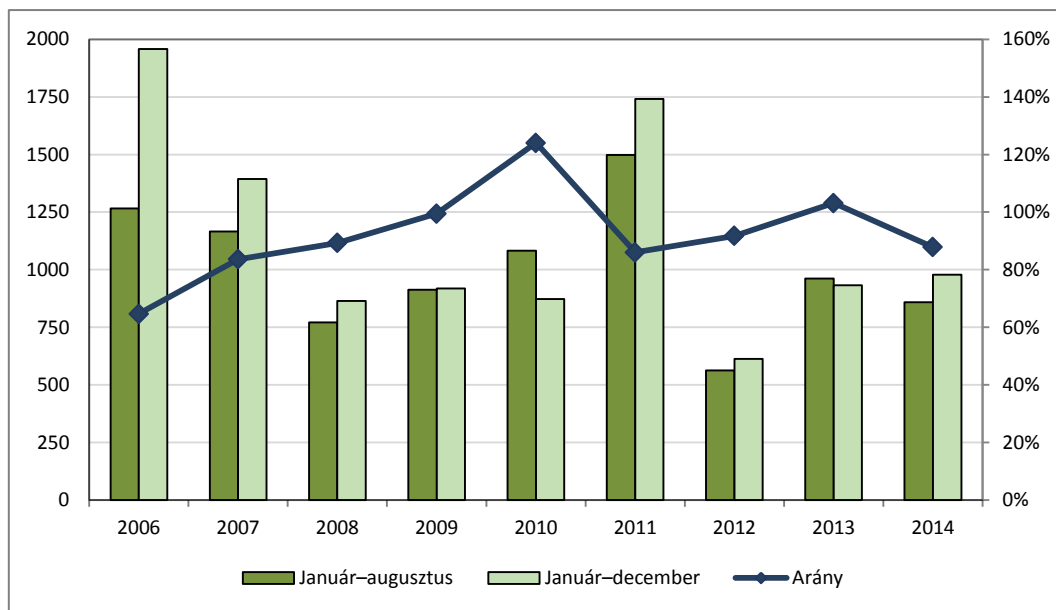
Magyarország kedvező befektetői megítélése fennmaradt a nyári hónapokban. A Fed eszközvásárlási programjának újabb szűkítése nem érezte hatását a feltörekvő piacokon. Az EKB szeptemberi döntése értelmében ugyanis a kereskedelmi bankokra érvényes negatív betéti kamatok miatt a bankok pótlólagos likviditással rendelkeznek majd, így globálisan fennmarad a kedvező likviditásbőség. A másodpiaci hozamgörbe – elsősorban a rövid vége – június elejéhez képest lefelé toldott. Ez az összesen 30 bázispontos kamatvágás és a kedvező nemzetközi pénzügyi hangulat együttes hatásaként jelentkezett. A likviditásbőség hatására a hozamgörbe rövid végén a hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamat mértékét, ugyanakkor a piaci szereplők nem választják az egy évnél hosszabb lejáratokat. A jegybanki devizatartalékok szintje 36 milliárd euró környékén stagnált.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások szezonálisan igazított egyenlege az előző negyedévhez képest kismértékben nőtt. A jövedelemkiáramlás mértéke alig haladja meg a 2013 IV. negyedévében regisztrált értéket. Az EU-transzferek beáramlása majdnem megegyezik az előző háromhavi időszakban regisztrált összeggel. Összességében az ország nettó finanszírozási képessége kismértékben változott az előző negyedévhez képest: 7,7-ről 7,6 százalékra csökkent a GDP-arányos mutató. Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben a reálgazdasági aktívum szerepének jelentősebb csökkenését várjuk a nettó finanszírozási képesség alakulásában. Negatív irányban hat a jövedelmi hiány romlása, amit ellensúlyoz egyrészt az államadósság növekvő belföldi finanszírozása miatt belföldön maradó kamat, másrészt az EU-transzferek beáramlása, amelynek volumene 2015-ben már csökken. A módszertani változásból eredő hatásokat is figyelembe véve a 2014. évre 6,8 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk, míg 2015-ben 6,0 százalékon állhat a mutató.

## Fiskális politika

Augusztus végéig az államháztartás<sup>8</sup> kumulált hiánya – az önkormányzati szektor nélkül – 858,8 milliárd forint volt. A központi alrendszer hiánya az egész évre tervezett 977,8 milliárd forintos deficit 87,8 százaléka volt. Ez az arány az előző évekhez képest alacsonyabb, utoljára ennél kisebbet 2011-ben regisztráltak.

24. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ELSŐ NYOLCHAVI EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA



Forrás: MÁK, NGM

A következőkben a költségvetés egyes tételeit külön-külön vizsgáljuk meg abból a szempontból, hogy az év első hét<sup>9</sup> hónapjában az adott kiadási vagy bevételi tétel hogyan alakult az előirányzathoz, illetve az elmúlt évek megegyező időszakához képest, és ezekből következtetéseket vonunk le arra vonatkozóan, hogy mely tételeknél várható elcsúszás, illetve felülteljesítés.

A bevételi oldalon a gazdálkodói befizetések esetén egy kisebb elmaradás körvonalazódik. Itt a társasági adó és az eva esetén több lehet a befolyó bevétel, míg a kisadók (kata, kiva) esetén elmaradás látszik. Ez a már korábban bemutatott folyamatnak köszönhető: a kisadók iránti érdeklődés a vállalkozások részéről elmaradt a Kormány által prognosztizálttól, ami azt okozza, hogy a társaságiadó- és az evaalanyok nagyobb számban maradtak a rendszerben. Össességében – néhány kisebb gazdálkodói befizetésnél várható elmaradással együtt – a kiesés meghaladhatja a többletbevételeket.

