SZÁZADVÉG
Gazdaságkutató Zrt.

Makrogazdasági monitor és konjunktúraelemzés

2014. december

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Virovácz Péter kutatásicsoport-vezető szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Ballér Kata, Isépy Tamás, Lay Csaba, Quittner Péter és Virovácz Péter.

A felhasznált adatbázis december 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).

Az előrejelzés a korábbi jelentésekkel szemben már ESA2010 módszertan szerint készült.

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 17

A hazai gazdaság jelenlegi helyzete és várható pályája 19

Az újonnan beérkező adatok elemzése 21

A növekedés alakulása 21

Munkaerő-piaci folyamatok 26

Infláció és monetáris kondíciók 28

A várható makrogazdasági pálya 38

Feltevéseink alakulása 38

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés 40

Az egyensúlyi helyzet elemzése és várható alakulása 48

Fiskális politika 49

Adósságfinanszírozás 54

Külső egyensúly 56

Táblázatok 61

Vezetői összefoglaló

Az Európai Unió harmadik negyedéves gazdasági növekedése csaknem megegyezett az április és június között mért bővüléssel. Az USA növekedését a megerősödő belső keresleten kívül a nettó export is támogatta július és szeptember között. Az unió munkaerőpiaca felől továbbra is kedvező adatok érkeznek, a foglalkoztatottság tovább bővült a második negyedévben. Az infláció eközben nem tudott érdemben elmozdulni többéves mélypontjáról. A fennmaradó geopolitikai aggodalmak, valamint a gyengébb növekedési kilátások következtében a kockázatkerülés jellemezte a befektetői döntéseket az elmúlt hónapok során. Az EKB decemberben nem változtatott irányadó kamatán, ami szeptember óta a historikusan alacsonynak számító 0,05 százalékon áll. Az euróövezeti jegybank egyelőre nem terjeszti ki eszközvásárlási programját az államkötvényekre. Eközben az Egyesült Államok jegybankja októberben véget vetett kötvényvásárlási programjának. A legfrissebb bizottsági jelentés szerint a korábbinál mérsékeltebb ütemű költségvetési konszolidáció várható idén és jövőre az Európai Unióban. A novemberi jelentés alapján csak 2015-ben tetőzhet az euróövezet GDP-arányos államadóssága.

A magyar gazdaság növekedése 2014 III. negyedévében a várakozásoknak megfelelően némileg visszafogottabban alakult, de hazánk így is az EU élmezőnyébe tartozik. Az éves bázison mért, 3,2 százalékot kitevő növekedés kizárólag a belső felhasználási tételek bővüléséhez köthető. A nettó export önmagában 1,7 százalékponttal fogta vissza az éves bázisú GDP-bővülés ütemét. Ennek oka egyrészt az exportot visszafogó mérsékeltebb külső konjunktúra és egyedi autóipari hatások, másrészt az erősödő belső felhasználás és a gáztározók feltöltésének jelentős importvonzata. A dinamikus gazdasági növekedést a bruttó állóeszköz-felhalmozás vezérelte, ami bő 13 százalékkal bővült éves bázison. A versenyszféra mérsékeltebb beruházási teljesítményét az NHP bázisba kerülése magyarázza, míg az országszerte zajló infrastrukturális fejlesztések az állami beruházások kiugró növekedését hozták. A foglalkoztatás és a reálbérek növekedése, a rendelkezésre álló jövedelem bővülése ellenére a háztartások fogyasztási kiadása csak 1 százalékkal emelkedett a III. negyedévben. Vélhetően a fogyasztói bizalom emelkedésének megtörése, az óvatossági megtakarítások és a mérlegalkalmazkodás állhat a negatív meglepetés mögött. A belföldi felhasználás együttesen 4,9 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. A termelési oldalon továbbra is kiegyensúlyozott a növekedés: a főbb nemzetgazdasági ágak hozzáadott értéke bővült, ám általános jelenség a lendület mérséklődése. Ez alól kivétel a kiugró negyedévet záró mezőgazdaság (10,8 százalék). Az ipar 5,6 százalékos növekedése mögött elsősorban a járműgyártás és az egyéb kapcsolódó ágazatok exportteljesítménye áll. Az építőipari hozzáadott érték 11,6 százalékkal bővült, főként a közlekedési hálózat fejlesztése következtében; a lakásépítés tovább élénkült. A szolgáltatások széles bázisú, 1,7 százalékos bővülést mutattak az erősödő belső kereslet nyomán.

Az aktivitás növekedése lassult, mivel egyre közelebb kerül természetes felső korlátjához. Eközben a foglalkoztatottság – elsősorban a közfoglalkoztatásnak köszönhetően – tovább bővült a III. negyedévben. Ennek következében a munkanélküliségi ráta jelentősen csökkent, utoljára 2007-ben volt ilyen alacsonyan. A versenyszféra munkakeresletének emelkedése megtorpant, de a munkaerőpiac feszessége tovább nőtt a csökkenő munkanélküliség miatt. Ez ugyanakkor nem hatott ki a bérek alakulására, amelyek növekedési üteme csökkent a verseny- és az állami szférában egyaránt.

A magyar éves bázisú infláció a harmadik negyedévben is negatív maradt, –0,1 százalékot tett ki. A tartósan alacsony inflációs környezet elsősorban a szabályozott árak folytatódó csökkenésének következménye. Emellett az inflációs várakozások mérséklődése, az olajárak beszakadása, az alacsony külső infláció és a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása is érvényesült. Az inflációs trendmutatók továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek. A globálisan felerősödött kockázatkerülés ellenére a hazai kockázati környezet az elmúlt negyedév folyamán kismértékben javult. A Fed lezárta likviditásbővítő programját, az EKB nem változtatott monetáris politikáján, míg a japán jegybank monetáris lazítást hajtott végre, így a likviditásbőség fennmaradt. A hazai fizetőeszköz több mint 2 százalékkal erősödött az euróval szemben, míg a CDS-felár az elmúlt három hónapban összességében nem változott. A hazai 10 éves állampapírok hozama ugyanakkor jelentősen csökkent. A hazai jegybank ősszel a júliusi bejelentésének megfelelően nem változtatott az alapkamaton. A kamatcsökkentési ciklus hatására (2012. júl. – 2014. aug.) 623 bázisponttal csökkent a vállalati forinthitel-kamatok szintje. A kedvező kamatkörnyezet ellenére a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása jelentős maradt a III. negyedévben.

A vállalatok hitelezésében az NHP II. iránt a szeptembertől novemberig tartó időszakban jelentősen erősödött az érdeklődés. Az MNB Monetáris Tanácsa döntött a hiteligénylések határidejének egy évvel történő meghosszabbításáról, azaz az új határidő 2015. december 31. A Kormány a lakossági devizahitelek kérdéskörét az elszámolási, a fair bankokról szóló törvénnyel és a forintosítással komplexen kezelte. A forintosítással megszűnik a lakossági devizahitelek árfolyamkockázata. A rossz minőségű kereskedelmi ingatlanhitelek leépítése céljából létrejött a MARK Magyar Reorganizációs és Követeléskezelő Zrt.

Legfrissebb prognózisunk a magyar gazdaság dinamikus növekedését vetíti előre 2014–2015-ben, amit elsősorban a belső felhasználás fokozatos erősödése vezérel. Az import növekedése idén meghaladja az exportét, ám jövőre a nettó export ismét pozitívan járulhat hozzá az éves GDP-növekedés üteméhez. Idén a gazdaság motorja egyértelműen a beruházás marad, míg jövőre a fogyasztás is hasonlóan jelentős hozzájáruló lesz. A Növekedési Hitelprogram második szakaszának időbeli kiterjesztése és az uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások folytatódása segíti a bruttó állóeszköz-felhalmozást. A fogyasztás erősödő növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése biztosítja, melyet gazdaságpolitikai intézkedések is vezérelnek. A tartósan alacsony kamat- és inflációs

környezet következtében a háztartások fogyasztási hajlandóságának emelkedésére számítunk, melyet nagyban segít a devizahitelek kivezetése. A magyar gazdaság kibocsátása a teljes előrejelzési horizonton elmarad a potenciálistól, a ciklikus pozíció javulása mellett a kibocsátási rés 2015 után záródhat. Összességében idén 3,4 , jövőre 2,6 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

Az aktívabb foglalkoztatáspolitika miatt a munkaerő-piaci részvétel és a foglalkoztatottság is bővülhet 2015-ben. A versenyszféra növekvő munkakereslete és a közfoglalkoztatás bővítése együtt a munkanélküliségi rátát jövőre 7 százalék közelébe mérsékelheti. A munkaerőpiac feszessége így nő, ami egyúttal a bérek gyorsuló növekedését vonja maga után.

A maginfláció pályáját a hazai gazdaság ciklikus pozíciója, a nyomott inflációs várakozások, az alacsony importált infláció és a negatív ársokkok begyűrűzése befolyásolja. A kibocsátási rés szűkülésével a dezinflációs hatás fokozatosan csökken, valamint a korábbi költségsokkok bázisba kerülése 2015 folyamán ismét emelkedő ütemű maginflációt hoz, ami a jövő év végére a jegybanki célszintre emelkedhet. Az éves infláció tartósan elmaradhat a szűrt inflációs mutatótól, mely elsősorban a közműdíjcsökkentések hatását tükrözi. Emellett továbbra is fennmaradhat a nyers élelmiszerek árának csökkenése az orosz embargó miatt, illetve a negatív olajársokk is komoly visszafogó erőt jelent a fogyasztóiár-indexre nézve. 2015-ben a lassan emelkedő inflációt a korábbi ársokkok bázisba épülése vezérli. Összességében 2014-ben a fogyasztóiár-index –0,2, míg jövőre 1,6 százalékon állhat.

A globálisan is nyomott inflációs környezet és laza monetáris politika, valamint a gazdaság ciklikus pozíciója a hazai monetáris feltételek lazításának irányába mutatnak. Meglátásunk szerint a jövő év elején nyílik lehetőség az újabb kamatcsökkentésre. Ugyanakkor figyelembe véve az erősödő inflációs nyomást, 2015 végén a jegybank megkezdi óvatos kamatemelési ciklusát, így 2015 végén 2,2 százalékon állhat az irányadó ráta.

2014-ben a jelentősen túlteljesülő járulékbevételek, valamint a terven aluli nettó kamatkiadások bőven ellensúlyozzák a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok jelentős kiadási többletét. Mindezek eredményeképpen idén az eredményszemléletű hiány a rendkívüli tartalék fennmaradó részének megőrzésével számolva 0,1 százalékponttal kedvezőbb lehet a költségvetési törvényben tervezett 2,9 százalékos GDP-arányos deficitnél. A 2015. évi költségvetést összességében reális tervnek ítéljük, a GDP 0,1 százalékára rúgó pozitív kockázattal, így a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 2,3 százalék körül alakulhat. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a rendkívüli tartalék számottevő mértékű csökkentése nem elhanyagolható kockázatot hordoz magában egy-egy nem várt esemény bekövetkezése esetén.

Magyarország kedvező befektetői megítélése fennmaradt az elmúlt hónapokban. A Fed eszközvásárlási programjának lezárása nem éreztette hatását. Az EKB szeptemberi döntése

értelmében ugyanis a kereskedelmi bankokra továbbra is érvényes negatív betéti kamatok, valamint a Bank of Japan monetáris lazítása miatt a bankok pótlólagos likviditással rendelkeznek majd, így globálisan fennmarad a kedvező likviditásbőség. A másodpiaci hozamgörbe rövid vége – szeptember elejéhez képest – felfelé tolódott, míg a hosszú vége markánsan lefelé módosult, így laposabbá vált. A likviditásbőség hatására a hozamgörbe rövid végén a hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamatot, ugyanakkor a piaci szereplők egyre inkább az egy évnél hosszabb lejáratokat választják, ami az ország kockázati megítélésének javulását jelzi. A jegybanki devizatartalék 36 milliárd euró környékén stagnált.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások szezonálisan igazított egyenlege az előző negyedévhez képest jelentős mértékben csökkent. A jövedelemkiáramlás mértéke alig változott, míg az EU-transzferek beáramlása csökkent negyedéves bázison. Összességében az ország nettó finanszírozási képessége enyhén javult az előző negyedévhez képest: 7,6-ről 7,7 százalékra emelkedett a GDP-arányos mutató. Külső pozíciónkra vonatkozó előrejelzésünkben idén még nem, de jövőre a reálgazdasági aktívum szerepének jelentősebb növekedését 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 némileg csökken. A 2014. évre 8,3 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk, míg 2015-ben közel azonos szinten maradhat a mutató.

1. *táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása*

	2013	***2014***	***2015***
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	1,5	*3,4*	*2,6*
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	0,1	*1,6*	*2,7*
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,2	*15,6*	*7,0*
Kivitel (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	5,9	*7,9*	*6,4*
Behozatal (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	5,9	*9,7*	*6,1*
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,6	*6,4*	*7,0*
Éves fogyasztóiár-index (%)*	1,7	*–0,2*	*1,6*
A jegybanki alapkamat az év végén (%)	3,00	*2,10*	*2,20*
Munkanélküliségi ráta éves átlaga (%)*	10,2	*7,5*	*7,1*
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,4	*2,5*	*3,5*
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,1	*4,3*	*5,0*
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	7,8	*8,3*	*8,2*
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	–2,4	*–2,8*	*–2,3*
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	0,9	*1,5*	*1,8*

Megjegyzés: ESA2010 módszertan szerinti adatok.
** Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.*
Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Nemzetközi kitekintés

Az Európai Unió harmadik negyedéves gazdasági növekedése csaknem megegyezett az április és június között mért bővüléssel. Az USA növekedését a megerősödő belső keresleten kívül a nettó export is támogatta július és szeptember között. Az unió munkaerőpiaca felől továbbra is kedvező adatok érkeznek, a foglalkoztatottság tovább bővült a második negyedévben. Az infláció eközben nem tudott érdemben elmozdulni többéves mélypontjáról. A fennmaradó geopolitikai aggodalmak, valamint a gyengébb növekedési kilátások következtében a kockázatkerülés jellemezte a befektetői döntéseket az elmúlt hónapok során. Az EKB decemberben nem változtatott irányadó kamatán, ami szeptember óta a historikusan alacsonynak számító 0,05 százalékon áll. Az euróövezeti jegybank egyelőre nem terjeszti ki eszközvásárlási programját az államkötvényekre. Eközben az Egyesült Államok jegybankja októberben véget vetett kötvényvásárlási programjának. A legfrissebb bizottsági jelentés szerint a korábbinál mérsékeltebb ütemű költségvetési konszolidáció várható idén és jövőre az Európai Unióban. A novemberi jelentés alapján csak 2015-ben tetőzhet az euróövezet GDP-arányos államadóssága.

A globális konjunktúra alakulása

Az USA gazdasága 2014 harmadik negyedévében 3,9 százalékkal növekedett az előző időszakban mért 4,6 százalékos, évesített alapú bővülés után. A tavalyi év azonos időszaka óta először fordult elő, hogy minden felhasználási tétel támogatta a gazdaság bővülését. A fogyasztás és a kormányzati kiadások rendre 2,2 és 4,2 százalékkal emelkedtek, míg a legnagyobb bővülés a beruházások felől érkezett (5,1 százalék). Az idei évben először a nettó export is támogatta a GDP növekedését. Az első és második negyedévben látott 1,7 és 0,3 százalékpontos visszafogó hatást követően a külkereskedelem 0,8 százalékponttal járult hozzá a gazdaság bővüléséhez a július–szeptemberi időszak alatt.

A japán gazdasági adatok negatív meglepetést okoztak 2014 III. negyedévében: az év/év index 1,2 százalékos csökkenést jelzett az előző negyedévi 0,2 százalékos zsugorodás után. A rossz teljesítmény a háztartások fogyasztásának visszaesésével magyarázható, az áprilisi áfaemelés (5-ről 8 százalékra) így nem pusztán egyszeri sokk volt, hanem elhúzódó negatív hatásokat hozott. A gyenge belföldi kereslet, valamint a leértékelődő jen pozitív hatásának köszönhetően a kormányzati kiadásokon kívül a nettó export is segítette a gazdaság növekedését a harmadik negyedévben. Mindezek azonban nem tudták ellensúlyozni a lakossági fogyasztás csaknem 2 százalékos visszaesését. Részben az újabb gazdasági csökkenést tükröző adatok következtében Abe Sinzó miniszterelnök előre hozott választásokat jelentett be (december 14-ére), és 18 hónappal elhalasztotta a forgalmi adó 10 százalékra való emelését, ami jövő októberben lett volna esedékes. A gazdaság élénkítése

céljából a japán jegybank október végén 20 ezer milliárddal, 80 ezer milliárd jenre növelte az éves kötvényvásárlási programjának keretét.

Az Európai Unió gazdasági teljesítményét tükröző harmadik negyedéves adatok csak minimális mértékben változtak az előző negyedévi statisztikákhoz képest. Éves szinten az unió és az övezet is a II. negyedévivel megegyező, rendre 1,3 és 0,8 százalékos bővülést jegyzett a július–szeptemberi időszakban. A negyedéves GDP-mutató esetében pedig mindössze 0,1 százalékpontos javulás volt látható, ami után rendre 0,3 és 0,2 százalékos növekedést regisztráltak a két térségben.

2. táblázat: Az elmúlt negyedévek GDP-növekedése (év/év index, százalék)

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

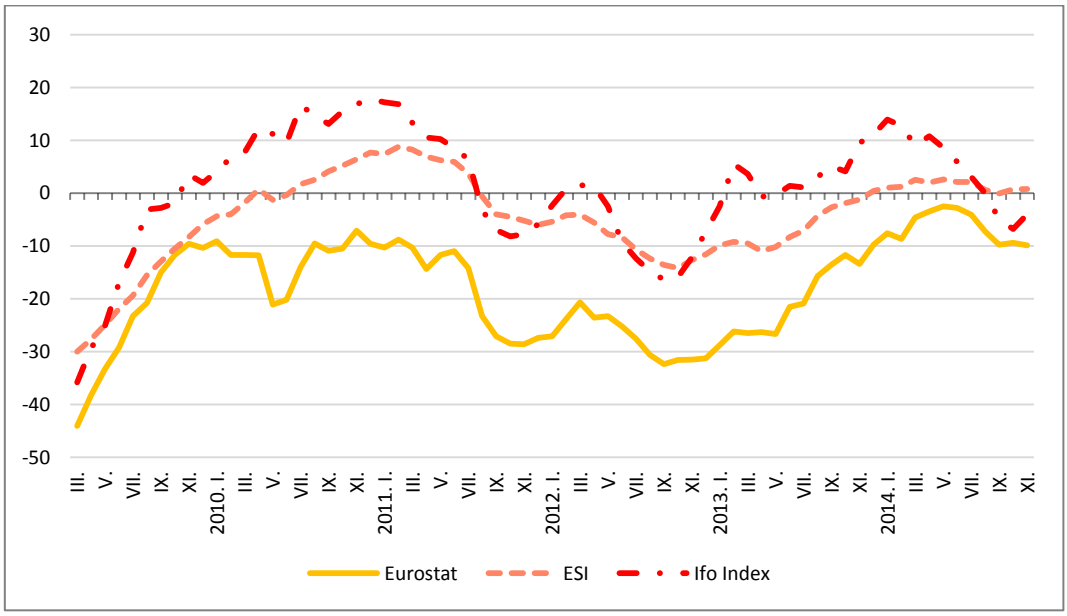
Forrás: Eurostat

Július–szeptember között a készletfelhalmozáson kívül a GDP összes komponense támogatta az unió gazdasági bővülését. A legnagyobb mértékben a végső fogyasztási tételek járultak hozzá a gazdaság év/év növekedéséhez, míg a bruttó állóeszköz-felhalmozás támogató ereje jelentősen visszaesett az előző negyedévekhez képest. A szektorokat vizsgálva az ipar növekedése tartotta magát éves bázison, miközben a tercier szektor gyorsuló ütemű bővülést mutatott 2014 harmadik negyedében.

Az év/év indexek az uniós tagországok többségében lassuló gazdasági növekedést jeleznek. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország 1,2 százalékos GDP-adata további lassulást tükröz a második negyedévben látott 1,4 százalék után, míg Franciaország gazdaságának sikerült elkerülni a technikai recessziót. Ezzel szemben az olasz GDP 0,1 százalékkal zsugorodott negyedéves alapon, aminek következtében a válság kitörése óta immár harmadszor csúszott technikai recesszióba. Az adósságproblémákkal küzdő többi déli

országban GDP-növekedést regisztráltak, sőt Spanyolországban az 1,6 százalékos év/év bővülés 2008 második negyedéve óta a legerőteljesebb gazdasági expanziónak számít. Kedvező hír, hogy hat év recesszió után már második negyedéve erősödött Görögország gazdasága is. A cseh gazdasági növekedés csak kismértékben gyorsult az előző negyedévhez képest, míg a román GDP 3 százalékkal bővült a szeptember végével zárult negyedévben. Uniós szinten Lengyelország regisztrálta a legerőteljesebb, 3,4 százalékos gazdasági bővülést.

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, augusztus óta nem tudott érdemben elmozdulni egyéves mélypontjáról. Ezenkívül az euróövezeti gazdaságihangulat-index (ESI) értéke is csak minimális emelkedést tükrözött az elmúlt hónapokban. Miután a német üzleti hangulat alakulását jelző Ifo Index októberben elérte mélypontját, a negyedik negyedévre már enyhe gyorsulás se zárható ki legnagyobb külkereskedelmi partnerünk gazdasági növekedését illetően.

Az Európai Bizottság novemberben közzétett előrejelzése a májusi jelentéshez képest pesszimistább képet fest a növekedési kilátásokról. Mivel idén nem történt meg a várt fellendülés, a bizottság lefelé módosította a 2014-es előrejelzését. Az elmúlt időszakban a hangulati indikátorok folyamatosan romlottak, amit az aktivitást mérő indexek csökkenése is követett. Gyengülni látszik a belső kereslet, de a legnagyobb probléma a beruházások kapcsán észlelhető, ami mindeddig egyáltalán nem tudott a növekedés motorjává válni. Annak ellenére, hogy a hitelezési feltételek folyamatosan enyhülnek, a gyengülő üzleti bizalom és a csökkenő keresleti kilátások a magánszféra beruházásainak élénkülését hátráltatják. Ezzel szemben az alacsony infláció miatt tovább bővülő reáljövedelem és a

munkaerő-piaci helyzet stabilizálódása a fogyasztás növekedését segítheti. A tavaly elkezdődött bővülés a közösségi fogyasztásban idén is folytatódik, míg a nettó export semleges hatással lehet a növekedésre. Ennek megfelelően a bizottság számításai szerint 2014 egészében az EU GDP-je 1,3 százalékkal, az euróövezeté pedig 0,8 százalékkal növekedhet. A tagországok között idén még jelentős marad a növekedési különbözet: míg Horvátországban 0,7 százalékos visszaesés, addig Írországban 4,6 százalékos növekedés várható. Az Egyesült Államok esetében is kissé lefelé módosították a 2014-es kilátásokat, ami továbbra is az év eleji zord időjárás hatása. Összességében 2014-ben az USA kibocsátásának a tavalyi évivel megegyező, 2,2 százalékos növekedésére számít a bizottság.

Előrébb tekintve, 2015-ben az igen alkalmazkodó monetáris politika, a magánadósságok csökkentése terén elért eredmények, valamint az alapvetően semleges költségvetési irányvonal egyre jobban kedvezhet az uniós belföldi keresletnek. A magánberuházás – többek között a javuló keresleti kilátásoknak és a felzárkózási hatásoknak köszönhetően – fokozatosan helyreáll, bár ezt a folyamatot a hatalmas kihasználatlan kapacitások eleinte hátráltathatják. Jövőre a magánfogyasztás a jelek szerint szerény mértékben növekedhet, miközben az állami fogyasztás az ideinél várhatóan kisebb mértékben támogatja a növekedést. A világkereskedelem mérsékelt bővülését tekintve a nettó export minden bizonnyal csupán elhanyagolható mértékben járul majd hozzá a GDP növekedéséhez. Mindezek következtében az unió 1,5, az eurózóna 1,1 százalékkal bővülhet 2015 során, amikor már az összes tagországban pozitív teljesítmény várható. Emiatt a tagállami növekedési különbözetek is csökkenhetnek. Az amerikai gazdaság továbbra is a belső keresletnek – ezen belül is az élénkülő üzleti beruházásoknak – köszönhetően 3,1 százalékos bővülést regisztrálhat jövőre, amely 2005 óta a legerősebb növekedés. Az európai gazdasági növekedésre ható legfőbb negatív kockázat a geopolitikai feszültségekből, a pénzügyi piacok instabilitásából és a strukturális reformok hiányos végrehajtásának veszélyéből adódhat.

Munkaerőpiac

Az Egyesült Államokban a munkaerő iránt megnyilvánuló kereslet a tavalyi év eleje óta emelkedik: a szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatottság 2014 harmadik negyedévében 0,3 százalékkal bővült. A legfrissebb adatok szerint októberben az év/év foglalkoztatásbővülés 1,9 százalékra gyorsult. A pozitív folyamat a versenyszférának köszönhető, hiszen 2013 és 2014 októbere között 2,2 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak száma, miközben az állami szférában továbbra is csak minimális bővülés látszott. A magánszférában a szekunder szektorban (ipar, építőipar) és a szolgáltatásoknál látható foglalkoztatásbővülés egyenlő mértékben járult hozzá az év/év növekedéshez. A munkanélküliségi ráta az idei év tizedik hónapjában 5,8 százalékra, hatéves mélypontra süllyedt, ami tavaly októberhez képest 1,4 százalékpontos javulást jelent.

Az euróövezetben 2014 III. negyedévében a tavalyi év folyamán kezdődött munkaerő-piaci konszolidáció tovább folytatódott. A foglalkoztatottság 2014 második negyedévében ismét növekedést jelzett: az előző év azonos időszakához képest 0,4 százalékos bővülést regisztráltak. Szektorális bontásban nézve az ipari foglalkoztatottságban újból enyhe növekedést mértek, valamint a szolgáltató szektorban is fennmaradt a növekvő munkaerő iránti kereslet negyedéves bázison. A ledolgozott munkaórák száma az előző év azonos időszakához viszonyítva mindössze 0,1 százalékkal növekedett a júniusban végződő negyedévben.

A valutaövezet munkanélküliségi rátája 11,5 százalékra mérséklődött 2014 harmadik negyedévében. Az előző év azonos időszakához képest így már 0,5 százalékponttal csökkent az állástalanok aránya. Az EU egészében is csökkenő rátát regisztráltak: a III. negyedévben 10,1 százalékon állt a munkanélküliség, ami 0,7 százalékponttal marad el az egy évvel ezelőtt mért adattól. Az októberi mutatók is javuló munkaerő-piaci helyzetet jeleznek: az euróövezetben 11,5, az unióban 10 százalékra csökkent a munkanélküliségi ráta.

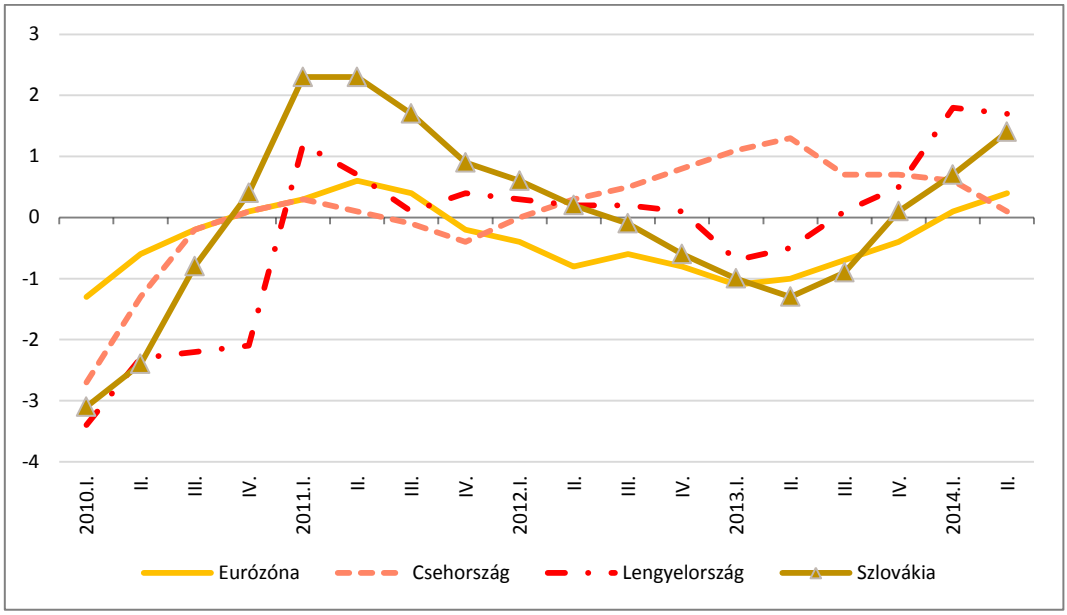
Az egyes tagországok munkaerőpiacának állapota továbbra is rendkívül eltérő. A magas aggregált mutató elsősorban néhány periferiális euróövezeti országhoz köthető. A legfrissebb, októberre vonatkozó statisztikák szerint mindössze hat tagállamban mértek enyhén emelkedő munkanélküliségi arányt, a többi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

Az Európai Bizottság legfrissebb prognózisa szerint idén a gazdasági növekedés lassú helyreállása segíthet stabilizálni a munkaerőpiacokat. Ennek fényében a bizottság a legutóbbi előrejelzését kissé feljavítva, 2014-ben az unióban és a valutaövezetben rendre 0,7 és 0,4 százalékos foglalkoztatottságbővülést valószínűsít, amire 2011 óta nem volt példa. A munkanélküliségi ráta éves szinten az övezetben és az EU-ban 11,6 és 10,3 százalékra mérséklődhet idén. Mivel a gazdasági fellendülés a korábban vártnál lassabban indulhat be, a bizottság mindkét térség esetében valamelyest lefele módosította a jövő évi foglalkoztatottságra vonatkozó előrejelzését. 2015-ben az unióban és a valutaövezetben rendre 0,6 és 0,5 százalékos foglalkoztatottságbővülés várható, amikor az átlagos munkanélküliségi ráta az övezetben 11,3, az EU-ban pedig 10 százalékra csökkenhet.

A visegrádi három munkaerőpiaca az euróövezethez hasonló képet festett 2014 második negyedévében. A foglalkoztatás éves növekedési üteme az április–június közötti időszakban egyedül Csehországban csökkent jelentősen. A jegybank inflációs jelentése alapján a fokozatosan emelkedő számú munkaórák következtében a foglalkoztatás emelkedése mindössze 0,4 százalékra tehető éves szinten idén, amit jövőre egy ennél is alacsonyabb bővülés követhet. Az idei III. negyedévben a lengyel munkanélküliségi arány mérséklődött legnagyobb mértékben: a 0,4 százalékpontos csökkenés után 8,8 százalék volt az állástalanok

aránya. Szlovákiában és Csehországban 0,3-0,3 százalékponttal, rendre 13,1 és 5,9 százalékra csökkent a munkanélküliek aránya a szeptemberben végződött negyedévben.

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



Forrás: Eurostat

A legfrissebb prognózisok szerint az idei évvel kezdődően Szlovákiában javuló munkaerő-piaci helyzet várható: a foglalkoztatottság csökkenése idén megáll, emiatt két év óta először éves szinten is pozitív lesz a növekedés üteme, valamint a munkanélküliségi ráta is jelentősen süllyedhet. A jegybanki prognózis alapján 2015-ben 13 százalék alá csökkenhet az állástalanok aránya. Lengyelországban a munkaerő-piaci körülmények idei stabilizálódása után 2015-ben javulás várható: a válság óta először 9 százalék alá eshet a munkanélküliségi ráta. Csehországban a munkanélküliség 2015 elejéig minden valószínűség szerint a jelenlegi szinten marad, mivel a munkaerő-piaci részvétel folytatódó növekedése ellensúlyozza a foglalkoztatás növekedését. Később azonban – az erősödő gazdasági növekedés következtében – a foglalkoztatás bővülése lesz az irányadó, és a munkanélküliek aránya csökkenő pályára áll.

Pénzügyi folyamatok

Meglehetősen borús hangulat jellemezte a nemzetközi pénzpiaci környezetet az elmúlt negyedévben. Miután nyilvánvalóvá vált, hogy a Fed októberben teljesen kivezeti kötvényvásárlási programját, a befektetők egyre inkább az EKB mennyiségi lazításával összefüggő intézkedések kivitelezésével kapcsolatos hírekre figyeltek az európai térségben. Ugyanakkor a geopolitikai feszültségek az őszi hónapokban is meghatározóak maradtak a befektetők döntései során.

[1] Lengyelország esetében a lengyel statisztikai hivatal adatait használtuk fel.

Mindeközben a bankunió kialakításának irányában is történtek fejlemények. Az EKB novemberben közölt bankterhelési próbáján (stressziteszt) a megvizsgált 130 eurózónabeli bankból 25 pénzintézet összesen 25 milliárd eurós tőkehiányt halmozott föl, főleg olyan országokban, mint Görögország, Ciprus, Szlovénia és Portugália. Ez azt jelenti, hogy az érintett bankok szavatoló tőkéje nem érte el az előírt mértéket, vagyis az 5,5 százalékot. Azon bankok, amelyek nem mentek át a stresszteszten, 2015. április végéig kaptak időt a tőkehiány megszüntetésére. A stressziteszt egy tavaly novemberben indult átfogó vizsgálat részét képezte. Az értékelés célja az volt, hogy növelje a pénzügyi rendszer átláthatóságát, és ezáltal erősítse a magánszektor az eurózóna bankrendszere iránti bizalmát. A folyamat három elemből állt: kockázatértékelés, eszközminőség-vizsgálat és végül a stressziteszt. A terhelési próba, majd az EKB felügyeleti szerepének megkezdése az *egységes bankfelügyeleti rendszer* (SSM) csúcsán az EU-beli bankunió kialakításának utolsó lépése volt. A bankunió másik két eleme, az egységes bankműködési szabályzat és benne az egységes betétbiztosítási rendszer, továbbá az egységes euróövezeti bankszanálási rendszer már a helyére került az Európai Parlament és az Európai Tanács tavalyi és idei korábbi közös döntései alapján. Ennek megfelelően 2015. január 1-jétől minden euróövezeti tagállamnak létre kell hoznia a bankok ex ante befizetéseiből egy *nemzeti szanálási alapot*, amelyek dedikált része évente emelkedő arányban átkerül majd a leendő közös bankszanálási alapba. Ez az alap nyolc év alatt jön létre, körülbelül 55 milliárd euró tőkével. Az első bankszanálásra az új szabályoknak megfelelően 2016. január 1-jétől lesz lehetőség. A *betétbiztosítási szabályok* pedig megerősítik, hogy a kisbetétesek megtakarításait 100 ezer euró értékig mindenhol garantálják, akkor is, ha egy bank csődbe megy. Ha a hitelintézetet felszámolnák, a kisbetétesek legfeljebb hét napon belül a bankok előzetes befizetéseiből létrehozandó alapból az utolsó fillérig (100 ezer euróig) minden pénzüket megkapnák, öt napon belül pedig legalább akkora összeget, ami a létfenntartásukat biztosítja.

Az EKB likviditásösztönző lépései a bankközi piaci kondíciókon is éreztetik hatásukat. A három hónapos Euribor-kamat szeptember óta a historikusan alacsonynak számító 0,1 százalék körül tartózkodik. Az euróövezeti bankrendszer likviditási mutatója, az egynapos euróindex (EONIA) ezzel egy időben átlépte a zérus kamatszintet, és negatív tartományban maradt az elmúlt három hónapban.

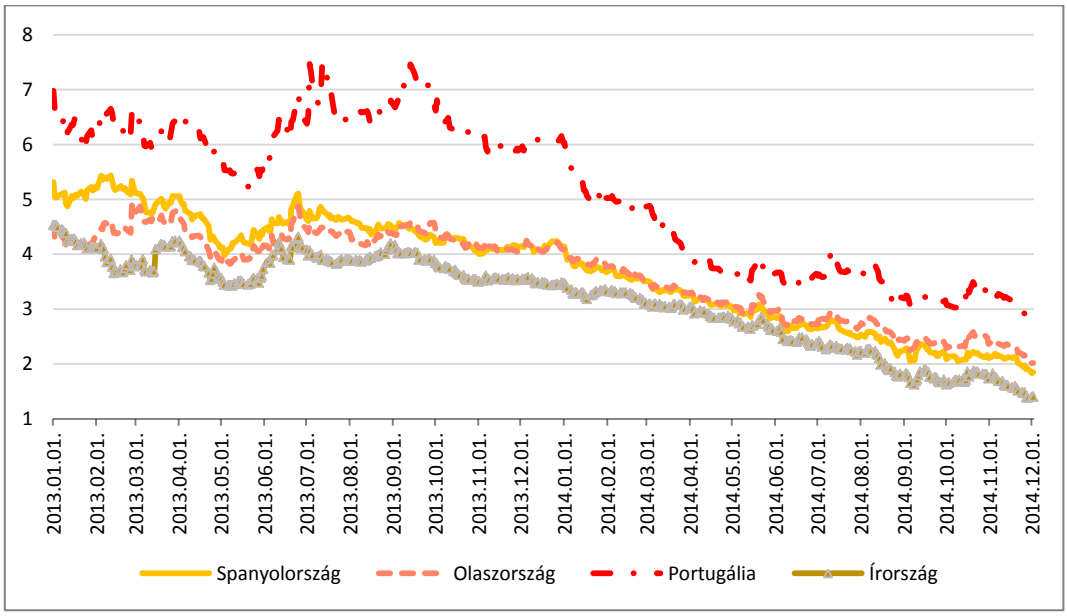
Az EKB legfrissebb adatai alapján már némi pozitív változás volt tapasztalható a hitelezési helyzet terén a harmadik negyedévben. Az erre az időre vonatkozó felmérés szerint a háztartások esetében a valutaövezeti bankok továbbra is enyhülő hitelezési feltételekről számoltak be. A lakosság számára kihelyezett hitel összes mennyisége a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva 0,5 százalékkal bővült, a növekedés üteme tehát visszafogott maradt. A nem pénzügyi vállalatok esetében már második negyedéve enyhülnek a hitelnyújtási kondíciók. A kihelyezett hitel éves alapon mért változása továbbra is negatív: 2 százalékos zsugorodás volt megfigyelhető. A még mindig

meglehetősen visszafogott hiteldinamika főként a konjunktúraciklus aktuális szakaszát, a megemelkedett hitelkockázatot, valamint a pénzügyi és az azon kívüli szektorokban zajló mérlegkiigazítást tükrözi.

A Fed kötvényvásárlási programjának kivezetésén, valamint az EKB megkezdett monetáris lazításán kívül a feltörekvő piaci bizonytalanságok is jelentősek maradtak az elmúlt időszakban: a novemberi kelet-ukrajnai választásokon fölényesen győztek a szeparatisták, ami tovább bonyolíthatja az orosz–ukrán konfliktust, valamint a már bevezetett, Oroszországgal szembeni szankciók köre is tovább bővülhet.

A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak szeptember eleje és november vége között általánosságban emelkedtek. Ez alól egyedül Írország a kivétel, ahol ezen időszak alatt a csődkockázati felár 5 százalékos csökkenése volt tapasztalható, többek között az egyre kedvezőbb gazdasági kilátásoknak köszönhetően. A többi adósságválsággal küzdő ország esetében ezen időszak alatt átlagosan 15 százalékos emelkedést regisztráltak a CDS-árazásban. Hosszabb távra visszatekintve azonban jól látható a piaci megítélés javulása: a tavalyi év azonos időszakához képest átlagosan 60 százalékkal alacsonyabban állnak a periféria CDS-felárai.

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



Forrás: Thomson Reuters

Az őszi hónapokban csökkentek a periferiális euróövezeti állampapírpiacok hozamai. Ez alól egyedül Görögország volt kivétel, ahol a kormány októberi bejelentése, miszerint azt tervezik, hogy már idén decemberben kilépnek az IMF és az EU segélyprogramjából, jelentős hozamemelkedéssel párosult. A segélyprogram eredetileg 2016 márciusában járna le, de a kormány a következő két évben nem hívná le az EU–IMF kedvezményes hitelcsomag hátralévő részleteit, helyette a szabadpiacon vennék fel az állam finanszírozásához szükséges

hiteleket. Mindezek következtében a görög állam 10 éves lejáratra már csak 8 százalékon tudott forrást bevonni november végén, ami a szeptemberi nyitóértékekhez képest 40 százalékos emelkedést jelentett. A szeptemberi nyitóértékekhez képest a többi perifériális országnak azonban alacsonyabb kamatokon sikerült a forrásbevonás: a portugál 10 éves államkötvény hozama 3 százalék, míg a spanyol államkötvény hozama az olasz papírokhoz hasonlóan 2 százalék körül stabilizálódott november végén.

A Fed kötvényvásárlási programjának megszűnése, valamint a továbbra is fennálló geopolitikai kockázatok hatására az elmúlt hónapokban is 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 10 százalékkal mérséklődtek szeptember óta.

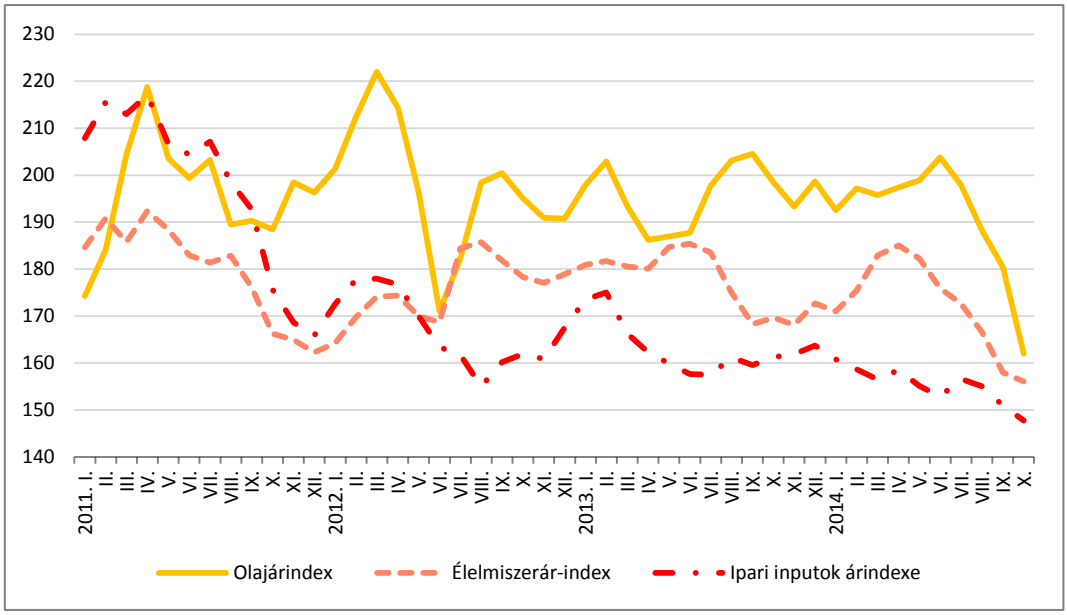
Az őszi hónapokban a megszokottnál alacsonyabb forgalmú kereskedés jellemezte a tőkepiacokat szeptember és november között. Az USA egyik legfőbb tőzsdeindexe, a Dow Jones mindössze 4 százalékot emelkedett az elmúlt három hónapban. A meghatározó európai mutatók közül a londoni (FTSE) 1 százalékkal csökkent, míg a frankfurti (DAX) 4 százalékkal növekedett az őszi hónapok folyamán. Eközben a japán Nikkei novemberi záróértéke 12 százalékkal haladta meg a szeptember eleji nyitó adatot. Annak ellenére, hogy a japán gazdasági adatok meglehetősen elkeserítőek voltak a harmadik negyedévben, a kormányzat, valamint a jegybank gazdaságélénkítés irányába tett összefogását üdvözölték a befektetők. A régiós varsói és prágai indikátorok 1–1 százalékot csökkentek a vizsgált időszak alatt.

Az infláció alakulása

Gyakorlatilag összeomlottak az olajárak az elmúlt hónapokban a bőséges olajkészletek és a csökkenő kereslet következtében. Októberben a Nemzetközi Energiaügynökség is mérsékelte olajkeresleti előrejelzését, miközben növelte kínálati prognózisait. Emellett igen dinamikusan emelkedik az amerikai palaolaj kitermelése is. A bőséges kínálat ellenére sem csökkentette napi olajtermelését a Kőolaj-exportáló Országok Nemzetközi Szervezete (OPEC) novemberben. Mindezek következtében az északi-tengeri olajfajta hordónkénti ára 70 dolláron, négyéves mélyponton, és a szeptemberi nyitóértékénél 30 százalékkal alacsonyabban zárta a novemberi hónapot.

A nyers élelmiszerek árában is csökkenés volt tapasztalható az idei év harmadik negyedévében. A mérséklődést a kedvező termelési kilátások és a bőséges készletek váltották ki. Az ipari inputok, vagyis a mezőgazdasági nyersanyagok és fémek éves árindexe is tovább esett októberben. Ennek fő oka a globális keresletet és növekedést övező aggodalmak (főként Kína növekedésének lassulása), valamint a vártnál nagyobb készletek voltak.

4. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100 SZÁZALÉK)



Forrás: IMF Primary Commodity Prices

Az Egyesült Államokban 1,7 százalékos éves bázisú inflációs rátát regisztráltak októberben, a pénzromlás üteme így augusztus óta változatlannak mondható. Az alacsony inflációs környezet az energiaárak tartós csökkenésének köszönhető. Októberben az élelmiszerek és az energia árának kiszűrésével számított maginfláció 1,8 százalékon állt, így továbbra is közel áll a Fed 2 százalékos inflációs céljához, amit a szűrt index májusban ért el utoljára.

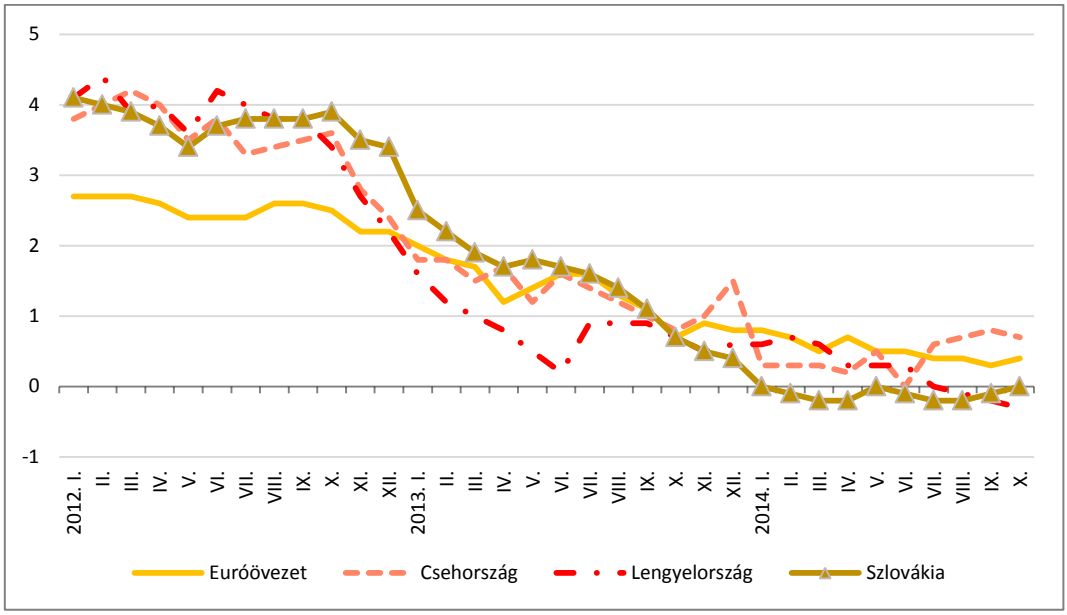
Az Európai Unióban és az eurózónában is alacsony maradt az éves pénzromlás üteme. Októberben mindkét régióban enyhén emelkedő év/év inflációs rátát mértek: az unióban 0,5, az euróövezetben 0,4 százalékot.[2] Az infláció üteme elsősorban a nyers élelmiszerárakban tapasztalt változást tükrözi: a harmadik negyedéves 2 százalékos árcsökkenés után stagnált a termékcsoport árnövekedése októberben. Az energiaárak azonban továbbra is csökkenő árszínvonalat tükröztek. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó maginfláció 0,8–0,7 százalékon állt a tizedik hónapban, ami érdemben nem különbözik az előző havi adatoktól.

Szlovákia kivételével csökkenő pénzromlást jelentettek a visegrádi régió országaiban az elmúlt hónapokban. Lengyelország augusztus óta deflációval küzd, amit részben a lengyel exportra kivetett orosz embargó hatása magyaráz. Szlovákia fogyasztóiár-színvonala négyhavi defláció után ismét 0 százalékra kúszott a X. hónapban. Az alacsony régiós árszínvonal mögött elsősorban a tartósan csökkenő energiaárak állnak: a termékcsoport ára 1,8 százalékos esést mutatott októberben, míg a harmadik negyedévben 1,7 százalékos átlagos csökkenést regisztráltak. A maginflációs ráták alapján elmondható, hogy az inflációs

[2] Az euróövezetre vonatkozó gyorsbecslés szerint az év/év infláció novemberben 0,3 százalékra, ötéves mélypontra süllyedt, a továbbra is alacsony pénzromlási ütem a csökkenő energiaáraknak tudható be.

alapfolyamatok stabilak a régióban, jelenleg a historikusan alacsony 0,7 százalék körül alakulnak.

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



Forrás: Eurostat

Az előrejelzési horizonton mind az Európai Unió, mind az euróövezet esetében rendkívül alacsony infláció várható. Idén a csökkenő nyersanyagárak és a visszafogott gazdasági fellendülés egyaránt gátolják az infláció felpörgését, aminek eredményeként az unióban 0,6, az eurózónában 0,5 százalékos infláció valószínűsíthető. Jövőre a lendületesebb gazdasági növekedés hatására az unióban 0,4, az övezetben 0,3 százalékponttal emelkedhet az éves pénzromlás üteme.

Monetáris kondíciók alakulása

Az EKB decemberi kamatdöntő ülésen nem változtatott irányadó kamatán, ami szeptember óta 0,05 százalékon áll. Októberi döntése alapján az EKB a negyedik negyedévben megkezdte a fedezett adósság és eszközalapú értékpapírok vásárlását. Az eszközvásárlási program futamideje legalább két év lesz. A követeléssel fedezett értékpapírok vásárlásából (ABS)[3] származó profitot vagy veszteséget arányosan szétosztják majd az eurózónatagok jegybankjai között. Az eszközvásárlások hatására az EKB mérlege a jövőben bővül, az eddigi lépéseknek köszönhetően egyébként már a 2012-es szintjéhez közelít. Az eszközvásárlások államkötvényekre való kiterjesztését érintően a jegybank elnöke decemberben kijelentette, hogy jelenleg szorosan követik a további kockázatokat, legyen szó akár az olajár hatásairól

[3] A konstrukció szerint az euróövezeti kis- és közepes vállalatoknak nyújtott kereskedelmi banki hiteleket értékpapírosítják, és az EKB ezekből az értékpapírokból vásárolja meg a jó minősítésűeket, vagyis azokat, amelyek a hitelminősítők szerint biztonságosak.

vagy a gyengébb növekedési dinamikáról, de egyelőre nem vezetnek be további intézkedéseket. Jövő év elején kívánják behatóbban vizsgálni, hogy az eddig bevetett stimuláló eszközök mit értek el a gazdaságban. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint idén 0,5, jövőre 0,7 százalékos infláció várható az övezetben, 0,8 és 1 százalékos GDP-növekedés mellett. A három hónappal ezelőttihez képest ez 0,1-0,1 százalékpontos csökkentést jelent a pénzromlás idei ütemét és a 2014-es gazdasági bővülést illetően.

Az Egyesült Államok jegybanki funkcióját betöltő Fed kamatdöntő szerve októberben nem módosította az irányadó rátát, amely így továbbra is a 0–0,25 százalékos sávban mozog. A várakozásoknak megfelelően a Nyílt Piaci Bizottság befejezte a 2012 szeptemberében kezdődött eszközvásárlási programját, aminek keretén belül havonta 85 milliárd dollárnyi amerikai állampapírt és jelzálog-fedezetű értékpapírt vásárolt. A bank fenntartotta, hogy „jelentős időre van szükség" a program befejezését követően a kamatemelés bekövetkezéséig. Ugyanakkor, mivel az elnök munkaerőpiacról alkotott véleménye a vártnál kedvezőbb volt, ez felveti annak esélyét, hogy a bank mégse vár 2015 végéig az első kamatemeléssel. A jelenlegi munkanélküliségi ráta 5,8 százalékon áll, ami már hajszálnyira van attól, amit az amerikai döntéshozók „maximális" foglalkoztatásként definiálnak. Ez az ún. természetes rátát jelenti, ami szerintük 5,2 és 5,6 százalék között lehet. A mennyiségi lazítás utolsó fordulójának kezdetén (QE3) a döntéshozók úgy jósolták, hogy mindössze 6–6,8 százalékra mérséklődhet a mutató a program befejeztéig. Miután az energiaárak jelentős csökkenése miatt az infláció is hosszabb ideig a 2 százalékos célérték alatt maradhat, jelenleg semmi nem indokolja az alacsony kamatkörnyezet gyors megszüntetését. A kötvényvásárlási program keretében a jegybank mérlege igen jelentősre, közel 4500 milliárd dollárra hízott az elmúlt évek alatt. A jegybank elnöke ezzel kapcsolatosan ismételten kijelentette, hogy a lejáró papírokból befolyó pénzeket újra befektetik majd, vagyis az óriási mérleget egészen az első kamatemelésig fenntartják. Amikor az bekövetkezik, akkor érdemben elkezdhet süllyedni a jegybank mérlegfőösszege, a céljuk pedig az, hogy néhány éven belül a válság előtti szintre, vagyis 800 milliárd dollárra apadjon.

A Cseh Központi Bank legutóbbi kamatdöntő ülésén a gyakorlatilag zérónak tekintett 0,05 százalékos szinten tartotta az irányadó rátát. A kormányzó novemberben is megerősítette, hogy a laza monetáris politika tartósabb ideig fennmaradhat, de legalább addig, amíg érdemi inflációs nyomás nem keletkezik a gazdaságban. A konjunktúra további élénkítésével kapcsolatban a döntéshozók elmondták, hogy a hazai fizetőeszköz gyengítését célzó intervenciókat legalább 2016-ig fenntartják. A jegybanki intervenció akkor léphet életbe, ha a korona euróval szembeni árfolyama távol kerül a 27-es szinttől.

A Lengyel Nemzeti Bank októberben 0,5 százalékponttal, 2 százalékra csökkentette az alapkamatot, amelyet decemberben is szinten tartott. Az októberi kamatcsökkentést a vártnál szerényebb gazdasági növekedéssel, valamint az orosz–ukrán konfliktus által kiváltott erősödő bizonytalansággal indokolták a döntéshozók. Decemberben a jegybank elnöke

kijelentette, hogy csak abban az esetben hajtanak végre újabb kamatcsökkentést, ha a makrogazdasági adatok a gazdasági növekedés lassulását jelzik.

Fiskális politika

A nemzetközi intézetek legfrissebb előrejelzéseikben a tavaszihoz képest általánosságban rontották az idei és jövő évi költségvetési hiányra vonatkozó várakozásaikat. Az enyhén rosszabb hivatalos egyenlegek az elmúlt fél év változásait tükrözik. A várakozásoknál gyengébb gazdasági környezeten kívül a rendkívül alacsony inflációs környezet – amely csökkenti az állam adóbevételeit – is nyomás alatt tartja az országok költségvetési egyenlegének javulását. Az Európai Bizottság legfrissebb prognózisai alapján idén mindössze 2,6 és 3 százalékra mérséklődik az euróövezet és az unió GDP-arányos hivatalos költségvetési hiánya, szemben a májusban közölt 2,5 és 2,6 százalékos adatokkal. Ez azt jelenti, hogy 2010 óta a legkisebb mértékű fiskális kiigazítás várható idén, miután mindössze 0,3 és 0,2 százalékponttal javul a két térség államháztartási mérlege a 2013-as szinthez viszonyítva.

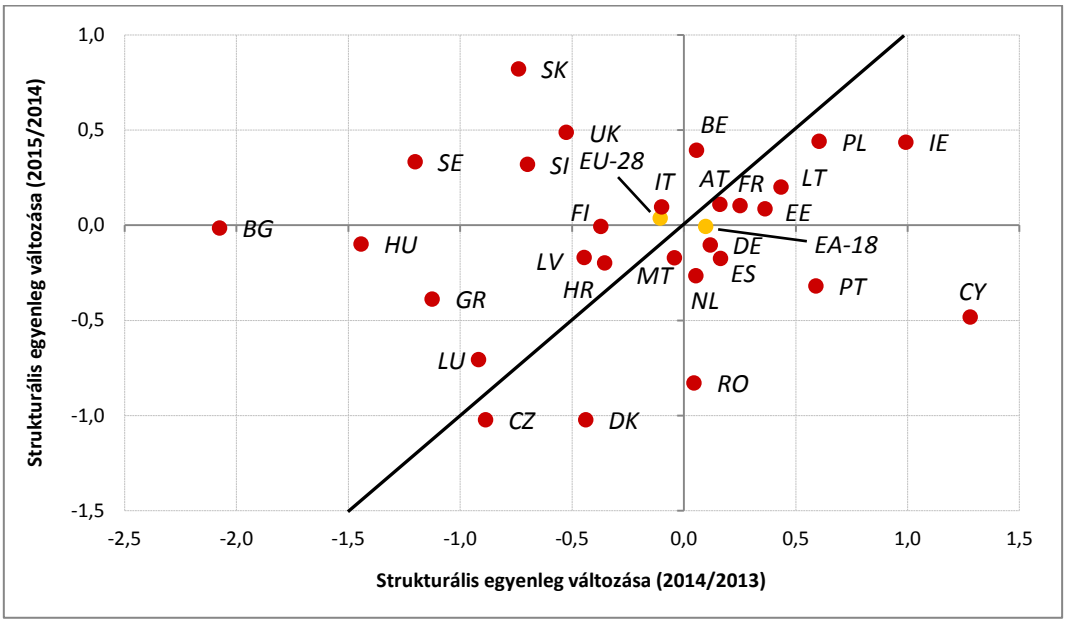
A 2014-es hivatalos mérlegeket illetően Lengyelország költségvetési egyenlegén hajtották végre a legnagyobb módosítást tavaszhoz képest. A májusban közölt 5,7 százalékos többlet után ősszel 3,4 százalékos hiányra rontották az előrejelzést a bizottsági szakértők. Ennek legfőbb oka a nyugdíjreform elszámolását is érintő módszertani változás volt (ESA'95 helyett ESA2010), miután a kormány idén a GDP 8,5 százalékát kitevő eszközállományt csoportosított át a második nyugdíjpillérből az elsőbe. Az új költségvetésihiány-elszámolásban ez a fajta eszköztranszfer nem egyösszegű bevételként könyvelendő el, aminek következtében az év első felében jósolt jelentős többlet deficitbe fordult.

A központi eurózóna-országok közül leginkább Franciaország költségvetési egyenlegével nincsenek megelégedve Brüsszelben. A gyengébb gazdasági bővülés és az alacsony inflációs környezet következtében nemrég 0,5 százalékponttal, 4,4 százalékra emelte az idénre jósolt fiskális hiányát a francia kormány, amikor egyúttal bejelentették, hogy korábbi ígéretüket megszegve 2015 helyett csak 2017-re tudják teljesíteni a kitűzött 3 százalékos hiánycélt. Mindez azt jelenti, hogy Franciaország legalább 2017-ig túlzottdeficit-eljárás alatt maradhat.

2015-ben folytatódhat a mérsékelt kiadásoldali kiigazítási sorozat, uniós szinten 0,3 százalékponttal, a GDP 2,7 százalékára csökkenhet az államháztartási hiány értéke, némileg lemaradva a tavasszal közölt 2,5 százalékos prognózishoz képest. Ezt az átlagot jóval meghaladva javít egyenlegén két tagország: Írország és Portugália. Mindkettő elsődleges célja, hogy 2015-ben kikerülhessen az EU túlzottdeficit-eljárása alól. Portugália esetében a bizottság valamivel pesszimistább, miután 3,3 százalékra várja a hiányt, szemben a kormány 2,7 százalékos előrejelzésével, amelyet részben a jövő évre tervezett parlamenti választások miatt felmerülő többletkiadással indokolt. Szintén jövő évben zárja le túlzottdeficit-eljárását Lengyelország is, aminek következtében már 22 tagország teljesítheti a hivatalos maastrichti egyenleget, vagyis a GDP 3 százalékának megfelelő hiányt 2015-ben.

A diszkrecionális költségvetési intézkedések mértékéről a strukturális hiánymutató változása ad megfelelő képet, mivel azt nem torzítják egyszeri intézkedések és ciklikus hatások. A strukturális deficit 2013-ban 0,9 és 1 százalékponttal csökkent az eurózóna és az EU esetében. Az idei évben viszont a GDP arányában mérve mindössze 0,1 százalékos csökkenés és ugyanakkora emelkedés várható az övezetet és az uniót illetően.

6. ÁBRA: A 2014-ES ÉS A 2015-ÖS KIIGAZÍTÁS MÉRTÉKE A STRUKTURÁLIS HIÁNYMUTATÓK ALAPJÁN AZ UNIÓ TAGÁLLAMAIBAN



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Autumn 2014

A legnagyobb megszorítást az idei évben Ciprus hajtja végre, amely a potenciális GDP 1,3 százalékát kitevő intézkedéscsomagot foglalt a 2014-es büdzsébe. Mellette Írország és Lengyelország is komoly lépéseket tesz idén a költségvetés fenntarthatóságának irányába. 2015-ben változatlan maradhat a strukturális hiányszám az övezet és az unió esetében is.

A legfrissebb adatok alapján a tavaszi előrejelzéshez képest nem idén, hanem csak 2015-ben tetőzik az euróövezet GDP-arányos államadóssága. Az ESA 2010-es módszertana alapján az övezeti adósságpálya az idei 94,5-ről 94,8 százalékra emelkedik jövőre, amely után enyhe csökkenésnek indulhat. Az idei évre vetített, a korábbi időszakokhoz viszonyítva már mérsékelt övezeti adósságemelkedés legfőbb oka a továbbra is magas kamatkiadás, valamint az egyedi adósságnövelő tételek. 2015-ben a valamivel gyorsabb gazdasági növekedés, valamint a magasabb elsődleges – kamatfizetések nélkül számított – többlet az előző évekhez képest érdemben ellensúlyozhatja a kamatkiadásokat. A tagországok államadósság-rátájában megfigyelhető enyhe emelkedés jövőre nem idéz elő markáns változást az euróövezeti palettán: az ideihez hasonlóan 2015-ben is mindössze öt tagállamban (Észtország, Lettország, Litvánia, Luxemburg és Szlovákia) regisztrálhatnak a konvergenciakritériumnak megfelelő, 60 százalék alatti mutatót.

A hazai gazdaság jelenlegi helyzete és várható pályája

A magyar gazdaság növekedése 2014 III. negyedévében a várakozásoknak megfelelően némileg visszafogottabban alakult, de hazánk így is az EU élmezőnyébe tartozik. Az éves bázison mért, 3,2 százalékot kitevő növekedés kizárólag a belső felhasználási tételek bővüléséhez köthető. A nettó export önmagában 1,7 százalékponttal fogta vissza az éves bázisú GDP-bővülés ütemét. Ennek oka egyrészt az exportot visszafogó mérsékeltebb külső konjunktúra és egyedi autóipari hatások, másrészt az erősödő belső felhasználás és a gáztározók feltöltésének jelentős importvonzata. A dinamikus gazdasági növekedést a bruttó állóeszköz-felhalmozás vezérelte, ami bő 13 százalékkal bővült éves bázison. A versenyszféra mérsékeltebb beruházási teljesítményét az NHP bázisba kerülése magyarázza, míg az országszerte zajló infrastrukturális fejlesztések az állami beruházások kiugró növekedését hozták. A foglalkoztatás és a reálbérek növekedése, a rendelkezésre álló jövedelem bővülése ellenére a háztartások fogyasztási kiadása csak 1 százalékkal emelkedett a III. negyedévben. Vélhetően a fogyasztói bizalom emelkedésének megtörése, az óvatossági megtakarítások és a mérlegalkalmazkodás állhat a negatív meglepetés mögött. A belföldi felhasználás együttesen 4,9 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. A termelési oldalon továbbra is kiegyensúlyozott a növekedés: a főbb nemzetgazdasági ágak hozzáadott értéke bővült, ám általános jelenség a lendület mérséklődése. Ez alól kivétel a kiugró negyedévet záró mezőgazdaság (10,8 százalék). Az ipar 5,6 százalékos növekedése mögött elsősorban a járműgyártás és az egyéb kapcsolódó ágazatok exportteljesítménye áll. Az építőipari hozzáadott érték 11,6 százalékkal bővült, főként a közlekedési hálózat fejlesztése következtében; a lakásépítés tovább élénkült. A szolgáltatások széles bázisú, 1,7 százalékos bővülést mutattak az erősödő belső kereslet nyomán.

Az aktivitás növekedése lassult, miközben a foglalkoztatottság elsősorban a közfoglalkoztatásnak köszönhetően tovább bővült a III. negyedévben. Ennek következében a munkanélküliségi ráta jelentősen csökkent, utoljára 2007-ben volt ilyen alacsonyan. A versenyszféra munkakeresletének emelkedése megtorpant, de a munkaerőpiac feszessége tovább nőtt a csökkenő munkanélküliség miatt. Ez ugyanakkor nem hatott ki a bérek alakulására, amelyek növekedési üteme csökkent a verseny- és az állami szférában egyaránt.

A magyar éves bázisú infláció a harmadik negyedévben is negatív maradt, –0,1 százalékot tett ki. A tartósan alacsony inflációs környezet elsősorban a szabályozott árak folytatódó csökkenésének következménye. Emellett az inflációs várakozások mérséklődése, az olajárak beszakadása, az alacsony külső infláció és a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása is érvényesült. Az inflációs trendmutatók továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek. A globálisan felerősödött kockázatkerülés ellenére a hazai kockázati környezet az elmúlt negyedév folyamán kismértékben javult. A Fed lezárta likviditásbővítő programját, az EKB nem változtatott monetáris politikáján, míg a japán jegybank monetáris lazítást hajtott

végre, így a likviditásbőség fennmaradt. A hazai fizetőeszköz több mint 2 százalékkal erősödött az euróval szemben, míg a CDS-felár az elmúlt három hónapban összességében nem változott. A hazai 10 éves állampapírok hozama ugyanakkor jelentősen csökkent. A hazai jegybank ősszel a júliusi bejelentésének megfelelően nem változtatott az alapkamaton.

A vállalatok hitelezésében az NHP II. iránt a szeptembertől novemberig tartó időszakban jelentősen erősödött az érdeklődés. Az MNB Monetáris Tanácsa döntött a hiteligénylések határidejének egy évvel történő meghosszabbításáról, azaz az új határidő 2015. december 31. A Kormány a lakossági devizahitelek kérdéskörét az elszámolási, a fair bankokról szóló törvénnyel és a forintosítással komplexen kezelte. A forintosítással megszűnik a lakossági devizahitelek árfolyamkockázata.

Legfrissebb prognózisunk a magyar gazdaság dinamikus növekedését vetíti előre 2014–2015-ben, amit elsősorban a belső felhasználás fokozatos erősödése vezérel. Az import növekedése idén meghaladja az exportét, ám jövőre a nettó export ismét pozitívan járulhat hozzá az éves GDP-növekedés üteméhez. Idén a gazdaság motorja egyértelműen a beruházás marad, míg jövőre a fogyasztás is hasonlóan jelentős hozzájáruló lesz. A Növekedési Hitelprogram második szakaszának időbeli kiterjesztése és az uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások folytatódása segíti a bruttó állóeszköz-felhalmozást. A fogyasztás erősödő növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése biztosítja, melyet gazdaságpolitikai intézkedések vezérelnek. A tartósan alacsony kamat- és inflációs környezet következtében a háztartások fogyasztási hajlandóságának emelkedésére számítunk, melyet nagyban segít a devizahitelek kivezetése. A magyar gazdaság kibocsátása a teljes előrejelzési horizonton elmarad a potenciálistól, a ciklikus pozíció javulása mellett a kibocsátási rés 2015 után záródhat. Összességében idén 3,4 , jövőre 2,6 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

Az aktívabb foglalkoztatáspolitika miatt a munkaerő-piaci részvétel és a foglalkoztatottság is bővülhet 2015-ben. A versenyszféra növekvő munkakereslete és a közfoglalkoztatás bővítése együtt a munkanélküliségi rátát jövőre 7 százalék közelébe mérsékelheti. A munkaerőpiac feszessége így nő, ami egyúttal a bérek gyorsuló növekedését vonja maga után.

A maginfláció pályáját a hazai gazdaság ciklikus pozíciója, a nyomott inflációs várakozások, az alacsony importált infláció és a negatív ársokkok begyűrűzése befolyásolja. A kibocsátási rés szűkülésével a dezinflációs hatás fokozatosan csökken, valamint a korábbi költségsokkok bázisba kerülése 2015 folyamán ismét emelkedő ütemű maginflációt hoz, ami a jövő év végére a jegybanki célszintre emelkedhet. Az éves infláció tartósan elmaradhat a szűrt inflációs mutatótól, mely elsősorban a közműdíjcsökkentések hatását tükrözi. Emellett továbbra is fennmaradhat a nyers élelmiszerek árának csökkenése az orosz embargó miatt, illetve a negatív olajársokk is komoly visszafogó erőt jelent a fogyasztóiár-indexre nézve. 2015-ben a lassan emelkedő inflációt a korábbi ársokkok bázisba épülése vezérli. Összességében 2014-ben a fogyasztóiár-index –0,2, míg jövőre 1,6 százalékon állhat.

A globálisan is nyomott inflációs környezet és laza monetáris politika, valamint a gazdaság ciklikus pozíciója a hazai monetáris feltételek lazításának irányába mutatnak. Meglátásunk szerint a jövő év elején nyílik lehetőség az újabb kamatcsökkentésre. Ugyanakkor, figyelembe véve az erősödő inflációs nyomást, 2015 végén a jegybank megkezdi óvatos kamatemelési ciklusát, így 2015 végén 2,2 százalékon állhat az irányadó ráta.

Az újonnan beérkező adatok elemzése

A növekedés alakulása

A hazai gazdaság teljesítménye a III. negyedévben – ahogyan arra számítottunk – a korábbinál mérsékeltebb növekedést mutatott. A lassulás mértéke azonban alulmúlta a várakozásokat, a GDP továbbra is dinamikusan bővült. 2014 III. negyedévében a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint 0,5 százalékkal növekedett a bruttó hazai termék az előző negyedévihez képest. Ez 0,3 százalékponttal marad el az előző negyedévi ütemtől. A gazdaság egy évre visszatekintő teljesítménye is némileg lanyhult: a GDP-növekedés 2014. július–szeptemberben 3,2 százalékot tett ki az előző év azonos időszakához viszonyítva. A vártnál enyhén erősebb növekedés hatására az idei év egészében is kedvezőbb folyamatok várhatóak a három hónappal ezelőtt vázoltnál.[4]

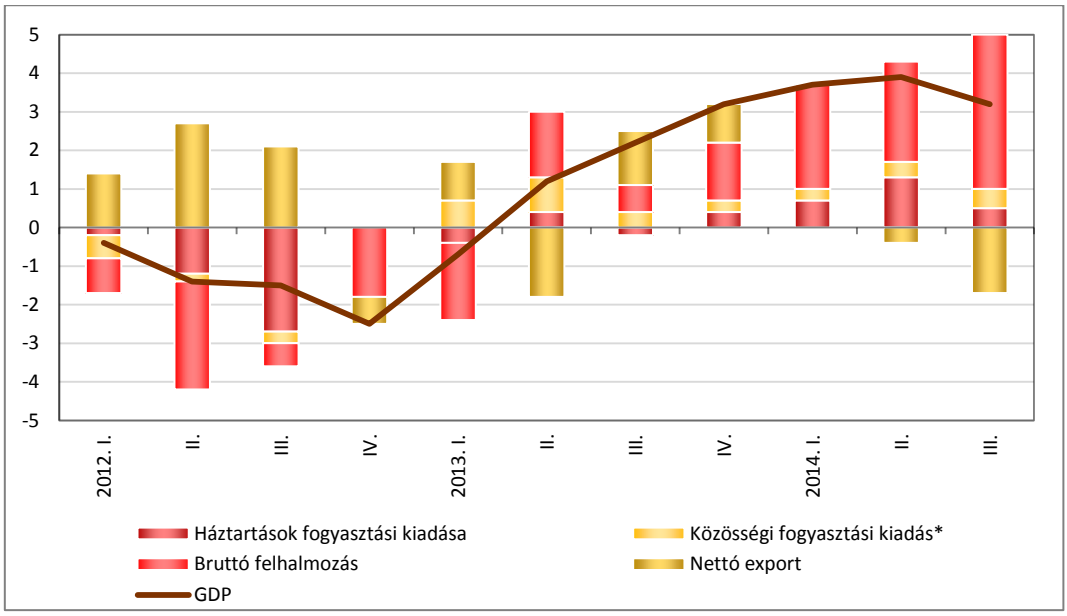
A GDP felhasználási oldalán a külső tételek a szeptemberi várakozásunknak megfelelően alakultak, ami a folyamatok irányát illeti. Az importvolumen bővülése a III. negyedévben – az első fél évhez hasonlóan – felülmúlta a kivitelét, 3,1 százalékponttal. Az import némileg dinamikusabban emelkedett, mint az előző negyedévben, míg az exportvolumen éves indexe csökkent. 2014 III. negyedévében a KSH a kivitel 7,9, a behozatal 11 százalékos növekedését regisztrálta az előző év azonos időszakának bázisán. Mindazonáltal az export magasabb szintje miatt a külkereskedelmi aktívum tovább bővült. Az export dinamikus bővülésének egyik fő mozgatórugója a cserearány javulása, ami a forint jelentős leértékelődésére vezethető vissza. Az előző negyedévhez képest 1,5 százalékponttal lassuló exportdinamika egyrészt jelzi a gyengülő nemzetközi konjunktúrát, másrészt egyedi hatások következménye. A hazai autóiparban jelentős leállás volt: augusztusban az Audi a szabadságolások, míg ősszel a Suzuki a modellváltással összefüggő műszakcsökkentés miatt húzta vissza a termelést és az exportot. Termékcsoportok szerint vizsgálva az export bővülése főként a gépek és szállítóeszközök kereskedelmére vezethető vissza: a járműipar kiviteli teljesítménye tovább erősödött, elsősorban a német relációban. Az autó- és a vegyipar hatására bővült a feldolgozott termékek kivitele is. Az élelmiszer-ipari kivitel mérséklődő növekedése az orosz embargó hatását tükrözi.

[4] A szeptemberi előrejelzésünkkel való számszaki összevetést nehezíti, hogy a KSH decembertől már az ESA2010 szerint közli a részletes adatokat, míg korábbi prognózisunk ESA'95 módszertannal készült.

A hazai import volumenének 11 százalékot kitevő éves növekedése több mint hároméves csúcsnak számít. A behozatali dinamika az első negyedév óta fokozódik. A bővülés az erősödő belső felhasználás mellett az energiahordozók felfutó behozatalával magyarázható. A gáztározók feltöltése az első negyedév óta folyamatos, mely folyamat a III. negyedévben jelentősen felgyorsult. Az energiahordozók mellett július–szeptemberben főként a járműiparhoz és a hozzá kapcsolódó beszállítói ágazatokhoz kötődő behozatal bővült dinamikusan. Emellett a gyógyszer és gyógyszerészeti termékek és a szerves vegyi termékek importja élénkül a vonatkozó beruházások következtében. A lakossági fogyasztáshoz szorosan kötődő termékek (pl. ruházati cikk, lábbeli) behozatali volumene is számottevő növekedést mutatott az elmúlt negyedévben. Összességében a III. negyedévben a nettó export alakulása jelentősen, 1,7 százalékponttal visszahúzta az éves bázisú GDP-növekedés ütemét.

A belföldi felhasználás alakulása már másfél éve érdemben növelni tudja a gazdaság teljesítményét, súlya az elmúlt negyedévben tovább növekedett. Július–szeptemberben 4,9 százalékponttal járult hozzá a bruttó hazai termék éves bázisú bővüléséhez. Ezzel az elmúlt évtized legnagyobb hozzájárulását regisztrálta a KSH. A hazai növekedés szerkezete így egyértelműen áttolódott a belső tételek irányába.

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 III. negyedévében is bővülést mutatott, ám ennek mértéke elmaradt az előző negyedévekben regisztrálttól: az éves bázisú volumenindex csupán 1 százalékot tett ki. Negyedéves összevetésben a szezonálisan és naptárhatással kiigazított ráta gyakorlatilag stagnálásról számol be (0,1 százalék). A fogyasztás alakulása egyértelműen negatív meglepetést okozott szeptemberi várakozásunkhoz képest. A

legnagyobb felhasználási tétel kedvezőtlenebb alakulása pedig jelentős bizonytalanságot hordoz a jövőre vonatkozóan is. A mérsékeltebb ütemű fogyasztásbővülést továbbra is a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése segítheti leginkább. Ez a foglalkoztatás és a reálbérek együttes bővülésére vezethető vissza. A családi adókedvezményekkel számított nettó reálbér közel 3,5 százalékkal bővült a III. negyedév folyamán. Az ettől jóval elmaradó fogyasztásbővülés azt jelzi, hogy a háztartások adósságállományának leépítése erősödhetett, és az óvatossági megtakarítások a korábbiakhoz képest jobban korlátozták a fogyasztási kiadások fellendülését.

A háztartások különböző bizalmi indexei a III. negyedévben romlottak vagy az előző negyedévi szint közelében maradtak. Ezzel az összes mutatónál megtört a 2012 közepe óta tartó, javulást jelző tendencia, és az elmúlt hónapokban a többéves csúcspontjuk közelében maradtak a bizalmi indikátorok. A várható általános gazdasági helyzet megítélésének szezonálisan kiigazított indikátora továbbra is a negatív tartományban maradt, sőt romlott. Ugyanez tapasztalható a pénzügyi helyzet jövőbeni megítélésére vonatkozó mutatóval is. Meglátásunk szerint ez elsősorban külső gazdasági és politikai feszültségekre vezethető vissza, melyek a hazai kilátásokat is negatívan érintik. Mindezeket figyelembe véve a gazdasági helyzet rövid távon számos bizonytalanságot rejt. Az elkövetkező hónapokban ugyanis – elsősorban a bázishatás miatt – a gazdasági növekedést leginkább vezérlő folyamatok lanyhulnak, melyek szerepét a háztartások fogyasztása kompenzálhatná, ám a bizalmatlanság erősödése megkérdőjelezi ezt a forgatókönyvet. A háztartások megtakarítási tevékenységének erősen negatív bizalmi indexe is arra utal, hogy jelentős az óvatossági megtakarítás és a mérlegalkalmazkodás, melyek mérséklik a fogyasztási hajlandóságot.

Idén július–szeptemberben is a bruttó állóeszköz-felhalmozás maradt a gazdasági növekedés motorja. A 2,8 százalékpontot kitevő GDP-hozzájárulás némileg alacsonyabb, mint az első fél évben regisztrált átlag. A beruházások volumene éves szinten 13,2 százalékkal bővült a III. negyedév folyamán, ami több mint 5 százalékponttal marad el az előző negyedévi ütemtől. Negyedéves bázison a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján ismét lassult a beruházás növekedése, a III. negyedévben 3 százalékot regisztrált a KSH. A szeptemberi várakozásunknak megfelelően tehát mérséklődött a beruházási teljesítmény.

Az első fél évvel ellentétben 2014. július–szeptemberben a költségvetési szféra beruházásainak volumenindexe jócskán felülmúlta a versenyszféra azonos mutatóját. Míg előbbiben 36,8, utóbbiban 11,8 százalékot kitevő növekedés mutatkozott. A versenyszféra mérsékeltebb beruházási teljesítményét a technikai hatás (egy évvel ezelőtt jelent meg az adatokban először a Növekedési Hitelprogram hatása) okozhatta. A költségvetési szférában regisztrált, kiugróan magas érték egyes nagyprojektek lezárulásával magyarázható. Összességében a nemzetgazdaság beruházási tevékenysége bő 16 százalékkal növekedett a

III. negyedévben az előző év azonos időszakának bázisán. Ezen belül a gép- és berendezésberuházások 22,2, míg az építési beruházások 12,2 százalékkal bővültek.[5]

A beruházások iparági szerkezete kiegyensúlyozottságot mutat, a nemzetgazdasági ágak döntő többségében bővülést regisztrált a KSH. A harmadik negyedévben a nagy súlyú nemzetgazdasági ágak közül a szállítás, raktározás bővült leginkább (33,5 százalék). Ezt a közlekedési hálózatot, az egyéb infrastruktúrát és a járműparkot érintő fejlesztések vezérelték. A feldolgozóiparban mért – korábbinál mérsékeltebb – bővülést (10,8 százalék) főként a járműgyártáshoz kapcsolódó beszállítói iparágak beruházási teljesítménye segítette. A közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás 51,3 százalékos növekménye a középületek felújítása, a katasztrófavédelmi és rendvédelmi fejlesztések hatása. A mezőgazdaságban a beruházási teljesítmény 3,5 százalékos zsugorodását regisztrálták (NHP bázisba épülése). Tovább estek a beruházások a pénzügyi, biztosítási tevékenység és ingatlanügyletek ágakban.

A szezonálisan és naptárhatással kiigazított beruházási ráta az előző év azonos időszakához képest jelentős emelkedést mutat. A 2014 III. negyedévében regisztrált 22,8 százalék 1,8 százalékponttal magasabb, mint egy évvel korábban. Az elmúlt négy negyedévi átlag 21,5 százalékos beruházási rátát jelez, amely ugyanakkor továbbra is elmarad a 23 százalékos historikus átlagtól.

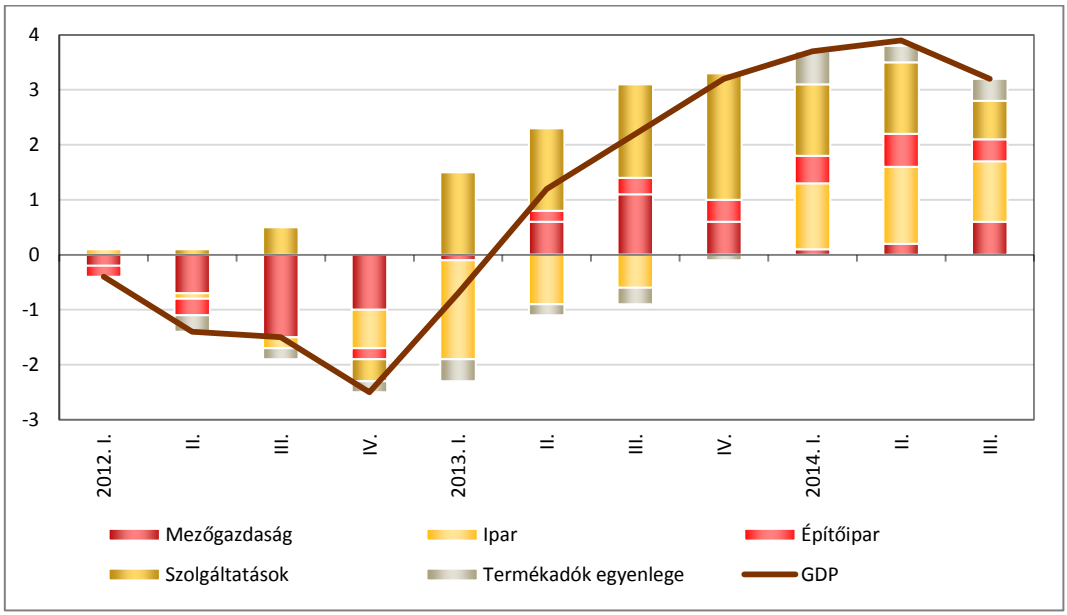
A hazai gazdaság idei harmadik negyedévi teljesítményére a termelési oldalon ismét a kiegyensúlyozottság jellemző. Két nemzetgazdasági ág kivételével (pénzügyi, biztosítási tevékenység és ingatlanügyletek) az összes ágban növekedett a bruttó hozzáadott érték. A mezőgazdaság bruttó hozzáadott értéke július–szeptemberben szűk 11 százalékkal nőtt, amely egyértelmű pozitív meglepetés, hiszen az alacsony élelmiszerárak és az orosz embargó ellenére sikerült kiemelkedő teljesítményt produkálni. Az agrárium 0,6 százalékponttal járult hozzá az éves bázisú GDP-növekedéshez.

Az építőipar hozzáadott értéke jelentősen emelkedett a III. negyedévben, de az éves bázisú növekedési ütem lendületvesztést jelez: a 11,6 százalékos növekedés alulmúlja az első fél év átlagát. Negyedéves összevetésben már 0,6 százalékkal zsugorodott az építőipari volumen. A gyengébb teljesítmény legfőbb oka a bázishatás, mely elsősorban az épületek építése esetében jelent visszahúzó erőt. A III. negyedévben így is mindkét építményfőcsoportban bővülést regisztráltak, de az építőipar motorja egyértelműen az egyéb építmények építése volt, melyet az országszerte zajló infrastrukturális beruházások vezéreltek. A beinduló lakásépítések is kedvezően hatottak az építőipar teljesítményére: az első kilenc hónapban 27 százalékkal több új lakás épült, mint egy évvel korábban. Az építőipar összességében 0,4 százalékponttal járult hozzá az éves GDP-növekedés rátájához. A nemzetgazdasági ág rövid távú kilátásai bizonytalanságot tükröznek. Szeptemberben az új szerződések volumene

[5] A gép- és berendezésberuházások növekedési indexe jelentősen csökkent a II. negyedévhez képest, ami szintén a Növekedési Hitelprogram első szakasza eredményének bázisba épülésére utal.

30 százalékkal maradt el az egy évvel korábbitól, de a szerződésállomány volumene így is 23,6 százalékkal múlta felül az egy évvel ezelőttit. A visszaesés egyértelműen az épületek építése területén elmaradó új megrendelések következménye. Az építőipar bizalmi indexe azonban tovább javult az előző negyedévhez képest, sőt megközelítette a pozitív tartományt. Mindez arra utal, hogy rövid távon kitarthat az építőipari lendület.

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



Forrás: KSH

Az ipar hozzáadott értéke 2014 III. negyedévében tovább bővült, bár itt is tetten érhető a teljesítmény mérséklődése. Az előző év azonos időszakának bázisán 5,6 százalékkal bővült az ipari volumen, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szűk 1 százalékos visszaesést jeleznek az előző negyedévhez képest. A lassabb növekedés a feldolgozóiparhoz, ezen belül is a járműiparhoz köthető. Utóbbi ágazatban ugyanis a korábban már említett egyedi hatások mérsékelték a teljesítményt. Az ipar bővülését az exportértékesítés vezérelte, ami a III. negyedévben 8,6 százalékkal emelkedett éves szinten. A belföldi értékesítés is emelkedő tendenciát mutatott: július–szeptemberben 1,8 százalékos volt az év/év index. Mindkét esetben az előző negyedévhez képest alacsonyabb rátát regisztráltak. Az ipari hozzáadott érték emelkedését a feldolgozóipar vezérelte: itt 6,2 százalékos (az előző negyedévtől elmaradó) év/év növekedést mértek. Negyedéves szinten a feldolgozóipari hozzáadott érték 1,5 százalékkal zsugorodott. A feldolgozóiparon belül jelentős növekedés mutatkozott a közútijármű-gyártás és a hozzá kapcsolódó beszállítói ágazatokban. Emellett átlag felett bővült a textilipar, a fafeldolgozás és a gyógyszergyártás is. Összességében az ipar a III. negyedévben 1,1 százalékponttal emelte az éves bázisú GDP-növekedés ütemét.

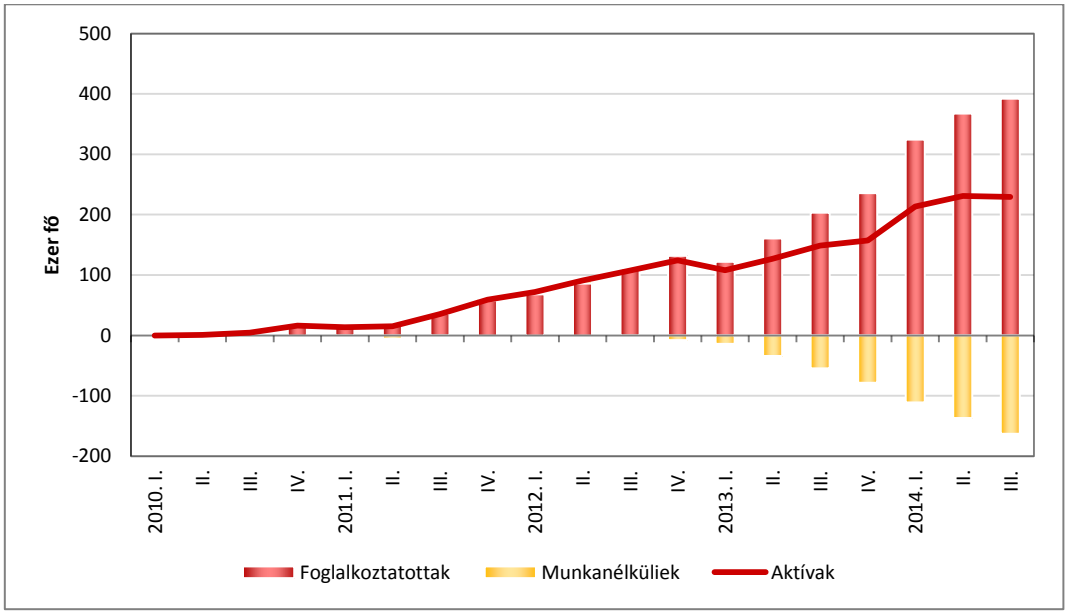
A szolgáltatások bruttó hozzáadott értékének növekedése is veszített lendületéből: a harmadik negyedévben 1,7 százalékos volt az év/év volumenindex. Ezzel a tercier szektor

egésze 0,7 százalékponttal járult hozzá a GDP-növekedéshez. Szinte az összes szolgáltató ágban bővülést regisztráltak, kivétel a pénzügyi, biztosítási tevékenység és az ingatlanügyletek területén. Mindez a háztartások folytatódó adóssságleépítésére vezethető vissza. A vállalati szféra ugyanakkor már nettó hitelfelvevő volt július–szeptemberben. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás mint a legnagyobb súlyú szolgáltatói ágak teljesítménye 3 százalékkal bővült. Az ipar fellendülésével párhuzamosan a szállítás, raktározás ág hozzáadott értéke 4,4 százalékkal emelkedett. Az IT-szolgáltatások bővülése nyomán az információ, kommunikáció ágban 2,4 százalékos növekedést mértek.

Munkaerő-piaci folyamatok

A munkaerő-piaci aktivitás korábbi növekedési trendje az év III. negyedévében lelassult, így az aktivitási ráta 2014 június–szeptemberében mindössze 0,1 százalékponttal nőtt, elérve ezzel az 59 százalékot. Ez alapján a kormányzat korábbi munkaerő-piaci aktivitást ösztönző intézkedéseinek munkakínálatra gyakorolt hatásai kifutni látszanak. A munkaerő-piaci részvétel egyre közelebb kerülhet természetes felső korlátjához, figyelembe véve, hogy 16 éve nem volt ilyen magas az aktivitási ráta.

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



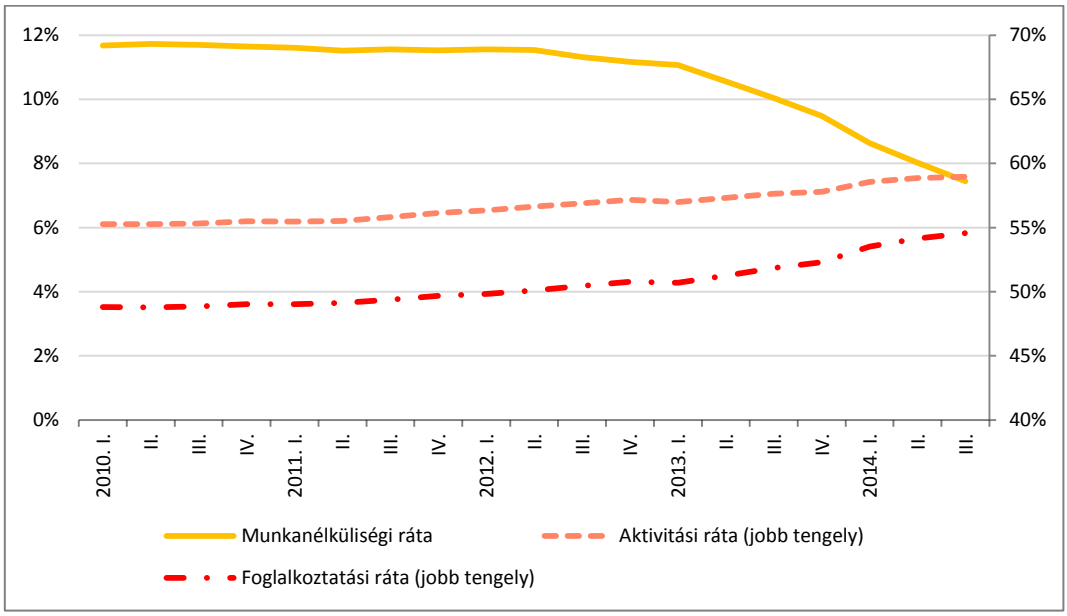
Forrás: KSH, Századvég-számítás

A munkakínálat lassuló növekedésével ellentétben a foglalkoztatás dinamikusan bővült. A foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma mintegy 24 ezer fővel, míg a foglalkoztatási ráta 0,4 százalékponttal nőtt 2014 III. negyedévében. Magyarországon ebben az időszakban így 4144 ezer foglalkoztatott volt, ami a 15–74 éves népesség 54,6 százalékát jelenti. A foglalkoztatás növekedése elsősorban a közfoglalkoztatás számottevő bővülésének köszönhető, amelynek keretében 34 ezer fővel több dolgozott az év harmadik

negyedévében, mint az azt megelőzőben. Így június és szeptember között a közfoglalkoztatottak száma átlagosan 192 ezer fő volt, ami 43 ezer fővel múlja felül az egy évvel korábbi szintet.

Az intézményi munkaügyi felmérések alapján az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma is mintegy 19 ezer fővel nőtt, ami azt jelenti, hogy a 2013 első negyedévében kezdődött növekvő trend folytatódott. Ennek köszönhetően július és szeptember között az alkalmazottak száma átlagosan 2867 ezer fő volt, ami több mint 100 ezer fővel magasabb, mint egy évvel korábban. A létrejött munkahelyek 80 százaléka a közszférának köszönhető, ahol az elmúlt egy évben 90 ezer fővel nőtt az alkalmazottak száma. A versenyszféra munkakereslete nem bővült tovább, így 2014 júniusa és szeptembere között átlagosan ugyanannyi főt foglalkoztatott, mint a második negyedévben. A ledolgozott munkaórák száma mintegy 1,6 százalékkal növekedett, főként a teljes munkaidőben foglalkoztatottak által ledolgozott munkaórák emelkedésének köszönhetően.

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



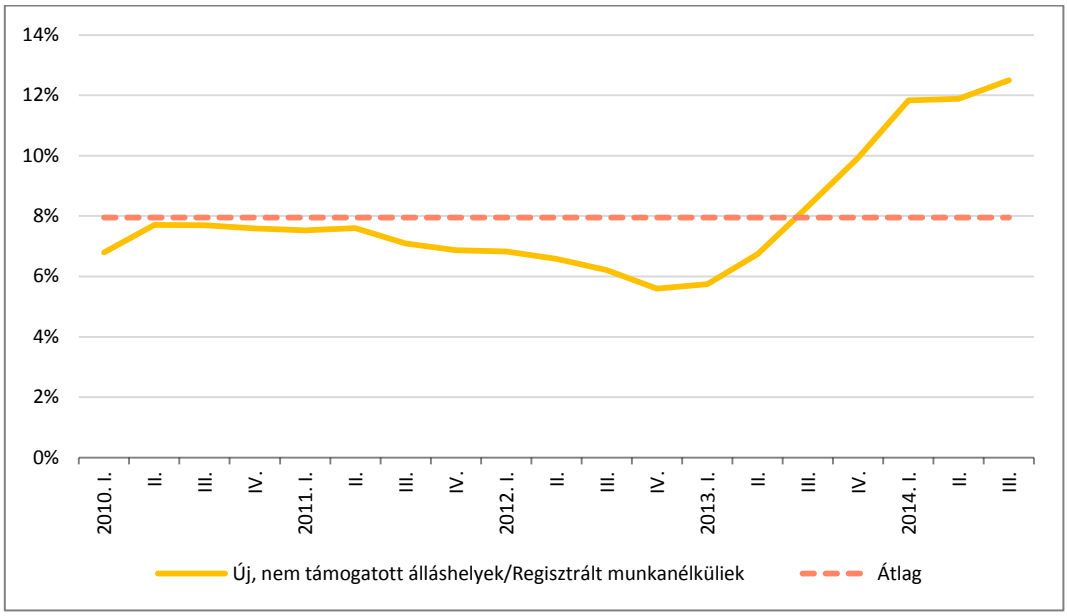
Forrás: KSH, Századvég-számítás

A munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma 26 ezer fővel csökkent az év második és harmadik negyedéve között. Mivel ezzel párhuzamosan az aktívak száma már nem emelkedett jelentős mértékben, ezért a munkanélküliségi ráta 7,4 százalékra esett vissza. A munkanélküliek aránya utoljára 2007-ben állt ilyen alacsonyan, vagyis a növekvő közfoglalkoztatásnak köszönhetően a munkanélküliségi ráta több mint 6 éves minimumát érte el.

A versenyszférához köthető munkaerő-kereslet növekedésének megtorpanását jelzi az alkalmazottak számának stagnálása mellett az új, nem támogatott álláshelyek száma is, amely a harmadik negyedévben csak 4,5 ezerrel nőtt az egy évvel korábbi értékhez képest.

Ennek az éves alapon vett növekedésnek is azonban nagy része 2013 második feléhez köthető, az utolsó két negyedévben az új, nem támogatott álláshelyek száma már nem emelkedett. Ennek ellenére a munkaerőpiac feszessége tovább nőtt a munkanélküliek csökkenésének következtében. Azaz a jelenlegi munkanélküliek elhelyezkedési esélyei nem a több álláslehetőségnek, hanem a kevesebb álláskeresőnek köszönhetően nőttek.

11. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

Bár a feszesebb munkaerőpiac legtöbbször pozitív hatást gyakorol a bérek alakulására, ennek ellenére a bérek növekedési üteme lassult június és szeptember között a megelőző negyedévhez képest. Így éves bázison a bruttó átlagkeresetek 3,1 százalékkal nőttek. Mind a versenyszféra, mind pedig az állami szektor esetében lassult a bérek növekedési üteme: éves bázison az előbbi esetében 4 százalékkal nőtt, míg az utóbbi esetében stagnált az átlagos bruttó kereset. A lassuló bérdinamika a magánszektor esetében a munkaerőkereslet-növekedés megtorpanásának tudható be. Az állami szférában a tavaly őszi béremelések okozta bázishatás, valamint a magasabb közfoglalkoztatásnak tulajdonítható összetételhatás miatt maradt változatlan a bruttó bér. Mivel az adózási környezet az elmúlt évben nem változott, ezért a családi adókedvezmény hatásaitól szűrt nettó bérek is ugyanakkora ütemben, átlagosan 3,1 százalékkal nőttek 2013 harmadik negyedévéhez képest.

Infláció és monetáris kondíciók

Az éves bázisú fogyasztóiár-index 2014 III. negyedévében is a negatív tartományban maradt. Ezzel a szeptemberi prognózisunknál is alacsonyabban alakult a pénzromlási ütem. A tényadatok alapján az éves áremelkedés üteme a II. negyedévi –0,3 százalék után július–szeptemberben –0,1 százalékot tett ki. A harmadik negyedév minden hónapjában zéró közeli inflációt regisztrált a KSH, kivétel szeptemberben, amikor az árak éves összevetésben

0,5 százalékkal csökkentek. Októberben és novemberben a fogyasztóiár-index éves szinten 0,4-0,7 százalékkal esett. A tartósan alacsony ütemű áremelkedés főként a közműdíjcsökkentések következménye. A szeptember óta regisztrált árcsökkenés a legutóbbi – szeptemberben és októberben bevezetett (villamos energia és távhő) – rezsicsökkentési hullám hatását tükrözi. Mindezek miatt az inflációs folyamatok messze elmaradnak a jegybank 3 százalékos célszintjétől.

Október és november folyamán a háztartási energia árának csökkenése (rezsicsökkentés) mellett árleszorító hatással bírt a ruházkodási és a tartós fogyasztási cikkek termékcsoportjában az árak zsugorodása. Az említett két termékcsoport esetében régóta tartó tendenciáról beszélhetünk. Az élelmiszerek ára az elmúlt két hónap adatai szerint összességében ismét csökkent éves szinten. Mindezekkel szemben jelenleg is árfelhajtó hatású a szolgáltatások áremelkedése, október–novemberben a termékcsoport idei évi átlagának közel megfelelő inflációt mértek. A dohányárrés megemelése következtében a KSH továbbra is a dohánytermékek folytatódó drágulását mérte, az árnövekedés üteme az elmúlt három hónapban 7,5–10 százalék körül alakult.

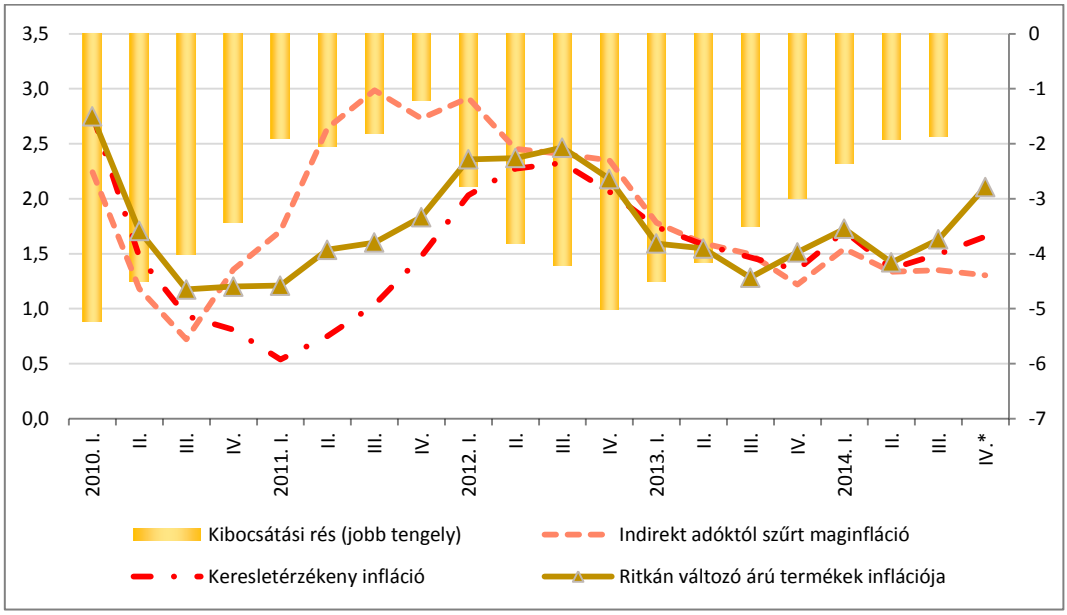
Szintén a tartósan alacsony inflációs környezet fennmaradását segítette az inflációs várakozások további mérséklődése. Az MNB számításai szerint a nyári hónapokban a magyar lakosság várakozásai 2 százalék közelébe, a korábban tartósan alacsony inflációs múltú régiós országokban mért szintre csökkentek. Mindez a visszafogott árazási és bérezési viselkedésen keresztül elősegíti a középtávú inflációs céllal összhangban lévő inflációs környezet középtávú fennmaradását. A III. negyedévben a fentebb említett tényezők mellett szintén dezinflációs hatással bírt a továbbra is negatív kibocsátási rés. Mivel a gazdaság tényleges teljesítménye elmaradt a potenciális szintjétől, vagyis a gazdaság keresleti korlátokkal szembesült, így érvényesült ennek árleszorító hatása.

A kibocsátási résre vonatkozó számításainkat jelentősen befolyásolták a beérkező új adatok és az ESA2010 módszertanra történő átállás, melyek a tényleges és a potenciális kibocsátásra is hatást gyakoroltak. Összességében a fentebb vázolt revíziók pozitív irányban befolyásolták a számításainkat, ugyanakkor továbbra is negatív az eltérés a tényleges és a potenciális GDP között. Az output gap a legfrissebb számításaink szerint a III. negyedévben –1,9 százalék alá mérséklődött. A gazdaság ciklikus helyzete így az előző negyedévhez képest ismét enyhe javulást mutatott, köszönhetően a továbbra is dinamikus gazdasági teljesítménynek, mely meghaladta a potenciális kibocsátás növekedési rátáját. Meglátásunk szerint a kibocsátási rés előrejelzési horizontunk után, 2016-ban záródhat be. Addig nem várható a keresleti korlátok megszűnése, és érdemi kereslet oldali inflációs nyomás sem.

Az MNB által kalkulált inflációs trendmutatók a III. negyedévben összességében emelkedtek az előző negyedévhez képest. A mutatók szintjei továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek. Az októberi és novemberi adatok szerint összességében további emelkedés tapasztalható. A ritkán változó árú termékek inflációjának jelentős emelkedése azt jelentheti,

hogy a lassú átárazódású termékkör által jelzett középtávú inflációs mutató felgyorsult. A legfrissebb havi adatok alapján így középtávon az inflációs nyomás erősödésére lehet számítani, ám ennek mértéke egyelőre továbbra is alacsony a historikus adatokhoz képest. Ez is azt jelzi, hogy érdemi keresleti nyomás az előrejelzési horizontunk után jelentkezhet.

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



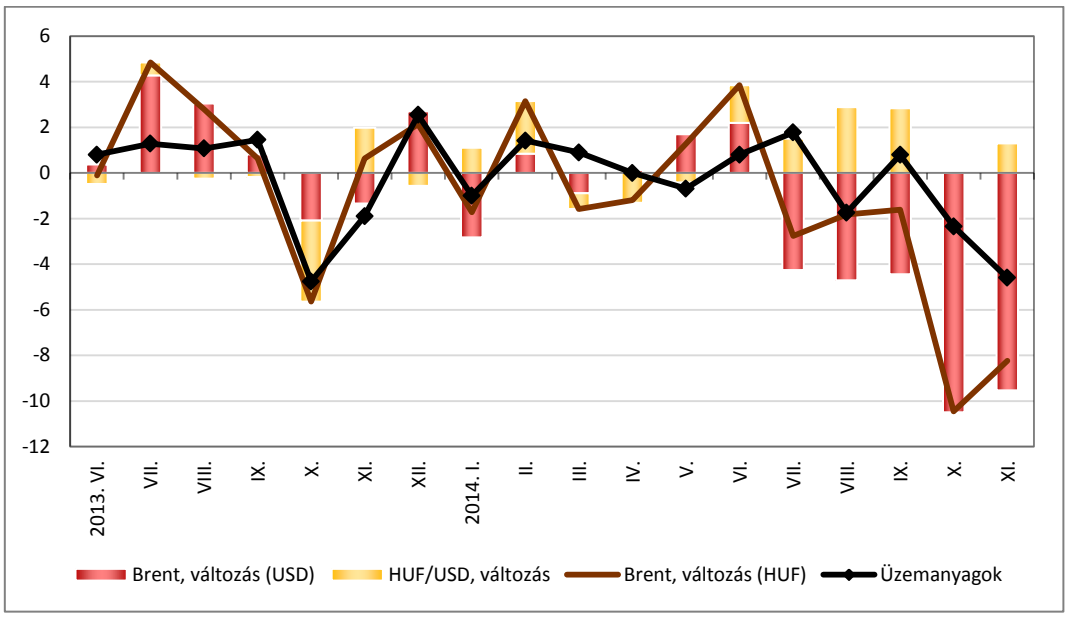
** Csak az október–novemberi adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás*

A maginflációs kosáron kívüli termékek és szolgáltatások együttes éves áremelkedési üteme a korábbi időszakhoz hasonlóan az infláció csökkenésének irányába mutat. Ennek egyik legfőbb forrása a járműüzemanyagok esetében a III. negyedévben tapasztalt, éves bázison 1 százalékot kitevő árcsökkenés. Október–novemberben is folytatódott a tendencia, így éves szinten 1 százalékkal vált olcsóbbá a termékkör, ami önmagában közel 0,1 százalékponttal mérsékelte az inflációs rátát. A forint májustól kezdődően trendszerű leértékelődést mutat a dollárral szemben: novemberben a historikus csúcsnak számító 246 forint volt az árfolyam. Ez tehát az áremelkedés irányába hatott. Ugyanakkor a Brent típusú olaj hordónkénti árának alakulása ezt bőven ellentételezte. Június óta közel 30 százalékkal, novemberre 79 dollárra zuhant az energiahordozó ára.

Az élelmiszerek ára az elmúlt három hónapban összességében stagnált, bár novemberben újból csökkent az előző év azonos időszakának bázisán mérve, vagyis az árcsökkenési trend megtörése csak átmeneti volt. Az átmeneti pozitív index elsődleges oka a tavalyi negatív élelmiszerársokk bázisba épülése lehet, ugyanis a mezőgazdasági termelői árak tovább estek. 2014. január–szeptemberében 7,4 százalékkal csökkent a termékkör ára az előző év azonos időszakának bázisán. Az áresés üteme ugyanakkor a III. negyedévben már mérsékeltebb volt az előző negyedévinél. Tekintettel az orosz embargó miatt jelentkező túlkínálatra és a tavalyi ársokk jelentette bázisra, a termelői árak mérséklődő csökkenése az elkövetkező

hónapokban folytatódhat, így az élelmiszerek árának stagnálására, enyhe emelkedésére számítunk. A fentieket és a rezsicsökkentést figyelembe véve a maginfláción kívüli költségoldali inflációs hatások együttesen lefelé nyomták az inflációt az elmúlt hónapokban.

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



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

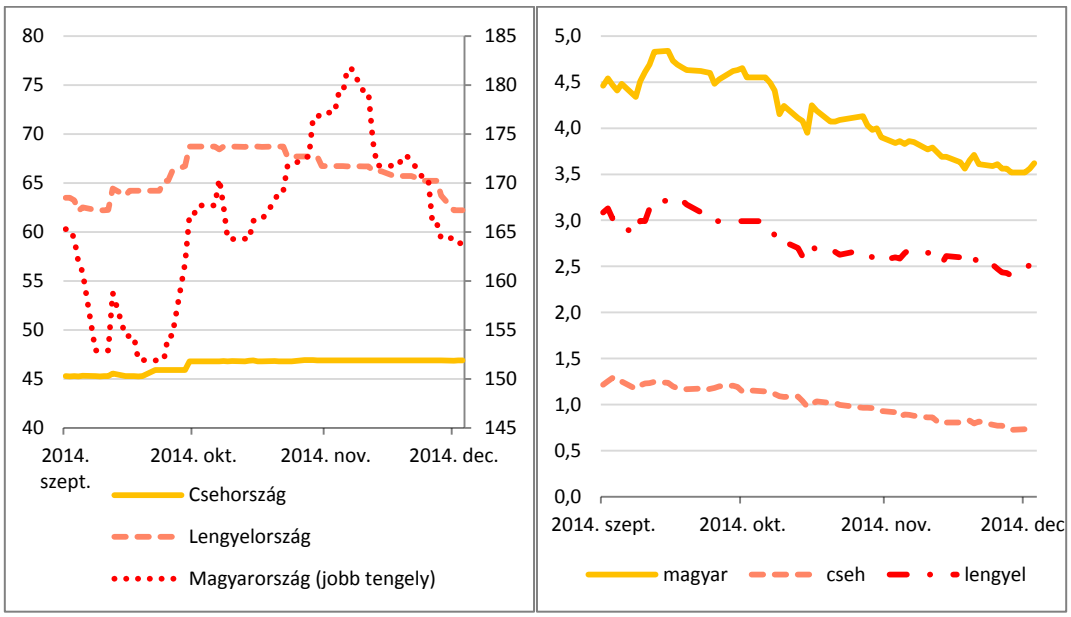
A hazai mutatók az elmúlt három hónap folyamán a kockázati megítélés enyhe javulását jelezték, annak ellenére is, hogy globálisan felerősödött a kockázatkerülés. A Fed október végén lezárta eszközvásárlási programját. Az EKB nem változtatott monetáris politikáján (kamatfolyosó: –0,2; 0,05; 0,3 százalék), bár a TLTRO program indítása a vártnál kisebb érdeklődésre tartott számot. A globális likviditásbőség véleményünk szerint azonban így is fennmaradhat, melynek elsődleges forrása a Bank of Japan erősödő monetáris lazítása. Ennek értelmében az eddigi évi 60 ezer milliárdról 80 ezer milliárd jenre, nagyjából 725 milliárd dollárra bővíti eszközvásárlásait a japán központi bank. A hazai jegybank a korábbi bejelentésének megfelelően az elmúlt három kamatdöntő ülésén sem változtatott az irányadó rátáján, és 2,1 százalékon hagyta azt. Ezt a döntést az inflációs és a pénzpiaci folyamatok egyaránt alátámasztják.

Elsősorban a továbbra is jelentősen szufficites folyó fizetési mérleg révén a forint nem célpontja spekulatív támadásnak. Az alacsony kamatszint és a nagy nemzetközi hitelminősítőknél az állampapírok befektetésre nem javasolt (bóvli) besorolása miatt azonban egy jelentősebb turbulencia esetén a forint a vezető devizákkal szemben a továbbiakban is jelentősebben gyengülhet, mint a régiós devizák. A nagy hitelminősítő intézeteknél Magyarország besorolása az elmúlt időszakban stabil maradt vagy stabilra módosult, a Moody's és a Fitch egy szinttel tartja a befektetésre ajánlott kategória alatt

Magyarországot, míg a Standard & Poor's kettővel. Meglátásunk szerint valamikor 2015 folyamán várható felminősítés, azaz a befektetésre javasolt kategória elérése.

A hazai fizetőeszköz árfolyama az euróval szemben a szeptember eleji 315 forintról december elejére 307 forintra csökkent, azaz több mint 2 százalékkal erősödött. Eközben a régió devizái csak 0,4–1,2 százalékkal értékelődtek fel. A 10 éves állampapírok hozamának fejlődése jelentősen kedvezőbb befektetői környezetet jelzett az elmúlt időszakban. Csehországban és Lengyelországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozamai 0,5 százalékponttal csökkentek, míg Magyarországon a csökkenés mértéke 1 százalékpont volt. Az országkockázatot kifejező ötéves magyar CDS értéke – jelentős időközi volatilitás mellett – érdemben nem változott az elmúlt három hónap folyamán, így 164 bázisponton áll. Mindeközben a régióban is hasonló folyamatok zajlottak, vagyis gyakorlatilag stagnált a kockázati megítélés ezen mutatója.

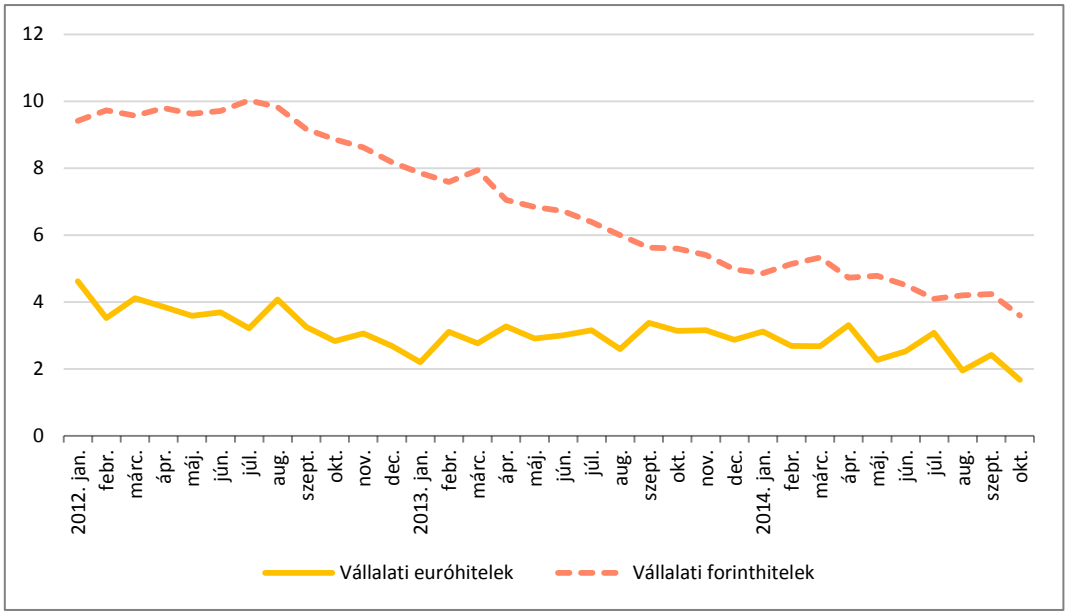
14. ÁBRA: BAL: AZ 5 ÉVES CDS-FELÁRAK VÁLTOZÁSA A RÉGIÓBAN (BÁZISPONT)
JOBB: A 10 ÉVES ÁLLAMKÖTVÉNYEK HOZAMA A RÉGIÓBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: Thomson Reuters

A hazai jegybanki alapkamat változatlansága mellett összességében 50 bázisponttal mérséklődtek az augusztus–október időszakban a vállalatok számára nyújtott forinthitelek kamatai, miközben az euróhiteleké 141 bázisponttal csökkentek. Ezzel a 2012 augusztusa és 2014 júliusa között lezajlott kamatvágási ciklus alatt összesen 623 bázisponttal mérséklődött a cégek által felvett forinthitelkamatok szintje, míg az euróalapú hitelek kamata átlagosan 240 bázisponttal csökkent. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitelek piacán 58 bázisponttal alacsonyabb kamattal lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2014 júliusában, mint három hónappal korábban. A lakáscélú hitelek esetén pedig 42 bázispontra tehető a kamatesés.

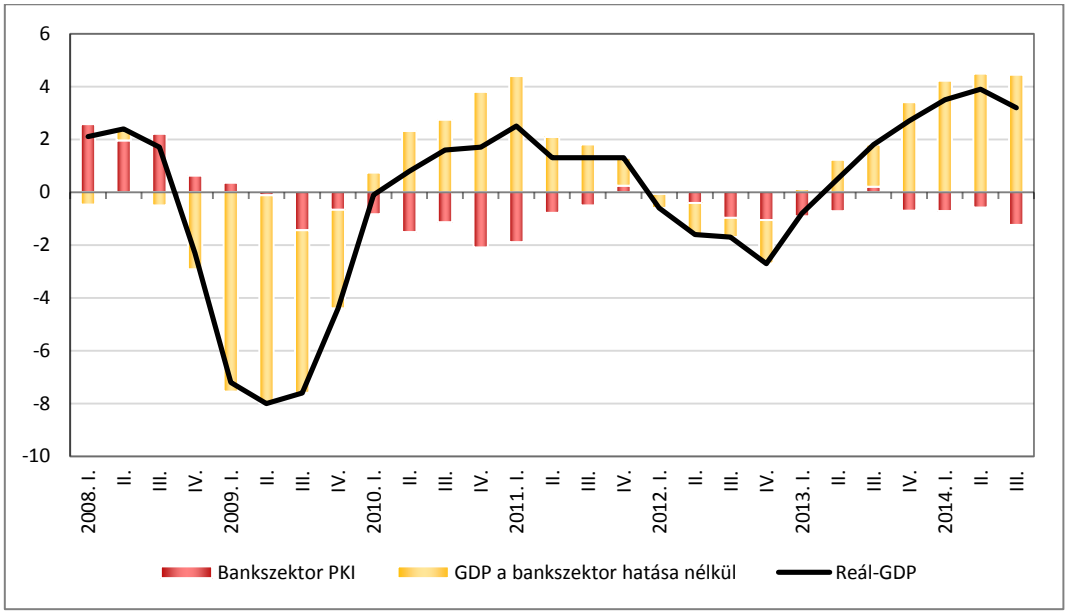
15. ÁBRA: A VÁLLALATI ÚJ HITELEK KAMATAINAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, mely a bankszektor és a monetáris kondíciók éves GDP-növekedésre gyakorolt hatását számszerűsíti. Ezen belül a bankszektorra számított index éves növekedési üteme azt mutatja meg, hogy mennyi a bankrendszer hozzájárulása a reál-GDP növekedési üteméhez.

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



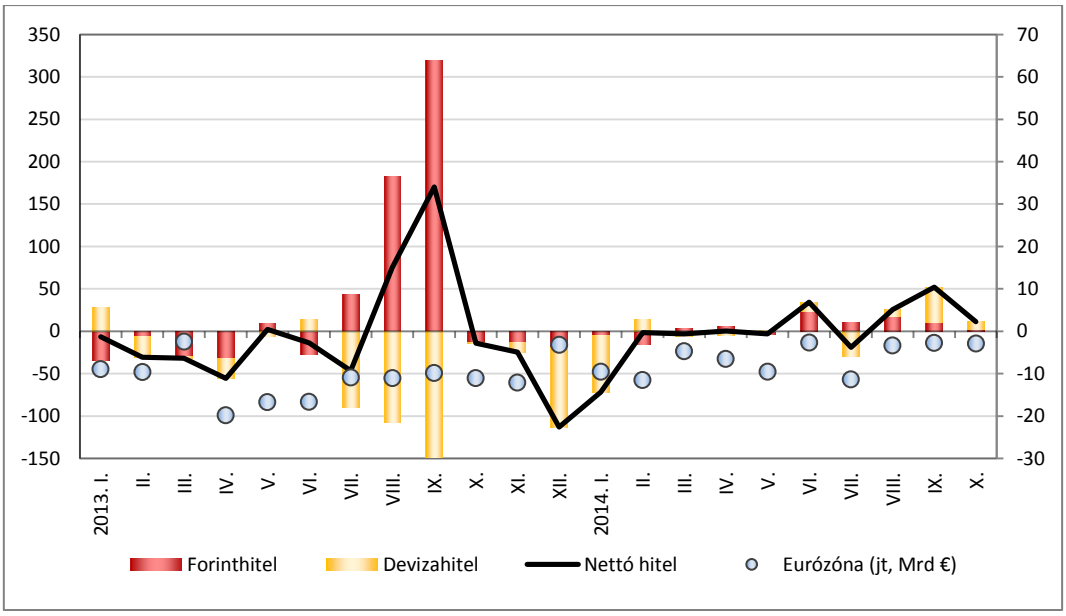
Forrás: MNB

A jegybank számításai szerint 2014 III. negyedévében a kedvező kamatkörnyezet ellenére a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása jelentős maradt, sőt az előző negyedévekhez képest emelkedett is, amely az NHP keretében az egy évvel korábbi

jelentős hitelkiáramlás bázishatása miatt következhetett be. A bankszektor teljes hatása ezzel bő –1,2 százalékpontnak felelt meg, vagyis egy egészséges banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna a 2014 III. negyedévére vonatkozóan.

A vállalatoknál 2014 októberében a szezonálisan szűrt számok alapján a banki nettó forinthitelfelvét 1,5 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke 9,8 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódó októberi teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan kiigazítva) így 11,3 milliárd forintnak felelt meg. A nyers adatokat nézve ugyanakkor a forinthitelek esetében 40, míg a deviza esetében szűk 13 milliárd forintra rúg a nettó hitelfelvétel.

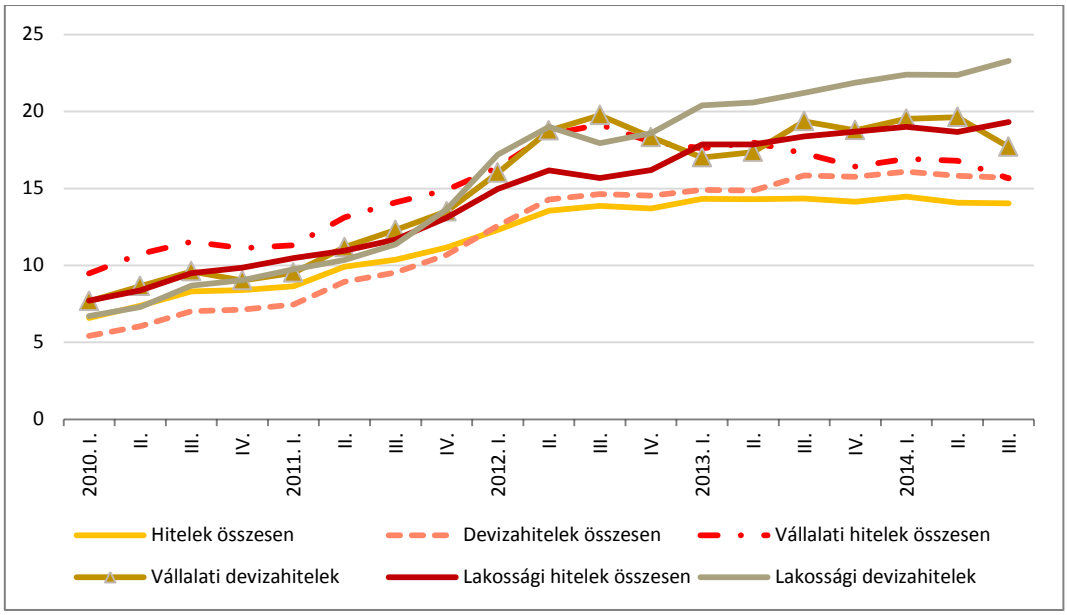
17. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves idősora alapján 2014 III. negyedévében összességében a lakossági szegmensben nőtt, míg a vállalati szegmensben csökkent a 90 napon túl késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A legmagasabb a lakossági devizahiteleknél volt (23,3 százalék) a teljes állományhoz viszonyított ráta, míg a legalacsonyabb a vállalati forinthiteleknél (13,6 százalék). Amennyiben csak a forinthitelek mutatóját nézzük, úgy kedvezőtlen folyamatot látunk: 11,8-ről 11,9 százalékra emelkedett az NPL ráta, míg az összes devizahitelnél 0,1 százalékponttal, 15,7 százalékra süllyedt. A teljes hitelállomány esetében kismértékben csökkent az NPL ráta: 14,1-ről 14,0 százalékra.

18. ÁBRA: A NEM TELJESÍTŐ HITELEK ARÁNYA (NPL) A VÁLLALATI ÉS LAKOSSÁGI SZEKTORBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A rossz minőségű kereskedelmi ingatlanhitelek leépítése céljából létrejött a MARK Magyar Reorganizációs és Követeléskezelő Zrt. Az MNB 100 százalékos tulajdonosként biztosítja a finanszírozást. A Monetáris Tanács 300 milliárd forintos, 10 éves hitelkeretet hagyott jóvá az újonnan alakult szervezetnek, amellyel lehetővé válik a közel 800 milliárd forintos potenciális portfólió jelentős részének felvásárlása. Meglátásunk szerint a Nemzeti Eszközkezelő mellett nagyon fontos volt már egy, a vállalati kereskedelmi hitelek kezelését végző „rossz bank" létrehozása. A magyar bankrendszer egésze számára ugyanis a nem teljesítő kereskedelmi ingatlanhitelek jelentik az egyik legfőbb olyan eszközt a bankok mérlegében, amelyek gyengítik az egészséges hitelezést és a monetáris politika hatékonyságát. Ezek kivezetése a banki mérlegekből és a MARK Zrt. tevékenysége tehát segítheti egy egészségesebb hitelezés és hatékonyabb monetáris politika kialakulását.

November elsején lépett hatályba az elszámolási törvény,[6] amely alapján a bankoknak el kell számolniuk ügyfeleikkel az árfolyamrés semmissége és az egyoldalú kamatemelések miatt. A jogszabály szerint az ügyfelek túlfizetéseit a tőketartozás terhére előtörlesztésként kell elszámolni. Az elszámolás része az új törlesztőrészlet meghatározása is. Az elszámolással kapcsolatban minden költség a bankokat terheli, összege 900–1000 milliárd forintra tehető, amely a lakosságnak visszajár. Továbbá a lakosság törlesztőrészletei az elszámolási törvényben foglaltak szerint az eredeti ígéreteknek megfelelően megközelítőleg 25 százalékkal csökkennek.

[6] 2014. évi XL. törvény – A Kúriának a pénzügyi intézmények fogyasztói kölcsönszerződéseire vonatkozó jogegységi határozatával kapcsolatos egyes kérdések rendezéséről szóló 2014. évi XXXVIII. törvényben rögzített elszámolás szabályairól és egyes egyéb rendelkezésekről.

A Kormány a fair bankokról[7] szóló törvénye alapján hatékonyabbá teheti a hitelszerződés megkötését megelőző tájékoztatást, és szigorúbb feltételekhez köti az egyoldalú kamat-, költség- és díjelemeléseket.

A forintosításról[8] szóló törvény esetében a Kúria döntése alapján az árfolyamkockázatot az ügyfelek viselik, így a november 7-ei piaci árfolyamon vagy a döntéstől (június 16-ától november 7-éig) eltelt időszak átlagárfolyamán forintosítják a devizahiteleket. Ez svájci frank esetében 256,5, míg eurónként 309 forintot jelent. A Kormány, az MNB és a Magyar Bankszövetség megállapodása után a bankoknál a devizapozíció kinyílt, ezért a jegybank a fedezéshez szükséges devizamennyiséget (8 milliárd eurót) a rendelkezésükre bocsátotta, annak érdekében, hogy azt ne a piacról szerezzék be, gyengítve ezzel a forint árfolyamát.

A devizahitel forintra váltásakor a bank három hónapos BUBOR-hoz kötött kamatot alkalmazhat. A kamatfelár az eredeti kamatfelár (az eredeti devizában a referenciakamat felett alkalmazott kamatfelár), amely azonban nem lehet kevesebb, mint 1 százalék, és nem haladhatja meg lakáshiteleknél a 4,5 százalékot, szabad felhasználású hiteleknél pedig a 6,5 százalékot. A kamatperiódusok az eredeti elképzelések alapján a hátralévő futamidő függvényében 3–5 év hosszúak lennének.

A forintosítás legnagyobb érdeme az, hogy lényegében megszűnik a lakossági devizahitel. Pénzügyi stabilitási szempontból ez azt jelenti, hogy a lakosságnak a továbbiakban nem lesz árfolyamkockázata, azaz nincs kitéve elsősorban a svájci frank árfolyam-emelkedéséből származó kockázatnak. A törlesztőrészletek így a továbbiakban már csak a kamatkockázat függvényében alakulnak. Ez az intézkedés tehát jelentősen javíthatja a lakosság jövőbeni fizetőképességét. Kalkulációnk szerint a bankok a lakossági hiteleiken éves szinten 116 milliárd forint kamatbevétel-kieséssel számolhatnak az elszámolás és a forintosítás miatt.

Az MNB adatai szerint 2014 III. negyedévében 36 milliárd forintos adózás előtti eredményt jelentett a bankszektor, amely így az idei első három negyedévet összesen 315 milliárd forintos veszteséggel zárta. Időarányosan javult viszont a kamat- és jutalékeredmény az előző negyedévhez képest. A kamateredmény csak 0,4 százalékkal maradt el az egy évvel korábbi értéktől, míg a jutalékeredmény 16,4 százalékkal meghaladta azt. A hitelintézetek a III. negyedévben további 160 milliárd forint (eddig összesen 510 milliárd forint) céltartalékot képeztek az árfolyamrés alkalmazásának semmissége, ill. az egyoldalú szerződésmódosítások miatt várható veszteségekre. A bankok tőkeellátottsága nőtt, mivel a tőkemegfelelési mutató az előző negyedévihez képest 0,4 százalékponttal, 17,8 százalékra emelkedett. A

[7] T/1997. számú törvényjavaslat a fogyasztónak nyújtott hitelről szóló 2009. évi CLXII. törvény és egyes kapcsolódó törvények módosításáról.

[8] T/2055. számú törvényjavaslat az egyes fogyasztói kölcsönszerződések devizanemének módosulásával és a kamatszabályokkal kapcsolatos kérdések rendezéséről.

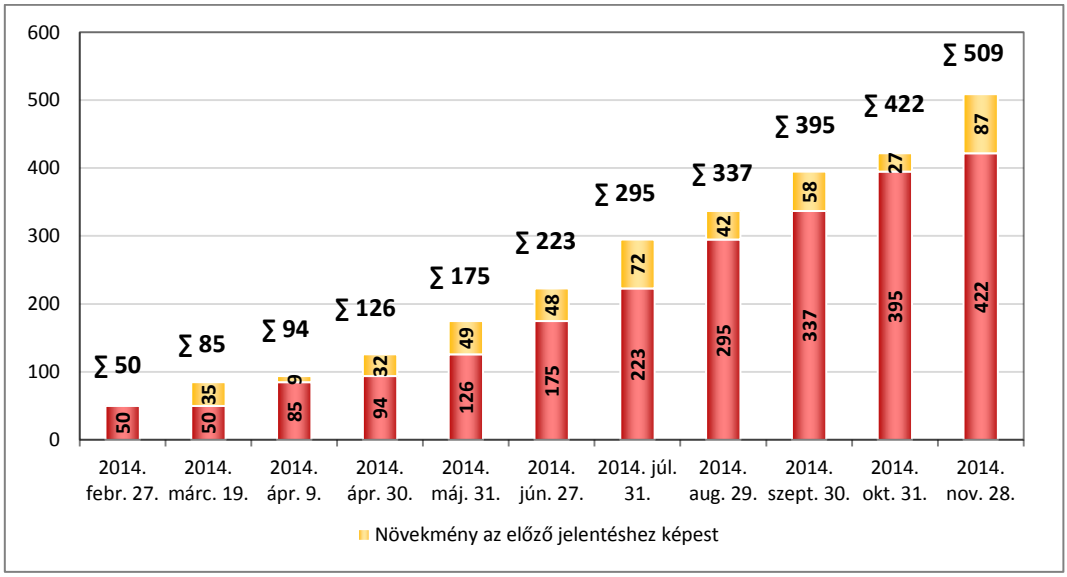
hitelintézetek szavatoló tőkéje 3,9 százalékkal (108 milliárd forint) növekedett, amely jóval meghaladta a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg növekményét (1,3 százalék).

Minden hónap első keddjén teszi közzé az MNB az aktuális statisztikát a Növekedési Hitelprogram keretében nyújtott hitelek alakulásáról. A legfrissebbet 2014. december 2-án jelentette meg, amelyből néhány markáns folyamatot érdemes kiemelni.

A hitelezési környezet szempontjából jelentős lépést tett az MNB a Növekedési Hitelprogram II. szakaszának meghosszabbításával. A jegybank 2014. október végi döntése értelmében a hitelek megkötésének határideje egy évvel tolódik ki. A hitelek lehívására pedig egyes hitelcélok esetében további fél esztendő áll rendelkezésre. Jelenleg a II. szakaszban rendelkezésre álló 1000 milliárd forintos keret további 1000 milliárd forinttal bővíthető. A program kihasználtsága a szeptember–novemberben kötött új szerződésekkel (172 milliárd forint) együtt számolva összesen 509 milliárd forintot tett ki.

Az eddig leszerződött hitelösszeg 98 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 59 százalék, az új forgóeszközhiteleké 28 százalék, míg az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 13 százalék. A nagybankok kihelyezéseinek felét teszik ki a beruházási hitelek, míg a kis- és közepes bankoknál, valamint a takarékszövetkezeteknél a hitelek túlnyomó többsége ilyen célú. Az EU-s hitelek nyújtásával főként a nagybankok foglalkoznak a programban. Vállalatméret szerint tekintve megállapítható, hogy a mikrovállalkozások hitelfelvétele közel 80 százalékban új beruházási hitelekre irányul, míg a kis- és közepes vállalkozásoknál 50 százalék körüli az új beruházási hitelek részesedése.

19. ÁBRA: AZ NHP II. KERETÉBEN IGÉNYELT HITELEK KUMULÁLT ÉRTÉKE (MILLIÁRD FORINT)[9]



Forrás: MNB

[9] Az adatok csak 2014. április 30-ától (ebben a hónapban haladta meg az NHP II.-ben szerződött hitelek összege a 100 milliárd forintot) állnak rendelkezésre a hónapok végeire vonatkozóan, előtte az MNB csak esetileg közölt adatokat.

Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság, a kereskedelem, javítás és a feldolgozóipari ágazatok részesedése kimagasló, a hitelek közel háromnegyede erre a három területre irányult. Véleményünk szerint az 1000 milliárdos hitelkeret a jelenlegi tendenciákat figyelembe véve jövő év végéig elfogyhat. Ha a bankok alapos hiteladós-minősítés után nyújtanak hitelt a vállalkozásoknak, akkor a megfelelő volumenű és struktúrájú, döntően tehát beruházásokat elősegítő hitelezés jelentősen ösztönözheti a gazdaság növekedését.

A várható makrogazdasági pálya

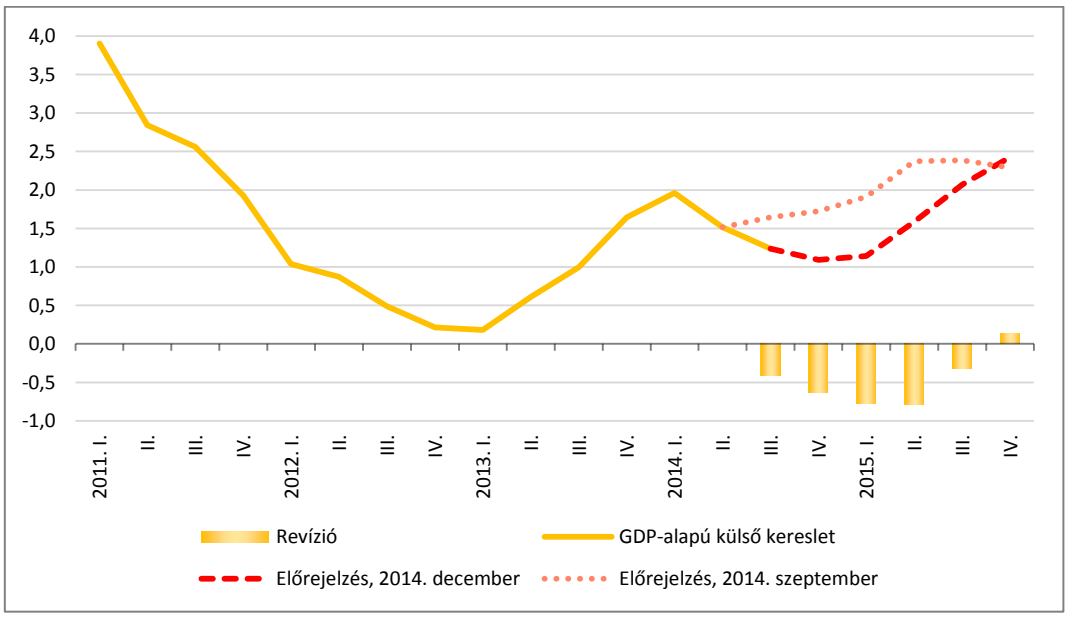
Feltevéseink alakulása

A hazai export iránt megnyilvánuló, GDP-alapon számított külső kereslet az idei III. negyedévben jelentősen alulmúlta a szeptemberi feltevésünket. Hazánk legjelentősebb külkereskedelmi partnerei, melyek döntően az Európai Unió tagországai, a vártnál gyengébb teljesítményt mutattak fel. Külkereskedelmünkben a legnagyobb súlyt képviselő Németország gazdasági növekedése jelentősen alulmúlta korábbi várakozásunkat, döntően innen ered a rosszabb teljesítmény. A gyengélkedés miatt az idei év egészére vonatkozóan 0,5 százalékponttal alacsonyabb éves GDP-növekedés várható, mint ősszel. Más, a magyar kereskedelem szempontjából fontos fejlett országokban is kedvezőtlenebbé vált a konjunktúra. Eközben az uniós növekedést főként térségünk fejlődő országai vezérlik. Mindazonáltal sem az unió, sem az euróövezet nem tudott lendületet venni a III. negyedévben, mindez – párosulva a hangulati és az aktivitást mérő indikátorok csökkenésével – kedvezőtlenebb kilátásokat jelez. Összességében tehát lanyhult a külső kereslet, ami kedvezőtlen hatást gyakorolt a magyar kivitelre is.

A várakozáson aluli harmadik negyedévi tényadatok hatására az idei évre vonatkozó feltevésünket negatív irányba módosítottuk. A negatív revíziót tovább erősítette, hogy a legfrissebb gazdasági előrejelzések a szeptemberben vázoltakhoz képest romló kilátásokat jeleznek. Ennek egyik forrása a fejlődő országokban érzékelhető lassulás – elsősorban Kína visszafogottabb bővülése következtében. A másik fő forrás továbbra is a geopolitikai feszültségek kockázata. Az Európai Unió teljesítményét az ukrán–orosz válsághoz kapcsolódó szankciók és a bizonytalanság negatívan befolyásolja. A világkereskedelemben is mérsékeltebb bővülésre lehet számítani mindezek következtében. A fentebb felsorolt kedvezőtlen hatásokat némileg ellentételezi az adósságállományok folytatódó leépítése és az alkalmazkodó monetáris politika. A globális likviditásbőség továbbra is fennmaradhat, annak ellenére, hogy a Fed kivezette kötvényvásárlási programját. Ezt ugyanis ellensúlyozza az EKB és a japán jegybank erősödő monetáris lazítása. Mindezeket figyelembe véve decemberi alappályánkon az aggregált külső kereslet korábbinál lassabb növekedésére számítunk. 2014 egészében az előző negyedévinél 0,3 százalékponttal alacsonyabb, 1,5 százalékos súlyozott GDP-növekedést prognosztizálunk.

A külső kereslet pályája feltevésünk szerint 2015-ben ugyanakkor már újból felfelé ívelhet. Korábbi prognózisunkhoz hasonlóan az Európai Unióban a munkaerő-piaci helyzet folytatódó konszolidációját várjuk. A tartósan alacsony infláció miatt bővülő reáljövedelmek, továbbá a hitelezési korlátok enyhülése, párosulva a bőséges likviditással, tovább erősítik a belső keresletet a főbb külpiacainkon. A kilábalást azonban hátráltathatja a továbbra is jelentős mértékű kihasználatlan kapacitás. A keleti fejlődő piacokat tekintve szintén negatív kockázatot jelent a gazdasági kilátások további romlása. Ezt a hatást tovább erősíti az ukrán–orosz válság jövő évre is áthúzódó hatása, valamint a rendkívül alacsony olajárak. Mindezen hatásokat figyelembe véve azt feltételezzük, hogy a magyar termékek iránt megnyilvánuló külső kereslet 2015 folyamán újból erősödhet, de a növekedési ütem jelentősen, 0,4 százalékponttal elmarad az őszi várakozásunktól. Legfőbb külkereskedelmi partnereink súlyozott GDP-növekedése 2015-ben 1,8 százalékot tehet ki.

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 az őszihez képest lefelé módosítottuk a teljes előrejelzési horizonton, melynek oka az orosz embargó és a tartósan nyomott külső infláció. Összességében 2014-ben az alappályán a termelői árak 6,5 százalékos csökkenésével kalkulálunk, míg 2015-ben feltételezésünk szerint éves bázison nem várható érdemi áremelkedés.

A Kőolaj-exportáló Országok Nemzetközi Szervezetének (OPEC) november végi ülésén a részt vevő országok vezetői úgy döntöttek, hogy nem változtatnak az olajkitermelési kvótán. Célárat sem határoztak meg a kőolajra, ami eddig 100 dollár/hordó volt. A döntés hátterében az áll, hogy a világ kőolajkeresletének kielégítésében egyre nagyobb szerepet játszik a felfutó – elsősorban amerikai – nem konvencionális kőolaj-kitermelés. Ezzel

párhuzamosan a világ kőolajkereslete a stagnáló európai, valamint a lassuló kínai gazdaság következtében nem növekszik olyan mértékben, ami felszívhatná a bővülő kínálatot. Az előbbi tényezők jelentős piacvesztést okoznak a nagy kőolaj-kitermelő országoknak, az OPEC-tagok részesedése a világ kőolajigényeinek kielégítésében az utóbbi években csökkent. Ráadásul az OPEC-tagországok között is ellentét mutatkozik. Az olajáraknak nagyobb mértékben kitett tagok nem hajlandók csökkenteni a kitermelésüket. Szaúd-Arábia azonban nem mutatott hajlandóságot arra, hogy egyoldalúan csökkentse kitermelését és további piacvesztést szenvedjen el, ezért a kvóta a korábbi szinten maradt. Ennek hatására a Brent típusú kőolaj ára november végére 70 dollár körüli szintre esett.

Nem tartjuk valószínűnek, hogy hosszú ideig ilyen alacsony szinten maradhat az olaj ára, ugyanis ez már mindegyik kőolaj-kitermelő ország számára – beleértve Szaúd-Arábiát is – káros. Ilyen árszint mellett már a szaúdi gazdaság egyensúlya sem tartható, azonban Szaúd-Arábia jelentős devizatartalékokkal rendelkezik, amivel könnyen átvészelheti az alacsony olajár okozta sokkokat. Azonban ez nem mondható el a többi OPEC-tagország nagy részéről, ahol 100 dollár feletti ár lenne szükséges a költségvetési egyensúly fenntartásához. Ez pedig idővel a megegyezés felé történő elmozdulásra ösztönzi majd a tagokat.

Az amerikai palaolaj-kitermelésnek sem kedvez az alacsony olajár, folyamatosan csökken a termelő kutak száma, az új kutatások pedig lassulnak. Ezt a hatást rövid távon ugyan kompenzálhatja az a politikai haszon, ami az orosz gazdaságra történő nyomásgyakorlásból fakad, azonban hosszú távon Amerikának sem érdeke az olajárak alacsony szinten tartása.

2014 IV. negyedévére a kőolaj átlagára várhatóan 79 dollár körüli szintre esik, és várakozásunk szerint rövid távon a korábban jellemző 105–110 dolláros szintnél lényegesen alacsonyabban, jövő év végén 85 dollár körül alakulhat. Ennél magasabb olajárra csak abban az esetben látunk esélyt, ha a kitermelést fenyegető kockázatok jelentősen megemelkednek. Ilyen kockázati tényező lehet az Iszlám Állam további térnyerése a jelentős kőolajexportőr Irakban és Líbiában.

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

A magyar export teljesítménye mérséklődött a III. negyedév folyamán, mely egyértelműen visszavezethető a főbb exportpartnereink visszafogottabb gazdasági növekedésére. Az export azonban így is dinamikusan bővült, melyhez jelentősen hozzájárult a továbbra is javuló cserearányunk. Az idei év egészére vonatkozó előrejelzésünket nagyban befolyásolta, hogy a külső konjunktúra kedvezőtlenebbé válása elhúzódó kilábalást feltételez. A fejlett és fejlődő országokban is tapasztalt lassabb növekedés, a mérsékeltebb világkereskedelmi aktivitás, az ukrán–orosz és egyéb geopolitikai konfliktusok gazdasági következményei mind a hazai exportnövekedés lassuló dinamikáját vetítik előre rövid távon. Mindezek alapján 2014 egészében, egészen 2015 második negyedévéig fokozatosan lassuló kiviteli ütemet prognosztizálunk. Ezt követően a főbb partnereink belső keresletének erősödésével és a

konfliktusok enyhülése következtében újból fellendülő kereskedelmi aktivitás hatására felfelé ívelhet az exportnövekedés pályája. Összességében így idén 7,9 százalékot kitevő exportvolumen-bővülést várunk. A partnerországok 2015 második fél évében fokozódó keresleti igénye ellenére, a gyengébb első fél év miatt a növekedési ütem az ideinél visszafogottabb lehet, melyben a bázishatások is komoly szerepet játszanak. Az export növekedési rátája várakozásunk szerint 6,4 százalék körül alakulhat 2015-ben.

Az importvolumen növekedése a III. negyedévben elmaradt a második három hónapban regisztrált rátától. Ez egyaránt köthető belső és külső tényezőkhöz: a visszafogottabb kivitel az importált inputok visszaesését hozta, míg a lanyhább fogyasztásbővülés szintén az importigény csökkenését vonta maga után. Meglátásunk szerint – az exporthoz hasonlóan – az import növekedése is lassuló pályára áll rövid távon. Ugyanakkor 2015 második fél évében az újból erőre kapó export, valamint a belső kereslet jelentős fellendülése (főként a fogyasztás miatt) újból emelkedő pályára állítja az importvolumen növekedési rátáját. Mindezeket számszerűsítve, 2014 egészében az exportot messze meghaladó, 9,7 százalékot kitevő behozatalbővülésre számítunk. Ebben meghatározó szerepet játszik a gáztározók feltöltése miatti egyedi hatás is. A fentiekből fakadóan jövőre mérsékeltebb, 6,1 százalékos importnövekedést várunk. Ezzel 2015-ben újból magasabb lehet az export dinamikája.

A fentiek alapján a hazai külkereskedelem áruforgalmi egyenlege a teljes előrejelzési horizonton többletet mutathat, tekintettel arra, hogy az export szintje továbbra is meghaladja a behozatalét. Ugyanakkor az import 2014. évi dinamikusabb növekedése miatt várakozásunk szerint a külkereskedelmi aktívum idén 6,4 milliárd euróra csökkenhet. 2015-ben prognózisunk szerint 7 milliárd euróra növekedhet a többlet. A nettó export változása így várhatóan idén negatívan, míg jövőre pozitívan érinti az éves GDP-növekedés rátáját.

A háztartások fogyasztási kiadása a várakozásokkal ellentétben a harmadik negyedévben mérsékeltebb ütemben növekedett. Meglátásunk szerint ez a visszafogottabb bővülés az elkövetkező három negyedév során is fennmaradhat. Annak ellenére tehát, hogy a lakosság rendelkezésre álló jövedelme továbbra is bővül, a fogyasztási hajlandóságot visszafogja a még mindig magas adósságállomány és így a mérlegalkalmazkodás. Szintén a mérséklődést jelzi, hogy a háztartások különböző bizalmi indikátorai stagnálást vagy romlást mutatnak, így az óvatossági megtakarítások ismét felerősödhetnek. A fogyasztási pályáról alkotott képünket az előző negyedévhez képest érdemben befolyásolják az azóta elfogadott kormányzati intézkedések is. Megvalósultak tehát a korábban jelzett pozitív kockázatok.

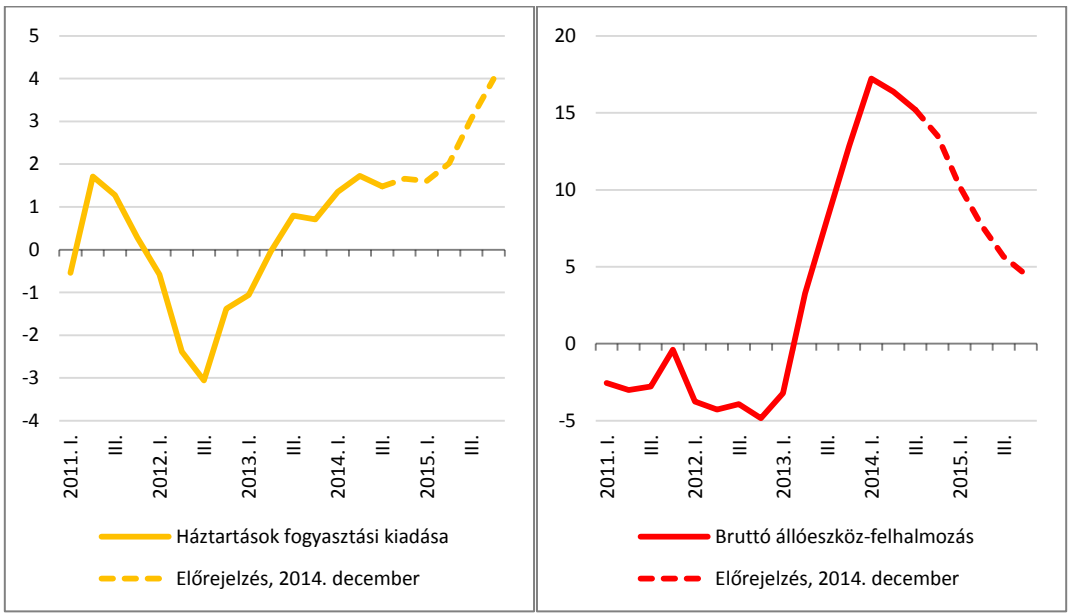
A devizahitelesek helyzetének végső rendezése a forintosítással megy végbe. A forintosítás, párosulva a bankok elszámoltatásával, jelentősen, 20–25 százalékkal csökkentheti az érintett adósok törlesztőrészleteit, továbbá kiszámíthatóbbá teszik az ehhez kapcsolódó fizetési kötelezettséget. Számításaink szerint – változatlan futamidőt feltételezve – a tőketartozás csökkenése miatt a lakosságnál megközelítőleg 110 milliárd forintra rúgó többletjövedelem keletkezhet éves szinten. A fogyasztási ráta jelenleg Magyarországon 80 százalékra tehető,

így azzal a feltételezéssel élünk, hogy 90 milliárd forinttal növekedne a fogyasztási kiadás. Ugyanakkor ennek egy részét a lakosság előtörlesztheti, és további óvatossági megtakarításra fordíthatja. 30 százalékos arányt feltételezve ez azt jelenti, hogy a lakosság fogyasztása éves szinten bő 60 milliárd forinttal bővülhet. Ezt összevetve a háztartások fogyasztási kiadásának 2013. évi nominális összegével (15 254 milliárd forint), 0,4 százalékos arány adódik. Ennyivel emelkedik meg tehát a fogyasztás szintje egy év alatt.

A fentebb kiszámított többlet ugyanakkor 2015-ben, csak fokozatosan felépülve éreztetheti hatását, ahogyan a bankok folyamatosan végzik az elszámolást, melyből várakozásunk szerint leghamarabb a II. negyedévben jelentkezhet a rendelkezésre álló jövedelem szemmel látható bővülése.

Szintén a lakosság elkölthető pénzeszközeit növelik a kormányzat által eszközölt bérrendezések, melyek a tanárokat és a rendvédelmi dolgozókat érintik, utóbbiak esetében 2015 júliusától emelkedik a bér. Szintén 2015 második felétől kezdődően bővíti ki a Kormány a közfoglalkoztatási programot, számításunk szerint 40 ezer fővel, amely így ekkortól éreztetheti hatását a fogyasztási kiadásokban is.

21. ÁBRA: A FOGYASZTÁSRA ÉS A BERUHÁZÁSRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK*
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



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

Mindezeket figyelembe véve a 2013. évi stagnálás után 2014 egészében már 1,6 százalékkal bővülhet a háztartások fogyasztási kiadása, amely 2015-ben, főként a második fél évben, jelentősen megemelkedhet a kormányzati intézkedéseknek köszönhetően. Jövőre így összességében a fogyasztás 2,7 százalékot kitevő bővülését valószínűsítjük.

A közösségi fogyasztás esetében az idei évben 0,7 százalékos növekedéssel számolunk. Miközben a kormányzati fogyasztás emelkedik, ezt visszafogja a természetbeni társadalmi

juttatások szűkülése. 2015-ben 3,2 százalékkal csökkenhet a közösségi fogyasztás a természetbeni társadalmi juttatások és a kormányzati fogyasztás zsugorodása miatt.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás idén július–szeptemberben is kiemelkedő növekedést mutatott, ám az üteme csökkent az előző negyedévhez képest. Utóbbi folyamat elsősorban a bázishatásnak köszönhető, mivel egy évvel korábban indult be a Növekedési Hitelprogram, amely a beruházások hirtelen megugrását hozta. Várakozásunk szerint az utolsó negyedévben is mérséklődik a bruttó állóeszköz-felhalmozás év/év rátája, mely szintén a technikai hatás következménye. Összességében így a 2014. évi beruházásnövekedés a historikus csúcsnak számító 15,6 százalékot is elérheti. Ennek forrása egyrészt az országszerte folytatódó infrastrukturális beruházások, melyek főként uniós támogatások segítségével valósulnak meg. Emellett a Növekedési Hitelprogram második szakasza iránti erősödő érdeklődés is segíti a vállalkozások beruházási teljesítményének felfutását.

A jövő évre vonatkozó beruházási dinamikára érdemi hatást gyakorolhat, hogy a Monetáris Tanács az 1000 milliárd forintra bővített NHP-hitelkeret lehívhatóságának kiterjesztéséről is döntött. A döntés értelmében a szerződéskötés határidejét 2015. december 31-éig meghosszabbították, míg a lehívásra rendelkezésre álló időt 2016. június 30-áig tolták ki. Mindezek hozzájárulhatnak ahhoz, hogy a beruházások volumenindexe kisebb mértékben essen vissza 2015-ben az idei évi magas bázis következtében.

Szintén a jövő évi növekedést segíti, hogy a 2007–2013-as uniós tervezési időszakban a hazánk rendelkezésére álló forrásokat 2015 végéig lehet lehívni. Várakozásunk szerint a kormányzat mindent megtesz azért, hogy elérje a forrásfelhasználás legnagyobb arányát. Így az uniós forrásokból megvalósuló beruházások vélhetően jövőre is közel hasonló méreteket öltenek, mint idén. Mindezek mellett a tartósan alacsony kamatkörnyezet is a beruházások ösztönzésének irányában hat. A fentebb részletezett pozitív hatásokat ellensúlyozza és a 2014-ről 2015-re erőteljesen lassuló dinamikát is magyarázza a 2014. évi rendkívül magas bázis technikai hatása. Összességében 2015-ben 7 százalékos bruttó állóeszköz-felhalmozást prognosztizálunk. Mivel a beruházások a teljes előrejelzési horizonton meghaladják a GDP-növekedés várható ütemét, így a beruházási ráta fokozatos emelkedésére számítunk, mely 2014-ben elérheti a 22, jövőre megközelítheti a 23 százalékot.

A GDP 2014 III. negyedévében mutatott dinamikus, bár lassuló növekedése – döntően a beruházások vezérelte belső felhasználás dinamikusabb fellendülésének köszönhetően – pozitív meglepetést okozott. Az eddig eltelt három negyedév tényadatait figyelembe véve az idei GDP-növekedés a korábban vártnál is erőteljesebb lehet. Továbbra is úgy látjuk, hogy 2014-ben a belső felhasználás bővülését leginkább a beruházások vezérlik, így ez marad a gazdaság motorja. Az erős belső és a lanyhább külső kereslet nyomán azonban a nettó export változása várhatóan jelentősen visszafogja a gazdaság növekedési ütemét. Ezzel idén egy belső forrásokra támaszkodó gazdaságszerkezet alakul ki, amelynek keretében a bruttó hazai termék 3,4 százalékos növekedését várjuk.

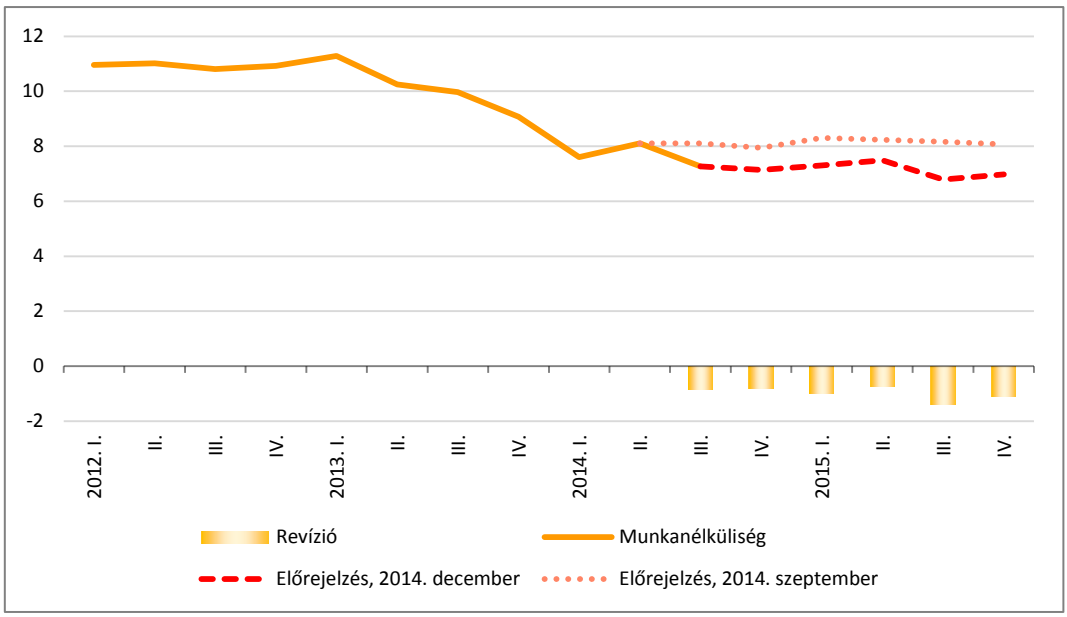
A jövő évi növekedési kilátások szeptemberhez képest összességében javultak. Bár a kedvezőtlenebb külső konjunktúra önmagában rontja a várakozásokat, a gazdaságpolitikai intézkedések együttesen kedvezőbb irányba terelhetik a növekedési folyamatokat. A GDP-bővülés rátája így is mérséklődhet a kiemelkedő 2014. évihez képest, ez azonban elsősorban technikai jellegű folyamat. Jelentős eltérés az idei évhez képest, hogy jövőre az export importnál dinamikusabb növekedése miatt a nettó export újból pozitívan járul hozzá a növekedéshez. Ezzel egy belső és külső forrásokra egyaránt támaszkodó növekedési pályát valószínűsítünk 2015-ben, melynek során a magyar gazdaság növekedési üteme elérheti a 2,6 százalékot. Előrejelzésünk szerint a gazdaság tényleges teljesítménye a teljes előrejelzési horizonton elmarad a potenciális kibocsátástól, ugyanakkor a dinamikus bővülés következtében a kibocsátási rés folyamatosan szűkül, bezáródására 2016-ban kerülhet sor.

A munkaerő-piaci folyamatokra vonatkozó előrejelzéseink jelentősen változtak az előző prognózisunkhoz képest, elsősorban a 2015. évi aktívabb kormányzati foglalkoztatáspolitika következtében. A közfoglalkoztatotti létszám további emelése, a Munkahelyvédelmi akcióterv folytatása, illetve a kisgyermekes szülők részmunkaidős foglalkoztatása után járó adókedvezmények a foglalkoztatottak és az aktívak számára is ösztönzőleg hathatnak a következő évben. Ennek következtében az őszi előrejelzésünkkel ellentétben az aktivitás enyhe, de folyamatos növekedésére számítunk. 2015-ben az aktívak száma éves szinten 30 ezer fővel nőhet, így az elérheti a 4520 ezer főt az év végére.

Az aktivitás mellett a foglalkoztatás is jelentősen bővülhet, átlagosan mintegy 55 ezer fővel többen dolgozhatnak 2015-ben, mint egy évvel korábban. A foglalkoztatottak száma az előrejelzési horizont végére meghaladhatja a 4,2 millió főt. A versenyszféra munkakereslete előző előrejelzésünkkel összhangban mérsékelten emelkedhet az elkövetkező öt negyedévben: mintegy 15 ezer új munkahely jöhet létre a vállalkozásoknak köszönhetően. Ez alapján a versenyszféra munkakeresletének utóbbi három hónapban tapasztalható lassabb növekedési trendje fennmarad. A foglalkoztatottság növekedését így elsősorban az állami szektorban dolgozók létszámának emelkedése okozza: a közfoglalkoztatottak száma az új programoknak köszönhetően várhatóan 40 ezer fővel nő 2015 harmadik negyedévében.

Várakozásaink szerint 2015-ben a foglalkoztatottak száma gyorsabban nő, mint az aktivitás, így a munkanélküliségi ráta jelentősen csökkenhet. Értéke jövőre átlagosan 7,1 százalék körül alakulhat, ami közel 1 százalékponttal alacsonyabb a szeptemberi előrejelzésünknél. A munkanélküliségi ráta az idei utolsó negyedévben tovább csökkenhet, majd a jövő év elején az aktivitás dinamikusabb bővülése miatt átmenetileg enyhén emelkedik. 2015 második felében a közfoglalkoztatás bővítése már 7 százalék alá nyomja az állástalanok arányát.

22. ÁBRA: MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)

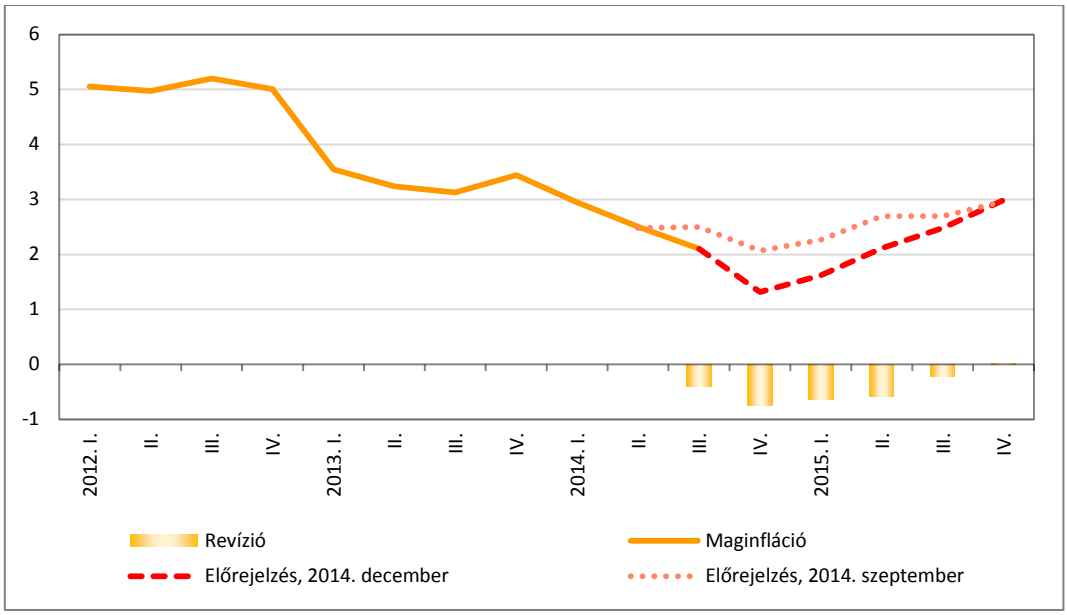


Forrás: Századvég-számítás

A kevesebb munkanélküli okozta feszesebb munkaerőpiac a bérek alakulását is befolyásolja: a bruttó bérek növekedési üteme felgyorsulhat az idén várt 2,5-ről 3,5 százalékra 2015-ben. A korábban vártnál mérsékeltebb növekedést a nyomott infláció és a csökkenő inflációs várakozások magyarázzák. A keresetek alakulására pozitívan hatnak a közszféra különböző területein várható jövő évi béremelések, amit részben ellensúlyoz a bővülő közfoglalkoztatás miatti összetételhatás. A bruttó bérekkel ellentétben a keresetek reálértékének növekedése lelassul, ami a jövőre várható infláció következménye. Így előrejelzésünk szerint a reálbérek a 2014-es 2,8 százalék után jövőre 1,9 százalékkal emelkednek.

A maginfláció rövid távú alakulására vonatkozó szeptemberi prognózisunkhoz képest alacsonyabb lett a III. negyedéves tényadat. Ez a globálisan alacsony inflációs folyamatokkal, a maginfláción kívüli tételeknél mutatkozó negatív ársokkok másodkörös hatásaival és a csökkenő inflációs várakozásokkal hozható párhuzamba. Várakozásunk szerint a maginflációs ráta az utolsó negyedévben is csökkenhet, elérve ezzel mélypontját. A fentieket figyelembe véve az év idei év egészére vonatkozóan lefelé revideáltuk a korábbi előrejelzésünket. A kibocsátási rés a legfrissebb becslésünk szerint, és az általunk kalkulált növekedési pálya mentén csak 2015 után záródhat be. Mindez azt jelenti, hogy a teljes előrejelzési horizonton fennmarad a keresleti korlátok megléte miatt jelentkező dezinflációs hatás, bár ennek mértéke fokozatosan csökken. Szintén ebbe az irányba hatnak a tovább mérséklődő inflációs várakozások, a rendkívül nyomott globális infláció és a negatív olajársokk begyűrűzése. 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 és az előző évi bázis indokolja.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az éves bázisú fogyasztóiár-index az alappályánkon – hasonlóan a korábbi előrejelzésünkhöz – végig a maginflációs mutató alatt tartózkodik. A maginfláción kívüli termékek árai tehát a teljes előrejelzési horizonton visszafogottan alakulhatnak. A 2014. évi inflációs folyamatokat főként a közműdíjak csökkentése befolyásolja. A 2013 novemberében elkezdett fázis 2014 során lefelé nyomja az inflációt, továbbá a kormányzat idén februárban elfogadott háromlépcsős rezsicsökkentése is árleszorító hatást generál (a II. és IV. negyedévektől kezdődően). Az olajárak elmúlt hónapokban tapasztalt drasztikus zuhanása is begyűrűzött a hazai gazdaságba, és a feldolgozatlan élelmiszerek árának csökkenése is fennmaradhat. Mindezeket figyelembe véve az idei utolsó negyedévben is negatív lehet az inflációs mutató, aminek következtében 2014 egészében 0,2 százalékkal csökkenhet a fogyasztóiár-index. A jövő évi inflációs előrejelzésünket 0,8 százalékponttal lejjebb vettük a szeptemberi várakozáshoz képest, melynek egyik oka az alacsonyabb maginflációs várakozás. Emellett szintén negatív hatást gyakorol a rendkívül laza monetáris politika és a nyomott külső inflációs folyamat, amely így az importált inflációt fogja vissza. Az élelmiszerek árának csökkenése is folytatódhat az orosz embargó fennmaradása nyomán. Emellett a legjelentősebb változás a negatív olajársokk, amely várakozásunk szerint rövid távon jelentősen korlátozhatja a fogyasztóiár-index növekedését. Összességében 2015-ben az infláció emelkedésére számítunk, melynek legfőbb oka a korábbi közműdíjcsökkentések bázisba kerülése és a belső kereslet erősödése miatt gyorsuló maginfláció. A jövő év egészét tekintve 1,6 százalékos fogyasztóiár-indexet prognosztizálunk.

Meglátásunk szerint a globálisan és a hazai gazdaságban fennmaradó, nyomott inflációs környezet, a gazdaság ciklikus pozíciója, valamint az inflációs várakozások további

mérséklődése a monetáris lazítás irányába mutatnak. Ezt erősíti a világszerte egyre támogatóbb monetáris politika, amely a likviditásbőség fenntartását, a gazdasági növekedés beindítását célozza. Várakozásunk szerint 2014 végén még marad a 2,1 százalékos jegybanki alapkamat, ami a jövő év elejétől kezdődően 1,8 százalékig csökken, amennyiben a befektetői környezet is kedvezően alakul. Ugyanakkor 2015 vége felé közeledve a jegybank megkezdi a kamatemelést, mivel a monetáris politika számára releváns időhorizonton érdemi inflációs nyomás keletkezik a gazdaságban, amelyet a maginfláció emelkedése jelez. Az óvatos szigorítás hatására 2015 végére 2,2 százalékon állhat az irányadó ráta.

Az egyensúlyi helyzet elemzése és várható alakulása

2014-ben a jelentősen túlteljesülő járulékbevételek, valamint a terven aluli nettó kamatkiadások bőven ellensúlyozzák a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok jelentős kiadási többletét. Mindezek eredményeképpen idén az eredményszemléletű hiány a rendkívüli tartalék fennmaradó részének megőrzésével számolva 0,1 százalékponttal kedvezőbb lehet a költségvetési törvényben tervezett 2,9 százalékos GDP-arányos deficitnél. A 2015. évi költségvetést összességében reális tervnek ítéljük, a GDP 0,1 százalékára rúgó pozitív kockázattal, így a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 2,3 százalék körül alakulhat. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a rendkívüli tartalék számottevő mértékű csökkentése nem elhanyagolható kockázatot hordoz magában egy-egy nem várt esemény bekövetkezése esetén.

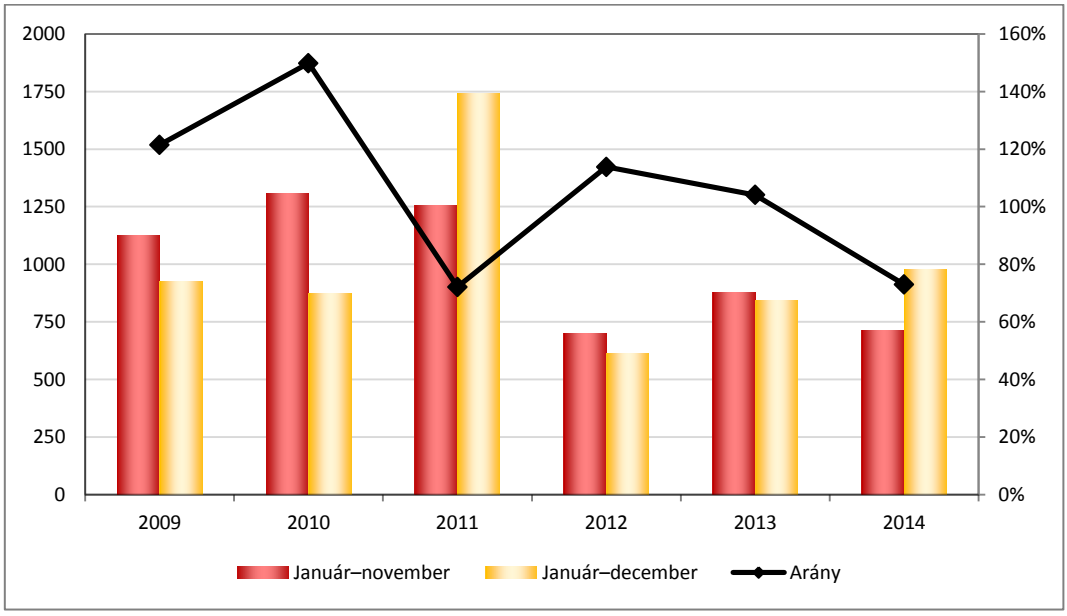
Magyarország kedvező befektetői megítélése fennmaradt az elmúlt hónapokban. A Fed eszközvásárlási programjának lezárása nem éreztette hatását. Az EKB szeptemberi döntése értelmében ugyanis a kereskedelmi bankokra továbbra is érvényes negatív betéti kamatok, valamint a Bank of Japan monetáris lazítása miatt a bankok pótlólagos likviditással rendelkeznek majd, így globálisan fennmarad a kedvező likviditásbőség. A másodpiaci hozamgörbe rövid vége – szeptember elejéhez képest – felfelé tolódott, míg a hosszú vége markánsan lefelé módosult, így laposabbá vált. A likviditásbőség hatására a hozamgörbe rövid végén a hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamatot, ugyanakkor a piaci szereplők egyre inkább választják az egy évnél hosszabb lejáratokat, ami az ország kockázati megítélésének javulását jelzi. A jegybanki devizatartalék 36 milliárd euró környékén stagnált.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege az előző negyedévhez képest jelentős mértékben csökkent. A jövedelemkiáramlás mértéke alig változott, míg az EU-transzferek beáramlása csökkent negyedéves bázison. Összességében az ország nettó finanszírozási képessége enyhén javult az előző negyedévhez képest: 7,6-ről 7,7 százalékra emelkedett a GDP-arányos mutató. Külső pozíciónkra vonatkozó előrejelzésünkben idén még nem, de jövőre a reálgazdasági aktívum szerepének jelentősebb növekedését 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, amelyek volumene 2015-ben már némileg csökken. A 2014. évre 8,3 százalékos, GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk, míg 2015-ben közel azonos szinten maradhat a mutató.

Fiskális politika

2014 első tizenegy hónapjában az államháztartás központi alrendszerének hiánya 713,7 milliárd forintot, az éves előirányzat 73 százalékát tette ki. Az időarányos teljesítés vizsgálata nem feltétlenül irányadó, tekintve, hogy a kiadások az év első felében meghaladták a bevételeket, miközben az őszi hónapok rendre bevételi többletet hoztak, ráadásul az év utolsó hónapja rendszerint számos eseti tételt tartogat. Ennek ellenére jelzésértékű lehet, hogy az elmúlt években mindössze egyszer (2011-ben) fordult elő, hogy a november végi időarányos teljesítés ilyen alacsony lett volna. A központi alrendszeren belül a központi költségvetés 938,2 milliárd forint hiánnyal, míg a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 198,2, az elkülönített állami pénzalapok pedig 26,3 milliárd forint többlettel zártak.

24. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ELSŐ TIZENEGY HAVI EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA (MILLIÁRD FORINTBAN, ILLETVE AZ ÉVES TELJESÜLÉS SZÁZALÉKÁBAN)



Megjegyzés: pénzforgalmi elszámolás. A 2014-es éves hiány az eredeti törvényi előirányzat.
Forrás: NGM, MÁK

A bevételi oldalt[10] vizsgálva a legutóbbi szeptemberi előrejelzésünkhöz képest az áfabevételeket érintő negatív kockázatok jelentősen enyhültek, összességében azonban továbbra is mintegy 65 milliárd forinttal alulteljesülhet a legnagyobb forgalmi típusú adó. A gazdálkodói befizetések terén is hasonló mértékű alulteljesülés várható, elsősorban a katát és kivát érintő, külön-külön mintegy 30–35 milliárd forintos elmaradásoknak betudhatóan, amit elsősorban az magyaráz, hogy a vártnál lényegesen kevesebben tértek át a tavaly bevezetett adózási formára. Részben ugyanezen okra visszavezethetően ugyanakkor jelentős, 200 milliárd forintot meghaladó többlet várható a járulékok esetében, és a

[10] A részletes novemberi adatokat csak december második felében publikálják.

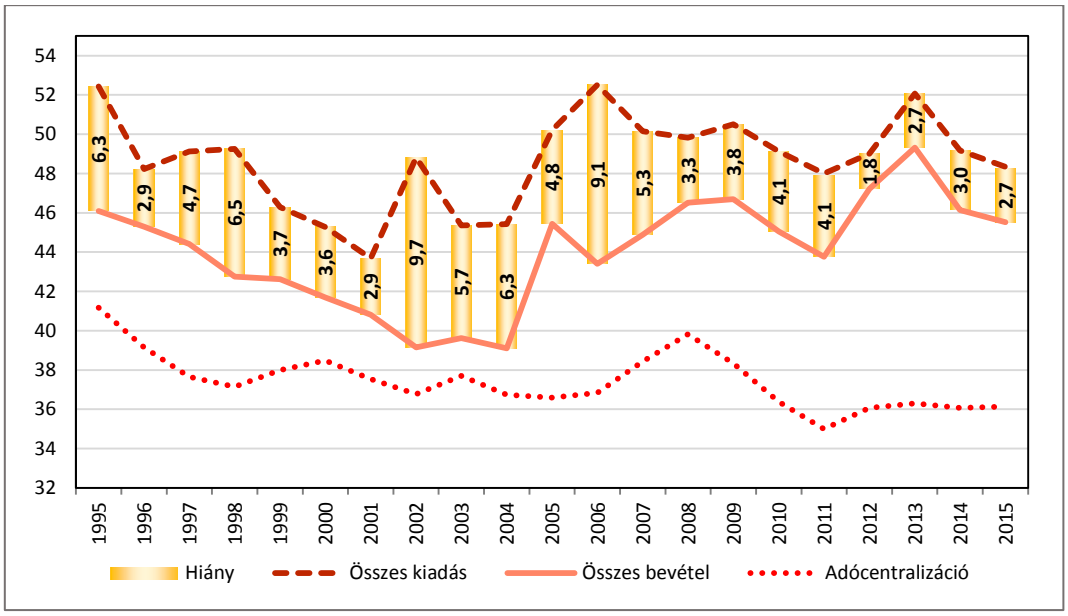
lakossági (elsősorban szja-) befizetések is mintegy 80 milliárd forinttal felülmúlhatják a tervezettet.

A központi alrendszer kiadásai között a legnagyobb bizonytalanság – és előre láthatóan a legnagyobb mértékű túlköltés is – a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok terén mutatkozik: a nettó kiadások éves szinten kedvező forgatókönyv esetén is 150 milliárd forinttal a költségvetési törvényben előirányzotton felül teljesülhetnek, további negatív kockázatok mellett. A nettó kamatkiadások terén ugyanakkor a tervhez viszonyítva 100 milliárd forint körüli javulással számolunk, ami az előbbi hatást részben ellensúlyozhatja.

A pénzforgalmi és az eredményszemléletű hiány közötti átjárhatóságot biztosító ESA-hidat is figyelembe véve az eredményszemléletű hiány a rendkívüli tartalék fennmaradó részének megőrzésével számolva 0,1 százalékponttal kedvezőbb lehet a költségvetési törvényben tervezett 2,9 százalékos GDP-arányos deficitnél.

Október végén a Kormány benyújtotta a 2015. évi költségvetési törvény tervezetét, melyhez december elején a parlament költségvetési bizottsága összegző módosító javaslatot terjesztett elő. November végén pedig kihirdették az adótörvények jövő évi módosításait.[11] Először felvázoljuk a költségvetésitörvény-tervezet legfontosabb jellemzőit, majd e három dokumentumra alapozva jelezzük előre a legfőbb 2015. évi tervszámokat, és vázoljuk a legfontosabb, a költségvetési egyenleget érintő kockázatokat.

25. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS FŐ PÉNZFORGALMI SZÁMAI A GDP SZÁZALÉKÁBAN



Megjegyzés: A 2014. és 2015. évi adatok előirányzatok, a többi tényadat. Forrás: MKOGY

A 2015. évi költségvetésitörvény-tervezet szerint a konszolidált pénzforgalmi kiadások a GDP 48,2 százalékát, míg a bevételek a 45,5 százalékát teszik ki. A GDP-arányos kiadások

[11] 2014. évi LXXIV. törvény az egyes adótörvények és azokkal összefüggő más törvények, valamint a Nemzeti Adó- és Vámhivatalról szóló 2010. évi CXXII. törvény módosításáról.

esetében 1 százalékpontos, a GDP-arányos bevételek tekintetében ennél kisebb mértékű, 0,6 százalékpontos csökkenés[12] figyelhető meg a tavalyi évi GDP-arányos előirányzatokkal szemben. Az adócentralizáció mértéke az utóbbi években tapasztalt stagnáló pályán maradhat a módosított költségvetési tervezet szerint, miután azonban az idei évben várhatóan felülteljesülnek az adóbevételek, így a kormányzati tervszámok valójában csökkenő adócentralizációról tanúskodnak.

A bevételek és kiadások különbsége, azaz a pénzforgalmi hiány a költségvetésitörvény-tervezet szerint a GDP 2,7 százaléka, ami a pénzforgalmi és eredményszemléletű hiányok közötti átjárást biztosító ESA-híd korrekciója után 2,4 százalékos GDP-arányos deficitet és 927 milliárdos eredményszemléletű nominális hiányt jelent.

Bevételi oldalon a bérre rakódó terhek arányának növekedése figyelhető meg, a fogyasztási típusú adók és gazdálkodói befizetések csökkenésével párhuzamosan. Ez alapvetően azonban a 2014. évi várható teljesülésekből fakadó korrekciókat jelenti, a tényszámokhoz képest közel sem lesz ilyen mértékű átrendeződés.[13]

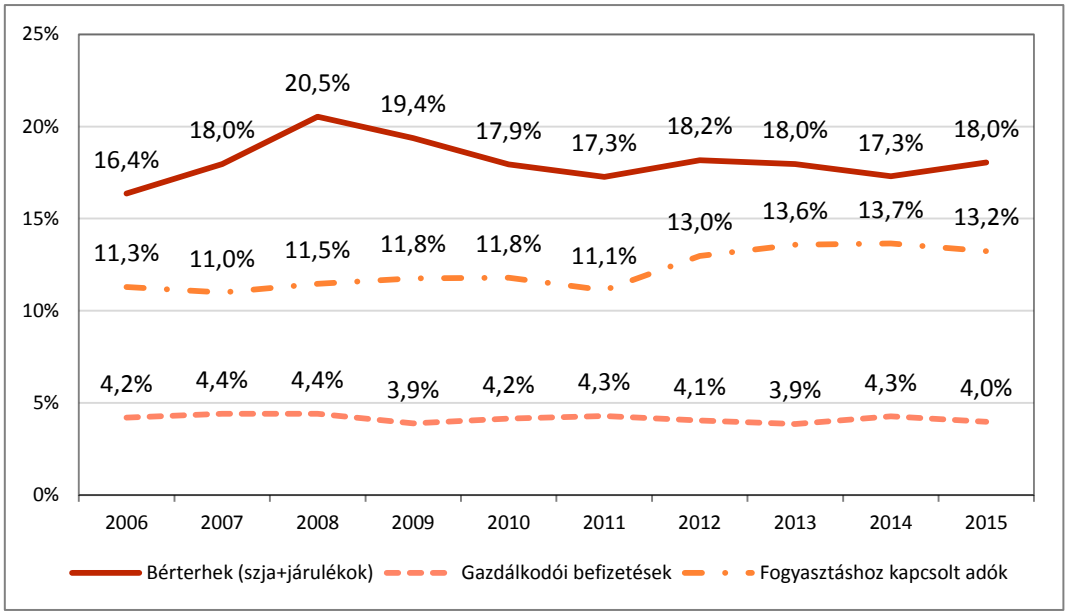
A fogyasztási típusú adóknál – a fogyasztóiár-index mindössze 1,8 százalékos prognosztizált növekedése[14] és az idei előirányzattól várhatóan elmaradó teljesülések dacára – az áfabevételek a tervezet szerint a nominális GDP-vel közel azonos ütemben, 5,2 százalékkal növekednek 2015-ben. Mindezt a lakossági fogyasztási volumen bővülésével, valamint a gazdaságfehérítő intézkedések hatásaival magyarázza a kormányzat. A bruttó keresetek emelkedésével, valamint a foglalkoztatásbővüléssel párhuzamosan nő a keresettömeg és ezáltal a jövedelemadó. Ennél is markánsabb bővülés figyelhető meg a bérekre rakódó járulékok esetében, ami az idei évi, az előirányzathoz viszonyított jelentős várható felülteljesüléssel magyarázható. A fentiekre tekintettel a bérekre rakódó terhekből elvárt GDP-arányos bevételek összességében 0,7 százalékponttal emelkednek jövőre. A gazdálkodói befizetések terén várhatóan a 2014. évi előirányzat alatt teljesülnek a katából és kivából származó bevételek, és a nagyobb volumenben igénybe vett adókedvezményeknek betudhatóan csökkenő előirányzattal számol a kormányzat a társasági adó soron is. A GDP-arányos gazdálkodói befizetések 0,3 százalékponttal, 4 százalékra esnek vissza 2015-ben.

[12] A 2014. évi arányszámoknál a nevezőben (folyó áras GDP) – az összehasonlíthatóság szempontját szem előtt tartva – a jövő évi költségvetési törvényben szereplő, már ESA2010 szerinti 2014-re vonatkozó GDP-prognózist szerepeltettük.

[13] Mint azt a 2014. évi költségvetési számokat bemutató fejezetben már jeleztük, az szja soron és a járulékok esetében jelentős, mintegy 270 milliárd forintos túlteljesülés valószínűsíthető, miközben a fogyasztási típusú adók és a gazdálkodói befizetések terén jelentős elmaradások prognosztizálhatók. Ezek a várható tényleges teljesülések beépülnek a bázisba, és a jövő évi tervszámokban is tetten érhetők.

[14] Kormányzati előrejelzés; intézményi előrejelzésünk ennél is visszafogottabb, 1,6 százalékos pénzromlási ütemmel számol.

26. ÁBRA: EGYES ADÓBEVÉTELEK SZERKEZETE A GDP ARÁNYÁBAN



Megjegyzés: A 2014. és 2015. évi adatok előirányzatok, a többi tényadat. Forrás: MKOGY, Századvég-számítás

A konszolidált kiadások funkcionális bontása alapján az állami funkciókhoz kapcsolódó kiadások 2014. évi összehasonlító áron számítva 7,9 százalékkal bővültek, ami alapvetően a közigazgatási tevékenységekre fordított kiadások jelentős emelkedéséből fakad.

Az állam jóléti funkciói közül alig mutatnak emelkedést az oktatási célokra elkülönített források. Az egészségügyi kiadások azonban reálértéken 3,3 százalékkal emelkednek, ami döntően a kórházi tevékenységekre fordított keretek érdemi emelésével hozható összefüggésbe.

A kormányzat „segély helyett munka" elvének érvényesülése jól nyomon követhető a társadalombiztosítási és jóléti szolgáltatásokra fordított kiadások alakulásában. Az egyéb szociális támogatások csaknem 20 százalékkal maradnak el az idénre tervezett kiadási szinttől, de a javuló munkaerő-piaci mutatókkal összhangban a munkanélküli-ellátásokra fordított összeget is lefaragták. A nyugdíjakra fordított összeg ugyanakkor 2014. évi áron számítva is több mint 2 százalékkal nőhet jövőre az idei évi előirányzathoz képest.

Az állam gazdasági funkciókra fordítandó összege összehasonlító áron mintegy 7 százalékkal bővül, miután a mező-, erdő-, hal- és vadgazdálkodásra, illetve a felfutó uniós nagyprojekteknek köszönhetően a közúti közlekedési tevékenységre is több 10 milliárd forinttal több jut. Az egyre javuló kamatkörnyezettel párhuzamosan az adósságszolgálattal kapcsolatos kiadások ugyanakkor jelentősen – reálértéken csaknem 6 százalékkal – mérséklődnek.

A funkcióba nem sorolt tételek között a legjelentősebb elem a tartalékok köre,[15] ahol az általános tartalék[16] több mint 10 milliárd forintos, valamint a rendkívüli tartalék[17] 70 milliárd forintos csökkentése számít jelentős tételnek.

Intézetünk számításai alapján a kormányzati tervszámokban a gazdálkodói befizetéseken belül továbbra is némiképp felülbecsült a katából és a kivából származó bevétel, ami egyúttal a prognózisunknál alacsonyabb társasági adóval és evából befolyó összeggel párosul. Számításaink szerint az egyéb gazdálkodói befizetések is felülteljesülhetnek (elsősorban az egyéb központosított bevételek), melyek közül intézetünk szerint az élelmiszerlánc-felügyeleti díj megemeléséből várható bevételek, valamint a befektetésialap-kezelők különadójából befolyó tételek is a kormányzati tervszámok felett alakulhatnak. Összességében az előirányzatot mintegy 75 milliárd forinttal felülmúló, a GDP 0,2 százalékára rúgó többlettel számolunk a gazdálkodói befizetések terén.

A fogyasztási típusú adóknál ellenben negatív kockázatokat látunk, annak ellenére, hogy a jövedéki adó és pénzügyi tranzakciós illeték terén akár kismértékű, összesen mintegy 30–35 milliárd forint értékű többletbevétel is realizálódhat. Az áfa tekintetében azonban akár 50 milliárd forintos kiesés is elképzelhető a kormányzati tervekben szereplőhöz képest alacsonyabb inflációnak (döntően a tartósan nyomott üzemanyagárak miatt), a fehérítő intézkedésekkel összefüggő,[18] a vártnál mérsékeltebb bevételnövekedésnek, valamint a vasárnapi zárva tartás fogyasztáscsökkentő hatásának következtében.

Az előzőekkel ellentétben úgy látjuk, hogy a bérekre rakódó terheknél összességében pozitív kockázatok körvonalazódnak: az szja-bevételek terven felüli várható teljesülésének és az előirányzattól elmaradó járulékbevételek eredőjeként összesen megközelítőleg mintegy 20 milliárd forinttal magasabb összeg folyhat be.

Kiadási oldalon a legnagyobb mértékű várható túlköltést a társadalombiztosítási alapoknál látjuk, ami döntően a gyógyszerkassza kiadásainak az előirányzatot több 10 milliárd forinttal meghaladó várható teljesülésével magyarázható.

Mindent egybevetve a GDP 0,1 százalékára rúgó pozitív kockázatokat azonosítunk a 2015. évi költségvetésben, így a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 2,3 százalék körül alakulhat. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a rendkívüli tartalék 30 milliárd forintra csökkentése jelentős kockázatot hordoz magában. Kétségtelen ugyanakkor, hogy a jóval 3 százalék alattira tervezett deficit önmagában számottevő méretű tartalékot jelent, így a 3 százalékos hiányplafon semmiképp sincs veszélyben.

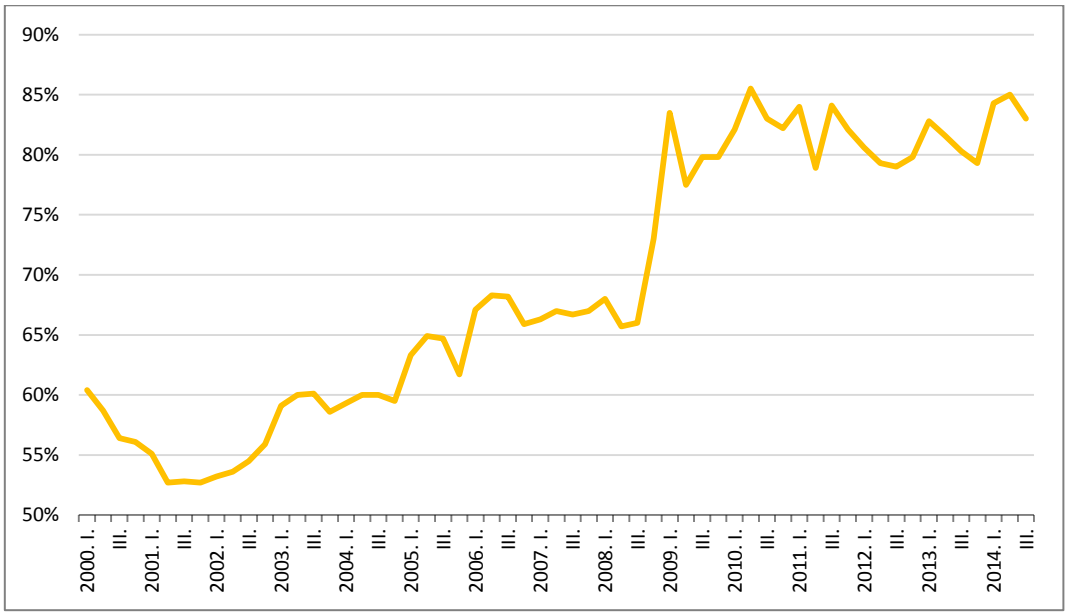
[15] A céltartalékok közül csak a kormányzati funkciók szerint nem bontható előirányzatok tartoznak ide, azaz a jövő évi céltartalékok, amelyeket dedikáltan a bérkompenzációra, illetve nagyobbrészt az egészségügyi intézmények adósságátvállalására különítettek el, a megfelelő funkciók közé sorolva be őket.
[16] Rendkívüli kormányzati intézkedések.
[17] Országvédelmi Alap.
[18] Online pénztárgépek használatának kiszélesítése, elektronikus közúti árufigyelő rendszer bevezetése.

Adósságfinanszírozás

Az idei év harmadik negyedévében az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 25 112 milliárd forint volt, ami a GDP 83 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 80,3, és a december végi 79,3 százalék után. Az adósságot 330 milliárd forint nettó hiteltörlesztés csökkentette, míg 6 milliárd forint árfolyamveszteség növelte a harmadik negyedévben. 2014. július 28-án járt le egy 5 éves, 1 milliárd eurós devizakötvény. Az adósságot ideiglenesen növelte a március végén kibocsátott 3 milliárd dollár összegű devizakötvény, amely a júliusban lejárt mellett a novemberi lejáratút finanszírozta, így éves szinten nem emeli majd az adósságot. Ezenfelül az adósságállomány forintban kimutatott értékének növekedését magyarázza a tavaly év végi 296,91 HUF/EUR árfolyamtól szeptember végén jelentősen gyengébb devizaárfolyam (310,36 HUF/EUR) is.

Véleményünk szerint a támogató nemzetközi környezet hatására a forint árfolyama tartósan viszonylag stabil maradhat, így a magas devizaarány ellenére sem várjuk az adósságráta jelentősebb növekedését. Az előző év végi rátánál alacsonyabb mutató eléréséhez azonban már jelentősebb előtörlesztésre és/vagy még erősebb forintárfolyamra lenne szükség.

27. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



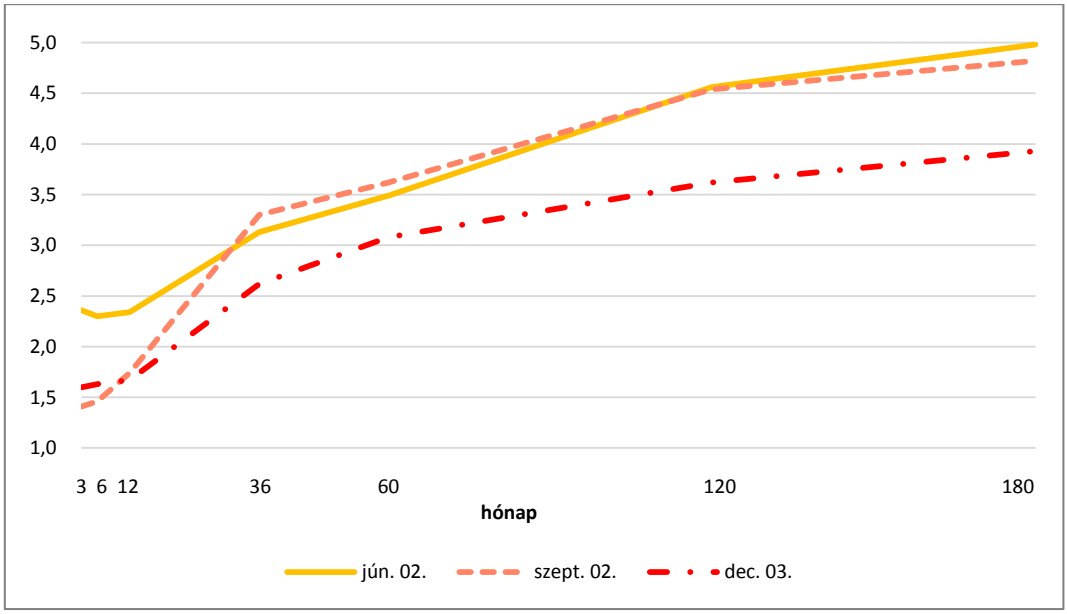
Forrás: Eurostat, MNB

A Fed az ősz folyamán lezárta eszközvásárlási programját. Az EKB nem változtatott monetáris politikáján, bár a TLTRO program indítása a vártnál kisebb érdeklődésre tartott számot. A globális likviditásbőség véleményünk szerint azonban így is fennmaradhat, melynek elsődleges forrása a Bank of Japan erősödő monetáris lazítása. Ennek értelmében az eddigi évi 60 ezer milliárdról 80 ezer milliárd jenre, nagyjából 725 milliárd dollárra bővíti eszközvásárlásait a japán központi bank.

Az 5 éves magyar CDS értéke 165 bázispontos kezdő szeptember eleji értékéről 164 bázispontra csökkent 2014. december elejére. Lengyelországban és Csehországban alacsonyabb bázisról mérsékelten változott a CDS az elmúlt három hónapban, előbbiben 1 bázisponttal csökkent, míg utóbbiban 2 bázisponttal emelkedett. A forint árfolyama jelentősen erősödött az elmúlt időszakban az euróval és a svájci frankkal szemben, míg egy dollárért több forintot kellett adni: egy euró 307, egy svájci frank 255, míg egy dollár 249 forintba került december elején; utóbbi historikus csúcsnak számít. Kitekintve a régióra a cseh korona és a lengyel zloty esetében az árfolyamok 1–2 százalékot erősödtek az euróval szemben a vizsgált időszakban.

Az állampapír-piaci aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében különbözőképpen alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében (16 bázisponttal) nőttek, míg az egyévesnél kismértékben (7 bázisponttal) csökkentek a hozamok. Továbbá az államkötvények (3–10 éves lejárat) esetében 47–87 bázispont közötti markáns 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 négy alkalommal (mindegyik esetben a diszkontkincstárjegy-kibocsátásnál), összességében azonban mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a szeptember–november időszakban.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

A másodpiaci hozamgörbe szeptember elejéhez képest december elejére jelentősen módosult. A jegybanki alapkamat változatlan maradt ugyan, de egyrészt a kedvező hazai pénzügyi piaci hangulat miatt a piaci szereplők hosszították portfóliójuk átlagos hátralévő futamidejét, ezért kismértékben emelkedtek a hozamok a hozamgörbe rövid végén, míg jelentősen csökkentek a hozamgörbe hosszú végén, ezáltal a hozamgörbe laposabbá vált. A

hozamgörbe rövid végén 17 és 19 bázisponttal emelkedtek a hozamok, míg az egyéves futamidőnél 7 bázispontos csökkenés volt megfigyelhető. A hosszabb futamidők esetében 54 és 92 bázispont közötti volt a hozamesés. Az MNB 2014 júliusa óta változatlanul hagyta jegybanki alapkamatának mértékét (2,1 százalék). Az, hogy a hozamgörbe rövid vége a kamatvágás vége óta eltelt időszak folyamán is e kamatszint alatt maradt (43–50 bázisponttal), a nagy likviditásbőségnek tudható be. A külföldi piaci szereplők mellett ugyanis a hazai intézményi befektetők és befektetési alapok is megjelentek (mivel ők sem tarthatnak jegybanki betéteket).

A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő eszközei népszerűsítésére törekszik a hazai befektetők körében. Továbbá a jegybank augusztus 1-jétől ismét kéthetes betétet alkalmaz, amelyet külföldiek nem vásárolhatnak. Az MNB a külföldiek által hazai kéthetes betétben tartott állományt közel 800 milliárd forintra becsülte, amely megjelenhet a hazai állampapírpiacon. Ez nem történt meg, mivel a külföldiek által tartott állampapír-állomány még csökkent is (az áprilisi bejelentéstől számítva 4798-ról október végére 4785 milliárd forintra). A külföldiek zömében valószínűleg hazai bankok segítségével, felárral jutottak kéthetes betéthez, továbbá kisebb részben átváltották forintjukat. A cél továbbá ezzel az államadósság devizaarányának csökkentése, amely egy esetlegesen gyengülő forint esetében sem emeli meg drasztikusan a GDP-arányos bruttó államadósságot. 2014 októberének végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 2354 milliárd forintra emelkedett. Az államadósság devizaaránya kismértékben csökkent, a július végi 40 százalék után október végén 39 százaléknak felelt meg, és továbbra is eleget tesz a finanszírozási tervben meghatározott 45 százalékos maximumnak.

Az ország stabilitását erősíti a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2014. június vége óta az MNB devizatartalékai jóformán stagnáltak, és szeptember végén 35 684 millió eurót tettek ki. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz jegybanki tartalékai (markánsan) magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei, amelyen a forintosítás keretében a bankrendszernek felajánlott közel 8 milliárd euró sem változtat. Egyrészt az összeg egy része csak elnyújtva csökkenti a devizatartalékokat (előreláthatólag 3 év alatt), másrészt az EU-transzferek növelik azt, harmadrészt pedig a mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – 26,5 milliárd eurót tesz ki.

Külső egyensúly

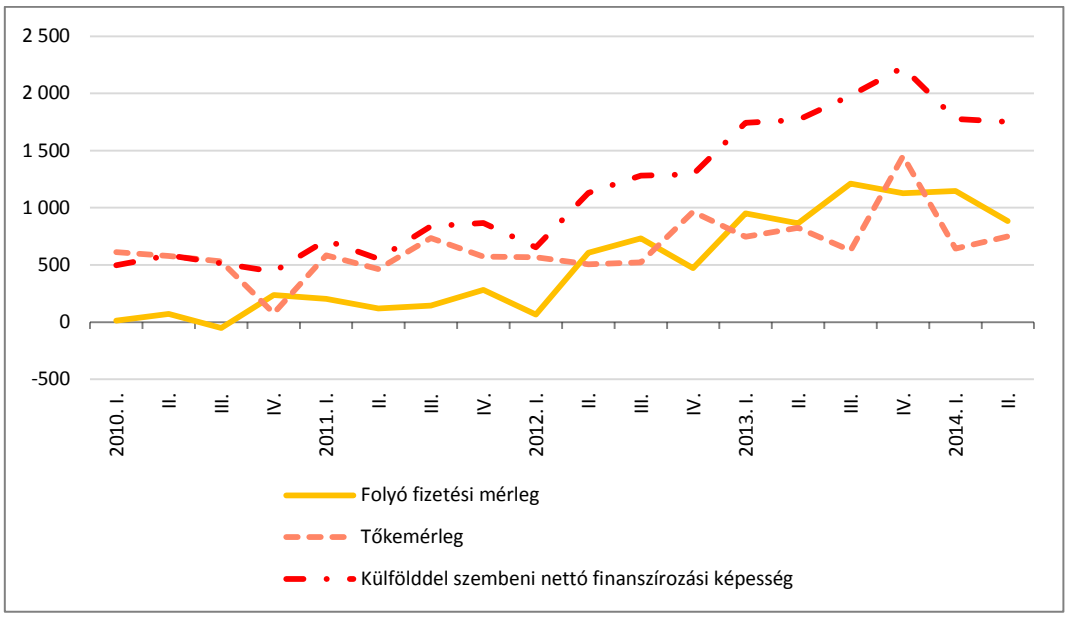
A fizetési mérleg adatközlésében az MNB 2014 I. negyedévétől kezdődően új módszertant használ. A fizetésimérleg-statisztikák elmúlt években megújított nemzetközi módszertani szabványainak bevezetésére az EU tagországaiban egységesen 2014-ben kerül sor. Az MNB 2014. második negyedévére vonatkozóan már hosszú idősoros adatokat közölt. Az új módszertan szerint 1995-ig visszamenőleg revideálták és publikálták az adatokat. Az MNB

2014. december 23-án teszi közzé a 2014 III. negyedéves fizetésimérleg- és külfölddel szembeni állományi statisztikákat.

Az új módszertan szerint az MNB szezonálisan kiigazított adatokat immáron a folyó fizetési mérlegre is közölt. A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege összesen 263 millióval, 883 millió euróra csökkent az előző negyedévhez képest. A csökkenés döntő módon az áruforgalom egyenlegének szűkülésével magyarázható. Az áruforgalom többletének mérsékelődése (350 millió euró) a jelentősen (761 millió euróval) emelkedő import és az ennél kisebb mértékben (480 millió euróval) bővülő export eredőjeként alakult ki. A szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege kismértékben változott: összesen 10 millióval, 1035 millió euróra nőtt. Az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 36 millióval, 640 millió euróra szűkült, míg a másodlagos jövedelmek negatív egyenlege 31 millióval, 156 millió euróra bővült. A tőkemérleg egyenlege a 108 milliós növekedés hatására 750 millió euróra nőtt.

Az EU-transzferek beáramlásának szezonálisan kiigazított értékéről az MNB nem közöl adatot,[19] így csak a nyers adatot vizsgálhatjuk. Összesen 1220 millió euró volt az Európai Unióval szembeni egyenleg 2014 II. negyedévében, amely egyenleg az elsődleges, a másodlagos jövedelmek és a tőkemérleg EU-val szembeni egyenlegeiből állítható össze. 2014 I. negyedévének nyers adata 806 millió eurót tett ki. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 26 millió euróval csökkent, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 1751 millió eurót tett ki, ami a negyedéves GDP 7,7 százaléka.

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



Forrás: MNB

[19] Az MNB nem talált az idősorban szezonalitást, amennyiben ismét tartalmaz, úgy közlik.

A közvetlentőke-befektetések alakulását figyelve 2014 II. negyedévében a magyarok külföldi befektetései összességében 360 millió euróval nőttek, míg a külföldiek magyarországi befektetései 1593 millió euróval csökkentek. A közvetlentőke-befektetések külföldön kategórián belül a részvénybefektetések 2014 második negyedévében 476 millió euróval nőttek, az újra befektetett jövedelmek 65 millió euróval növelték a külföldi befektetések értékét. Az adósság típusú instrumentumok egyenlege 181 millió euró nettó követeléscsökkenést mutatott. A külföldiek magyarországi befektetéseinél a részvénybefektetések értéke 2014 II. negyedévében 1336 millió euróval csökkent, amelyből az előző évek eredményéből megszavazott osztalék kiugróan magas, 993 millió euró volt. Az újra befektetett jövedelmek további 1027 millió euróval növelték a külföldiek befektetéseinek értékét. Az adósság típusú instrumentumok egyenlege 769 millió euró nettó tartozásnövekedést könyvelt el. Erre az egyenlegre semleges hatású volt a követeléseken és tartozásokon elszámolt 639 millió euró átfolyó tőke.

A portfóliófektetések egyenlege 2014 II. negyedévében összességében 709 millió euró forráskiáramlást mutatott, amely mögött a követelések 479 millió eurós, a tartozások 229 millió eurós növekedése áll. A követeléseken belül a részesedések és befektetési jegyek növekedése 302 millió euró, míg a hitelviszonyt megtestesítő értékpapíroké 177 millió euró volt. A tartozásokon belül a részesedések és a befektetési jegyek emelkedése 200 millió eurót tett ki, a hitelviszonyt megtestesítő értékpapíroknál 429 millió euró a csökkenés.

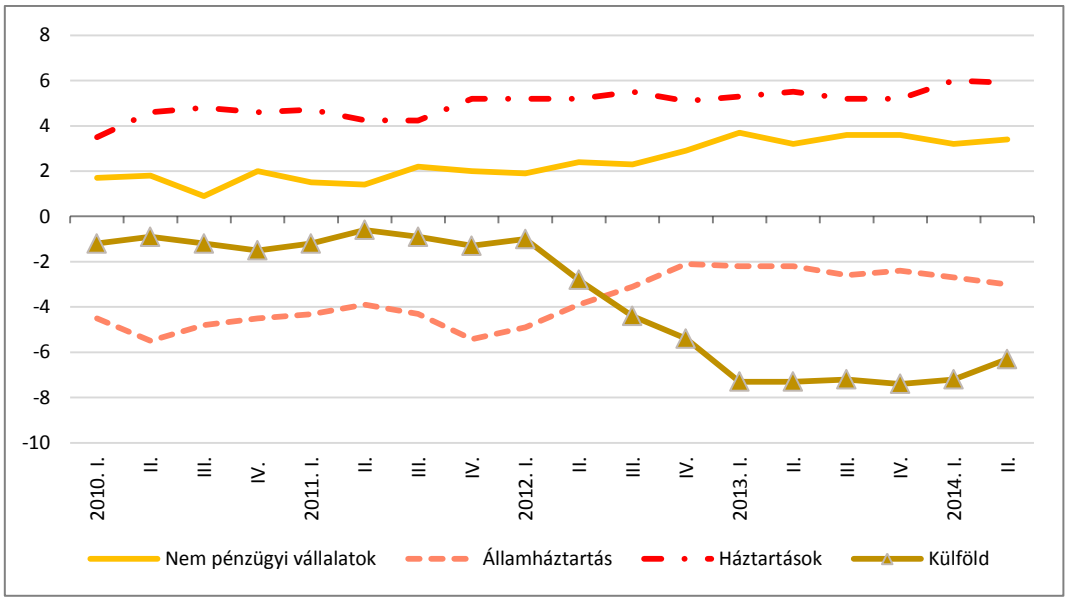
Az egyéb befektetések egyenlege 2014 második negyedévében összességében 984 millió eurós forrásbeáramlást mutatott, amely mögött a követelések 1325 millió eurós és a tartozások 341 millió eurós csökkenése áll. A követeléseken belül elsősorban a készpénz- és betétkövetelések estek (1117 millió euróval), a tartozásokon belül pedig a hiteltartozások (880 millió euróval).

Magyarország nevében az ÁKK által kibocsátott devizakötvények közül 2014. május 6-án járt le egy 10 éves futamidejű, 500 millió angol fontban denominált kötvény, amelynek kamatozása 5,5 százalékos volt. Az „önfinanszírozás” miatt, azaz a devizakötvények lecserélése és forintkötvényekkel történő kiváltása esetén a külső sérülékenység csökken. A nemzetközi tartalékok így 117 millió euróval csökkentek 2014 II. negyedévében, amely csökkenés a lejáró kötvény meg nem újításának csökkentő hatása és az EU-s transzferek növelő hatásának eredőjeként értelmezhető. Az előző negyedéves tendenciákhoz hasonlóan folytatódott a nemzetgazdaság bruttó adósságállományának kismértékű növekedése. 2014 II. negyedévének végére 90,1 milliárd eurónak felelt meg ez a mutató, ami 0,7 milliárd euróval magasabb az előző negyedévi adatnál. Azonban, ha az előző év első negyedéves adatával vetjük össze, akkor jelentős, 3,9 milliárd eurós csökkenés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP[20] 6,3 százalékát tette ki a 2014 második negyedévével záruló elmúlt egy évben, ami 0,9 százalékpontos csökkenést jelent a 2014 első negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2014 április–júniusában az államháztartás finanszírozási igénye 0,3 százalékponttal, a GDP 3 százalékára nőtt, miközben a háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 0,1 százalékponttal, 5,9 százalékra csökkent, és a vállalatok pénzügyi megtakarítása 0,2 százalékponttal, a GDP 3,4 százalékára emelkedett.

Az államháztartás adósságát mind a forint árfolyamának 1 százalékos gyengülése, mind pedig a nettó hitelfelvétel növelte. A háztartások portfólióátrendezése az elmúlt negyedévek után 2014 második negyedévében is folytatódott. Az alacsony és folyamatosan csökkenő kamatkörnyezetben a lakosság vagyonát jelentősen növelte a befektetési jegyek, valamint immáron a hosszú lejáratú állampapírok vásárlása, miközben csökkentek a banki betétek. A kötelezettségek csökkenését elsősorban a lakosság devizahiteleinek törlesztése magyarázza, miközben növekedésnek indult a forinthitel-felvétel. A külföldiek a pénzügyi eszközeik közül a folyószámlabetéteiket, a rövid lejáratú hiteleiket és az egyéb követeléseiket növelték, miközben csökkentették az egyéb betétek, a rövid lejáratú értékpapírok, a hosszú lejáratú hitelek, valamint a részesedések állományát. A kötelezettségek közül számottevő növekedés volt tapasztalható a rövid lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és a részesedések esetében, ugyanakkor csökkentek a folyószámla- és egyéb betétek, valamint az egyéb tartozások.

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



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

[20] A KSH által visszamenőlegesen módosított, 2014. szeptember 30-ai közzétételű, éves GDP-adatok revíziójának hatása a pénzügyiszámla-statisztika jelenleg publikált GDP-arányos mutatóiban még nem jelentkezik, mivel a negyedéves GDP-adatokon a KSH még nem vezette át a módosításokat. A negyedéves GDP-adatok revízióját 2014 decemberében hajtotta végre a KSH.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint növekedést várunk mind az export, mind az import volumenét tekintve, utóbbi üteme idén még magasabban alakul, jövőre azonban már az exporté lesz magasabb. Ebből fakadóan idén még csökken, de jövőre már nő a reálgazdaság pozitív hozzájárulása a nettó finanszírozási képességhez. A jövedelemkiáramlás a tartósan kedvező hazai gazdasági kilátásokkal és a külföldi vállalatok profitabilitásának javulásával összhangban erős marad az előrejelzési horizonton. Mértéke ugyanakkor GDP-arányosan csökkenhet, és jövőre ez a szint fennmaradhat, melynek oka a külfölddel szembeni adósság csökkenése és az államadósság hazai finanszírozásának („önfinanszírozás”) felfutása, mivel így a kamatkiadás belföldön marad. 2014-ben még magas szintű EU-transzferekkel, jövőre ennél valamivel kisebb mértékű forrásbeáramlással számolunk. Mindezen hatások eredőjeként a 2014. évre 8,3 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, és a mutató 2015-ben is magas szinten – 8,2 százalékon – maradhat.

Táblázatok

3. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2013.	2014.					2015.				
	éves	I.	II.	III.	*IV.*	*éves*	*I.*	*II.*	*III.*	*IV.*	*éves*
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	1,5	3,6	3,8	3,2	*2,8*	*3,4*	*2,3*	*2,2*	*2,5*	*3,2*	*2,6*
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	0,1	1,3	1,7	1,5	*1,7*	*1,6*	*1,6*	*2,0*	*3,1*	*4,0*	*2,7*
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,2	17,2	16,4	15,2	*13,5*	*15,6*	*10,2*	*7,7*	*5,7*	*4,5*	*7,0*
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,9	8,3	9,3	7,8	*6,3*	*7,9*	*5,1*	*4,4*	*6,3*	*9,8*	*6,4*
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,9	9,0	10,6	11,0	*8,1*	*9,7*	*5,3*	*3,1*	*6,1*	*10,0*	*6,1*
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,6	1,9	1,4	1,7	*1,4*	*6,4*	*1,9*	*1,7*	*1,9*	*1,5*	*7,0*
Fogyasztóiár-index (%)	1,7	0,0	–0,3	–0,1	*–0,5*	*–0,2*	*1,0*	*1,6*	*1,8*	*2,1*	*1,6*
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	3,00	2,60	2,30	2,10	*2,10*	*2,10*	*1,80*	*1,80*	*1,90*	*2,20*	*2,20*
Munkanélküliségi ráta (%)*	10,2	7,6	8,1	7,3	*7,1*	*7,5*	*7,3*	*7,5*	*6,8*	*7,0*	*7,1*
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,4	1,5	3,4	2,8	*2,5*	*2,5*	*4,6*	*3,2*	*3,3*	*3,1*	*3,5*
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,1	–	–	–	–	*4,3*	–	–	–	–	*5,0*
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	7,8	–	–	–	–	*8,3*	–	–	–	–	*8,2*
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	–2,4	–	–	–	–	*–2,8*	–	–	–	–	*–2,3*
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	0,9	2,0	1,5	1,2	*1,1*	*1,5*	*1,1*	*1,6*	*2,1*	*2,4*	*1,8*

*Megjegyzés: ESA2010 módszertan szerinti adatok. * Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás*

4. táblázat: Az előrejelzés változása az előző negyedévhez képest

	2014.			2015.		
	szeptember	december	változás	szeptember	december	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,3	3,4	–	2,4	2,6	–
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	2,4	1,6	–	2,5	2,7	–
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	13,3	15,6	–	4,9	7,0	–
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,6	7,9	–	6,2	6,4	–
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,2	9,7	–	7,0	6,1	–
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	5,7	6,4	0,7	5,4	7,0	1,6
Fogyasztóiár-index (%)	0,2	–0,2	–0,4	2,4	1,6	–0,8
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	2,1	2,10	0,00	3,0	2,20	–0,80
Munkanélküliségi ráta (%)*	7,9	7,5	–0,4	8,2	7,1	–1,1
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,3	2,5	–0,7	4,8	3,5	–1,3
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	3,1	4,3	–	2,8	5,0	–
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	6,8	8,3	–	6,0	8,2	–
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	–2,4	–2,8	–	–2,7	–2,3	–
GDP-alapon számított külső kereslet*	1,7	1,5	–0,3	2,2	1,8	–0,4

*Megjegyzés: A szeptemberi előrejelzésünk ESA'95, decemberi előrejelzésünk ESA2010 módszertan szerinti adatok felhasználásával készült, így a változás nem mindenhol értelmezhető. * Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás*