



Makrogazdasági monitor és konjunktúraelemzés

2014. június

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

A jelentést Virovác Péter kutatásicsoport-vezető szerkesztette.
A jelentés egyes részeit készítették: Ádám János, Ballér Kata, Cseh András, Isépy Tamás és Virovác Péter.
A felhasznált adatbázis június 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

Vezetői összefoglaló	1
Nemzetközi kitekintés	5
A globális konjunktúra alakulása	5
Munkaerőpiac	8
Pénzügyi folyamatok.....	10
Az infláció alakulása	13
Monetáris kondíciók alakulása	15
Fiskális politika	16
A hazai gazdaság jelenlegi helyzete és várható pályája	19
<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
Az egyensúlyi helyzet elemzése és várható alakulása	45
<i>Fiskális politika</i>	<i>46</i>
Adósságfinanszírozás	49
<i>Külső egyensúly</i>	<i>51</i>
Táblázatok	55

Vezetői összefoglaló

Az Európai Unió gazdasága év/év alapon folytatta növekedését 2014 első negyedévében, de a negyedéves mutató lassuló dinamikára utal. Az USA bővülését a rendkívüli téli időjárás hátráltatta január és március között, aminek következtében a negyedéves mutató visszaesést tükrözött. Az unió munkaerőpiacán csillapodott a válság, a gazdasági növekedés lassú helyreállása idén segíthet stabilizálni a munkaerőpiacokat. Az infláció eközben nem tudott érdemben elmozdulni öt éves mélypontjáról. A nemzetközi likviditásszűkülés, valamint az ukrán–orosz válság érdemben nem érezte hatását a pénzpiacokon. Az EKB júniusban 10 bázisponttal, 0,15 százalékra csökkentette az irányadó kamatot, és az egynapos betéti ráta -0,1 százalékra módosult. Továbbá a bank egyéb, nem konvencionális eszközök bevezetésével is támogatja az övezet gazdaságélénkítését. Eközben az Egyesült Államok jegybankja áprilisban ismét csökkentette az eszközvásárlási programjának méretét, ami jelenleg 45 milliárd dolláron áll. Az eurózóna GDP-arányos államadóssága idén tetőzik, a fiskális kiigazítás hatására 2014-ben az unió és az övezet esetében is 3 százalék alatti hiány várható. A Kongresszusi Költségvetési Hivatal becslései szerint az USA költségvetési hiányának csökkenő trendje – az automatikus kiadáscsökkentési sorozat ellenére – jövőre megszűnik.

A magyar gazdaság növekedése 2014 I. negyedévében folytatódott, sőt várakozáson felüli, kiugró teljesítményt nyújtott. Az éves bázison regisztrált 3,5 százalékos növekedés az Európai Unió egyik legmagasabb rátája volt, míg hazai viszonylatban nyolcéves csúcsnak számít. A növekedési pálya továbbra is kiegyensúlyozott, ám az előző negyedévhez képest a hangsúly a belső tétel irányába tolódott el. Az export és az import közel azonos ütemben bővült, amit rendre a javuló külpiaci teljesítmény és a fokozódó belső kereslet vezérelt. A külkereskedelem aktívuma bővült az első negyedévben, a nettó export így 0,5 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét. Az egész gazdaság és így a belföldi felhasználás motorja a bruttó állóeszköz-felhalmozás volt: a 13 százalékot is meghaladó év/év növekedést már a versenyszféra vezérelte. Az állami beruházások bővülését továbbra is az uniós forrásokból megvalósuló, országszerte zajló infrastrukturális beruházások segítették. A foglalkoztatás és a reálbérek növekedésének hatására a rendelkezésre álló jövedelem bővült, így a háztartások fogyasztási kiadása 1,5 százalékkal emelkedett az első negyedévben. A fogyasztásbővülést azonban még mindig visszafogja az óvatossági megtakarítás és az adósságállomány folyamatos leépítése. A belföldi felhasználás együttesen 3 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. Termelői oldalról is a kiegyensúlyozottság jellemezte az első háromhavi növekedést. A mezőgazdaság kivételével, ahol a bázishatás miatt közel 6 százalékkal zsugorodott a hozzáadott érték, a meghatározó nemzetgazdasági ágak növekedni tudtak. Az építőipar volumene 25 százalékkal bővült, köszönhetően az infrastrukturális és kereskedelmi-ipari jellegű építéseknek, de már a

lakásépítés is elmozdult a mélypontról. Az ipar 6,7 százalékos növekedését a járműgyártás és az egyéb kapcsolódó ágazatok exportteljesítménye segítette. Az erősödő belső felhasználás következtében a szolgáltatások teljesítménye is fokozódott, 1,5 százalékos növekedést regisztráltak.

Az aktivitás és a foglalkoztatottság bővülése folytatódott a közmunkaprogramok felfutásának köszönhetően, miközben a munkanélküliség négyéves minimumon volt az idei év elején. A munkakereslet a versenyszférában tovább erősödött. A keresetek dinamikája az alacsonyabb inflációs környezet ellenére viszonylag magas, mivel a munkaerőpiac egyre feszesebb.

A magyar éves bázisú inflációs mutató folytatta másfél éve tartó csökkenését, április óta pedig negatív tartományban tartózkodik, vagyis defláció van. A historikusan nyomott inflációs környezet a szabályozott árak és az inflációs várakozások csökkenésének együttes eredménye, miközben a jelentős kibocsátási rés dezinflációs hatása is érvényesül. Mindezen folyamatok pedig tartósan leSORÍtják a pénzromlási ütemet, amit az élelmiszerárak csökkenése is elősegít. Az elmúlt negyedév folyamán összességében javult a hazai kockázati környezet, amit nem befolyásolt az időszakra jellemző két kedvezőtlen folyamat: egyrészt a Fed két lépésben, 45 milliárd dollárra csökkentette likviditásbővítő csomagját, másrészt az ukrán válság elmélyülni látszik. A régióban mind a CDS-felárak, mind pedig a 10 éves állampapírok hozamai jelentősen csökkentek, a forint erősödött az euróval szemben. Tavasszal is folytatódott a jegybank kamatvágási ciklusa, amelyet a potenciálistól elmaradó gazdasági teljesítmény és az alacsony infláció indokol. A kamatvágásokkal összhangban mérséklődtek a forinthitelek kamatai. A vállalatok hitelezésében a Növekedési Hitelprogram második szakasza iránt tavasszal egyre inkább erősödött az érdeklődés. A május 30-ig nyújtott 175 milliárd forintos összeg az 500 milliárdos kerethez képest még alacsonynak tűnik, ugyanakkor a májusban kihelyezett 50 milliárdos hitelösszeg már biztató, és vélhetően az MNB négy újításának tudható be. A kkv-k beruházási forrásainak túlnyomó többségét a hitelprogram biztosítja.

Legfrissebb prognózisunk szerint a magyar gazdaság növekedése 2014–2015-ben dinamikus lesz, melynek elsődleges forrását a belső felhasználás erősödése biztosítja. A külkereskedelmi többlet fennmarad, de az import növekedési üteme már a teljes előrejelzési horizonton meghaladja az exportét. Az idei évben a növekedés motorja a beruházás lesz, míg jövőre a fogyasztás veszi át ezt a szerepet. A Növekedési Hitelprogram második szakasza beindulni látszik, ami segíti a versenyszféra beruházásainak további bővülését. A fogyasztás növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése hajtja. A tartósan kedvező gazdasági kilátások és az alacsony kamatkörnyezet 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 3,1, jövőre 2,7 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

Az előrejelzési horizonton a munkaerő-piaci aktivitás lassuló ütemben, de tovább nőhet. 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, amely jövőre tovább nőhet, köszönhetően a versenyszféra dinamikusabb bérfolyamatainak.

A maginfláció pályáját elsősorban a magyar gazdaság ciklikus pozíciója határozza meg. Legfrissebb becslésünk szerint 2015 után záródik a kibocsátási rés, így a deflációs hatás a teljes előrejelzési horizonton fennmarad. Az árfolyamatot a korábbi költségsokkok bázisba kerülése is lefelé nyomja. A maginfláción kívüli tételek közül a közműdíjcsökkentések árleszorító hatása jelentős marad, így az éves infláció tartósan elmaradhat a maginfláció ütemétől. A korábbi rezsicsökkentések hatása és az újabbak bevezetése 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 emelkedhet. Összességében 2014-ben a fogyasztóiár-index 0,4, míg jövőre 2,6 százalékon állhat.

A nyomott inflációs környezet a támogató piaci hangulattal párosulva lehetőséget biztosít az óvatos kamatcsökkentés folytatására, melynek mélypontját ősszel, 2 százaléknál várjuk. A historikusan alacsony kamat 2014 végén is fennmarad. A monetáris politika inflációs célját figyelembe véve 2015-ben megkezdődik a kamatemelés. A fokozatos és lassú szigorítás hatására 2015 végén 3 százalékon állhat az irányadó ráta.

Az államháztartás első öthavi hiánya ugyan elérte a teljes éves előirányzat 70 százalékát, ennek ellenére tartható az idei költségvetés. Idén a bevételi oldalon az áfabevételek esetén látszik egy jelentős kockázat, de ezt ellensúlyozza, hogy a gazdálkodószervezetek és a lakosság részéről a vártnál több bevétel érkezik az államkasszába. A kiadási oldalon a közmunkaprogramok okozhatnak negatív kockázatot, de megtakarítás keletkezhet a korhatár alatti ellátásoknál és a lakástámogatásoknál. Ezekon túl kockázatot jelenthet még az idei büdzsére a mobilfrekvencia-használati díjak esetleges elmaradása, illetve a takarékszövetkezeti integrációra fordítandó kiadások. A tartalékokkal együtt viszont így is a tervezett 2,9 százaléknál kedvezőbb, 2,5 százalék lehet az államháztartás idei hiánya, amihez hozzájárul az önkormányzati szektor kedvező pozíciója. Az államadósság is csökkenhet, 2014-ben 78,2 százalékot tehet ki a tavalyi 79,2 százalék után.

Magyarország befektetői megítélése összességében javult a tavaszi hónapokban. A Fed eszközvásárlási programjának szűkítése nem éreztette hatását a feltörekvő piacokon. Az EKB júniusi döntése értelmében a kereskedelmi bankokra érvényes negatív betéti kamatok miatt a bankok pótlólagos likviditással rendelkeznek majd, így globálisan fennmarad a kedvező likviditásbőség. A másodpiaci hozamgörbe március elejéhez képest jelentősen lefelé toldott és laposabbá vált. Ez az összesen 30 bázispontos kamatvágás és a kedvező nemzetközi pénzügyi piaci hangulat együttes hatásaként jelentkezett. A piac számít a monetáris lazítás folytatására, mivel a jegybanki alapkamatnál alacsonyabb a másodpiacon a 3 hónapos

diszkontkincstárjegy hozama. A jegybanki devizatartalékok szintje elsősorban a 3 milliárd dolláros kötvénykibocsátás hatására 36 milliárd euróra növekedett.

A folyó fizetési mérleg továbbra is pozitív egyenlege 2013 IV. negyedévében enyhe csökkenést mutatott az előző negyedévhez képest, elsősorban az áruforgalmi többlet csökkenése miatt. A jövedelemkiáramlás mértéke érdemben nem változott. A tőkemérleg egyenlege az előző negyedévhez képest jelentős mértékben emelkedett a IV. negyedévben. Az EU-transzferek beáramlása szintén meghaladja az előző háromhavi időszakban regisztrált összeget. Összességében az ország nettó finanszírozási képessége jelentősen javult az előző negyedévhez képest: 7-ről 7,7 százalékra nőtt a GDP-arányos mutató. A pénzügyi mérleg egyenlege ismét forrásbeáramlást mutatott, amely két negyedévnyi jelentős mértékű forráskiáramlás után következett be. Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben a reálgazdasági aktívum szerepének enyhe 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 2014. évre 7,1 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk, míg 2015-ben 6,3 százalékon állhat a mutató.

1. TÁBLÁZAT: A FŐBB MAKROGAZDASÁGI VÁLTOZÓK VÁRHATÓ ALAKULÁSA

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

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Nemzetközi kitekintés

Az Európai Unió gazdasága év/év alapon folytatta növekedését 2014 első negyedévében, de a negyedéves mutató lassuló dinamikára utal. Az USA bővülését a rendkívüli téli időjárás hátráltatta január és március között, aminek következtében a negyedéves mutató visszaesést tükrözött. Az unió munkaerőpiacán csillapodott a válság, a gazdasági növekedés lassú helyreállása idén segíthet stabilizálni a munkaerőpiacokat. Az infláció eközben nem tudott érdemben elmozdulni ötéves mélypontjáról. A nemzetközi likviditásszűkülés, valamint az ukrán–orosz válság érdemben nem érezte hatását a pénzpiacokon. Az EKB júniusban 10 bázisponttal, 0,15 százalékra csökkentette az irányadó kamatot, és az egynapos betéti ráta -0,1 százalékra módosult. Továbbá a bank egyéb, nem konvencionális eszközök bevezetésével is támogatja az övezet gazdaságélénkítését. Eközben az Egyesült Államok jegybankja áprilisban ismét csökkentette az eszközvásárlási programjának méretét, ami jelenleg 45 milliárd dolláron áll. Az eurózóna GDP-arányos államadóssága idén tetőzik, a fiskális kiigazítás hatására 2014-ben az unió és az övezet esetében is 3 százalék alatti hiány várható. A Kongresszusi Költségvetési Hivatal becslései szerint az USA költségvetési hiányának csökkenő trendje – az automatikus kiadáscsökkentési sorozat ellenére – jövőre megszűnik.

A globális konjunktúra alakulása

Az USA gazdasága 2014 első negyedévében 1 százalékkal zsugorodott az előző időszakban mért 2,6 százalékos negyedéves bázisú évesített mutató után. Az első három hónapban látott csökkenés, ami 2011 óta a legnagyobb visszaesésnek számít, elsősorban az elmúlt évek legrosszabb téli időszakának tulajdonítható, emiatt minden bizonnyal átmeneti jelenségről van szó. Az első negyedévben egyedül a fogyasztás tudott bővülni (3,1 százalékkal), míg a legnagyobb csökkenés a beruházások felől érkezett (11 százalék). A kormányzati kiadások 0,8 százalékkal estek vissza, a nettó export pedig 0,9 százalékponttal csökkentette a GDP növekedését a január–márciusi időszakban.

A japán gazdasági adatok kedvező képet mutatnak 2014 I. negyedévében: a várakozásokat felülmúlva, 2011 óta a legerősebb dinamikával, 1,5 százalékkal növekedett a gazdaság negyedéves bázison. Az év/év index 2,7 százalékos bővülést jelzett, meghaladva az előző negyedévi 2,5 százalékos mutatót. A növekedést elsősorban a fogyasztói és az üzleti kiadások hajtották, ami azonban nagy részben a forgalmi adó áprilisi emelése előtti „kiköltekezésnek” tulajdonítható, így a második negyedévben a növekedés erős fékeződése, akár még enyhe visszaesés is várható. A leértékelődő valuta már érdemben támogatta a kivitelt negyedéves alapon. Az élénkülő belföldi keresletnek köszönhetően a behozatal volumene ennél is gyorsabb ütemben emelkedett, így a nettó export továbbra is visszafogta a gazdaság bővülését az év első három hónapjában.

Az Európai Unió gazdasági teljesítményét tükröző első negyedéves adatok szerint megtorpant a gazdasági növekedés: bár a IV. negyedévben látott 1 százalékos bővülés után az év/év alapú uniós GDP-mutató 1,4 százalékra ugrott az idei év első három hónapjában, a negyedéves mutató lassuló dinamikára utal. Ez a megállapítás az euróövezet esetében is megállja a helyét: az unió és az övezet rendre 0,3 és 0,2 százalékos bővülést jelez az előző időszakban mért 0,4 és 0,3 százalék után.

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

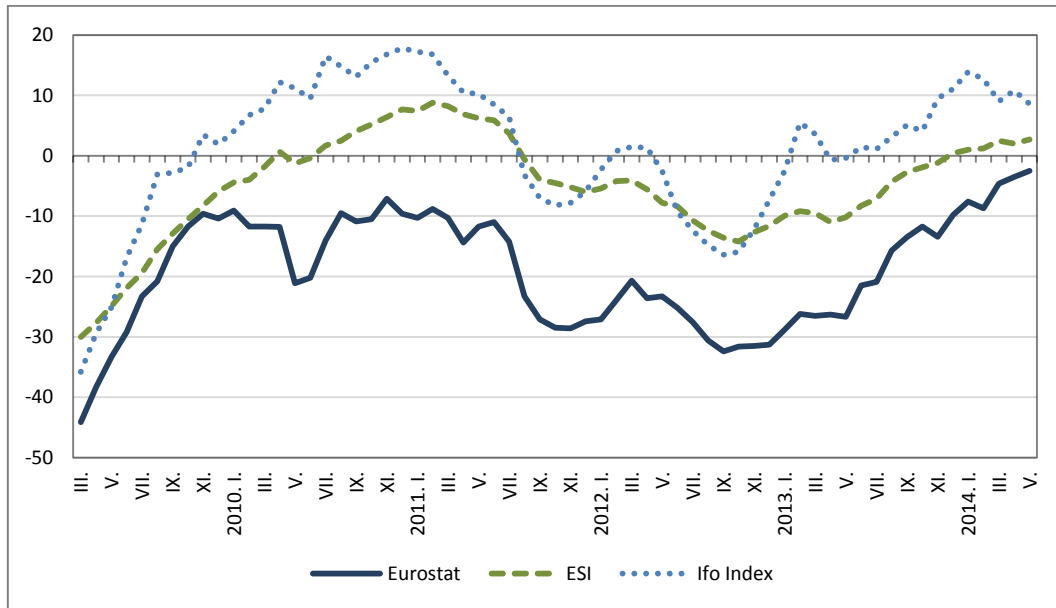
Ország	2013. II.	2013. III.	2013. IV.	2014. I.
Euróövezet	-0,6	-0,3	0,5	0,9
Európai Unió	-0,1	0,2	1,0	1,4
Ausztria	0,1	0,3	0,7	1,0
Csehország	-1,6	-1,0	1,2	2,0
Egyesült Királyság	1,7	1,8	2,7	3,1
Franciaország	0,7	0,3	0,8	0,8
Hollandia	-1,7	-0,8	0,8	-0,5
Lengyelország	1,3	2,0	2,5	3,5
Németország	0,5	0,6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

Forrás: Eurostat

A január–márciusi időszakban 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 támogató ereje csökkent az előző negyedévhez képest. A szektorokat vizsgálva az ipar növekedése éves bázison nem változott, miközben a tercier szektor lassuló ütemű bővülést mutatott 2014 első három hónapjában.

Az év/év indexek az uniós tagországok többségében erősödő gazdasági növekedést jeleznek. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország 2,3 százalékos GDP-adata tíz negyedéve nem látott gazdasági bővülést tükröz, míg Franciaország gazdasága stagnált negyedéves alapon. Az adósságproblémákkal küzdő déli országokban mindenhol enyhült a visszaesés üteme, sőt Spanyolországban véget ért a két éven át tartó recesszió. Romániában uniós szinten is kimagasló, 3,8 százalékos növekedést regisztráltak, így a régióban továbbra is keleti szomszédunk maradt a legjobban teljesítő ország. Szintén kellemes meglepetést okozott a lengyel és a cseh gazdaság, amelyek évek óta a leggyorsabb mértékben, rendre 3,5 és 2 százalékkal bővültek az első negyedévben.

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



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

Az Eurostat euróövezeti bizalmi mérlege, mely az általános gazdasági kilátások várható alakulását jelzi, az év eleje óta ismét emelkedésnek indult (1. ábra). Az euróövezeti gazdasági hangulat indexe (ESI) tavaly április óta tartó pozitív trendje egy év után megtört, de májusban csaknem hároméves szintre ért. Bár Németország I. negyedévi gazdasági teljesítménye meghaladta a várakozásokat, a német üzleti hangulat alakulását jelző Ifo Index mozgása kevésbé erőteljes bővülést vetít előre a második negyedévre.

Az Európai Bizottság májusban közzétett előrejelzése érdemben nem változott a februárihoz képest. Kedvező fejlemény ugyanakkor, hogy a jelentés szerint az unió gazdasága élénkül. A belső keresleti korlátok oldódásának köszönhetően az idei évtől a külkereskedelemtől a fogyasztásra és a beruházásra helyeződik a növekedés hangsúlya. Az alacsony infláció miatt kialakuló tovább bővülő reáljövedelem és a munkaerő-piaci helyzet stabilizálódása a fogyasztás növekedését segíti. A megerősödő üzleti bizalom, a csökkenő bizonytalanság, valamint a folyamatosan enyhülő hitelezési feltételek pedig a beruházások élénkülésének kedveznek. Tavaly a közösségi fogyasztásban is némi bővülés volt megfigyelhető, ami a fiskális konszolidáció enyhülésének következtében minden bizonnyal az előrejelzési periódusban is folytatódik. Ennek megfelelően a bizottság számításai szerint 2014 egészében az EU GDP-je 1,6 százalékkal, az euróövezeté pedig 1,2 százalékkal növekedhet. A tagországok között idén már jelentősen szűkül a növekedési különbség: Ciprus és Horvátország kivételével valamennyi tagállamban pozitív GDP-növekedést prognosztizálnak. Az Egyesült Államok esetében kissé lefelé módosították a 2014-es kilátásokat, ami többek között az év eleji zord időjárásnak tudható be. Összességében 2014-ben az USA kibocsátásának 2,8 százalékos növekedésére számít a bizottság.

Előrébb tekintve, 2015-ben a folyamatosan javuló munkaerő-piaci helyzetnek, valamint a fellendülő beruházásoknak (mind az építőipari, mind az eszközberuházások terén) köszönhetően erősödő gazdasági növekedés várható: az unió 2, az eurózóna 1,7 százalékkal bővíthet. Az amerikai gazdaság, továbbra is a belső keresletnek köszönhetően, 3,2 százalékos bővülést regisztrálhat jövőre, amely 2005 óta a legerősebb növekedés. Az európai gazdasági növekedésre ható legfőbb negatív kockázat a jelenlegi szerkezeti változások és reformok megtorpanása miatt kialakuló bizalomvesztés lehet. Emellett a külső környezetben is nőtt a bizonytalanság: az ukrán válság esetleges negatív tovagyrúzó hatásai mellett az EU számára kulcsfontosságú feltörekvő piacok növekedési lehetőségeit is kockázat övezi.

Munkaerőpiac

Az Egyesült Államokban a munkaerő iránt megnyilvánuló kereslet a tavalyi év eleje óta emelkedik: a szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatottság 2014 első negyedében 0,3 százalékkal bővült. A legfrissebb adatok szerint áprilisban az év/év foglalkoztatásbővülés 1,7 százalékra gyorsult. A pozitív folyamat a versenyszférának köszönhető, hiszen 2013 és 2014 áprilisa között 2 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak száma, miközben az állami szférában stagnálás látszott. A magánszférában továbbra is elsősorban a szolgáltató szektornak köszönhető a bővülés. A munkanélküliségi ráta az idei év negyedik hónapjában öt és fél éves mélypontra, 6,3 százalékra esett, ami tavaly áprilishoz képest 1,2 százalékpontos javulást jelent.

Az euróövezetben 2014 I. negyedében a tavalyi év folyamán kezdődött munkaerő-piaci konszolidáció tovább folytatódott. A foglalkoztatottság a tavalyi év utolsó három hónapjában ismét mérséklődő zsugorodást jelzett: az előző év azonos időszakához képest már csak 0,5 százalékos csökkenést regisztráltak (2. ábra). Szektorális bontásban nézve az ipari foglalkoztatottság csökkenése tovább enyhült, a szolgáltató szektorban pedig már enyhén növekedő munkaerő iránti keresletet regisztráltak negyedéves bázison. A ledolgozott munkaórák száma az előző év azonos időszakához viszonyítva már csak 0,3 százalékkal zsugorodott a decemberben végződő negyedévben.