A fogyasztáshoz kapcsolódó adók esetén a legnagyobb kérdés az áfabevételek alakulása. A gazdaság fehéritése miatt (online kasszák) a kormányzat tavaly és idén is nagyobb

<sup>8</sup> A magyar államháztartás az önkormányzati alrendszerből és a központi alrendszerből áll. Ez utóbbi a központi költségvetést, a társadalombiztosítási alapokat és az elkülönített állami pénzalapokat foglalja magába.

<sup>9</sup> Részletes adatok csak az első hét hónapról állnak rendelkezésünkre, ezért az előzetes nyolcadik havi adatok figyelembevétele nélkül készítjük a részletes elemzést.

bevételekkel számolt, ám az új kasszákra való átállás nehézségei és a makroprognózisok tévedései – a vártnál alacsonyabb infláció – miatt a bevételi tervek felülmúlták a teljesüléseket. Az első hét hónap után úgy véljük, hogy továbbra is látható egy bő 100 milliárd forint körüli kiesés az áfánál, ugyanakkor azt hangsúlyozzuk, hogy a kockázatok csökkentek júniusi előrejelzésünk óta. Ez azzal állhat összefüggésben, hogy az online kasszák most már széles körben elterjedtek, és a gazdaság fehérítésével kapcsolatos várakozások teljesülhetnek. Ugyanakkor az infláció történelmi mélységekben tartózkodott az elmúlt hónapokban, ami, figyelembe véve a Kormány költségvetésben szereplő 2,4 százalékos prognózisát, könnyen indokolhatja az elmaradást a tervezettől. A jövedéki adónál teljesülhet az előirányzat, ugyanakkor a tranzakciós illeték esetén nehéz előrejelzést adni – ennek ellenére egyelőre itt nem látunk kockázatokat. A lakossági befizetésekben – amit nagyrészt a személyi jövedelemadó fed le – az előirányzatokhoz képest többletbevételt látunk. Hasonlóan az szja-hoz, a járulékoknál is többletbevételt várunk, ez összefüggésben áll a gazdálkodói befizetéseknel felvázoltakkal: a kata és kiva adónemek kisebb járulékkerhet rónak a vállalkozásokra, ám a kisebb érdeklődés miatt itt kieső bevételek is kisebbek lesznek, ami végső soron az előirányzatnál magasabb bevétellel jár.

A bevételi oldalon még érdemes megemlíteni, hogy a nyár elején elfogadott új adónem, a reklámadó már 2014-ben terheli a vállalkozásokat, ám hatása költségvetési szempontból nem jelentős: éves szinten legfeljebb 10 milliárd forintos bevételt jelent. Másrészt érdemes még szót ejteni a frekvenciahasználati díjakról: a Kormány a költségvetési törvényben 125 milliárd forintban rögzítette a mobilfrekvenciák idei kiosztásából befolyó bevételek mértékét. A májusban meghirdetett pályázat ugyanakkor már csak 104 milliárd forinttal számol, ezért itt látunk egy 20 milliárd forintos potenciális bevételkiesést. Összességében a gazdálkodói befizetések, a fogyasztási típusú adók okozta kiesést képes kompenzálni a lakossági befizetésekől és járulékokból befolyó többletbevétel, ezért véleményünk szerint az adóbevételek oldaláról egy közel 100 milliárd forintos bevételi többlet várható 2014-ben.

A kiadási oldalon is látható néhány olyan tétel, amelynél eltérés látszik az előirányzatokhoz képest. A lakástámogatások soron egy kisebb, a GDP 0,1 százalékára rúgó megtakarítás nem kizárt. Közel hasonló volumenű megtakarítás látszik a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alapnál is. Itt részben a családi támogatások és a korhatár alatti ellátások esetén is megtakarítás körvonalazódik. A Nemzeti Foglalkoztatási Alapnál ugyanakkor egy, az előbbi kettő összegével nagyjából megegyező kiadástöbblettel számolunk. Ennek oka, hogy idén várhatóan fenntartják a téli közmunkaprogramokban részt vevő 200 ezer fő foglalkoztatását. A nagy társadalombiztosítási alapok esetén nem látszanak feszültségek. Jelentős bizonytalanság mellett ugyan, ám feltehetően egy jelentősebb kiadási többlet keletkezhet a költségvetési szervek nettó kiadásai esetén.

A központi alrendszeren túl még fontos megvizsgálni az önkormányzatok gazdálkodását. Ez a terület korábban jelentős veszélyt jelentett a hiánycélok teljesítése szempontjából, de az

önkormányzati gazdálkodás átszervezése és az adósságkonszolidáció után a kockázatok jelentősen mérséklődtek. Idén az első két negyedévben folytatódtak a kedvező folyamatok, egyelőre kockázatok nem láthatók – legalábbis a Magyar Nemzeti Bank által publikált államháztartási pénzügyi számlák alapján. 2014 elejétől az uniós irányelveknek megfelelően a tagállamok kötelesek közölni az önkormányzatok pénzforgalmi egyenlegének negyedéves alakulását is. Ezek alapján 2014 első negyedévében az önkormányzatok 125 milliárd forintos, a GDP 0,4 százalékára rúgó többletet értek el. A többlet a teljes államháztartás szempontjából kedvező hír, ugyanakkor ezt az adatot fenntartásokkal kell kezelni. Egyrészt ezek nem konszolidált adatok, nincsenek kiszűrve a központi alrendszerrel fennálló kapcsolatokról, másrészt az első negyedévekben csak a bevételek és kiadások időarányosnál kisebb része teljesül, így az első három hónap adataiból egyelőre nehéz következtetéseket leszűrni a teljes évre vonatkozóan. Összességében egyelőre úgy véljük, hogy nincs veszélyben a költségvetési törvényben szereplő előirányzat, ami a GDP arányában 0,1 százalékos többlettel számol.

