

**Makrogazdasági elemzés és  
előrejelzés a Költségvetési  
Tanács részére**

*2014. szeptember*



© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Virovác Péter kutatásicsoport-vezető szerkesztette.

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

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

# Tartalomjegyzék

<b>Előszó</b> .....	<b>1</b>
<b>Vezetői összefoglaló</b> .....	<b>2</b>
<b>Nemzetközi környezet</b> .....	<b>4</b>
<i>Visszafogott gazdasági növekedés az unióban</i> .....	4
<i>Az EU munkaerőpiaca az élénkülés jeleit mutatja</i> .....	6
<i>Mélyponton ragadt az infláció a fejlett országokban</i> .....	7
<i>Az EKB mennyiségi lazításba kezd</i> .....	8
<i>Az összes EU-tagország fiskális hiánya 3 százalék alatt lesz 2017-re</i> .....	10
A középtávú költségvetési cél (MTO) .....	12
Az államadósság-ráta alakulása a programidőszak alatt.....	13
A 2015-re vonatkozó fiskális előrejelzések közötti eltérés legfőbb okai .....	14
<b>A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövid távú kilátásai</b> .....	<b>17</b>
<i>Az újonnan beérkező adatok a belső felhasználás erősödését jelzik</i> .....	19
A gazdasági teljesítmény tovább fokozódott.....	19
Átmenetileg megtorpant a munkaerőpiac javulása.....	23
Az infláció historikus mélypontján ragadt .....	26
Véget ért a jegybank kamatvágási ciklusa .....	28
<i>A gazdasági növekedés kizárólagos forrása a belső felhasználás lesz</i> .....	33
Feltevéseink alakulása az alappályán .....	33
Idén a beruházás, jövőre a fogyasztás húzza a gazdaságot.....	36
<b>A külső és belső egyensúlyi helyzet értékelése, várható alakulása</b> .....	<b>42</b>
<i>Csökken a CDS, gyengült a forint, meredekebb a hozamgörbe</i> .....	43
<i>Enyhén romlott a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség</i> .....	46
<i>A 2014-es költségvetési hiány tartható, de a kérdés az államadósság</i> .....	49
A bevételi oldalon többlet várható .....	50
A kiadások enyhén a terv felett alakulnak.....	51
Tartható az önkormányzati egyenleg tervezett többlete.....	52
Az évközi intézkedések célja a költségvetési biztonság .....	53
A hiány a terveknél is kedvezőbben alakulhat.....	54

---

Az államadósság csökkentéséhez beavatkozásra lehet szükség .....	55
<i>Kiigazítás nélkül teljesíthető a 2015-ös hiánycél.....</i>	<i>56</i>
Növekvő bevételek, de csökkenő adócentralizáció .....	56
Jelentős csökkenés várható a kiadási oldalon .....	58
Tartható a 2015-ös hiánycél, csökken az államadósság.....	59
<b>A Kormány, az Európai Bizottság és a Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzéseinek összevetése.....</b>	<b>61</b>
<b>Kockázati forgatókönyvek.....</b>	<b>66</b>
<i>A devizahitelek mentőcsomagja és a családi adókedvezmény kiterjesztése .....</i>	<i>66</i>
<i>Romló nemzetközi környezet, magasabb kockázati prémium.....</i>	<i>69</i>
<b>Táblázatok .....</b>	<b>71</b>

## Előszó

A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült azzal a céllal, hogy a költségvetési folyamatok tervezése szempontjából releváns makrogazdasági környezet jelenlegi állapotát és várható alakulását bemutassa. Elemzésünk és előrejelzésünk célja, hogy érdemben támogassa a Költségvetési Tanács munkáját, segítse az optimális döntések kialakítását, és ezzel hozzájáruljon a megfelelő költségvetési politika kialakításához, a várakozások horgonyzásához és a makrostabilitás megteremtéséhez. A kutatás során azonosítjuk az előrejelzést övező legfőbb kockázatokat, és bemutatjuk az alternatív scenáriókat. Mindemellett kiemelt figyelmet fordítunk az Áht. 13/B §-ában, valamint a 368/2011. (XII. 31.) Korm. rendelet 18/A §-ában foglaltakra. Ezek alapján értékeljük a Kormány gazdasági és költségvetési várakozásait, összevetve azt az Európai Bizottság és a Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzésével, elemelve az eltérések okait.

A tanulmány adatbázisa 2014. szeptember 11-én zárult le, így elemzésünk, valamint előrejelzésünk alappályája az addig beérkezett statisztikai adatokra támaszkodik. A 2014. szeptember 8-i héten megjelent, nem adatjellegű információkat, azok elemzését és várható hatását az alappályára nem tartalmazza. A devizahitelek megsegítéséről szóló újabb tervezet (elszámolási törvény a bankok tisztességtelen magatartása miatt), valamint a folyamatosan alakuló ukrán–orosz válság lehetséges további következményei ugyanakkor a feltételezéseken alapuló alternatív scenárióinkban megjelennek.

A tanulmány készítésekor a Kormány még nem nyújtotta be a költségvetési törvényt az Országgyűlés számára, ezért a költségvetés várható alakulásáról nem állt módunkban részletes előrejelzést készíteni. Anyagunkban a várható makrogazdasági folyamatok és a már megismert intézkedések költségvetésre gyakorolt hatásait próbáltuk meg számszerűsíteni, a kormányzat diszkrecionális kiadási tételeinél pedig a konvergenciaprogramra támaszkodtunk. Így a bemutatott költségvetési pálya egy technikai kivetítésnek tekinthető.

A költségvetés tervezése szempontjából a növekedés, annak összetétele, a foglalkoztatás, az infláció, a kamatkörnyezet és az árfolyam alakulása a legfontosabb makrogazdasági változók.

## Vezetői összefoglaló

A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült azzal a céllal, hogy a költségvetési folyamatok tervezése szempontjából releváns makrogazdasági környezet várható alakulását bemutassa. A tanulmány készítésekor a Kormány még nem nyújtotta be a költségvetési törvényt az Országgyűlés számára, ezért a költségvetés várható alakulásáról nem állt módunkban részletes előrejelzést készíteni. Anyagunkban a várható makrogazdasági folyamatok és a már megismert intézkedések költségvetésre gyakorolt hatásait próbáltuk meg számszerűsíteni, a kormányzat diszkrecionális kiadási tételeinél pedig a konvergenciaprogramra támaszkodtunk. Így a bemutatott költségvetési pálya egy technikai kivetítésnek tekinthető.

A Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzése szerint 2014-ben rég nem látott, dinamikus gazdasági növekedés várható, míg 2015-re a növekedési ráta csökkenésére számítunk. Ez a technikai hatások mellett az egyedi gazdaságélénkítő folyamatok („NHP-hatás”, uniós források) lecsengésének következménye. Ennek ellenére az uniós szinten is kiemelkedő várható teljesítmény fontos jellemzője, hogy érdemben sem a külső, sem a belső egyensúlyt nem veszélyezteti. A magas külkereskedelmi többlet szűkülését, a nettó export gazdaságot visszafogó hatását az élénkülő belső felhasználás és a kedvezőtlenebb nemzetközi gazdasági környezet indokolja. Utóbbi komoly negatív kockázatokat hordoz az alappályára nézve, melyet egy alternatív forgatókönyvben vizsgáltunk.

Az idei évben a növekedés legfőbb hajtóereje a beruházás, jövőre a fogyasztás lesz, vagyis egy belső forrásokra támaszkodó gazdaság szerkezetet vetítünk előre. A Növekedési Hitelprogram második szakasza iránt élénkült a kereslet, így az MNB 1000 milliárd forintra emelte a keretet, ami jelentős addicionális forrást biztosít a versenyszféra beruházásaihoz. Ennek hatására a szektor tartósan átveheti az uniós forrásokból megvalósuló állami nagyberuházások gazdaságélénkítő szerepét. 2014–2015-ben így 15 éve nem látott beruházásbővülés várható. A fogyasztás növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése biztosítja. A tartósan alacsony kamat- és inflációs környezet következtében a háztartások fogyasztási hajlandóságának emelkedésére számítunk: csökken az óvatossági megtakarítások mértéke, továbbá a mérlegalkalmazkodás folyamata is lezárul jövőre. Ugyanakkor az alappályán még nem számoltunk a Kormány szeptemberben várható újabb devizahiteles programjával, illetve a családi adókedvezmény lehetséges átalakításával. Ennek hatásait egy alternatív forgatókönyvben számszerűsítettük.

A magyar gazdaság kibocsátása a teljes előrejelzési horizonton elmarad a potenciálistól, a ciklikus pozíció javulása mellett a kibocsátási rés 2015 után záródhat. Mindezen hatások eredőjeként a Századvég Gazdaságkutató Zrt. megítélése szerint a GDP-növekedés 2014-ben elérheti a 3,3 százalékot, míg jövőre a 2,4 százalékot.

Az éves infláció idén és 2015-ben is a jegybank 3 százalékos célja és a maginfláció alatt marad. A korábbi közműdíjcsökkentések hatása, az újabbak bevezetése, az inflációs várakozások mérséklődése 2014-ben nyomott inflációs környezetet eredményez, amihez hozzájárul a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása. Emellett a teljes előrejelzési horizonton visszafogja az inflációt az orosz embargó miatt kialakuló túlkínálat árleszorító hatása. Az infláció fokozatos felpörgésére számítunk a jövő év folyamán, melyet a bázishatások mellett az erősödő belső kereslet vezérel, így az előrejelzési horizont végére a jegybanki célra emelkedhet a mutató. A nyomott inflációs környezet, a gazdaság ciklikus pozíciója és a globálisan laza monetáris politika indokolják a historikusan alacsony jegybanki kamatszint hosszabb ideig történő fenntartását.

A gazdasági növekedés pályája érdemben nem veszélyezteti Magyarország külső finanszírozási képességét. Ugyanakkor 2015-ben a GDP-arányos mutató csökkenését prognosztizáljuk, összhangban a reálgazdasági aktívum szerepének zsugorodásával, melyet jövőre már nem tud ellensúlyozni az EU-transzferek beáramlása és az államadósság növekvő belföldi finanszírozása miatt belföldön maradó kamat.

A költségvetési folyamatokról eddig ismert információk alapján állítható, hogy 2014-ben teljesülhet a 3 százalék alatti deficit. A bevételek oldalán némi kiesés látszik a gazdálkodói befizetéseknél és az áfánál, de ezt kompenzálják a lakossági befizetések és a járulékok. A kiadásoknál némi megtakarítás látszik a szociálpolitikai alapnál és a lakástámogatásoknál, de túlköltést látunk a közmunkaprogramok esetén és a költségvetési szerveknél. A fenti két tétel nagyjából kioltja egymást, de a tartalék és a nagyjából hasonló mértékű zárolás némi teret enged a Kormánynak, így a költségvetési egyenleg a vártnál jobb lehet. Ugyanakkor az egyes részesedésvásárlások rontják a pénzforgalmi egyenleget, ami párhuzamosan a forint leértékelődésével, 2013 végéhez képest kérdéssé teszi az államadósság csökkenését. A változatlan árfolyamon mért államadósság viszont csökkenhet idén.

2015-ben várhatóan további kiigazítási kényszer nélkül teljesíthető lesz a költségvetésihiánycél. Ugyan jövőre nem ismétlődnek meg a 2014-es egyszeri bevételek, de várhatóan ugyanekkora összeggel csökkennek az állami beruházások is. A 2014-es zárolások 2015-re való kitolása növelheti a kiadásokat, de az erősebb nominális növekedés miatti magasabb adóbevételek és a közmunkaprogramok szűkülése miatt végső soron várakozásaink szerint 2015-ben a bevételek magasabb ütemben nőhetnek, mint a kiadások, ami miatt nem látjuk egyelőre veszélyben a hiánycélok teljesülését. Ugyan kockázatot jelent a részleteiben még nem ismert devizahitelek mentőcsomagja, ám jelenlegi ismereteink alapján úgy véljük, hogy mind változatlan árfolyamon, mind azt figyelembe véve csökkenhet az államadósságráta.

## Nemzetközi környezet

*Az Európai Unió gazdasági kilábalása továbbra is rendkívül törékeny, amelyet a 2014 II. negyedévében mért lassuló növekedés jelez. Az Egyesült Államok dinamikus bővülését a megerősödő belső kereslet támogatta. Az unió munkaerőpiacáról egyre kedvezőbb adatok érkeznek, a foglalkoztatottság enyhe bővülését regisztrálták az első negyedévben. A fejlett országok inflációs mutatói többéves mélypontjuk közelében maradtak. A felerősödő geopolitikai aggodalmak a kockázatkerülés felé terelték a befektetőket a nyári hónapok során. Az EKB szeptemberben végrehajtott, az egész kamatfolyosót érintő kamatvágása és a mennyiségi lazítás elindítása ellensúlyozni tudja a Fed eszközvásárlási programjának folytatódó szűkülését, kivezetését. A legfrissebb stabilitási és konvergenciariportok szerint 2017-re az összes uniós tagország költségvetési hiánya a GDP 3 százaléka alatt várható. A programidőszak végére a tagországok kevesebb mint fele tudja teljesíteni a hivatalosan vállalt középtávú költségvetési célt. A 2015-re vonatkozó bizottsági és tagországi fiskális prognózisok közötti eltérések fő okát az intézkedési hatás adja.*

## Visszafogott gazdasági növekedés az unióban

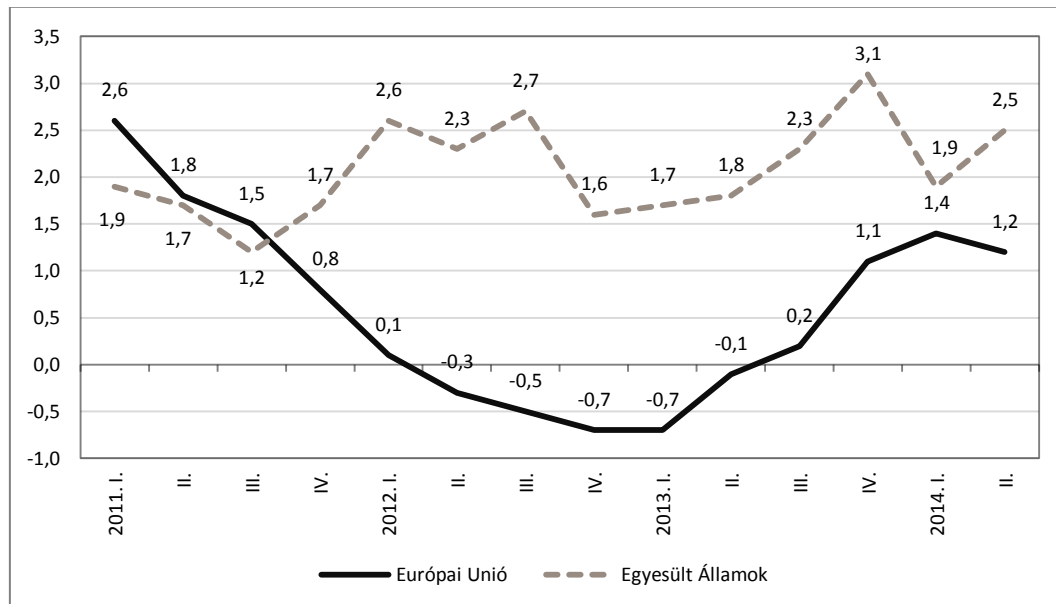
Az Európai Unió gazdasági teljesítményét tükröző második negyedéves adatok szerint meglehetősen törékeny a kilábalási folyamat: az I. negyedévben látott 1,4 százalékos bővülés után az év/év alapú uniós GDP-mutató 1,2 százalékra mérséklődött az április–júniusi időszakban, amikor a negyedéves mutató is a várakozásoknál gyengébb dinamikát jelzett. A második negyedévben a nettó exporton kívül a GDP összes komponense támogatta az unió gazdasági bővülését. A legnagyobb mértékben a végső fogyasztási tételek, valamint a bruttó állóeszköz-felhalmozás járult hozzá a gazdaság év/év növekedéséhez, míg a nettó export csaknem 0,3 százalékponttal fogta vissza a bővülést. A szektorokat vizsgálva az ipar növekedése mérséklődött éves bázison, miközben a terciér szektor továbbra is lassuló ütemű bővülést mutatott 2014 második három hónapjában.

Az Egyesült Államok gazdasága 2014 II. negyedévében 2,5 százalékkal növekedett év/év alapon az előző időszakban mért 1,9 százalékos bővülés után. Az első három hónapban látott, negyedéves alapon mért zsugorodás így valóban csak egy egyszeri sokkhatás (zord téli időjárás) következménye volt. A második negyedévben a nettó exporton kívül minden felhasználási tétel támogatta a gazdaság bővülését. A legnagyobb mértékű növekedés a beruházások felől érkezett (8,4 százalék), a fogyasztás és a kormányzati kiadások rendre 2,5, 1,4 százalékkal emelkedtek, míg a külkereskedelem 0,4 százalékponttal csökkentette a GDP növekedését az április–júniusi időszakban. A nettó export így már második negyedéve járult hozzá negatívan a gazdaság bővüléséhez. A második negyedéves adatok alapján a



növekedési különbség az Egyesült Államok és az Európai Unió között így ismét emelkedésnek indult (1. ábra).

1. ÁBRA: AZ EU ÉS AZ USA NÖVEKEDÉSI RÁTÁJA (AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN, SZÁZALÉK)



Forrás: Eurostat

Az Európai Bizottság érvényben lévő legfrissebb előrejelzése szerint a belső keresleti korlátok oldódásának köszönhetően az idei évtől a külkereskedelemtől a fogyasztásra és a beruházásra helyeződik a növekedés hangsúlya az unióban. Az alacsony inflációs környezetben kialakuló emelkedő reáljövedelem, valamint a munkaerő-piaci helyzet stabilizálódása a fogyasztás növekedését segíti. A megerősödő üzleti bizalom, a csökkenő bizonytalanság, továbbá a folyamatosan enyhülő hitelezési feltételek a beruházások élénkülésének kedveznek. A fiskális konszolidáció enyhülésének következtében a közösségi fogyasztás felől is bővülés várható idén. Ennek megfelelően a bizottság számításai szerint 2014 egészében az EU GDP-je 1,6 százalékkal, az euróövezet pedig 1,2 százalékkal növekedhet. Jövőre a folyamatosan javuló munkaerő-piaci helyzetnek, valamint a fellendülő beruházásoknak köszönhetően erősödő gazdasági növekedés várható: az unió 2, az euróövezet 1,7 százalékkal bővülhet.

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

legerőteljesebb éves növekedésnek számítana. Az IMF szerint jelentős fölös termelői kapacitások vannak az amerikai gazdaságban, ezért a hatóságoknak rövid távon többet kell tenniük a gazdaság élénkítéséért. Az euróövezet GDP-számaival illetően nem változtatott érdemben a valutaalap, azonban fenntartotta nézetét, miszerint az európai gazdaság továbbra is többsebességes marad, valamint hogy jövőre 1,5 százalékkal bővíthet a közös európai valutát használó országok gazdasága. A feltörekvő gazdaságok növekedési kilátásait is általánosságban lefelé módosította a nemzetközi pénzügyi szervezet. Kínában a bővülés támogatása érdekében bevezetett stratégiai intézkedések – beleértve a kis- és középvállalatok részére nyújtott adókedvezményt, az infrastrukturális projektek kivitelezésének felgyorsítását, valamint a monetáris politikai lazítást (a kötelező tartalékráta csökkentésén keresztül) – nagyban hozzájárulnak az idénre jóslt 7,4 százalékos gazdasági növekedés eléréséhez, azonban ez is lassulást tükröz a tavalyi 7,7 százalék után. Jövőre a gazdaság fenntartható növekedési pályára állítása miatt a GDP bővülése egészen 7,1 százalékra lassulhat, azonban ez nagyban függ a kormány növekedési céljától. Mindkét évre vonatkozóan 0,2–0,2 százalékponttal mérsékelte korábbi prognózisait az IMF. Indiában a növekedés üteme az év elején érthette el mélypontját. A parlamenti választások után kialakult fellendülő üzleti hangulat még a kedvezőtlen időjárás okozta rossz mezőgazdasági termést is érdemben ellensúlyozhatja. Idén és jövőre, 5,4 és 6,4 százalékos GDP-növekedéssel számol a valutaalap, vagyis nem változtatott áprilisi előrejelzéseire képest. A feltörekvő országok közül a legnagyobb növekedés-visszavágást Oroszország esetében vázolta fel az IMF. A friss prognózis szerint az orosz gazdaság idén már csak 0,2 százalékos növekedésre lesz képes, a korábban jelzett 1,3 százalék helyett. A gazdasági minisztérium augusztusi becslése szerint az orosz gazdaság mindössze 0,7 százalékkal bővült az első hét hónap során a múlt év azonos időszakához képest. Ezek a számok pedig még nem is tartalmazzák az amerikaiak által már meghozott büntetőintézkedések és a kilátásba helyezett uniós szankciók hatását, továbbá az orosz ellenszankciók gazdaság-visszafogó következményeit. Ennek ellenére az orosz kormány várakozásai valamivel optimistábbak a valutaalapénál: a gazdasági minisztérium 0,5 százalékos növekedéssel számol az idei évre, ami így is 2009 óta a leggyengébb gazdasági bővülésnek felelne meg. 2015-re vonatkozóan az IMF és az orosz gazdasági minisztérium is 1 százalékos növekedést prognosztizál, miután mindkét fél 1–1 százalékponttal mérsékelte korábbi előrejelzését.

## **Az EU munkaerőpiaca az élénkülés jeleit mutatja**

Az euróövezetben 2014 II. negyedévében a tavalyi év folyamán kezdődött munkaerő-piaci konszolidáció tovább folytatódott. A foglalkoztatottság 2014 első három hónapjában már némi növekedést jelzett, amire 2011 harmadik negyedéve óta nem volt példa: az előző év azonos időszakához képest 0,2 százalékos bővülést regisztráltak. A ledolgozott munkaórák száma az előző év azonos időszakához viszonyítva 0,5 százalékkal növekedett a márciusban

végződő negyedévben. Az Európai Unió munkanélküliségi rátája 10,3 százalékra mérséklődött 2014 második negyedévében. Az előző év azonos időszakához képest így már 0,6 százalékponttal csökkent az állástalanok aránya. A júliusi mutatók is javuló munkaerőpiaci helyzetet jeleznek: az unióban 10,2 százalékra csökkent a munkanélküliségi ráta. A magas aggregált mutató elsősorban néhány perifériális euróövezeti országhoz köthető. Az egyes országok közötti szórást jól jelzi, hogy míg Ausztriában és Németországban 4,9 százalékon áll az index, addig Spanyolország esetében 24,5 százalékos értéket regisztráltak. Az Európai Bizottság érvényben lévő prognózisa szerint idén a gazdasági növekedés lassú helyreállása már segíthet stabilizálni a munkaerőpiacokat, jövőre pedig további javulás várható.

A visegrádi három munkaerőpiaca összességében szintén az élénkülés jeleit mutatta 2014 elején. A január–márciusi időszakban mindhárom országban bővült a foglalkoztatottság, a növekedés üteme egyedül Csehországban lanyhult. A ledolgozott munkaórák száma is emelkedést mutat – kivétel a cseh indikátort. A munkanélküliségi ráta pedig mindhárom országban csökkent a II. negyedév folyamán.

Az Egyesült Államokban a munkaerő iránt megnyilvánuló kereslet a tavalyi év eleje óta emelkedik: a szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatottság 2014 második negyedévében 0,4 százalékkal bővült. A pozitív folyamat a versenyszférának köszönhető. A munkanélküliségi ráta továbbra is öt és fél éves mélypont közelében, 6,2 százalékon tartózkodik.

## **Mélyponton ragadt az infláció a fejlett országokban**

Annak ellenére, hogy az iraki konfliktus következtében a Brent hordónkénti ára kilenc hónapos csúcsra emelkedett júniusban, a gyenge kereslet és a bőséges világpiacon kínálat hatására az olaj dollárban mért ára csökkenő tendenciát mutatott az elmúlt időszakban. Júniustól augusztus végéig 8 százalékkal csökkent az energiahordozó egységára. A nyers élelmiszerek árában is csökkenés volt tapasztalható az idei év második negyedévében. A mérséklődést a kedvező termelési kilátások és a bőséges készletek váltották ki.

A vezető gazdaságokban egyaránt nyomott inflációs ütemet regisztráltak 2014 II. negyedévében. Az Egyesült Államokban júliusban négy hónapja változatlanul 2 százalékos inflációt regisztráltak, miközben a maginfláció is 1,9 százalékot tett ki. A pénzromlás ütemét elsősorban az energiaárak emelkedése hajtotta. Ezzel szemben az Európai Unióban mind az energia, mind a nyers élelmiszerek árának csökkenése lefelé nyomja az inflációt: az unióban 0,6 százalékos éves ütemet mértek július során, ami ötéves mélypont. Az uniós maginfláció 1 százalékon tartózkodott a hetedik hónapban.

A visegrádi régióban Csehország kivételével csökkenő pénzromlást jelentettek az elmúlt hónapokban. Szlovákia február óta deflációval küzd, a lengyel infláció több évtizedes

mélypontján, 0 százalékon állt júliusban. A maginflációs ráták alapján elmondható, hogy az inflációs alapfolyamatok stabilak a régióban, jelenleg a historikusan alacsony 0,7 százalék körül alakulnak.

Az előrejelzési horizonton sem az Európai Unió, sem pedig az övezet pénzromlásában nem várható érdemi felfelé irányuló nyomás. Idén a csökkenő nyersanyagárak és a még visszafogott gazdasági fellendülés egyaránt gátolják az infláció felpörgését. Lefelé irányuló kockázatot jelent az unióval szembeni orosz embargó (mezőgazdasági termékekre kivetett tilalom), ami az uniós belső piacon túlkínálatot teremtve lenyomja az árakat.

## **Az EKB mennyiségi lazításba kezd**

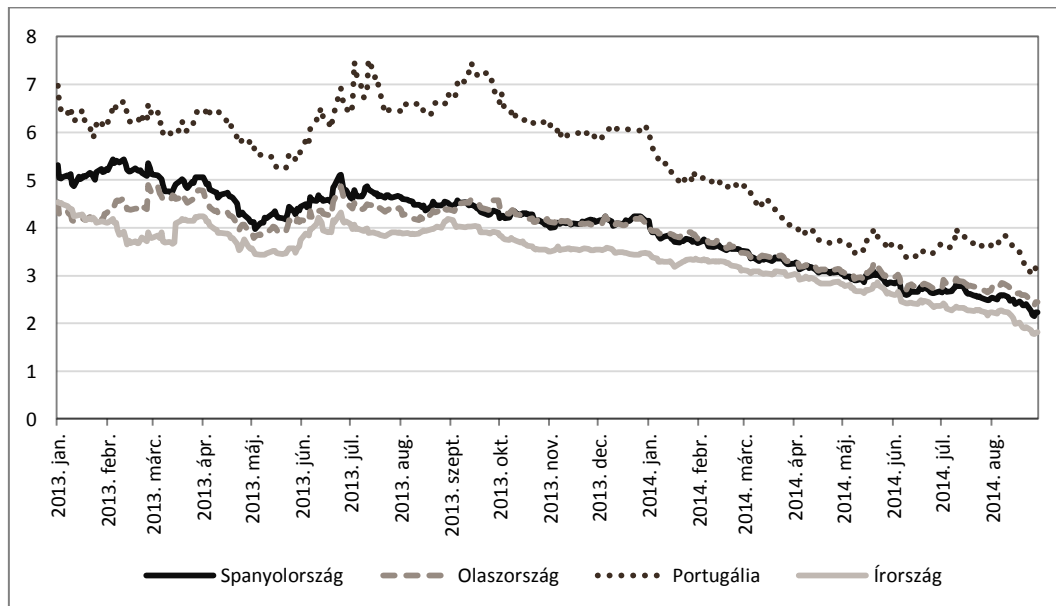
Meglehetősen borús hangulat jellemezte a nemzetközi pénzpiaci környezetet az elmúlt negyedévben. Az EKB júniusi gazdaságélénkítő bejelentései után a befektetők egyre inkább az intézkedések kivitelezésével kapcsolatos hírekre figyeltek az európai térségben. Mivel a Fed mennyiségi lazításának teljes kivezetése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

A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárák június eleje és augusztus vége között általánosságban csökkentek. Ez alól egyedül Portugália a kivétel, ahol ezen időszak alatt 5 százalékos emelkedés volt tapasztalható. Ennek egyik legfőbb oka, hogy az egyik legnagyobb portugál bank, a Banco Espírito Santo komoly finanszírozási nehézségbe került júliusban, majd augusztusban kiderült, hogy nagyobb részben az EU–IMF-mentőcsomagból megmaradt pénzből az állam megmenti a bankot. A kormány szerint ezzel a lépéssel elejét tudják venni egy esetleges tovagyrúzó hatásnak, ami megmérgezheti a portugál, valamint az európai pénzügyi szektor egészét is. A többi, adósságválsággal küzdő ország esetében ezen időszak alatt átlagosan 12 százalékos javulás volt tapasztalható a CDS-árazás esetében, ami jóval alulmúlja az első negyedévben látott csaknem 30 százalékos mérséklődést. A legnagyobb mértékben Spanyolország csődkockázati felára csökkent, többek között az egyre kedvezőbb gazdasági kilátásoknak köszönhetően. Hosszabb távra visszatekintve jól látható a piaci megítélés javulása: a tavalyi év azonos időszakához képest átlagosan 60 százalékkal alacsonyabban állnak a periféria CDS-felárai.

A nyári hónapokban csökkentek a perifériális euróövezeti állampapírpiacok hozamai is (2. ábra). A júniusi nyitóértékekhez képest így alacsonyabb kamatokon sikerült a forrásbevonás: a görög állam 10 éves lejáratra már 5,8 százalékon tudott forrást bevonni augusztus végén, ami az egy évvel ezelőtti sinthez képest 400 bázispontos csökkenést jelez.

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

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



Forrás: Thomson Reuters

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

Az Egyesült Államok jegybanki funkcióját betöltő Fed kamatdöntő szerve júliusi ülésén nem módosította az irányadó rátát, amely így továbbra is a 0–0,25 százalékos sávban mozog. A Nyílt Piaci Bizottság azonban újabb alkalommal 10 milliárd dollárral csökkentette eszközvásárlási programjának méretét, ami jelenleg havi 25 milliárd dollárral növeli a monetáris bázist. A jelenlegi keretösszegeen belül 15 milliárd dollárt államkötvények, 10 milliárd dollárt jelzálog-fedezetű értékpapírok vételére fordítanak. A monetáris lazítás tavaly decemberben megkezdett kivezetése szakértők szerint idén októberben fejeződhet be. A jegybanki közlemény alapján az irányadó kamat emeléséről még mindig az elért eredmények alapján döntenek majd, arra törekedve, hogy biztosítsák a teljes foglalkoztatottságot és a 2 százalékos inflációt. Ez utóbbiról azonban elmondták, hogy kevésbé tartják valószínűnek, hogy az infláció hosszan a célértéke alatt maradhat. A döntéshozók körében a kamatemelési várakozások emelkedtek az előző előrejelzéshez

képest, így meredekebb lehet a jövőbeni kamatpálya: a jelenlegi 0,25 százalékos szintről 2016 végére már 2,5 százalékra emelkedhet a kamat.

Az EKB szeptemberi kamatdöntő ülésén 10 bázisponttal, 0,05 százalékra, vagyis gyakorlatilag zéró szintre csökkentette az irányadó rátáját. A jegybank a másik két meghatározó kamatinstrumentumát is változtatta: a betéti ráta így  $-0,2$ , az egynapos hitelkamat  $0,3$  százalékot mutat,  $0,1-0,1$  százalékpontos csökkentést követően. Mivel a jegybankelnök júniusban még úgy fogalmazott, hogy a bank elérte a kamatok alsó határát, az újabb kamatcsökkentés meglehetősen váratlanul érte a piacokat. A további lazítással az EKB elsősorban a deflációs veszélyt próbálja elkerülni. A nem konvencionális eszközök tekintetében az EKB elmondta, hogy elkezdik a jobb minőségű eszközfedezetű értékpapírok (ABS) vásárlását, valamint októbertől fedezett kötvényeket is venni fog a jegybank. Ezek az intézkedések közvetlenül a privát szektor számára jelentenek könnyebb hozzájutást forrásokhoz. A szeptemberben és decemberben kezdődő, célzott hosszú finanszírozási (TLTRO) programok akár 1000 milliárd euróval is támogathatják a hitelezés aktivitását az övezetben. A kamatokra vonatkozó iránymutatásában a jegybank elnöke kijelentette, hogy az EKB elérte a csökkentési ciklus alját. Ez alapján további kamatvágás tehát nem várható.

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

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

## **Az összes EU-tagország fiskális hiánya 3 százalék alatt lesz 2017-re**

Az Európai Unió Stabilitási és Növekedési Paktuma előírja a tagállamok számára, hogy milyen mértékű lehet a költségvetési hiányuk, eladósodottságuk mértéke. A paktum célja nem más tehát, mint a költségvetési fegyelem fenntartása. A paktum prevenciós ágának fő elemei a tagországi jelentések, más néven a stabilitási, illetve konvergenciaprogramok. Míg előbbit az eurót már bevezető országok, az utóbbit a közös valuta bevezetése előtt álló tagoknak kell készíteni éves rendszerességgel.

A tagországok tavasszal közzétett programjaiban (SKP) megjelenő költségvetési előrejelzések kissé optimistább képet mutatnak az Európai Bizottság tavaszi (2015-öt bezáróan taglaló) hasonló prognózisához képest (1. táblázat).

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

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

*Forrás: Európai Bizottság*

A tagországi jelentések szerint, míg 2014-ben 18 tagállamban várható 3 százalék alatti GDP-arányos államháztartási hiány, 2017-re az összes tagország teljesíti a maastrichti konvergenciafeltételt. 2017-re így minden tagállam kikerül a paktum úgynevezett korrekciós ága, a túlzottdeficit-eljárás (EDP) alól. Idén júniusban az uniós pénzügyminiszterek tanácsa az Európai Bizottság javaslatára Ausztria, Belgium, Csehország, Dánia, Hollandia és Szlovákia ellen szüntette meg az eljárást, megállapítva, hogy mindegyik ország a 3 százalékos küszöbérték alá csökkentette költségvetési hiányát. Fontos megjegyezni, hogy a 28 uniós tagállam közül a 2010–2011-es időszakban még összesen 24 ország állt túlzottdeficit-eljárás alatt, a legutóbbi döntést követően azonban mindössze 11 állam maradt EDP alatt. Az eljárás alól nyáron felmentett országok közül Dánia kivételével mindegyik tagállam ellen 2009 decemberében indult meg az uniós eljárás.

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

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

*Forrás: Európai Bizottság*

Amennyiben összevetjük, hogy a 2014 és 2017 közötti periódusban mekkora kiigazítás valószínűsíthető a „headline” és a strukturális hiányszámok<sup>1</sup> tekintetében az unióban, kitűnik, hogy az utóbbi esetében átlagosan 1 százalékpontnyi javulás várható, ami a hivatalos mutatónál tapasztalható 2 százalékos GDP-arányos pozitív korrekciónak mindössze fele. Ennek legfőbb oka, hogy a 2010-ben kezdődött konszolidáció első négy évében a strukturális

<sup>1</sup> A strukturális egyenleg a ciklikus komponenssel és az egyedi tételek hatásával korrigált hivatalos hiánymutató. Ha a potenciálistól elmarad a gazdaság teljesítménye (negatív a kibocsátási rés), akkor a ciklikus komponens negatív. Ekkor a hivatalos egyenlegnél jobb a ciklikusan kiigazított egyenleg, ami azt jelzi, hogy ha a gazdaság a potenciális szintjén teljesítene, akkor az adóbevételek növekedése miatt az egyenleg automatikusan javulna.

hiánynál tervezett teljes kiigazítás (mintegy 4,1 százalékpont az unióban) körülbelül háromnegyede már teljesült. A hivatalos mutató esetében tehát kevésbé mondható „orrmehéznek” a kiigazítás, mivel 2014 és 2017 között még csaknem ugyanannyi hiánycsökkenés várható, mint az elmúlt négy évben volt látható. A kiigazítás összetétele azonban változik, ugyanis a programidőszak fennmaradó részében ezt kizárólag kiadás oldali intézkedésekkel tervezik elérni a tagállamok.

Tagországi szinten természetesen továbbra is jelentős különbségek láthatóak az előrejelzési horizonton. Míg a legjelentősebb kiigazítás Írországban és az Egyesült Királyságban várható, Dánia esetében egy csaknem 0,5 százalékpontos romlás valószínűsíthető a hivatalos mutatót érintően a 2014 és 2017 közötti időszak alatt. A strukturális hiány változásánál is hasonló eltéréseket lehet kiolvasni. Az uniós 1 százalékpontos javulással szemben Dánia, Csehország, Lettország és Magyarország strukturális egyenlege várhatóan nagyobb hiányt mutat majd 2017-ben, mint idén.

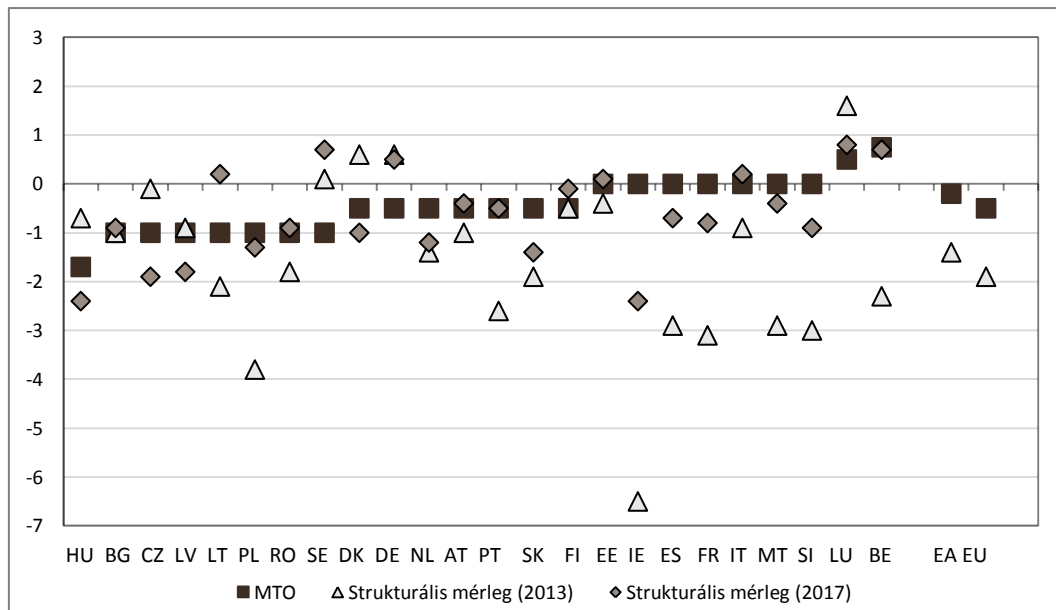
### *A középtávú költségvetési cél (MTO)*

A strukturális hiány alakulásánál fontos megemlíteni az úgynevezett középtávú költségvetési célt (MTO). Ez a mutató arra a költségvetési egyenlegre utal, amelyet az adott országnak meghatározott időn belül teljesítenie kell ahhoz, hogy meg tudjon felelni az államadósságra vonatkozó, a Stabilitási és Növekedési Paktumban meghatározott referenciaértéknek. A legfrissebb tagállami jelentésekből kiderül, hogy egyedül Bulgária és Lettország módosította (csökkentette) a középtávú költségvetési célkitűzést a tavalyi jelentésekhez képest. Mindkét tagország egyébként a bizottsági ajánlásoknak megfelelően járt el az MTO módosítása során. Az uniós célszámok az 1,7 százalékos hiánytól egészen a 0,75 százalékos többletig sorakoznak fel (3. ábra). A két sarokérték Magyarországhoz és Belgiumhoz kötődik. A kilenc tagország közül, amelyek már 2013-ban is elérték a kitűzött referenciaértéket, csak Németország és Svédország tervezi, hogy ezt a fennmaradó kiigazítási periódus alatt is folyamatosan fenntartja. Bulgária, Luxemburg és Finnország esetében az látható, hogy átmeneti ingadozások után, de 2017-re ismét sikerül teljesíteni a referenciaértéket. Csehország, Dánia, Lettország és Magyarország azon országcsoport körébe tartozik, ahol a tagok az idei évvel kezdődően ismét eltérnek a céltól, és a konszolidációs időszak végére se térnek vissza.

Kedvező hír, hogy azon országok közül, amelyeknek tavaly nem sikerült elérni az MTO-t, hat tagállam, köztük Ausztria, Litvánia és Olaszország 2017-re teljesíteni tudja azt. A fennmaradó 11 tagállam (pl. Írország, Spanyolország, Lengyelország), amelyek még a kiigazítási periódus végére sem tervezik a célérték teljesítését, túlnyomó többségben azon országok körét bővítik, amelyek jelenleg túlzottdeficit-eljárás alatt állnak, és strukturális egyenlegük változását az EDP-ajánlások alakítják. Összegezve elmondható tehát, hogy a programidőszak végére 11 tagország tudja teljesíteni a hivatalosan vállalt középtávú költségvetési célját.



3. ÁBRA: A TAGORSZÁGOK STRUKTURÁLIS MÉRLEGÉNEK ÉS KÖZÉPTÁVÚ FISKÁLIS CÉLJÁNAK ALAKULÁSA  
(SZÁZALÉK)



Forrás: Európai Bizottság

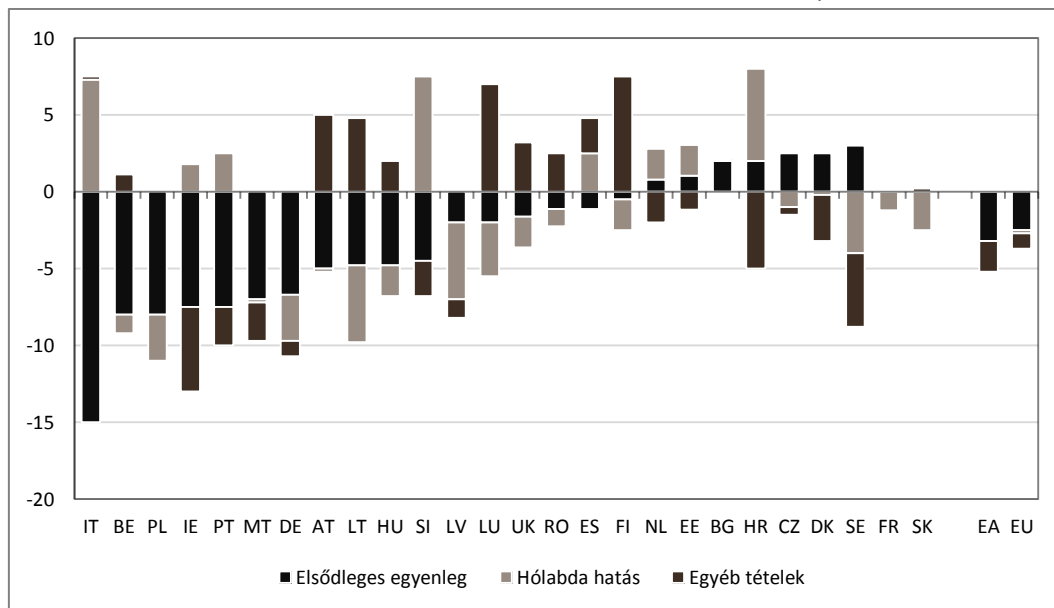
Megjegyzés: Mivel Görögország és Ciprus nem nyújtott be stabilitási jelentést 2013-ban, Horvátország csak tavaly csatlakozott az EU-hoz, valamint az Egyesült Királyság 2014-es konvergenciajelentésében nem közöltek MTO-t, emiatt az ábra csak 24 ország adatait hasonlítja össze.

### *Az államadósság-ráta alakulása a programidőszak alatt*

A tagállami jelentések megerősítették az Európai Bizottság tavaszi előrejelzéseit, miszerint a 2014-es év fordulópont lesz az adósságpálya tekintetében: idén ugyan még a GDP-arányos mutató emelkedése várható, de 2015-től csökkenő pályára áll az adósságráta. Az idei 94 és 88 százalékról, 2017-ig bezáróan, rendre 88 és 83 százalékra mérséklődik az államadósság aránya az övezetben és az unióban. A bizottság elvárja, hogy azok a tagállamok, ahol a GDP-arányos adósságmutató jelenleg meghaladja a 60 százalékot, csökkenő adósságrátát prezentáljanak az elkövetkező években. Az egyedüli kivétel ez alól Finnország, ami annak ellenére, hogy jövőre megsérti az államadósság-szerződésben rögzített referenciaértéket, a bizottság következtetése szerint nem indokolt a túlzotthiány-eljárás megindítása, mivel az adósságtöbblet Finnországnak az euróövezeti országokra vonatkozó szolidaritási műveletekhez való hozzájárulásának tudható be, és csak átmeneti lesz: 2017 után ismét csökkenő pályára áll az adósságráta.

2013 és 2017 között a legnagyobb arányú adósságcsökkentés Lengyelország és Írország neve mellett látható (4. ábra). Mindkét tagország esetében az uniós érték több mint duplája, vagyis 11 százalékpontos egyenlegjavulás várható. Ahogy az unió esetében is látható, az ír és a lengyel adósságráta csökkenése is az elsődleges – kamatkiadások nélkül számított – egyenleg javulásából következik.

4. ÁBRA: AZ ÁLLAMADÓSSÁG-RÁTA VÁLTOZÁSA 2013 ÉS 2017 KÖZÖTT (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: Európai Bizottság

Az egyéb tételek<sup>2</sup> komponens mértéke bár meglehetősen eltér a tagállamok között, általánosságban adósságnövelő tételként van számon tartva. Szemben az elmúlt három évben látott tendenciával, amikor a „hólabdahatás”<sup>3</sup> mindkét régióban növelte (mintegy 1,5–1,5 százalékponttal évente) az adósság GDP-hez viszonyított arányát, a programidőszak fennmaradó részében ez a hatás várhatóan elhanyagolható lesz az övezet esetében, valamint ténylegesen csökkenti az adósság mértékét az EU-ban.

### *A 2015-re vonatkozó fiskális előrejelzések közötti eltérés legfőbb okai*

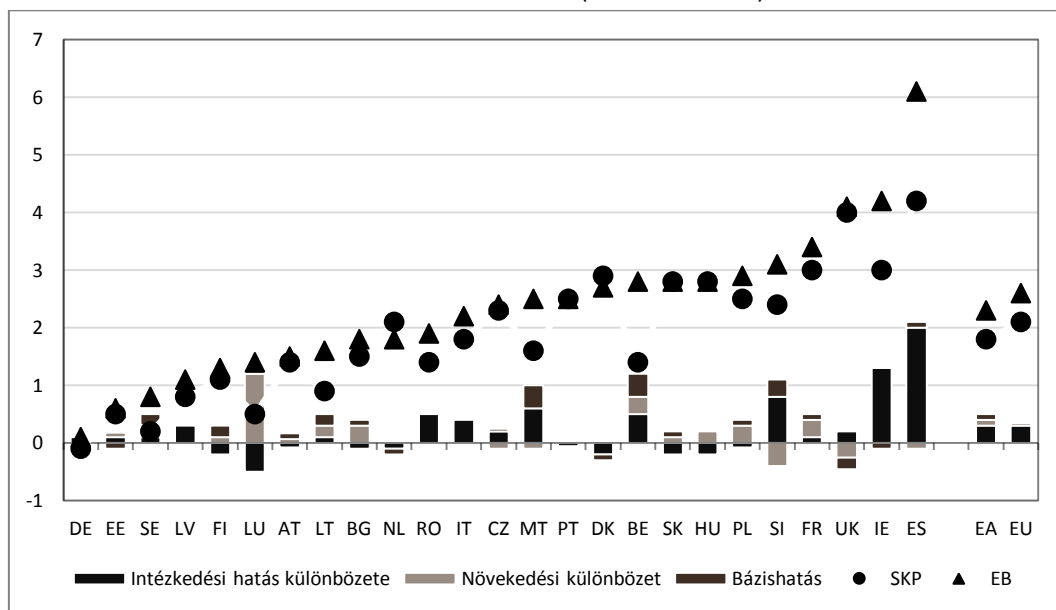
Az elmúlt évek tapasztalataiból kiindulva kijelenthető, hogy a bizottsági és a tagországi előrejelzések sokszor nem fedik egymást, sőt számos ország esetében jelentős eltérés látható a középtávú költségvetési pályát illetően. Amíg az idei évre vonatkozó költségvetési számokban mindössze 0,1–0,1 százalékpontos eltérés látható a két térségre vonatkozó bizottsági és tagországi jelentések között, a jövő évre prognosztizált mutatók a stabilitási és konvergenciajelentések szerint jóval kedvezőbbek (mintegy 0,5–0,5 százalékponttal) a bizottság előrejelzéseihez képest (5. ábra). Az eltérésnek három fő oka lehet. Az első a bázishatás, amikor a kiinduló év költségvetési mérlegében vannak eltérések a két jelentés

<sup>2</sup> Az egyéb tételek az adósságnövekmény és a hiány közötti eltérést jelentik. Ezek közül a legjelentősebbek: a privatizációs befizetés, a pénzforgalmi és eredményszemléletű hiányelemek eltérése, az árfolyamváltozásból fakadó ártértékelődési hatás és az állam pénzeszközeinek változása.

<sup>3</sup> Amikor a reálkamat, vagyis az államadósságra vetített az inflációs komponenstől megtisztított implicit kamat meghaladja a GDP volumennövekedését, akkor kibontakozik az úgynevezett „hólabdahatás”, ami azt jelenti, hogy beavatkozás hiányában az adósságráta folyamatosan növekszik.

között. A második a növekedési különbszet, miszerint a tagországok növekedési előrejelzése más – általában optimistább – képet fest a bizottság prognózisához képest. A vártnál rosszabb makrogazdasági kondíciók ezért jelentős kockázatot képezhetnek, és a tagországi várakozások felülbecslését okozhatják. Végezetül pedig az intézkedési hatások közötti különbségeket kell áttekinteni. Itt az eltérést főleg az okozza, hogy mivel a bizottsági jelentés változatlan intézkedési alappal számol, így a tagországok tervezett konszolidációs intézkedései csak a stabilitási és konvergenciar riportokban jelennek meg.

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



Forrás: Európai Bizottság

A bázishatás szinte teljesen elhanyagolható a 2015-ös előrejelzéseket illetően, egyedüli kivételként Svédországot lehet megemlíteni, ahol a 0,6 százalékpontos hiányeltérésnek (tagországi jelentés: -0,2 százalék; bizottság előrejelzése: -0,8 százalék) több mint felét a konvergenciajelentésben található 0,4 százalékponttal kedvezőbb, 2014-re vonatkozó fiskális hiány adja. Míg aggregált szinten a növekedési különbszet is elhanyagolható, tagországi szinten Luxemburgot nem lehet figyelmen kívül hagyni. A Benelux államnál látható jelentős eltérés fő oka a GDP-deflátorban keresendő, ami a bizottság tavaszi jelentésében mindössze 0,8 százalék volt, a tagországi (stabilitási) riportban azonban jóval magasabb, 3,4 százalékos szám olvasható ki 2015-re. Annak ellenére, hogy más tagországok esetében is található 1 százalékpontnál nagyobb különbség a GDP-árindex előrejelzéseiben, ezek nem jelennek meg a költségvetési hiányra vonatkozó prognózisoknál a prudensebb reálgazdasági növekedési előrejelzések miatt. Észtország esetében például a GDP-deflátor mellett a gazdaság bővülésében is jelentős eltérés olvasható ki a két jelentés között: míg a bizottság 3, addig a kormány 1,9 százalékos GDP-növekedést jósol jövőre.