A valutaövezet munkanélküliségi rátája 11,8 százalékra mérséklődött 2014 első negyedében. Az előző év azonos időszakához képest így már 0,2 százalékponttal csökkent az állástalanok aránya, ami 2011 második negyedéve óta az első kedvező változás. Az EU egészében is enyhén csökkenő rátát regisztráltak: az I. negyedévben 10,5 százalékon állt a munkanélküliség, ami 0,4 százalékponttal marad el az egy évvel ezelőtti mért adattól. Az áprilisi mutatók is javuló munkaerő-piaci helyzetet jeleznek: az euróövezetben 11,7, az unióban 10,4 százalékra csökkent a munkanélküliségi ráta.

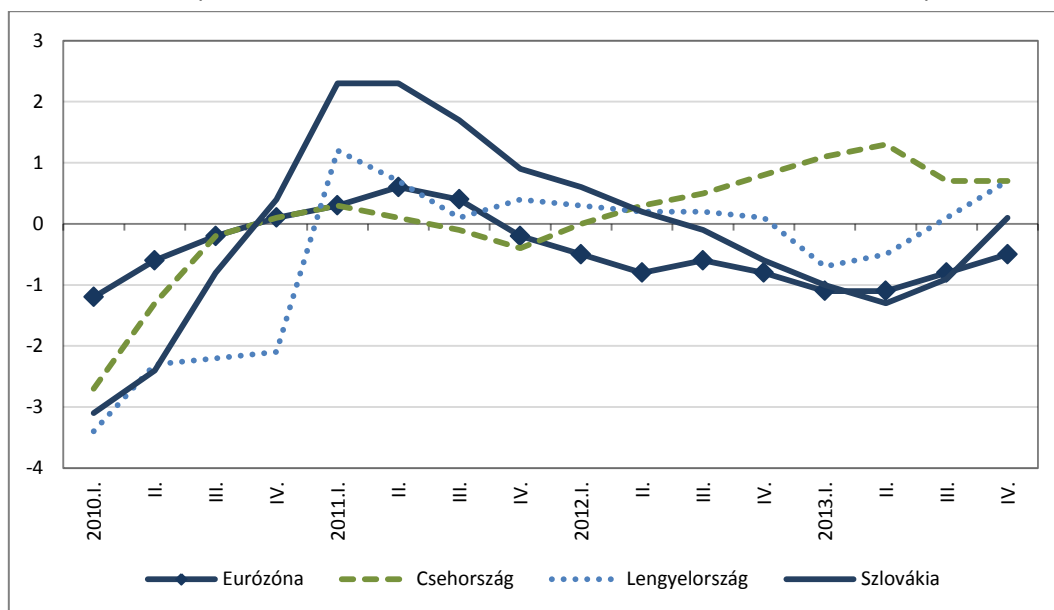
Az egyes tagországok munkaerőpiacának állapota továbbra is rendkívül eltérő. A magas aggregált mutató elsősorban néhány perifériális euróövezeti országhoz köthető. A

legfrissebb, áprilisra vonatkozó statisztikák szerint mindössze két tagállamban, Finnországban és Svédországban 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 4,9 százalékon áll az index, addig Spanyolország esetében 25,1 százalékos értéket regisztráltak.

Az Európai Bizottság tavaszi 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 foglalkoztatottságbővülést 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 2015-ben egy látványosabb, 0,7 százalékos foglalkoztatásemelkedés követheti mindkét régióban, amikor az átlagos munkanélküliségi ráta az övezetben 11,4, az EU-ban pedig 10,1 százalékra csökkenhet, az országok közötti eltérések azonban jelentősek maradnak.

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



Forrás: Eurostat

A visegrádi három munkaerőpiaca az euróövezethez hasonló képet festett 2013 utolsó negyedében. A foglalkoztatás éves növekedési üteme az október–december időszakban egyedül Csehországban maradt változatlan. Itt a több mint egy éven át tartó pozitív tendencia a tavalyi harmadik negyedévben ugyan megtört, de a továbbra is csökkenő számú ledolgozott munkaóráknak köszönhetően a mérséklődés is megtorpant. Ezzel szemben

¹ Lengyelország esetében a lengyel statisztikai hivatal adatait használtuk fel.

Lengyelországban és Szlovákiában már emelkedő számú ledolgozott munkaórát, valamint emelkedő foglalkoztatást regisztráltak a negyedik negyedévben. Az idei I. negyedévben a szlovák és a lengyel munkanélküliségi arány mérséklődött nagyobb mértékben: a 0,3–0,3 százalékpontos csökkenés után rendre 13,9 és 9,7 százalék volt az állástalanok aránya a nyitó negyedévben. Lengyelország esetében a növekvő gazdasági aktivitásra pozitív hatással van a 2013 elején megemelt nyugdíjkorhatár, míg ezt valamelyest visszafoghatja a kivándorlás, ami különösen a gazdaságilag aktív népesség körére jellemző. Csehországban az előző negyedévhez képest változatlanul 6,7 százalék volt az állástalanok aránya.

A legfrissebb prognózisok szerint idén Szlovákiában javuló munkaerő-piaci helyzet várható: a foglalkoztatottság növekedése már éves szinten is pozitív lesz, valamint a munkanélküliségi ráta is jelentősen süllyedhet. Lengyelországban 2014-ben a munkaerő-piaci körülmények stabilizálódása után jelentősebb javulás csak 2015-ben várható.

Csehországban többek között az öregségi nyugdíjkorhatár kitolása miatt fennálló problémákat (köztük a csökkenni nem tudó munkanélküliségi ráta a bővülő aktivitás, de nem elégséges számú munkahely következtében) a növekvő külső kereslet, valamint a laza monetáris politika által gerjesztett javuló gazdasági kilátások csak 2015 első felében tudják érdemben ellensúlyozni.

Pénzügyi folyamatok

A Fed mennyiségi lazításának folytatódó visszafogásával a befektetők figyelme egyre inkább az EKB döntéseire szegeződött az európai térségben. Az EKB eszköztárában számos hagyományos és nem konvencionális módszer szerepel a monetáris bázis és a piaci likviditás bővítésének érdekében. Közülük a legfontosabbak a következők:

1. Az eurózóna irányadó kamatlábának csökkentése.
2. A betéti ráta csökkentése (nulla alá): az EKB így kényszerítené a pénzintézeteket, hogy ne parkoltassák a jegybankban a pénzt, hanem hitelezzenek.
3. A kötvénnyvásárlási program (Securities Markets Programme, SMP) keretében vásárolt államkötvények sterilizációjának felhagyása: amellyel egy több mint 160 milliárd eurós likviditásnövelést hajtana végre.
4. Egy következő (harmadik) hosszú távú finanszírozási eszköz (Long-Term Refinancing Operations, LTRO) bevezetése.

Mivel az euróövezeti bankok a 2011 decemberében és 2012 februárjában felvett összesen 1000 milliárd eurós, 3 éves LTRO hitelnek idén áprilisig már több mint felét visszafizették, az EKB által a bankrendszernek biztosított többletlikviditás a kritikus 100–200 milliárd eurós szint közé süllyedt áprilisban. Ilyen alacsony szintű likviditási többlet esetén a rövid lejáratú pénzpiaci kamatok (EONIA) növekedése lehet a piaci reakció. Az eddig bevezetett LTRO-k 2015. január és februárban járnak le.

5. Eszközvásárlási program bevezetése (amerikai típusú monetáris lazítás).
6. Követeléssel fedezett értékpapírok (ABS) vásárlása. A konstrukció szerint az euróövezeti kis- és közepes vállalatoknak nyújtott kereskedelmi banki hiteleket értékpapírosítanak, és az EKB ezekből az értékpapírokból vásárolná meg a jó minősítésűeket, vagyis azokat, amelyek a hitelminősítők szerint biztonságosak.

A júniusi kamatdöntés szerint az utolsó előtti pont kivételével az EKB összes eszközt beveti, hogy támogassa az eurózóna gazdaságélénkítését. Az övezeti gazdaságok egyik súlyos gondja, hogy a kis- és közepes vállalkozások nem jutnak hitelhez, az EKB többek között ezen szeretne segíteni legutóbbi intézkedéseivel.

A likviditás szűkülése a bankközi piaci kondíciókon is érezteti hatását. A három hónapos Euribor-kamat március óta 0,3 százalékos felett tartózkodik, ami azok után, hogy a kamat 2013 elejétől fogva stabilan a historikusan alacsonynak számító 0,2 százalékoson állt, meglehetősen erős emelkedésnek számít. Az euróövezeti bankrendszer likviditási mutatója, az egynapos euróindex (EONIA) is 2012 nyara óta nem látott magas szinten, átlagosan 0,2 százalékos felett ragadt az elmúlt három hónapban.

Az első negyedévben a hitelezési helyzetben jelentős változás nem tapasztalható az EKB legfrissebb adatai alapján. Az erre az időszakra vonatkozó felmérése szerint a háztartások esetében a valutaövezeti bankok mind a lakásvásárlással kapcsolatos, mind a fogyasztási hiteleket illetően enyhülő feltételekről számoltak be. A lakosság számára kihelyezett hitel összes mennyisége az első negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva így is mindössze 0,3 százalékkal bővült, tehát a növekedés üteme változatlanul visszafogott maradt. A nem pénzügyi vállalatok esetében is változatlan, 3 százalékos zsugorodás volt megfigyelhető. A hitelnyújtási kondíciók a vállalatok számára nagyjából változatlanok maradtak. A visszafogott hiteldinamika továbbra is főként a konjunktúraciklus aktuális szakaszát, a megemelkedett hitelkockázatot, valamint a pénzügyi és az azon kívüli szektorokban zajló mérlegkiigazítást tükrözi.

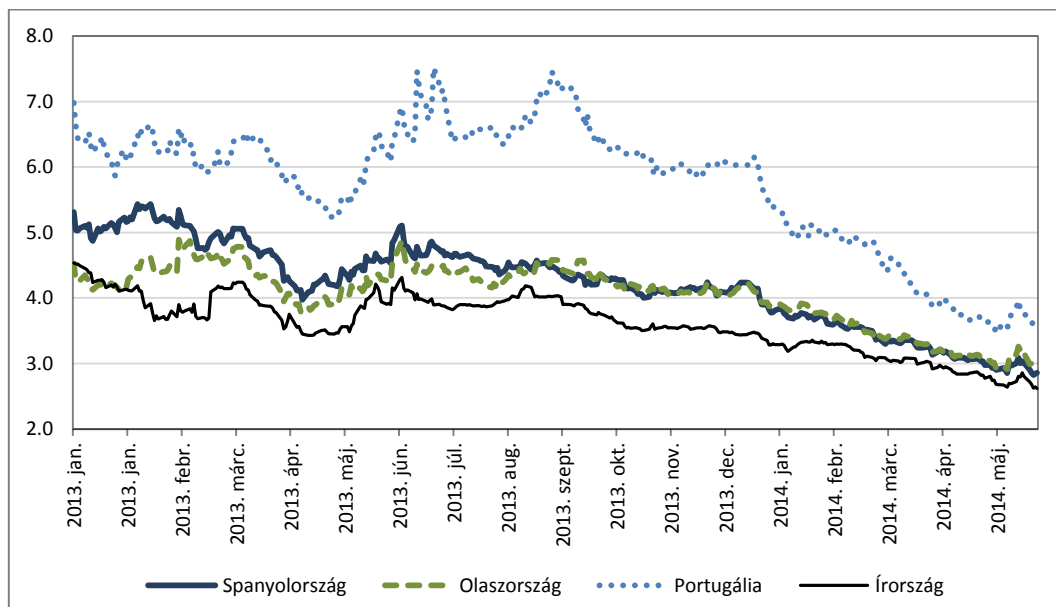
A Fed kötvényvásárlási programjának szűkítésén, valamint az EKB megkezdett mennyiségi lazításán kívül az ukrán–orosz válság kiteljesedése, továbbá feltörekvő piaci bizonytalanságok befolyásolták leginkább a befektetői döntéseket. Az Oroszország ellen bevezetett szankciókkal és a válaszul kialakított ellenszankciókkal kapcsolatos hírekre is kiemelten figyeltek a piaci szereplők.

A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak március eleje és május vége között egyértelműen csökkentek. Az adósságválsággal küzdő országok esetében ezen időszak alatt átlagosan 30 százalékos javulás volt tapasztalható. A legnagyobb mértékben, csaknem ötéves mélypontra, Spanyolország csőd-kockázati felára csökkent, többek között az egyre kedvezőbb gazdasági kilátásoknak köszönhetően. Hosszabb távra visszatekintve is jól látható a piaci megítélés javulása: a

tavalyi év azonos időszakához képest átlagosan 60 százalékkal alacsonyabban állnak a periféria CDS-felárai.

A tavaszi hónapokban a csökkenő trend vált általánossá az állampapírpiacok hozamaiban is (3. ábra). A márciusi nyitóértékekhez képest így lényegesen alacsonyabb kamatokon sikerült forrást bevonni a perifériális euróövezeti államoknak: a görög állam 10 éves lejáratra már 6,3 százalékon tudott forrást bevonni május végén, ami az egy évvel ezelőtti szinthez képest csaknem 290 bázispontos csökkenést jelez. További kedvező fejlemény, hogy az adósságválság miatt négy évre távol maradni kényszerülő Görögország áprilisban sikeresen visszatért a nemzetközi kötvénypiacra. Az EU-ban a legnagyobb hozamemelkedés az európai parlamenti választások előtt volt látható, mert a befektetők aggódtak, hogy a választás az EU-ellenesek, illetve a radikális pártok előretörését hozza. Megnyugvással fogadta a piac, hogy bár egyes országokban a szélsőjobb, ill. szélsőbal pártok szereztek meg a legtöbb szavazatot, a parlament többségét továbbra is az EU mellett elkötelezett pártok képviselik.

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



Forrás: Thomson Reuters

A portugál 10 éves államkötvény hozama 4 százalék alá süllyedt, míg a spanyol államkötvény hozama az olasz papírokhoz hasonlóan 3 százalék körül stabilizálódott május végén. Portugália esetében fontos megemlíteni, hogy május 17-én kikerült a három éve 78 milliárd eurós hitellel kíségető három nemzetközi szervezet, az Európai Unió, az Európai Központi Bank és a Nemzetközi Valutaalap (IMF) felügyelete alól. Az írek példáját követve nem kötnek elővigyázatossági hitelmegállapodást az IMF-fel. Annak ellenére, hogy Portugália továbbra is befektetésre nem ajánlott minősítésű mindhárom nagy hitelminősítőnél, az elmúlt hetekben a Fitch és az S&P is pozitívrá változtatta az ország államkötvény-osztályzatának kilátását, a Moody's pedig egy fokozattal feljebb is sorolta az államadós-besorolását, amit szintén pozitív

kilátással látott el. A Moody's az osztályzatjavítás indoklásában kiemelte, hogy Portugália költségvetési helyzete a kezdeti célkitűzéseknél is gyorsabban javul.

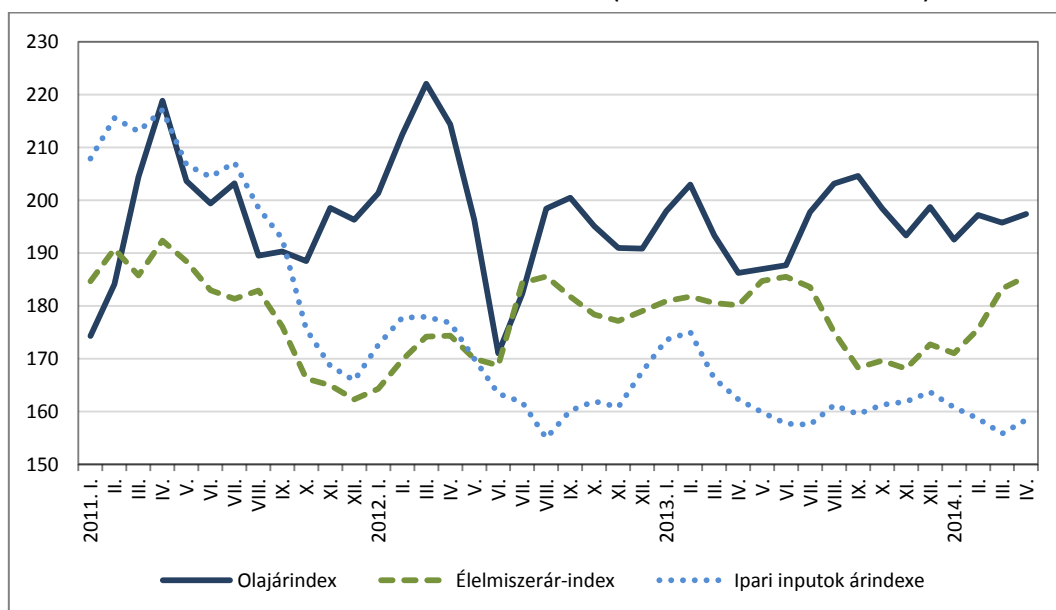
A Fed kötvényvásárlási programja fokozatos szűkítésének, valamint az ukrán geopolitikai válság hatására fennmaradt a menedékeszközök iránti kereslet. Mindezek következtében Németország, az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok hosszú papírjainak hozamai is csökkenő pályán maradtak az elmúlt hónapokban, és átlagosan 12 százalékkal mérséklődtek március óta.

Az elmúlt időszakban az ukrán–orosz válsággal kapcsolatos események, valamint az EKB likviditásösztönzéssel összefüggő kijelentései mozgatták leginkább a tőkepiacokat. Mindezek hatására az USA egyik legfőbb tőzsdeindexe, a Dow Jones mindössze 3 százalékat emelkedett az elmúlt három hónapban. A meghatározó európai mutatók közül a londoni (FTSE) és a frankfurti (DAX) 2–6 százalékkal növekedett a tavaszi hónapok folyamán, míg a japán Nikkei májusi záróértéke azonos volt a március eleji nyitóadattal. A régiós varsói és prágai indikátorok pedig 2–4 százalékat emelkedtek március és június között.

Az infláció alakulása

Egyrészt az év eleje óta kibontakozó ukrán–orosz válság okozta növekvő feszültségek, másrészt a folytatódó globális termelés kiesések következtében az olaj dollárban mért ára jelentősen emelkedett az elmúlt hónapokban. A líbiai kőolajtermelés növekedésével kapcsolatos hírek sem tudták érdemben ellensúlyozni a felfele irányuló mozgást áprilisban. Mindezek következtében a Brent hordónkénti ára 110 dolláron, a márciusi nyitóértékénél 1,1 százalékkal magasabban zárta az ötödik hónapot.

4. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100 SZÁZALÉK)



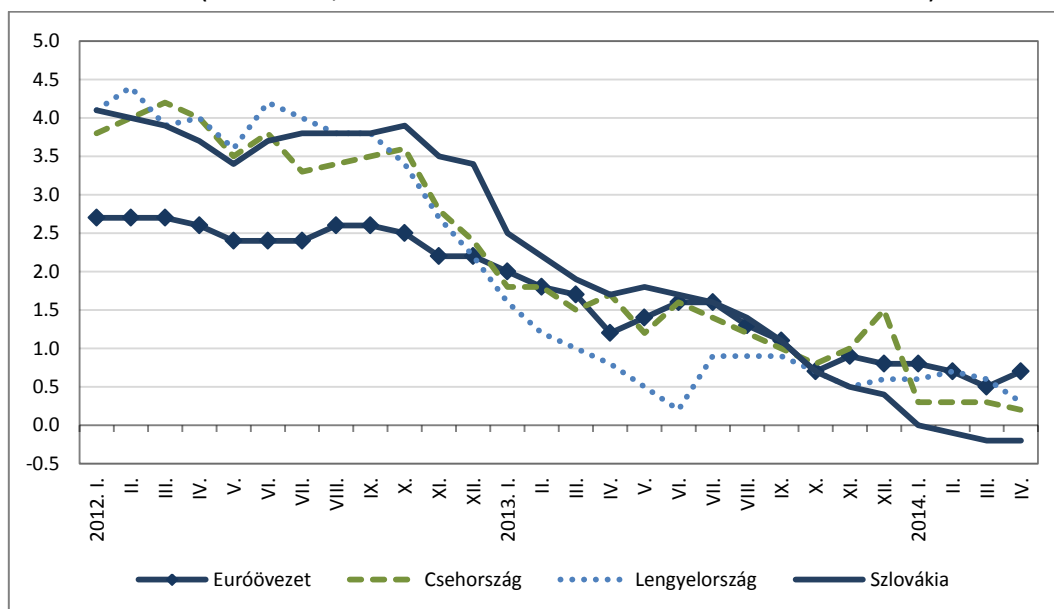
Forrás: IMF Primary Commodity Prices

A nyers élelmiszerek árában is emelkedés volt tapasztalható az idei év első hónapjaiban (4. ábra). A megugrást egyrészt a dél-amerikai szárazság következtében kialakuló termelési zavarok (ami elsősorban a kávé és a cukor árát érintette), másrészt gabonaellátási gondok és a sertéspestis miatt fellépő csökkenő sertésállomány váltotta ki. Az ipari inputok, vagyis a mezőgazdasági nyersanyagok és fémek árindexének év elején kezdődött csökkenő trendje márciusban ért véget, amikor többek között külkereskedelmi korlátozások következtében (pl. argentin exporttilalom bevezetése az ércre) határozott áremelkedés volt megfigyelhető.

Az Egyesült Államokban az éves bázisú inflációs ráta a márciusi 1,5-ről 2 százalékra ugrott áprilisban, ami tavaly nyár óta a legnagyobb mértékű változás. Az áremelkedés éves ütemének növekedése az energiaárak 3,3 százalékos emelkedésére vezethető vissza. Áprilisban az élelmiszerek és az energia árának kiszűrésével számított maginfláció 1,8 százalékon állt, így több mint egy éve a Fed 2 százalékos inflációs célja alatt tartózkodik.

Az Európai Unióban és az eurózónában az éves pénzromlás ütemének tavaly december óta tartó csökkenő trendje négy hónap után megszakadt. Áprilisban ugyanis mindkét régióban emelkedő év/év inflációs rátát mértek: az unióban 0,8, az euróövezetben 0,7 százalékot.² Az infláció elsősorban a szolgáltatások ára miatt gyorsult: az első negyedéves 1,3 százalékos növekedés után 1,6 százalékos emelkedést mutatott a termékcsoport áprilisban. A nyers élelmiszerek és az energia árai azonban továbbra is csökkenő árváltozást tükröztek. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó maginfláció mindkét régióban 1,1 százalékon állt az év negyedik hónapjában.

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



Forrás: Eurostat

² Az euróövezetre vonatkozó gyorsbecslés szerint az év/év infláció májusban 0,5 százalékra, ötéves mélypontra csökkent, a továbbra is alacsony pénzromlási ütem a csökkenő élelmiszer- és energiaáraknak tudható be.

A visegrádi régióban továbbra is csökkenő pénzromlást jelentettek az elmúlt hónapokban (5. ábra). Szlovákia már harmadik hónapja deflációval küzd. A csökkenő szlovák árszínvonal fő oka a nyers élelmiszerek árváltozásában keresendő: a termékcsoport ára csaknem 1 százalékos esést mutatott áprilisban, míg az első hónapban még 1,3 százalékos átlagos növekedést regisztráltak. A maginflációs ráták alapján elmondható, hogy az inflációs alapfolyamatok stabilak a régióban, jelenleg a historikusan alacsony 0,6 százalék 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. Jövőre a lendületesebb gazdasági növekedés hatására mindkét régióban 0,5 százalékponttal emelkedhet az éves pénzromlás üteme.

Monetáris kondíciók alakulása

Az EKB júniusi kamatdöntő ülésén 10 bázisponttal soha nem látott szintre, 0,15 százalékra csökkentette az irányadó rátát. A jegybank a másik két meghatározó kamatinstrumentumán is változtatott: a betéti rátát szintén 10 bázisponttal csökkentve, negatív tartományba mozdította (-0,1 százalék), de változtatott az egynapos hitelkamaton is 0,75-ről 0,4 százalékra módosítva, így szűkült a kamatfolyosó. A kamatpályára vonatkozó iránymutatást tekintve (forward guidance) az elnök elmondta, hogy újabb kamatvágás nem várható. Két új, hosszú refinanszírozási programot (LTRO) is indít az EKB szeptemberben és decemberben, a mostaniaknál szigorúbb feltételekkel. Kezdetben 400 milliárd eurós kerettel mindkettő esetében. Ezenfelül az elnök bejelentette, hogy elkezdtek előkészíteni az eszközfedezetű értékpapírok vásárlását, továbbá felhagynak az SMP-program eddig alkalmazott sterilizációjával is. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint idén 0,7 százalékos, de még 2016-ban is jóval az EKB 2 százalékos, középtávú célja alatti, 1,4 százalékos infláció várható az övezetben, 1 és 1,8 százalékos GDP-növekedés mellett. A három hónappal ezelőtti becslésekhez képest ez 0,3–0,2 százalékpontos csökkentést jelent a pénzromlás idei ütemét és a 2014-es gazdasági bővülést illetően.

Az Egyesült Államok jegybanki funkcióját betöltő Fed kamatdöntő szerve áprilisi ülésén nem módosította az irányadó rátát, amely így továbbra is a 0–0,25 százalékos sávban mozog. A Nyílt Piaci Bizottság azonban már negyedik alkalommal 10 milliárd dollárral csökkentette eszközvásárlási programjának méretét, ami jelenleg havi 45 milliárd dollárral növeli a monetáris bázist. A jelenlegi keretösszegeen belül 25 milliárd dollárt államkötvények, 20 milliárd dollárt jelzálog-fedezetű értékpapírok vételére fordítanak. A jegybanki közlemény szerint az eszközvásárlások kivezetése nem előre meghatározott ütemben halad, de amennyiben a munkaerőpiacon továbbra is javuló tendenciákat látnak, akkor folytatni fogják a vásárlások fokozatos kivezetését. A monetáris lazítás tavaly decemberben megkezdett

kivezetése szakértők szerint idén októberben fejeződhet be. Az irányadó kamat emelését illetően a jegybank elnöke kijelentette, hogy a QE3 leállítását követően még „jelentős ideig” szükség lesz a támogató környezetre, vagyis a laza monetáris politikára. Elmondásuk szerint az irányadó ráta még akkor is a hosszú távú szintje alatt maradhat, ha már a munkanélküliségi arányra és az inflációra vonatkozó céljuk is teljesült. Korábbi nyilatkozatok alapján a szigorítás már 2015 közepén kezdődne, akkor azonban a piacok hevesen reagáltak, mivel későbbi dátumra számítottak.

A Cseh Központi Bank legutóbbi kamatdöntő ülésén a gyakorlatilag zérónak tekintett 0,05 százalékos szinten tartotta az irányadó rátát. A kormányzó májusban 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 a hazai fizetőeszköz gyengítését célzó intervenciókat továbbra is fenntartják, legalább 2015 elejéig. A jegybanki intervenció akkor léphet életbe, ha a korona euróval szembeni árfolyama távol kerül a 27-es szinttől.

A Lengyel Nemzeti Bank júniusi kamatdöntésén 2,5 százalékon hagyta az alapkamatot, amely tavaly július óta változatlan. A jegybankelnök szerint a kamat legalább szeptember végéig ezen a szinten maradhat. Az inflációs alapfolyamatok jelenleg is mélyen a 2,5 százalékos célszint alatti pénzromlási ütemet vetítenek előre, és a jövőben sem várható érdemi inflációs nyomás.

Fiskális politika

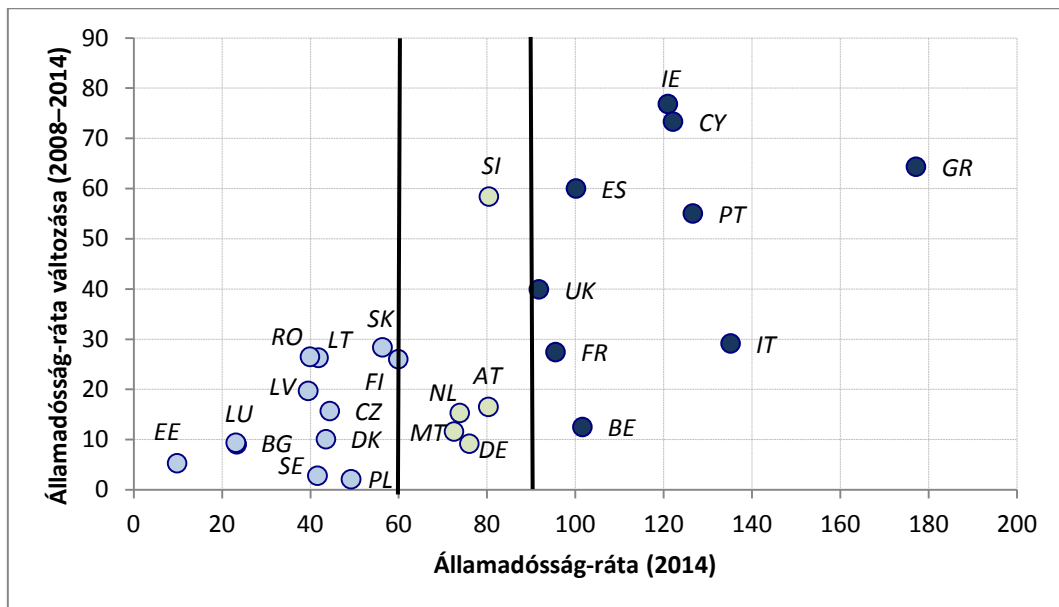
Európai Unió

Az Európai Bizottság májusi államadósság-előrejelzése a februárihoz viszonyítva csak kismértékben módosult. Ez azt jelenti, hogy az európai szakértők továbbra is fenntartják a nézetüket, miszerint az eurózóna GDP-arányos államadósság-rátája az idei évben tetőzik (96 százalékon), és jövő évtől csökkenő pályára állhat. Az államadósság-rátát tekintve az EU tagállamai három különböző csoportba oszthatóak (6. ábra). Az első csoport azon országokat tömöríti, ahol az államadósság-ráta a maastrichti kritérium, vagyis a GDP 60 százaléka alatt található. Az előző évhez hasonlóan 12 ország, vagyis a tagországok 40 százaléka tartozik ide, többek között Finnország is, ami ugyan idén még épphogy a konvergenciamutató alatt tudhatja adósságrátáját, jövőre azonban átlépi a 60 százalékot. 2015-ben így tizenegyre redukálódik az államadóssági kritériumot teljesíteni tudó tagországok száma. Szlovákia mutatója szintén a limit közelében található, de még jövőre is sikerül az alatt maradnia. Mindkét tagország esetében privatizációs bevételekkel tervezik az adósságszolgálatot csökkenteni.

A második csoportba tartoznak azok az államok, ahol a konvergenciakritérium felett, de az EU idej, 89,5 százalékos átlagánál alacsonyabb szinten lesz a mutató. Az ebbe a csoportba sorolt országoknak (pl.: Németország, Málta) további kiigazításra van szükségük, ám az

adósságpálya stabilizálását kevés költségvetési erőfeszítéssel is elérhetik. Az összes itt található ország államadósság-rátája idén tetőzik, vagy a korábbi években érte el azt. Ez alól egyedül Szlovénia kivétel, ahol a banki feltőkésítés hatására tavaly az államadósság mértéke a GDP arányában mérve 71,7 százalékra ugrott a 2012. végi 54,4 százalékról. A bizottsági jelentés szerint csak 2015 után csökken majd a mutató.

6. ÁBRA: AZ EU-TAGORSZÁGOK CSOPORTOSÍTÁSA AZ ÁLLAMADÓSSÁG SZINTJE ÉS TRENDJE SZERINT (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Spring 2014

Végezetül a harmadik csoportban kilenc országot találunk, köztük a periféria országait. Ezek közös jellemzője, hogy az államadósság-ráta az uniós átlag felett lesz 2014-ben, valamint a legtöbb ország esetében továbbra is növekvő pályán marad a ráta. A harmadik csoportba tartozó országok adósságproblémával küzdenek, annak ellenére, hogy átlagosan csaknem 50 százalékpontos adócsökkentést hajtottak végre 2008 óta, amikor az unió GDP-arányos adósságának mutatója emelkedésnek indult.

A folytatódó egyenlegjavító intézkedéseknek és a fellendülő gazdasági növekedésnek köszönhetően a költségvetési hiány csökkentése idén is folytatódik, amikor 2008 óta először mind az övezeti, mind az uniós hiánymutató 3 százalék alá csökken: rendre 2,5 és 2,6 százalékra. Az uniós tagországok közül a legmagasabb hiányt, 5,8 százalékot Ciprus könyvelheti el idén. A tavalyi év után csaknem fél százalékpontos emelkedés elsősorban a továbbra is kedvezőtlen munkaerő-piaci körülmények következtében a közvetlen adókból származó bevételek csökkenése miatt alakul ki.

Miután az EU januárban túlzottdeficit-eljárást indított Horvátország ellen, a kormánynak április végéig hiánycsökkentő intézkedéssorozatot kellett felvázolni. A bejelentett intézkedések egy három évre szóló, piaci és költségvetési reformokat tartalmazó csomag részét képezik. Az idejübe bevételi oldalt növelő intézkedések között az egészségügyi

hozzájárulásoknak és az üzemanyag jövedéki adójának emelését lehet megemlíteni. Kiadási oldalon a mezőgazdasági és közlekedési ágazatot érintő csökkentett támogatás lehet egyenlegjavító hatású. A tervek alapján jövő év elejétől a kormány a megtakarításokat is adóval sújtaná, amit az ingatlanadó bevezetése követne 2016-ban. Ezek eredményeként a tavalyi 4,9 százalékról 2016-ban a GDP 2,7 százalékra mérséklődne Horvátország fiskális hiánya.

Egyesült Államok

A Kongresszusi Költségvetési Hivatal (CBO) legfrissebb fiskális előrejelzéseit összefoglaló jelentése szerint az amerikai költségvetési hiány hat év óta a legalacsonyabb szintre, 2,8 százalékra mérséklődhet 2014-ben. Ez erőteljes javulásnak számít a tavalyi 4,1 százalék után. Annak ellenére, hogy ez lesz az ötödik egymást követő év, amikor a GDP-arányos hiány csökken, a zsugorodó hiány időszaka hamarosan véget érhet. 2015 és 2024 között ugyanis – az automatikus kiadáscsökkentési sorozat ellenére – az éves költségvetési hiány emelkedése várható, elsősorban az idősödő népesség által kiváltott növekvő kötelező szociális kiadások, valamint az államadósság növekvő kamatkiadása miatt. Ez utóbbi főleg a várható kamatemelés, valamint a hiánnyal egy időben emelkedő közkézen lévő adósság³ szintje miatt következik be. A gazdaság méretéhez viszonyítva a jelenlegi 72 százalékról 78 százalékra emelkedhet ez a típusú adósság, míg a bruttó államadósság a GDP 101 százaléka körül ragadhat 2024-ben is. A CBO becslései alapján az adósságplafon jelenlegi 17 200 milliárd dolláros határa 27 000 milliárd fölé emelkedhet az előrejelzési horizont végére. Ezzel kapcsolatban a következő mérföldkő 2015. március 15-e után várható, mivel a kongresszus februári döntése alapján az adósságplafont eddig az időpontig felfüggesztették.

³ Az USA teljes bruttó államadóssága (2013-ban 16 700 milliárd dollár, ~ a GDP 104 százaléka) két részből, a *közkézen lévő adósságból* – ami a Fed és a szövetségi kormányzat egyének, vállalatok és külföldi szervezetek (beleértve a külföldi országok) felé való tartozását tömöríti –, valamint a *szövetségi kormány (kormányon belüli) adósságából* áll.

A hazai gazdaság jelenlegi helyzete és várható pályája

A magyar gazdaság növekedése 2014 I. negyedévében folytatódott, sőt várakozáson felüli, kiugró teljesítményt nyújtott. Az éves bázison regisztrált 3,5 százalékos növekedés az Európai Unió egyik legmagasabb rátája volt, míg hazai viszonylatban nyolcéves csúcsnak számít. A növekedési pálya továbbra is kiegyensúlyozott, ám az előző negyedévhez képest a hangsúly a belső tételék irányába tolódott el. Az export és az import közel azonos ütemben bővült, amit rendre a javuló külpiaci teljesítmény és a fokozódó belső kereslet vezérelt. A külkereskedelem aktívuma bővült az első negyedévben, a nettó export így 0,5 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét. Az egész gazdaság és így a belföldi felhasználás motorja a bruttó állóeszköz-felhalmozás volt: a 13 százalékos is meghaladó év/év növekedést már a versenyszféra vezérelte. Az állami beruházások bővülését továbbra is az uniós forrásokból megvalósuló, országszerte zajló infrastrukturális beruházások segítették. A foglalkoztatás és a reálbérek növekedésének hatására a rendelkezésre álló jövedelem bővült, így a háztartások fogyasztási kiadása 1,5 százalékkal emelkedett az első negyedévben. A fogyasztásbővülést azonban még mindig visszafogja az óvatossági megtakarítás és az adósságállomány folyamatos leépítése. A belföldi felhasználás együttesen 3 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. Termelői oldalról is a kiegyensúlyozottság jellemezte az első háromhavi növekedést. A mezőgazdaság kivételével, ahol a bázishatás miatt közel 6 százalékkal zsugorodott a hozzáadott érték, a meghatározó nemzetgazdasági ágak növekedni tudtak. Az építőipar volumene 25 százalékkal bővült, köszönhetően az infrastrukturális és kereskedelmi-ipari jellegű építéseknek, de már a lakásépítés is elmozdult a mélypontról. Az ipar 6,7 százalékos növekedését a járműgyártás és az egyéb kapcsolódó ágazatok exportteljesítménye segítette. Az erősödő belső felhasználás következtében a szolgáltatások teljesítménye is fokozódott, 1,5 százalékos növekedést regisztráltak.

Az aktivitás és a foglalkoztatottság bővülése folytatódott a közmunkaprogramok felfutásának köszönhetően, miközben a munkanélküliség négyéves minimumon volt az idei év elején. A munkakereslet a versenyszférában tovább erősödött. A keresetek dinamikája az alacsonyabb inflációs környezet ellenére viszonylag magas, mivel a munkaerőpiac egyre feszesebb.

A magyar éves bázisú inflációs mutató folytatta másfél éve tartó csökkenését, április óta pedig negatív tartományban tartózkodik, vagyis defláció van. A historikusan nyomott inflációs környezet a szabályozott árak és az inflációs várakozások csökkenésének együttes eredménye, miközben a jelentős kibocsátási rés dezinflációs hatása is érvényesül. Mindezen folyamatok pedig tartósan leSORÍTIJÁK a pénzromlási ütemet, amit az élelmiszerárak csökkenése is elősegít. Az elmúlt negyedév folyamán összességében javult a hazai kockázati környezet, amit nem befolyásolt az időszakra jellemző két kedvezőtlen folyamat: egyrészt a Fed két lépésben, 45 milliárd dollárra csökkentette likviditásbővítő csomagját, másrészt az

ukrán válság mélyülni látszik. A régióban mind a CDS-felárak, mind pedig a 10 éves állampapírok hozamai jelentősen csökkentek, a forint erősödött az euróval szemben. Tavasszal is folytatódott a jegybank kamatvágási ciklusa, amelyet a potenciálistól elmaradó gazdasági teljesítmény és az alacsony infláció indokol. A kamatvágásokkal összhangban mérséklődtek a forinthitelek kamatai. A vállalatok hitelezésében a Növekedési Hitelprogram második szakasza iránt tavasszal egyre inkább erősödött az érdeklődés. A május 30-ig nyújtott 175 milliárd forintos összeg az 500 milliárdos kerethez képest még alacsonynak tűnik, ugyanakkor a májusban kihelyezett 50 milliárdos hitelösszeg már biztató, és vélhetően az MNB négy újításának tudható be. A kkv-k beruházási forrásainak túlnyomó többségét a hitelprogram biztosítja.

Legfrissebb prognózisunk szerint a magyar gazdaság növekedése 2014–2015-ben dinamikus lesz, melynek elsődleges forrását a belső felhasználás erősödése biztosítja. A külkereskedelmi többlet fennmarad, de az import növekedési üteme már a teljes előrejelzési horizonton meghaladja az exportét. Az idei évben a növekedés motorja a beruházás lesz, míg jövőre a fogyasztás veszi át ezt a szerepet. A Növekedési Hitelprogram második szakasza beindulni látszik, ami segíti a versenyszféra beruházásainak további bővülését. A fogyasztás növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése hajtja. A tartósan kedvező gazdasági kilátások és az alacsony kamatkörnyezet 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 3,1, jövőre 2,7 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

Az előrejelzési horizonton a munkaerő-piaci aktivitás lassuló ütemben, de tovább nőhet. A foglalkoztatottság a versenyszférában az idei évben erősebben, majd jövőre a kapacitások feltöltődése révén lassabban bővülhet. Előző előrejelzésünkhöz képest az idei évben magasabb bérdinamika várható, amely jövőre tovább nőhet, köszönhetően a versenyszféra dinamikusabb bérfolyamatainak.

A maginfláció pályáját elsősorban a magyar gazdaság ciklikus pozíciója határozza meg. Legfrissebb becslésünk szerint 2015 után záródik a kibocsátási rés, így a dezinflációs hatás a teljes előrejelzési horizonton fennmarad. Az árfolyamatot a korábbi költségsokkok bázisba kerülése is lefelé nyomja. A maginfláción kívüli tételek közül a közműdíjcsökkentések árleszorító hatása jelentős marad, így az éves infláció tartósan elmaradhat a maginfláció ütemétől. A korábbi rezsicsökkentések hatása és az újabbak bevezetése 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 emelkedhet. Összességében 2014-ben a fogyasztóiár-index 0,4, míg jövőre 2,6 százalékon állhat.

A nyomott inflációs környezet a támogató piaci hangulattal párosulva lehetőséget biztosít az óvatos kamatcsökkentés folytatására, melynek mélypontját ősszel, 2 százaléknál várjuk. A historikusan alacsony kamat 2014 végén is fennmarad. A monetáris politika inflációs célját

figyelembe véve 2015-ben megkezdődik a kamatemelés. A fokozatos és lassú szigorítás hatására 2015 végén 3 százalékon állhat az irányadó ráta.

Az újonnan beérkező adatok elemzése

A növekedés alakulása

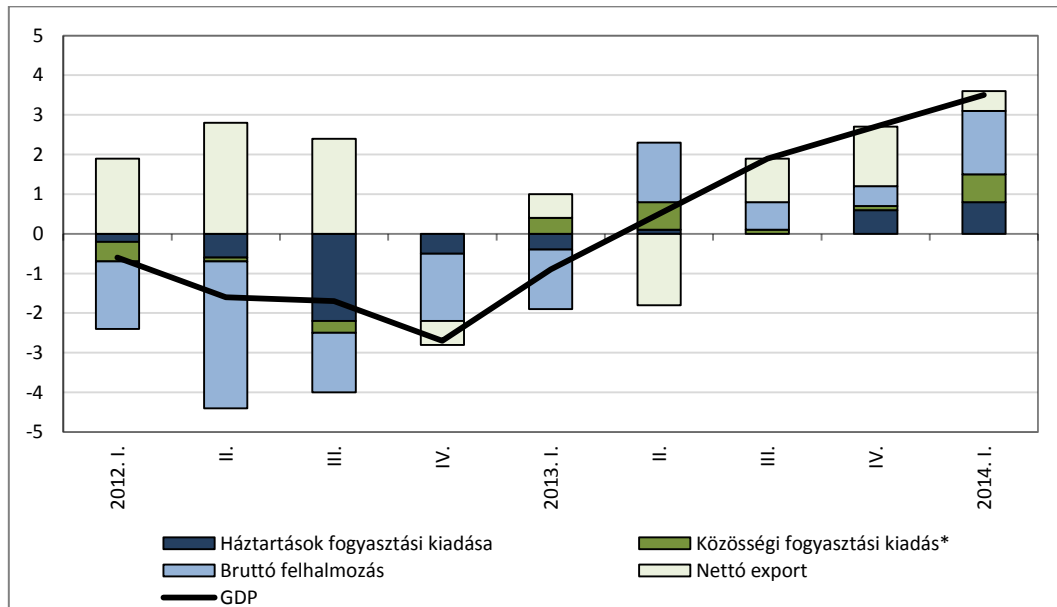
A magyar gazdaság teljesítménye az elmúlt egy év folyamán fokozatosan javult, és a GDP dinamikus növekedése 2014 első negyedévében is folytatódott. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok tanúsága szerint negyedéves bázison 1,1 százalékot tett ki a bővülés, ami 0,4 százalékponttal múlta felül a tavalyi év utolsó negyedévi növekedését. Az éves bázisú indikátorok szerint már ötödik negyedéve gyorsul a gazdaság teljesítménye: a KSH által regisztrált 3,5 százalékos év/év növekedés nyolc éve nem látott rátát jelent. A kiugróan jó első negyedév várakozáson felüli volt, vagyis a gazdaság teljesítménye az előző negyedévben várthoz képest még kedvezőbben alakulhat az idei év egészében.

A GDP felhasználási oldalán a külső tételek márciusi prognózisunknál dinamikusabb emelkedést mutattak 2014. I. negyedévében. Az importvolumen éves bázisú növekedése 0,1 százalékponttal haladta meg az exportét, de a hazai külkereskedelmi aktívum tovább bővült. Ennek oka, hogy az export szintje jelentősen felülmúlja a behozatalét. Várakozásunkat közel 1 százalékponttal meghaladó, 7,5 százalékos éves exportnövekedést regisztrált a KSH, ami ugyanakkor elmarad az előző negyedévi mutatótól. A dinamikus exportnövekedés mögött az enyhén javuló külső konjunktúra és a vezető devizákkal szemben gyengülő forintárfolyam (javuló cserearány) áll. Termékcsoportok szerint vizsgálva, a bővülést elsősorban a gépek és szállítóeszközök kivitele vezérelte, ami mögött a hazai autógyárak fokozódó termelése áll, összhangban az autóipar globális fellendülésével. Szintén a járműiparhoz, valamint a vegyiparhoz köthető a feldolgozott termékek élénkülő exportja. Az élelmiszerek, italok, dohánytermékek kivitele is jelentős emelkedést mutatott 2014 első három hónapjában, amely mögött elsősorban a tavalyi évi alacsony bázis húzódik meg.

A hazai import bővülése több mint 1 százalékponttal felülmúlta márciusi előrejelzésünket, az idei első negyedévben 7,5 százalékos növekedést regisztrált a KSH éves alapon, amely megegyezik a tavalyi IV. negyedévi ütemmel. A behozatal bővülése elsősorban az erősödő belső felhasználáshoz (fogyasztás és beruházás) köthető, továbbá a készletek feltöltése is szerepet játszott benne. Az I. negyedévben éves bázison főként az autóipari tevékenységekhez kötődő termékcsoportok behozatala nőtt. A gépek és szállítóeszközöknél a járműalkatrészek, a feldolgozott termékeknél a gumigyártmányok, továbbá a gyógyszer és gyógyszerészeti termékek importja bővült jelentősen. Az export magasabb szintje miatt, az enyhén gyorsabban emelkedő import ellenére, a nettó export 0,5 százalékponttal járult hozzá az éves GDP-növekedéshez 2014 I. negyedévében, ami elmarad az előző negyedévek eredményétől.