A Kormány a nyár folyamán egy hozzávetőlegesen 110 milliárd forintra rúgó zárolásról döntött. Varga Mihály nemzetgazdasági miniszter érvelése szerint költségvetési biztonsági szempontok miatt döntöttek a zárolás mellett, a költségvetés az eredeti terveknek megfelelően halad. Néhány évközi döntéssel indokolta a zárolásokat: a közmunkaprogramok erősítése; egyes, közszolgáltatást végző cégek megvásárlása; illetve egyes uniós ügyek, melynek során néhány esetben átmenetileg Magyarországnak kell finanszíroznia a programokat. Amennyiben a makrogazdasági és államháztartási folyamatok megfelelően alakulnak, akkor elképzelhető, hogy az év vége felé felszabadítható a zárolt összeg, illetve annak egy része. A központi költségvetés szerveinek és a társadalombiztosítás alapjainak közel 40 milliárd forintos zárolással kell szembesülniük, az elkülönített pénzalapoknak pedig bő 15 milliárd forintot kell megtakarítaniuk. Utóbbiak esetében a Nemzeti Foglalkoztatási Alapot és a Kutatási és Technológiai Innovációs Alapot érinti leginkább az intézkedés. A Miniszterelnökséghez tartozó tartalékból, a Rendkívüli kormányzati intézkedések soron 20 milliárd forintos megtakarítást irányoztak elő. A Beruházási Alapot közel 35 milliárd forint értékben érinti a zárolás. A határozat szerint számos beruházást felmentettek a zárolás alól, amelyeket viszont nem, azok esetén sem várható a fejlesztések leállítása, hanem egyelőre a 2015-re való elcsúsztatás van napirenden. A zároláson felül még van egy eszköz a kormányzat kezében, amellyel kezelni tudja az esetleges költségvetési elcsúszásokat, ez pedig az Országvédelmi Alap, azaz a tartalék. Ennek mértéke 100 milliárd forint, amellyel úgy számolunk előrejelzésünkben, hogy nem költik el, azaz ezt teljes mértékben a kockázatok fedezésére lehet felhasználni.

Fontos megemlíteni, hogy a magyar állam idén néhány vállalatban részesedést vásárolt, amit figyelembe kell venni a pénzforgalmi hiány és az államadósság számításánál is. Ezek nagyrészt közműszolgáltatók – Antenna Hungária, Magyar Gáz Tranzit Zrt., AVE

Magyarország Kft., Főgáz Zrt. –, illetve az MKB Bank. Ezekre az eszközökre összesen 169 milliárd forintot költött a költségvetés, ami a GDP-nek hozzávetőlegesen 0,5 százaléka.

A fentieket összegezve felvázolhatjuk, hogy az előirányzathoz képest mekkora eltérést látunk a költségvetés idei teljesülését illetően. A bevételi oldalon található közel 100 milliárd forintos többlet és a kiadásoknál található hasonló méretű kiadási többlet nagyjából ellentételezik egymást. A zárolások és a tartalékok ugyanakkor egy 200 milliárd forintot meghaladó mozgásteret biztosítanak a kormányzat számára.

4. TÁBLÁZAT: A 2014. ÉVI KÖLTSÉGVETÉS KOCKÁZATAINAK LEVEZETÉSE (ESA-EGYENLEG)

Bevételi oldal	Mrd Ft	GDP arányában
Gazdálkodói befizetések	-30	-0,1%
Fogyasztási típusú adók	-130	-0,4%
Lakossági befizetések	100	0,3%
Járulékok	180	0,6%
Egyéb (reklámadó, frekvenciadíj)	-15	0,0%
<b>Összesen bevételi kockázat</b>	<b>105</b>	<b>0,3%</b>
Kiadási oldal		
Költségvetési szervek kiadásai és szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok	-100	-0,3%
Lakásépítési támogatások	20	0,1%
Munka	-50	-0,2%
Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap	20	0,1%
<b>Összes kiadási kockázat</b>	<b>-110</b>	<b>-0,4%</b>
Bejelentések		
Zárolások	110	0,4%
Országvédelmi Alap	100	0,3%
ESA-híd	-60	-0,2%
<b>Összesen</b>	<b>145</b>	<b>0,5%</b>

Forrás: Századvég-számítás

Amennyiben az uniós módszertan szerinti ESA-egyenleget számítjuk, akkor az egyenleg a vártnál, azaz az eredeti 2,9 százalékos hiánycélnál a GDP 0,5 százalékaival lehet kedvezőbb. Amennyiben viszont az államadósság alakulását vizsgáljuk, akkor a pénzforgalmi hiány nagysága a kérdéses. Ebben az esetben az államháztartási hiány némileg meghaladja előrejelzésünk szerint a 900 milliárd forintot, azaz a GDP 3 százalékára rúghat idén.

A magyar szabályozás értelmében akkor teljesül az államadósságra vonatkozó előírás, ha az előző évhez képest a GDP-arányos államadósság-ráta csökken, változatlan árfolyam mellett. Alapul véve intézetünk idei GDP- és inflációs előrejelzését, illetve az előbb bemutatott deficitprognózist, számításaink szerint a 2014. évi év végi államadósság 78 százalékra csökkenhet változatlan forint/euró árfolyam mellett a 2013. évi 79,2 százalék után. Amennyiben az árfolyam változatlanságának feltételezésével nem élünk, akkor az

államadósság mértéke nő, 79,5 százalékra. Ennek fő oka, hogy a 2013. év végi 297 forintos euróárfolyamhoz képest az idei negyedik negyedévben ennél rosszabb, 311,5 forintos euróval számolunk.

Tavaly év végén a kincstári egységes számla<sup>10</sup> állománya jelentős mértékben csökkent a korábbi hónapokhoz képest: 752 milliárd forintot tett ki, holott 2013-ban átlagosan 1400 milliárd forint felett tartózkodott. A KESZ-állomány ilyen alacsony utoljára a 2008 előtti időszakban volt. Az államadósság tavalyi csökkenése (2012-es 79,8 százalékról) részben azzal magyarázható, hogy a KESZ-állomány jelentősen csökkent, 2012. decemberi 1378 milliárd forintról 752 milliárd forintra. Jelenleg a KESZ-állomány magas, júliusban 2100 milliárd forint felett tartózkodott. Amennyiben az előrejelzésünk szerint nőne az államadósság, akkor a csökkenő államadósság érdekében a KESZ-állományt 2014 decemberében további 120 milliárd forinttal kell csökkenteni a 2013. év végi állományhoz képest.

A 2015. évi költségvetésitörvény-javaslat feltehetően csak októberben lesz nyilvános, várhatóan ekkor nyújtja be azt a Kormány az Országgyűlésnek. Ennek hiányában a 2014. évi költségvetési előrejelzésünkéből mint bázisból kiindulva technikai kivetítést tudunk készíteni a 2015. évre vonatkozóan. Várakozásunk szerint a jövő évi hiány 2,7 százalék lehet, ami egy tizeddel kedvezőbb, mint a konvergenciaprogramban felvázolt 2,8 százalék. A központi alrendszer konszolidált bevételei nominálisan 3,2, reálértelemben 0,9 százalékkal nőhetnek a 2014 évi előrejelzésünkhöz képest. Az adócentralizáció, azaz összes adó- és járulékbévételek GDP-arányos nagysága a 2014. évi 37,1-ről 36,8 százalékra csökkenhet 2015-ben, hiszen a GDP nominális növekedése meghaladja az adóbevételek növekedését. A konszolidált kiadások 1,6 százalékkal bővíthetnek 2015-ben idénhez képest, ami változatlan áron 0,8 százalékos csökkenésnek felel meg. A központi alrendszer összes konszolidált kiadása 40,7 százalékra csökken a GDP arányában a 2014. évi előre jelzett 42,2 százalékról.

### *Adósságfinanszírozás*

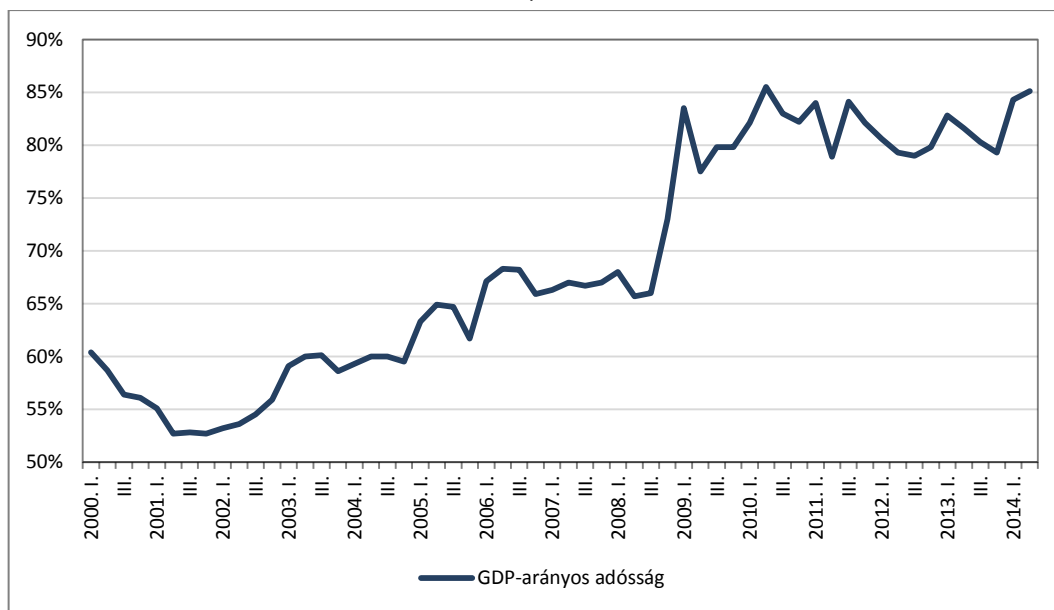
Az idei év második negyedévében az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 25 432 milliárd forint volt, ami a GDP 85,1 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 80,3 és a december végi 79,3 százalék után. Az adósságot 434 milliárd forint nettó hitelfelvétel és 65 milliárd forint árfolyamveszteség növelte a második negyedévben. Az adósságot ideiglenesen növeli a március végén kibocsátott 3 milliárd dollár összegű devizakötvény, amely a júliusi és a novemberi devizalejáratokat finanszírozza, így éves szinten nem emeli az adósságot. Ezenfelül az adósságállomány forintban kimutatott értékének növekedését magyarázza a tavaly év végi 296,91 HUF/EUR árfolyamtól június végén jelentősen gyengébb devizaárfolyam (315,28 HUF/EUR) is. Várható, hogy az év

<sup>10</sup> A Magyar Államkincstárnak az MNB-nél lévő számláját nevezzük KESZ-nek, amely az állam pénzmozgásainak lebonyolítására szolgál.

második felében jelentősebb devizakötvény-előtörlesztés lesz, továbbá lejár 3 milliárd euró értékű devizakötvény is.

Véleményünk szerint a csökkenő hozamkörnyezet mellett, valamint a jelenleg – a geopolitikai feszültségek ellenére – kedvező nemzetközi környezet hatására a forint árfolyama tartósan viszonylag stabil maradhat, így a magas devizaarány ellenére sem várjuk az adósságráta jelentősebb növekedését. Az előző év végi rátánál alacsonyabb mutató eléréséhez azonban már jelentősebb előtörlesztésre és/vagy erősebb forintárfolyamra lenne szükség.

25. ÁBRA: BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

A Fed a nyár folyamán folytatta eszközvásárlási programjának szűkítését, és két lépésben 45-ről 25 milliárd dollárra mérsékelte az összeget. Ebből a keretből 10 milliárd fordítható jelzálog-fedezetű értékpapírokra és 15 milliárd államkötvényekre. Ha ez az ütem fennmarad, úgy összre teljesen megszűnik a Fed mennyiségi lazítása, ugyanakkor az EKB szeptemberi döntése értelmében a kereskedelmi bankokra érvényes negatív betéti kamatok miatt a bankok pótlólagos likviditással rendelkeznek majd, így globálisan fennmarad a kedvező likviditásbőség.

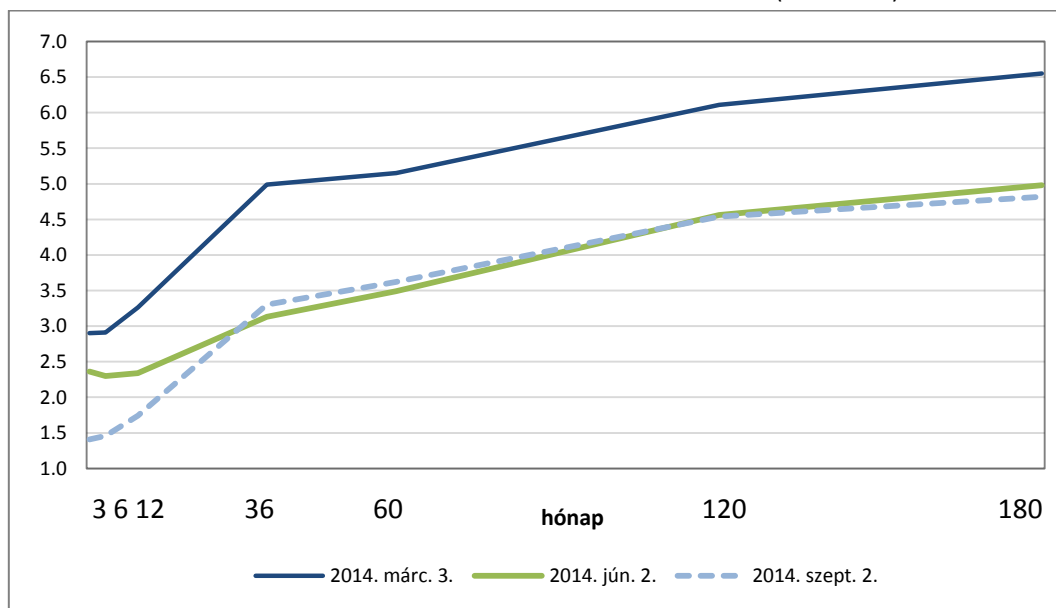
Az 5 éves magyar CDS értéke 195 bázispontos kezdő május végi értékéről 165 bázisponton zárta 2014 augusztusát. Lengyelországban és Csehországban alacsonyabb bázisról mérsékeltén változott a CDS értéke az elmúlt három hónapban, előbbiben 4 bázisponttal nőtt, míg utóbbiban 7 bázisponttal csökkent. A forint árfolyama jelentősen gyengült az elmúlt időszakban: egy euró 315, egy svájci frank 261, míg egy dollár 239 forintba került augusztus végén. Kitekintve a régióra: a cseh korona és a lengyel zloty esetében az árfolyamok 1–2 százalékot gyengültek az euróval szemben a vizsgált időszakban.



Az állampapír-piaci aukciókon elért magyar hozamok is követték a globális piacok mozgásait. A diszkontkincstárjegyeknél és az államkötvényeknél is megfigyelhető volt, hogy folyamatosan mérséklődtek a hozamok. Összességében a rövid lejáratú papírok hozamai nagyobb mértékben (65–99 bázisponttal) csökkentek, míg a hosszabb lejáratú értékpapírok (3–10 év) esetében 18–27 bázispont közötti csökkenés volt megfigyelhető. Mind a diszkontkincstárjegyek, mind az állampapírok kibocsátása során előfordult olyan eset, amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak hat alkalommal (ötször államkötvény-aukció, egyszer pedig a diszkontkincstárjegy-kibocsátásnál), összességében azonban mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a június–augusztus időszakban.

A másodpiaci hozamgörbe június elejéhez képest szeptember elejére jelentősen módosult. Az összesen 30 bázispontos kamatvágás és a kedvező nemzetközi pénzügyi piaci hangulat miatt jelentősen csökkentek a hozamok a hozamgörbe rövid végén, míg kisebb mértékben ugyan, de a hosszú végén is hasonló folyamat volt megfigyelhető. A 3 és 5 éves futamidőnél azonban a hozam emelkedését regisztrálták. A hozamgörbe rövid végén 60 és 95 bázispont között estek a hozamok, míg a hosszabb futamidők esetében 2 és 16 bázispont közötti volt a zsigorodás. A 3 évesnél 17, míg az 5 éves állampapíroknál 13 bázispontot tett ki az emelkedés. A jegybank 2014 júliusában 20 bázisponttal, 2,1 százalékra vágta a jegybanki alapkamatot, és bejelentette a kamatvágási ciklus végét. Az, hogy a hozamgörbe rövid vége tartósan a kamatvágás vége óta eltelt időszak folyamán e kamatszint alatt maradt (36–69 bázisponttal), a nagy likviditásbőségnek tudható be. A külföldi piaci szereplők mellett ugyanis a hazai intézményi befektetők és befektetési alapok is megjelentek (mivel ők sem tarthatnak jegybanki betéteket).

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



Forrás: ÁKK Zrt.



A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. Továbbá a jegybank megváltoztatta a kéthetes kötvény vásárlóinak körét, és augusztus 1-jétől ismét kéthetes betétet alkalmaz, amelyet külföldiek nem vásárolhatnak. A jegybank a külföldiek által hazai kéthetes betétben tartott állományt közel 800 milliárd forintra becsülte, amely megjelenhet a hazai állampapírpiacra. Ez nem történt meg, mivel a külföldiek által tartott állampapír-állomány még csökkent is (az áprilisi bejelentéstől számítva 4798-ról július végére 4765 milliárd forintra). A külföldiek zömében valószínűleg hazai bankok segítségével, felárral jutottak kéthetes betétbe, továbbá kisebb részben átkonvertálták forintjukat. A cél továbbá ezzel az államadósság devizaarányának csökkentése, amely egy esetlegesen gyengülő forint esetében sem emeli meg drasztikusan a GDP-arányos bruttó államadósságot. 2014 júliusának végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 2211 milliárd forintra emelkedett. Az államadósság devizaaránya kismértékben csökkent, az április végi 42 százalék után július végén 40 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. 2014. március vége óta az MNB devizatartalékai stagnáltak, és június végén 36 080 millió eurót tettek ki. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz jegybanki tartalékai (markánsan) magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei devizában. A jövő tavaszra tervezett devizahitelek forintosítása (hozzávetőlegesen 3 milliárd euró) és az ősszel lejáró, devizában denominált források meg nem újítása, továbbá az esetleges előtörlesztések devizában negatív hatással lehetnek a devizatartalékok szintjére.

## Külső egyensúly

A fizetési mérleg adatközlésében az MNB 2014 I. negyedévéől, első alkalommal új módszertant használ. A fizetésimérleg-statisztikák elmúlt években megújított nemzetközi módszertani szabványainak (Balance of Payments and International Investment Position Manual 6th Edition – BPM6) bevezetésére az EU tagországaiban egységesen 2014-ben kerül sor.<sup>11</sup> Az MNB 2014. első negyedévére vonatkozóan már közölt adatokat e módszertan szerint. Az új módszertan alapján 2013-ig visszamenőleg revideálták és publikálták az adatokat. Emiatt a táblázat csak 2013 I. negyedévéig tartalmaz korábbi értékeket. A visszamenőleg módosított, hosszú idősoros adatok közlésére 2014. szeptember 23-án kerül sor. A következő tanulmányunkban így már a hosszabb idősor is elérhető és elemezhető lesz.

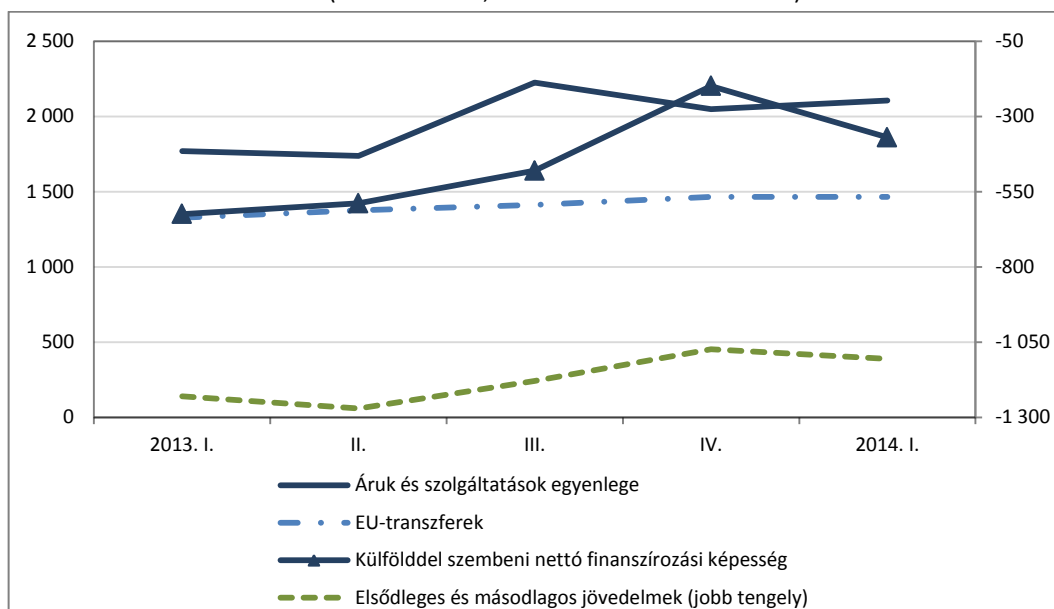
Az új módszertan szerint az MNB szezonálisan kiigazított adatokat egyelőre a folyó fizetési mérlegre nem közöl, csak az egyes részeire. Az áruk és szolgáltatások egyenlege alig változott

<sup>11</sup> A módszertani változás részleteiről bővebben:

[www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu\\_statkozlemeny/mnbhu\\_fizetesi\\_merleg/BPM6\\_FIZM\\_2014\\_Q1.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu_statkozlemeny/mnbhu_fizetesi_merleg/BPM6_FIZM_2014_Q1.pdf).

az előző negyedévhez képest: 57 millióval, 2106 millió euróra nőtt. Az elsődleges és másodlagos jövedelmek negatív egyenlege kismértékben, 32 millióval, 1106 millió euróra bővült.

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



Forrás: MNB

Az EU-transzferek beáramlása 1466 millió eurónak felelt meg az idei év első három hónapjában, ami megközelítőleg egyezik 2013 IV. negyedévének 1418 millió eurót kitevő egyenlegével. A folyó és tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség kismértékben csökkent, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 1861 millió eurót tett ki, ami a GDP 7,6 százaléka.

A közvetlentőke-befektetések alakulását figyelve 2014 I. negyedévében a magyarok külföldi befektetései összességében 596 millió euróval (amelyből 312 millió euró átfolyó tőke és eszközportfólió-átrendezés), míg a külföldiek magyarországi befektetései 1232 millió euróval nőttek (ebből szintén 312 millió euró volt az átfolyó tőke és az eszközportfólió-átrendezés). A közvetlen tőkebefektetések külföldön kategórián belül a részvénybefektetések 2014 első három hónapjában 382 millió euróval nőttek, amelyből 312 millió euró átfolyó tőke volt. Az újra befektetett jövedelmek ugyanakkor 213 millió euróval növelték a külföldi befektetések értékét. Az egyéb tőkemozgások egyenlege 1 millió euró nettó követelésnövekedést mutat. A külföldiek magyarországi befektetéseinél a részvénybefektetések értéke 2014 I. negyedévében 355 millió euróval nőtt, amelyből 312 millió euró volt átfolyó tőke és eszközportfólió-átrendezés. Az újra befektetett jövedelmek további 669 millió euróval növelték a külföldiek befektetéseinek értékét. Az egyéb tőkemozgások egyenlege 208 millió euró nettó tartozásnövekedés volt.

A portfólióbefektetések egyenlege 2014 I. negyedében összességében 903 millió forrásbeáramlást mutatott, amely mögött a követelések 162 millió eurós és a tartozások 1064 millió eurós növekedése áll. A követeléseken belül a részesedések és befektetési jegyek csökkenése 115 millió euró volt, ugyanakkor a hitelviszonyt megtestesítő értékpapíroknál 1180 millió euró a növekedés.

Az egyéb befektetések egyenlege 2014. január–márciusban összességében 446 millió euró forráskiáramlást mutatott, amely mögött a követelések 239 millió eurós és a tartozások 685 millió eurós csökkenése áll. A nettó egyéb részesedéskövetelések 23 millió, az egy évnél nem hosszabb nettó követelések 120 millió, az éven belüli nettó követelések 303 millió euróval nőttek.

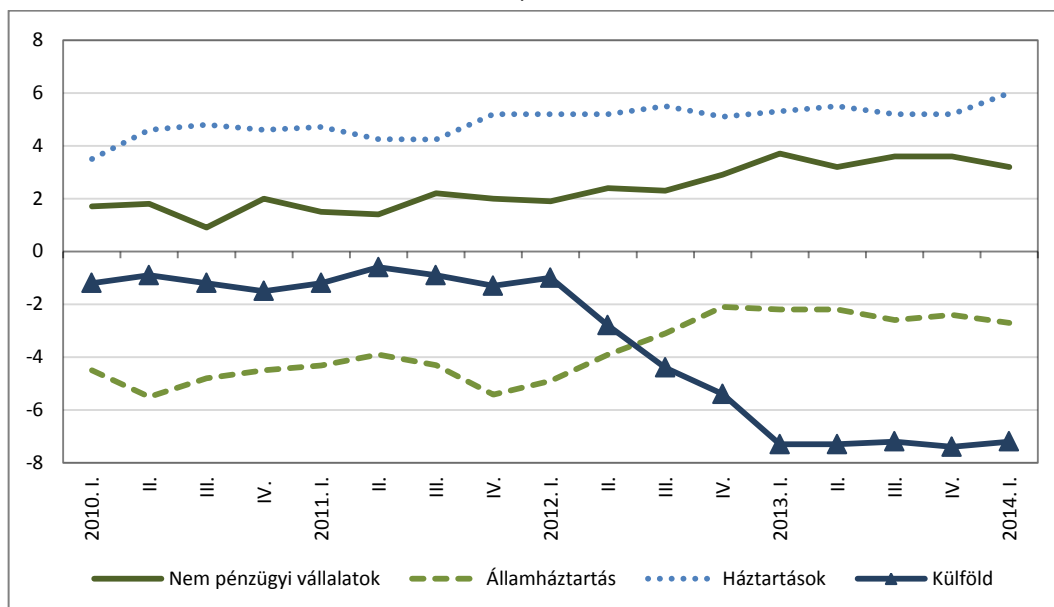
Az államháztartás 2014. március 18-án csaknem ötszörös túljegyzés mellett bocsátott ki 1 milliárd dollár értékben ötéves és 2 milliárd dollárért tízéves államkötvényt. A 4 százalékos fix kamatozású ötéves papír kamatfelára 260, az 5,375 százalékos kuponnal eladott tízévesé 287,5 bázisponttal haladja meg a hasonló futamidejű amerikai államkötvény hozamát. Januárban járt le egy 1 milliárd euró névértékű tízéves kötvény. A nemzetközi tartalékok így 2416 millió euróval növekedtek 2014 I. negyedében, amely növekmény a sikeres dollárkötvény-kibocsátás mellett EU-s transfereknek is köszönhető. Az előző negyedéves tendenciákhoz hasonlóan folytatódott a nemzetgazdaság bruttó adósságállományának kismértékű növekedése. 2014 I. negyedévének végére 88,1 milliárd eurónak felelt meg ez a mutató, ami 0,2 milliárd euróval magasabb az előző negyedévi adatnál. Azonban, ha az előző év első negyedéves adatával vetjük össze, akkor jelentős, 5,9 milliárd eurós csökkenés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 7,2 százalékát tette ki a 2014 első negyedével záruló elmúlt egy évben, ami 0,2 százalékpontos csökkenést jelent a 2013 negyedik negyedével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2014 január–márciusában az államháztartás finanszírozási igénye 0,3 százalékponttal, a GDP 2,7 százalékára nőtt, miközben a háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 0,8 százalékponttal, 6 százalékra emelkedett, és a vállalatok pénzügyi megtakarítása 0,4 százalékponttal, a GDP 3,2 százalékára mérséklődött. Az államháztartás adósságát mind a forint árfolyamának 3,4 százalékos gyengülése, mind pedig a nettó hitelfelvétel növelte. Az alacsony és folyamatosan csökkenő kamatkörnyezetben a lakosság vagyonát növelte a befektetési jegyek, valamint a rövid lejáratú állampapírok vásárlása, miközben csökkentek a banki betétek. A kötelezettségek csökkenését a lakossági hitelállomány folytatólagos leépítése és az egyéb tartozások rendezése magyarázza.

A külföldiek a pénzügyi eszközeik közül a hitelintézeteknél elhelyezett betéteiket, a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat, a hazai vállalatokban meglévő részesedéseiket, valamint az egyéb követeléseiket növelték, eközben hitelezési aktivitásukat jelentősen

visszafogták. A kötelezettségek közül számottevő növekedés volt tapasztalható a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, a rövid lejáratú hitelek, valamint az egyéb tartozások esetében.

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



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

Legfrissebb előrejelzésünk szerint növekedést várunk mind az export, mind az import volumenét tekintve, utóbbi üteme azonban tartósan magasabban alakul. Ebből fakadóan úgy idén, mint jövőre, egyaránt csökken a reálgazdaság pozitív hozzájárulása a nettó finanszírozási képességhez. A jövedelemkiáramlás a javuló gazdasági kilátásokkal és a külföldi vállalatok profitabilitásának javulásával összhangban erős marad az előrejelzési horizonton. Mértéke ugyanakkor GDP-arányosan csökkenhet, és jövőre ez a szint fennmaradhat, melynek oka a külfölddel szembeni adósság csökkenése és az államadósság hazai finanszírozásának („önfinanszírozás”) felfutása, mivel így a kamatkidás belföldön marad. 2014-ben még magas szintű EU-transzferekkel, jövőre csökkenő mértékű forrásbeáramlással számolunk, párhuzamosan az előző tervezési időszak lejártával.<sup>12</sup> Mindezen hatások eredményeként a 2014. évre 6,8 százalékos, GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, míg 2015-ben a mutató 6,0 százalékon állhat.<sup>13</sup>

<sup>12</sup> Az Európai Bizottság automatikusan visszavonja a költségvetési kötelezettségvállalás bármely részét, amelyet nem használtak fel, vagy amelyre a programra vonatkozó költségvetési kötelezettségvállalást követő második év végéig (n+2) nem küldtek kifizetési kérelmet.

<sup>13</sup> Szeptemberi előrejelzésünk az MNB módszertani váltása miatt nem hasonlítható össze a júniusi prognózisunkkal.

## 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	3,5	3,9	3,1	2,7	3,3	2,1	2,1	2,5	3,0	2,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	0,2	1,7	2,2	3,0	2,6	2,4	2,7	2,5	2,5	2,3	2,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,8	15,3	16,8	12,6	8,5	13,3	5,7	2,8	4,6	6,5	4,9
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,3	7,6	6,7	4,4	3,7	5,6	3,8	4,7	7,1	9,2	6,2
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,3	7,7	7,3	7,2	6,5	7,2	4,9	5,4	8,0	9,9	7,0
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	7,0	1,9	1,4	1,3	1,1	5,7	1,7	1,3	1,2	1,1	5,4
Fogyasztóiár-index (%)	1,7	0,0	-0,3	0,2	0,8	0,2	1,7	2,1	2,6	3,0	2,4
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	3,00	2,60	2,30	2,10	2,10	2,10	2,10	2,25	2,50	3,00	3,00
Munkanélküliségi ráta (%)*	10,2	7,4	8,1	8,1	7,9	7,9	8,3	8,2	8,2	8,1	8,2
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,4	2,8	3,7	3,2	3,3	3,3	4,3	4,4	4,9	5,7	4,8
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában**	3,1	-	-	-	-	3,1	-	-	-	-	2,8
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában**	6,8	-	-	-	-	6,8	-	-	-	-	6,0
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,2	-	-	-	-	-2,4	-	-	-	-	-2,7
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	0,9	2,0	1,6	1,6	1,7	1,7	1,9	2,4	2,4	2,3	2,2

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. \*\* Új MNB-módszertan szerint számítva. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

6. TÁBLÁZAT: AZ ELŐREJELZÉS VÁLTOZÁSA AZ ELŐZŐ NEGYEDÉVHEZ KÉPEST

	2014.			2015.		
	június	szeptember	változás	június	szeptember	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,1	3,3	+0,2	2,7	2,4	-0,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	2,3	2,4	+0,1	2,4	2,5	+0,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	8,2	13,3	+5,1	5,1	4,9	-0,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,8	5,6	-0,2	6,0	6,2	+0,2
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,5	7,2	+0,7	6,7	7,0	+0,3
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,9	5,7	-1,2	6,9	5,4	-1,5
Fogyasztóiár-index (%)	0,4	0,2	-0,2	2,6	2,4	-0,2
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	2,00	2,10	+0,10	3,00	3,00	0,00
Munkanélküliségi ráta (%)*	8,1	7,9	-0,2	8,3	8,2	-0,1
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	2,6	3,3	+0,6	4,9	4,8	-0,1
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában**	3,4	3,1	-	3,2	2,8	-
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában**	7,1	6,8	-	6,3	6,0	-
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,5	-2,4	+0,1	-2,9	-2,7	+0,2
GDP-alapon számított külső kereslet*	1,9	1,7	-0,2	2,3	2,2	0,0

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. \*\* Az MNB módszertani váltása miatt a változás nem értelmezhető. Forrás: Századvég-számítás