Így általánosságban elmondható, hogy mindkét régióban az intézkedési hatás felelős a legnagyobb mértékben (0,3–0,3 százalékpont) a 2015-ös költségvetési egyenlegre vonatkozó prognózisok közötti eltérésért. Az intézkedési hatás számos okból jöhet létre. Könnyen elképzelhető például, hogy bizonyos jövedelem oldali gazdaságpolitikai intézkedések a bizottsági jelentés készültekor még nem voltak kellőképpen részletezve, vagy csak nem sokkal a jelentés után kerültek tervezőasztalra. Erre lehet példa Litvánia, Málta és Luxemburg esete. Ezekben az országokban a tagországi riportok lényegesen magasabb GDP-arányos fiskális bevételi rátákkal számolnak, mint azt a bizottsági előrejelzések indokoltnak mutatnák, ami arra enged következtetni, hogy a kormány bevételnövelő intézkedéseket tervez bevezetni az elkövetkező négy év során. Luxemburg esetében ez valóban így van, hiszen idén áprilisban a kormány az áfakulcsok 2 százalékpontos növelését jelentette be 2015-től kezdődően, amikor a jelenlegi 6, 12, 15 százalékos kulcsok rendre 8, 14, 17 százalékra emelkednek. A tagországok ugyanakkor mást feltételezhetnek egy már bevezetett intézkedés bevétel oldalt érintő hatásáról is. Erre utalhat ugyancsak a litván és máltai számoknál megfigyelt „rés” is, ezeknél a tagországoknál ugyanis új intézkedések bevezetése nélkül is nagyobb bevételnövekedést feltételeznek a tagországi jelentések, mint a bizottsági számok.

## A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövid távú kilátásai

A magyar gazdaság növekedése 2014 II. negyedévében ismét tovább erősödött. Az éves bázison mért 3,9 százalékos ütem felülmúlta az uniós országok növekedését, és egyben nyolc éve nem látott dinamikát jelent. A növekedés egyértelműen a belső felhasználási tételek bővüléséhez köthető. Ennek oka, hogy az import növekedése jelentősen meghaladta az exportét. Ez a külső gazdasági feszültségek exportot visszafogó hatása mellett az erősödő belső felhasználásra vezethető vissza. A nettó export a II. negyedévben nem volt hatással a GDP-növekedésre. A dinamikus gazdasági teljesítményt a bruttó állóeszköz-felhalmozás vezérelte, ami közel 19 százalékkal bővült éves bázison. Ebben nagy szerepet játszott a versenyszféra erősödő beruházási teljesítménye, amit a Növekedési Hitelprogram (NHP) is segített. Az állami beruházások bővülését az országszerte zajló, uniós forrásokból megvalósuló infrastrukturális fejlesztések támogatták. A foglalkoztatás és a reálbérek növekedésének hatására a rendelkezésre álló jövedelem bővült, így a háztartások fogyasztási kiadása 2,4 százalékkal emelkedett a II. negyedévben. A növekedést továbbra is korlátozzák az óvatossági megtakarítások és a folytatódó mérlegalkalmazkodás. A belföldi felhasználás együttesen 3,9 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez.

A termelési oldalon továbbra is kiegyensúlyozott a növekedés pályája: az összes meghatározó nemzetgazdasági ág hozzáadott értéke bővült. Az ipar 7,2 százalékot kitevő növekedését a járműgyártás és az egyéb kapcsolódó ágazatok exportteljesítménye vezérli. Az építőipari hozzáadott érték 19,1 százalékkal bővült, főként a vasút-, út- és közműhálózat-fejlesztések következtében, de már a lakásépítés is lassú élénkülést mutatott. Az erősödő belső felhasználás következtében a szolgáltatások teljesítménye 2,1 százalékkal fokozódott.

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

Az infláció a második negyedévben tovább csökkent, éves bázison  $-0,3$  százalékra, de július óta ismét pozitív az áremelkedés üteme. A tartósan alacsony inflációs környezet a szabályozott árak és az inflációs várakozások folytatódó csökkenésének következménye. Emellett a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása is érvényesül. Mindezen folyamatok tartósan mérséklék a pénzromlási ütem emelkedését, amit az élelmiszerárak folyamatos csökkenése is tovább erősít. Az elmúlt negyedév folyamán összességében nem változott a hazai kockázati környezet. Egyrészt a Fed két lépésben, 25 milliárd dollárra csökkentette likviditásbővítő csomagját, ezt kompenzálták az EKB likviditásnövelő intézkedései. A régiós országok többségében mind a CDS-felárak, mind pedig a 10 éves állampapírok hozamai

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

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

Az előrejelzési horizonton a munkaerő-piaci aktivitás stabilizálódhat. A foglalkoztatottság a versenyszférában az idei évben erősebben, majd jövőre a kapacitások feltöltődése révén lassabban bővíülhet. Az idei évben az előző évvel közel azonos bérdinamika várható, ami jövőre gyorsulhat a munkaerőpiac feszeesebbé válása következtében.

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

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

## Az újonnan beérkező adatok a belső felhasználás erősödését jelzik

### *A gazdasági teljesítmény tovább fokozódott*

A magyar GDP-növekedés üteme tovább gyorsult az elmúlt negyedévben, így már másfél éve tartósan emelkedik az év/év index, és javul a gazdaság teljesítménye. 2014 II. negyedévében a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint 0,8 százalékkal növekedett a GDP az előző negyedév bázisán. Éves összevetésben a GDP-bővülés 2014. április–júniusban 3,9 százalékot tett ki. A magyar gazdaság nyolc éve nem látott ütemben növekedett, és az unióban a legmagasabb dinamikát mutatta fel.

A GDP felhasználási oldalán a külső tételekben jelentős növekedést regisztrált a KSH 2014 II. negyedévében. Az importvolumen bővülése – az előző negyedévhez hasonlóan – felülmúlta a kivitel növekedését, 0,6 százalékponttal. Mindazonáltal az export magasabb szintje miatt a külkereskedelmi aktívum tovább bővült. Éves összevetésben a kivitel volumenének növekedése 6,7 százalékot tett ki, de a növekedés üteme már a tavalyi év utolsó negyedéve óta csökkenő. Az export jó teljesítménye mögötti egyik fő tényező a cserearány újabb javulása. A lassuló expordinamika ugyanakkor jelzi a globális konjunktúrára jellemző visszafogottabb tempót. Az export bővülése főként a gépek és szállítóeszközök kereskedelmére vezethető vissza: a járműipar kiviteli teljesítménye tovább erősödött a személygépkocsik iránti világszerte emelkedésének következtében. Ennek hatására tudott jelentősen bővülni a feldolgozott termékek kivitele is. Az exportbővülés lassuló dinamikájában főszerepet játszott a vegyipar és az élelmiszeripar területén tapasztalt kedvezőtlen fordulat.

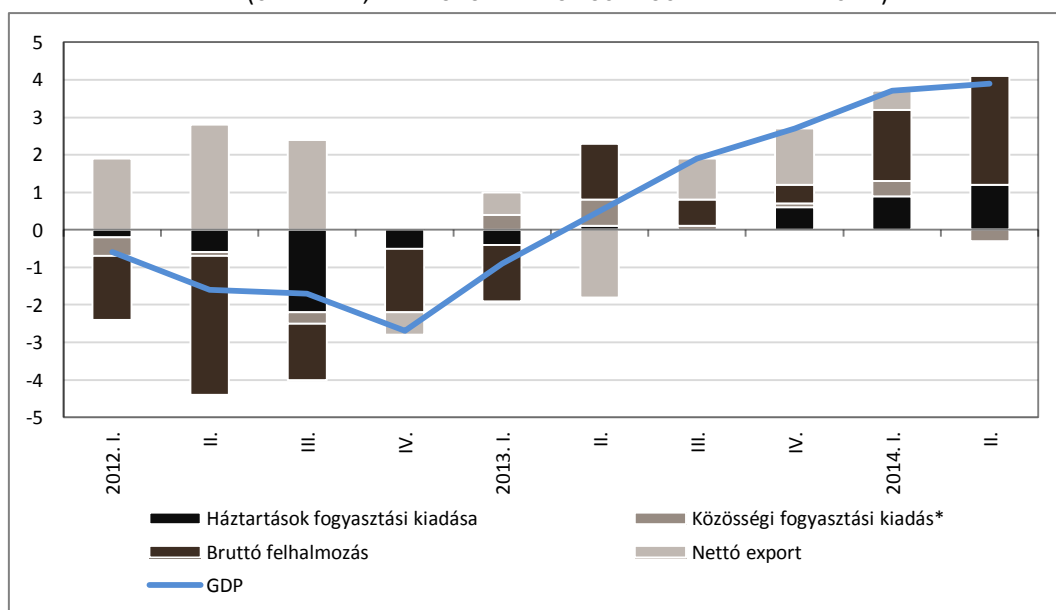
A KSH az idei második negyedévben a hazai import volumenének 7,3 százalékos éves bővülését regisztrálta, ami közel azonos az elmúlt két időszakban mért volumenindexszel. A behozatal bővülése továbbra is az erősödő belső felhasználáshoz (fogyasztás és beruházás) kapcsolható. A II. negyedévben éves összevetésben elsősorban a járműiparhoz kapcsolódó behozatal bővült dinamikusabban, mely növekmény főként a német relációban volt meghatározó. A járműalkatrészek és -tartozékok, gumigyártmányok behozatala mellett – a fogyasztás erősödésével összhangban – a textil- és bőripari termékek importja bővült jelentősen. Az export magasabb szintje, illetve a magasabb importvolumen-index együttes hatására a nettó export nem tudta segíteni az éves GDP-növekedés ütemét.

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

A háztartások fogyasztási kiadása 2014 második három hónapjában tovább bővült, és a volumenindex elérte a 2,4 százalékot. Ilyen ütemű fogyasztásbővülésre legutóbb 2006 elején

volt példa, ellenben jelenleg nem hitelből történik a fogyasztás. Negyedéves összevetésben a szezonálisan és naptárhatással kiigazított ráta 0,7 százalékos bővülést mutat. A fogyasztás emelkedésének mozgatórugója a rendelkezésre álló jövedelem bővülése, amit a foglalkoztatás és a reálbérek együttes emelkedése hajt. A családi adókedvezmények nélkül számított nettó reálbér közel 4 százalékkal bővült a II. negyedév folyamán. Az ettől jóval elmaradó fogyasztásbővülés azt jelzi, hogy a háztartások adósságállományának leépítése folytatódott, és az óvatossági megtakarítások továbbra is korlátozzák a fogyasztási kiadások gyorsabb fellendülését. Összességében azonban ezek fogyasztást visszafogó hatása egyre mérséklődő.

6. 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 bizalmi indexei a II. negyedévben javulást mutattak az előző negyedévhez képest, összhangban a kedvező gazdasági kilátásokkal. Az elmúlt hónapokban ugyanakkor a trendszerű erősödés megtört, bár a mutatók továbbra is nyolcéves csúcspontjuk közelében maradtak. A nyári hónapokban romló a fogyasztói bizalom elsősorban az erősödő, külső geopolitikai feszültségekre vezethető vissza, melyek a hazai kilátásokra is negatívan hatnak. Vélhetően az átmeneti bizalomcsökkenés ellenére a fogyasztás további felfutására lehet számítani a következő hónapokban.

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



növekedést – az NHP felhasználásának erősödésével összefüggően – a versenyszféra várakozáson felüli beruházási teljesítménye alakította.

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

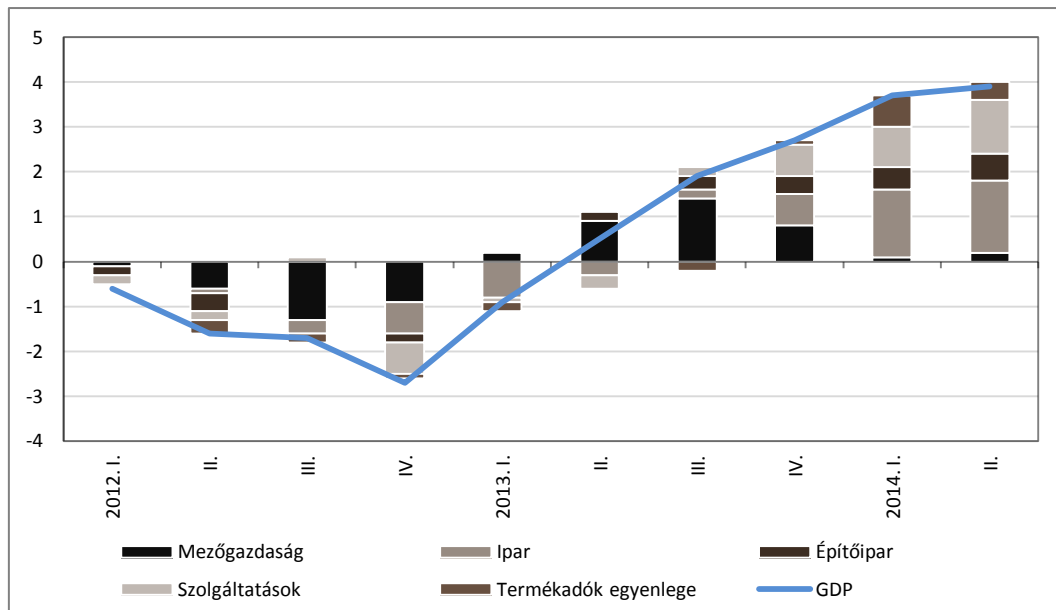
A beruházások iparági szerkezete nagyfokú kiegyensúlyozottságot mutat: a nemzetgazdasági ágak döntő többségében a beruházási teljesítmény növekedett. Az idei II. negyedévben a nagy súlyú nemzetgazdasági ágak közül a szállítás, raktározás bővült leginkább (36,1 százalék). Ehhez főként az állami és önkormányzati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

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

A második negyedévi hazai növekedést termelői oldalról vizsgálva egy kiegyensúlyozott gazdaság képe rajzolódik ki. Két nemzetgazdasági ág kivételével (pénzügyi, biztosítási tevékenység és ingatlanügyletek) az összes ágban bővült a bruttó hozzáadott érték. A mezőgazdaság teljesítménye a második negyedévben 5,6 százalékkal nőtt, amely több mint duplája a revideált első negyedévi indexnek.<sup>4</sup> Ezzel az ág 0,2 százalékponttal járult hozzá az április–júniusban mért év/év GDP-növekedéshez.

<sup>4</sup> A KSH 2014 I. negyedévére vonatkozó revíziója során a mezőgazdaság teljesítménye a korábbi adathoz képest jelentősen javult. Ennek köszönhető a GDP-adat +0,2 százalékpontos változása is.

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



Forrás: KSH

Az építőipari hozzáadott érték tovább bővült a második negyedévben, bár az éves bázisú 19,1 százalékos növekedési ütem elmarad a január–márciusban regisztrálttól. Negyedéves összevetésben jelentősen lassult a teljesítmény: az I. negyedévi 8,1 után csupán 1,7 százalékkal nőtt az építőipari volumen. A második negyedéves teljesítményt elsősorban a bázishatás húzta vissza, miközben az egész ország területére kiterjedő infrastrukturális fejlesztések segítették azt. Mindkét építményfőcsoportban bővülést regisztráltak a második negyedévben, ám az építőipar motorja egyértelműen az egyéb építmények építése volt, melyet a vasút-, út- és közműhálózat-fejlesztések vezéreltek. A lakásépítések is lassú élénkülést mutattak az első fél évben, mivel már 22 százalékkal több lakás épült, mint egy évvel korábban. Az építőipar összességében 0,6 százalékponttal járult hozzá az éves GDP-növekedés rátájához. A nemzetgazdasági ág rövid távú kilátásai vegyes képet mutatnak. Egyrésztől 2014 júniusában az új szerződések volumene 14,3 százalékos visszaesést mutat az előző év azonos időszakához képest, másrészt a szerződésállomány volumene 57 százalékkal múlta felül az egy évvel korábbit. A visszaesés egyértelműen az épületek építése területén elmaradó új megrendelések következménye. Az építőipar bizalmi indexe ugyanakkor tovább javult az előző negyedévhez képest, sőt megközelítette a pozitív tartományt. Mindez arra utal, hogy rövid távon mindenképpen fennmaradhat az ágazat jó teljesítménye.

Az ipar hozzáadott értéke 2014 második negyedévében tovább bővült, a javuló tendencia így már egy éve folyamatos. Az előző év azonos időszakának bázisán 7,2 százalékkal bővült az ipar teljesítménye, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint a negyedév/negyedév volumennövekedés 2,1 százalékot tett ki. Az ipar bővülését az alacsony bázis mellett továbbra is az exportértékesítés segítette, ami a második negyedévben éves

összevetésben ismét 12 százalékkal bővült. Emellett azonban már a belföldi értékesítés is emelkedő tendenciát mutatott: április–júniusban 5,6 százalékos volt az év/év index. Az ipari hozzáadott érték emelkedését továbbra is a feldolgozóipari teljesítmény vezérli. Éves bázison 9 százalékkal bővült a hozzáadott érték, míg negyedéves alapon 1,6 százalékot tett ki a növekedés. A feldolgozóiparon belül jelentős növekedést mértek a járműgyártás ágazatában, illetve a kapcsolódó beszállítói ágazatokban. Emellett átlag felett bővült az élelmiszer-, valamint a textilipar is. Mindent egybevetve az ipar a II. negyedévben 1,6 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét.

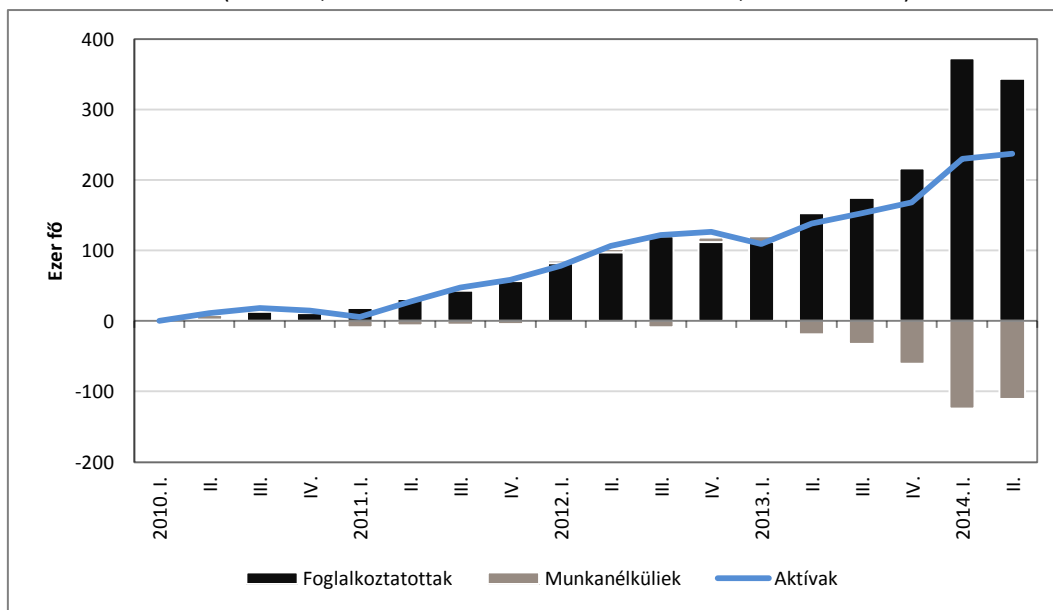
A szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke folytatta gyorsuló növekedését: a második három hónapban 2,1 százalékos volt az év/év volumenindex. Ennek hatására a tercier szektor egésze 1,2 százalékponttal járult hozzá a GDP második negyedévi növekedéséhez. A belső kereslet fellendülésével párhuzamosan bővülő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

### *Átmenetileg megtorpant a munkaerőpiac javulása*

A gazdasági aktivitás 2014 második negyedévében tovább nőtt, a szezonálisan kiigazított aktivitási ráta megközelítette az 59 százalékot. A mutató éves növekedési üteme az előző negyedévhez hasonlóan 1,5 százalékpont körül alakult, azaz a munkaerő-piaci aktivitás növekedése továbbra is dinamikus, ami az aktivitást ösztönző kormányzati intézkedések (nyugdíjkorhatár emelése, rokkantsági feltételek és munkanélküli-ellátások szigorítása, Munkahelyvédelmi Akcióterv, közmunkaprogramok) munkakínálatra gyakorolt pozitív hatásából fakad.

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

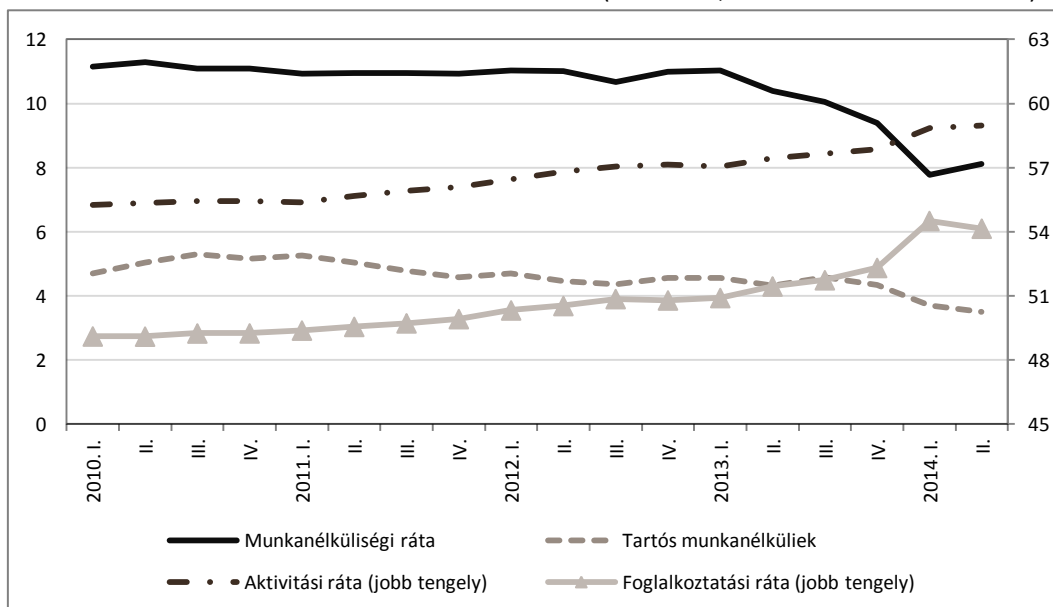
8. ÁBRA: AZ AKTIVITÁS, A FOGLALKOZTATOTTSÁG ÉS A MUNKANÉLKÜLISÉG NEGYEDÉVES ALAKULÁSA  
(EZER FŐ, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT ADATOK, 2010. I. = 0)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A foglalkoztatottak alakulásával ellentétben a 4 fő feletti vállalkozások által alkalmazásban állók száma nemcsak éves, hanem negyedéves alapon is nőtt a szezonálisan kiigazított adatok alapján. 2014 második negyedévében 12 ezer fővel dolgoztak többen, mint az előző év azonos időszakában, míg az előző negyedévhez viszonyítva az alkalmazottak száma 2 ezer fővel emelkedett.

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



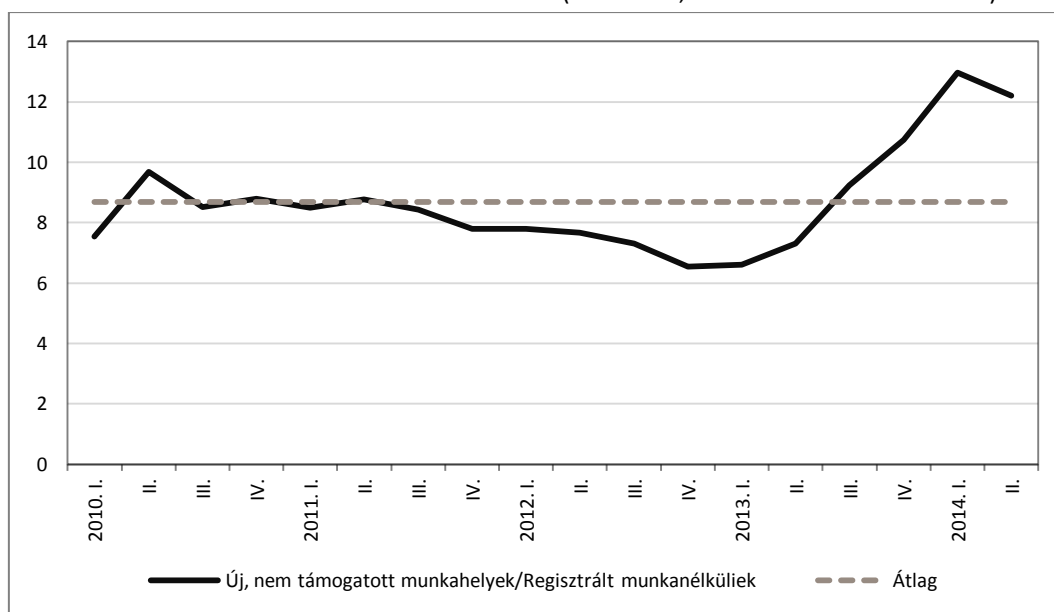
Forrás: KSH, Századvég-számítás

A növekedés a versenyszférának köszönhető, ahol a létszám 47, illetve 13 ezer fővel bővült a tavalyi második, valamint az idei első negyedévhez képest. A bővülő kereslet mögött

azonban jelentős óvatosság figyelhető meg. Negyedéves összevetésben a ledolgozott munkaórák száma továbbra sem bővült, és a részmunkaidőben ledolgozott órák aránya is csökkent az elmúlt három hónapban.

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

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



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

A munkaerőpiac feszességét jellemző Beveridge-görbe alapján a munkaerőpiac egyre feszesebb, és az egy munkanélkülihez jutó új, nem támogatott munkahelyek számának 2013 áprilisától kezdődő növekvő trendje tapasztalható. Az új, nem támogatott munkahelyek száma egy év alatt 11 ezerrel nőtt. Az új munkahelyek és a munkanélküliek arányának előző negyedévhez viszonyított csökkenése nem tekinthető trendfordulónak, ugyanis a 2014 első negyedévi magas érték a korábbi időszakokhoz képest kiemelkedő új, nem támogatott munkahelyek számának, valamint a magas közfoglalkoztatás által visszaeső munkanélküliségnek köszönhető.

A feszesebb munkaerőpiac és a növekvő munkaerő-kereslet miatt a bruttó keresetek nőttek mind negyedéves, mind pedig éves viszonylatban. Mivel az éves bázison számított 4,2 százalékos bruttó bér-növekedés alacsony inflációs környezettel párosult, ezért a reálkeresetek is jelentősen nőttek. A bérek növekedése mind a verseny-, mind pedig az állami szférában 4 százalék felett alakult, ez utóbbi esetében elsősorban az oktatásban és az egészségügyben dolgozók béremelése miatt. A családi adókedvezmény nélkül számított

nettó bérek a nemzetgazdaságban, átlagosan 4,2 százalékkal nőttek 2013 második negyedévéhez képest.

### *Az infláció historikus mélypontján ragadt*

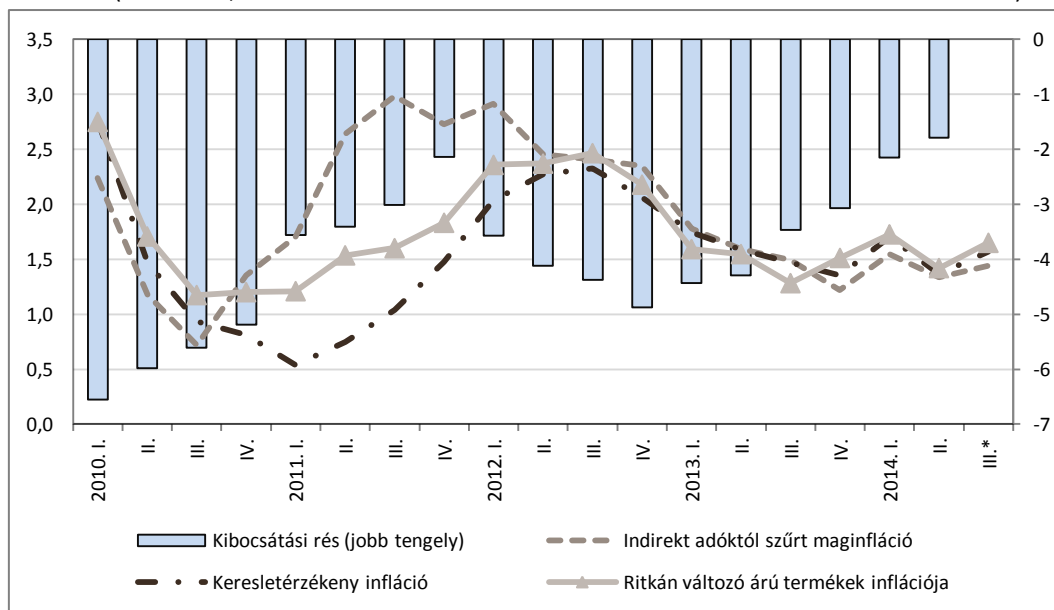
A fogyasztóiár-index 2014 II. negyedévében folytatta trendszerű csökkenését, sőt a mutató a negatív tartományba süllyedt: az éves áremelkedés üteme  $-0,3$  százalékot tett ki, amire hazánkban még nem volt példa. A második negyedév minden hónapjában negatív inflációt (deflációt) regisztrált a KSH, melynek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

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

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

A kibocsátási résre vonatkozó számításaink szerint továbbra is jelentős az eltérés a tényleges és a potenciális kibocsátás között. Az output gap a potenciálisnál gyorsabb tényleges növekedés miatt abszolút értékben csökkent, így becslésünk szerint  $-1,8$  százalékon állt a II. negyedévben. Meglátásunk szerint a kibocsátási rés 2015 után záródhat csak be. Addig nem várható a keresleti korlátok megszűnése, és így érdemi kereslet oldali inflációs nyomás sem lesz a magyar gazdaságban.

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

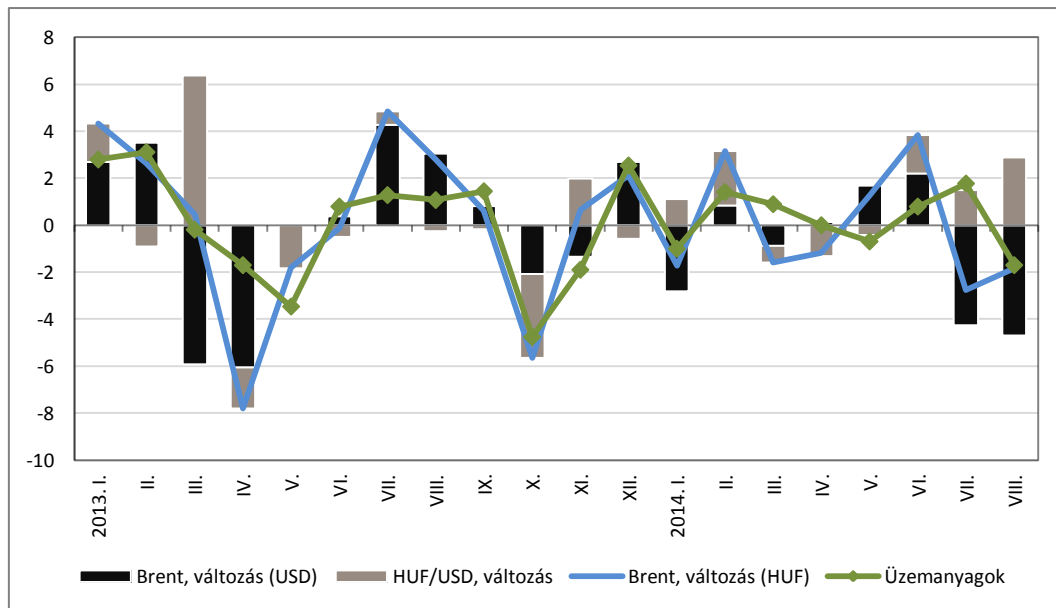


\* Csak a júliusi és az augusztusi adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB által kalkulált inflációs trendmutatók a II. negyedévben ismételtelen csökkentek, ami átmeneti jelenség lehet. A júliusi és az augusztusi adatok alapján folytatódni látszik a 2013 végétől kezdődő, lassan emelkedő tendencia. A ritkán változó árú termékek inflációjának trendszerű emelkedése azt jelentheti, hogy a lassú átárazódású termékkör által jelzett középtávú infláció enyhén emelkedésnek indult. A legfrissebb havi adatok alapján így középtávon az inflációs nyomás erősödésére lehetne számítani, ám ennek mértéke egyelőre továbbra is alacsony a korábbiakhoz képest. Ez is azt jelzi, hogy érdemi keresleti nyomás az előrejelzési horizontunk után jelentkezhet.

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

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



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

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

### *Véget ért a jegybank kamatvágási ciklusa*

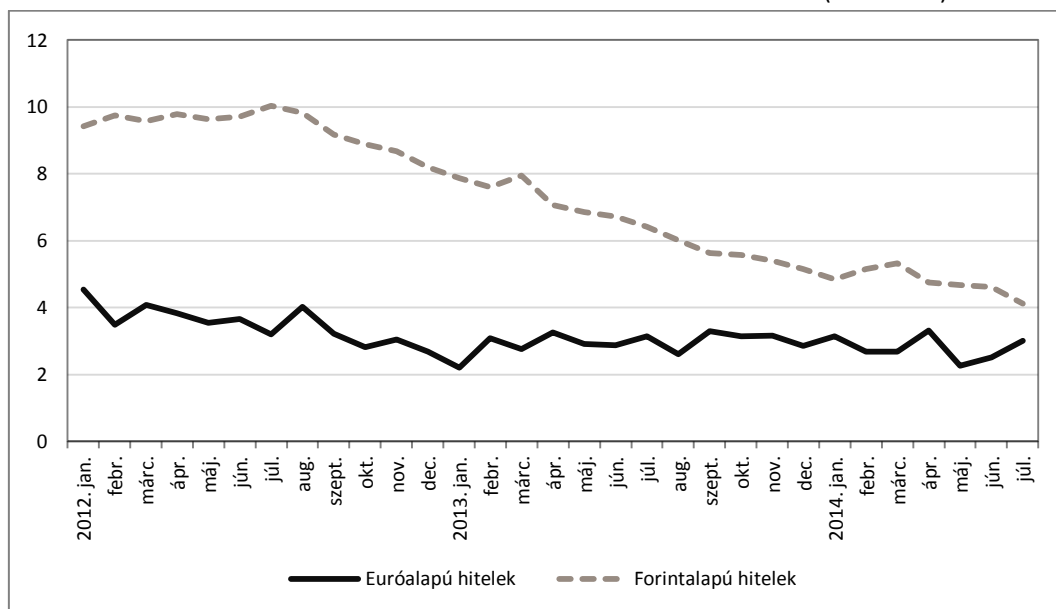
A 2014. júniustól augusztus végéig terjedő időszakban folytatódott a jegybank kamatvágási ciklusa, 2,1 százalékra csökkent az irányadó ráta, azaz a jegybank összességében két lépésben 30 bázispontos vágást hajtott végre. Az MNB először június 24-én 10 bázisponttal, majd július 22-én újabb 20 bázisponttal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



rendelkezésre álló információk alapján a Monetáris Tanács megítélése szerint az alapkamat elért arra a szintre, ami az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését biztosítja.

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

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

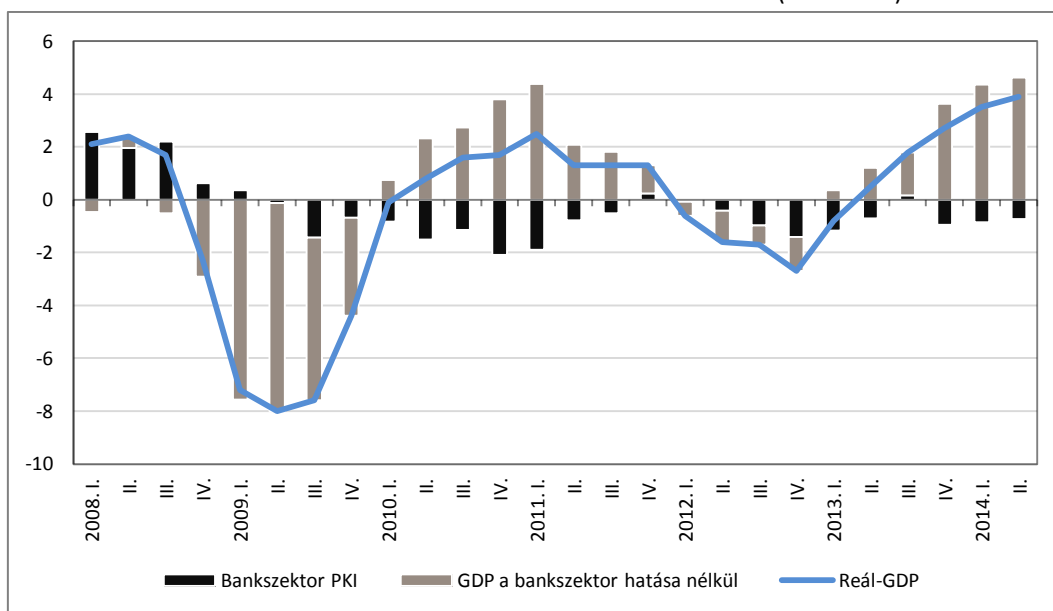


Forrás: MNB

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

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

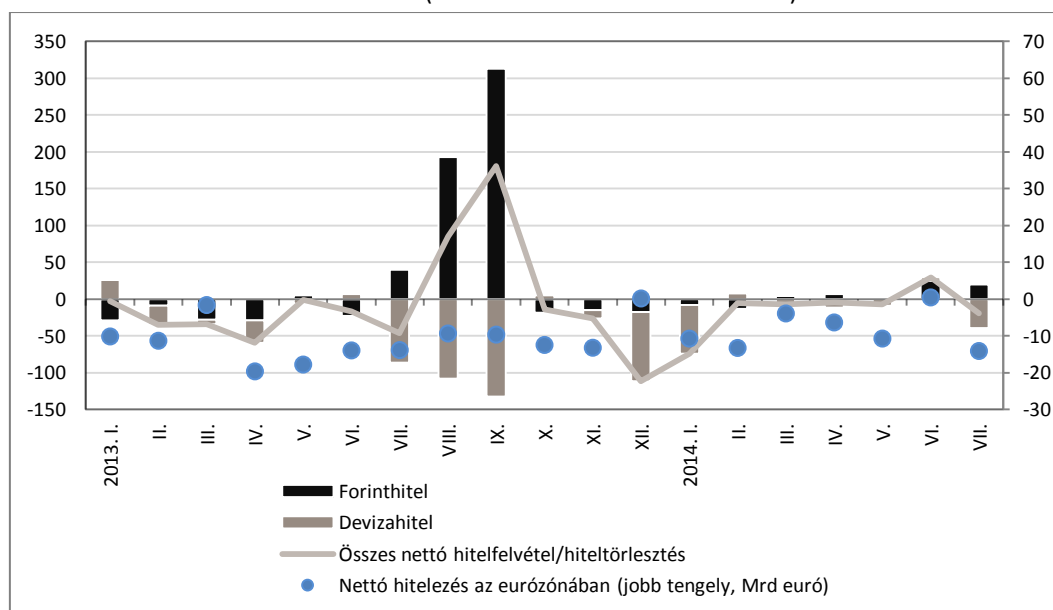
14. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

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

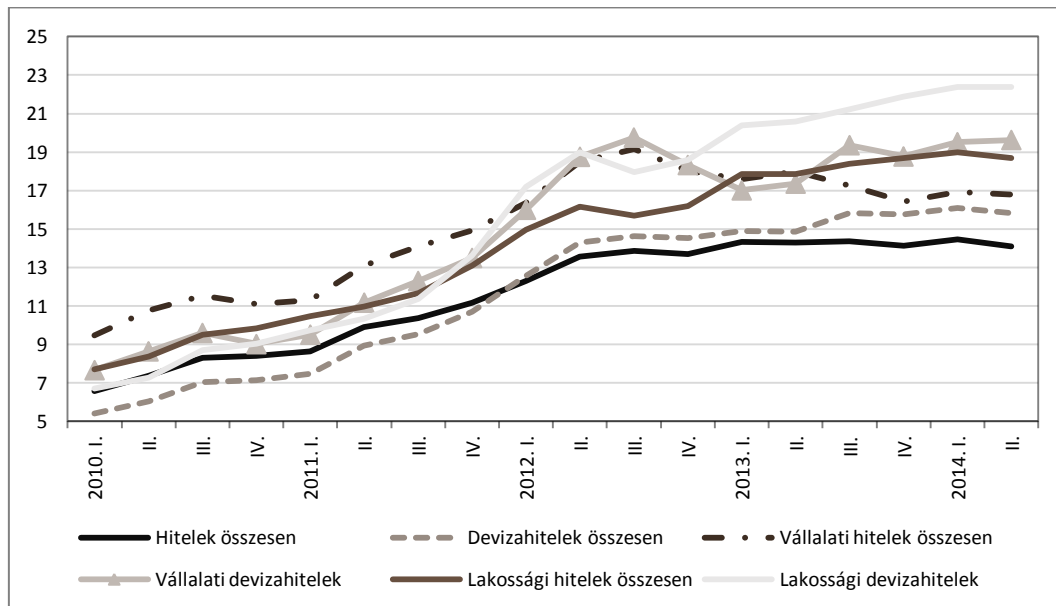
15. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD Ft ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

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

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

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

A Kúria 2014 júniusában az Európai Bíróság véleményét is kikérve jogegységi határozatot hozott, amely szerint a bankok tisztességtelenül jártak el a devizahitelekkel kapcsolatban az árfolyamrész és az egyoldalú szerződmódosítások (kamatemelések) miatt. Ezt követően (augusztusban) a parlament elfogadott egy törvényt, amelyben rögzítette, hogy a bankok tisztességtelenül jártak el minden magánszemély által felvett hitel esetében az egyoldalú kamatemelések és az árfolyamrész esetében. Az MNB becslése szerint hozzávetőlegesen 900 milliárd forint terheli majd e két tétel miatt a bankrendszert. Az ősszel tervezi benyújtani a Kormány az elszámolási törvényt, amely rendezti azt a kérdést, hogy a bíróságok által megítélt elszámolások eredményét az egyes ügyfeleknél hogyan kell jóváírni. További kérdés a devizahitelek forintosítása és kivezetése, amelyről jövő tavasszal született döntés.

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

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

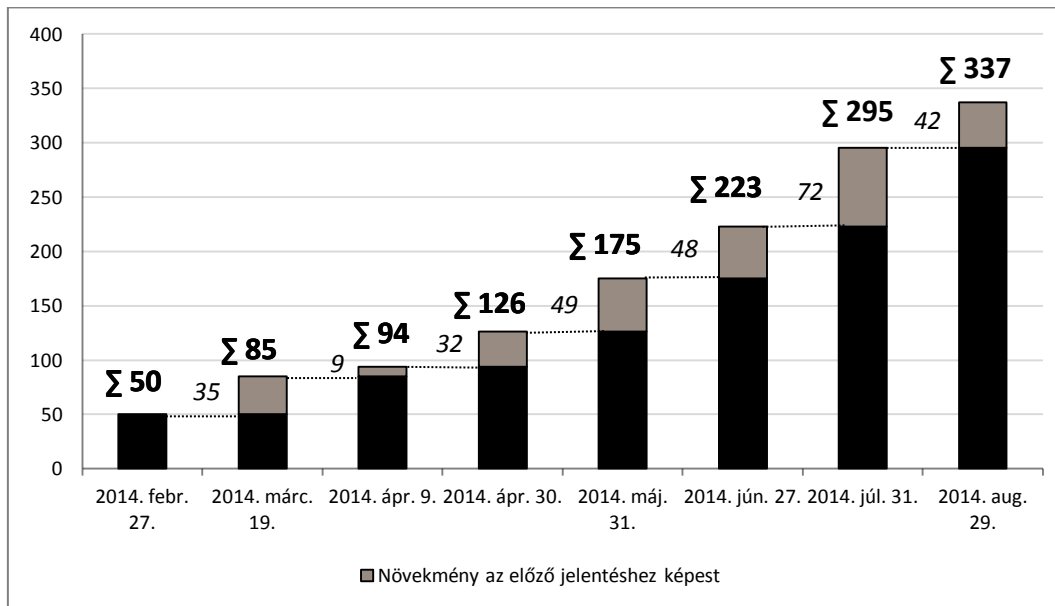
A kezdeti alacsonyabb hiteligenylésű hónapok után az MNB kiszélesítette a termékpalettát, négy változtatást hajtott végre, amelyek 2014. május 1-jétől, illetve június 1-jétől léptek életbe. 2014. augusztus 29-ig a program második szakaszában a hitelintézetek 337,4 milliárd forint összegű szerződésről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

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

Az MNB az elmúlt hónapokban tapasztalt folyamatokra reagálva 2014. szeptember elején újabb módosításokat hajtott végre a programon. Az eredeti tervek szerint az NHP II. pillérének keretében összességében 2000, első körben 500 milliárd forint hitelt kívánt nyújtani a kereskedelmi bankokon keresztül elsősorban kis- és középvállalkozások számára.

A jegybank korábban azt hangsúlyozta, hogy a 2014. év végéig tartó programban már az 500 milliárdos szint elérése is kedvező lenne számukra, majd az egyre emelkedő keresletet figyelembe véve 1000 milliárd forintra emelte a lehívható keretet. Változást jelent a 2015. június 30-i határidő is, amely időpontig lehívhatóak az összegek a legkésőbb 2014. december 31-ig megkötött szerződések esetében.

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



Forrás: MNB

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

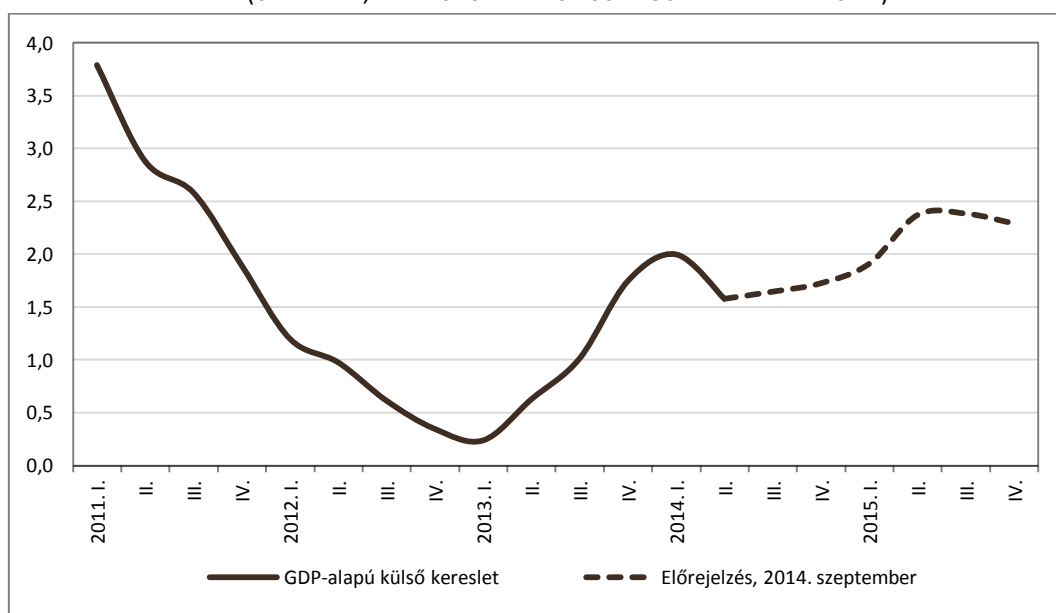
## A gazdasági növekedés kizárólagos forrása a belső felhasználás lesz

### *Feltevéseink alakulása az alappályán*

A magyar kivitel iránt megnyilvánuló, GDP-alapú külső kereslet 2014 II. negyedében negatív meglepetést okozott. Hazánk fő külkereskedelmi partnerei a vártnál gyengébb teljesítményt regisztráltak, Németország növekedése is alulmúlta a várakozásokat. A csupán 1,6 százalékos kitevő aggregált növekedés jól jelzi a kilábalás törékenységét, melyet az ukrán–orosz válság csak tovább súlyosbít. Annak ellenére lassult a növekedés, hogy a fogyasztói bizalom sokéves csúcsán állt a második negyedévben, továbbá folytatódott a munkaerő-piaci konszolidáció és a belső kereslet az erősödés jeleit mutatta. Összességében tehát lanyhult a külső kereslet, ami kedvezőtlen hatást gyakorolt a magyar kivitelre is.

A kedvezőtlen második negyedévi tényadatok az idei évi kilátásokat rontják, amelyet tovább erősít, hogy a legfrissebb gazdasági előrejelzések is az előző negyedévihez képest romló konjunktúrát jeleznek. Ennek forrása egyrészt a fejlődő gazdaságokban tapasztalt lassulás – elsősorban Kína lassuló bővülésének következtében. A második fő forrás a geopolitikai feszültségek kockázata. Az Európai Unió teljesítményét az ukrán–orosz válsághoz kapcsolódó szankciók és a bizonytalanság negatívan befolyásolja. Ennek hatása hazánk környezetében felerősödik, tekintettel arra, hogy legfőbb partnereink között számos kelet-európai ország található, és jelentős túlkínálat alakulhat ki a régióban, ami negatívan befolyásolja a külső kereslet alakulását. A globális likviditás várható alakulásának tekintetében számottevő változás nem következett be, mivel a Fed kötvénypásárlási programjának további szűkítését ellensúlyozhatja az EKB által szeptemberben bejelentett jelentős monetáris lazítás. Mindezek hatására szeptemberi alappályánkon az aggregált külső kereslet visszafogott növekedésére számítunk: 2014 egészében 1,7 százalékos, súlyozott GDP-növekedést prognosztizálunk.

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



Forrás: Századvég-számítás

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

befolyásolják. A legfőbb külkereskedelmi partnereinknél 2015-ben a súlyozott GDP-növekedés 2,2 százalékos bővülésére számítunk.

A mezőgazdasági termelőiár-indexre vonatkozó feltevésünket a tényadatok mellett az orosz embargó hazai hatása határozza meg. A termelői árakat már idén lenyomja a túlkínálat, így 2,9 százalékos árcsökkenéssel kalkulálunk az alappályán, míg 2015-ben feltételezésünk szerint éves bázison 2,9 százalékkal nőnek az árak. A növekedés oka a bázishatás mellett, hogy jövőre a termelők visszafogják termelésüket, ami a kínálat csökkenésén keresztül árfelhajtó hatással bír.

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

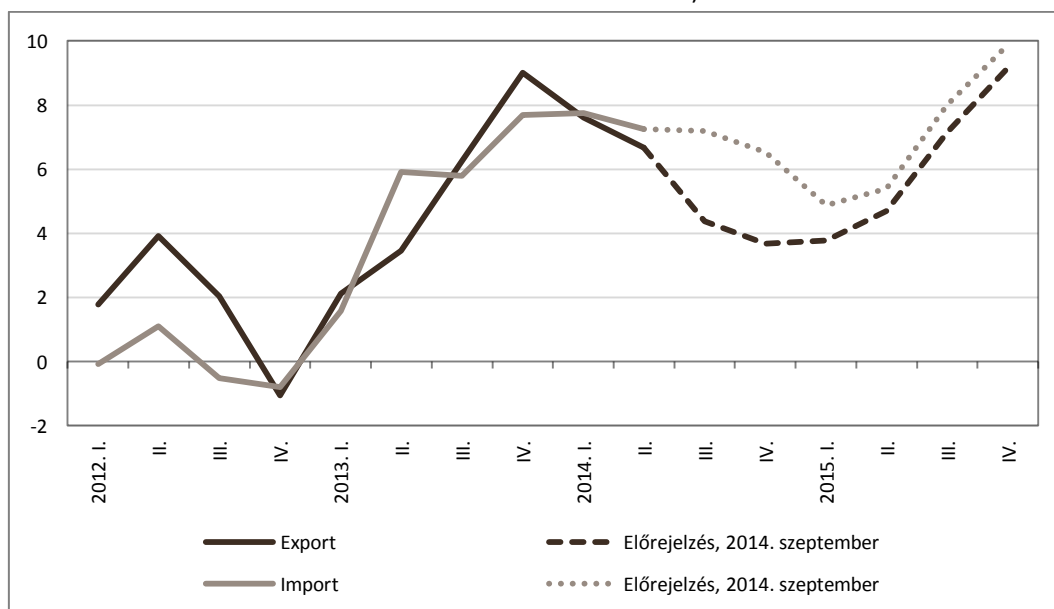
A Fed kötvényvásárlási programjának kivezetése miatt a likviditásbőség szűkülésére lehetne számítani, ami a tőkekiáramlás felgyorsulásán keresztül megemeli a kockázati prémiumokat. Az EKB szeptemberi határozatai jelentős likviditásbővülést okoznak a globális piacon, ami a fentebbi hatást ellensúlyozza, így nem számolunk a kockázati prémiumok emelkedésével.

## Idén a beruházás, jövőre a fogyasztás húzza a gazdaságot

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

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

19. ÁBRA: AZ EXPORTRA ÉS AZ IMPORTRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK\* (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



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

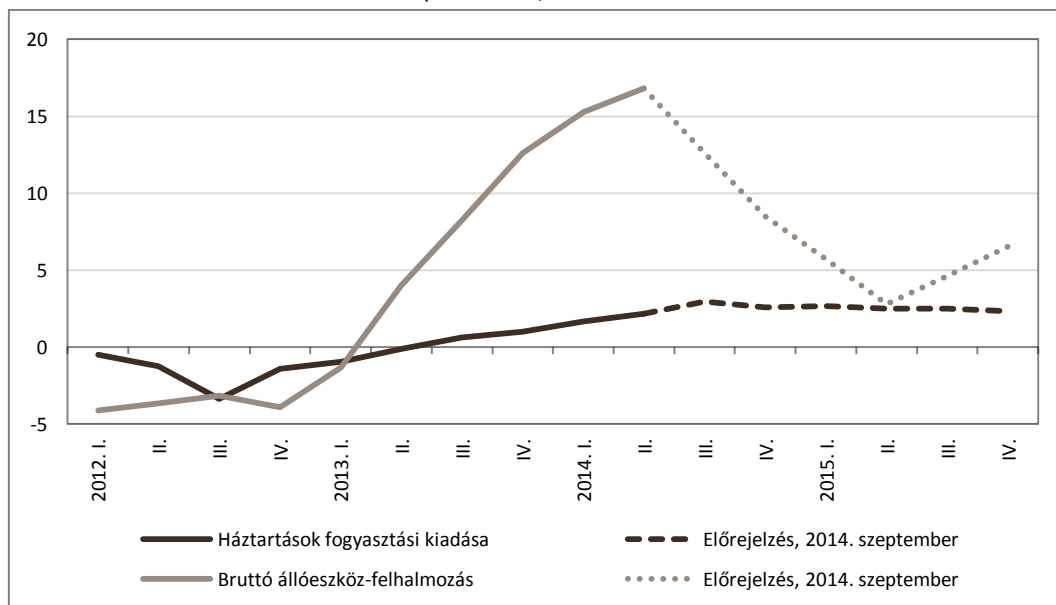
A fentiek alapján a hazai külkereskedelem áruforgalmi egyenlege a teljes előrejelzési horizonton többletet mutathat, tekintettel arra, hogy az export szintje meghaladja a behozatalét. Az import dinamikusabb növekedése miatt várakozásunk szerint a



külkereskedelmi aktívum idén már csökkenhet, 5,7 milliárd euróra. 2015-ben a csökkenő trend folytatódására számítunk, prognózisunk szerint 5,4 milliárd euróra eshet a többlet. A nettó export változása így várhatóan idén és jövőre is negatívan befolyásolja az éves GDP-növekedés rátáját.

A háztartások fogyasztási kiadása gyorsulást mutatott, és a növekedés tartós fennmaradására számítunk. Ugyanakkor a lakossági költést továbbra is hátráltatja a magas adósságállomány, vagyis idén még folytatódhat a mérlegalkalmazkodás. Emellett az óvatossági megtakarítások is korlátozzák a fogyasztás bővülési ütemét. Ezek a negatív hatások ugyanakkor a rendelkezésre álló jövedelem folyamatos emelkedésével és a lakossági bizalom helyreállításával egyre enyhébbek. A fogyasztási pályáról alkotott képünkben tartós felfutásra, 2,4 százalékos növekedésre számítunk idén. A 2015. évi, 2,5 százalékos fogyasztásbővülést is a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése támogatja a növekvő foglalkoztatottságon és az emelkedő reálbéreken keresztül. A fogyasztásbővülés rátája jövőre már megegyezik a reálbérek növekedési ütemével, vagyis azt várjuk, hogy a tartósan kedvező gazdasági és az alacsony kamatkörnyezet következtében a háztartások fogyasztási hajlandósága emelkedik: csökken az óvatossági megtakarítások mértéke, továbbá a mérlegalkalmazkodás folyamata is lezárul. Fontos kiemelni, hogy a Kormány szeptemberre ígéri azt a törvényt, amely pontosan szabályozza majd a bankok és az adósok közötti elszámolást, továbbá rendezi a forintosítás kérdését és a devizahitelek kivezetését. Ennek hiányában egyik lépéssel sem számoltunk még a szeptemberi alappályán.

20. ÁBRA: A HÁZTARTÁSOK FOGYASZTÁSI KIADÁSÁRA ÉS A BRUTTÓ ÁLLÓESZKÖZ-FELHALMOZÁSRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK\* (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



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

A közösségi fogyasztás esetében a konvergenciaprogramban megadott pályától az idei évben eltérünk, melynek oka a júliusban bejelentett 110 milliárd forintos zárolás. Így 2014

egészében 0,6 százalékos növekedéssel számolunk. 2015-ben 0,6 százalékkal csökkenhet a közösségi fogyasztás a természetbeni társadalmi juttatások szinten maradása és a kormányzati fogyasztás zsugorodása következtében.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás idén április–júniusban komoly pozitív meglepetést okozott. Ennek elsődleges forrása a versenyszféra beruházásainak dinamikus bővülése, melyben az NHP II. szakaszának beindulása is szerepet játszhatott. A kiemelkedő I–II. negyedév hatására a 2014. évben a beruházások 13,3 százalékos bővülésére számítunk. Ennek forrása egyrészt az országszerte folytatódó infrastrukturális beruházások, melyek főként uniós támogatások segítségével valósulnak meg. Emellett a Növekedési Hitelprogram második szakasza is beindult, mivel júliusban és augusztusban együttesen 114 milliárd forinttal nőtt a hiteligenlés mértéke, megközelítve ezzel a 340 milliárd forintos kumulált értéket.

Tekintettel az élénkülő hitelkeresletre, a Monetáris Tanács a program második szakaszának keretösszegét 1000 milliárd forintra emelte. Emellett a pénzügyi lízing és az európai uniós támogatások előfinanszírozásának lehívására rendelkezésre álló határidőt 2015. június 30-ig meghosszabbították.<sup>5</sup> Mindezek szintén hozzájárultak ahhoz, hogy a beruházások rendkívül magas növekedési rátájára számítsunk idén.

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

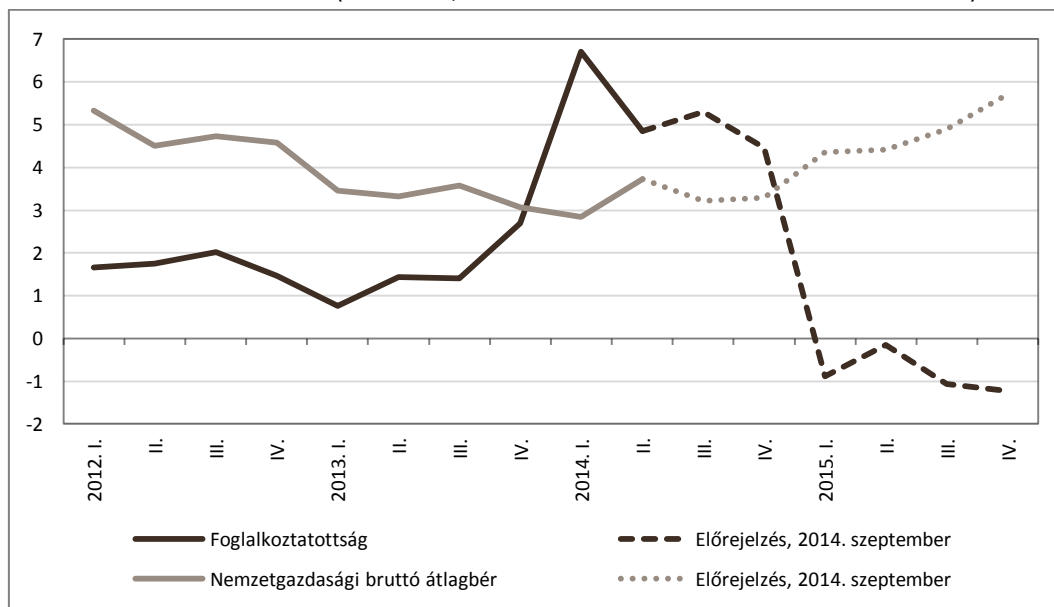
Meglátásunk szerint a belső felhasználás további erősödését elsősorban a beruházások vezérlik 2014-ben, így ez lesz a gazdaság motorja. A felfutó belső és a lanyhább külső kereslet nyomán azonban a nettó export változása már várhatóan visszafogja a gazdaság növekedését. Ezzel egy belső forrásokra támaszkodó gazdaságszerkezet jön létre, amelynek keretében a bruttó hazai termék 3,3 százalékos növekedését várjuk. A jövő évi növekedési kilátások kevésbé kedvezőek, melynek oka elsősorban a bizonytalan külgazdasági folyamatokban, a geopolitikai feszültségekben keresendő. A növekedési ráta 2014-ről 2015-re történő csökkenése egyrészt technikai jellegű, másrészt az uniós források visszaesése, az NHP kifutása – vagyis az egyedi pozitív sokkok elmúlása – is ebbe az irányba hat. Meglátásunk szerint a gazdaság tényleges teljesítménye a teljes előrejelzési horizonton

<sup>5</sup> Azonban a szerződéskötésre vonatkozó határidő továbbra is 2014. december 31.

elmarad a potenciális kibocsátástól, ugyanakkor a dinamikus bővülés következtében a kibocsátási rés folyamatosan szűkül, bezáródására 2016-ban kerülhet sor. 2015-ben a belső felhasználásra támaszkodó magyar gazdaság növekedése 2,4 százalékos lehet.

A kormányzat munkakínálatot bővítő intézkedéseinek hatásai gyengülnek, így kevésbé növelik az aktivitást. Emellett a közfoglalkoztatási programok volumene is csökken, ahonnan a kiáramlóknak csak egy része marad aktív. Így az aktívák száma várakozásaink szerint 2015-ben is 4,5 millió fő körül marad. A stagnáló munkakínálat mellé erős munkakereslet társul, ami a kedvező gazdasági kilátások munkahelyteremtő hatásából fakad. Az idei évre vonatkozóan 4 millió 148 ezer foglalkoztatottal számolunk. Ez 2015-ben várakozásunk szerint 35 ezer fővel csökken a közfoglalkoztatás visszaesése miatt, melynek jelenlegi szintje nem fenntartható. Emellett a versenyszféra munkakereslete továbbra is erős marad, de összességében 4 millió 113 ezer főre csökkenhet a létszám.

21. ÁBRA: A FOGLALKOZTATOTTSÁG ÉS A NEMZETGAZDASÁGI BRUTTÓ ÁTLAGBÉR VÁLTOZÁSÁNAK ELŐREJELZÉSE\* (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



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

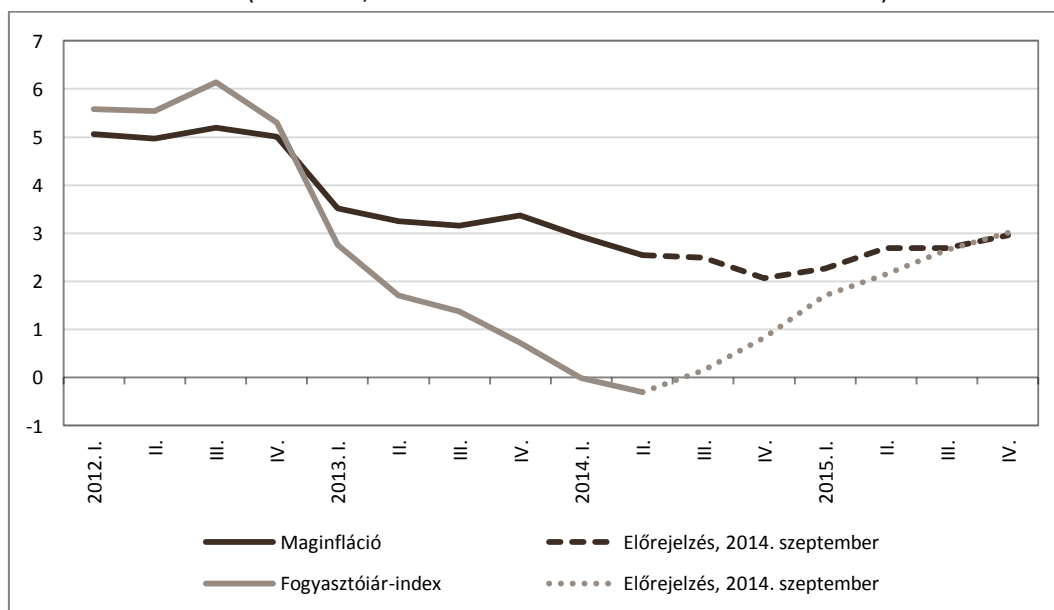
Az idei évben tehát bővülő foglalkoztatással és aktivitással kalkulálunk, mely hatások eredőjeként 7,9 százalékos munkanélküliségi rátát várunk. A jövő évi előrejelzésünk szerint 8,2 százalékra emelkedhet az állástalanok aránya, melynek oka a csökkenő közfoglalkoztatás. Ennek hatását ugyanakkor némileg ellensúlyozza a versenyszféra erősödő munkakereslete.

A tényadatok és a munkaerőpiac feszesége miatt a bérek a tavalyi évhez hasonló növekedést mutathatnak. A jelenlegi prognózisunk szerint 3,3 százalékos bruttóbéremelkedéssel kalkulálunk 2014-ben. Mindez azt jelenti, hogy a jelenlegi nyomott inflációs környezet mellett a 3 százalékot is meghaladó reálbér-emelkedés várható. Jövőre bár némileg lanyhább gazdasági növekedést várunk, ennek hatását a bérezésben ellensúlyozza

az emelkedő infláció és a versenyszféra erősödő munkaerő-kereslete. Ezzel összhangban 4,8 százalékos nemzetgazdasági bruttó bérdinamikára számítunk.

A kibocsátási rés a legfrissebb becslésünk szerint továbbra is jelentős, és az általunk kalkulált növekedési pálya mentén csak 2015 után záródhat be. Mindez azt jelenti, hogy a teljes előrejelzési horizonton fennmarad a keresleti korlátok megléte miatt jelentkező dezinflációs hatás. Várakozásunk szerint a maginfláció az idei év hátralévő részében így további mérsékelt csökkenést mutathat, mélypontját az utolsó negyedévben érheti el. Ekkorra már teljes mértékben begyűrűznek a negatív ársokkok is, például a mezőgazdasági termelői árak embargó miatt várt zsugorodása, illetve az importált infláció csökkenése. Szintén ebbe az irányba hatnak a mérséklődő inflációs várakozások. Mindazonáltal 2015 elején a maginflációs mutató újból emelkedő pályára áll, majd az inflációs célszintre emelkedik. A növekvő inflációs nyomást a belső kereslet folyamatos erősödése mellett a tartós béremelkedés másodkörös hatása indokolja.

22. ÁBRA: A MAGINFLÁCIÓRA ÉS A FOGYASZTÓIÁR-INDEXRE VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az éves bázisú fogyasztóiár-index az őszi alappályánkon végig a maginflációs mutató alatt tartózkodik. A maginfláción kívüli termékek árai tehát a teljes előrejelzési horizonton visszafogottan alakulhatnak. A 2014. évi inflációs folyamatokat főként a közműdíjak csökkentése befolyásolja. Egyrészt a 2013 novemberében elkezdett fázis 2014 során lefelé nyomja az inflációt. Másrészt a kormányzat idén februárban elfogadott háromlépcsős rezsicsökkentése is árleszorító hatást generál (a II. és IV. negyedévektől kezdődően). Ezzel szemben idén a III. negyedévtől megszűnik a defláció, ekkor ugyanis bekerül a bázisba egy korábbi rezsicsökkentés, amely felfelé hajtja a 12 havi árindexet. Szintén az alacsony inflációs környezetet segíti az orosz embargó miatt várható túlkínálat és a feldolgozatlan élelmiszerek

árcsökkenése. A fenti folyamatok együttesen, 2014 folyamán visszafogott inflációs környezetet, 0,2 százalékot kitevő éves pénzromlási ütemet implikálnak. A jövő évi árfolyamatokra negatív hatást gyakorol a valamivel lanyhább gazdasági növekedés, továbbá az élelmiszerárak erősebb csökkenése, ami az orosz–ukrán válság miatt bevezetett szankciók következménye. Összességében azonban a maginfláció és a bázishatások következtében 2015-ben az infláció felpörgésére számítunk, amely az év végére eléri a jegybanki inflációs célnak megfelelő 3 százalékos ütemet. A jövő év egészét tekintve 2,4 százalékos fogyasztóiár-indexet prognosztizálunk.

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

## A külső és belső egyensúlyi helyzet értékelése, várható alakulása

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

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

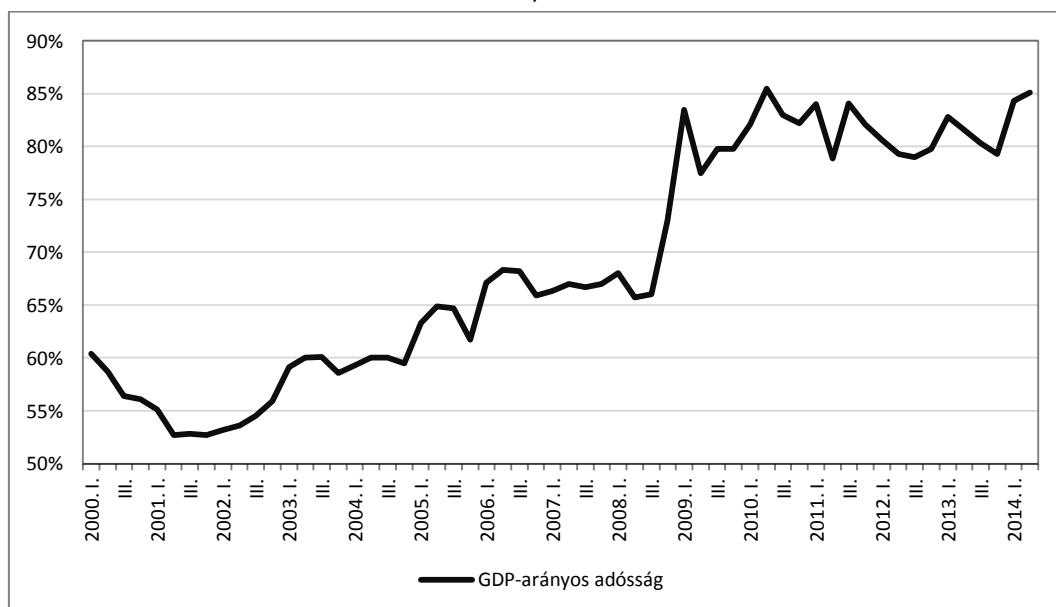
Augusztus végéig az államháztartás kumulált hiánya az egész évre tervezett deficit 87,8 százaléka volt – ez az arány az előző évekhez képest alacsonyabb, utoljára ennél kisebb 2011-ben volt. Az év egészére vonatkozóan a bevételi oldalon található közel 100 milliárd forintos többlet és a kiadásoknál látható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

2015-ben várhatóan további kiigazítási kényszer nélkül teljesíthető lesz a költségvetésihiánycél. Ugyan jövőre nem lesz a frekvenciakoncesszióból befolyó bevétel, de várhatóan ezzel az összeggel csökkennek az állami beruházások is. A 2014-es zárolások 2015-re való kitolása növelheti a kiadásokat, de az erősebb nominális növekedés miatti magasabb adóbevételek és a közmunkaprogramok szűkülése miatt végső soron várakozásaink szerint 2015-ben a bevételek magasabb ütemben nőhetnek, mint a kiadások, ami miatt nem látjuk egyelőre veszélyben a hiánycélok teljesülését.

## Csökkenet a CDS, gyengült a forint, meredekebb a hozamgörbe

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

23. ÁBRA: BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Véleményünk szerint a csökkenő hozamkörnyezet mellett, és a jelenleg – a geopolitikai feszültségek ellenére – kedvező nemzetközi környezet hatására a forint árfolyama tartósan

viszonylag stabil maradhat, így a magas devizaarány ellenére sem várjuk az adósságráta jelentősebb növekedését. Az előző év végi rátánál alacsonyabb mutató eléréséhez azonban már jelentősebb előtörlesztésre és/vagy erősebb forintárfolyamra lenne szükség.

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

Az 5 éves magyar CDS értéke 195 bázispontos kezdő május végi értékéről 165 bázisponton zárta 2014 augusztusát. Lengyelországban és Csehországban alacsonyabb bázisról mérsékelten változott a CDS értéke az elmúlt három hónapban, előbbiben 4 bázisponttal nőtt, míg utóbbiban 7 bázisponttal csökkent. A forint árfolyama 4 százalékkal gyengült május vége óta: egy euró 315, egy svájci frank 261, míg egy dollár 239 forintba került augusztus végén. Kitekintve a régióra: a cseh korona és a lengyel zloty esetében az árfolyamok 1–2 százalékot gyengültek az euróval szemben a vizsgált időszakban. A régiós gyengülésnek döntő részben az az oka, hogy az ukrán válság érezte hatását a nemzetközi devizapiacra. Emellett a hazai erősebb leértékelődés a további 30 bázispontos kamatcsökkentés következtében kialakuló historikusan alacsony kamatszint következménye.

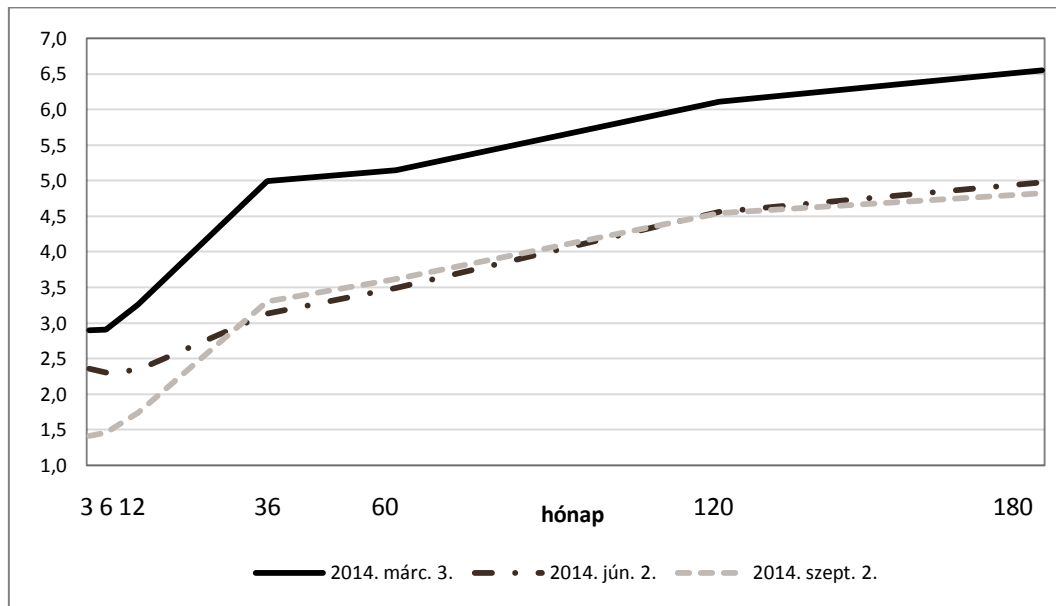
Az állampapír-piaci aukciókon elért magyar hozamok is követték a globális piacok mozgásait. A diszkontkincstárjegyeknél és az államkötvényeknél is megfigyelhető volt, hogy folyamatosan mérséklődtek a hozamok. Összességében a rövid lejáratú papírok hozamai nagyobb mértékben (65–99 bázisponttal) csökkentek,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

A másodpiaci hozamgörbe június elejéhez képest szeptember elejére jelentősen módosult. Az összesen 30 bázispontos kamatvágás és a kedvező nemzetközi pénzügyi piaci hangulat miatt jelentősen csökkentek a hozamok a hozamgörbe rövid végén, míg kisebb mértékben ugyan, de a hosszú végén is hasonló folyamat volt megfigyelhető. A 3 és 5 éves futamidőnél azonban a hozam emelkedését regisztrálták. A hozamgörbe rövid végén 60 és 95 bázispont között estek a hozamok, míg a hosszabb futamidők esetében 2 és 16 bázispont közötti volt a zsugorodás. A 3 évesnél 17, míg az 5 éves állampapíroknál 13 bázispontot tett ki az emelkedés. A jegybank 2014 júliusában 20 bázisponttal, 2,1 százalékra vágta a jegybanki



alapkamatot, és bejelentette a kamatvágási ciklus végét. Az, hogy a hozamgörbe rövid vége tartósan a kamatvágás vége óta eltelt időszak folyamán e kamatszint alatt maradt (36–69 bázisponttal), a nagy likviditásbőségnek tudható be. A külföldi piaci szereplők mellett ugyanis a hazai intézményi befektetők és befektetési alapok is megjelentek (mivel ők sem tarthatnak jegybanki betéteket).

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



Forrás: ÁKK Zrt.

A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. Továbbá a jegybank megváltoztatta a kéthetes kötvény vásárlóinak körét, és augusztus 1-jétől ismét kéthetes betétet alkalmaz, amelyet külföldiek nem vásárolhatnak. A jegybank a külföldiek által hazai kéthetes betétben tartott állományt közel 800 milliárd forintra becsülte, amely megjelenhet a hazai állampapírpiacra. Ez nem történt meg, mivel a külföldiek által tartott állampapír-állomány még csökkent is (az áprilisi bejelentéstől számítva 4798-ról július végére 4765 milliárd forintra). A külföldiek zömében valószínűleg hazai bankok segítségével, felárral jutottak kéthetes betéthez, továbbá kisebb részben átkonvertálták forintjukat. A cél továbbá ezzel az államadósság devizaarányának csökkentése, amely egy esetlegesen gyengülő forint esetében sem emeli meg drasztikusan a GDP-arányos bruttó államadósságot. 2014 júliusának végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 2211 milliárd forintra emelkedett. Az államadósság devizaaránya kismértékben csökkent, az április végi 42 százalék után július végén 40 százaléknak felelt meg, és továbbra is eleget tesz a finanszírozási tervben meghatározott 45 százalékos maximumnak.

Az ország stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2014. március vége óta az MNB devizatartalékai stagnáltak, és június végén 36 080 millió eurót tettek ki. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz jegybanki

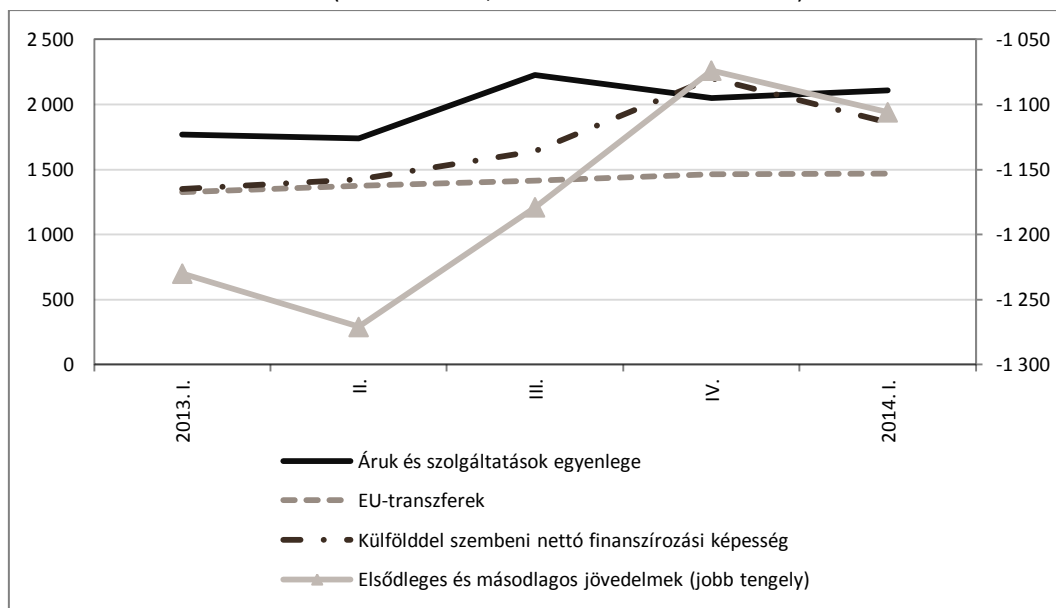
tartalékai (markánsan) magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei devizában. A jövő tavaszra tervezett devizahitelek forintosítása (hozzávetőlegesen 3 milliárd euró) és az ősszel lejáró, devizában denominált források meg nem újítása, továbbá az esetleges előtörlesztések devizában negatív hatással lehetnek a devizatartalékok szintjére.

## Enyhén romlott a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség

A fizetési mérleg adatközlésében az MNB 2014 I. negyedévétől, első alkalommal új módszertant használ. A fizetésimérleg-statisztikák elmúlt években megújított nemzetközi módszertani szabványainak (Balance of Payments and International Investment Position Manual 6th Edition – BPM6) bevezetésére az EU tagországokban egységesen 2014-ben kerül sor.<sup>6</sup> Az MNB 2014 első negyedévére vonatkozóan már közölt adatokat e módszertan szerint. Az új módszertan alapján 2013-ig visszamenőleg revideálták és publikálták az adatokat.<sup>7</sup>

Az új módszertan szerint az MNB szezonálisan kiigazított adatokat a folyó fizetési mérlegre nem, csak az egyes részeire közöl. Az áruk és szolgáltatások egyenlege alig változott az előző negyedévhez képest: 57 millióval, 2106 millió euróra nőtt. Az elsődleges és másodlagos jövedelmek negatív egyenlege kismértékben, 32 millióval, 1106 millió euróra bővült.

25. ÁBRA: A KÜLFÖLDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG  
(MILLIÓ EURÓ, SEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: MNB

Az EU-transzferek beáramlása 1466 millió eurónak felelt meg az idei év első három hónapjában, ami megközelítőleg egyezik 2013 IV. negyedévének 1418 millió eurót kitevő

<sup>6</sup> A módszertani változás részleteiről bővebben:

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

<sup>7</sup> A visszamenőleg módosított, hosszú idősoros adatok közlésére 2014. szeptember 23-án kerül sor.

egyenlegével. A folyó és tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség kismértékben csökkent, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 1861 millió eurót tett ki, ami a GDP 7,6 százaléka.

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

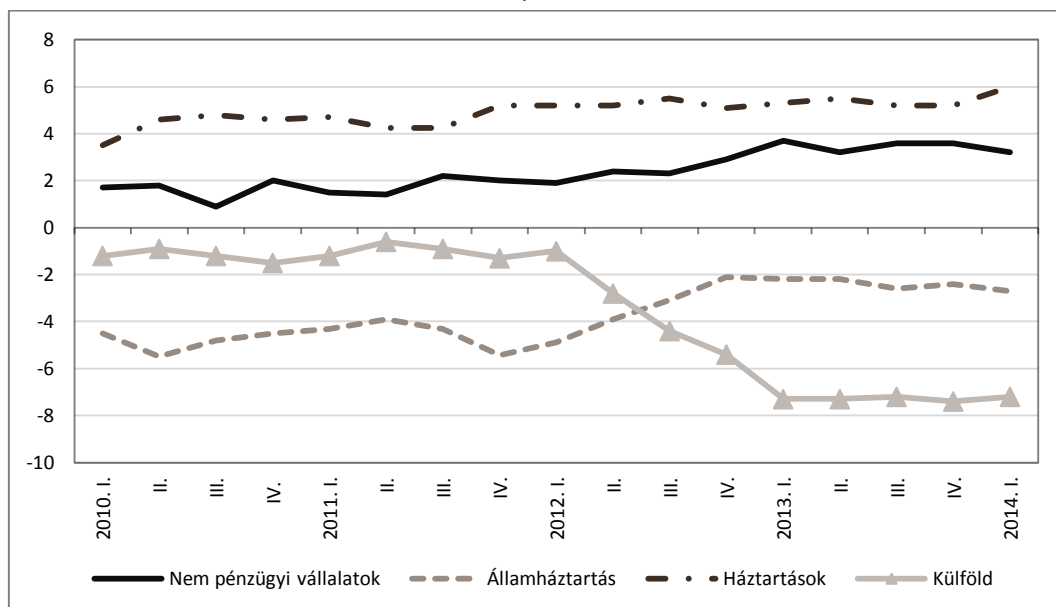
A portfólióbefektetések egyenlege 2014 I. negyedévében összességében 903 millió forrásbeáramlást mutatott, amely mögött a követelések 162 millió eurós és a tartozások 1064 millió eurós növekedése áll. A követeléseken belül a részesedések és befektetési jegyek csökkenése 115 millió euró volt, ugyanakkor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

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

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

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

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



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

A külföldiek a pénzügyi eszközeik közül a hitelintézeteknél elhelyezett betéteiket, a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat, a hazai vállalatokban meglévő részesedéseiket, valamint az egyéb követeléseiket növelték, eközben hitelezési aktivitásukat jelentősen visszafogták. A kötelezettségek közül számottevő növekedés volt tapasztalható a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, a rövid lejáratú hitelek, valamint az egyéb tartozások esetében.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint növekedést várunk mind az export, mind az import volumenét tekintve, utóbbi üteme azonban tartósan magasabban alakul. Ebből fakadóan úgy idén, mint jövőre, egyaránt csökken a reálgazdaság pozitív hozzájárulása a nettó

finanszírozási képességhez. A jövedelemkiáramlás a javuló gazdasági kilátásokkal és a külföldi vállalatok profitabilitásának javulásával összhangban erős marad az előrejelzési horizonton. Mértéke ugyanakkor GDP-arányosan csökkenhet, és jövőre ez a szint fennmaradhat, melynek oka a külfölddel szembeni adósság csökkenése és az államadósság hazai finanszírozásának („önfinanszírozás”) felfutása, mivel így a kamatkiadás belföldön marad. 2014-ben még magas szintű EU-transzferekkel, jövőre csökkenő mértékű forrásbeáramlással számolunk, párhuzamosan az előző tervezési időszak lejártával.<sup>8</sup> Mindezen hatások eredményeként a 2014. évre 6,8 százalékos, GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, míg 2015-ben a mutató 6,0 százalékon állhat.

## **A 2014-es költségvetési hiány tartható, de a kérdés az államadósság**

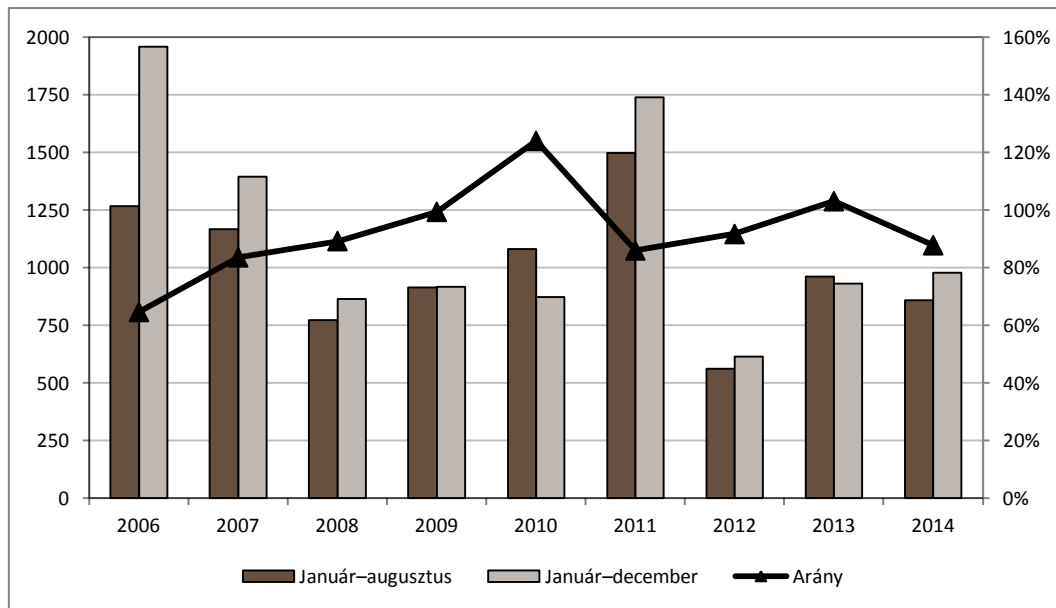
Augusztus végéig az államháztartás<sup>9</sup> kumulált hiánya – az önkormányzati szektor nélkül – 858,8 milliárd forint volt. Ezen belül a központi költségvetés 1053,1 milliárd forintos deficitel, a társadalombiztosítási alapok 150,1 milliárd, az elkülönített állami pénzalapok pedig 44,2 milliárd forintos többlettel zárták az első nyolc hónapot. A központi alrendszer hiánya az egész évre tervezett 977,8 milliárd forintos deficit 87,8 százaléka volt. Ez az arány az előző évekhez képest alacsonyabb, utoljára ennél kisebb 2011-ben volt.

Ugyanakkor fontos kiemelni, hogy az éves tervezett hiány arányában mért egyetlen összehasonlítása az időarányos lefutással, valamint a megelőző évek első nyolc hónapjával könnyen téves következtetésekre vezethet. A bevételi oldalon több olyan tétel van, ami egyrészt nem időarányosan folyik be a költségvetésbe, másrészt a kiadási oldalon is sok az olyan tétel, melyek éven belüli eloszlása nem egyenletes. Ezenfelül az összehasonlítást torzítják az olyan egyszeri intézkedések, mint például az önkormányzatok adósságkonszolidációja vagy az egyes feladatok önkormányzatoktól való átvétele (oktatás, egészségügy).

<sup>8</sup> Az Európai Bizottság automatikusan visszavonja a költségvetési kötelezettségvállalás bármely részét, amelyet nem használtak fel, vagy amelyre a programra vonatkozó költségvetési kötelezettségvállalást követő második év végéig (n+2) nem küldtek kifizetési kérelmet.

<sup>9</sup> A magyar államháztartás az önkormányzati alrendszerből és a központi alrendszerből áll. Ez utóbbi a központi költségvetést, a társadalombiztosítási alapokat és az elkülönített állami pénzalapokat foglalja magába.

27. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ELSŐ NYOLCHAVI EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA (MILLIÁRD FT ÉS AZ ELŐIRÁNYZAT SZÁZALÉKA)



Forrás: MÁK, NGM

A következőkben a költségvetés egyes tételeit külön-külön vizsgáljuk meg abból a szempontból, hogy az év első hét<sup>10</sup> hónapjában az adott kiadási vagy bevételi tétel hogyan alakult az előirányzathoz, illetve az elmúlt évek megegyező időszakához képest, és ezekből következtetéseket vonunk le arra vonatkozóan, hogy mely tételeknél várható elcsúszás, illetve felülteljesítés. Ezekhez figyelembe vesszük a központi alrendszer gazdálkodására vonatkozó adatokat, a külső körülmények, illetve a makropálya várható alakulását. Ezeket a költségvetési törvényben található előirányzatokkal vetjük össze.

### *A bevételi oldalon többlet várható*

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

A fogyasztáshoz kapcsolódó adók esetén a legnagyobb kérdés az áfabevételek alakulása. A gazdaság fehéritése miatt – online kasszák – a kormányzat tavaly és idén is nagyobb bevételekkel számolt, ám az új kasszákra való átállás nehézségei és a makroprognózisok tévedései – a vártnál alacsonyabb infláció – miatt a bevételi tervek felülmúlták a

<sup>10</sup> Részletes adatok csak az első hét hónapra állnak rendelkezésünkre, ezért az előzetes nyolcadik havi adatok figyelembevételével készítjük a részletes elemzést.

teljesüléseket. Az első hét hónap után úgy véljük, hogy továbbra is látható egy bő 100 milliárd forint körüli kiesés az áfánál, ugyanakkor azt hangsúlyozzuk, hogy a kockázatok csökkentek júniusi előrejelzésünk óta. Ez azzal állhat összefüggésben, hogy az online kasszák most már széles körben elterjedtek, és a gazdaság fehéritésével kapcsolatos várakozások teljesülhetnek. Ugyanakkor az infláció történelmi mélységekben tartózkodott az elmúlt hónapokban, ami, figyelembe véve a Kormány költségvetésben szereplő 2,4 százalékos prognózisát, könnyen indokolhatja az elmaradást a tervezettől. A jövedéki adó esetén teljesülhet az előirányzat, ugyanakkor a tranzakciós illeték esetén nehéz előrejelzést adni. A tavaly bevezetett adónemnél a 2013. évvel való összehasonlítás nehézkes, hiszen kulcsemelés és egyszeri befizetés is történt. Az időarányoshoz képest ugyanakkor az első héthavi bevétel jobb, ezért egyelőre itt nem látunk kockázatokat.

A lakossági befizetések esetén – amit nagyrészt a személyi jövedelemadó fed le – az előirányzatokhoz képest többletbevételt látunk. Hasonlóan az szja-hoz, a járulékoknál is többletbevételt várunk, ez összefüggésben áll a gazdálkodói befizetéseknél felvázoltakkal: a kata és kiva adónemek kisebb járulékkerhet rónak a vállalkozásokra, ám a kisebb érdeklődés miatt itt kieső bevételek is kisebbek lesznek, ami végső soron az előirányzatnál magasabb bevétellel jár.

A bevételi oldalon még érdemes megemlíteni, hogy a nyár elején elfogadott új adónem, a reklámadó már 2014-ben terheli a vállalkozásokat, ám hatása költségvetési szempontból nem jelentős: éves szinten legfeljebb 10 milliárd forintos bevételt jelent. Másrészt érdemes még szót ejteni a frekvenciahasználati díjakról: a Kormány a költségvetési törvényben 125 milliárd forintban rögzítette a mobilfrekvenciák idei kiosztásából befolyó bevételek mértékét. A májusban meghirdetett pályázat ugyanakkor már csak 104 milliárd forinttal számol, ezért itt látunk egy 20 milliárd forintos potenciális bevételkiesést.

Összességében a gazdálkodói befizetések, a fogyasztási típusú adók okozta kiesést képes kompenzálni a lakossági befizetésekből és járulékokból befolyó többletbevétel, ezért véleményünk szerint az adóbevételek oldaláról egy közel 100 milliárd forintos bevételi többlet várható 2014-ben.

### *A kiadások enyhén a terv felett alakulnak*

A kiadási oldalon is látható néhány olyan tétel, amelynél eltérés látszik az előirányzatokhoz képest. A lakástámogatások soron egy kisebb, a GDP 0,1 százalékára rúgó megtakarítás nem kizárt. Ennek oka, hogy ezen a soron található az árfolyamgát támogatása, viszont az alacsony igénybevétel – ami indokolható a végleges devizahiteles mentőprogramra való kivárással – miatt itt a kiadások elmaradhatnak a tervezettől. Közel hasonló volumenű megtakarítás látszik a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alapnál is. Itt részben a családi támogatások és a korhatár alatti ellátások esetén is megtakarítás körvonalazódik. Utóbbinak oka, hogy a korábban vártnál erősebben érvényesülnek azok az intézkedések, amelyek

szigorították a korhatár előtti nyugdíjba vonulás lehetőségét. A Nemzeti Foglalkoztatási Alap esetén ugyanakkor egy, az előbbi kettő összegével nagyjából megegyező kiadástöbbséggel számolunk. Ennek oka, hogy idén várhatóan fenntartják a téli közmunkaprogramokban részt vevő 200 ezer fő foglalkoztatását. A nagy társadalombiztosítási alapok esetén nem látszanak feszültségek, ugyanakkor az Egészségbiztosítási Alap esetén érdemes megemlíteni, hogy a pénzbeli ellátásoknál a gyed esetén megtakarítás látszik, aminek feltehetően az oka az, hogy az idén év elején bevezetett „gyed extra”<sup>11</sup> iránti igény elmarad a várttól. Az itt található megtakarítást kompenzálja, hogy túlköltség látszik a táppénz és egyéb pénzbeli ellátások esetén. A rokkantsági és rehabilitációs ellátások esetén is megtakarítás várható, ám ezt a folyamatot felismerve a központi költségvetéstől érkező források is kisebbek lettek, így itt is nullszaldó látszik.

Jelentős bizonytalanság mellett ugyan, ám feltehetően egy jelentősebb kiadási többlet keletkezhet a költségvetési szervek nettó kiadásai esetén. Ezen a soron a kormányzat jellemzően többet költ a tervezettnél, ugyanakkor az első 7 hónap után az előirányzat közel kétharmadát már elköltötték, ami meghaladja az előző évekre jellemzőt. A bizonytalanságot az okozza, hogy az EU-s forrásokhoz kapcsolódó kifizetések esetén a szokásosnál magasabb a kifizetések megelőlegezése. Amennyiben az év vége felé megjelenik ezeknek a kiadásoknak az ellentételezése, az csökkenti a kockázatokat, de egyelőre számolunk egy 100 milliárd forint körüli elcsúszással.

### *Tartható az önkormányzati egyenleg tervezett többlete*

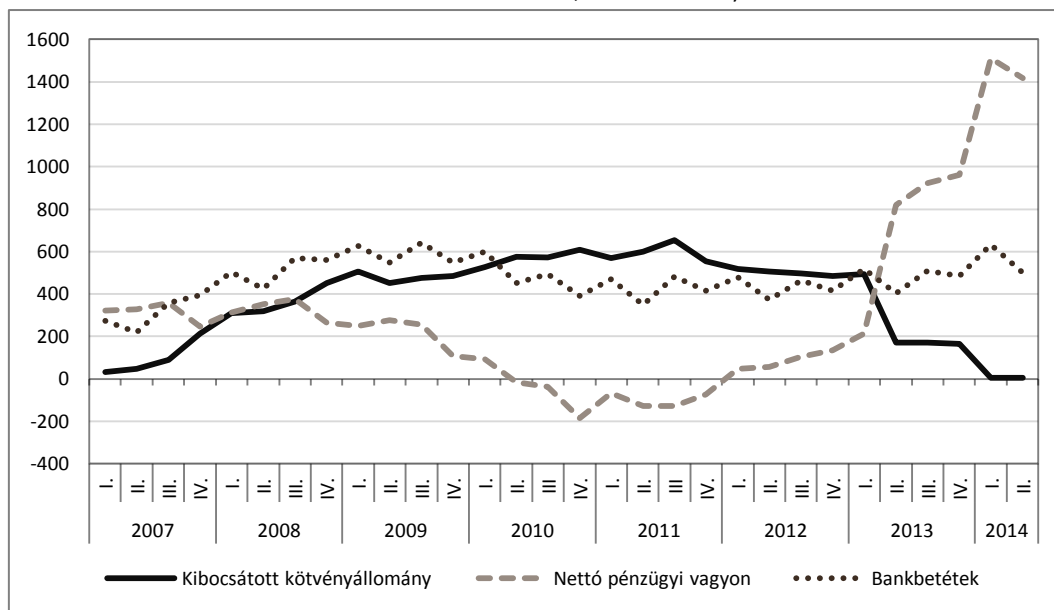
A központi alrendszeren túl még fontos megvizsgálni az önkormányzatok gazdálkodását. Ez a terület korábban jelentős veszélyt jelentett a hiánycélok teljesítése szempontjából, de az önkormányzati gazdálkodás átszervezése és az adósságkonszolidáció után a kockázatok jelentősen mérséklődtek. Idén az első két negyedévben folytatódtak a kedvező folyamatok, egyelőre kockázatok nem láthatók – legalábbis a Magyar Nemzeti Bank által publikált államháztartási pénzügyi számlák alapján. Ezek ugyan nem tükrözik pontosan az önkormányzati szektor gazdálkodását, de iránymutatásként szolgálnak a folyamatokat illetően. Ezek szerint a kibocsátott kötvények állománya gyakorlatilag nullára esett az idén, miközben a bankbetétek immár több éve stagnálnak 400–600 milliárd forint környékén. A szektor nettó pénzügyi vagyona 1400 milliárd forint környékén mozgott a második negyedév végén, ami némi romlás az első három hónaphoz képest, de így is jelentősen emelkedett a 2013. év végi, közel 1000 milliárd forinthez képest.

<sup>11</sup> Az intézkedéscsomag négy lépésből áll:

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



28. ÁBRA: AZ ÖNKORMÁNYZATOK PÉNZÜGYI MUTATÓINAK ALAKULÁSA (ÁLLOMÁNYI ADATOK, ADOTT NEGYEDÉV VÉGE, MILLIÁRD FT)



Forrás: MNB

2014 elejétől az uniós irányelveknek megfelelően a tagállamok kötelesek közölni az önkormányzatok pénzforgalmi egyenlegének negyedéves alakulását is. Ezen adatok előnye az előbb bemutatotthoz képest, hogy pontosabban leképezik a szektor gazdálkodását, ugyanakkor később is publikálják őket, ezért egyelőre csak az első negyedéves adatok állnak rendelkezésre. Ezek alapján 2014 első negyedévében az önkormányzatok 125 milliárd forintos, a GDP 0,4 százalékára rúgó többletet értek el. A többlet a teljes államháztartás szempontjából kedvező hír, ugyanakkor ezt az adatot fenntartásokkal kell kezelni előnyei ellenére. Egyrészt ezek nem konszolidált adatok, nincsenek kiszűrve a központi alrendszerrel fennálló kapcsolatoktól, másrészt az első negyedévekben csak a bevételek és kiadások időarányosnál kisebb része teljesül, így az első három hónap adataiból egyelőre nehéz következtetéseket leszűrni a teljes évre vonatkozóan. Ez különösen igaz idén, hiszen, választási év lévén, ilyenkor a kiadások az átlagosnál magasabbak. Ugyanakkor egyrészt az önkormányzatok eladósodásának tilalma, másrészt a beruházások EU-s forrásokból történő finanszírozása miatt a választások feltehetően idén nem járnak akkora kockázatokkal, mint korábban. Összességében egyelőre úgy véljük, hogy nincs veszélyben a költségvetési törvényben szereplő előirányzat, ami a GDP arányában 0,1 százalékos többlettel számol.

### *Az évközi intézkedések célja a költségvetési biztonság*

A Kormány a nyár folyamán egy hozzávetőlegesen 110 milliárd forintra rúgó zárolásról döntött. Varga Mihály nemzetgazdasági miniszter érvelése szerint költségvetési biztonsági szempontok miatt döntöttek a zárolás mellett, a költségvetés az eredeti terveknek megfelelően halad. Néhány évközi döntéssel indokolta a zárolásokat: a közmunkaprogramok erősítése, egyes közszolgáltatást végző cégek megvásárlása, illetve egyes uniós ügyek,

melyek során néhány esetben átmenetileg Magyarországnak kell finanszíroznia a programokat. Amennyiben a makrogazdasági és államháztartási folyamatok megfelelően alakulnak, akkor elképzelhető, hogy az év vége felé felszabadítható a zárolt összeg, illetve annak egy része. A központi költségvetés szerveinek és a társadalombiztosítás alapjainak közel 40 milliárd forintos zárolással kell szembesülniük, az elkülönített pénzalapoknak pedig bő 15 milliárd forintot kell megtakarítaniuk. Utóbbiak esetében a Nemzeti Foglalkoztatási Alapot és a Kutatási és Technológiai Innovációs Alapot érinti leginkább az intézkedés. A Miniszterelnökséghez tartozó tartalékból, a Rendkívüli kormányzati intézkedések soron 20 milliárd forintos megtakarítást irányoztak elő. A Beruházási Alapot közel 35 milliárd forint értékben érinti a zárolás, ám erről nincs pontos információ, mivel a határozat ezekről pontosan nem rendelkezik, de kiindulva a nemzetgazdasági miniszter szavaiból, feltehetően ekkora megtakarítást kell elérni ezen a soron. A határozat szerint számos beruházást felmentettek a zárolás alól, amelyeket viszont nem, azok esetén sem várható a fejlesztések leállítása, hanem egyelőre a 2015-re való elcsúsztatás van napirenden. A későbbiekben várhatóan több információnk lesz arról, mely beruházásokat halasztja el a kormányzat.

A zároláson felül még van egy eszköz a kormányzat kezében, amellyel kezelni tudja az esetleges költségvetési elcsúszásokat, ez pedig az Országvédelmi Alap, azaz a tartalék. Ennek mértéke 100 milliárd forint, amellyel úgy számolunk előrejelzésünkben, hogy nem költik el, azaz ezt teljes mértékben a kockázatok fedezésére lehet felhasználni.

Fontos megemlíteni, hogy a magyar állam idén néhány vállalatban részesedést vásárolt, amit figyelembe kell venni a pénzforgalmi hiány és az államadósság számításánál is. Ezek nagyrészt közműszolgáltatók – Antenna Hungária, Magyar Gáz Tranzit Zrt., AVE Magyarország Kft., Főgáz Zrt. –, illetve az MKB Bank. Ezekre az eszközökre összesen 169 milliárd forintot költött a költségvetés, ami a GDP-nek hozzávetőlegesen 0,5 százaléka. Az MKB esetén a korábbi német tulajdonos elengedte a követeléseit, ami miatt a kockázatok is csökkentek a bank körül, ezért úgy számolunk, hogy idén a vételáron kívül más nem terheli a költségvetést az MKB-t illetően.

### *A hiány a terveknél is kedvezőbben alakulhat*

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

Amennyiben az uniós módszertan szerinti ESA-egyenleget számítjuk, akkor nem kell figyelembe vennünk a fent említett részesedésvásárlásokat, viszont számszerűsíteniük kell a pénzforgalmi egyenleg és az uniós egyenleg közti tételeket, az úgynevezett ESA-hidat. Ez a törvényi előirányzat szerint idén a GDP arányában 0,2 százalékos többletet jelent. Az MNB

előrejelzése azonban ugyanekkora mértékű negatívummal is számol itt, néhány korrekciónak köszönhetően. Ennek hatására véleményünk szerint közel 150 milliárd forinttal lehet kedvezőbb az ESA-egyenleg a vártnál, azaz az eredeti 2,9 százalékos hiánycél a GDP 0,5 százalékaival lehet kedvezőbb, azaz 2,4 százalékos ESA-hiányt várunk idén.

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

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

Forrás: Századvég-számítás

Amennyiben az államadósság alakulását vizsgáljuk, akkor a pénzforgalmi hiány nagysága a kérdéses, ehhez az ESA-hidat le kell vonni, illetve hozzá kell adni a részesedésvásárlásokat. Ebben az esetben az államháztartási hiány némileg meghaladja előrejelzésünk szerint a 900 milliárd forintot, azaz a GDP 3 százalékára rúghat idén.

### *Az államadósság csökkentéséhez beavatkozásra lehet szükség*

A magyar szabályozás értelmében akkor teljesül az államadósságra vonatkozó előírás, ha a megelőző évhez képest a GDP-arányos államadósság-ráta csökken változatlan árfolyam mellett. Alapul véve intézetünk ideji GDP- és inflációs előrejelzését, illetve az előbb bemutatott deficitprognózist, számításaink szerint a 2014. év végi államadósság 78 százalékra csökkenhet változatlan forint/euró árfolyam mellett a 2013. évi 79,2 százalék után. Amennyiben az árfolyam változatlanságának feltételezésével nem élünk, akkor az államadósság mértéke nő, 79,5 százalékra. Ennek fő oka, hogy a 2013. év végi, 297 forintos

euróárfolyamhoz képest az idei negyedik negyedévben ennél rosszabb, 311,5 forintos euróval számolunk.

Tavaly év végén a kincstári egységes számla<sup>12</sup> (KESZ) állománya jelentős mértékben csökkent a korábbi hónapokhoz képest: 752 milliárd forintot tett ki, holott 2013-ban átlagosan 1400 milliárd forint felett tartózkodott. Ilyen alacsony utoljára a KESZ-állomány a 2008-at megelőző időszakban volt. Az államadósság tavalyi csökkenése (a 2012-es 79,8 százalékról) részben azzal volt magyarázható, hogy a KESZ-állomány jelentősen csökkent, a 2012. decemberi 1378 milliárd forintról 752 milliárd forintra. Jelenleg a KESZ-állomány magas, júliusban 2100 milliárd forint felett tartózkodott. Amennyiben az előrejelzésünk szerint nőne az államadósság, akkor a csökkenő államadósság érdekében a KESZ-állományt 2014 decemberében további 120 milliárd forinttal kell csökkenteni a 2013. év végi állományhoz képest.

## **Kiigazítás nélkül teljesíthető a 2015-ös hiánycél**

A 2015. évi költségvetésjavaslat feltehetően csak októberben lesz nyilvános, várhatóan ekkor nyújtja be azt a Kormány az Országgyűlésnek. Ennek hiányában ezért részletes elemzést és véleményt kialakítani nem tudunk a költségvetésről, ugyanakkor a 2014. évi költségvetési előrejelzésünkéből, mint bázisból kiindulva technikai kivetítést tudunk készíteni a 2015. évre vonatkozóan. Ehhez erősen támaszkodunk intézetünk aktuális makrogazdasági előrejelzésére, és felhasználjuk többek között a konvergenciaprogramot, az ismert intézkedéseket, a 2014. évi költségvetést és a törvényi előírásokat. A kivetítést a központi alrendszerre vonatkozóan konszolidáltan közöljük, ehhez adjuk hozzá az önkormányzatok gazdálkodásának egyenlegét. A kivetítést az idei előrejelzéssel vetjük össze, és bemutatjuk a változásokat mind folyó, mind változatlan áron.

### *Növekvő bevételek, de csökkenő adócentralizáció*

A gazdálkodószervezetek befizetéseinél nominálisan 4,3 százalékos lehet a növekedés, ami reálértelemben 2 százalék feletti ütemet jelent. Eddigi információink szerint jelentős változás nem várható az adórendszerben jövőre, egyedülként a reklámadót lehet itt említeni, de ennek költségvetési hatása nem jelentős, évesítve 10 milliárd forint körül alakulhat. A társasági adóból befolyó bevételek nőhetnek jövőre változatlan áron, ahogy az evabevételek is, alapvetően a 2013-hoz képest gyorsuló infláció és a gazdasági növekedés hatására. Az eva esetén a Kormány csökkenéssel számolt már 2014-re vonatkozóan is a kisadók megjelenése miatt, de a vállalkozások a vártnál kisebb érdeklődést mutatnak a kisadók iránt, ezért jövőre nem számolunk csökkenéssel, az adóalanyok várhatóan nem hagyják el az evarendszert tömegesen. A kiva és a kata esetén úgy véljük, hogy a vállalkozások túlnyomó része már

<sup>12</sup> A Magyar Államkincstárnak az MNB-nél lévő számláját nevezzük KESZ-nek, amely az állam pénzmozgásainak lebonyolítására szolgál.

átlépett az új adórendszerbe, amennyiben ez szándékában állt, ezért jövőre vonatkozóan már nem számolunk további csökkenéssel itt sem. Amennyiben a Kormány további finomhangolásokról dönt a két kisadót illetően, az növelheti az innen befolyó bevételeket jövőre. A bankadó esetén nem várunk változást, bár itt módosítások nem zárhatók ki – legalábbis ez szűrhető le Varga Mihály nemzetgazdasági miniszter szavaiból, aki szerint a bankadó és a pénzügyi tranzakciós adó esetén elképzelhetők változások a hitelezés élénkítése érdekében. A kisebb gazdálkodói típusú adónemek esetén (bányajáradék, játékadó, energiaellátók jövedelemadója) alapvetően nominális stagnálással számolunk.

A fogyasztáshoz kapcsolódó adóknál hasonló dinamikát várunk, mint a gazdálkodói befizetéseknél. A legnagyobb tételt jelentő áfánál reálnövekedéssel számolunk, így végeredményben kivetítésünk szerint a 2015. évi bevételek nagyjából a 2014. évi előirányzatokkal egyezhetnek meg. Ennek oka, hogy a vártnál alacsonyabb inflációs környezet és a gazdaságfehérítéshez kapcsolt túlzott várakozások (online kasszák) miatt a kormányzat felültervezte az áfabevételeket – ehhez kapcsolódik az, hogy idei évre vonatkozóan elmaradást várunk az áfabevételeknél. A költségvetés idei alakulása alapján látható, hogy az online kasszáktól várt fehéredés egyre inkább érvényesül, és az infláció is emelkedik jövőre, ami miatt 2015-ben már nem számolunk további kieséssel. A jövedéki adónál is várható növekedés, bár itt a dohánytermékek iránti kereslet csökkenése miatt a nominális fogyasztási kiadások növekedési ütemétől elmaradhat a dinamika. Jelentős bizonytalanságot okoz a pénzügyi tranzakciós illeték. Ahogy korábban már elmondtuk, az idei évre vonatkozó előrejelzés is bizonytalan, ami kérdésessé teszi a 2015-ös kivetítést, másrészt a hitelezés élénkítése érdekében is várhatók módosítások az adónemet illetően.

A lakossági befizetések esetén egy nominálisan 4, változatlan áron 1,7 százalékos növekedést várunk, amit nagyrészt a személyijövedelemadó-bevételek növekedése magyaráz, ami a bruttó bérdinamikával áll párhuzamban. Illetve a pedagógus-béremelés további folytatása is emeli az itt befolyó bevételeket. A járulékoknál is hasonló ütem várható, itt az a kérdés, hogyan változik a kata/kiva adónemeket igénybe vevők köre. Amennyiben az ezen adónemeket választó vállalkozások száma bővül jövőre, akkor a járulékokból befolyó bevételek a vártnál kisebb mértékben növekedhetnek.

Az egyéb bevételek soron látható jelentős, 20 százalékot meghaladó csökkenés a frekvenciadíjakhoz köthető. Az idén eredetileg 120 milliárdos, majd 100 milliárd forintra korrigált bevétel csak idén érvényesül, a magasabb idei bázishoz köthető a csökkenés. Ugyanakkor ez nem jár a hiány növekedésével, mivel ez a bevétel a Beruházási Alapba került, így ennek hiányában a beruházások is ekkora mértékben csökkennek jövőre.

Összességében jövőre a központi alrendszer konszolidált bevételei nominálisan 3,2, reálértelemben 0,9 százalékkal nőhetnek a 2014. évi előrejelzésünkhöz képest. Az ez alapján számított adócentralizáció, azaz összes adó- és járulékbevétel GDP-arányos nagysága a 2014.

évi 37,1 százalékról 36,8 százalékra csökkenhet 2015-ben, hiszen a GDP nominális növekedése meghaladja az adóbevételek növekedését.

### *Jelentős csökkenés várható a kiadási oldalon*

A kiadási oldalon a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alapnál nominális stagnálással számolunk. Ezt egyrészt az okozza, hogy a korhatár alatti ellátások fokozatosan szűkülnek, másrészt a konvergenciaprogramban a Kormány megfogalmazta, hogy a szociális juttatásokat alapvetően az igénybe vevők száma határozza meg, azaz a juttatások mértékének emeléséről nem esik szó.

A központi költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai 6,4 százalékkal emelkedhetnek nominálisan kivetítésünk szerint – ez a legnagyobb növekedést felmutató kiadási tétel. Ezt több tényező magyarázza. Egyrészt a központi szervek áru- és szolgáltatásvásárlásai esetén egy inflációtól elmaradó növekedésre nyílik lehetőség. Ugyanakkor nem ez magyarázza a reálnövekedést: a 2014-ben zárolt 110 milliárd forint 2015-ben megjelenik, hiszen a zárolás tulajdonképpen a beruházások 2015. évre való elhalasztását jelenti. Így a korábbi, 2014. évi előirányzatokhoz képest 110 milliárd forinttal több kiadás várható itt, ami párosul azzal, hogy 2015-ben is folytatódik a pedagógus-béremelés, ami további 40–50 milliárd forintot jelent. A növekedést ugyanakkor tompítja, hogy a beruházások szintje csökken a frekvenciadíjak kiesésével, de ez nem elég ahhoz, hogy kompenzálja a növekedést. Amennyiben a lehívott uniós források tovább nőnek 2014-hez képest, akkor azok önrészvonzata miatt a kiadások a várakozásunkhoz képest még magasabbak lehetnek.

Az elkülönített alapok kiadásai esetén egy közel 10 százalékos kiadáscsökkenéssel számolunk 2014-hez képest. Ez a Nemzeti Foglalkoztatási Alaphoz, azon belül a közmunkaprogramokhoz kötődik. Idén kormánydöntés miatt 200 ezer főre emelték a közmunkában foglalkoztatottak számát, a jövő évre vonatkozó tervek még nem ismertek. Feltételezésünk szerint ez a létszám hosszú távon nem fenntartható, így 2015-ös előrejelzésünkben csökkentettük a közmunkaprogramok kiadásait, így azok hozzávetőlegesen megegyeznek az eredeti 2014. évi tervekkel.

A társadalombiztosítási alapok kiadásai reálértelemben enyhén csökkennek várakozásaink szerint 2015-ben. A legnagyobb részt kitevő nyugdíjak a törvényi szabályozás szerint az infláció mértékével nőnek, ugyanakkor számos tétel az inflációt el nem érő ütemben nő, ami magyarázza a kiadások reálcsökkenését. Ide tartoznak az egészségügyi alap bizonyos kiadásai (gyógyszerár-támogatások, gyógyászati segédeszközök), melyek növekedése a konvergenciaprogram szerint az inflációtól elmarad.

A kamategyenleg növekedhet 2015-ben a 2014. évi előirányzatokhoz képest. Számításaink szerint a jövő évi kiadások az előző évek átlagának megfelelően a GDP 4 százaléka körül alakulhatnak. A tartalékok mértékét illetően abból indultunk ki, hogy azokban változást nem

várunk 2014-hez képest.<sup>13</sup> Ezt alátámasztja a konvergenciaprogram is, amely úgy fogalmaz, hogy a makrogazdasági kockázatok jelentős mérséklődése mellett a hiánycélok biztonságos elérésének érdekében középtávon indokolt fenntartani a GDP 0,3–0,4 százalékanak megfelelő mértékű kockázati tartalékot, ami az Országvédelmi Alapnak felel meg.

A feltételezések teljesülése esetén a központi alrendszer konszolidált kiadásai 1,6 százalékkal emelkedhetnek 2015-ben 2014-hez képest, ami változatlan áron 0,8 százalékos csökkenést jelent. Az összes kiadás a 2014. évre kalkulált 42,2-ről 40,7 százalékra esik a GDP-arányosan.

### *Tartható a 2015-ös hiánycél, csökken az államadósság*

Az önkormányzatok gazdálkodásának megítélése során abból indulunk ki, hogy lezajlott az adósságkonszolidáció, azaz az egyenleg további szignifikáns javulása nem várható. Ugyanakkor az önkormányzatok 2013 óta nem tervezhetnek működési hiánnyal, és a hitelfelvétel is szabályozott, ami miatt a hiány elszaladása sem valószínű. 2014-ben a helyhatósági választások jelentenek némi kockázatot az egyenlegre vonatkozóan, de 2015-ben ez már nem jelentkezik, ezért elfogadjuk a kormányzat előrejelzését – ami a 2014. évi költségvetési törvényben található –, amely 10 milliárd forintos többlettel számol.

4. TÁBLÁZAT: INTÉZETÜNK KIVETÍTÉSE A 2015-ÖS KÖLTSÉGVETÉS ALAKULÁSÁRÓL A 2014-ES PROGNÓZISHOZ KÉPEST (%)

	Nominális változás	Reálváltozás
<b>Bevételek</b>		
Gazdálkodói szervek befizetései	4,3	2,1
Fogyasztáshoz kapcsolt adók	4,4	2,1
Lakossági befizetések	4,0	1,7
Járadékok	3,9	1,6
Elkülönített alapok egyéb bevételei	2,1	0,0
Egyéb bevételek	-25,7	-27,9
<b>Összes, központi alrendszerre konszolidált bevétel</b>	<b>3,2</b>	<b>0,9</b>
<b>Kiadások</b>		
Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap	0,0	-2,3
Központi költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai	6,4	4,1
Elkülönített alapok kiadásai	-9,0	-11,2
Tb-alapok kiadásai	2,1	-0,2
Egyéb kiadások	-6,6	-8,9
Kamategyenleg	5,4	3,1
Tartalékok	0,0	-4,8
<b>Összes, központi alrendszerre konszolidált kiadás</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,8</b>
<b>Egyenleg</b>		
<b>Államháztartás egyenlege</b>	<b>-2,7</b>	<b>-</b>
<b>Államháztartás egyenlege tartalékok zárolása esetén</b>	<b>-2,3</b>	<b>-</b>

Forrás: Századvég-számítás

<sup>13</sup> 2014-ben az Országvédelmi Alap 100 milliárd forintot, a rendkívüli kormányzati intézkedések és a céltartalékok közel 190 milliárd forintot jelentenek, azaz az összes 2014. évi tartalék 290 milliárd forintot jelent.

A fentebb vázoltak alapján az államháztartás pénzforgalmi hiánya 2015-ben a GDP 2,7 százaléka lehet – a konvergenciaprogram 2,8 százalékos hiánnyal számol. Amennyiben az Országvédelmi Alapot nem költik el, akkor 2,3 százalék lehet a deficit.

Az államadósság számításánál abból indulunk ki, hogy a kormányzat minden megtesz annak érdekében, hogy a GDP arányos ráta ne nőjön, ezért feltételezésünk szerint az államadósság GDP arányos értéke 2014 végén 79,1 százalék. Ezt, illetve a 2015 végére vonatkozó árfolyamot, növekedést és inflációt figyelembe véve, a 2,7 százalékos hiánnyal számolva az államadósság 2015 végére a GDP 77,7 százalékára süllyedhet. A forint árfolyama előrejelzésünk szerint némileg erősödik 2015 végén 2014 végéhez képest, így ezt a hatást kiszűrve – azaz az Alaptörvény adósságszabálya szerint számítva – az államadósság a GDP 77,9 százaléka lehet 2015 végén.



## A Kormány, az Európai Bizottság és a Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzéseinek összevetése

*Az Európai Bizottság legutóbbi előrejelzése májusban látott napvilágot, míg a magyar Kormány legfrissebb publikus prognózisa az áprilisi konvergenciaprogramban található. Intézetünk mostani előrejelzését ezekkel vetjük össze, de felhívjuk a figyelmet, hogy az eltérésekben jelentős szerepet játszik az előrejelzések közt eltelt idő. A 2014. évi tavaszi és őszi GDP-előrejelzések közötti legfőbb eltérés a belső felhasználás korábban vártnál dinamikusabb emelkedése, így intézetünk jóval erősebb növekedést vár. Ugyanakkor az erősödő import és a romló külső környezet hatására a nettó export zsugorodását várjuk, míg a Kormány és a bizottság növekedéssel kalkulált. A 2015. évi kilátások összességében jelentős eltérést nem mutatnak, kivételt a belső és külső forrású növekedés mértéke jelent. A tartósan alacsonyabb inflációs várakozásunk elsősorban a maginfláción kívüli tételek árnövekedést jobban visszafogó hatásával magyarázható. A munkaerőpiac tavaszinál kedvezőbb idei kilátásait az egyre erősödő munkakereslet indokolja. Jövőre ugyanakkor a közfoglalkoztatottak számának feltételezett csökkenése miatt a munkanélküliségi ráta stabilizálódását várjuk, míg a többi előrejelzés további javulást vetít előre. A költségvetési hiány esetében intézetünk alacsonyabb idei prognózisa az év közben elfogadott zárolással magyarázható, míg az államadóságra vonatkozó eltéréseket a makropályák különbsége indokolja. A 2015. évben nem látszanak jelentős különbségek a költségvetési számokban, bár intézetünk az államadóság-ráta erősebb csökkenését várja, de a kivetítést számottevő kockázatok övezik.*

A fejezet célja, hogy összhangban az államháztartásról szóló 2011. évi CXCV. törvény (későbbiekben Áht.) 13/B §-ában, valamint a 368/2011. (XII. 31.) kormányrendelet 18/A §-ában foglaltakkal, megvizsgáljuk a különböző intézmények (Kormány, Európai Bizottság, Századvég Gazdaságkutató Zrt.) előrejelzéseit, és elemezzük az eltérések főbb okait.

Tanulmányunk készítésének időpontjában még nem jelent meg az Európai Bizottság őszi esedékes előrejelzése, így a 2014 májusában nyilvánosságra hozott, legfrissebb érvényben lévő kitekintését vesszük alapul.<sup>14</sup> A Kormány a tanulmány készítésének időpontjában még nem nyújtotta be a 2015. évi költségvetésről szóló törvényjavaslatát, mely tartalmazná a kormányzat legfrissebb makrogazdasági prognózisát és az államháztartási folyamatok alakulását. Ebből fakadóan a legfrissebb, teljes körű prognózist a 2014 áprilisában megjelent konvergenciaprogram tartalmazza, mely a jelenlegi összehasonlításunk alapjául szolgál.<sup>15</sup> A fenti előrejelzéseket a Századvég Gazdaságkutató Zrt. 2014 szeptemberében nyilvánosságra

<sup>14</sup> Európai Bizottság [2014]: European Economic Forecast Spring 2014, 2014. május.

<sup>15</sup> Magyarország Kormánya [2014]: Magyarország Konvergencia Programja 2014–2017, 2014. április.

hozott legfrissebb várakozásával vetjük össze. Ezért felhívjuk a figyelmet, hogy az eltérésekben jelentős szerepet játszik az előrejelzések közt eltelt idő.

5. TÁBLÁZAT: A FŐBB MAKROGAZDASÁGI ÉS ÁLLAMHÁZTARTÁSI MUTATÓKRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSEK (2014)

	2013		2014	
	Tény	Európai Bizottság	Konvergenciaprogram	Századvég
GDP-növekedés (% , év/év)	1,1	2,3	2,3	3,3
Infláció (% , év/év)	1,7	1,0	0,8	0,2
Munkanélküliségi ráta (%)	10,2	9,0	9,1	8,2
Költségvetési egyenleg (GDP %-ában)	-2,2	-2,9	-2,9	-2,4
Bruttó államadósság (GDP %-ában)	79,2	80,3	79,1	79,1

*Forrás: Eurostat, European Economic Forecast Spring 2014, konvergenciaprogram, Századvég-számítás*

A magyar gazdaság 2014. évre vonatkozó növekedési kilátásait az Európai Bizottság és a Kormány hasonlóan értékelte. Mindkét előrejelzés az export dinamikus bővülésével és így a nettó export pozitív hozzájárulásával kalkulált. Mindeközben a belső felhasználás erősödését vetítették előre, melyet a rendelkezésre álló jövedelmek, a mérlegalkalmazkodás lassulása és az óvatossági motívumok enyhülése segít. Továbbá a Kormány külön kiemelte előrejelzésében az uniós források és a Növekedési Hitelprogram beruházásokat ösztönző hatását. A tavaszt követően beérkezett legfrissebb tényadatok – melyekkel a Századvég legfrissebb előrejelzése már kalkulál – nagyjából alátámasztották a bizottsági és a kormányzati várakozásokat a folyamatokat illetően, ugyanakkor tényadatok szintjén jóval alulbecsülték azokat. A várakozást meghaladó mértékű beruházásnövekedés, valamint a rendelkezésre álló jövedelem dinamikus bővülése révén a fogyasztás beindulása 2014 első fél évében a belső felhasználás jóval erőteljesebb teljesítményét implikálta. Összességében tehát a Századvég magasabb GDP-előrejelzése a tényadatok ismeretében indokolt. Ugyanakkor intézetünk a 2014. évben arra számít, hogy kizárólag belső forrásokból táplálkozik a gazdasági növekedés. Ennek oka, hogy a várakozáson felüli belső teljesítmény importvonzata is jelentősebb. Az import a teljes előrejelzési horizonton meghaladja az export volumenének növekedését, és így a külkereskedelmi aktívum szűkülésére, a nettó export GDP-növekedéshez való negatív hozzájárulására számítunk. A Kormány és a bizottság előrejelzése a visszafogottabb belső kereslet miatt még a nettó export bővülését vetítette előre. További fontos eltérés, hogy tavasz óta a világgazdaság konjunkturális kilátásai is jelentősen romlottak: egyrészt az ukrán–orosz válság önmagában is komoly visszafogó tényezőt jelent, amelyet a különböző szankciók súlyosbítanak. Emellett a fejlett és a fejlődő gazdaságok növekedése is lassult a második negyedévben. Mindezek indokolják, hogy a kormányzati és bizottsági előrejelzésektől eltérően intézetünk a nettó export zsugorodásával számol.

Az éves fogyasztóiár-indexre vonatkozó tavaszi előrejelzések és a Századvég őszi prognózisa jelentős eltérést mutat. Míg a Kormány és a bizottság 1, intézetünk 0 közeli inflációt jelez

előre 2014-re. Annak ellenére, hogy a tavaszi előrejelzések már számoltak a közműdíjcsökkentések hatásával, annak mértékét alulbecsülték. Emellett a kedvezően alakuló mezőgazdasági termelés nyomán a feldolgozatlan élelmiszerek ára is tovább csökkent. A lakosság inflációs várakozása tartósan csökkent az elmúlt hónapok folyamán, jelenleg tartalmazza a jegybanki 3 százalékos inflációs célt. Mindez szintén az infláció mérséklésének irányában hat. A tavaszi előrejelzések még nem számolhattak az orosz embargó miatt kialakuló túlkínálattal és árcsökkentő hatással sem. Összességében tehát az új gazdaságpolitikai fejlemények, illetve a tényadatok indokolják a tavaszi és az őszi prognózisok közötti eltérést.

A munkaerőpiac esetében végeredményben mind a Kormány, mind az Európai Bizottság hasonló folyamatokat jelzett előre. Bár előbbi a foglalkoztatottság dinamikusabb bővülését vetítette előre 2014-re, ugyanakkor az aktivitásra vonatkozó prognózisokban való eltérés indokolhatja a közel azonos munkanélküliségi rátát. Szintén alátámasztja az azonos képet, hogy a gazdasági növekedés üteme is egyforma, így a versenyszféra munkaerő-keresletének emelkedését is hasonlóan ítélték meg. A tavasz óta beérkezett tényadatok a gazdaság erőteljesebb bővülését, a vállalatok profitabilitásának javulását és így a munkaerő iránti kereslet jelentős emelkedését mutatták. Mindennek következtében a munkanélküliségi ráta is folyamatosan csökkent az elmúlt hónapokban, így a Századvég előrejelzése szerint összességében 2014-ben megközelítheti a 8 százalékot.

A költségvetési hiányokat tekintve mind a bizottsági, mind a kormányzati előrejelzés idénre 2,9 százalékos hiánnyal számolt, míg szerintünk – a tartalékok el nem költése esetén – az ESA-hiány a GDP 2,4 százaléka körül alakulhat. Az egyik legnagyobb eltérést az okozza, hogy nyáron a Kormány bejelentett egy 110 milliárd forintos zárolást. Ezenkívül az áfabevételek esetén mért elmaradás is kisebb lett. Az MKB felvásárlása is ilyen tétel, de ez nem számít bele az uniós ESA-egyenlegbe. Az államadósság esetén ugyanakkor eltérőek az elképzelések: a Kormány úgy számol, hogy a 2013. évi 79,2 százalék után 79,1 százalékra csökken, míg a bizottsági előrejelzés 80,3 százalékra emelkedő rátával számol. Utóbbi előrejelzés ezt a jelentősen gyengülő forinttal magyarázza – amit intézetünk is figyelembe vett –, ugyanakkor a jelentős eltérésnek oka még a növekedésben lévő különbség, a bizottság alacsonyabb GDP-előrejelzése magasabb adósságrátát jelent. A konvergenciaprogramban felvázolt minimális csökkenéssel áll összhangban intézetünk előrejelzése, viszont számításaink szerint ehhez szükség lesz a KESZ-állomány tavaly év végi szintjéhez képesti visszavágására.

A 2015. évet illetően nem látszanak jelentős különbségek az egyes előrejelzések között. A jelenlegi külgazdasági folyamatok ismeretében valahol a bizottság és a Kormány előrejelzése közé várható az ideai növekedés. Fontos megjegyezni, hogy intézetünkhöz hasonlóan az Európai Bizottság is a GDP-bővülés ütemének lassulásával számolt. Ennek oka, hogy az olyan egyedi hatások, mint a Növekedési Hitelprogram vagy az uniós források felgyorsult lehívása, a jövő évben már csak mérsékelten érezteti hatását. A tavaszi prognózisok továbbá nem

számolhattak a legfőbb külkereskedelmi partnereink várhatóan mérsékeltebb gazdasági teljesítményével. Ugyanakkor mindegyik előrejelzés a belső felhasználás további erősödését valószínűsíti. Intézetünk szerint a külkereskedelmi egyenleg tovább zsugorodik, visszafogva ezzel a növekedés ütemét, míg a Kormány és a bizottság a nettó export pozitív hatásával számolt.

6. TÁBLÁZAT: A FŐBB MAKROGAZDASÁGI ÉS ÁLLAMHÁZTARTÁSI MUTATÓKRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSEK (2015)

	2015		
	Európai Bizottság	Konvergenciaprogram	Századvég
GDP-növekedés (% , év/év)	2,1	2,5	2,4
Infláció (% , év/év)	2,8	2,9	2,4
Munkanélküliségi ráta (%)	8,9	8,8	8,2
Költségvetési egyenleg (a GDP %-ában)	-2,8	-2,8	-2,7
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	79,5	78,9	77,7

*Forrás: European Economic Forecast Spring 2014, konvergenciaprogram, Századvég-számítás*

Az Európai Bizottság és a konvergenciaprogram inflációs előrejelzése éves átlagban a jegybanki célnak megfelelő 3 százalék közeli mutatót valószínűsített. Ez mindkét esetben a jövő év első negyedévében rendkívüli mértékben megugró, majd szinten maradó inflációt jelez. Az infláció felpörgése azonban meglátásunk szerint nem egy negyedév alatt megy végbe. Ezt a közműdíjcsökkentések fokozatos bázisba kerülése, valamint a lassan, de folyamatosan záródó kibocsátási rés indokolja. További eltérést jelenthet a különböző jegybanki kamatpályák feltételezése is, erre vonatkozóan azonban nem áll rendelkezésre nyilvános információ. A Századvég 2015 második felétől számol egy óvatos kamatemelési ciklussal. A fentiekből fakadóan megítélésünk szerint az előrejelzési horizont végére állhat 3 százalékon az infláció, így éves átlagban a bizottsági és a kormányzati előrejelzésnél is alacsonyabb pénzromlási ütemet várunk.

A Századvég 2015. évi munkaerő-piaci előrejelzése a munkanélküliségi ráta stagnálásával számol, míg a többi előrejelzés a mutató enyhe csökkenését vetíti előre. Az eltérés legfőbb oka, hogy bár erősödik a versenyszféra munkaerő-kereslete, ezt ellensúlyozza a közfoglalkoztatotti létszám általunk feltételezett visszaesése. Intézetünk továbbá a munkaerőpiac feszesebbé válását valószínűsíti, ami a többi előrejelzésnél magasabb bérdinamikán keresztül visszafoghatja a munkaerő-kereslet bővülésének ütemét. Az állástalansági arányok előrejelzések közötti számszaki eltérését elsősorban az előző évi bázis indokolja.

Az államháztartási folyamatokat illetően sem látszanak 2015-re vonatkozóan jelentős különbségek. Mind a bizottság, mind a Kormány 2,8 százalékos hiánnyal számol, míg intézetünk ennél minimálisan jobb hiányt, 2,7 százalékot prognosztizál. A bizottsági várakozás nem számol változással a gazdaságpolitikai környezetet illetően, az előrejelzés mögött a záródó kibocsátási rés, a bérek emelkedése és a csökkenő közösségi beruházások

állnak, amit ellentételeznek egyes deficitnövelő intézkedések (például a pedagógusok további béremelése) és a frekvenciadíjak okozta egyszeri hatás. Intézetünk előrejelzése hasonló alapon készült, kiegészítve azzal, hogy figyelembe vettük a 2014-es zárolási kiadások 2015-re való áttolását, ugyanakkor ezt kompenzálja, hogy a magasabb reálnövekedés miatt nagyobb adóbevétel-növekedéssel számolunk.

Az államadósság-előrejelzéseket tekintve a bizottság úgy számol, hogy az 0,8 százalékponttal, 79,5 százalékra csökken, míg a konvergenciaprogram 0,2 százalékpontos csökkenést vár, így a ráta 78,9 százalékra csökken. Mind a két előrejelzésnél kedvezőbb a kivetítésünk, ugyanakkor két jelentős bizonytalanságot meg kell említeni. Az egyik a devizahitelek mentőprogramjához kapcsolódik – ezt bővebben az optimista forgatókönyvnél fejtjük ki. Ez a bankadó visszafizetése miatt negatívan érintheti a pénzforgalmi egyenleget, így az államadósságot is. Másrészt nem számolunk egyszeri, pénzforgalmi egyenleget érintő tételekkel (például részesedésvásárlások), amelyek nem érintik az egyenleget, ugyanakkor kedvezőtlenül hatnak az államadósságra.

## Kockázati forgatókönyvek

*A Századvég Gazdaságkutató Zrt. által felállított makroprognózis alappályáját számos pozitív és negatív kockázat övezi. A következőkben ezért bemutatunk két alternatív – a gazdasági növekedés és a költségvetés alakulása szempontjából pozitív és negatív – forgatókönyvet. Az optimista scenárió esetén a Kormány a devizahitelek mentőcsomagját (tiszteletlen banki magatartás miatti kártérítés), illetve a családi adókedvezmény lehetséges átalakítását vettük figyelembe. Az ebből fakadó fogyasztásbővülés GDP-hatását némileg ellensúlyozza a növekvő importigény, így összességében 0,2 százalékponttal emeli meg a GDP-növekedés ütemét 2015-ben, miközben a költségvetés GDP arányában számolt egyenlegét nem érinti, de az államadóság-rátát javítja. Ezzel szemben a pesszimista forgatókönyv esetén a külső gazdasági környezet romlásával és a kockázati prémiumok emelkedésével számolunk. Az export iránti kereslet jelentős visszaesése és a forint gyengülése együttesen a gazdasági növekedést 0,4 százalékponttal fogja vissza az alappályához képest, míg a költségvetés GDP-arányos egyenlege 0,1 százalékponttal romlik és az államadóság-ráta is emelkedik.*

### **A devizahitelek mentőcsomagja és a családi adókedvezmény kiterjesztése**

Optimista forgatókönyvünkben két olyan gazdaságpolitikai intézkedés lehetséges makrogazdasági és államháztartási hatását vizsgáljuk meg, melyek nagy valószínűséggel az elkövetkező időszakban törvényerőre emelkednek. A devizahitelek mentőcsomagjának kimenetele jelenleg is bizonytalan a bírósági eljárások miatt, de a kormányzat szeptemberre ígérte azt a törvényt, amely pontosan szabályozza majd a bankok és az adósok közötti elszámolást, melyre a hitelnyújtók tisztességtelen magatartása ad alapot.

A devizahitelezéssel kapcsolatban két vizsgálandó szegmens van: az árfolyamrés és az egyoldalú kamatemelések.<sup>16</sup> Az MNB szerint az árfolyamrés miatt a hitelezőknek közel 200 milliárd forintot kell visszafizetni ügyfeleiknek. A tisztességtelen kamatemelés miatti banki kötelezettségekkel együtt így összesen 900–1000 milliárd forint is visszajárhat az ügyfeleknek. Egy átlagos ügyfélnek, aki 2007-ben 15 évre nagyjából 7 millió forintnak megfelelő svájci frank hitelt vett fel, nagyjából 200 ezer forint járhat vissza az árfolyamrés-, és további 900 ezer forint a kamatemelések miatt. Az nem eldöntött, hogy ennyit kap vissza az ügyfél, vagy ennyivel csökken a tartozása.

Az optimista scenárióban a realisabb forgatókönyvvel számolunk, vagyis azzal, hogy az adós tőketartozásából vonják le az összeget. Ha a tartozása csökken az ügyfélnek, akkor a

<sup>16</sup> A Kúria az árfolyamrésnél egyértelműen megállapította a tisztességtelen magatartást, így ez az összeg visszajár az adósoknak. A kamatemelések esetében a bizonyítási teher a hitelezőket terheli, és a tisztesség megállapításáért folynak jelenleg a perek.

rendelkezése álló jövedelem bővülése nem egyszeri jelenség lesz, mint az egy összegű visszafizetés esetében fennállna. Ennek hatására sokkal elnyújtottabb fogyasztási hatás várható. Számításaink szerint az alacsonyabb tőke miatt a törlesztőrészek (kamat és tőke) csökkennek, méghozzá közel 30 százalékkal, így a lakosságnak nagyjából 128 milliárd forintra rúgó többletjövedelme keletkezik éves szinten.

7. TÁBLÁZAT: BECSLÉS A LAKOSSÁGI DEVIZAHITELEK TÖRLESZTŐRÉSZELETEINEK CSÖKKENÉSÉRŐL (MRD Ft)

	2013
Lakossági devizahitelek kamatfizetése	225 <sup>17</sup>
Lakossági devizahitelek tőketörlesztése	201 <sup>18</sup>
<b>Összesen</b>	<b>426</b>
Becsült törlesztőrészlet-csökkenés	30%
<b>Lakossági törlesztőrészlet-csökkenés</b>	<b>128</b>

Forrás: MNB, Századvég-számítás

A fogyasztási ráta jelenleg Magyarországon 80 százalékra tehető, vagyis a lakosság a jövedelmének 80 százalékát fordítja fogyasztásra. Így azzal a feltételezéssel élünk, hogy bő 100 milliárddal nőne a fogyasztási kiadás, ugyanakkor úgy véljük, hogy ennek egy részéből előtörleszt a lakosság (30 százalékos arányt feltételezünk). Mindezekből adódóan számításaink szerint a lakosság fogyasztása éves szinten 71,5 milliárd forinttal bővíthet. Ezt összevetve a háztartások fogyasztási kiadásának 2013. évi nominális összegével (15 162 milliárd forint), 0,5 százalékos arány adódik. Ennyivel emelkedik meg tehát szintben a fogyasztás 2015 egészében.

A visszafizetés következtében a bankok mérlegfőösszege 900–1000 milliárd forinttal csökken. Mindez azt jelenti, hogy a tőke megfelelési mutató a jelenlegi 19-ről 13 százalékra esik vissza. Figyelembe véve, hogy az Európai Bizottság és a Bazel II. szabályai szerint ennek a mutatónak minimálisan 8 százaléknak kell lennie, így meglátásunk szerint elegendő tőkepuffer van a magyar bankrendszerben. Ebből fakadóan – bár lehetséges, hogy a bankok viselkedését és így hitelezési hajlandóságát is negatívan befolyásolja a tőkecsökkenés – nem számolunk a hitelezés érdemi visszaesésével. Ezt szintén alátámasztja, hogy a törlesztőrészek csökkenésének következtében a lakosság nem teljesítő hiteleinek (NPL) aránya is visszaeshet, ami a hitelintézeteknek is kedvező folyamat, hiszen segíti a portfólió tisztulását.

Az optimista forgatókönyvben a fentiek mellett még a családi adókedvezmény átalakításával kapcsolatos lehetséges intézkedést vesszük figyelembe. Szeptemberben ugyanis újból felvetődött, hogy a Kormány szűkítené a két és három gyermeket nevelő családok adókedvezménye közötti különbséget, erről Varga Mihály beszélt. A kétgyermekes közteherkedvezményt úgy emelnék meg, hogy annak egy eltartottra jutó összege

<sup>17</sup> Becsült érték a teljes lakossági hitelállomány deviza–forint arányából számítva, a teljes lakossági kamatfizetés eredménykimutatásából (MNB, hitelintézeti szektor statisztikája).

<sup>18</sup> Tőketörlesztés, deviza-lakáshitel negyedéves adatokból (MNB Pénzügyi stabilitási statisztika).

megközelítse a nagycsaládosoknak az egy-egy gyermek után járó közteherenyhítés nagyságát. A gyakorlatban ez azt jelentené, hogy a kedvezményezetteknek átlagosan járó havi 20 ezer forintos kedvezményt 40–50 ezer forintra emelnék a két gyermeket nevelő család esetében. Számításaink szerint – 50 ezer forintos kedvezményt feltételezve – ez mintegy 58 milliárd forintot hagyna a családoknál éves szinten.<sup>19</sup> Tekintettel a 80 százalékos fogyasztási rátára, ez 46,4 milliárd forinttal növeli a háztartások fogyasztási kiadását. Ezt összevetve a fogyasztás 2013. évi nominális összegével (15 162 milliárd forint), 0,3 százalékos arány adódik. Ennyivel emelkedik meg szintben a fogyasztás 2015 egészében.

Összességében tehát a devizahitel-program és a családi adókedvezmény kiterjesztése 0,8 százalékponttal emeli meg a 2015. évi fogyasztás szintjét az alappályához képest. A fogyasztás importigénye miatt a behozatal volumenindexe 0,2 százalékponttal emelkedik, így a reálgazdasági aktívum erősebb szűkülése révén a külső egyensúly enyhén romlik. A belső kereslet erősebb felfutása miatt a kibocsátási rés gyorsabban szűkül, ám ennek inflációs hatását a jegybank a korábban megkezdett kamatemelési ciklussal ellensúlyozza, így az infláció összességében 2015-ben nem változik az alappályához képest. Feltevéseinkre alapozva a két intézkedés reálgazdasági hatása összességében pozitív: a GDP-növekedés 2,6 százalékos bővülését várjuk.

8. TÁBLÁZAT: AZ OPTIMISTA FORGATÓKÖNYV MELLETTI MAKROPÁLYA (SZÁZALÉK ÉS SZÁZALÉKPONT)

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

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

Forrás: Századvég-számítás

<sup>19</sup> Becslésünket a Nemzeti Adó- és Vámhivatal (NAV) legfrissebb rendelkezésre álló, 2012. évi adóbevallásokat tartalmazó adatbázisára épített modellünkből nyertük.



Az optimista forgatókönyv esetén az ESA-hiány a GDP 2,7 százalékára rúg. Az erősebb fogyasztás növeli az adóbevételeket, ezt kompenzálja ugyanakkor a családi adókedvezmény kiterjesztése, így összességében a hiány megegyezik az alappályán felvázolttal. Az államadósság az alappályához képest 0,1 százalékponttal kedvezőbb, 77,6 százalék lehet. A devizahitel-program miatt az államnak vissza kell fizetnie a bankok részére a különadó egy részét, amit a pénzforgalmi egyenlegben számolunk el, de a kedvezőbb növekedés végeredményben csökkenti a rátát.

## **Romló nemzetközi környezet, magasabb kockázati prémium**

Az elmúlt negyedévben a globális befektetői hangulat meglehetősen változékonyan alakult, ugyanakkor a hazai kockázati felárak csökkenést mutattak, de az árfolyam jelentősen gyengült. A hangulatingadozás elsődleges forrásait az ukrán–orosz válság súlyosbodása, egyéb geopolitikai feszültségek, illetve a fejlett és a fejlődő gazdaságok teljesítményének visszafogottabb alakulása adta. Mindezen folyamatok jelentős negatív kockázatot hordoznak az alappályánkra nézve, így pesszimista forgatókönyvünkben a külső kereslet és a kockázati prémiumok kedvezőtlenebb alakulását feltételezzük.

Az ukrán–orosz krízis elmélyülése és az esetleges újabb szankciók már önmagukban ronthatják a kockázatvállalási hajlandóságot, elsősorban a kelet-európai régióban, amivel hazánk fontos gazdasági kapcsolatban áll. A válság, a szankciók és a kockázati prémiumok megemelkedése, párosulva a jelenleg meglehetősen törekeny külső gazdasági növekedéssel, visszavetik a külső keresletet is. Ezt a folyamatot erősíti, hogy a kockázatkerülés fokozódásával, a pénzpiaci hangulat romlásával régióinkból jelentős tőkekiáramlás veszi kezdetét, illetve növekszik a hozamelvárás, és leértékelődési hullám indul a fejlődő piacok valutáiban. Mindez megnehezíti és megdrágítja a forrásbevonást a fejlődő országokban, így Magyarországon is. A kockázati prémiumok emelkedése így végső soron a gazdasági teljesítmények csökkenésével is együtt jár. Ennek hatását elsősorban a fejlődő piacok érzik meg, de áttételesen a fejlett országok növekedése is visszafogottabb lehet.

Mindezeket figyelembe véve külkereskedelmi partnereink növekedési üteme az alappályához képest 0,5 százalékponttal alacsonyabb. Ez azt jelenti, hogy 2014-hez hasonlóan 2015-ben is csupán 1,7 százalékos súlyozott külső GDP-növekedéssel számolunk. Fenti forgatókönyvünk emellett a hazai fizetőeszköz alappályához viszonyított 3 százalékos gyengülését is feltételezi. A visszafogottabb gazdasági teljesítmények hatására az olaj iránti kereslet is szűkül, ami végső soron az olajárak csökkenését vonja maga után. A 2012. évi globális lassulás során tapasztalt 10 százalékos árcsökkenéssel kalkulálunk. Ez pedig ismételtén visszahat a feltörekvő országok növekedési kilátására, így a globális konjunktúrára, ami indokolja a hazai export iránt megnyilvánuló kereslet jelentős visszaesését.

Pesszimista forgatókönyvünkben a romló külgazdasági kilátások és a kockázatvállalási hajlandóság csökkenése miatt erősödik az óvatossági megtakarítás, ami jelentősen visszafogja a fogyasztás bővülését. A források drágulása a hitelezésen keresztül a beruházásokat is negatívan érinti, bár a Növekedési Hitelprogram áthúzódó hatása ezt tompítja. A pesszimista forgatókönyv szerint a fogyasztás 2, a beruházás 4,9 százalékkal bővül 2015-ben. A forint 3 százalékos gyengülése önmagában segíti a kivitel bővülését, amit azonban a külső kereslet szűkülése bőven ellensúlyoz. A visszafogottabb belső felhasználás és export miatt a hazai gazdaság importigénye is csökken. Mindazonáltal a nettó export erősebb szűkülésére, a külső egyenleg mérsékelt romlására számítunk. Az alappályához képest az inflációt visszafogja az olajárak csökkenése és a lassabban záródó kibocsátási rés dezinflációs hatása. Ezzel szemben a forint leértékelődése, az import megdrágulása ezt a hatást felülmúlja, így összességében az infláció 2,5 százalékra emelkedhet éves szinten. A kockázati prémiumok emelkedése miatt és a forint további gyengülésének megállítására a jegybank azonnal reagál: a jövő év elején már megkezdí katemelési ciklusát. A jegybanki inflációs cél eléréséhez és a hazai fizetőeszköz árfolyamának stabilizálásához azonban az alappályához képest magasabb kamatpálya adódik.

9. TÁBLÁZAT: A PESSZIMISTA FORGATÓKÖNYV MELLETTI MAKROPÁLYA (SZÁZALÉK ÉS SZÁZALÉKPONT)

	2015		
	Alappálya	Pesszimista pálya	Eltérés
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,4	2,0	-0,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	2,5	2,2	-0,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	4,9	4,9	-0,1
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,2	5,1	-1,1
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,0	6,1	-1,0
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	5,4	5,1	-0,3
Fogyasztóiár-index (%)	2,4	2,5	+0,1
A jegybanki alapkamat az időszak végén	3,00	3,25	+0,25
Munkanélküliségi ráta (%)*	8,2	8,2	0,0
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,8	4,9	0,0
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában**	2,8	2,7	-0,1
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában**	6,0	5,9	-0,1
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,7	-2,8	-0,1
GDP-alapon számított külső kereslet*	2,2	1,7	-0,5

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

Forrás: Századvég-számítás

A pesszimista forgatókönyv esetén a gyengébb növekedés miatt az adóbevételek is kisebb ütemben nőnek, ennek eredményeként a költségvetés hiánya 0,1 százalékponttal kedvezőtlenebb, 2,8 százalék. A forint leértékelődése és az alacsonyabb nominális GDP miatt az államadósság-ráta az alappályához képest magasabb, a GDP arányában 79 százalék, így csak minimálisan csökken 2014 végéhez képest.

## Táblázatok

10. TÁBLÁZAT: ELŐREJELZÉS NEGYEDÉVES BONTÁSBAN (ALAPPÁLYA)

	2013	2014					2015				
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex) *	<b>1,1</b>	3,5	3,9	3,1	2,7	<b>3,3</b>	2,1	2,1	2,5	3,0	<b>2,4</b>
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	<b>0,2</b>	1,7	2,2	3,0	2,6	<b>2,4</b>	2,7	2,5	2,5	2,3	<b>2,5</b>
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	<b>5,8</b>	15,3	16,8	12,6	8,5	<b>13,3</b>	5,7	2,8	4,6	6,5	<b>4,9</b>
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	<b>5,3</b>	7,6	6,7	4,4	3,7	<b>5,6</b>	3,8	4,7	7,1	9,2	<b>6,2</b>
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	<b>5,3</b>	7,7	7,3	7,2	6,5	<b>7,2</b>	4,9	5,4	8,0	9,9	<b>7,0</b>
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	<b>7,0</b>	1,9	1,4	1,3	1,1	<b>5,7</b>	1,7	1,3	1,2	1,1	<b>5,4</b>
Fogyasztóiár-index (%)	<b>1,7</b>	0,0	-0,3	0,2	0,8	<b>0,2</b>	1,7	2,1	2,6	3,0	<b>2,4</b>
A jegybanki alapkamat az időszak végén	<b>3,00</b>	2,60	2,30	2,10	2,10	<b>2,10</b>	2,10	2,25	2,50	3,00	<b>3,00</b>
Munkanélküliségi ráta (%)*	<b>10,2</b>	7,4	8,1	8,1	7,9	<b>7,9</b>	8,3	8,2	8,2	8,1	<b>8,2</b>
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	<b>3,4</b>	2,8	3,7	3,2	3,3	<b>3,3</b>	4,3	4,4	4,9	5,7	<b>4,8</b>
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában**	<b>3,1</b>	-	-	-	-	<b>3,1</b>	-	-	-	-	<b>2,8</b>
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában**	<b>6,8</b>	-	-	-	-	<b>6,8</b>	-	-	-	-	<b>6,0</b>
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	<b>-2,2</b>	-	-	-	-	<b>-2,4</b>	-	-	-	-	<b>-2,7</b>
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	<b>0,9</b>	2,0	1,6	1,6	1,7	<b>1,7</b>	1,9	2,4	2,4	2,3	<b>2,2</b>

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. \*\* Az MNB új módszertana szerint számítva. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

11. TÁBLÁZAT: ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK 2015-BEN AZ ALAPPÁLYÁHOZ KÉPEST

	Alappálya	Optimista pálya	Eltérés	Pesszimista pálya	Eltérés
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	<b>2,4</b>	2,6	+0,2	2,0	-0,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	<b>2,5</b>	3,3	+0,8	2,2	-0,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	<b>4,9</b>	4,9	0,0	4,9	-0,1
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	<b>6,2</b>	6,2	0,0	5,1	-1,1
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	<b>7,0</b>	7,2	+0,2	6,1	-1,0
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	<b>5,4</b>	5,2	-0,1	5,1	-0,3
Fogyasztóiár-index (%)	<b>2,4</b>	2,4	0,0	2,5	+0,1
A jegybanki alapkamat az időszak végén	<b>3,00</b>	3,00	0,0	3,25	+0,25
Munkanélküliségi ráta (%)*	<b>8,2</b>	8,2	0,0	8,2	0,0
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	<b>4,8</b>	4,9	0,0	4,9	0,0
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában**	<b>2,8</b>	2,7	-0,1	2,7	-0,1
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában**	<b>6,0</b>	5,8	-0,1	5,9	-0,1
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	<b>-2,7</b>	-2,7	0,0	-2,8	-0,1
GDP-alapon számított külső kereslet*	<b>2,2</b>	2,2	0,0	1,7	-0,5

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. \*\* Az MNB új módszertana szerint számítva. Forrás: Századvég-számítás