A belföldi felhasználás az egymást követő negyedik negyedévben is érdemben növelte a gazdasági teljesítményt, sőt súlya egyre inkább növekvő. Az I. negyedévben 3 százalékponttal járult hozzá a bruttó hazai termék éves bázisú bővüléséhez, vagyis 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. január–márciusban tovább bővült, éves bázison 1,5 százalékkal, amely meghaladja a negyedik negyedévi növekedést. Negyedéves bázison a szezonálisan és naptárhatással kiigazított ráta 0,3 százalékot tett ki, ami elmarad a tavalyi év végén mért dinamikától. A fogyasztási pálya így gyakorlatilag megegyezik a márciusi prognózisunkkal. A fogyasztás bővülésének hajtóereje továbbra is a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése, ami a foglalkoztatás és a reálbérek együttes növekedésének hatása. A családi adókedvezményekkel számított nettó reálbér 2,6 százalékkal bővült az első negyedévben. Az ettől elmaradó fogyasztásbővülés rámutat, hogy a mérlegalkalmazkodás (az adósságállomány leépítése) és az óvatossági megtakarítások továbbra is fékezik a fogyasztási kiadások dinamikusabb felfutását.

A folyamatosan javuló gazdasági kilátások hatására a háztartások bizalma tovább javult az elmúlt hónapokban. A trendszerű erősödés következtében jelenleg nyolcéves csúcson tartózkodnak a bizalmi egyenleg mutatói. A várható általános gazdasági helyzet megítélésének szezonálisan kiigazított indikátora már a pozitív tartományban található, és a tavaszi hónapok folyamán a pénzügyi helyzet jövőbeni megítélésére vonatkozó mutató is pozitívba fordult. Mindez azt jelzi, hogy a megkérdezett háztartások közül valamivel többen vannak azok, amelyek optimistán látják a jövőt. A bizalmi indikátorok egyértelműen abba az irányba mutatnak, hogy a fogyasztás további felfutására lehet számítani rövid távon. A

háztartások megtakarítási tevékenységének bizalmi indexe is nyolc éves csúcsán tartózkodik, de még mindig rendkívül negatív az egyenleg. Ez is arra utal, hogy a hazai gazdaságban továbbra is erős az óvatossági motívum, miközben a mérlegalkalmazkodás folytatódik, ám ezek fogyasztást visszafogó hatása egyre csökkenő.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás maradt a gazdasági növekedés elsődleges belső motorja az év első három hónapjában, sőt az 1,7 százalékpontos GDP-hozzájárulás a legmagasabb a felhasználási tételek közül. Ez elsősorban az első negyedévben regisztrált 13,3 százalékos, kiugró éves volumennövekedés eredménye, ami meghaladja az előző negyedévek növekedési ütemét. Negyedéves bázison a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján már három negyedéve stabilan 2,8 százalékos körüli a bővülés. A márciusi prognózisunkat jelentősen felülmúló első negyedévi növekedés a versenyszféra vártnál erősebb beruházási teljesítményére vezethető vissza.

A korábbi negyedévekhez képest jelentős változás, hogy 2014 I. negyedévében a versenyszféra beruházási volumenének éves bővülése meghaladta a költségvetési szférában regisztráltat. Míg előbbiben 26,4, utóbbiban 15,1 százalékos növekedési rátát mértek. A versenyszférában tapasztalt kiugró beruházási teljesítmény elsősorban a 2013. január–márciusi mélypont okozta bázishatás következménye, ugyanakkor a Növekedési Hitelprogram második szakasza is szerepet játszhat benne. A költségvetési szférában az elmúlt egy év legalacsonyabb bővülését mérték a beruházások terén. Összességében a nemzetgazdaság beruházási tevékenysége 22,6 százalékkal nőtt az I. negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ezen belül a gép- és berendezésberuházások 25,2, míg az építési beruházások 20,2 százalékos növekedést mutattak fel.

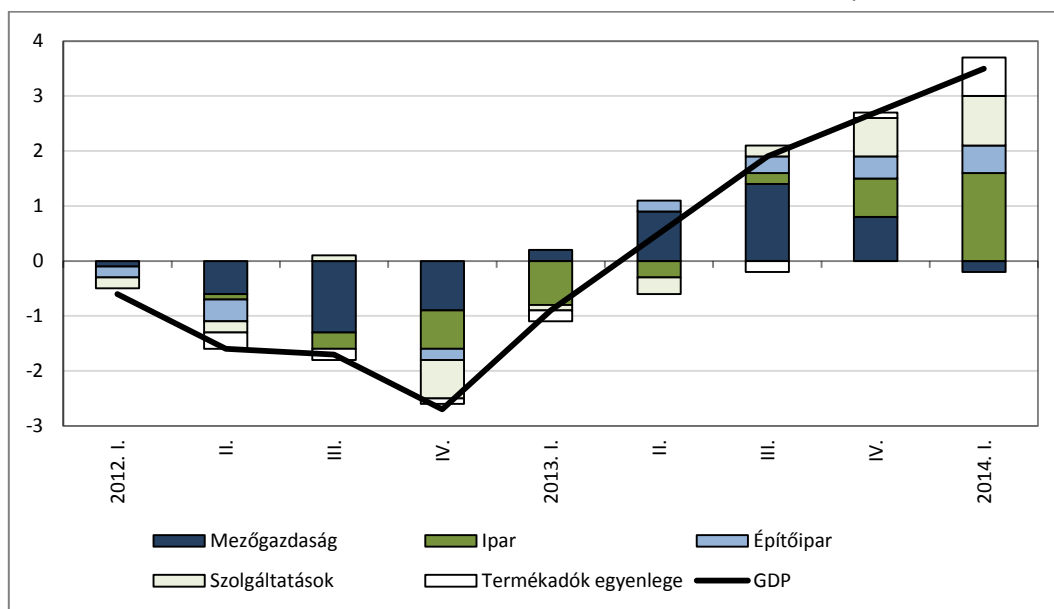
A beruházások iparági szerkezete is egyre kiegyensúlyozottabb: a nemzetgazdasági ágak döntő többségében nőtt a beruházási teljesítmény. Az idei év első három hónapjában a nagy súlyú nemzetgazdasági ágak közül a szállítás, raktározás területén regisztrálták a legnagyobb, közel 65 százalékos növekedést. Ez elsősorban a közlekedési hálózatok fejlesztésének (út- és vasúthálózat) és a járműparkok bővítésének köszönhető. A feldolgozóiparban regisztrált 28 százalékos beruházásbővülés a járműgyártáshoz, valamint a kapcsolódó beszállító ágazatokhoz köthető. Átlag feletti növekedést mutatott még az információ, kommunikáció, valamint az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység nemzetgazdasági ágakban végzett beruházás. Utóbbi területhez tartozik a lízing is, melyben a felfutás véleményünk szerint összefügghet a Növekedési Hitelprogram januári kiterjesztésével.⁴ Ezzel szemben továbbra is csökkentek a beruházások a pénzügyi, biztosítási tevékenység, a kereskedelem, gépjárműjavítás és az ingatlanügyletek ágakban.

⁴ 2014. január 1-jétől a Növekedési Hitelprogram lehetőséget nyújt a kkv-k számára pénzügyi lízing igénybevételére is. A lízingpiac segítségét szolgáló intézkedés hatására a szektor növekedési kilátásai javultak, így vélhetően megvalósultak a szektorban korábban elhalasztott beruházások.

A beruházási ráta – szezonálisan és naptárhatással kiigazítva – az előző év azonos időszakához képest jelentősen nőtt. A 2014. I. negyedévében mért 18,6 százalékos arány 0,1 százalékkal elmarad az előző negyedévtől, de közel 1,5 százalékponttal magasabb, mint egy évvel korábban. Ez felülmúlja az EU28-ét (17,4 százalék), de elmarad a cseh (22,4 százalék), a lengyel (19 százalék) és a szlovák (19,1 százalék) mutatótól.

A magyar GDP első negyedévi növekedését termelői oldalról elemezve egy kiegyensúlyozott szerkezet tapasztalható. A legtöbb nemzetgazdasági ág teljesítménye ugyanis javult éves összevetésben. Kivétel ugyanakkor a mezőgazdaság, amely az előző évben húzóágazatnak számított: az előző évi magas bázist követően 5,8 százalékkal csökkent az ágazat hozzáadott értékének volumene. Ennek következtében 0,2 százalékponttal fogta vissza az első negyedév év/év GDP-növekedési ütemét.

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



Forrás: KSH

Az építőipar folytatta bővülését, sőt az első negyedévben kiugróan növekedett a hozzáadott érték volumene. Az előző év azonos időszakának bázisán 25,2 százalékos növekményt regisztráltak január–márciusban. Negyedéves összevetésben is gyorsult a növekedési ütem: a IV. negyedévi 3,6 után 8,5 százalékra. A rendkívül erős első negyedévet a kedvező időjárási körülmények mellett az országsszerte folyó infrastrukturális beruházások vezérelték. Mindkét építményfőcsoportban két számjegyű növekedést regisztráltak. Az épületek építését elsősorban ipari beruházások hajtották, de a lakásépítések is beindultak: 2014 első három hónapjában 51 százalékkal több lakás épült, mint egy évvel korábban. Az egyéb építmények építésének növekedéséhez az előző negyedévekhez hasonlóan állami és önkormányzati út- és vasút-rekonstrukciók, valamint közműfejlesztések járultak hozzá leginkább. Az építőipar összességében 0,5 százalékponttal emelte az első negyedéves GDP-növekedést. Az ágazat

rövid távú kilátásai tovább javultak az elmúlt negyedév folyamán. Az új építőipari szerződések volumene március végén közel 19 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. Ebben ipari, kereskedelmi és lakóépületekre kötött szerződések mellett infrastrukturális beruházások jelentek meg. A március végi teljes szerződésállomány éves összevetésben 62 százalékkal bővült. A jövőben fennmaradó jó teljesítményt alátámasztja az is, hogy évtizedes csúcsára ugrott az építőipari bizalom az elmúlt hónapokban.

Az ipari teljesítmény tovább fokozódott 2014 első három hónapjában is, így már három negyedéve tart az emelkedő trend. Az előző év azonos időszakának bázisán 6,7 százalékkal nőtt a hozzáadott érték volumene, ezzel szemben negyedéves bázison gyakorlatilag stagnálást regisztráltak. Az ágazat bővülését az előző évi alacsony bázis mellett az első negyedévben is az exportértékesítés hajtotta, amely éves összevetésben 12 százalékos emelkedést mutatott. Eközben az ipari belföldi értékesítés nem tudta megismételni a IV. negyedévben mért növekedést, sőt az I. negyedévben 3 százalékkal visszaesett. Az ipar bővülését elsősorban még mindig a feldolgozóipari alág segíti. Éves bázison közel 10 százalékkal nőtt a hozzáadott érték, míg negyedéves bázison visszafogott, 0,8 százalékos növekedést mértek. A feldolgozóiparon belül a közúti jármű-gyártás, illetve a hozzá kapcsolódó beszállítói ágazatok nőttek jelentősen. A tavalyi évben zsugorodó gyógyszergyártás ágazat ismételten növekedni tudott. Összességében az ipar az I. negyedévben 1,6 százalékponttal járult hozzá a bruttó hazai termék bővüléséhez.

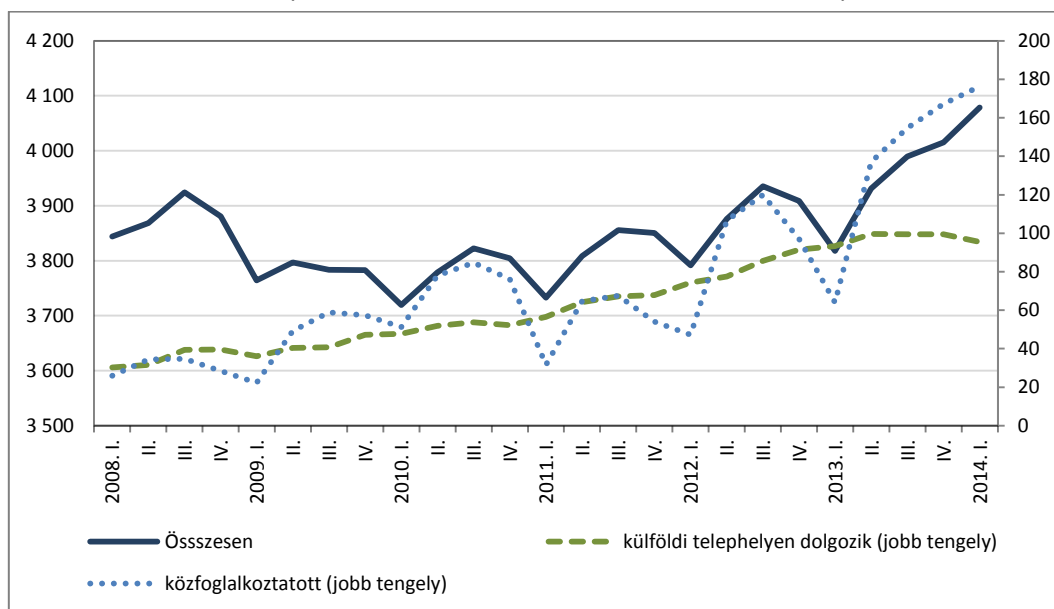
A szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke összességében 1,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakának bázisán, meghaladva az előző negyedévek növekedési rátáját. Ezzel a tercier szektor – jelentős súlya miatt – önmagában 0,9 százalékponttal emelte az év/év GDP-növekedés ütemét. A belső kereslet fellendülésével párhuzamosan fokozódó teljesítmény széles bázisúnak nevezhető. Egyedül a pénzügyi, biztosítási tevékenység és az ingatlanügyletek ágak zsugorodtak éves bázison. Ez párhuzamba állítható azzal, hogy továbbra is zajlik az adósságállományok leépítése mind a vállalatok, mind a lakosság körében. A visszafogott hitelezés pedig az ingatlanszektor növekedését is gátolja. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás mint a legnagyobb súlyú szolgáltatói ágak hozzáadott értéke 3,5 százalékkal emelkedett. Az ipar fokozódó termelésével párhuzamosan a szállítás, raktározás ág teljesítménye is nőtt, éves bázison 4 százalékkal.

Munkaerő-piaci folyamatok

A gazdasági aktivitás 2014 elején újra bővült, azaz már egy éve folyamatos a növekedés. Az aktivitási ráta szezonálisan kiigazított értéke 59,1 százalékra emelkedett. A munkakínálatot az aktivitást ösztönző kormányzati intézkedések mellett (nyugdíjkorhatár emelése, rokkantsági feltételek és munkanélküli-ellátások szigorítása) továbbra is a közmunkaprogramok felfutása növelte. Emellett a Munkahelyvédelmi Akcióterv intézkedései is növelhették a munkaerő-piaci részvételt. A foglalkoztatottság az év első negyedévében

elsősorban a téli közfoglalkoztatási programok feladásának köszönhetően bővíthetett, a versenyszféra munkaerő-kereslete eközben folyamatosan erősödött.

9. ÁBRA: A FOGLALKOZTATOTTAK SZÁMA ÉS MEGOSZLÁSA
(EZER FŐ, SZEZONÁLISAN NEM KIIGAZÍTOTT)



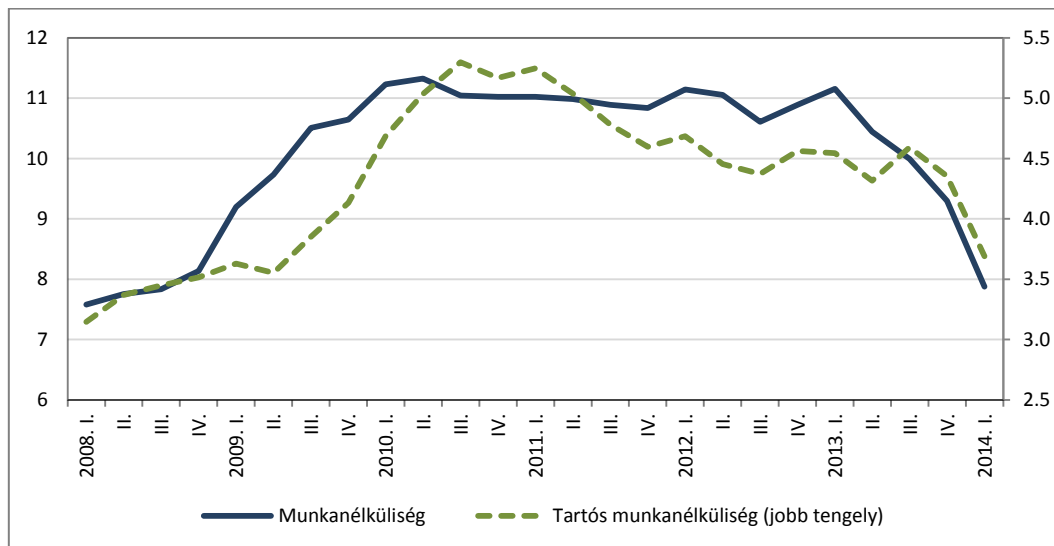
Forrás: KSH, Századvég-számítás

A négy fő feletti vállalatok esetében az alkalmazásban állók száma 2014 I. negyedévében szintén jelentősen bővült az előző negyedévhez képest. Az intézményi statisztikák alapján pedig már egy éve nő a munkakereslet a versenyszférában is, azaz már mindkét munkaerő-piaci statisztikában lecsapódott a javuló gazdasági teljesítmény hatása. A bővülő kereslet mögött azonban jelentős óvatosság figyelhető meg. A ledolgozott munkaórák száma továbbra sem bővült, valamint a részmunkaidős foglalkoztatottság növekedett, azaz a vállalatok még bizonytalanok lehetnek a tartós fellendülésben, ami a teljes munkaidős foglalkoztatottak felvételével járhatna együtt. A költségvetési szektor foglalkoztatottságán már nem érezhető a Kormány költségcsökkentő intézkedéseinek a hatása, mivel éves szinten a közfoglalkoztatás nélkül számított alkalmazotti létszám enyhén nőtt a szférában. A közfoglalkoztatottak létszáma újabb historikus csúcson volt 2014 I. negyedévében, amely az idei évben folyamatosan fennmaradhat. Hosszú távon azonban a közfoglalkoztatás ilyen nagy volumene a magas költségvetési kiadások miatt nem fenntartható.

A munkanélküliség szezonálisan kiigazított rátája 7,9 százalékra csökkent 2014 első negyedévében, vagyis az állástalanok aránya öt és fél éves minimumon tartózkodott. Nemcsak az inaktívok száma zsugorodott a közfoglalkoztatásnak köszönhetően, hanem számos, rövid ideje munka nélkül lévő, gazdaságilag aktív ember is belépett az állami programokba. Hasonló ütemben csökkent a regisztrált álláskereső száma is. Az idei év áprilisában majdnem 177 ezerrel kevesebb álláskereső volt regisztrálva, mint egy éve. Ez

elsősorban a közfoglalkoztatáshoz köthető. A tartós munkanélküliek száma is tovább csökkent az elmúlt negyedévben, amely szintén az állami foglalkoztatásnak tudható be.

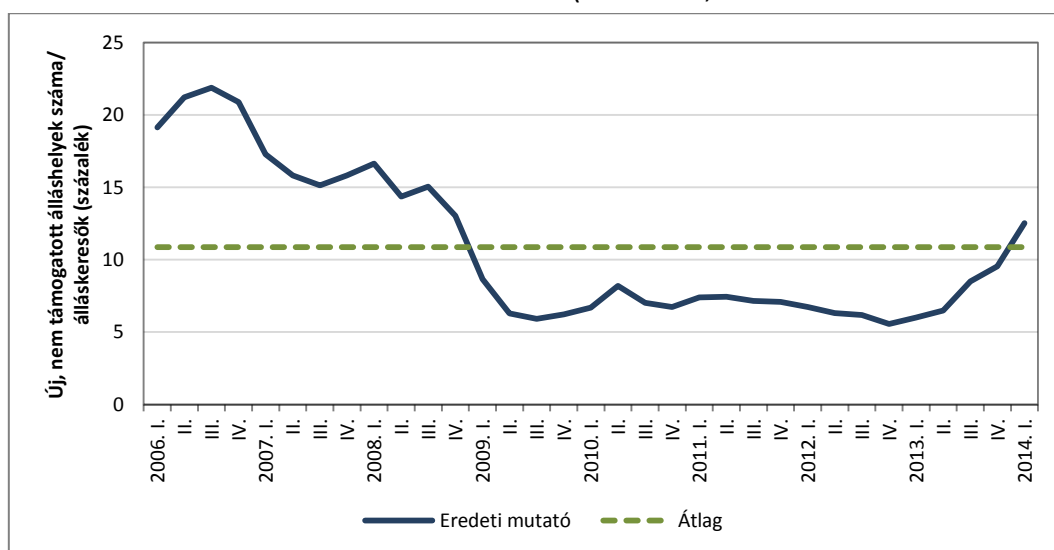
10. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLIEK ÉS A TARTÓS MUNKANÉLKÜLIEK ARÁNYA (SZÁZALÉK, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: KSH

A munkaerőpiac feszességét jellemző Beveridge-görbe alapján a munkaerőpiac egyre feszesebb, mivel a kiírt új, nem támogatott álláshelyek száma több mint 14 ezerrel nőtt egy év alatt. A 11. ábrán látható, hogy az egy álláskeresőre jutó új, nem támogatott álláshelyek száma folyamatosan növekszik már három negyedéve. Az év eleji állapot alapján már lassan a válság előtti feszességi mutatóval rendelkezik a munkaerőpiac. A növekvő munkaerő-igény így érezhető a bérek dinamikájában: a versenyszférában a bruttó átlagkeresetek 5 százalékkal nőttek az év első negyedévében, ami jelentős nettó reálbér-emelkedést jelent. Összességében a bruttó bérek mindössze 1,8 százalékkal növekedtek.

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



Forrás: NMH, Századvég-számítás

A versenyszférán belül a feldolgozóipari bérek dinamikája továbbra is magasabb, mint a piaci szolgáltatásoké, ami összhangban áll a kedvezőbb konjunkturális helyzettel. A prémiumkifizetések mindkét ágazatban elmaradtak az utóbbi évekre jellemző arányoktól. A közsféra bruttó bérei 2014 első negyedében 2,8 százalékkal csökkentek. A közfoglalkoztatás kiszűrését követően a költségvetési intézmények alkalmazottainak átlagkeresetei, bérkompenzáció nélkül, 9 százalékkal emelkedtek, ami a pedagógusok és az egészségügyi dolgozók béremelésének a következménye. A családi adókedvezmény figyelembevételével számított nemzetgazdasági nettó reálkeresetek növekedési üteme 2,6 százalékos volt 2014 első negyedében.

Infláció és monetáris kondíciók

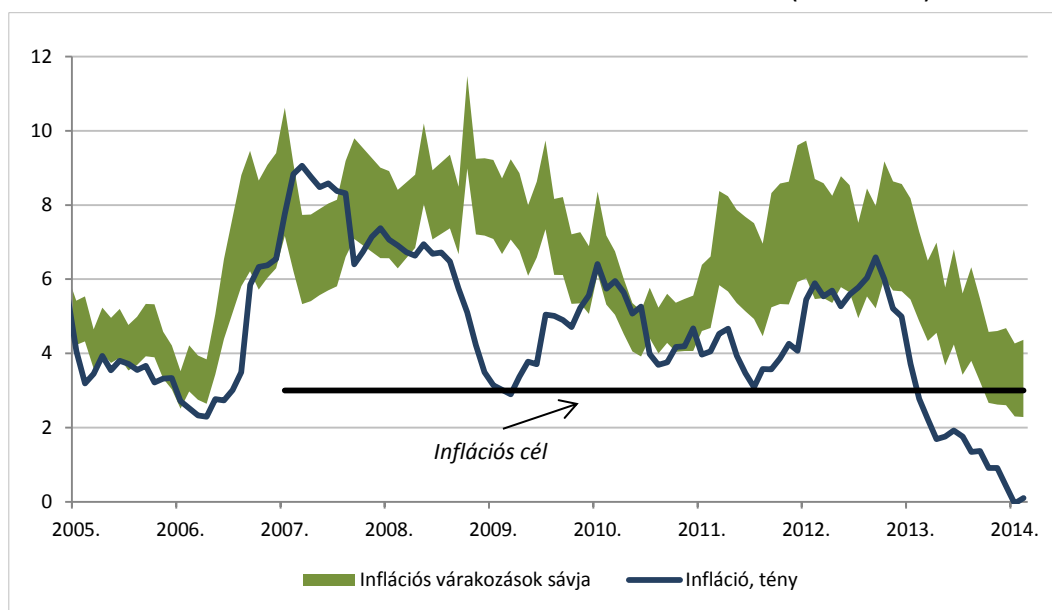
A fogyasztóiár-index – 2014 első negyedét is számítva – már másfél éve trendszerűen csökken. A január–márciusi időszakban korábbi prognózisunk enyhe inflációval számolt, azonban a tényadatok szerint az árak stagnáltak éves összevetésben, amire hazánkban a rendszerváltás óta nem volt példa. 2014 áprilisában a mutató negatívba fordult: az előző év azonos időszakához képest 0,1 százalékos árcsökkenést regisztrált a KSH, és a mutató májusban is hasonlóan alakult, vagyis jelenleg Magyarországon defláció van. A rendkívül nyomott inflációs környezet elsősorban a szabályozott árak csökkentésével hozható párhuzamba. A 2013 júliusában és novemberében végrehajtott közműdíjcsökkentés mellett az idei áprilisi, újabb gázárcsökkentés is hozzájárult a deflációhoz. Mindez azt jelenti, hogy az inflációs folyamatok messze alulmúlják a jegybank 3 százalékos célszintjét, azonban jelenleg az MNB elsődleges célja az árcsökkenés megtörése.

Az áprilisi–májusi időszakban a háztartási energia árának csökkenése (rezsicsökkentés) mellett a legfőbb termékcsoportokban az árak éves bázisú zsugorodását regisztrálták. Az élelmiszerek, a ruházatkodási és a tartós fogyasztási cikkek árának folytatódó, egyre erőteljesebb csökkenése is árleszorító hatással bírt. Mindezekkel szemben jelenleg is árfelhajtó hatású a pénzügyi és biztosítási szolgáltatások áremelkedése, ami a tranzakciós illetékekkel áll kapcsolatban. Ugyanakkor az áremelkedés üteme a bázishatás és az ingyenes készpénzfelvétel miatt csökkent az elmúlt negyedévben. A dohányárrés korábbi megemelése következtében pedig a dohánytermékek folytatódó drágulását mérte a KSH.

Az alacsony inflációs környezet kialakulásához az is hozzájárulhatott, hogy 2013 óta az inflációs várakozások folyamatosan csökkentek, jelenleg pedig egybeesnek az inflációs céllal, amire a célkövetés rendszerének bevezetése óta nem volt példa. Mindez a visszafogott árazási és bérezési viselkedésen keresztül az alacsony inflációs környezet középtávú fennmaradását is jelentheti. A jelenlegi nyomott inflációs környezet és a szabályozott árakat érintő változások az inflációs várakozások előrettekintő jellege miatt további áresést generálhatnak. Az előre bejelentett árcsökkentéseket ugyanis a vállalatok már a mai árakba is beépítik, így profitabilitásuk fenntartása érdekében a visszafogott árképzést többletkínálattal kompenzálják. Ennek következtében az alacsony inflációs várakozások a

kibocsátás rövid távú növekedését vonják maguk után. Ezáltal lehetséges, hogy a dinamikus gazdasági növekedés az árak csökkenésével párosul.

12. ÁBRA: LAKOSSÁGI INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK (SZÁZALÉK)

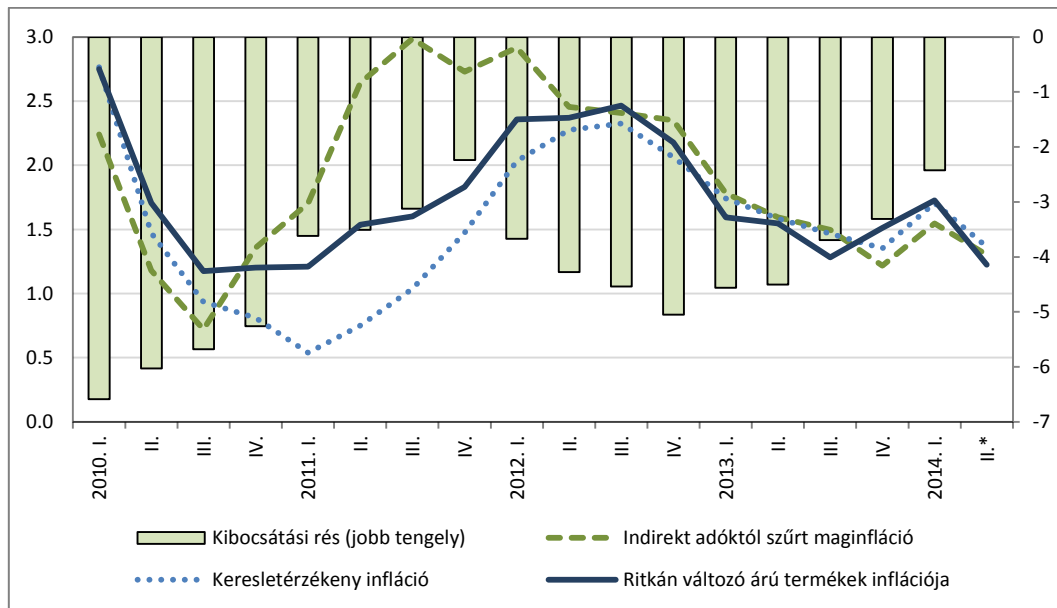


Forrás: MNB

A fenti helyzetre kínál további magyarázatot, hogy vélhetően a gazdaság tényleges teljesítménye nagyobb mértékben marad el a potenciális szintjétől, mint azt korábban becsültük. A kibocsátási résre vonatkozó számításainkat negatív irányba módosítottuk, így az abszolút értékben nagyobb negatív kibocsátási rés erősebb dezinflációs hatást jelent. Az output gap a potenciálisnál gyorsabb tényleges növekedés miatt abszolút értékben csökkent, de $-2,4$ százalékon állt az I. negyedévben. A gazdaság ciklikus helyzete tehát rosszabb, mint márciusban számítottuk, ami egyben azt jelenti, hogy a kibocsátási rés előrejelzési horizontunk, vagyis 2015 után záródhat csak be. Addig nem várható a keresleti korlátok megszűnése, és így érdemi keresletoldali inflációs nyomás sem lesz a magyar gazdaságban.

Az MNB által kalkulált inflációs trendmutatók az I. negyedévben ugyan emelkedtek, de az áprilisi és májusi adatok szerint ez csak átmeneti volt. A ritkán változó árú termékek inflációja három negyedéven át tartó növekedése törhet meg a II. negyedévben. Mindez azt jelenti, hogy a lassú átárazódású termékkör által jelzett középtávú infláció is csökkenésnek indult. Az első negyedéves adatok alapján középtávon az inflációs nyomás erősödésére lehetne számítani, de a 2012 óta tartó trendszerű csökkenés ezt nem támasztja alá. Mindez párhuzamba állítható a kibocsátási rés alakulására vonatkozó legfrissebb becslésünkkel.

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

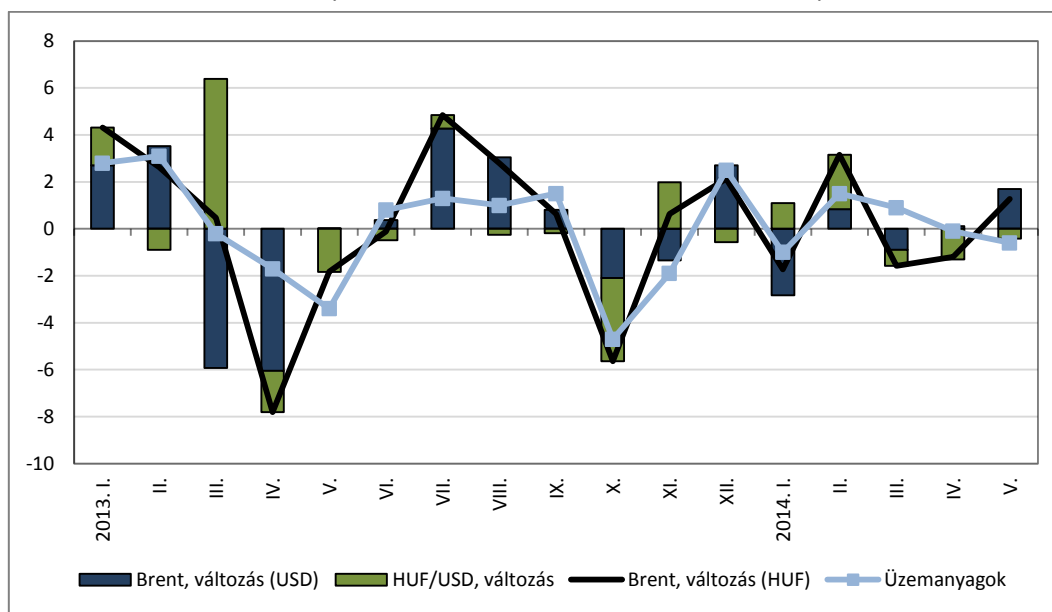


* Csak az áprilisi és a májusi adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Százdév-számítás

A maginflációs kosáron kívüli termékek és szolgáltatások együttes éves áremelkedési üteme a korábbi időszakhoz hasonlóan az infláció csökkenésének irányába mutat. A járműüzemanyagok ára éves összevetésben esett, de az év elejét tekintve bázisnak emelkedő tendencia bontakozott ki: januárhoz képest májusban 1,7 százalékkal drágult a termékkör, ami önmagában 0,14 százalékponttal emelte az inflációs rátát. A forint a dollárral szemben február óta visszaerősödött az év eleji nyitósintjére, vagyis ez az árcsökkenés irányába hatott volna. Ugyanakkor a geopolitikai feszültségek következtében a Brent típusú olaj hordónkénti ára összességében emelkedett: a januári 108-ról májusra 110 dollárra.

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 termelők árak drasztikus zuhanása begyűrűzött. 2014. január–márciusában közel 12 százalékkal csökkent a termékkör ára az előző év azonos időszakához viszonyítva. Tekintettel a tavalyi évi magas árbázisra, a termelők 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 költségoldali inflációs hatások erőteljes lefelé irányuló nyomást helyeztek az inflációra.

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

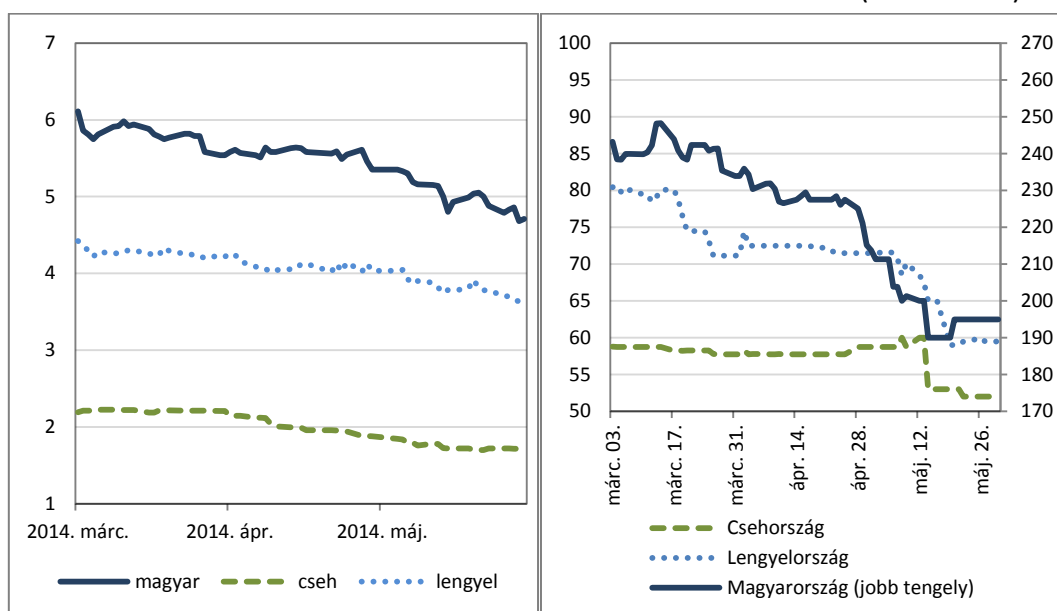


Forrás: Thomson Reuters, KSH, MNB, Százdévg-számítás

Tavasszal is folytatódott a jegybank kamatvágási ciklusa, így május végére 2,4 százalékos szintre csökkent az irányadó ráta, azaz a jegybank összességében 2014. február 28-tól kezdődően három lépésben 30 bázisponttal csökkentette azt. A Monetáris Tanács (MT) indoklása szerint folytatódhat a magyar gazdaság bővülése, továbbá az erősödő gazdasági teljesítmény mellett a kibocsátás elmarad potenciális szintjétől, és a jövő év során közelítheti meg azt. A nemzetközi befektetői hangulat kedvezően alakult az elmúlt időszakban, hazánk kockázati megítélése a régió országaival együtt javult. Hazánk helyzetét az MT más feltörekvő országokkal összehasonlítva fundamentálisan erősnek tartja, sérülékenységét csökkenti a tartósan magas külső finanszírozási képesség és az ennek nyomán csökkenő külső adósságállomány. Az MNB Monetáris Tanácsának megítélése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság óvatos monetáris politikát indokol. Az MT a kamatcsökkentési ciklus folytatásának szükségességéről és lehetőségéről, a makrogazdasági kilátások és a kockázati megítélés alakulásának átfogó értékelése alapján, a júniusi előrejelzés alappályájának és kockázati forgatókönyveinek ismeretében dönt. Felmerül a kérdés, hogy a folyamatos kamatcsökkentés költsége (az esetleges későbbi leértékelődés, illetve a nagyobb árfolyam-volatilitás) vajon kisebb-e, mint annak pozitív hozadéka. Habár azt is érdemes megjegyezni, hogy elsősorban a jelentősen szufficites folyó fizetési mérleg miatt a forint nem célpontja spekulatív támadásnak. Ugyanakkor a hazai 2,4 százalékos jegybanki alapkamat alacsonyabb a lengyelnél, amely ország által kibocsátott kötvények a S&P-nél A, ill. A- besorolást kaptak, amelyek jelentősen jobbak a magyar kockázati minősítéseknél, melyek bővli kategóriában vannak jelenleg. A piac által már beárazott további kamatcsökkentések, vagyis a hozamgörbe rövid vége és a nemzetközi hitelminősítők által alkalmazott besorolás nincs összhangban egymással.

A forint árfolyama az euróval szemben a február végi 310 forintról május végére 303 forintra erősödött. A CDS-felárak mellett a 10 éves állampapírok hozamának fejlődése is jól tükrözte a kevésbé kockázatos piacok kialakulását. Mindhárom régiós országban a CDS-felárak mellett a 10 éves futamidejű állampapírok hozamai is csökkentek, emellett pedig a hazai fizetőeszköz erősödött. A nemzetközi befektetői hangulat javult annak dacára, hogy a Fed folytatta eszközvásárlási programjának lassítását (jelenleg 45 milliárd dollárra csökkent ez az összeg), továbbá az ukrán válság sem terjedt ki, és lokális válságként nem éreztette hatását a nemzetközi pénzügyi piacokon. Az országkockázatot kifejező ötéves magyar CDS értéke 43 bázisponttal, 195-re csökkent az elmúlt három hónap folyamán. Mindeközben a régióban is javult a kockázati megítélés, hiszen a korábbi alacsony szinten történő stagnálás után mind a cseh, mind pedig a lengyel mutató csökkent: előbbi 7, míg utóbbi 20 bázisponttal.

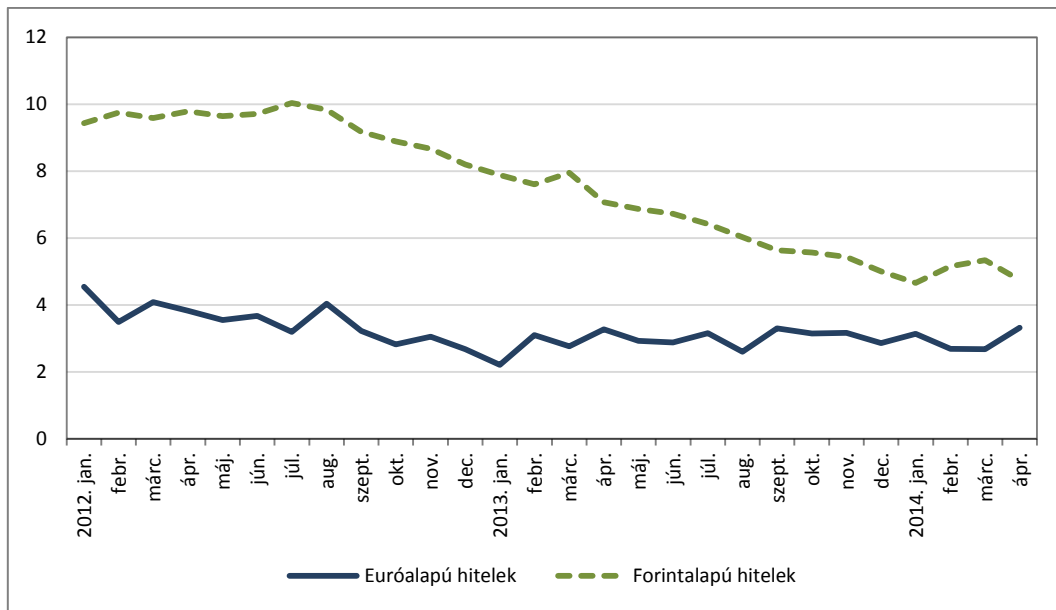
15. ÁBRA: BAL: A 10 ÉVES ÁLLAMKÖTVÉNYEK HOZAMA A RÉGIÓBAN (SZÁZALÉK)
 JOBB: AZ 5 ÉVES CDS-FELÁRAK VÁLTOZÁSA A RÉGIÓBAN (BÁZISPONT)



Forrás: Thomson Reuters

A hazai jegybanki kamatvágással összhangban ugyan, de kisebb mértékben, összességében 11 bázisponttal mérséklődtek a február–áprilisi időszakban a vállalatok számára nyújtott forinthitelek kamatai, miközben az euróhiteleké 17 bázisponttal emelkedtek. Ezzel a 2012 augusztusa óta tartó kamatvágási ciklus alatt összesen 508 bázisponttal mérséklődött a cégek által felvett forinthitelkamatok szintje, míg az euróalapú hitelek kamata átlagosan 72 bázisponttal csökkent. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitelek piacán 57 bázisponttal alacsonyabb kamattal lehetett fogyasztási forinthitelt igényelni 2014 áprilisában, mint három hónapja. A lakáscélú hitelek esetén 29 bázispontra tehető a kamatesés.

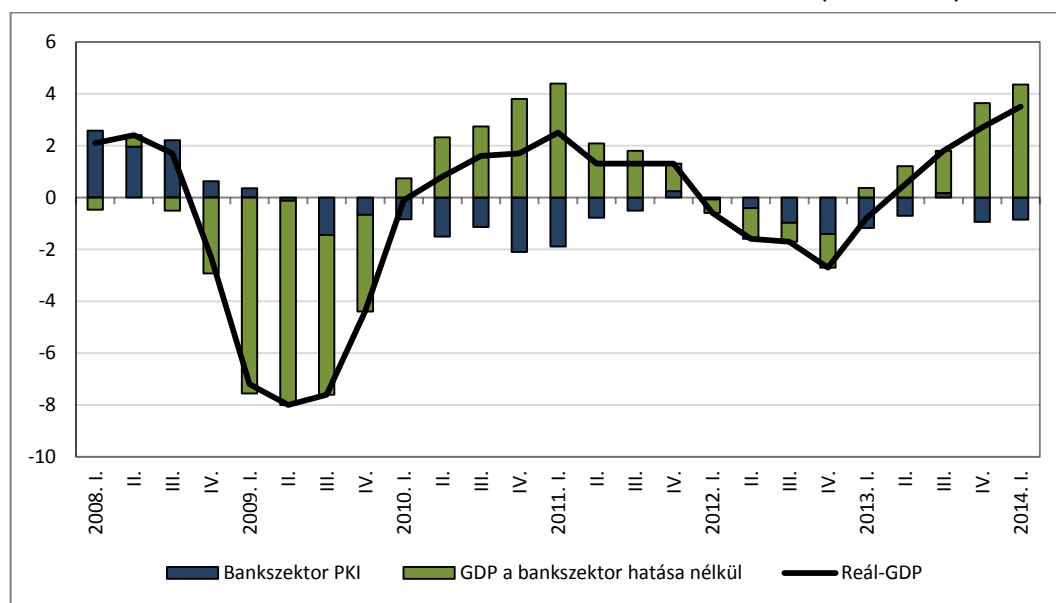
16. ÁBRA: A VÁLLALATI ÚJ HITELEK KAMATAINAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, mely a bankszektor és a monetáris kondíciók éves GDP-növekedésre gyakorolt hatását számszerűsíti. Ezen belül a bankszektorra számított index éves növekedési üteme azt mutatja meg, hogy mennyi a bankrendszer hozzájárulása a reál-GDP növekedési üteméhez. A jegybank számításai szerint 2014 I. negyedévében a kedvezőbb kamatkörnyezet ellenére a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása jelentős maradt. A bankszektor teljes hatása $-0,9$ százalékpontnak felelt meg, vagyis amennyiben nemcsak megállt volna a hitelezés csökkenése, hanem növekedett volna, úgy ennyivel magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna a 2014. év első negyedévére vonatkozóan.

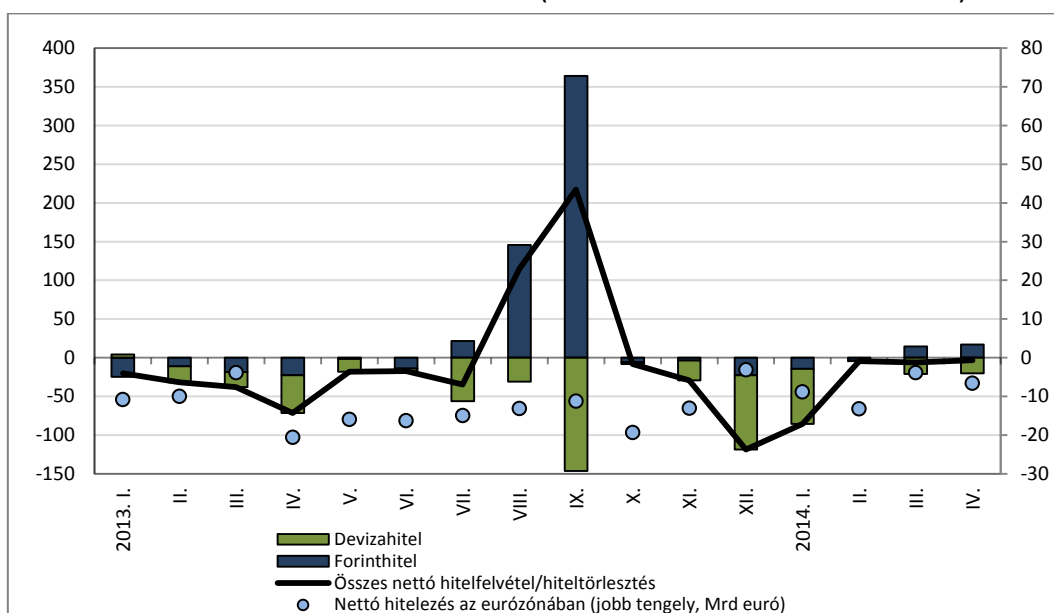
17. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy a teljes vállalati szegmensben a hitelezés zsugorodása csökkent, és az MNB 2014 IV. negyedévében már stagnálással, majd jövőre enyhe növekedéssel számol. A kifejezetten a kvv-k részére kiírt MNB Növekedési Hitelprogram is a hitelezési korlátok enyhítését tűzte ki célul. A program korábbi kiugró pozitív eredményeit 2014 első negyedévében (az előző év IV. negyedévéhez hasonlóan) nem sikerült elérni. Az NHP II. program azonban abból a szempontból mindenképpen sikeres volt, hogy megállította a kvv-eknek nyújtott hitelezés csökkenését, sőt 2013 II. negyedétől kezdődően pozitívba fordult, és az MNB várakozásai szerint a jövőben is pótlólagos hitelfelvételre lehet számítani. A vállalati hitelezésben a szezonálisan szűrt számok alapján az április végi nettó forint hitel-kihelyezés 17,1 milliárd forintnak felelt meg. Mindez azt jelenti, hogy március után ismét a hitelek kihelyezése volt a dominánsabb folyamat a forintban denominált ügyleteknél. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke –20,2 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódó áprilisi teljes nettó hitelezés így –3,1 milliárd forintnak felelt meg.

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

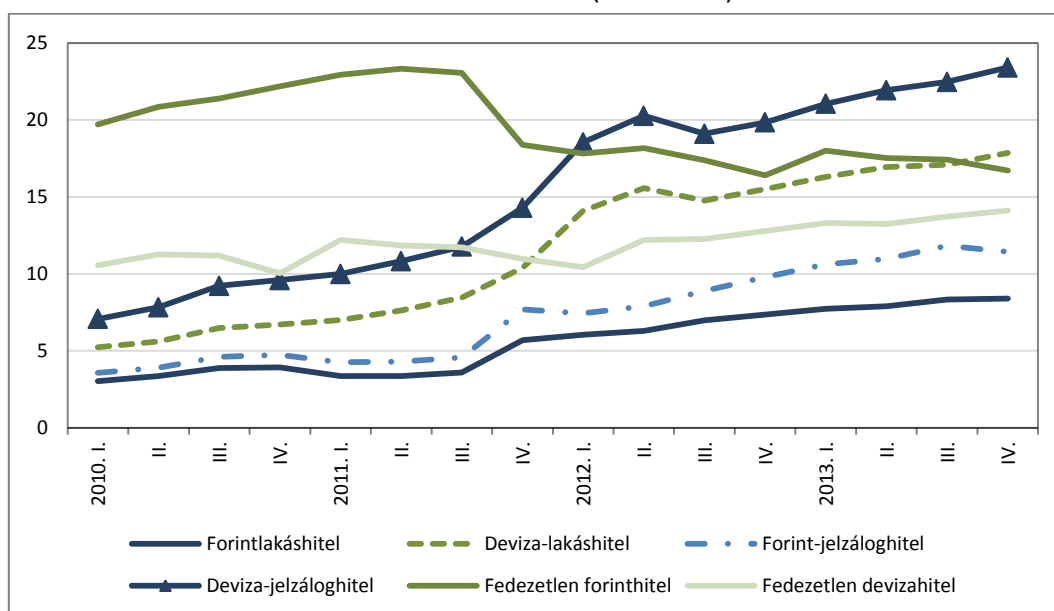


Forrás: MNB, EKB

Az MNB Stabilitási jelentésének részletes adatai szerint 2013 IV. negyedévében a lakossági szegmensben a 90 napon túl késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya a legmagasabb a deviza-jelzáloghiteleknél: 23,4 százalék volt a teljes állományhoz viszonyított ráta. A részletes adatokat vizsgálva kiderül, hogy az összes devizahitel-típusnál romlott a helyzet. A deviza-lakáshitelnél 17,9-re, míg a fedezetlen devizahitelnél 14,1 százalékra nőtt az NPL-ráta. A korábbi időszakban is megfigyelhető volt, hogy újabb devizamentő csomag ígéretekor romlott a törlesztési morál. Ez történhetett a negyedik negyedévben is, amikor végül az árfolyamgát kiszélesítését vezették be. Ennek önmagában pozitívan kellett hatnia az NPL-rátára, ugyanakkor a végső megoldás ígérete itt is negatívan hathatott. A vonatkozó

törvény egyik legfontosabb eleme, hogy az árfolyamgát rendszerében a 90 napon túli tartozás nem kizáró ok. A részvételi arány jelenleg 38 százalékos. A forinthitelek piacán viszont valamivel jobban alakult a helyzet. A forintlakáshiteknél ugyan 8,3-ról 8,4 százalékra nőtt az NPL-ráta, a forint-jelzáloghiteleknél az arány azonban 11,8-ról 11,4-re, míg a fedezetlen forinthiteleknél 17,4-ről 16,7 százalékra csökkent 2013 utolsó három hónapjában, ami még így is nagyon magasnak számít. Az MNB előzetes adatai szerint 2014. március végén a háztartási hitelek 19,2 százaléka volt 90 napon túli késedelemben, ami 0,4 százalékpontos növekedésnek felel meg az előző negyedévhez képest. Eközben a vállalati hitelek teljes állományának 16,9 százaléka volt 90 napon túl késedelmes, amely 0,7 százalékpontos növekedést jelent egy negyedév alatt.

19. ÁBRA: A NEM TELJESÍTŐ HITELEK ARÁNYA (NPL) TERMÉKENKÉNT A LAKOSSÁGI SEKTORBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

Az MNB adatai szerint 2014. január–március között 75 milliárd forintos adózás előtti nyereséget jelentett a bankszektor. Az egy évvel korábbi értékhez képest a jutalékeredmény 23 milliárd forinttal nőtt. A kedvezőbb és tovább emelkedő kamateredmény továbbra is abból fakadt, hogy a bankok kamatráfordításait nagyobb mértékben tudták csökkenteni, mint amilyen mértékben visszaestek kamatbevételeik. Azaz betéti oldalon a kamatok jobban csökkentek, mint a hiteloldalon. 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. március végéig 4,44 százalékponttal, a lakáscélú hitelállományra vonatkozó átlagos kamatláb csak 1,82 százalékponttal csökkent. Figyelembe véve azt, hogy a forintalapú lakáscélú hitelállomány 1566 milliárd forint, a bankszektor a kamatkülönbözeten 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.

A Növekedési Hitelprogram második szakasza 2013 októberében indult el 500 milliárdos keretösszeggel, amely 2000 milliárdos nagyságúra bővíthető. Tekintettel arra, hogy a hitelkihasználtság túllépte a 100 milliárd forintos határt, az MNB úgy döntött, hogy havi rendszerességgel közöl összeállítást a kihasználtság mértékéről. 2014. május 30-ig a programban részt vevő partnerek mintegy 175 milliárd forintnyi szerződésről nyújtottak be adatszolgáltatást az MNB felé, ami 4646 vállalkozáshoz kapcsolódóan 5902 darab hitelügyletet jelent. Az ágazati elosztást tekintve a mezőgazdaság, a feldolgozóipar és a kereskedelem, javítás ágazatok részesedése kimagasló, a hitelek közel háromnegyede ebbe a három ágazatba irányult. Az új hitelek esetében a beruházási célúak részesedése 61 százalék, az új forgóeszközhitelké 23 százalék, míg az EU-s támogatások előfinanszírozására nyújtott hitelek aránya 16 százalék. A jegybank arra számít, hogy a teljes 500 milliárdos keretösszeget lehívják az év végéig.

A cél teljesítésének érdekében – a korábbi, lanyhának mutató kereslet miatt – négy változtatást hajtott végre a jegybank, amelyek 2014. május 1-jétől, illetve június 1-jétől léptek életbe:

- A forgóeszközhitel maximális futamidejét 1-ről 3 évre emelték.
- Lehetővé vált a faktoring finanszírozása.
- A kkv-k számára a továbbértékesítési célú kereskedelmiingatlan-vásárlás mellett lehetővé vált kereskedelmi ingatlanok bérbeadási célú megvásárlásának refinanszírozása is azokban az esetekben, ha az nem teljesítő vagy felmondott hitelhez kapcsolódik. Ennek következtében a kereskedelmiingatlan-hitelek portfóliótisztítása felgyorsulhat.
- A beruházási hitelek lehívásának végső határideje fél évvel kitolódott/kitolódik.

Az NHP további egyik legnagyobb érdeme, hogy segítségével az MNB elkerülte a kkv-szektorban a hitelezés összeomlását. A kis- és középvállalkozások hitelezésének zsugorodása gyorsult 2013 első felében, így ennek megállítása a kedvező finanszírozás nyújtásával elemi érdek volt a foglalkoztatottság csökkenésének megakadályozása céljából is. A május 30-ig nyújtott 175 milliárd forintos összeg az 500 milliárdos kerethez képest még alacsonynak tűnik, ugyanakkor a májusban kihelyezett 50 milliárdos hitelösszeg már biztató, és vélhetően az MNB négy újításának tudható be.

Érdeemes megvizsgálni azt a kérdést, hogy hogyan aránylanak a NHP keretében a kkv-knak nyújtott hitelek a kkv-nak nyújtott többi hitelhez. Az összevetés csak részben végezhető el, hiszen egyrészt az MNB csak ad hoc jelleggel közölt adatokat az év első negyedében. A kkv-knak nyújtott összes hitelt az MNB negyedévenként publikálja, az adatok így csak 2014 márciusáig állnak rendelkezésre. Az NHP II. keretében nyújtott forinthitelek volumene az első

negyedévben 66 milliárd forint volt, amelyből 51 milliárd tekinthető hosszú lejáratúnak, ez jelentősen megközelíti a kkv-eknek nyújtott éven túli hitelek volumenét (72 milliárd forintot) az első negyedévben. Az éven belüli NHP-s forgóeszközhitel volumene, tekintettel arra, hogy nem bontható szét egyes hiteltípusokra, elenyésző részt képvisel a teljes rövid lejáratú hitelekben belül (15 milliárdot a 296 milliárd forintos első negyedévi kihelyezésből). Az tehát mindenképpen elmondható, hogy az éven túli hiteleknel a kis- és középvállalkozások elsősorban az NHP II. által kínált hiteleket veszik igénybe.

A várható makrogazdasági pálya

Feltevésünk alakulása

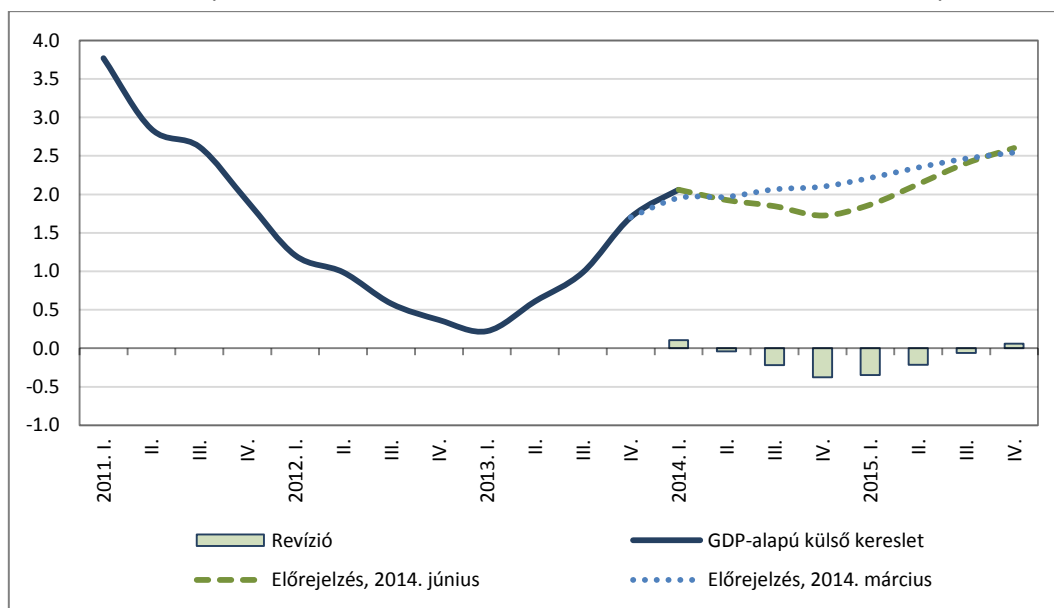
A magyar export iránt megnyilvánuló, GDP-alapú külső kereslet az idei első negyedévben enyhén magasabban alakult, mint azt a márciusi előrejelzésünkben feltételeztük. Hazánk legfőbb külkereskedelmi partnerei, melyek döntő többsége továbbra is az Európai Unió 28 tagországából kerül ki, gyorsuló növekedési rátát regisztráltak, így folytatódott a tavalyi év eleje óta tartó gazdasági konszolidáció. A legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország növekedése enyhén felülteljesítette korábbi várakozásunkat, döntően innen ered a jobb teljesítmény. A 2,1 százalékos kitevő aggregált növekedés már eléri a historikus átlagot, amely a partnerországokban tapasztalt, általánosságban javuló munkaerő-piaci helyzet, a helyreálló bizalom és az erősödő belső kereslet következménye. Mindezek hatására élénkült a külső kereslet, ami kedvező hatást gyakorolt a magyar kivitelre is.

A kedvező első negyedévi tényadatok ellenére az idei évre vonatkozó feltevésünket enyhén negatív irányba módosítottuk. Ennek elsődleges forrása, hogy a legfrissebb gazdasági előrejelzések az előző negyedévihez képest némileg romlottak. Az Egyesült Államokban a rendkívüli időjárás miatti rossz első negyedév az egész évi teljesítményt negatívan befolyásolja. Emellett a fejlődő piacokon várhatóan folytatódik a növekedési ütemek lassulása, elsősorban Kína lassuló bővülésének következtében. Az ukrán–orosz válság fokozódása szintén negatív irányban befolyásolja keleti partnereink gazdasági kilátásait, és így a külső keresletüket. A globális likviditás várható alakulásának tekintetében ugyanakkor számottevő változás nem következett be, mivel a Fed kötvényvásárlási programjának további szűkítését ellensúlyozhatja az EKB által bejelentett jelentős monetáris lazítás. Mindezek hatására júniusi alappályánkon az aggregált külső kereslet átmeneti lassulására számítunk. 2014 egészében az előző negyedévinél 0,1 százalékponttal alacsonyabb, 1,9 százalékos súlyozott növekedést prognosztizálunk.

A külső kereslet pályája feltevésünk szerint 2015-ben újból felfelé ívelhet. Korábbi prognózisunkhoz hasonlóan a munkaerő-piaci helyzet fokozatos javulását valószínűsítjük, továbbá a hitelezési feszültségek oldódása miatt tovább erősödhet a belső kereslet 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 évi áthúzódó hatása is gyengíti a magyar termékek iránt megnyilvánuló külső keresletet. Mindazonáltal a negatív hatásokat enyhíti az EKB monetáris lazítása, amely így tartósan fenntartja a globális likviditásbőséget. A legfőbb külkereskedelmi partnereinknél 2015-ben a súlyozott GDP-növekedés korábbinál 0,1 százalékponttal lassabb, 2,3 százalékos bővülésére számítunk.

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



Forrás: Századvég-számítás

A mezőgazdasági termelőiár-indexre vonatkozó feltevésünket a márciusihoz képest lefelé módosítottuk 2014-ben, melynek oka az I. negyedévben fennmaradó jelentős áresés. A magas bázis miatt az idei év első felében az árak csökkenése lesz jellemző, a második féltől már emelkedésre számítunk. 2014-ben 2,5 százalékos árcsökkenéssel kalkulálunk az alappályán, míg 2015-ben feltételezésünk szerint éves bázison 3,8 százalékkal nőnek az árak.

A Brent kőolaj átlagos ára 2014 első negyedévében 108 dollár/hordó volt, ami a második negyedévben várhatóan (körülbelül hordónként 1 dollárral) tovább emelkedik. A jelenleg magas szinten álló olajárak az ukrán–orosz konfliktus éleződése, illetve a líbiai zavargások következtében csökkenő export okozza. Az elmúlt három évben geopolitikai események sorozata (észak-afrikai zavargások, közel-keleti események, természeti katasztrófák és extrém hideg tél Észak-Amerikában, ukrán–orosz válság stb.) emelte a Brent típusú nyersolaj világpiaci árát az egyensúlyinak tartott 100–105 dollár/hordó árnál 5–15 százalékkal magasabb szintre. A viszonylag magas olajárak ellenére a piac továbbra is bízik a korrekcióban: a határidős árak alapján készített előrejelzés szerint a Brent egységára egy fokozatos csökkenést követően, 2015 végére 104 dollár/hordó körüli szinten állhat. Ezt a várakozást teljes mértékben alátámasztják a keresleti-kínálati prognózisok. A világszerte

javuló makrogazdasági mutatók szerint a gazdaság lassan kilábal a válságból, de 2015 végéig olyan mértékű növekedés nem valószínűsíthető, ami a kínálat bővülését meghaladó mértékű olajkereslet-növekedést eredményezne. Kínálati oldalon az OPEC-országok kitermelésére a stagnálás, esetleg enyhe csökkenés lesz jellemző. A nem OPEC-országokban – azon belül is elsősorban Észak-Amerikában – folytatódik a termelés intenzitásának felfutása. A kőolaj-kitermelés várhatóan 2015 végéig a kereslet bővülését meghaladó mértékben emelkedik, ami lenyomhatja az árakat.

Korábbi prognózisaink során a Fed kötvényvásárlási programjának kivezetése miatt a likviditásbőség szűkülését vártuk, ami a tőkekiáramlás felgyorsulásán keresztül megemeli a kockázati prémiumokat. Az EKB júniusi döntése, mely jelentős likviditásbővülést okoz a globális piacon, ezt a hatást ellensúlyozza. A fentiek alapján – az előző negyedekkel ellentétben – már nem számolunk a kockázati prémiumok megemelkedésével.

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

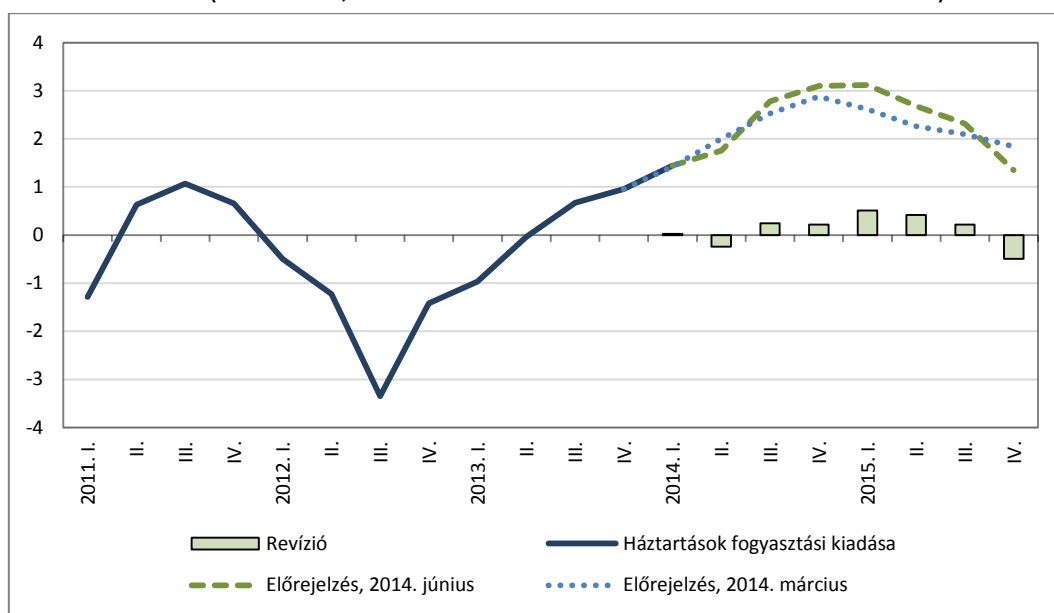
A hazai export a vártnál jobban teljesített az idei I. negyedévben, a főbb exportpartnereink általánosan erősödő gazdasági teljesítményeinek és a javuló cserearányoknak köszönhetően. Az idei év egészére vonatkozó előrejelzésünket ez önmagában javítaná, ugyanakkor a fejlődő országoknál tapasztalt folytatódó lassulás, valamint az ukrán–orosz konfliktus eszkalálódása ennek hatását tompítja. Mindezek alapján 2014-ben a márciusi prognózissal közel megegyező, 5,8 százalékos exportvolumen-bővülést várunk. A jövő év folyamán a főbb gazdasági partnereink növekedése gyorsulhat, köszönhetően a munkaerőpiac és a hitelpiac fokozatos konszolidációjának. A partnerországok belső keresletének emelkedése pedig megjelenik a hazai kivitelen: 2015-ben 6 százalékos exportnövekedést prognosztizálunk.

Az importvolumen növekedése január–március folyamán szintén meghaladta legutóbbi várakozásunkat. A dinamikusabb export és a fokozatosan erősödő belső kereslet többletimportot generál. Mindez az egész előrejelzési horizontra jellemző folyamat lesz, főként a beruházások és a fogyasztás importigénye nyomán. Ennek következtében 2014-re a korábbi előrejelzésünket 0,3 százalékponttal meghaladó, 6,5 százalékos importvolumen-bővülésre számítunk. Jövőre ennél enyhén erősebb növekedési rátával kalkulálunk: 6,7 százalékra rúghat a behozatal emelkedése. Ezzel az import mindkét évben felülmúlhatja az export bővülési ütemét.

A fentiek alapján a hazai külkereskedelem áruforgalmi egyenlege a teljes előrejelzési horizonton többletet mutathat, tekintettel az export importot meghaladó szintjére. Mivel azonban a behozatal erősödik gyorsabb ütemben, várakozásunk szerint a külkereskedelmi aktívum idén enyhén csökkenhet, 6,9 milliárd euróra. 2015-ben ezzel megegyező mértékű áruforgalmi többletet valószínűsítünk. A nettó export változása így meglátásunk szerint sem idén, sem pedig jövőre nem lesz jelentős hatással az éves GDP-növekedés rátájára.

A háztartások fogyasztási kiadása – a márciusi előrejelzésünkben megadotthoz hasonló – növekvő pályán maradt az első negyedévben is. Ugyanakkor a lakosság továbbra is adósságproblémával küzd, így idén még folytatódhat a mérlegalkalmazkodás. Ezzel párhuzamosan pedig az óvatossági megtakarítások is visszafogják a fogyasztás bővülési ütemét. Ezek a hatások azonban a rendelkezésre álló jövedelem folyamatos emelkedésével és a lakossági bizalom helyreállításával párhuzamosan egyre inkább enyhülnek. A fogyasztási pályáról alkotott képünk az előző negyedévhez képest érdemben nem változott: tartós fordulatra, 2,3 százalékos növekedésre számítunk idén. Ez 0,1 százalékponttal magasabb, mint a márciusi előrejelzésünk, döntően az alacsonyabb infláció reáljövedelmet növelő hatása miatt. A jövő évi, 2,4 százalékos fogyasztásbővülést a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése támogatja a növekvő foglalkoztatottságon és az emelkedő reálbéréken keresztül. A fogyasztásbővülés üteme jövőre már meghaladhatja a reálberek növekedési rátáját, vagyis arra számítunk, hogy a tartósan kedvező gazdasági kilátások és az alacsony kamatkörnyezet következtében a háztartások fogyasztási hajlandósága emelkedik: csökken az óvatossági megtakarítások mértéke, továbbá a mérlegalkalmazkodás folyamata is lezárul.

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



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

A közösségi fogyasztás esetében az ideai konvergenciaprogramban megadott pályát vettük át. Ennek megfelelően 2014 egészében 1,5 százalékos növekedéssel számolunk: a kormányzati fogyasztás bővülése mellett a természetbeni társadalmi juttatások csak enyhén emelkednek. 2015-ben 0,6 százalékkal csökkenhet a közösségi fogyasztás a természetbeni társadalmi juttatások szinten maradása és a kormányzati fogyasztás zsugorodása következtében.

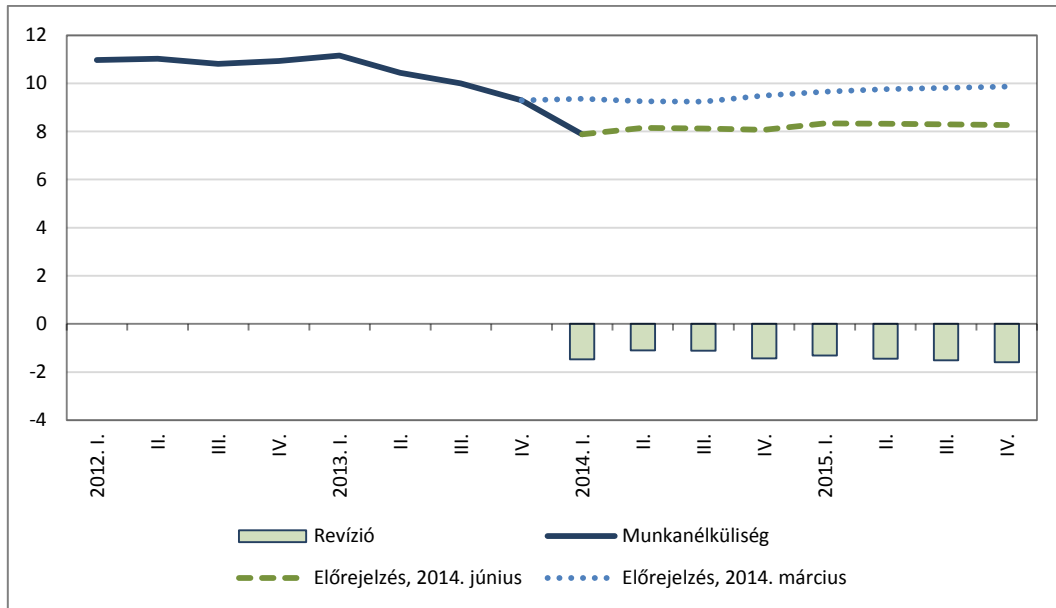
A bruttó állóeszköz-felhalmozás az ideai első negyedévben jelentős pozitív meglepetést okozott márciusi prognózisunkhoz képest. Ennek elsődleges forrása a versenyszféra

beruházásainak vártnál dinamikusabb bővülése, melyben a Növekedési Hitelprogram is szerepet játszhatott. A kedvezően alakuló első negyedév hatására így a 2014. évi beruházásnövekedés a korábbi előrejelzésünknél gyorsabb lehet: több mint 2 százalékpontos revíziót követően 8,2 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 beindulni látszik, mivel csak májusban 50 milliárd forinttal nőtt a hiteligénylés mértéke. Ez pedig azt jelenti, hogy az idei év egészében ténylegesen elfogyhat a rendelkezésre álló 500 milliárd forintos keretösszeg. Mivel ennek 90 százaléka beruházásokra fordítandó, így a versenyszféra beruházásai is nagyobb ütemben emelkedhetnek. Az idei évinél alacsonyabb, 5,1 százalékos beruházásbővülést prognosztizálunk jövőre, ami a márciusi előrejelzésünknél közel 1 százalékponttal magasabb. A revízióban az NHP második szakaszának korábban feltételezettnél jobb kihasználtsága, illetve annak áthúzódó hatása jelenik meg, továbbá a tartósan alacsony kamatkörnyezet. A 2014-ről 2015-re lassuló beruházási dinamika mögött az áll, hogy az idei magas bázis mellett az NHP kifut (jelenleg 2014. december 31-ig él a program), valamint az állami beruházások is visszafogottabban alakulnak a 2007–2013-as uniós tervezési időszak forrásainak apadása miatt. A beruházások a teljes előrejelzési horizonton a GDP-nél dinamikusabban bővülnek, így a beruházási ráta 2015-re meghaladhatja a 19 százalékot.

A GDP 2014 I. negyedévi növekedése – döntően a beruházások vezérelte belső felhasználás dinamikusabb fellendülésének köszönhetően – jelentősen felülmúlta a várakozásunkat. A kiugróan jó első negyedév következtében az idei GDP-növekedést is pozitív irányban revideáltuk. Meglátásunk szerint a belső felhasználás további erősödését elsősorban a beruházások vezérik 2014-ben, így ez lesz a gazdaság motorja. A felfutó belső kereslet nyomán azonban a nettó export változása csak kismértékben vagy egyáltalán nem tudja támogatni a gazdaság növekedését. Ezzel egy elsősorban már a belső forrásokra támaszkodó gazdaságszerkezet alakul ki, amelynek keretében a bruttó hazai termék 3,1 százalékos növekedését várjuk. A jövő évi növekedési kilátások márciushoz képest szintén kedvezőbbek, melynek elsődleges forrása, hogy a gazdaság teljesítménye továbbra is elmarad a potenciális kibocsátás szintjétől, sőt a kibocsátási rés csak az előrejelzési horizontunk után záródhat. 2015-ben a belső felhasználásra támaszkodó magyar gazdaság növekedési üteme elérheti a 2,7 százalékot.

A kormányzat munkakínálatot növelő intézkedéseinek köszönhetően az aktivitás bár visszafogottan, de tovább bővíthet az előrejelzési horizonton. A növekvő munkakínálatot az állami közfoglalkoztatási programok mellett a versenyszféra emelkedő munkakereslete is felszívhatja. Emiatt az idei évben 8,1 százalékos lehet a munkanélküliek aránya, amely jövőre 8,3 százalékra emelkedhet. 2015-ben arra számítunk, hogy a közfoglalkoztatási programok volumene enyhén csökken, de a munkaerőpiacról kiáramlott támogatottak egy része marad csak aktív.

22. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLISÉGRE VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)



Forrás: Századvég-számítás

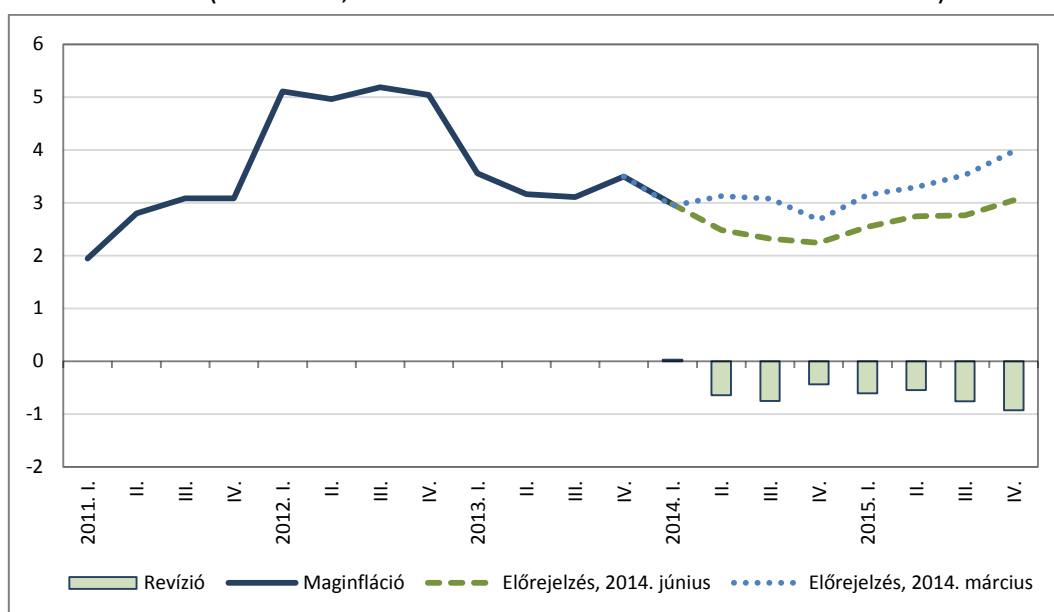
Előző negyedéves prognózisunkhoz képest magasabb lett a foglalkoztatottság, köszönhetően a vártnál jobban bővülő közfoglalkoztatásnak, amely a szezonálisan szűrt adatokat jelentősen torzította. Az idei évben tovább nőhet a versenyszférában a foglalkoztatottak száma, miközben a közszférában a közfoglalkoztatottak száma nem bővül tovább, de a Kormány tervei szerint megmarad az átlag 200 ezres foglalkoztatás. Az előző negyedéves előrejelzésünkhöz képest több foglalkoztatott lehet idén, amely elérheti a 4 millió 155 ezer főt. Jövőre a foglalkoztatottság várakozásunk szerint már nem emelkedik tovább, melynek legfőbb oka a közfoglalkoztatás enyhe visszaesése. A versenyszférában ugyanakkor a foglalkoztatottság további 10 ezer fővel bővízhet jövőre, összhangban a gazdaság növekedésével.

Az idei év elején a várakozásainkhoz képest jobban bővültek a versenyszféra keresetei. Az alacsonyabb inflációs folyamatok ellenére, a feszebb munkaerőpiaccal összhangban, magasabb, 4,3 százalékos béremelésre számítunk idén. A közszféra béreinek előrejelzése során figyelembe vettük a pedagógusi életpályamodell, valamint az egészségügyi dolgozók idei évi béremelésének a hatását. Idén a teljes nemzetgazdaságban 2,6 százalékos lehet a bruttó keresetek növekedési rátája, így a bruttó reálbérek jelentősen emelkednek. Jövőre, bár némileg alacsonyabb gazdasági növekedést várunk, a magasabb inflációs pálya mellett gyorsabban növekedhetnek a keresetek: a bérnövekedési ráta így várakozásunk szerint akár a 4,9 százalékot is elérheti a nemzetgazdaságban.

A maginfláció rövid távú alakulására vonatkozó márciusi prognózisunknak megfelelt az első negyedéves ráta. Ugyanakkor az idei év egészét tekintve jelentősen módosítottuk előrejelzésünket, melynek elsődleges forrása az április–májusi tényadatok mellett a gazdaság ciklikus pozíciójáról alkotott képünk revíziója. A kibocsátási rés a legfrissebb becslésünk

szerint ugyanis továbbra is jelentősen negatív, és az általunk kalkulált növekedési pálya mentén csak 2015 után záródhat be. Mindez azt jelenti, hogy a teljes előrejelzési horizonton fennmarad és a korábban becsülnél erőteljesebb lesz a keresleti korlát miatti dezinflációs hatás. Várakozásunk szerint a maginfláció 2014 folyamán lassan csökken, mélypontját az idei év végén éri el. Ekkorra már teljes mértékben begyűrűznek a korábbi negatív ársokk, például a mezőgazdasági termelői árak jelentős zsugorodása. 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.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az éves bázisú fogyasztóiár-index a júniusi alappályánkon lényegében végig a maginflációs mutató alatt tartózkodik. Az idei évi inflációs folyamatokat a közműdíjak csökkentése befolyásolja leginkább. Egyrészt a 2013 novemberében elkezdett fázis lényegében egész 2014 során lefelé nyomja az inflációt. Másrészt a kormányzat idén februárban elfogadott háromlépcsős rezsicsökkentése is árleszorító hatást generál (a II. és IV. negyedévtől kezdődően). Ezzel szemben idén a III. negyedévtől megszűnik a defláció, ekkor ugyanis kikerül a bázisból egy korábbi rezsicsökkentés, amely felfelé hajtja a 12 havi árindexet. Összességében a fentiek, valamint az inflációs várakozások csökkenése miatt 2014 folyamán is nyomott inflációs környezetre, 0,4 százalékot kitevő éves pénzromlási ütemre számítunk. A jövő évi árfolyamatokat tekintve érdemben nem változtattunk márciusi prognózisunkon, mivel új intézkedést nem jelentettek be, és az idei alacsonyabb infláció bázishatását a mérsékeltebb kamatkörnyezet és a rosszabb ciklikus pozíció nagyjából ellentételezi. Ennek megfelelően 2015-ben az infláció felpörgésére számítunk, amely az év végére eléri a

jegybanki inflációs célnak megfelelő 3 százalékos ütemet. A jövő év egészét tekintve 2,6 százalékos fogyasztóiár-indexet prognosztizálunk.

Véleményünk szerint a rövid távon fennmaradó, nyomott inflációs környezet és a gazdaság ciklikus pozíciója teret engedhet a kamatcsökkentés óvatos folytatásának. Ezt a globális piaci hangulat is támogathatja, tekintettel a likviditásbőség fennmaradására. Ennek megfelelően várakozásunk szerint 2,0 százalékra csökken a jegybanki alapkamat, és ősszel megáll a kamatcsökkentési ciklus. Ez az alacsony szint az idei év végén is fennmaradhat, amennyiben a befektetői környezet is kedvezően alakul. Ugyanakkor 2015 I. negyedévében 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

Az államháztartás első öthavi hiánya ugyan elérte a teljes éves előirányzat 70 százalékát, ennek ellenére tartható az idei költségvetés. Idén a bevételi oldalon az áfabevételeknél látszik egy jelentős kockázat, de ezt ellensúlyozza, hogy a gazdálkodószervezetek és a lakosság részéről a vártnál több bevétel érkezhethet az államkasszába. A kiadási oldalon a közfoglalkoztatási programok okozhatnak negatív kockázatot, de megtakarítás keletkezhet a korhatár alatti ellátásoknál és a lakástámogatásoknál. Ezeken túl kockázatot jelenthet még az idei büdzsére a mobilfrekvencia-használati díjak esetleges elmaradása, illetve a takarékszövetkezeti integrációra fordítandó kiadások. A tartalékokkal együtt viszont így is a tervezett 2,9 százaléknál kedvezőbb, 2,5 százalék lehet az államháztartás idei hiánya, amihez hozzájárul az önkormányzati szektor kedvező pozíciója. Az államadósság is csökkenhet, 2014-ben 78,2 százalékot tehet ki a tavalyi 79,2 százalék után.

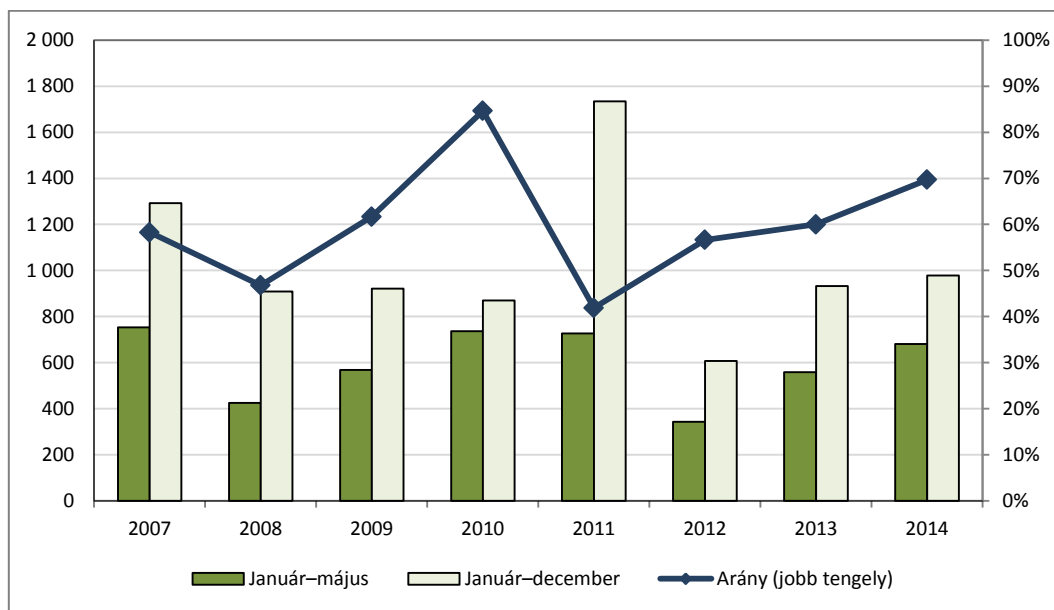
Magyarország befektetői megítélése összességében javult a tavaszi hónapokban. A Fed eszközvásárlási programjának szűkítése nem éreztette hatását a feltörekvő piacokon. Az EKB júniusi döntése értelmében a kereskedelmi bankokra érvényes negatív betéti kamatok miatt a bankok pótlólagos likviditással rendelkeznek majd, így globálisan fennmarad a kedvező likviditásbőség. A másodpiaci hozamgörbe március elejéhez képest jelentősen lefelé tolódott és laposabbá vált. Ez az összesen 30 bázispontos kamatvágás és a kedvező nemzetközi pénzügyi piaci hangulat együttes hatásaként jelentkezett. A piac számít a monetáris lazítás folytatására, mivel a jegybanki alapkamatnál alacsonyabb a másodpiacon a 3 hónapos diszkontkincstárjegy hozama. A jegybanki devizatartalékok szintje elsősorban a 3 milliárd dolláros kötvénykibocsátás hatására 36 milliárd euróra növekedett.

A folyó fizetési mérleg továbbra is pozitív egyenlege 2013 IV. negyedévében enyhe csökkenést mutatott az előző negyedévhez képest, elsősorban az áruforgalmi többlet csökkenése miatt. A jövedelemkiáramlás mértéke érdemben nem változott. A tőkemérleg egyenlege az előző negyedévhez képest jelentős mértékben emelkedett a IV. negyedévben. Az EU-transzferek beáramlása szintén meghaladja előző háromhavi időszakban regisztrált összeget. Összességében az ország nettó finanszírozási képessége jelentősen javult az előző negyedévhez képest: 7-ről 7,7 százalékra nőtt a GDP-arányos mutató. A pénzügyi mérleg egyenlege ismét forrásbeáramlást mutatott, amely két negyedévnyi jelentős mértékű forráskiáramlás után következett be. Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben a reálgazdasági aktívum szerepének enyhe 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 2014. évre 7,1 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk, míg 2015-ben 6,3 százalékon állhat a mutató.

Fiskális politika

Május végéig az államháztartás⁵ kumulált hiánya – az önkormányzati szektor nélkül – 681,7 milliárd forint volt. Ezen belül a központi költségvetés 817,3 milliárd forint deficittel, a társadalombiztosítási alapok 109,3 milliárd, az elkülönített állami pénzalapok pedig 26,3 milliárd forintos többlettel zárták az első öt hónapot. A központi alrendszer hiánya az egész évre tervezett 977,8 milliárd forintos deficit 70 százaléka volt. Ez az arány az előző évihez képest nagyobb, és az elmúlt évek átlagánál is magasabb.

24. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ELSŐ ÖTHAVI EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA (MILLIÁRD FT)



Forrás: Magyar Államkincstár

Ugyanakkor fontos kiemelni, hogy az éves tervezett hiány arányában mért egyenleg összehasonlítása az időarányos lefutással, valamint a megelőző évek első öt hónapjával könnyen téves következtetésekre vezethet. A bevételi oldalon több olyan tétel van, ami nem időarányosan folyik be a költségvetésbe, és a kiadási oldalon is sok az olyan tétel, melyek éven belüli eloszlása nem egyenletes.

A következőkben a költségvetés egyes tételeit külön-külön vizsgáljuk meg abból a szempontból, hogy az év első négy⁶ 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.

⁵ 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.

⁶ Részletes adatok csak az első négy hónapra állnak rendelkezésünkre, ezért az előzetes ötödik havi adatok figyelembevétele nélkül készítjük a részletes elemzést.

A bevételi oldalon a gazdálkodói befizetéseknél hasonló tendencia körvonalazódik, mint tavaly: a két kisadó (kata, kiva) iránti érdeklődés alulmarad az elképzelésekhez képest, míg evából és társasági adóból a tervezettnél több érkezik az államkasszába. A 2013-ban bevezetett két új adónem iránt a tervezettnél jóval kisebb volt az érdeklődés, ami nyomán a Kormány az idejéig terveit korrigálta, és csökkentette az előirányzatokat, illetve változtatott a kata (kisadózók tételes adója) szabályain, amivel vonzóbbá tette az adónemet. Az első négy hónap után ugyanakkor úgy véljük, hogy a revideált előirányzatoknál is kevesebb lehet az itt befolyó bevétel. Ez ugyanakkor azzal jár, hogy nőnek a társasági adóból és evából befolyó bevételek, hiszen a vállalkozások ezekben az adórendszerekben maradnak. Összességében ezek hatására a gazdálkodói adókból a tervezettnél több érkezik az államkasszába, azaz a vártnál nagyobb társaságiadó- és evabevételek kompenzálják a kivából és katából be nem folyó bevételeket.

Komoly elmaradás körvonalazódik a fogyasztáshoz kapcsolódó adók esetén. A legnagyobb tételt jelentő áfánál 200 milliárd forint felett alakulhat az elmaradás. A háttérben a tervezettnél alacsonyabb infláció állhat: a kormányzat 2,4 százalékos infláció mellett tervezte az idei költségvetést, ugyanakkor aktuális előrejelzésünk szerint a fogyasztóiár-index idén csupán 0,4 százalék lehet. A fogyasztáshoz kapcsolódó adók másik két jelentősebb tételénél, a jövedéki adónál és a pénzügyi tranzakciós illetéknél nem látszanak egyelőre feszültségek. A személyi jövedelemadónál a vártnál több érkezik az államkasszába, ahogy a járulékok esetén is nagyobb bevételek várhatók. Utóbbi összefüggésben áll a gazdálkodói adóknál felvázolttal: a kata/kiva adónemek kisebb járulékkerheket rónak a vállalkozásokra, ám a kisebb érdeklődés miatt az itt kieső bevételek is kisebbek lesznek, ami végső soron az előirányzathoz képesti magasabb bevétellel járhat. A június 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, ami időarányosan az idei évre vonatkozóan nem több mint 5 milliárd forint. A bevételi oldalt illetően 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 így a bevételeknél egy enyhe, 45 milliárd forint körüli többlettel számolunk.

A kiadási oldal esetén is számszerűsíthető néhány kockázat. A Nemzeti Foglalkoztatási Alap esetében nem tartjuk kizártnak, hogy a tervekhez képest 30 milliárd forinttal nagyobb kiadás keletkezhet idén. Ennek oka, hogy a téli közmunkaprogramokban részt vevő 200 ezer fő foglalkoztatását egy rendelet szerint fenn kell tartani, ami az előirányzatokhoz képest nagyobb kiadásokkal járhat. A szociális juttatásokon belül az egyre szűkülő korhatár alatti ellátások esetén viszont megtakarítás keletkezhet, ahogy a lakástámogatások esetében is hasonló tendencia körvonalazódik. A nagy állami alapok közül a nyugdíjalapnál nem látszanak feszültségek, míg az Egészségbiztosítási Alap esetében érdemes kiemelni a

gyedkiadások alakulását. A Kormány idén vezette be a „gyed extrát”,⁷ ám az első négyhavi adatok alapján úgy tűnik, a kedvezmények kihasználása nem éri el a tervezettet.

3. TÁBLÁZAT: A 2014. ÉVI KÖLTSÉGVETÉS KOCKÁZATAINAK LEVEZETÉSE

Bevételi oldal	Mrd Ft	GDP-arányosan
Gazdálkodói befizetések	+30	+0,1%
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-220	-0,7%
Lakossági befizetések	+90	+0,3%
Járulékok	+160	+0,5%
Egyéb (reklámadó, frekvenciadíj)	-15	-0,1%
Bevételek	+45	+0,1%
Kiadási oldal		
Kiadások	-10	<-0,1%
Tartalékok	+100	+0,3%
Összesen	+135	+0,4%

Forrás: Századvég-becslés

A kiadási oldalt illetően még érdemes megemlíteni a takarékszövetkezeti integrációhoz kapcsolódó kockázatokat. Tavaly 135 milliárd forintból egy különálló állami alapot képeztek, ami az uniós elszámolás szerint nem érintette a költségvetést. Az idei büdzsében ugyanakkor erre nincs külön előirányzat, azaz amennyiben a kormányzat ezt az összeget részben vagy egészében elkölti, akkor az rontja a költségvetés pozícióját.

A központi alrendszeren túl még érdemes megvizsgálni az önkormányzatok gazdálkodását is. Ez a terület korábban jelentős veszélyt jelentett a hiánycélok teljesítése szempontjából, de az önkormányzati gazdálkodás átszervezése és az adósságkonszolidáció után a kockázatok jelentősen mérséklődtek, a szektor tavaly például többlettel zárt. Idén az első negyedévben folytatódtak a kedvező folyamatok, a kötvényállomány lezuhant, miközben a betétek növekedtek egy negyedév leforgása alatt, így kockázatokat erről az oldalról nem látunk – legalábbis erről tanúskodnak az MNB által közölt államháztartási pénzügyi számlák.

A bevételi és kiadási oldal, illetve az önkormányzatok gazdálkodásának összegzése után előrejelzésünk szerint egy enyhe, a GDP 0,1 százalékára rúgó többlet alakulhat ki az idei büdzsében az előirányzatokhoz képest. A kormányzat ugyanakkor 100 milliárd forintos tartalékot képzett. Amennyiben ezt nem költik el, akkor ez tovább javíthatja az egyenleget. Így összességében 135 milliárd forint körül alakulhat a megtakarítás, ami a GDP 0,4 százalékát jelenti. Az előirányzott 2,9 százalékos hiány így becsléseink szerint 2,5 százalék

⁷ Az intézkedéscsomag négy lépésből áll:

- a gyes és gyed mellett a gyermek egyéves kora után korlátlanul lehet munkát vállalni;
- a gyermek után járó ellátásokat továbbra is folyósítják, amennyiben testvér születik;
- munkaadói kedvezmények a kisgyermekes édesanyák foglalkoztatása érdekében;
- felsőoktatásban tanulók gyerekvállalását ösztönző programok.

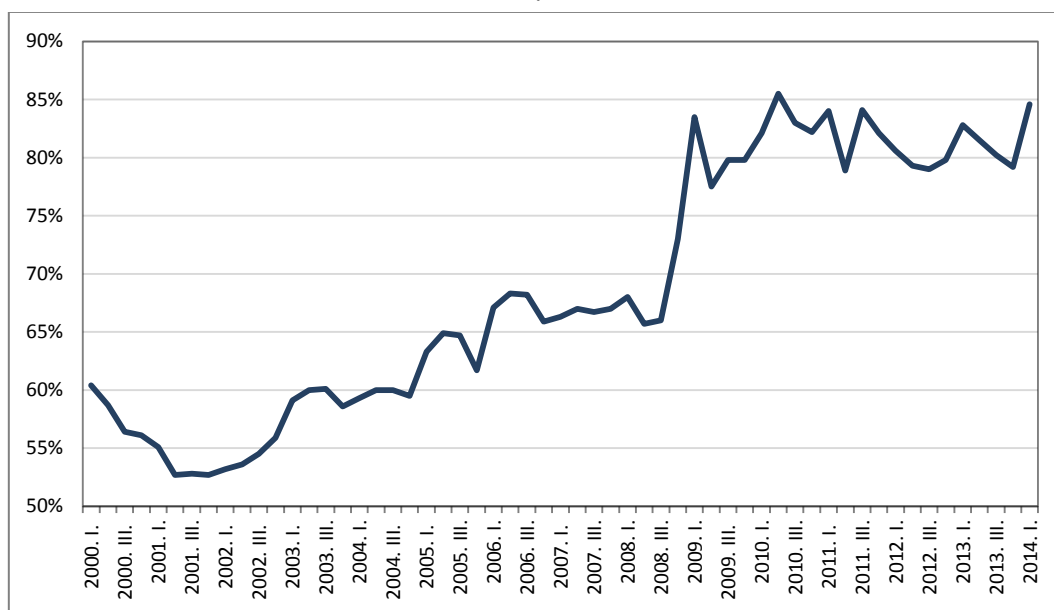
lehet 2014-ben. Az árfolyamok változását is figyelembe véve, a 2,5 százalékos hiány alapján az államadósság a 2013. évi 79,2 százalékról 78,2 százalékra csökkenhet. Amennyiben változatlan árfolyamot tétélezünk fel, akkor az államadósság 77,3 százalékra csökkenhet 2014 végére.

Adósságfinanszírozás

Az idei év első negyedévében az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 24 904 milliárd forint volt, ami a GDP 84,6 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 82,8 és a december végi 79,2 százalék után. Az adósságot 1456 milliárd forint nettó hitelfelvétel és 380 milliárd forint árfolyamveszteség növelte az első 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 tavalyi év végi 296,91 HUF/EUR árfolyamtól március végén jelentősen gyengébb devizaárfolyam is.

Véleményünk szerint a csökkenő hozamkörnyezet mellett, valamint a jelenleg kedvező nemzetközi környezet hatására a forint árfolyama tartósan stabil maradhat, így a magas devizaarány ellenére sem várjuk az adósságráta jelentősebb növekedését.

25. ÁBRA: BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

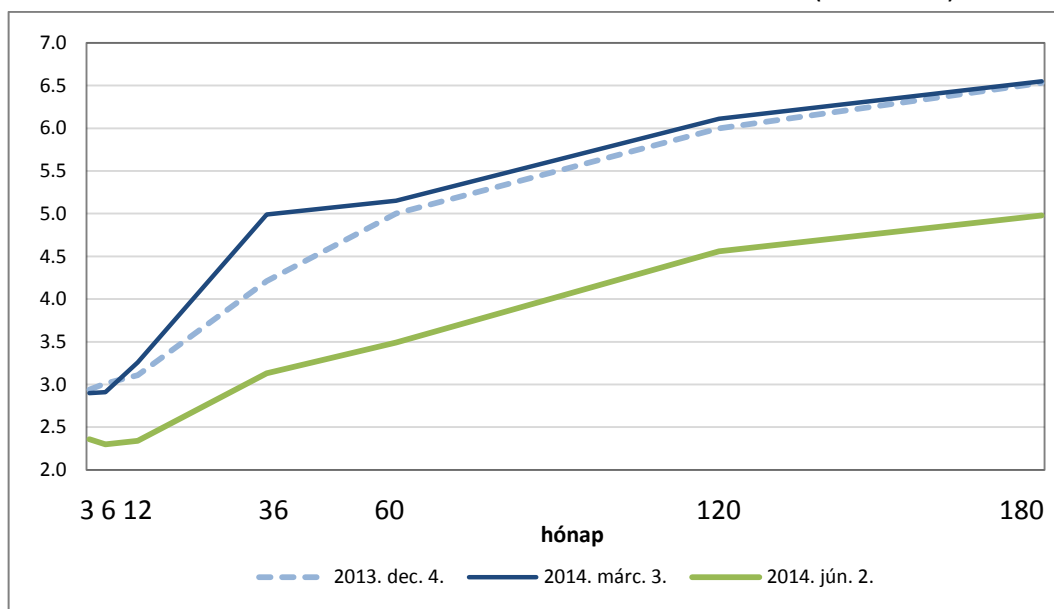
A Fed márciusban folytatta eszközvásárlási programjának szűkítését, és 65-ről 55 milliárd dollárra mérsékelte azt. Április végén folytatódott a lazítás csökkentése, hiszen a Fed összességében újabb 10 milliárddal, 45 milliárd dollárra mérsékelte az összeget. Ebből a keretből 20 milliárd fordítható jelzálog-fedezetű értékpapírokra és 25 milliárd államkötvényekre. Ha ez az ütem fennmarad, úgy őszre teljesen megszűnik a Fed lazítása,

ugyanakkor az EKB júniusi 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 238 bázispontos kezdő február végi értékéről 195 bázisponton zárta 2014 májusát. Lengyelországban és Csehországban alacsonyabb bázisról mérsékelt ütemben csökkent a CDS értéke az elmúlt három hónapban, rendre 19 és 7 bázisponttal. A forint árfolyama jelentősen erősödött az elmúlt időszakban: egy euró 303, egy svájci frank 248, míg egy dollár 222 forintba került május végén. Kitekintve a régióra: a cseh korona és a lengyel zloty esetében gyakorlatilag változatlanok maradtak az árfolyamok 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 kisebb mértékben (5–74 bázisponttal) csökkentek, míg a hosszabb lejáratú értékpapírok (3–10 év) esetében 149–172 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 egy alkalommal (az 5 éves állampapíroknál), összességében azonban mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a március–május időszakban.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

A másodpiaci hozamgörbe március elejéhez képest jelentősen lefelé tolódott és laposabbá vált. Az összesen 30 bázispontos kamatvágás és a kedvező nemzetközi pénzügyi piaci hangulat miatt jelentősen csökkentek a hozamok a hozamgörbe rövid és hosszú végén egyaránt. A hozamgörbe rövid végén 54 és 92 bázispont között, míg a hosszabb futamidők

esetében még ennél is jelentősebben, 155 és 186 bázisponttal estek a hozamok. Ez annak a hatásnak is betudható, hogy a piaci szereplők tartós kamatcsökkentésekre számítanak, ami az állampapír-portfólió hátralévő átlagos futamidejének (duration) hosszítását indokolja a nagyobb nyereség reményében. Az, hogy a 3 hónapos lejáratú diszkontkincstárjegy másodpiaci hozama június elején az alapkamat szintje, 2,4 százalék alatt volt 4 bázisponttal, a 6 hónapos diszkontkincstárjegy hozama 10 bázisponttal, továbbá az egyéves állampapír hozama is 6 bázisponttal, azt jelenti, hogy a piac feltehetően számít a monetáris lazítás folytatására.

Az elmúlt három hónap alatt kismértékben nőtt a külföldi befektetők szerepe a magyar állampapírok piacán. Február végén a külföldi tulajdonban lévő forintállampapírok állománya 4627 milliárd forint volt, a kamatcsökkentést követően és a nemzetközi piaci hangulatnak megfelelően pótlólagos befektetések jelentek meg a piacon, melynek eredményeként május végére 4837 milliárd forintra emelkedett az állomány szintje. A 2014. április végi adatok alapján a teljes, forintban denominált állampapír-állomány 42 százaléka tartozott külföldiekhez, ami továbbra is magas kitettséget jelez. A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. Továbbá a jegybank megváltoztatta a kéthetes kötvény vásárlóinak körét, és a jövőben ismét kéthetes betétet alkalmaz (2014. június 16-tól), amelyet külföldiek nem vásárolhatnak. Jelenleg a külföldiek által a kéthetes MNB-kötvényben tartott állomány közel 800 milliárd forint, amely megjelenhet a hazai állampapírpiacra. A cél az államadósság devizaarányának csökkentése, amely egy esetlegesen gyengülő forint esetében sem emeli meg drasztikusan a GDP-arányos bruttó államadósságot. 2014 áprilisának végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 1900 milliárd forintra emelkedett. Az államadósság devizaaránya kismértékben nőtt, a január végi 41 százalék után április végén 42 százaléknak felelt meg, de továbbra is eleget tesz a finanszírozási tervben meghatározott 45 százalékos maximumnak.

Az ország stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2014 januárja óta az MNB devizatartalékai jelentősen növekedtek, 34 112 millió euróról 36 058 millió euróra. E növekmény javarészt a márciusban lebonyolított 3 milliárd dolláros nemzetközi kötvénykibocsátásnak tudható be. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz jegybanki tartalékai magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei.

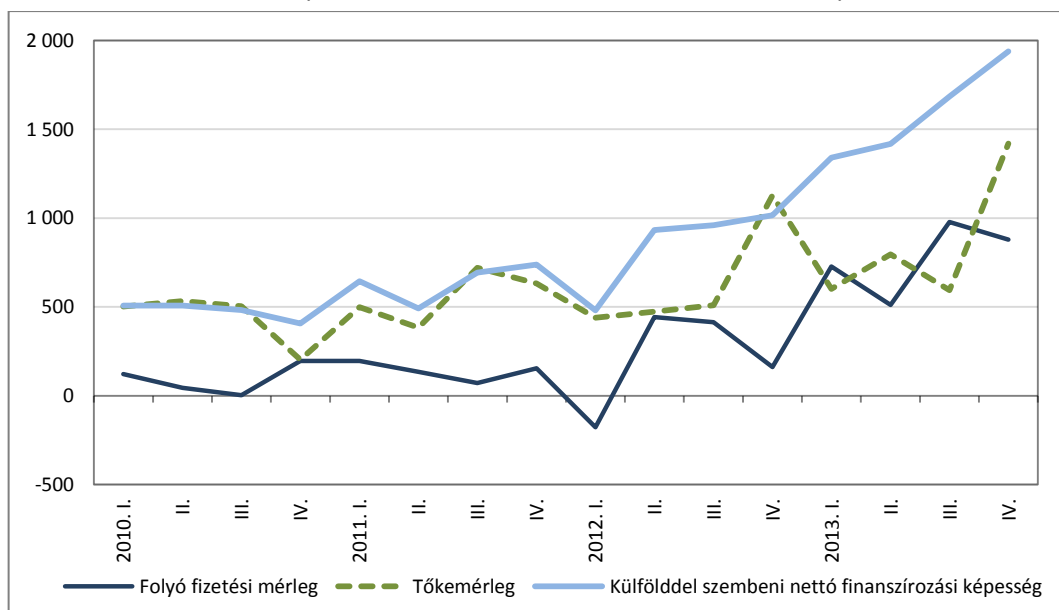
Külső egyensúly

A külső egyensúly a fizetési mérleg egyes tételeinek (folyó fizetési mérleg, tőkemérleg, pénzügyi mérleg) alakulásától függ. A fizetési mérleg sorainak változása rendkívüli befolyással bír a gazdasági növekedés fenntarthatóságára, a makrogazdasági egyensúly alakulására. Immár második alkalommal elemzésünkben nem csupán a folyó fizetési

mérlegre vonatkozó prognózist közöljük, hanem a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlegére, vagyis a – felülről számított – külfölddel szembeni nettó finanszírozási képességre is adunk előrejelzést.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2013 IV. negyedében csökkenést mutatott, a szezonális hatásoktól megtisztított statisztika szerint az aktívum 879 millió eurónak felelt meg, ami szűk 100 millió eurós csökkenést jelent az előző negyedévhez képest. Ebben szerepet játszott az áruforgalom többletének mérséklődése (1086 millió euró), amely az emelkedő import és az export csökkenésének következménye. Emellett a szolgáltatások egyenlege (823 millió euró) is jelentős mértékben csökkent. A szolgáltatásokon belül nem változott az idegenforgalom egyenlege (595 millió euró), ugyanakkor csökkent az idegenforgalmon kívüli szolgáltatások egyenlege. A szállítási szolgáltatások egyenlegéhez, továbbá az egyéb szolgáltatásokhoz köthető a csökkenés. A szezonális hatásoktól megtisztított jövedelmek egyenlege – 1456 millió euró volt, a hiány mértéke kismértékben (33 millió euróval) alacsonyabb az előző negyedévi értékhez képest. Ennek döntő részét a Magyarországon létrehozott külföldi közvetlentőke-befektetések után a külföldi tulajdonosoknak járó tulajdonosi jövedelem képezi.

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



Forrás: MNB

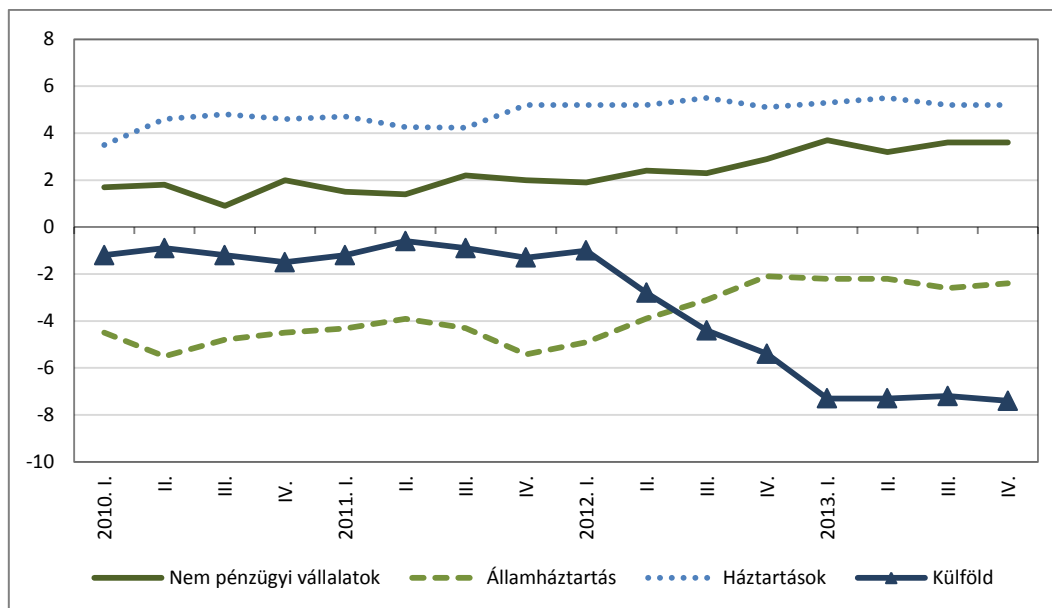
A tőkemérleg egyenlege (1420 millió euró) az előző negyedévhez képest jelentős mértékben emelkedett a IV. negyedévben. Az EU-transzferek beáramlása 1402 millió eurónak felelt meg, ami szintén meghaladja előző háromhavi időszakban regisztrált 1327 millió eurós összeget. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség nagymértékben javult, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 1938 millió eurót tett ki, ami a GDP 7,7 százaléka.

A pénzügyi mérleg egyenlege 1216 millió euró értékű forrásbeáramlást mutatott, amely két negyedévi jelentős mértékű (több mint 7500 millió eurónyi) forráskiáramlás után következett be. A közvetlen tőkebefektetések során 1731 millió euró összegű tőkebeáramlást regisztrált az MNB, amelyre utoljára 2013 első negyedévében volt példa. A közvetlen befektetéseken belül 2013 IV. negyedévében a magyarok külföldi befektetései összességében 2160 millió euróval (amelyből 1680 millió euró átfolyó tőke), míg a külföldiek magyarországi befektetései 3891 millió euróval nőttek (ebből szintén 1680 millió euró az árfolyó tőke). Az újrabefektetett jövedelmek 278 millió euróval növelték a külföldi befektetések értékét. Az egyéb tőkemozgásoknál 305 millió euró nettó forráskiáramlás volt megfigyelhető. A portfólióbefektetések egyenlege a tavalyi utolsó negyedévben összességében 1384 millió forrásbeáramlást mutatott, amely mögött a követelések 89 millió eurós csökkenése és a tartozások 1295 millió eurós növekedése áll. A követeléseken belül a tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok csökkenése 86 millió eurót, a kötvénykövetelések csökkenése 8 millió eurót, a pénzügyi eszközök növekedése pedig 5 millió euró tett ki. A tartozásokon belül a tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírokon mért csökkenés 206 millió euró volt, ugyanakkor a kötvényeknél 1867 millió eurós növekedés, a pénzügyi eszközökön 366 millió eurós csökkenés következett be.

Az államháztartás 2013 novemberében 2 milliárd dollár értékben bocsátott ki 10 éves lejáratú kötvényt. A nemzetközi tartalékok így 3338 millió euróval növekedtek 2013 IV. negyedévében. Ez a sikeres novemberi dollárkötvény-kibocsátásnak és az októberi EU-s pénzek megérkezésének köszönhető. Az előző negyedéves tendenciákhoz hasonlóan folytatódott a nemzetgazdaság bruttó adósságállományának csökkenése. 2013 IV. negyedévének végére 86,6 milliárd eurónak felelt meg ez a mutató, ami csekély mértékben marad el az előző negyedévi adattól.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 7,4 százalékát tette ki a 2013 negyedik negyedévével záruló elmúlt egy évben, ami 0,2 százalékpontos növekedést jelent a harmadik negyedévvél záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2013 IV. negyedévében az államháztartás finanszírozási igénye 0,2 százalékponttal, a GDP 2,4 százalékára csökkent, miközben a háztartási szektor nettó finanszírozási képessége és a vállalatok pénzügyi megtakarítása nem változott. Az államháztartás adósságát a forint árfolyamának erősödése nagyobb mértékben csökkentette, mint a nettó hitelfelvétel azt növelő hatása. Az alacsony és folyamatosan csökkenő kamatkörnyezetben a lakosság vagyonát növelte a befektetési jegyek, valamint az államkötvények vásárlása, miközben csökkentek a banki betétek. A háztartások kötelezettségét csökkentette a devizahitelek törlesztése.

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



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

A külföldiek a pénzügyi eszközök közül a hosszú lejáratú értékpapírokat, a rövid lejáratú hiteket és a részesedéseket növelték, miközben csökkenés volt tapasztalható a monetáris intézményeknél elhelyezett betétek, a rövid lejáratú jegybanki értékpapírok, a hosszú lejáratú hitelek és a kereskedelmi hitelek tekintetében. A pénzügyi kötelezettségek közül az elhelyezett egyéb betétek, a nem részvény értékpapírok (a pénzügyi derivatívákat ide nem értve), a felvett hitelek és a nem tőzsdei részvények állománya növekedett, ugyanakkor a tőzsdei részvények és az egyéb tartozások csökkentek.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint növekedést várunk mind az export, mind az import volumenét tekintve, utóbbi üteme azonban magasabban alakul. Ebből fakadóan idén még nem, de jövőre már 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, melynek oka a külfölddel szembeni adósság csökkenése és az államadósság hazai finanszírozásának felfutása, mivel így a kamatkiadás belföldön marad. 2014-ben még magas szintű EU-transzferekkel, jövőre csökkenő mértékű forrásbeáramlással számolunk, párhuzamosan az előző tervezési időszak lejártával.⁸ Mindezen hatások eredményeként a 2014. évre 7,1 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, míg 2015-ben a mutató 6,3 százalékon állhat.

⁸ 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.

Táblázatok

4. TÁBLÁZAT: ELŐREJELZÉS NEGYEDÉVES BONTÁSBAN

	2013	2014.					2015.				
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	1,1	3,4	3,3	2,9	2,8	3,1	2,2	2,8	2,8	2,9	2,7
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	0,2	1,4	1,8	2,8	3,1	2,3	3,1	2,7	2,3	1,3	2,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,8	12,8	9,3	6,9	4,0	8,2	3,0	4,4	5,8	7,2	5,1
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,3	7,4	6,3	5,0	4,4	5,8	4,6	5,6	6,4	7,4	6,0
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,3	7,5	5,6	6,7	6,1	6,5	5,6	6,5	7,0	7,6	6,7
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	7,0	1,9	1,9	1,6	1,5	6,9	1,8	1,9	1,6	1,6	6,9
Fogyasztóiár-index (%)	1,7	0,0	-0,1	0,3	1,4	0,4	2,2	2,4	2,8	3,0	2,6
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	3,00	2,60	2,30	2,00	2,00	2,00	2,15	2,50	2,75	3,00	3,00
Munkanélküliségi ráta (%)*	10,2	7,9	8,2	8,1	8,1	8,1	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,4	2,5	2,7	2,6	2,7	2,6	4,3	4,4	5,1	5,9	4,9
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	3,0	-	-	-	-	3,4	-	-	-	-	3,2
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	6,5	-	-	-	-	7,1	-	-	-	-	6,3
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,3	-	-	-	-	-2,5	-	-	-	-	-2,9
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	0,9	2,1	1,9	1,8	1,7	1,9	1,9	2,1	2,4	2,6	2,3

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

5. TÁBLÁZAT: AZ ELŐREJELZÉS VÁLTOZÁSA AZ ELŐZŐ NEGYEDÉVHEZ KÉPEST

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

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás